

# 不确定性环境下的复苏斜率再定价

证券研究报告

2020 年 06 月 28 日

## 下半年宏观经济与投资展望

作者

下半年，国内经济处于 U 型复苏的右侧，但斜率难超预期，节奏上可能出现一波三折。国内外疫情决定了经济复苏的斜率和节奏，疫苗能否研发成功决定了经济复原的时间和程度。下半年，全球范围内与“新冠”共存将成为常态，国内经济可能要先经历一个复苏斜率放缓的平台期，疫苗研发成功后复苏斜率会再次上升。

分具体项目来看，内需中复苏斜率较高的主要是基建、地产等建筑业投资和高技术制造业投资，斜率较低的主要是消费服务业和传统制造业。疫情对外需走势有重要影响，预计出口增速 3 季度触底回升，但改善速度不会太快。政策方面，货币政策可能在 3 季度经历阶段性再加码，4 季度重新转紧；当前财政支出进度相对较慢，下半年的财政支出力度有望明显提升。

权益方面，全球宏观风险持续高企，确定性溢价将维持在较高水平，因此业绩高增长和短期确定性仍然是市场的主要偏好。以流动性溢价和风险偏好的变化为路标，放缓的复苏斜率和缓和的中美关系有利于科技成长，复苏再加速后的宏观环境有利于可选消费和周期。风险事件的可预测性较差，因此应对大于预测，需要控制风险敞口。下半年可能有几个风险尚未充分定价：全球疫情风险、美国经济风险、社会运动风险。

利率方面，长端利率在近期调整后已经来到相对均衡的水平，10 年国债 3.0% 应是中短期的顶部位置。货币政策可能在 3 季度再度加码，但是再现年初“饱和式宽松”的可能性和必要性较低，短端利率不太可能重回今年低位，10 年国债底部可能在 2.6%-2.7%。如果基本面进一步修复、失业率重新回落至 6% 或以下，则流动性管理可能继续回归常态，10 年国债利率中枢可能再次升至 2.9% 左右。

**风险提示：**国内疫情大规模反复；疫苗研发进展低于预期；国内经济恢复缓慢；海外市场大幅调整；中美博弈加剧

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

---

**相关报告**


---

## 一、下半年经济复苏的形态和结构

下半年，国内经济处于 U 型复苏的右侧，但斜率难超预期，节奏上可能出现一波三折。简单来说，国内外疫情决定了经济复苏的斜率和节奏，疫苗能否研发成功决定了经济复原的时间和程度。下半年，全球范围内与“新冠”共存将成为常态，国内经济可能要先经历一个复苏斜率放缓的平台期，疫苗研发成功后复苏斜率会再次上升。

下半年内需中复苏斜率较高的主要是基建、地产等建筑业投资和高技术制造业投资。下半年基建增速继续回升的概率较高，今年的基建投资在项目储备和资金来源两方面都有明确利好，预计下半年基建投资月度复合增速超过 13%。下半年房地产投资增速逐渐回升，斜率逐渐放缓，预计全年增速 3-4%。高技术制造业的行业景气度中长期向好，叠加产业政策支持，资本开支强度受短期因素的干扰程度相对较低，下半年将继续保持两位数以上的高增长。

复苏斜率较低的主要是消费服务业和传统制造业，前者是目前经济恢复的主要短板，后者主要是受部分可选消费和外需的影响，导致企业资本开支的意愿和能力受限。表面上看，消费恢复缓慢的原因是线下生活服务类消费、部分耐用品消费、限额以下商品消费的恢复情况较差；但实际上，制约消费的根本因素还是疫情的间歇性反复和居民收入预期的下降。北京在出现新发地疫情之后，用快速和全面检测、精细化防控、保持人员流动畅通和生产生活秩序正常，给疫情反复下的常态化防疫树立了样板，但消费信心和收入预期的恢复，需要稳定的生产生活环境，也需要时间。预计下半年消费整体修复的态势不变，但斜率放缓，不会回到疫情前的水平。

