

宏观专题报告 20200627

2020年06月27日

“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断

观点

- **判断一：美欧分化再加剧。**由于在经济内在动能和政策刺激空间上的差异，下半年美国经济有望超预期反弹，而欧洲经济则仍将艰难应对增长乏力的局面；美欧分化的加剧也将成为全球资产配置的一大宏观主题。
- **判断二：新兴市场风险频出。**由于在政策协调和疫情检测上的双重匮乏，新兴市场属于最难走出疫情的一类经济体；尤其是巴西、南非、土耳其，正越来越面临着政策的约束和资金外流的压力，很可能陷入危机模式。
- **判断三：美股再创新高。**弹性计算表明美联储此轮放水向股市的传导依然是全球最好的，下半年美联储的继续扩表、财政刺激的加码，加上经济的超预期复苏，因此政策面和基本面均支撑美股走强并再创新高。
- **判断四：基建延续两位数增长。**5月份基建投资单月增速已回升至双位数，在预算内财政发力（6-12月专项债和特别国债同比还将多增1.4万亿）和项目审批加快的共同支撑下，这一增速有望在下半年保持。
- **判断五：地产韧性衰减。**在释放了被疫情抑制的需求后，三四线城市销售的疲软和库存的高企，将加剧其在复苏上与一二线城市的分化，使得3月以来房地产行业的强势修复从三季度开始放缓。
- **判断六：消费持续疲软。**消费面临双重冲击，一是强制性和自发性疫情防控持续拖累服务消费；二是疫情冲击下的居民资产负债表恶化，但这种冲击呈现明显的分化特征，中低收入群体居家办公比例更低，预期收入降幅更大。
- **判断七：新兴市场拖累出口。**2019年至今年4月份，我国对新兴市场出口持续好于发达经济体是支撑我国出口韧性的关键，但5月份开始这一逻辑伴随新兴市场疫情扩散出现逆转，且我国对新兴市场出口占比明显高于日韩德等主要贸易国，即便防疫物资出口高增和美欧大规模财政刺激形成一定对冲，在新兴经济体疫情得到有效控制前，下半年出口改善难期。
- **判断八：货币扩张难现通胀。**货币扩张并不一定带来通胀上行，从实际情况来看，货币宽松与通胀的脱钩已经成为了一种全球现象。基于对财政刺激“有克制”且难以完全对冲疫情冲击的判断，无需担忧通胀。下半年“猪周期”继续驱动CPI下行，全年中枢2.6%，四季度降至0-1%之间；PPI年中触底企稳，但全年通缩。
- **判断九：央行重回宽松。**货币宽松传导的受限、信用扩张的拐点的出现、以及外部环境不确定性的加大，使得央行有望在三季度将重回降准降息，并辅之以定向宽松的措施以引导降低社会融资成本。
- **判断十：财政刺激难再加码。**占GDP4.1%的财政刺激力度相对于其他主要经济体而言偏低，但若考虑疫情持续的长期化（近百年各重大突发疫情持续至少1年以上）、外部环境不确定性的长期化和“两会”召开已近年中的技术性因素，年内财政刺激再度加码的概率较低。
- **风险提示：**地缘政治风险、欧美后续政策刺激乏力、国内外疫情演化超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《二季度GDP增速有多少？：5月经济数据点评》2020-06-15
- 2、《宏观点评20200614：美股回调后能否延续前期涨势？》2020-06-14
- 3、《宏观点评20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11
- 4、《宏观点评20200610：PPI触底之后怎么看？》2020-06-10
- 5、《宏观点评20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07

内容目录

1. 美欧分化再加剧	5
2. 新兴市场风险频出	8
3. 美股再创新高	10
4. 基建延续两位数增长	13
5. 地产韧性衰减	15
6. 消费持续疲软	16
7. 新兴市场拖累出口	18
8. 货币扩张难现通胀	21
9. 央行重回宽松	22
10. 财政刺激难再加码	25
11. 风险提示	26

