

常态与风险 ——2020年中期宏观报告

平安证券宏观团队

2020年6月22日

魏伟 投资咨询资格编号 S1060513060001

陈骁 投资咨询资格编号 S1060516070001

薛威 投资咨询资格编号 S1060519090003

郭子睿 一般从业资格编号 S1060118070054



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暖，工业生产回暖、PPI通缩压力减轻，地产、汽车与出口表现亮眼。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，中央在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：**①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。②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。③汇率：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。④商品：工业品难以走牛，战略看多贵金属。



CONTENT 目录



常态与风险——疫情下的中长期视角

- 1.1 引言：疫情下的宏观政策应对效果？
- 1.2 常态：全球经济“三低两高”及溯源
- 1.3 风险：中国应未雨绸缪的三大风险点



海外经济：疫情，宽松与产业链变迁

- 2.1 疫情：海外疫情震中转移，经济解封陆续推进
- 2.2 宽松：经济尚未恢复，新兴经济体境况艰难
- 2.3 产业链：疫情催化整合，自主可控重要性抬升



国内经济：复苏，波折与政策关注点

- 3.1 复苏：国内经济持续恢复，生产回暖需求改善
- 3.2 波折：下半年经济修复延续，内外需均有波折
- 3.3 政策点：稳企业保就业，货币政策未到收紧时



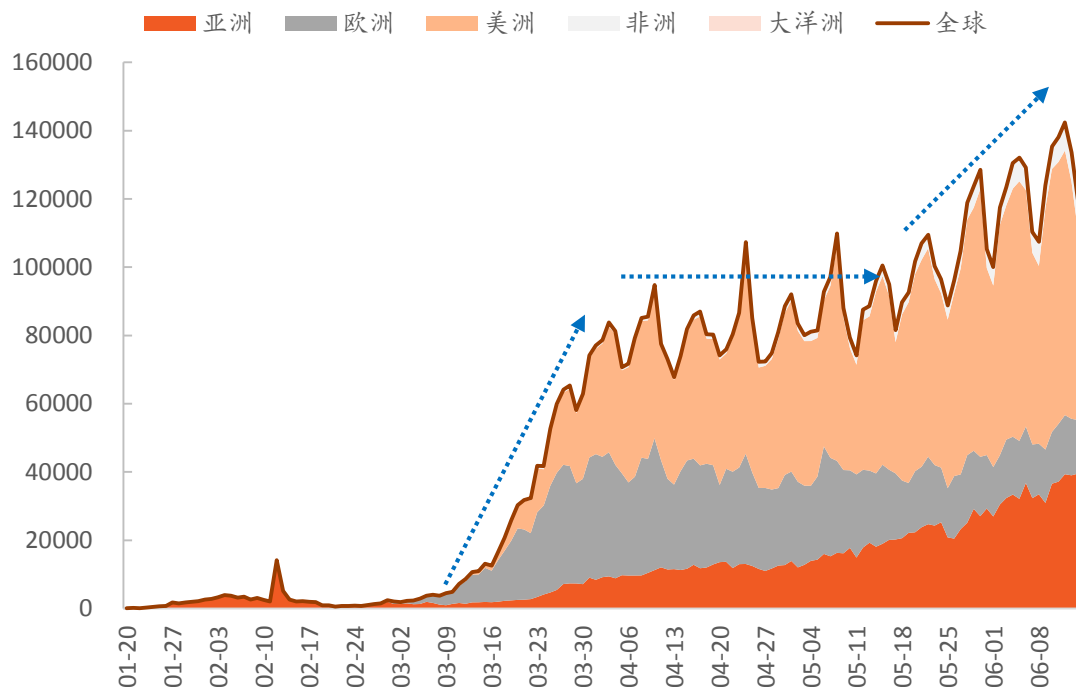
资产配置：“三高两低”下看好股债

- 4.1 股市：中美股市值得拥有，A股关注内需与科技
- 4.2 债市：国内短期政策扰动，10Y利率有下行空间
- 4.3 汇市：美元延续高位震荡，人民币汇率区间震荡
- 4.4 商品：工业品恐难走牛，关注农产品与贵金属

