

宏观研究/中期策略

2020年06月09日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：把握新常态，聚焦新供给》2019.05
- 2《宏观：行稳致远，守正出新》2018.05
- 3《宏观：利率为轴，经济为马》2017.05

疫后经济常态回归路

2020年中宏观展望

核心观点

新冠疫情已进入第三阶段，全球经济渐进修复、常态回归是下半年宏观经济的主旋律。国内政策周期根据疫情与宏观形势调整，宽财政成为新主角、宽信用继续发力、宽货币力度微调。疫情在短期内打乱了国内经济活动的正常节奏，但并没有改变我国经济进入新常态、呈现新特征的中长趋势。未来两到三个季度，国内各项经济活动大概率向近年均值水平逐步收敛，全年经济增速有望达到 2-3%。通胀短期并非重点，预计下半年 CPI 与 PPI 走势收敛，社融高增引发的再通胀压力较小。中美摩擦变成最大的不确定性因素。在依旧复杂的格局下，深化改革是最好的自我应对方式。

疫情周期：冲击逐步淡化

年初以来全球疫情扩散进程整体可分为以中国、欧美发达国家、新兴市场国家为代表的三个阶段。疫情冲击打乱了全球经济增长的节奏，一季度国内经济“挖深坑”，主要发达国家的“弱企稳”进程也受到较大冲击。目前全球逐步进入后疫新阶段，欧美主要国家经济重启后疫情发展较为平稳，我们认为下半年疫情演绎情况整体偏乐观。在新增确诊逐步减少、疫苗研发工作稳步推进的背景下，各国的共振修复值得期待。

外部环境：渐进修复的未来与回不到的过去

基本上，全球经济二季度大幅度衰退已成定局。展望下半年，欧美等全球需求中心的强制隔离措施进一步放松将对全球经济产生积极外溢影响。各国货币与财政政策对实体经济的刺激作用将得到有效发挥，预计自三季度起，全球经济修复速度加快，但难以在年末回到疫前水平。风险点上，中美摩擦或成为长期主题；产业链上，中美摩擦和新冠疫情导致逆全球化加速，中长期倒逼我国产业转型升级。

政策取向：财政发力，货币微调，地产灵活

政策周期进入到新阶段，宽财政成为新主角、宽信用继续发力、宽货币力度微调。财政方面，两会政府工作报告、预算草案相继公布，明确了年内的财政债务空间与收支计划、理顺了工作重点与特别国债的用途；货币政策方面，创新直达实体的宽信用组合拳落地，或继续推动信贷社融增速上行，但资金空转套利、地价升温、汇率贬值等问题或使得央行近期对流动性态度偏谨慎。我们认为财政“唱主角”仍需要货币政策“搭台”配合，经济渐进修复的过程中货币政策难以完全转向。

经济周期：常态回归之路

疫情在短期内打乱了国内经济活动的正常节奏，甚至带来了一定的全球经济衰退风险预期，但并没有改变我国经济进入新常态、结构上呈现出一系列新特征的中长趋势。我们认为，未来两到三个季度，国内经济增长、各项经济活动大概率向近年均值水平收敛，经济运行中存在一些较为确定的向好因素，如国内工业生产/基建投资、可选消费的修复等；但同时内外部也存在可能扰动市场预期、或短期冲击经济的因素，如外需下行冲击相关产业链、地产周期与政策的不确定性博弈等。

通胀周期：CPI 与 PPI 有望收敛

站在年中向后看，PPI 可能震荡回升，但仍需警惕外生风险发酵；CPI 或逐季走低，我们认为两会调高通胀目标或意在减少政策约束条件，年内通胀可能不是重点。我们认为宽信用初期，内生性需求改善仍有时滞，再通胀还较难出现。M2 和社融高增引发中长期再通胀担忧，但其本质源于保生存，而非投资和融资需求，我们认为疫情后的通胀压力较为可控。