图表目录

图 1: 美国拥有全球主要国家中最具弹性的劳动力市场	6
图 2: 美国的失业率中枢低于欧元区且回落较快	6
图 3: 临时性失业带来的失业率飙升往往迅速回落	6
图 4: 美国在 G7 国家中的财政刺激力度最大, 并且足以对冲全年经济的预期下滑	7
图 5: 美国人口普查局的调查显示薪资保障计划的贷款基本得到了有效发放	7
图 6: 与以往经济衰退时不同, 当前美国可支配收入受益于政府刺激而大幅增加	8
图 7: 新兴市场确诊病例占比已远超发达市场	8
图 8: 新兴市场死亡病例占比也远超发达市场	8
图 9: 全球经济体在疫情发展和应对上大体可分为四类, 新兴市场属于最差的一类	9
图 10: 主要新兴市场国家中, 疫情以来汇率贬值且国债利率上升的爆发危机的风险较高	10
图 11: 美联储历次量化宽松实施期间美股均录得上涨, 当前也不例外	10
图 12: 美国股市上涨对于美联储量化宽松一直具有较高的弹性, 远好于日本的情况	11
图 13: 当前美联储总资产相对美股市值的比例并未超过历次 QE 的高点	12
图 14: 瑞典股市并未因第二波疫情而深度回调	12
图 15: 瑞典第二波疫情中新增死亡病例并未上升	12
图 16: 基建投资时隔两年重回两位数增长	13
图 17: 基建投资中电热燃水行业增速较快	13
图 18: 地方债和特别国债发行节奏	14
图 19: 下半年地方债和特别国债同比多增 1.4 万亿	14
图 20: 5 月发改委审批核准的固定资产投资项目总投资额同比增长 151%	15
图 21: 餐饮收入的修复可能会持续受到疫情影响	16
图 22: 旅游服务同比降幅尚在 60% 以上	16
图 23: 美国不同收入群体可居家办公比例	17
图 24: 英国不同收入群体可居家办公比例	17
图 25: 中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观	17
图 26: 对新兴经济体出口高增是支撑我国 2019 年和今年一季度出口韧性的关键	19
图 27: 日本 1-5 月对新兴经济体出口明显强于发达经济体	20
图 28: 中国对新兴经济体出口占比要高于其他主要贸易国	20
图 29: 中国货币扩张与通胀的背离	21
图 30: 美国核心 CPI 与货币扩张的脱钩	21
图 31: 各国刺激与疫情一次冲击影响	22
图 32: 各国刺激与疫情二次冲击影响	22
图 33: 下半年 CPI 继续下探	22
图 34: PPI 翘尾因素在 5 月见底	22
图 35: 新冠疫情爆发以来央行货币宽松所经历的三个阶段	23
图 36: 贷款加权平均利率是信贷脉冲的领先指标	24
图 37: 疫情后贷款利率中 LPR 加点的比例回升	24
图 38: 今年上半年社融和贷款的前置效应更加显著	24
图 39: 信贷脉冲是经济增长的领先指标	24
图 40: 金融危机后中国的信用扩张与出口增速具有明显的负相关性	25
图 41: 中国财政刺激占 GDP 比重低于发达经济体水平、高于新兴经济体水平	25

表 1: 2020 年下半年和全年主要宏观经济指标增速预测 (%)	5
表 2: 从“五一”长假的销售来看,三四线城市需求在疫情后的恢复明显疲软.....	15
表 3: 2020 年中国房地产主要指标的增速预测	16
表 4: 我国财政刺激计划主要针对企业	18
表 5: 预计 5 月防疫物资对出口贡献不低于 8.4%	18
表 6: 韩国生物保健产品 (Bio-health products) 占出口比重	19
表 7: 与历次宽松相比,央行最近一轮货币宽松在降低贷款利率的效果上有限.....	23
表 8: 近百年全球重大突发疫情持续时长均在 1 年以上	26

回首即将过去的 2020 年上半年，由于新冠疫情的爆发，宏观经济和政策在变化上有如下三点令市场始料未及：**一是新冠疫情在全球蔓延的超预期；二是美联储迅速且疯狂放水的超预期；三是中国在货币和财政宽松力度上的低于预期。**上述三点的变化也对金融市场的走势产生了显著影响，**尤其是股市的 V 型反弹、金价的再创新高，以及债券收益率在下探新低后的回调。**

我们虽然曾较早地预判了新冠疫情为全球百年大流行，但上述后两点的变化也确实在我们意料之外。因此，站在年中这样一个时点，我们重新审视并修正了已有的宏观分析框架，**就如何看待下半年宏观基本面和政策的**变化、以及其对于各类资产价格的驱动给出了十大判断。****