外需方面，疫情对后续出口走势有重要影响。疫情缓解意味着经济恢复、外需改善，但对防疫物资出口的需求将会减弱；疫情加剧意味着经济放缓、外需变差，但防疫物资出口将进一步增长。全球经济随欧美等主要经济体推动复工大致已经度过最差阶段，考虑到美国仍然严峻的疫情形势和欧美经济中的内生性问题，海外经济恢复的速度可能相当缓慢，且不确定性较高。预计出口增速 3 季度触底后小幅震荡回升，改善速度不会太快，4 季度仍保持小幅负增长。

## 二、下半年权益投资展望

**战略层面：**疫情之后，中国展现出超越新兴市场国家的组织管理能力和率先复工复产的优势，外资流入人民币资产的速率将加快；在理财打破刚兑、无风险利率下行之后，居民资产对于多资产多策略的净值化产品和股票类基金的配置比重有望上升；在供给侧结构性改革和中美贸易战的催化下，中国经济结构性转型和产业新旧更替的进程加快，新兴行业中的高成长性公司和传统行业中的龙头公司会有持续的竞争优势提升。

**战术层面：**下半年，国内的宏观环境大致可描述为经济弱复苏、通胀低迷、信用结构性扩张、流动性偏宽松。经济基本面确定性复苏，但斜率难超预期，复苏节奏上的一波三折可能带来货币政策的阶段性再加码，因此流动性环境仍然偏松，目前货币市场的流动性溢价处于历史 1/5 分位。在此环境下，市场的静态表现为权重股和非权重股的极端分化，动态表现为流动性溢价和风险偏好驱动的大幅波动。目前 A 股估值水平处于历史 1/3 分位，剔除银行后处于历史 1/2 分位，行业结构上的估值差异极大，成长股和价值股的估值分化将持续，直到利率出现明显回升，触发因素为基本面复苏斜率再加速和再通胀启动，届时成长和价值的估值分化会以价值股大幅修复为结束。

由于全球疫情曲线持续上升，并拉大了贫富差距和社会矛盾，全球宏观风险持续高企，确定性溢价将维持在较高水平，因此业绩高增长和短期确定性仍然是市场对于基本面的主要偏好。以流动性溢价和风险偏好的变化为路标，放缓的复苏斜率和缓和的中美关系有利于科技成长，复苏再加速后的宏观环境有利于可选消费和周期。

**交易层面：**和上半年一样，下半年的市场环境依然复杂，全球宏观风险较高，尤其是外部影响因素较多，高波动率和低信噪比将是市场的常态，特别是各类风险事件可能相互触发，进而出现波动率聚集的特征，做多波动率的交易可能带来阶段性的超额收益。但风险事件的可预测性较差，因此应对大于预测，需要控制风险敞口，平衡风险资产的估值和成长性。

风险层面，下半年可能有以下几个外部风险尚未充分定价。

**第一是全球疫情风险。**未来一段时间，全球范围内与“新冠”共存将成为常态。如果病毒朝重症率上升的方向发生变异，可能再次引发大范围的医疗资源挤兑和击穿（就像年初发生过的），将改变短期经济修复的斜率和节奏；如果疫苗研发失败，被迫接受疫情持续多年的事实，将影响长期经济增长的中枢和经济结构。

**第二是美国经济风险。**目前美国疫情曲线的二次扩散增加了各州经济重启的困难，同时美国企业的信用风险仍然处于悬而未落的状态。饱和式救援的退出意味着企业破产和债务违约的风险可能接踵而至，疫情后美国企业将经历去杠杆的过程，经济进入长期滞胀的风险正在上升。当然美联储和财政部还有政策工具，但刺激药吃的太多，贫富差距拉大造成的内部分裂和社会矛盾等副作用就会出现。

**第三是社会运动风险。**美国爆发的黑人民权运动从形式上已经超越了对于种族歧视的抗议，实质上是对于自由资本主义制度分配失衡造成的社会矛盾的反抗。贫富差距拉大和族裔政治分裂是引发抗议的社会基础，疫情是点燃干柴的烈火。目前民权运动已经出现扩散的迹象，如果全球重现上世纪 60 年代末-70 年代初的左翼思潮，对于资本市场来说可能出现难以预料的风险。

