



宏观经济季度报告

Macroeconomic Quarterly

Report

2020年7月1日

2020Q3

平安证券研究所 宏观研究团队

魏伟 陈骁 薛威 郭子睿

常态与风险

摘要

常态与风险：为应对新冠肺炎疫情在全球的蔓延和爆发，各国央行采取了 08 年危机以来的超大规模宽松政策，市场对政策可能给全球经济带来的经济复苏、通胀抬头、利率回升等预期高度关注。我们认为，考虑人口老龄化、贫富差距拉大、技术进步与债务增长的长期趋势，全球当前低增长、低通胀、低利率和高杠杆、高资产价格的“三低两高”格局可能将成为常态。在此背景下，中国应未雨绸缪的三大风险点：一是实体领域外需逐渐乏力，二是金融领域可能遭受制裁和市场动荡，三是政治领域中美博弈与脱钩的风险。

海外经济：目前全球新冠疫情演进到以巴西、印度等新兴经济体为震中的第三阶段，部分经济体疫情出现二次抬头的迹象。各国疫情处于不同阶段，但都在陆续放松防控、解封经济，这可能造成疫情在下半年难以彻底消除，全球经济大概率也将以波折缓慢复苏为主。此外，疫情催化了全球产业链的进一步调整，部分产业整合趋势加剧，本土化与周边化提上日程，自主可控重要性抬升。

国内经济：上半年中国经济在持续回落，工业生产回暖、PPI 通缩压力减轻，需求显著改善，地产汽车出口亮眼。考虑复工复产有序推进、金融数据滞后起效、政策资金支持逐步到位，下半年经济的修复将会延续，基建与服务性消费有较大改善空间。但经济的复苏仍有波折，一是外需乏力对出口的拖累尚未充分显现，二是地产与汽车前期积累消费释放后，增长可能出现反复，而就业形势依然非常严峻。在这样的背景下，我们认为货币政策未到收紧时，将延续稳健偏宽松格局，回归维持市场流动性充裕的常态。此外，在国内面临疫情冲击与海外风险的情况下，中央推进更大力度的对内改革，依靠“经济内循环”的活力应对疫情冲击，激发经济的中长期增长潜力。

资产配置：股市：中美将是投资者最看重的市场，短期 A 股/港股的表现将好于美股；考虑经济修复、货政偏松、改革推进，国内股市将维持震荡但有底部支撑。债市：中、美债券受主权信用的持续稳定，表现将优于其他经济体；国内债市短期受货币政策边际变化的情绪扰动，在经济修复出现回调及政策取向明确之前，可能维持震荡；但 10Y 国债收益率在当前水平上有一定下行空间。美元延续高位震荡，人民币汇率则受到基本面和事件驱动影响，可能宽幅波动。商品：工业品难以走牛，战略看多贵金属。

目录

1. 常态与风险——疫情下的中长期视角	5
1.1 常态：全球经济“三低两高”及溯源	5
1.2 风险：中国应未雨绸缪的三大风险点	8
2. 海外经济：疫情，宽松与产业链变迁	11
2.1 疫情：海外疫情震中转移，经济解封陆续推进	11
2.2 宽松：经济尚未恢复，新兴经济体境况艰难	14
专栏：2020 年美国大选的特殊背景及选情前瞻	16
2.3 产业链：疫情催化整合，自主可控重要性抬升	19
3. 国内经济：复苏，波折与政策关注点	21
3.1 复苏：国内经济持续恢复，生产回暖需求改善	21
3.2 波折：下半年经济修复延续，内外需均有波折	22
3.3 政策：稳企业保就业，货币政策未到收紧时	23
4. 资产配置：“三低两高”下看好股债	26
4.1 股市：中美股市值得拥有，A股关注内需与科技	26
4.2 债市：国内短期政策扰动，10Y 利率有下行空间	26
4.3 汇市：美元延续高位震荡，人民币汇率区间震荡	26
4.4 商品：工业品难走牛，战略看多贵金属	27
4.5 风险提示	27