展望下半年，我们认为“疫”浪之下的全球经济复苏将分化凸显，中美两大经济体仍将引领全球经济的复苏，而多数新兴市场则身陷囹圄。而国内经济的修复也具有非均衡性，虽然基建仍有望延续强势回升，但地产韧性的衰减、消费的持续疲软、以及出口的孱弱都使得经济增长的风险偏下行。因此，在财政刺激难加码的背景下，货币政策无疑将重回宽松。

表 1：2020 年下半年和全年主要宏观经济指标增速预测（%）

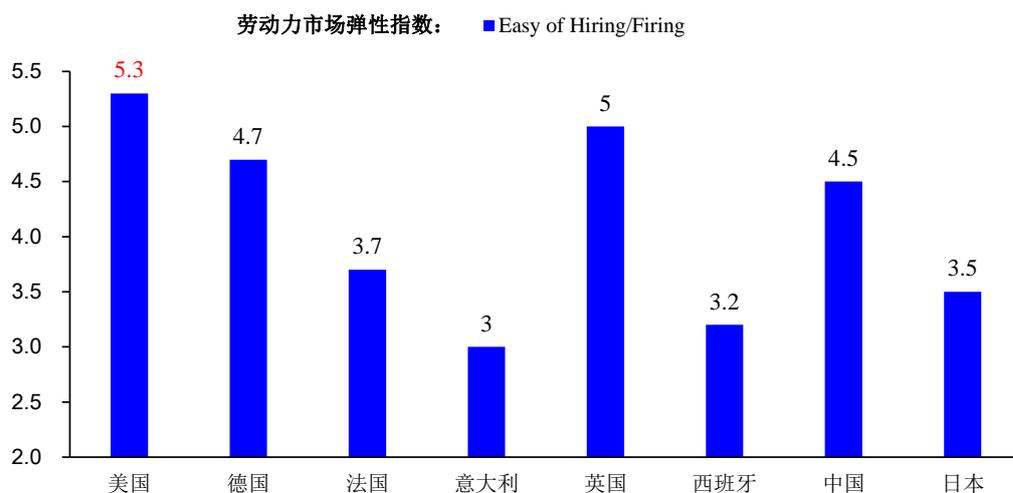
宏观指标	2018	2019	2020H2	2020
不变价 GDP	6.7	6.1	4.9	1.6
基建投资	1.8	3.3	11.6	7.0
制造业投资	9.5	3.1	-2.5	-6.5
房地产投资	9.5	9.9	8.6	5.5
固定资产投资	5.9	5.4	5.8	2.0
社会消费品零售	9.0	8.0	3.7	-3.6
出口	9.9	0.5	-6.5	-7.0
进口	15.8	-2.7	-8.4	-9.0
CPI	2.1	2.9	1.3	2.6
PPI	3.5	-0.3	-2.6	-2.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 美欧分化再加剧

美欧经济复苏的显著分化很可能在 2020 年下半年再度呈现，并成为全球资产配置的一大宏观主题。从当前来看，美欧经济均在第一波抗疫之后开启了经济重启，但由于在经济内在动能和政策刺激空间上的差异，**我们预计在经历了第二季度的“至暗时刻”后，美国**经济在下半年有望超预期反弹，而欧洲经济则仍将艰难应对增长乏力的局面。****

图 1：美国拥有全球主要国家中最具弹性的劳动力市场

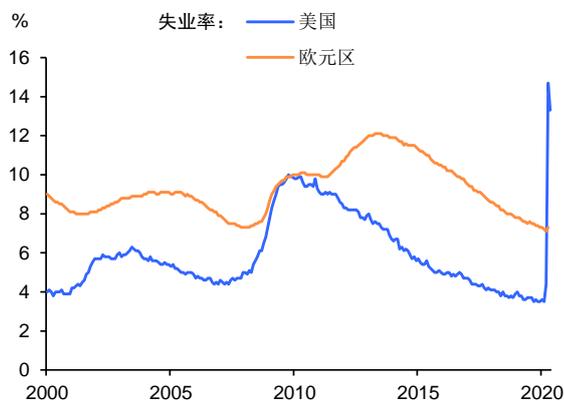


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从经济内生动能来看，下半年美国劳动力市场有望比欧洲提前复苏，从而支撑美国国内需求相对欧洲的走强。如图 1 所示，美国劳动力市场的弹性在全球主要国家中首屈一指，明显好于除德国之外的欧元区国家。这一高度的劳动力市场弹性反映在失业率上便是：美国失业率的中枢不仅一直远低于欧元区，并且美国失业率在回落的速度上也明显快于欧元区（图 2）。