**中美关系在短期至少会经历一个平和阶段。**基辛格说中美关系既不是“修昔底德陷阱”，也不同于美苏冷战时的“两个世界”。从博弈的角度看，中美关系是“长期重复动态博弈”，没有短期静态均衡，因此对于市场的短期影响接近于随机游走，策略上应对环境定价而不是对路径定价。具体看下半年，连任是特朗普最重要的目标，经济能否 V 型复苏是影响特朗普在摇摆州支持率的关键因素。从 5 月以来特朗普和莱特希泽的表态来看，中美第一阶段贸易协议的执行是下半年白宫对华外交政策的重心，因此我们认为中美关系至少会经历一个平静缓和的阶段，中国可能在对外战略博弈上获得优势。

**全球化是由技术和资本所推动的趋势，疫情放大和催化了全球化的既有问题，但不会改变全球化的趋势。**疫情之后，恢复经济运转的最好办法还是依赖全球化的高效分工体系，全球产业链的集聚化趋势也会加强。一旦全球进入常态化防疫阶段，中国相对于其他新兴市场的制造业优势会进一步吸引外资流入。另一方面，疫情造成贫富差距进一步拉大、自由主义退潮、民族主义升温，将会增加各国内政的不稳定因素，并可能对外延伸为地缘政治风险，进而影响全球化的根基，加大全球经济疫后恢复的难度和进入长期滞胀的可能。

### 三、下半年货币与利率展望

#### （1）货币政策：饱和式宽松逐渐回归常态，3 季度可能阶段性再加码

央行行长易纲在 6 月 18 日的陆家嘴论坛表示，预计今年新增信贷近 20 万亿，新增社融超过 30 万亿元。按照新增信贷 19-20 万亿计算，**年底存量信贷同比增速在 12.6%-13.2%之间，较 5 月底的 13.3%小幅回落。**

对于社融，今年政府债券净融资与财政赤字基本匹配，即一般公共预算赤字 3.76+专项债 3.75+特别国债 1=8.61 万亿，考虑到部分到期债券不做置换式发行，预计净融资在 8 万亿左右；3 月底国常会提出要引导公司信用类债券净融资比去年多增 1 万亿，去年非金融企业债券净融资 3.2 万亿，预计今年 4.3-4.5 万亿；近期银保监会进一步收紧部分信托业务，表外融资大概率继续保持负增长，按照负增 1 万亿计算（1-5 月负增近 600 亿），全年社融增量在 32.5-33 万亿，对应**年底存量社融增速 12.8%-13.0%，节奏是持续上升至 10 月，再回落到底。**

**从新增信贷/社融的角度，**按照上述预期，下半年新增信贷/社融的同比增速将明显低于今年上半年，稍低于 2019 年上半年，高于 2019 年下半年，远高于 2018 年上下半年。因此，下半年的信用扩张速度将有一定放缓，对应货币政策的宽信用力度将有所收敛。