图表目录

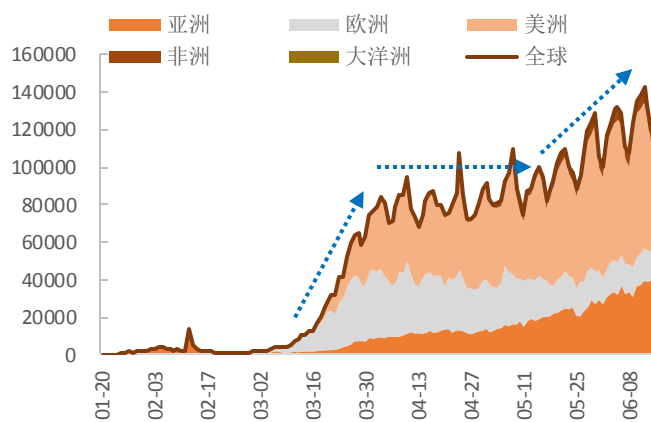
图表 1. 全球新增确诊病例呈现二次爆发趋势（单位：例）	5
图表 2. 全球经济面临“三低两高”的常态	6
图表 3. 全球及各大洲 65 岁以上老龄人口占总人口比重	7
图表 4. 全球面临贫富差距拉大的问题	7
图表 5. 中美两国杠杆率上升伴随着利率水平下降（%）	8
图表 6. 部分经济体对华贸易依存度（%）	8
图表 7. 全球疫情爆发后中美股票市场的共振	9
图表 8. 中美博弈与脱钩的风险	9
图表 9. 全球疫情进入新兴经济体为震中的第三阶段	11
图表 10. 东欧疫情发展显著严重于欧洲其他地区	12
图表 11. 美国单日新增确诊病例近期创新高（单位：例）	12
图表 12. 全球各国政府防控主要措施一览（单位：例）	13
图表 13. 消费国政府封锁指数	13
图表 14. 生产国政府封锁指数	14
图表 15. 资源国政府封锁指数	14
图表 16. 各大洲新增新冠肺炎确诊病例走势（单位：例）	14
图表 17. 全球经济疲弱，通胀下行	15
图表 18. 全球金融市场波动明显加剧	15
图表 19. 新兴经济体经济极度脆弱	16
图表 20. 美国社会的贫富差距持续加大	17
图表 21. 应对反种族主义游行，两党应对方式明显对立	18
图表 22. 特朗普虽在全国民调中明显落后，但关键州民调与拜登相差不大	18
图表 23. 电子、机械零部件是中美贸易摩擦的主要征税对象	19
图表 24. 东盟和印度的体量尚难承接中国大规模产业转移	19
图表 25. 新兴产业生产链条	20
图表 26. 上半年国内经济持续恢复，生产需求均有改善	21
图表 27. 下半年经济修复延续：基建与服务型消费有改善空间	22
图表 28. PMI 新出口订单与出口之间有时滞（%）	23
图表 29. 各类型乘用车销售增速（%）	23
图表 30. 城镇新增就业人数历年对比（单位：万人）	23
图表 31. 短端利率年初至今先下行后反弹（%）	24
图表 32. 宏观经济数据预测表	25
图表 33. 年初以来全球股市显著分化（2020.01.01-06.29）	26
图表 34. 中国 10 年期国债收益率已反弹至年初水平（%）	26
图表 35. 人民币兑美元汇率更多受事件驱动影响	27
图表 36. 黄金价格走势仍然强势	27

1. 常态与风险——疫情下的中长期视角

新冠肺炎疫情是 2020 年影响全球经济最重要的宏观变量。当前全球新冠疫情仍在演进中，进入 6 月以来新增确诊病例呈现“二次爆发”的趋势，这实际上是疫情蔓延的范围扩大所致。具体来看，除了疫情最先爆发的东亚各国外，美欧等主要经济体的新增确诊病例已出现明显的回落态势；但亚非拉一些新兴经济体开始进入疫情爬坡期，比较严重的包括：亚洲的印度、沙特、巴基斯坦、伊拉克，美洲的墨西哥、巴西、智利、阿根廷、哥伦比亚，以及非洲的埃及、南非等。