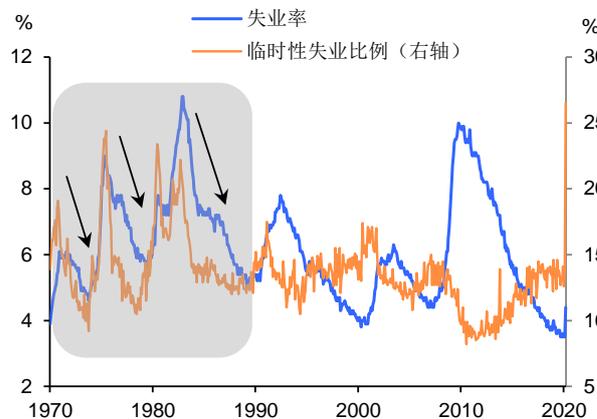
尤其是新冠疫情爆发后，尽管美国的失业率在短期内飙升，但主要由大量临时性失业贡献。由于临时性就业岗位的雇佣和裁员均比传统就业岗更具灵活性，因此一旦经济重启，失业率会随着企业对临时性失业者的 rehiring 而迅速回落，20 世纪 70 年代美国失业率的走势即是如此（图 3）。

图 2：美国的失业率中枢低于欧元区且回落较快



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：临时性失业带来的失业率飙升往往迅速回落

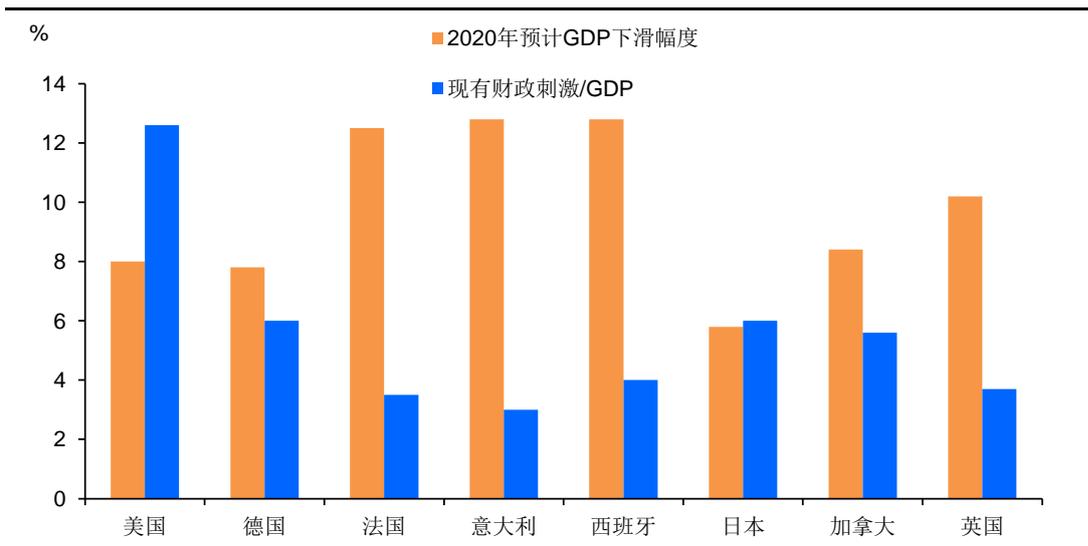


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从政策刺激空间来看，当前美国是全球应对疫情上力度最大的，并且远比欧洲有效。

如图 4 所示，当前美国已出台的财政刺激占 GDP 的比重不仅在 G7 中最高，而且远超 2020 年 GDP 的预期下滑；相比之下，欧洲主要国家的财政刺激在力度上相对疫情的冲击明显不足，特别是除德国外的欧元区国家，其迄今为止的政策刺激主要是贷款和担保项目，由于这项项目所获资金都需要归还，这就在效果上与美国“关怀法案”下直接给家庭和企业提供现金和免于偿还的贷款相去甚远。同时，由于欧元区并未建立统一的财政联盟，其后续的财政刺激的推进很可能相对美国更为滞后。