风险提示：外需下行幅度超预期；房价、地价上涨过快，货币政策超预期收紧；居民收入下行制约可选消费，消费修复弱于预期。

正文目录

疫情周期：冲击逐步淡化	3
外部环境：渐进修复的未来与回不到的过去	4
基本面：全球经济修复速度逐渐加快	4
风险点：中美关系是影响市场的重大变数	7
产业链：逆全球化倒逼我国强化内部循环	10
政策取向：财政发力，货币微调，地产灵活	13
财政政策：从供给端纾困走向需求端发力	13
货币政策：宽信用不改，宽货币微调	15
地产政策：坚持房住不炒，留下灵活空间	18
消费刺激政策：更多在地方政策层面呈现	20
经济周期：常态回归之路	22
确定性因素：工业生产、线下消费、餐饮等延续复苏	22
工业增加值有望基本恢复到去年同期，三季度或是年内高点	22
基建投资提速或是需求侧确定性变量之一	23
下半年社零消费有望持平或略高于去年同期	25
不确定性因素：外需扰动及内部负向反馈	26
外需敏感度较高的行业生产和库存仍存在不确定性	26
外贸下行压力仍存，关注产业链影响	27
房地产的内生动力与政策博弈仍蕴含不确定性	28
预计经济增速逐季向均值水平收敛，全年经济大概率在 2%-3% 区间	29
通胀周期：CPI 与 PPI 有望收敛	31
去年至今，通胀大致经历了三个阶段	31
站在年中时点向后看，通胀有了新的变化	31
短期（今年下半年），PPI 回暖势头会否延续是主要关注点	31
中长期（2021 年），M2 与社融增速抬头引发“再通胀”担忧	32
深化改革是对复杂局面的最好应对	34
鼓励新业态，拓宽政策思路，挖掘消费潜力	34
科技领域加大投入，提高自主可控	34
要素改革等激发微观主体活力	36
风险提示	36

疫情周期：冲击逐步淡化

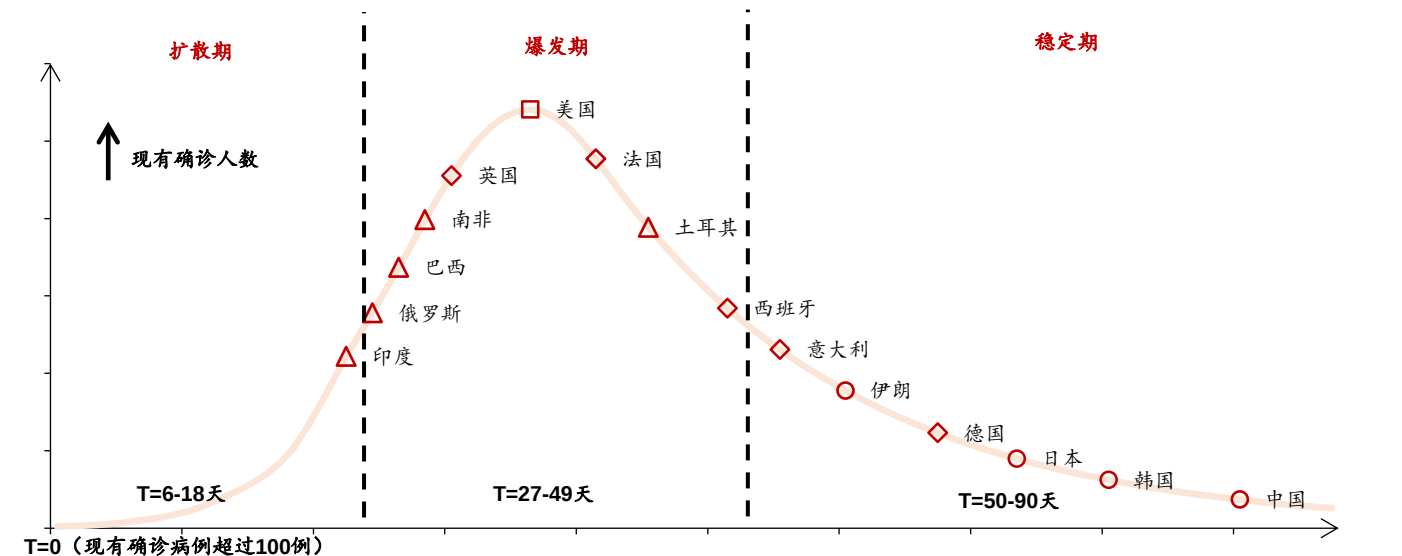
疫情无疑是主导今年经济走势的核心变量，年初以来全球疫情扩散进程可分为三个阶段：

第一阶段以中国为代表，供给冲击。1月20日新冠肺炎纳入法定报告乙类传染病、国境卫生检疫传染病。1月22日国务院即启动联防联控机制，防疫成为政府的工作重点。2月3日国内新增确诊人数达到峰值后开始回落，后续的复工复产也逐步推进，3月起单日新增基本降至两位数及以下。4月8日武汉的解封也标志着抗疫取得了重要成果，国内疫情已经进入“新常态”。市场在这一阶段将疫情与03年SARS相提并论，更像是供给冲击。