2020 年下半年，全球经济都将处于从疫情冲击后逐渐恢复的状态。但是，为应对新冠肺炎疫情在全球的蔓延和爆发，各国央行在上半年均采取了不同程度的宽松货币政策，美欧等经济体的宽松幅度甚至超出了 08 年金融危机以来的规模。那么，超宽松的货币政策能否拯救疫情冲击下的经济？大规模的流动性支持是否可能引发高通胀？以美股为代表的资产价格在剧烈波动中是否还可以高歌猛进？

图表1. 全球新增确诊病例呈现二次爆发趋势（单位：例）



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.1 常态：全球经济“三低两高”及溯源

我们从相对长期的视角去观察全球经济，发现近年来（尤其是 2008 年金融危机以后），全球呈现出明显的“三低两高”的状况：

低增长：2008 年金融危机之后全球经济就处于“长期性停滞”之中，虽然美联储等各大央行采取持续宽松的货币政策，各国政府也出台了相当的财政刺激方案，但全球经济并未得到持续的提振，更多是在短期反弹之后重新进入缓慢下

行通道，与此同时，全球经济的宽松货币政策依赖度也愈发增强。

低通胀：上世纪 80 年代至今，全球通胀水平即整体呈现下降态势；其中，发达经济体通胀在震荡中持续回落，新兴经济体则从 80-90 年代的高通胀中走低。而进入 21 世纪后，全球通胀总体在相对低位仍继续呈现回落态势，新兴经济体物价水平略高于发达经济体。按照“货币主义”学派代表人物弗里德曼的观点，“一切通胀都是货币现象”，但近十年来全球央行释放的基础货币远远超出过去几十年的总和，却并没有带来通胀的持续上行，这也引发了包括美联储在内的诸多机构和学者的疑问和讨论。

低利率：上世纪 80 年代至今，全球主要经济体的基准利率与 10 年期国债收益率均震荡走低，目前正处于历史低位，欧元区及日本还出现了负利率的情况。而实际上，英格兰银行经济学家施梅林（Schmelzing, 2020）统计了全球 8 个主要国家（意大利、英国、荷兰、西班牙、德国、法国、美国、日本）700 年来的利率走势，并通过 GDP 加权得到全球利率水平，得出的结论是，从长达 700 年的历史视角来看，全球主要经济体的实际利率都处在整体震荡下行的趋势当中。利率下行似乎具备历史的惯性。

高杠杆：近二十年来，全球主要经济体宏观杠杆率呈现整体上升态势。其中，发达经济体杠杆率绝对水平较高，近年来在 270% 左右高位震荡；以美国为例，尽管其居民部门在 2008 年金融危机后加杠杆较为谨慎，但企业与政府的杠杆率有显著提高。而新兴经济体杠杆率上升的速度较快，尤其是 2008 年金融危机以后呈现陡峭上升的态势；以中国为例，“四万亿”刺激政策与房地产市场的持续上涨，先后推动企业部门与居民部门杠杆率的上升，而城投债、PPP 项目及政府减税降费等措施，又造成政府部门杠杆率的上升；这使得中国非金融部门杠杆率从 08 年危机前的 150% 左右升至当前的 250% 左右。