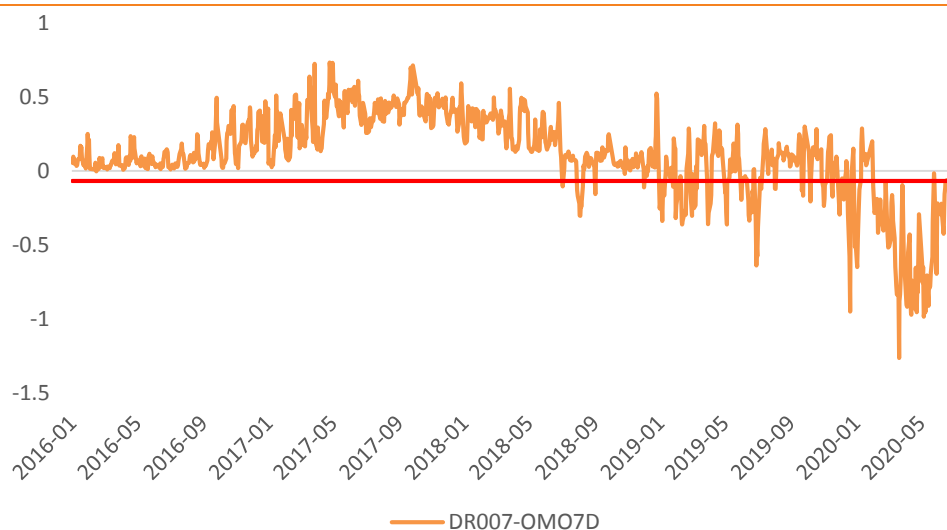
表 1：下半年新增信贷/社融的同比增速将有所放缓

|           | 社融(亿元) | 信贷(社融口径, 亿元) | 社融同比  | 信贷同比  |
|-----------|--------|--------------|-------|-------|
| 2018.1-5  | 94050  | 70858        |       |       |
| 2019.1-5  | 119892 | 83482        | 27.5% | 17.8% |
| 2020.1-5  | 173608 | 104240       | 44.8% | 24.9% |
| 2018.6-12 | 130871 | 85855        |       |       |
| 2019.6-12 | 135861 | 85353        | 3.8%  | -0.6% |
| 2020.6-12 | 155318 | 91248        | 14.3% | 6.9%  |

资料来源：WIND，天风证券研究所

从流动性的角度，用 DR007-OMO7D 利率衡量流动性的宽松程度，近期处于 2016 年以来的前 20%分位，即以政策利率为基准的流动性水平虽然与疫情之前比仍然处于相对偏松的水平，但相比于 3-5 月已经明显边际收紧。

图 1：5 月以来流动性边际收紧 (%)



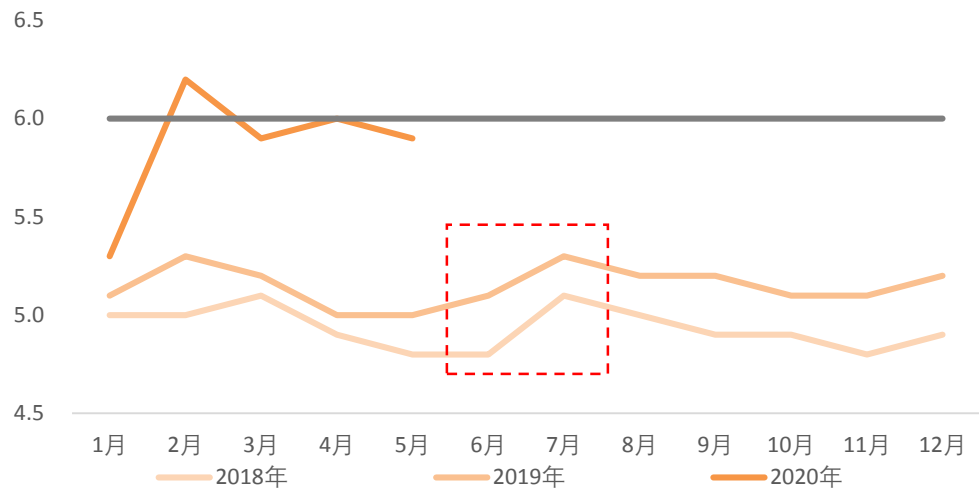
资料来源：WIND，天风证券研究所

因此，无论是“信用端”还是“货币端”，近期的货币政策取向均展现了从“饱和式”宽松向“常态化”回归的意图，在经历了将近半年的强对冲后，政策已经进入观察期，在推动经济复苏和防范衍生风险之间暂时偏向后者。

尽管如此，节奏上货币政策可能在 3 季度阶段性再加码。一方面，政策力度边际收敛后，消费和制造业投资等内生性经济活动恢复速度可能有所减慢，7 月前后的经济基本面恢复进度可能不及预期；另一方面，7-8 月将有 874 万高校毕业生进入劳动力市场，考虑到经济基本面大概率不会复原，就业市场将面临比往年更大的压力，调查失业率很可能出现更明显的季节性提升。如果 7 月调查失业率升至 6.2% 甚至更高，则货币政策可能在 8 月左右再加码。