第二阶段以欧洲、美国等发达国家为代表，需求担忧。欧洲疫情2月下旬开始逐步发酵，意大利、西班牙成为重灾区，欧盟也于3月2日宣布成立新冠疫情应对小组。然而英美当时的疫情防控力度仍相对较弱，导致疫情的加速扩散。3月27日，美国成为累计确诊人数最多的国家，单日新增病例在4月基本保持在约30000人的水平。美国多州在5月陆续重启，疫情在近期经济重启后基本稳定，目前处于平台期。3-4月份，随着欧美爆发，全球总需求担忧升温。

第三阶段以南美、中东等新兴市场国家为代表，谨防大宗商品等扰动。5月22日，世卫组织卫生紧急项目执行主任迈克尔·瑞安表示，南美洲目前已经成为新的全球新冠疫情“震中”，其中受影响最严重的是巴西。目前巴西、印度等新兴市场人口大国仍处在疫情的扩散期和爆发期，新增确诊病例的增长趋势尚未见顶。

图表1：各国疫情所处阶段（截至2020年6月9日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在疫情的冲击下，全球经济增长的节奏被打乱。从国内情况看，一季度国内经济“挖深坑”，GDP实际增速-6.8%，服务业需求大幅萎缩、制造业复工推迟、人口与货物流动均严重受阻。同时引发失业率提高、中小企业生存环境恶化等次生冲击，库存周期向主动补库存的切换也被打断。从海外情况看，主要发达国家的经济在疫情前基本处于“弱企稳”状态，疫情的多轮冲击同样造成了较大影响。1-2月的主要冲击在于“中国供给”不足引致的产业链风险，而随着海外疫情加速扩散和防控力度的逐渐加强，海外国家也面临总需求大幅萎缩、失业人数大幅攀升等问题。

而下半年经济的核心主题是疫后重生。欧美主要国家经济重启后疫情发展较为平稳，下半年疫情演绎情况整体偏乐观。在新增确诊逐步减少、疫苗研发工作稳步推进的背景下，全球疫情有望渐入稳定。5月PMI数据显示欧美经济已经处于弱复苏阶段，结合上半年疫情扩散情况，我们认为下半年各国疫情与经济有望出现共振修复。