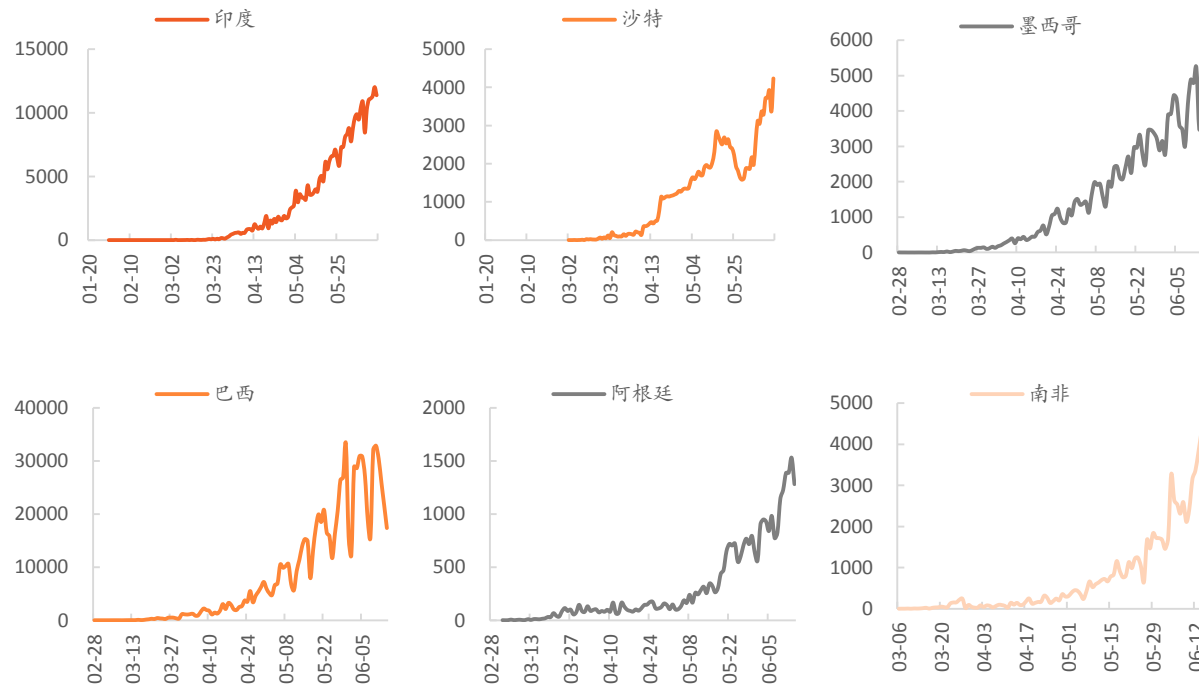
1.1 全球新冠疫情出现“二次爆发”趋势

- 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，实际上是疫情蔓延范围扩大所致。
 - 除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均出现明显回落态势；
 - 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：印度、沙特、巴基斯坦、伊拉克；墨西哥、巴西、智利、阿根廷、哥伦比亚；埃及、南非等。