图 2：7-8 月调查失业率可能再次冲高（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**关于再加码的力度和空间**，国常会提出今年金融系统合理让利 1.5 万亿，降低融资利率是最主要的抓手。按照前述预期，今年年底非金融企业对金融系统债务融资存量（社融-政府债券-股票融资-贷款核销）将达到 225 万亿。以金融机构人民币贷款加权平均利率为参照，20Q1 比 19Q1 下降 61BP，假设 2020 年全年较 2019 年也下降 61BP，则 225 万亿融资存量对应融资成本降低 1.37 万亿，再加上发放优惠利率贷款、对企业的贷款延期还本付息、小微企业的无担保信用贷款、减少收费等等，全年让利 1.5 万亿基本可以实现。因此，下半年继续连续降息的必要性不高。

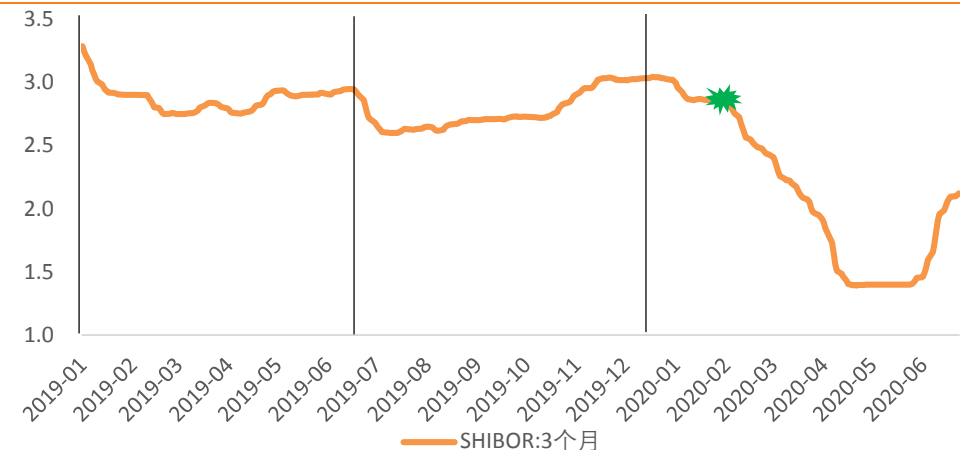
另一方面，银行业尤其是中小行需要维持一定的净息差水平，既要适当盈利保证资本充足率以维持后续信贷投放，又要考虑本次经济大幅下行同时加强放贷后未来 1-2 年的坏账率上升问题，因此继续通过调降 MLF/OMO 利率降低 LPR 的空间也有限。调降存款基准利率与当前金融系统让利的导向不符，后续能否执行的不确定性较高。

因此，综合考虑当前的政策空间和必要性，如果 3 季度货币政策再加码，可能还有一次降准（50BP），释放长期资金约 8000 亿以缓解政府债券大量发行的压力；可能有最多 1 次降息（10BP）。如果 4 季度国内疫情不出现大规模反复，经济基本面继续向潜在增速修复，失业率控制在 6% 以下，则货币政策可能重新边际转紧。

## （2）利率：10 年国债利率 2.6-3.0 区间震荡，节奏可能先下后上

2019 年以来，央行对货币市场流动性的管理大致呈现 2 个季度左右的小周期特征，例如 2019 年初政策大幅宽松，3 月经济出现过热倾向后，4 月中旬开始转紧；6 月中旬包商事件后流动性转松，8 月前后猪价超预期大幅上涨叠加经济初显企稳迹象后再度转紧。

图 3：2019 年以来流动性呈现 2 个季度左右的小周期特征（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

央行对流动性的管理之所以呈现短周期高频度的变化，主要原因在于需要在多元化政策目标和有限的政策空间之间进行权衡：一方面，国内经济持续面临下行压力，外部环境可能发生长期变化，货币政策需要在稳增长、保就业、降成本等方面予以支持；另一方面，当前降准降息的空间与过去十多年相比已经相当逼仄，要珍惜正常的货币政策空间，同时还要兼顾过度宽松引发的房价上涨、金融风险、空转套利等问题。