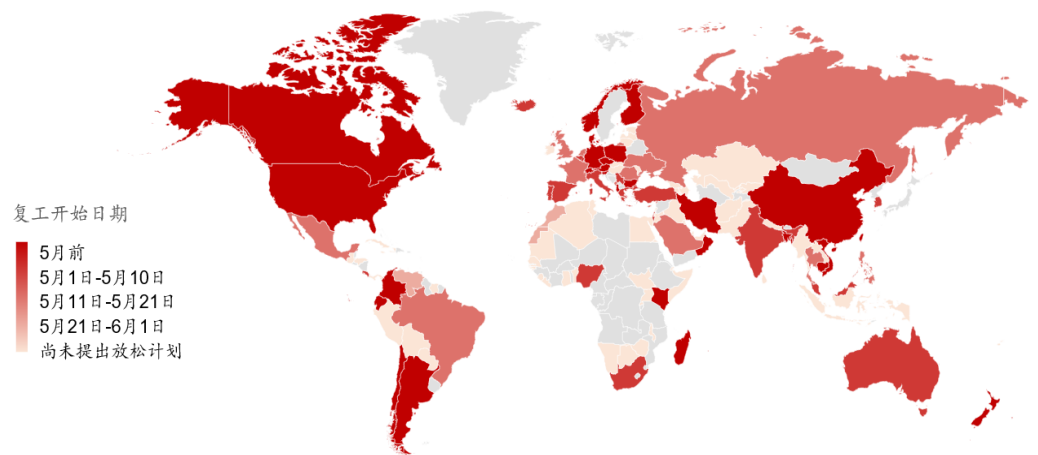
外部环境：渐进修复的未来与回不到的过去

上半年，疫情成为全球经济的核心主题。疫情冲击下我国与全球的相互影响从三个层次展开：第一个层次为我国疫情对国外供给端的影响，第二个层次为国外疫情对我国外需的影响，第三个层次为疫情蔓延下的全球需求端和供给端的共振波动。与此同时，中美摩擦的扰动和全球产业链重构的讨论也成为外部环境的热点问题。因此，我们认为，下半年我国的外部环境面临着三大主题。

基本面：全球经济修复速度逐渐加快

全年全球经济衰退程度一定程度上取决于经济重启后的复苏速度。从中国到欧美等发达经济体，再到印度、巴西等新兴市场经济体，疫情冲击使得全球几乎所有经济体陷入不同程度的经济停滞，二季度全球经济出现较大负增长并拖累全年经济陷入衰退区间已成定局，但全年经济的衰退程度将取决于经济重启后的全球复苏程度。从4月中下旬开始，欧美地区新增病例数和死亡病例数趋缓，显示疫情已经渡过第一波平台期，疫情得到相对控制。在此基础上，欧美多国开始分阶段、分人群解除限制性措施，但处于当前疫情震中的新兴市场经济体的防控措施仍无法迅速解除。后续海外疫情和经济重启的演进节奏是决定经济复苏形态的关键，从目前来看，全球经济重启的复苏速度仍存在较大的不确定性。