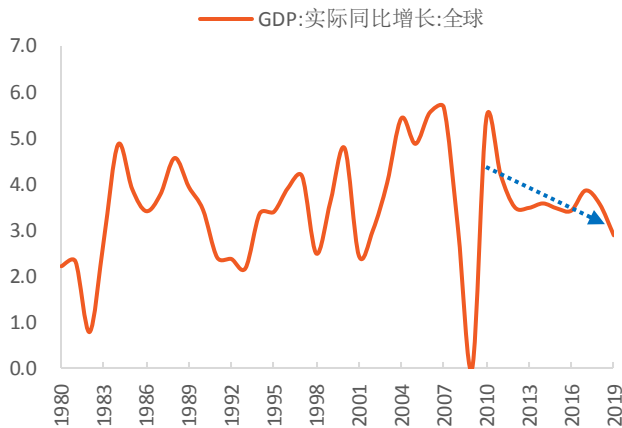
高资产价格：持续偏宽松的流动性环境叠加投资主体持续加杠杆的行为，带来了资产价格的高涨，这在不同国家的表现形式有所不同。例如，美国表现为美股在 08 年危机之后走出“十年长牛”，加上美联储为了稳定金融市场与经济前景，在股票价格发生剧烈波动时均倾向于采用支撑市场的政策，从而促使股市进一步上涨；在 2020 年初遭受疫情冲击导致的

剧烈回调之后，美国纳斯达克指数甚至再度创出历史新高。而反观中国，房地产市场近二十年来在突飞猛进地发展中成

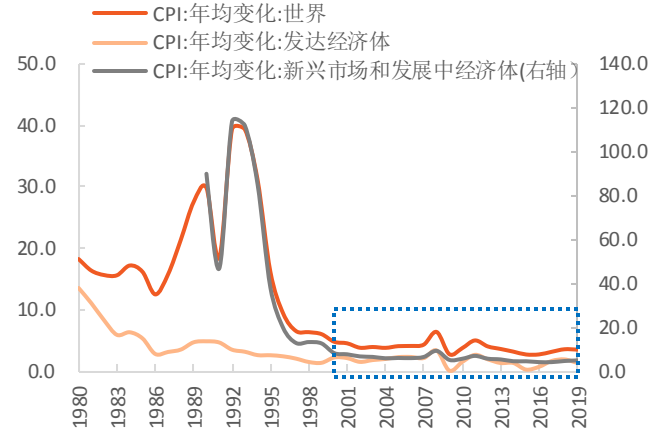
为了国民经济的支柱产业，“房价永远上涨”的预期迄今为止都未能被彻底打破。

图表2. 全球经济面临“三低两高”的常态

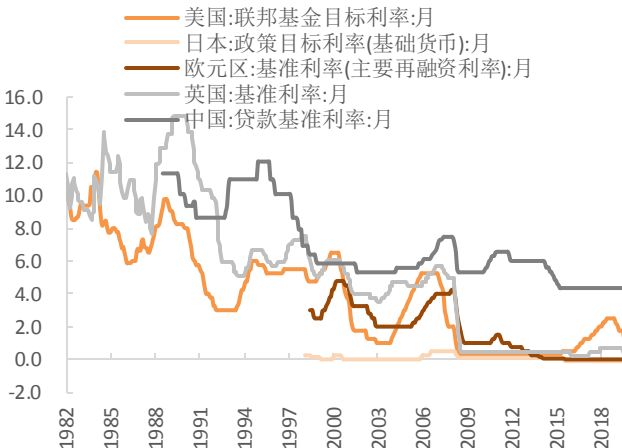
1. 低增长：2008年金融危机后全球“长期性停滞”（%）



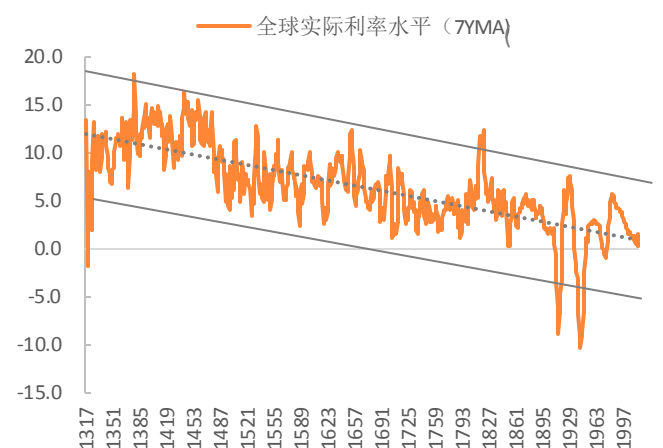
2. 低通胀：上世纪80年代至今，全球通胀整体呈下降态势(%)