当前降低融资成本是央行支持实体经济的最直接目标，而中国央行的货币操作又基于基本面，因此在操作节奏上，一般是上半年尤其是年初适当宽松，投放大量信贷（2019 和 2020 年 Q1 信贷投放占全年的 37%），为全年降成本打好基础，后续操作则要视基本面变化和通胀等因素而定。

表 2：上半年特别是 1 季度信贷投放占全年比重较高

| 信贷占比  | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2018  | 30.9% | 25.0% | 25.7% | 18.3% |
| 2019  | 37.3% | 22.1% | 22.9% | 17.7% |
| 2020E | 37.1% | 26.2% | 20.9% | 15.7% |

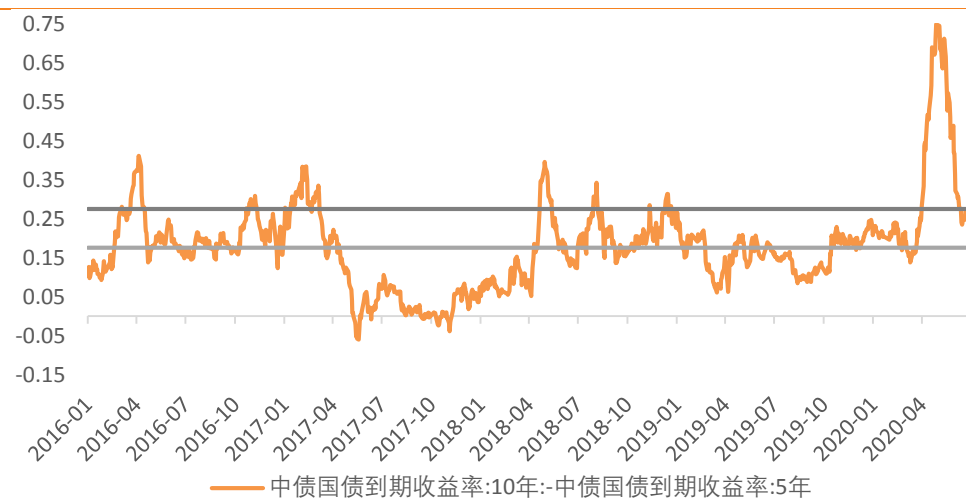
资料来源：WIND，天风证券研究所

上述规律在今年突发疫情的情况仍然适用：去年 12 月疫情爆发之前，流动性即开始转松，1 月底国内疫情爆发后进一步宽松至 4 月底。目前基本面虽然距离复原还有一段距离，但保持了不断回升的势头，5 月以来货币政策从疫情期间的“饱和式宽松”进入政策效果“观察期”，5 月中上旬至今流动性再度边际转紧。截至 6 月底，DR007 中枢大致在 2.1%，处于 2 月底至 3 月初的水平，稍低于疫情之前 2.5% 的中枢水平。

今年 1.5 万亿的金融系统让利已经基本可以实现（详见下文货币政策部分），后续影响货币政策取向的主要将是基本面的边际变化，包括经济恢复的斜率和失业率走势。因此，在基本面给出信号之前，流动性水平仍有可能继续小幅收紧，短端利率还有可能上行 10BP 左右，幅度不会太大。

长端如 10 年国债利率在近期调整后已经来到相对均衡的水平（2.8%-2.9%）：一是 10 年-5 年期限利差已经从近十年高位 75BP 回落至 30BP 以下，目前处于后 80% 分位，如果短端上行再压缩 10BP 则将处于 50% 分位，考虑到今年利率债尤其是 10 年以上期限长债的供给大幅增加以及基本面逐渐恢复的预期，期限利差中枢偏高是合理的；二是 2 月-4 月属于疫情和政策“做加法”，5 月之后进入“做减法”阶段，考虑到国内基本面尚未复原、海外疫情反复，连续降息后广谱利率中枢也有所下行，10 年国债利率 3.0% 应是中短期的顶部位置。考虑到长端利率持续下行的中长期趋势，反弹超过 3.0% 顶部位置都对应了配置性机会。