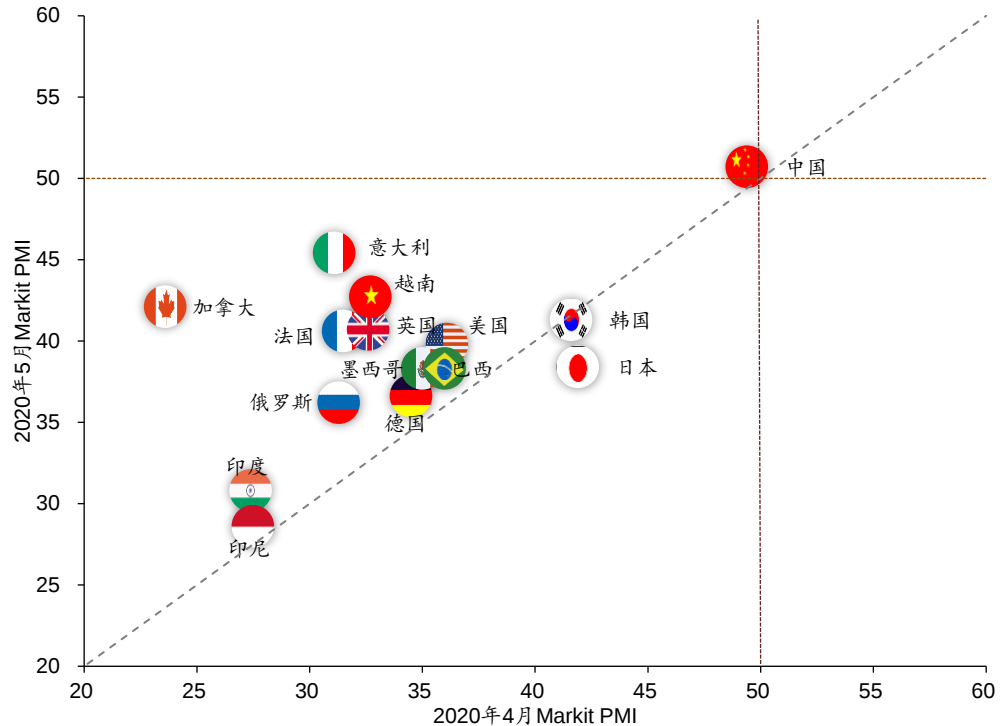
图表2： 全球经济重启进度



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

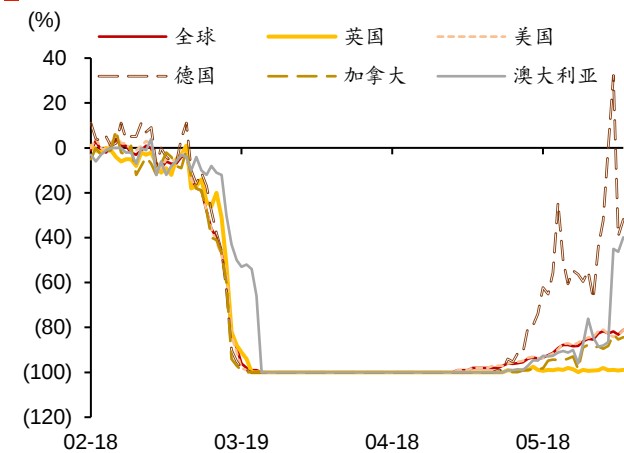
从重启节奏来看，当前全球经济恢复程度仍较为有限。5月全球主要国家制造业 PMI 较4月有所提高，但仍位于枯荣线下方较深位置。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为有限，美国、欧元区5月 PMI 分别为 39.8 和 39.4，较4月有小幅上升但仍位于枯荣线下方较深位置，日本5月 PMI 甚至较4月进一步下行至 38.4，生产修复不容乐观。新兴市场经济体方面，疫情仍处于高峰期，5月 PMI 仅小幅上升且普遍低于发达经济体。从高频数据看，欧美服务业活动也出现边际改善，较早达到疫情拐点的法德经济重启进度领先于英美，但仍与疫情前存在较大差距。

图表3： 2020 年 5 月全球制造业 PMI 仍位于枯荣线下方较深位置



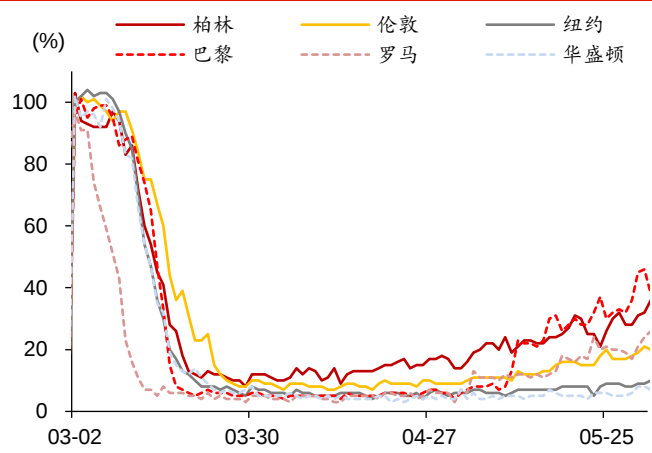
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： OpenTable 全球线下餐厅预定人数（同比）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5： 欧美主要城市 Citymapper 活动指数（同比）



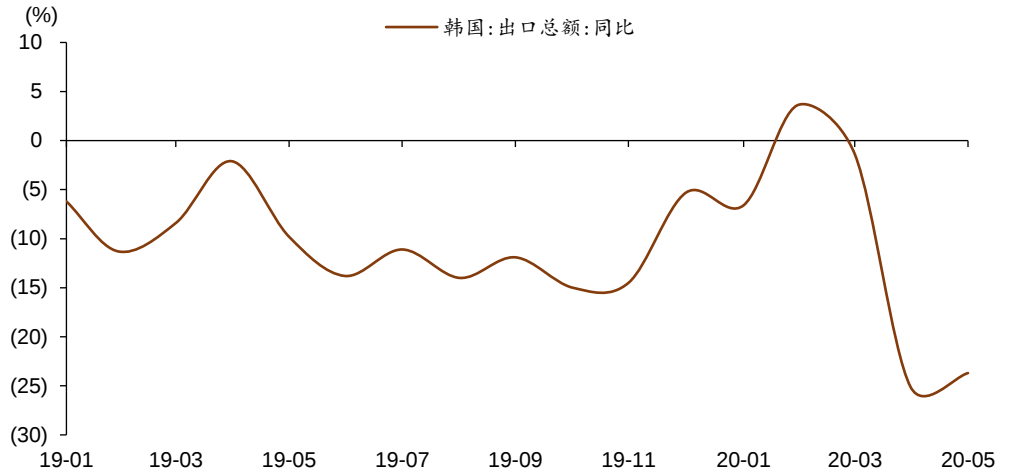
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