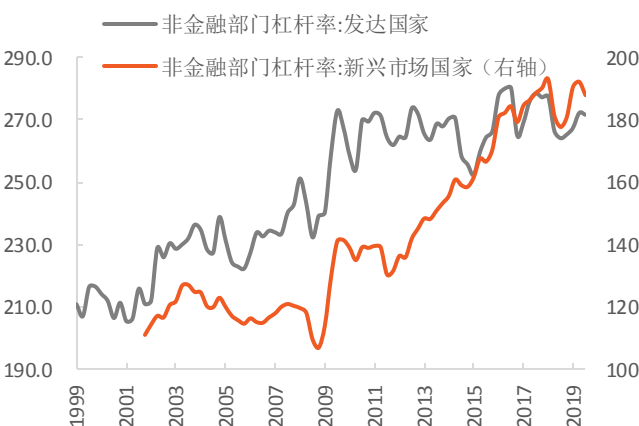
3. 低利率：主要经济体基准利率水平持续走低（%）



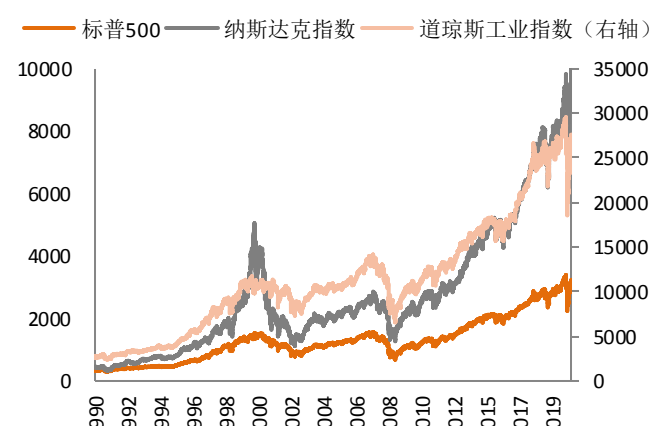
4. 低利率：全球长期利率水平趋于下行（%）



5. 高杠杆：全球宏观杠杆率水平持续攀升(%)



6. 高资产价格：以美股为代表的资产价格处于历史高位



资料来源：Wind，Schmelzing,2020，平安证券研究所

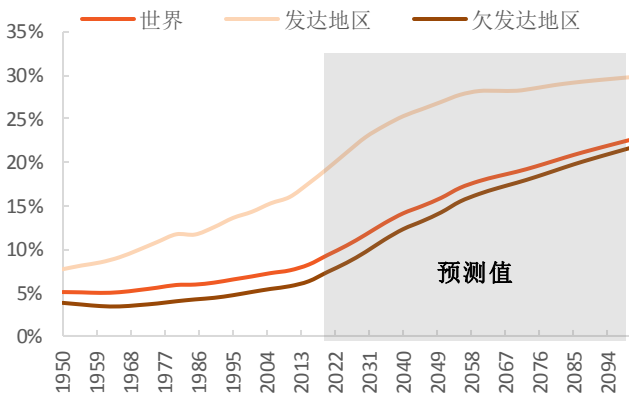
造成全球经济长期呈现“三低两高”格局的原因如下：

第一，人口老龄化。从经济增长角度看，人口老龄化拉

平安证券

低了劳动年龄人口占比，拖累宏观经济增速，影响利息支付能力，从而降低利率水平。从资金供求角度，人口老龄化降低了投资和消费信贷的资金需求，而养老金储蓄增加资金供给，使得作为资金价格的利率趋于下降。从信贷风险角度，人口老龄化降低经济社会与金融市场波动，更加稳定的经济环境使得借贷风险降低，利率趋于下降。从风险偏好角度，老龄人口具有风险厌恶特点，偏好稳健的低风险、低收益活动，资金获取成本由此降低，利率水平下降。联合国发布的《世界人口展望 2019》预测，未来 80 年左右的时间，世界人口的老龄化程度都在不断加深，到 21 世纪末，全球 65 岁以上老龄人口占总人口的比重将超过 20%。