全球新增确诊病例呈现二次爆发趋势（单位：例）



亚非拉等新兴经济体新增确诊病例仍处于疫情爬坡期（单位：例）

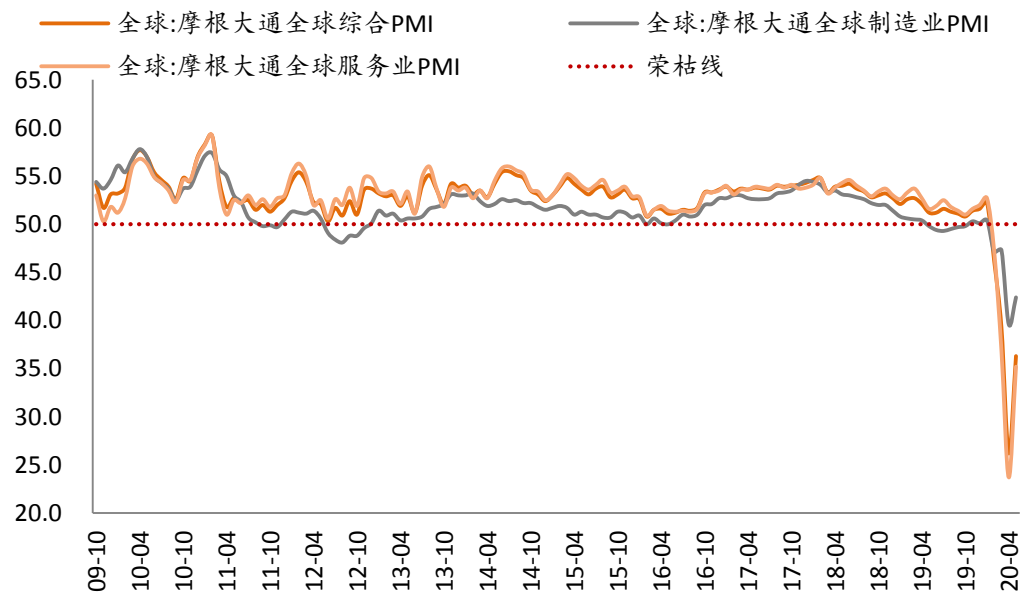


资料来源：Wind，平安证券研究所

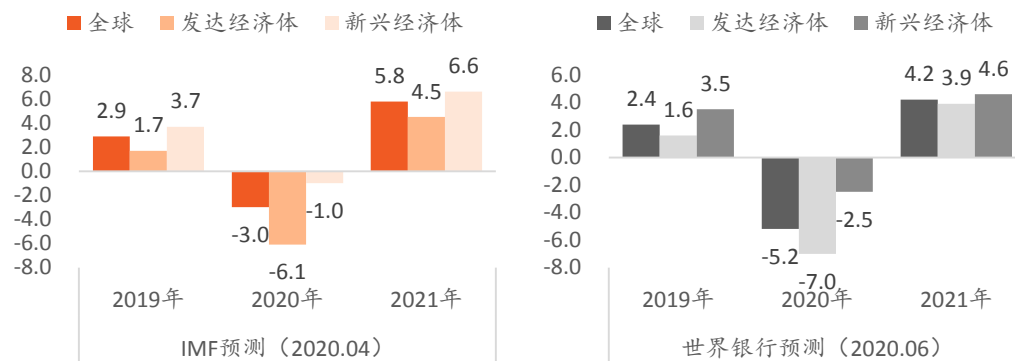
1.1 各国复工复产推进，经济“深坑反弹”

- 世界银行6月8日发布《全球经济展望》显示，新冠疫情将使得全球经济陷入二战以来最严重的衰退，预计全球经济增速-5.2%。IMF总裁近期也表态将进一步下调全球经济-3.0%的预测。
- 尽管全球疫情尚未结束，但中欧美日等主要经济体的复工复产在逐步推进，这足以使得全球经济在近期出现“深坑反弹”的态势。预计未来经济的渐进恢复将延续。

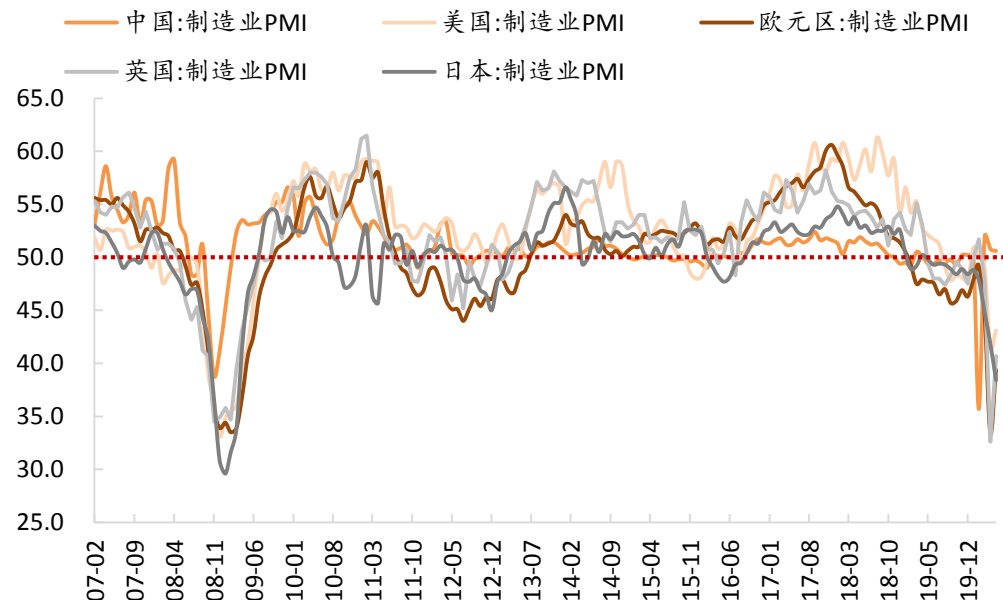
● 摩根大通全球PMI指数低位反弹 (%)