图 4：10 年-5 年国债利差处于 2016 年以来的后 80% 分位（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

如前所述，5月以来货币政策进入政策效果“观察期”。如果年中前后出现经济恢复放缓、宽信用遇到瓶颈的迹象，按照央行的流动性管理特征，货币政策可能在3季度再度加码，届时短端和长端利率有望先后下行。但是再现年初“饱和式宽松”的可能性和必要性较低，短端利率不太可能重回今年低位，长端10年国债利率的底部可能在2.6%-2.7%。如果基本面进一步修复、失业率重新回落至6%或以下，则流动性管理可能继续回归常态，且货币利率中枢较本轮调整更加接近于回归疫情之前的水平。如此则利率可能回升到年底，10年国债利率中枢在2.9%左右。

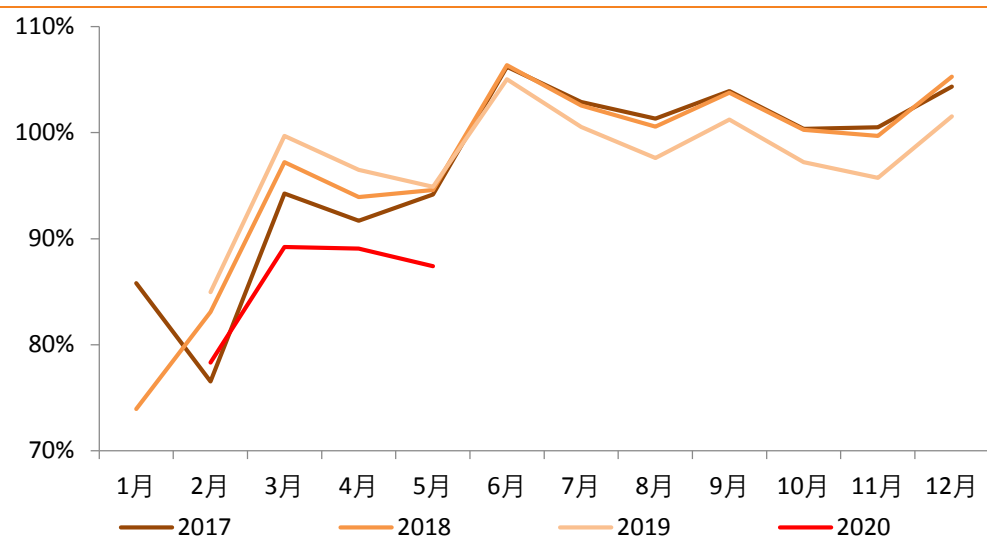
## 四、下半年财政与基建展望

### (1) 财政政策：财政收支紧平衡，下半年支出力度将明显提升

今年财政赤字的扩张幅度较大，国债+地方债+特别国债共计8.61万亿，占名义GDP的8.6%，为近年最高水平。但考虑到经济增速下行和减税降费等导致的财政减收，今年的财政支出力度并没有明显扩张，财政收支仍然处于紧平衡状态，因此政府工作报告中强调“一般性支出要坚决压减；中央政府要带头，非急需非刚性支出压减50%以上”。

按照财政预算报告中的计划，下半年的财政支出增速将明显高于上半年。上半年的财政支出进度明显落后于往年。以一般公共预算为例，今年前5个月的支出序时进度仅为预算的87%，过去3年基本在95%左右；政府性基金支出仅为全年预算的25%，去年同期为30%。下半年一般公共预算支出增速将达到8%（1-5月为-2.9%），政府性基金支出增速将达到48.4%（1-5月为14.4%），对经济恢复的推动效果也有望进一步增强。

图5：上半年一般公共预算的支出进度明显落后于往年



资料来源：WIND，天风证券研究所

财政收入的扩张主要来自特别国债和大幅扩容的地方专项债。根据财政预算报告，受疫情影响，今年全国政府性基金预算收入为8.1万亿，同比下降3.3%，但加上特别国债收入1万亿和地方专项债务收入3.75万亿后，收入总量达到12.9万亿，对应预算支出12.6万亿，同比增长38%，远高于去年的13.4%。