图表3. 全球及各大洲 65 岁以上老龄人口占总人口比重



资料来源：Wind，平安证券研究所

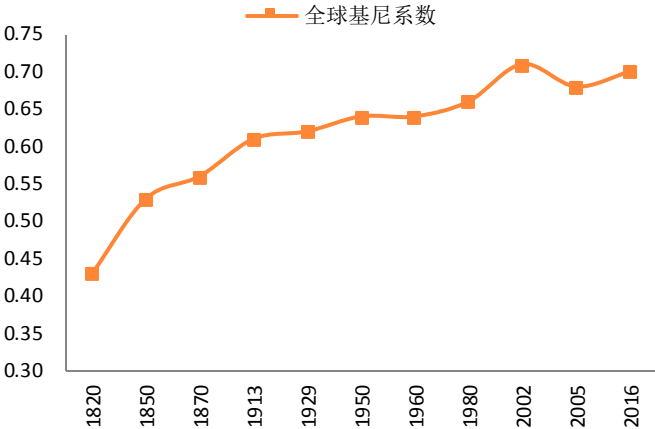
第二，贫富差距扩大。近年来全球范围内都面临着贫富差距拉大的问题，全球基尼系数自 1820 年至今已从 0.4 左右提高到 0.7 左右；而大象曲线也显示，发达经济体内部顶尖富裕群体与中产阶级的收入增长速度分化加剧。生命周期框架的理论研究表明，收入水平越高，居民平均消费倾向和边际消费倾向越低。因此，贫富差距拉大叠加富人的边际消费倾向较低，使得消费需求整体表现乏力。这一方面造成消费品价格（通胀）水平的低迷，另一方面政策为促进消费而不断压低利率，因而随着贫富差距的拉大，利率水平也在不断下降。

第三，技术进步与全球化。技术进步带来的生产成本降低和效率提高，系统性拉低了商品价格。在当前较高的技术水平下，生产供给的极大丰富使得全球长期处于供过于求的格局。与此同时，由技术进步带来的国际分工和全球化程度加深，通过提高全要素生产率、促进商品的国际贸易、降低