● 世界银行及IMF对全球经济展望 (%)



● 主要经济体制造业PMI指数有所修复 (%)



1.1 各央行再度“大放水”的效果如何？

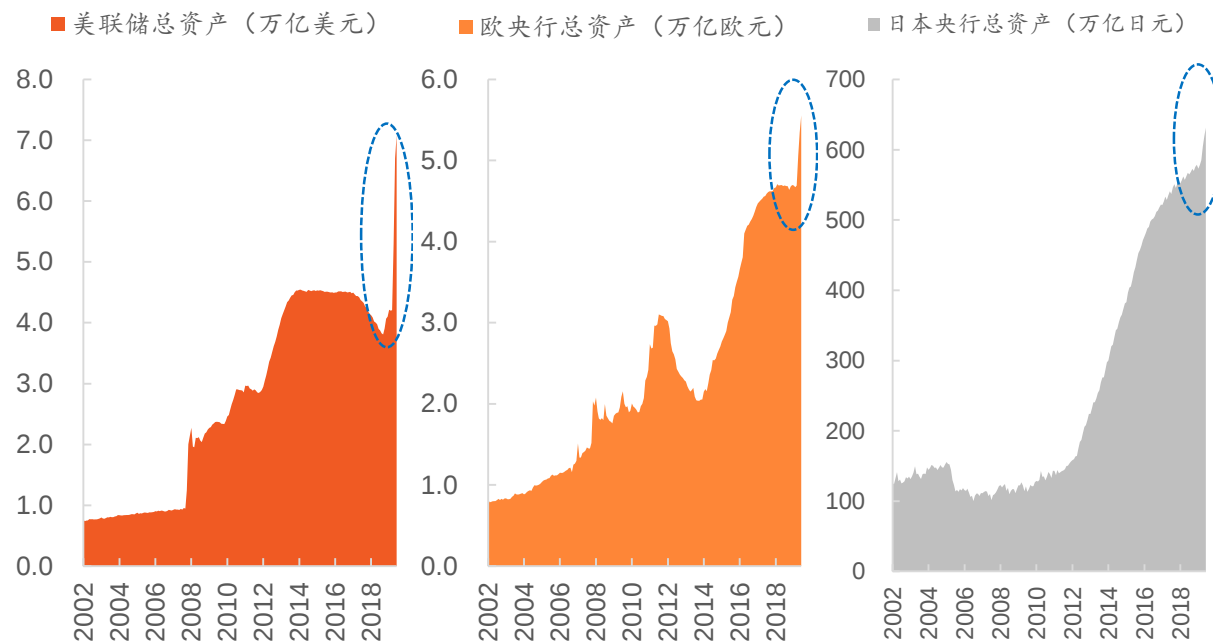
- 新冠肺炎疫情在全球蔓延后，各央行迅速实施宽松政策以应对危机。到目前为止，已采取了短期的流动性支持、中长期的信贷支持、降低利率、调整外汇安排、放松监管要求等多方面措施，来保障经济金融体系的平稳运行。
- 那么，各央行开启“大放水”宽松模式的效果如何？增长能否恢复，通胀会否卷土重来？