根据财政部发布的《2020年政府收支分类科目》，特别国债支出包括基础设施建设和防疫相关支出两个方向，其中基建包括公共卫生体系建设、重大疫情防控救治体系建设、粮食安全、能源安全、应急物资保障、产业链改造升级、城镇老旧小区改造、生态环境治理、交通基础设施建设、市政基础设施建设、重大区域规划基础设施建设和其他等12个方向，防疫相关支出包括减免房租补贴、重点企业贷款贴息、创业担保贷款贴息、援企稳岗补贴、困难群众基本生活补助和其他等6个方向。

专项债往年的主要投向土储和棚改今年被严格限制，主要用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，后续又增加城镇老旧小区改造领域，允许投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、

城市供热供气等市政设施项目，以及 5G 网络、数据中心、人工智能、物联网等新基建方向。根据 21 世纪经济报道的消息，监管部门拟从今年的专项债额度中划出 2000 亿用于注资中小银行，具体实施方案尚待确定。

**需要注意的是政府性基金的最终支出数可能稍低于预算数。**《预算法》规定政府性基金预算专项用于特定公共事业发展，需要根据基金项目情况以收定支，因此主要用于各类基建、土储、棚改、旅游发展、文化事业等特定方向。但如果政府性基金当年有所结余，则可以在下一年度结转到一般公共预算中，进行消耗性支出，例如偿还债务、支付工资、补充社保等。例如，2019 年地方政府性基金收入总量为 10.3 万亿，支出仅 8.8 万亿，结余 1.5 万亿部分结转进入 2020 年地方一般公共预算，作为“地方财政调入资金及使用结转结余 2.11 万亿”的一部分。

## (2) 基建：资金来源明显改善，下半年增速将达两位数

今年的基建投资在项目储备和资金来源两方面都有明确利好，下半年基建增速继续回升的概率较高。

**项目储备方面**，去年 9 月发改委即要求地方摸底储备重大项目，并根据地方上报情况与财政部协同配合统筹安排专项债额度，原计划今年开年尽早形成实物工作量。但新冠疫情突发导致年初项目无法开工，因此 1-2 月基建投资增速（全口径，下同）仅为 -27%。3 月开启复工复产后，基建投资增速迅速回升，至 5 月当月同比增速已达 11.6%。疫情爆发后，为应对经济的大幅下行压力，各部委和地方政府推动了新一轮项目投资储备。根据各省发改委官网披露的信息统计，各省重大项目总计划投资金额超过 47 万亿，其中计划今年完成投资额超过 10 万亿，基建项目投资申报也在 3-4 月迎来高峰。因此，今年基建投资项目的储备比较可能相对充裕。

**资金来源方面**，今年相比去年明显扩张的主要是国内贷款和政府性基金。国内贷款受益于货币环境宽松，截至 5 月人民币信贷余额同比增长 13.2%，较去年底 12.3% 明显回升，其中非金融企业中长期贷款增量占比 40%，高于去年的 35%，因此今年的基建投资将在配套贷款融资方面得到更大支持。政府性基金的扩张主要来自特别国债和大幅扩容的地方专项债。此外，国务院对今年专项债投向房地产领域进行限制，因此对基建投资的支持力度也有一定增强。

**需要注意的是**，参考近几年的情况，政府性基金的最终实际年度支出金额往往只有预算数的 90% 左右，可能与地方政府财政资金的结转结余有关。因此，预计今年用于基建投资的政府性基金支出不会达到预算水平。

综合各项资金来源情况，预计今年基建投资增速在 6.2%-9.8% 之间，中性估计为 8% 左右。考虑到 1-5 月基建投资增速仅为 -3.3%，8% 的年度增长意味着 6-12 月的基建月度复合增速超过 13%。

—— 基建投资与资金来源的良性循环 ——

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\\_4287](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4287)