图 4：美国在 G7 国家中的财政刺激力度最大，并且足以对冲全年经济的预期下滑

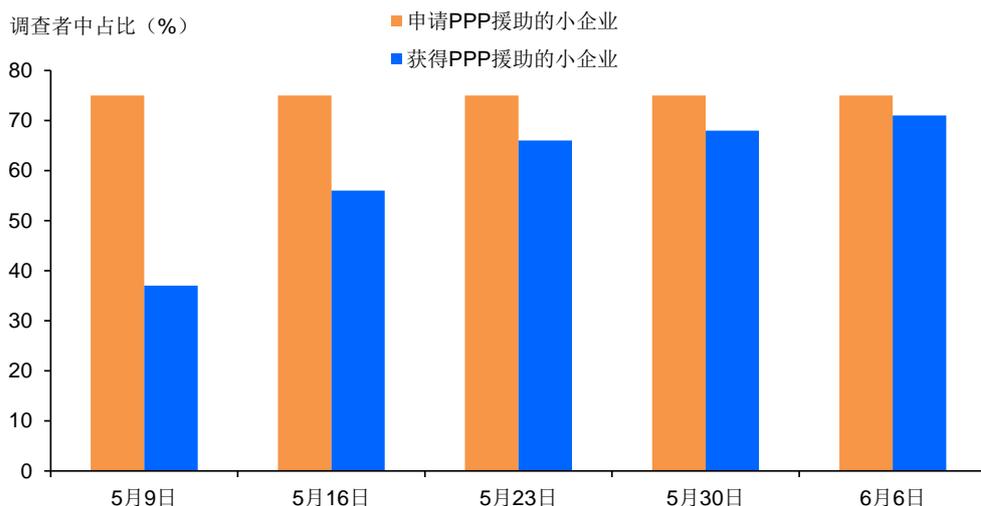


数据来源：IMF, Bloomberg, 东吴证券研究所

而美国政策应对的行之有效主要得益于财政和货币的协调，尤其是美联储的背书。以已经实施的薪资保障计划 (PPP) 为例，该计划旨在激励雇主在疫情封锁期间不裁员，以便经济重启后企业可以顺利复工复产。如图 5 所示，该计划实施一个月以后，在该计划下申请援助的企业基本都已经获得了所需的贷款。类似的，预计美联储 6 月开始实施的主街贷款计划 (MLSP) 将在更大范围内产生效果。同样，4 月以来随着“关怀法案”的实施，当前平均每个美国工人在失业后三个月内的收入已经比其全职收入时超出 10%。图 6 即反映了这一情况，即尽管疫情爆发使美国经济陷入衰退，但居民可支配收入的大幅增加则是以往经济衰退不曾有过的。

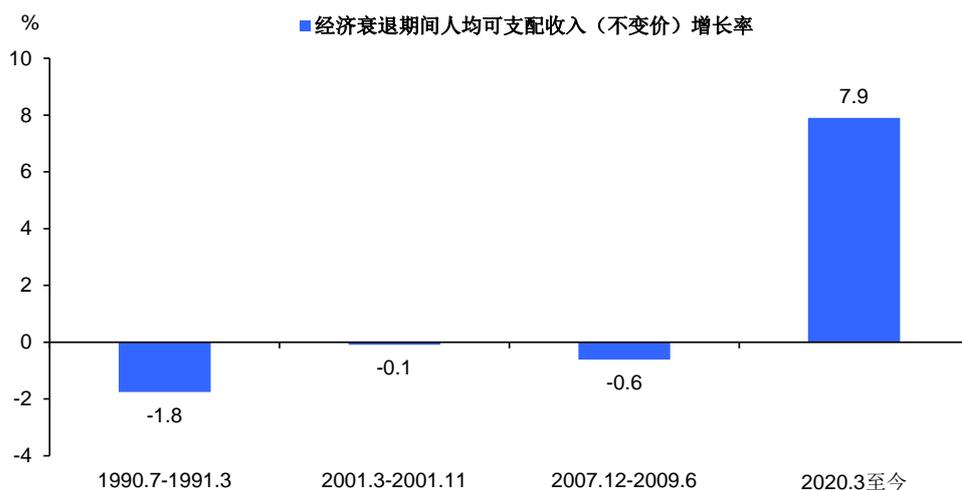
由此可见，当前无论是企业还是居民部门，美国已出台的强刺激政策足以在短期内填补其收入的缺口，从而保证经济在重启的进程中生产和需求两端均较快恢复。这是行动缓慢的欧元区国家（德国除外）所难以企及的。

图 5：美国人口普查局的调查显示薪资保障计划的贷款基本得到了有效发放



数据来源：Census Bureau，东吴证券研究所

图 6：与以往经济衰退时不同，当前美国可支配收入受益于政府刺激而大幅增加



数据来源：Census Bureau，东吴证券研究所

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_4306