各央行实施宽松的货币政策

经济体	央行主要措施	经济体	央行主要措施
美国	降息150bp至0、量化宽松	中国	LPR降息20bp， 人民银行注入流动性、降准
加拿大	降息100bp、创立新的流动性工具	印度	降息75bp、降准、量化宽松
英国	降息70bp、量化宽松	土耳其	降息100bp
欧元区	欧央行量化宽松、紧急债券购买计划、长期再融资计划	南非	降息100bp
瑞典	为银行提供500亿美元流动性	沙特阿拉伯	降息80bp
挪威	降息130bp、银行借款	泰国	降息50bp
冰岛	降息50bp	马来西亚	降息30bp、降准
捷克	降息130bp	印度尼西亚	降息30bp
日本	增加央行资产购买、量化宽松	越南	降息50bp
韩国	降息50bp、扩大公开市场操作、量化宽松	缅甸	降息150bp
澳大利亚	降息50bp、银行借款、购买证券化资产、收益率曲线控制	菲律宾	降息50bp、降准
新西兰	降息80bp	巴西	降息50bp、提高信用额度
墨西哥	降息50bp	智利	降息80bp、提高银行信用额度、购买40亿美元银行债券
埃及	降息50bp	秘鲁	降息100bp

主要经济体央行再度大规模扩表

- 欧日央行扩大资产购买规模，再度实施量化宽松；
- 美联储开启无限量QE模式；承诺提供无限量流动性。

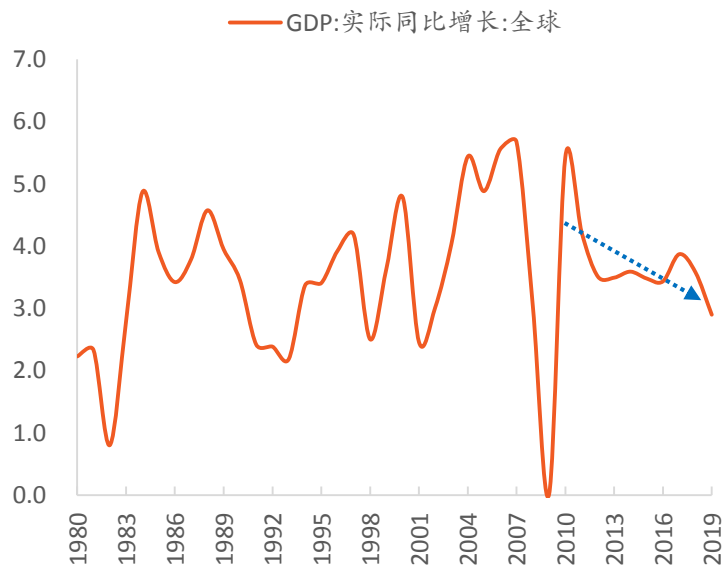


资料来源：WIND，平安证券研究所；灰色为发达经济体，橙色为新兴经济体

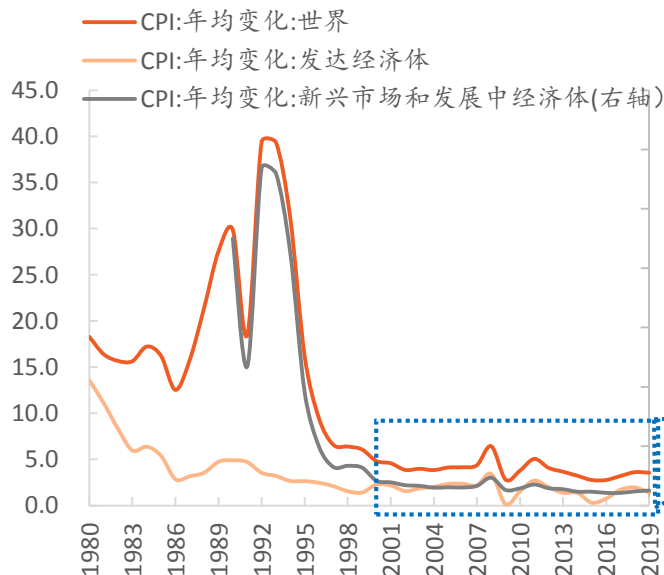
1.2 全球经济面临“三低两高”的常态（1/3）

- **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，各经济体持续宽松的货币政策并未能使得全球经济得到持续提振，而是在短期反弹后重新进入缓慢下行通道。同时，经济对宽松货币政策的依赖度也愈发增强。
- **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。进入21世纪后，新兴经济体物价水平略高于发达经济体，但全球通胀总体在相对低位仍继续呈现回落态势。