区域垄断、促进货币政策调控等角度，进一步压低了全球商品的成本。

图表4. 全球面临贫富差距拉大的问题

1. 全球基尼系数持续攀升



2. 大象曲线：发达经济体内部贫富差距拉大

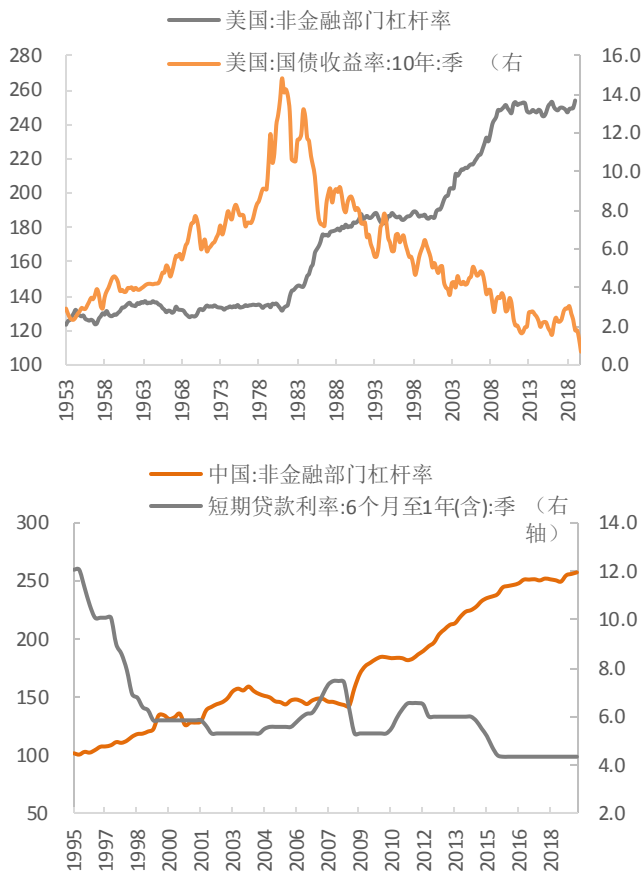


资料来源：Wind，平安证券研究所

第四，债务型增长模式。债务型增长模式造成全球宏观杠杆率高企，这样的背景下势必需要低利率环境来维持债务的滚动。而与此同时，利率水平的不断下行导致投资收益降低，通过高杠杆博取高收益逐渐成为了全球市场的主流。高杠杆与低利率的现状互相强化形成恶性循环。以中美日为例，近几十年来的宏观杠杆率上升都伴随着利率水平的不断走低。

综上所述，人口老龄化贫富差距拉大的状况，技术进步带来的供给极大丰富，以及债务型增长，在短期内都很难改变。因此，“三低两高”的状况将成为全球经济面临的常态。

图表5. 中美两国杠杆率上升伴随着利率水平下降(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

而这样的情况演进下去,可能出现两种典型的结果:一是贫富差距进一步拉大,致使保护主义和民粹主义抬头,整个世界变得更加不稳定,甚至滑入战争;实际上,一战和二战的爆发均有这方面的影响因素。二是长期低增长低通胀压制了企业投资生产的意愿,而低利率环境则使得企业大规模的存量债务能够通过借新还旧予以维持,但企业资产负债表衰退,整个社会呈现低增长低欲望的状态;这类似日本在 90 年代泡沫破灭后陷入“失去的二十年”的情况。我们认为可

冲击将使得中国短期面临外部需求不足,尤其各国失业率激增导致居民部门整体购买力低下,需求恢复将非常缓慢。而中长期看,考虑逆全球化趋势与产业链转移,中国可能面临外需长期下降的趋势。从主要经济体对华贸易依存度看,世界对中国制造的依赖度较高;但这也意味着外需萎缩对中国外贸的冲击也将很大。近年来逆全球化与贸易保护主义趋势抬头冲击全球贸易,而随着中国制造业成本的不断提高,部分产业链也出现了向周边东南亚国家迁移的趋势。

图表6. 部分经济体对华贸易依存度(%)

X 对 Y	中国	东盟	印度	日本	韩国	美国	CPTPP
中国	—	13	2.1	7.6	7.1	14.8	22.8
东盟	15.9	25.5	3.3	7.7	4.8	8.6	26.1
印度	11.4	10.9	—	2	2.8	9.5	13.5
日本	21.7	15.2	1	—	5.9	15.3	15.1
韩国	22.8	14.2	1.9	7.8	—	11.4	24.6
CPTPP	16.5	12.6	1.7	3.5	4.1	29	15.6

注: 贸易依存度=X 对 Y 的贸易额/X 对全球的贸易总额。

资料来源: 亚洲博鳌论坛, WTTTS 数据库, 平安证券研究所

二是金融领域, 面临遭受制裁和市场剧烈震荡的风险。

首先, 当前外部环境不确定性日渐增大, 尤其中美之间的博弈局势日渐复杂, 如果出现极端事件, 我国金融体系可能受到多方面的掣肘和冲击: 其一, 对外冲突可能影响我国海外投资金融资产(尤其是体量庞大的外汇储备)的安全性, 他国可能直接出手冻结我国的外汇投资资产。不过, 从历史情况看, 采取极端手段冻结他国外汇资产, 一般由政治军事外交等因素引发, 单纯由经贸关系引发的概率较低。其二, 他国可能针对一些金融机构实施精准的制裁。例如 2012 年 7 月, 我国的昆仑银行就曾因涉伊交易而被美制裁。其三, 他国可

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4193