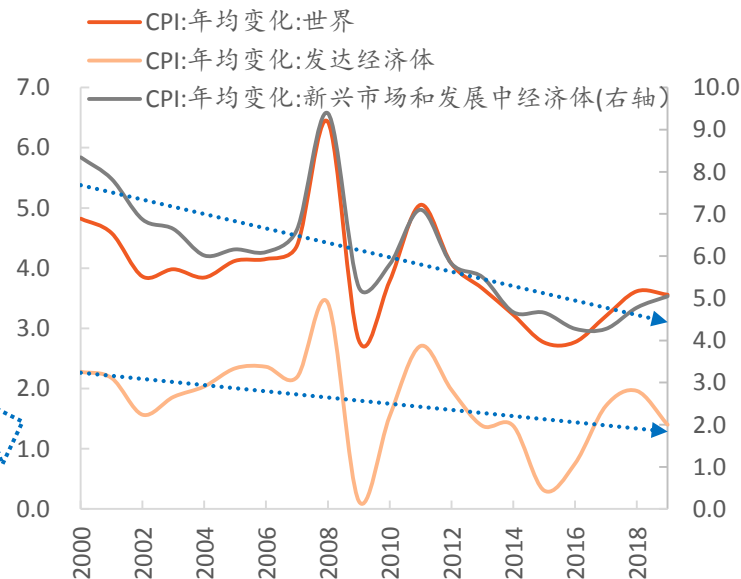
08年金融危机后全球“长期性停滞”
(%)



20世纪80年代至今全球通胀走势
(%)



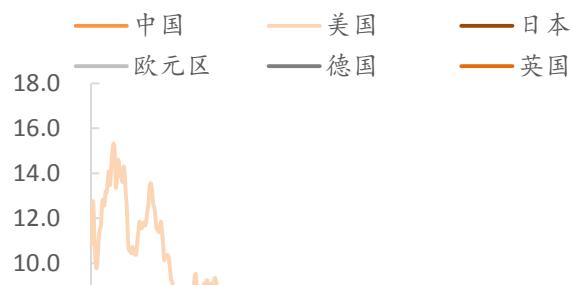
21世纪初至今全球通胀走势
(%)



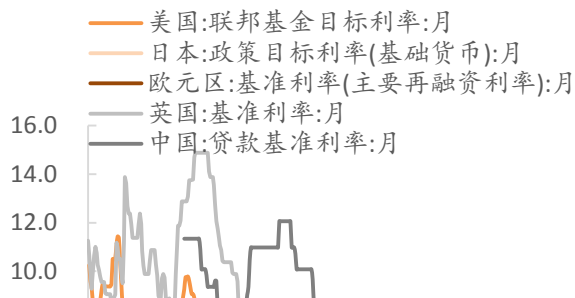
1.2 全球经济面临“三低两高”的常态（2/3）

- 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，从长达700年的历史来看（Schmelzing, 2020），全球主要经济体的实际利率水平在持续趋于下行。

主要经济体10年期国债收益率水平（%）

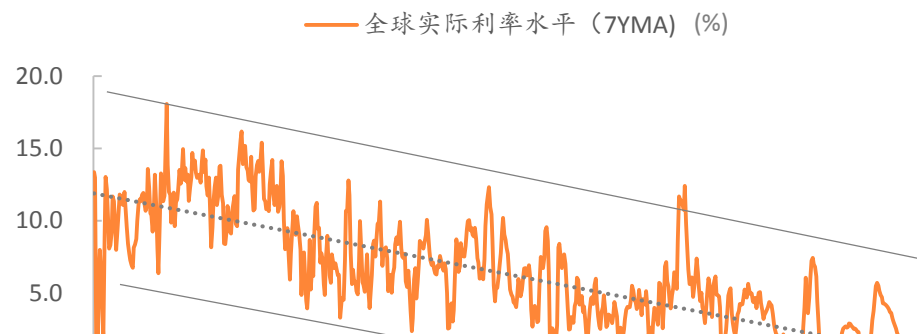


主要经济体基准利率水平（%）



全球长期利率水平趋于下行

- 英格兰银行经济学家施梅林（Schmelzing, 2020）统计了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年来的利率水平，并通过GDP加权得到全球利率水平。历史数据显示，利率下行似乎是历史的惯性。



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_4367