我们认为各国经济恢复速度较慢的原因在于：

(1) 全球疫情仍在蔓延，各国无法完全放开限制性措施，企业和居民也会自发性地减少部分生产和消费活动，经济恢复仍面临一定限制。

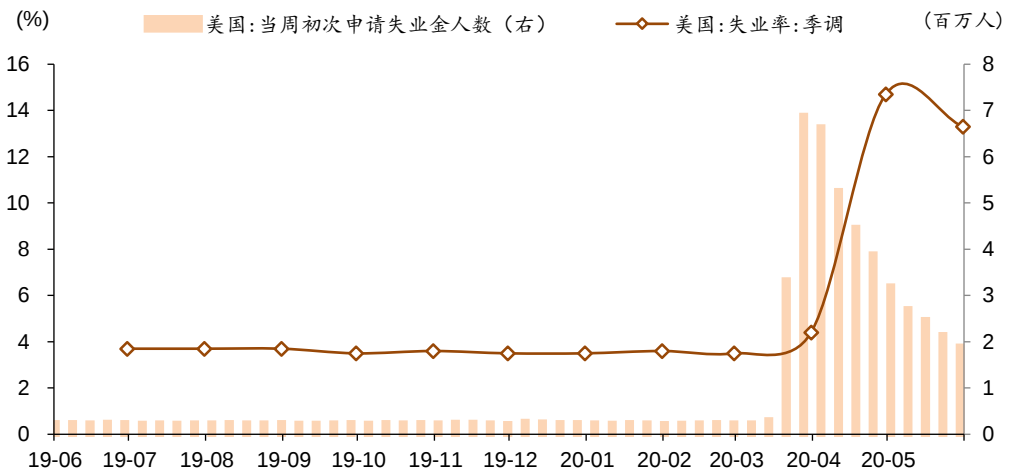
(2) 美国等发达经济体作为全球的需求中心，其需求恢复会对全球尤其是出口导向型经济体产生重要影响，如韩国尽管较早地迎来疫情拐点，其国内的隔离措施也早已放开，但鉴于欧美经济体的需求减弱，其经济恢复也受到较大制约。因此，欧美等需求中心的需求复苏对全球经济修复速度影响较为关键。

(3) 各国间疫情进度不同使得全球复产复工无法同步开展，全球化大生产下的各国生产活动容易受到他国产业链上下游的制约，这种产业链上下游恢复速度不匹配使得经济恢复存在一定的“短板效应”。

图表6： 疫情拐点后的韩国出口增速仍处于底部

资料来源：Wind，华泰证券研究所

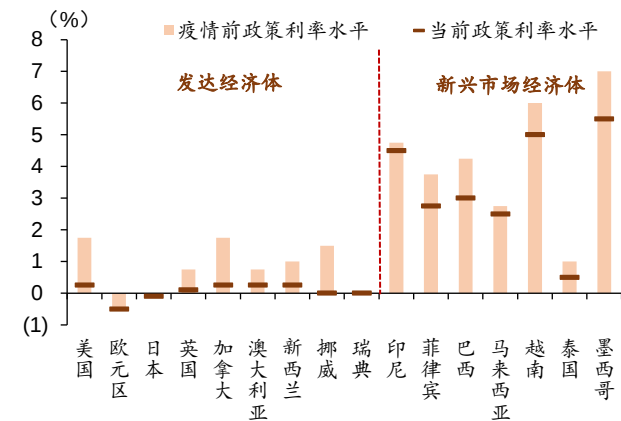
下半年经济重启速度有望加快。5月美国非农就业数据大超预期，5月非农就业数据录得就业人数增加250.9万人，预测值为减少750万人，前值为减少2053.7万人；5月失业率为13.3%，预测值19.1%，前值14.7%。尽管美国劳工部承认失业数据存在一定的统计误差，未将“停薪留职”人员纳入失业统计，但与其4月数据处理一致，仍具有可比性，美国失业相对于疫情最严重的4月确实是在好转。从当前经济重启的制约因素上看，一方面，各国强制隔离措施正逐步放开，且随着现存确诊人数的降低，开放速度有望加快；另一方面，欧美等全球需求中心的经济恢复正在进行中，后续料将继续加速，对全球经济产生积极的外溢影响。

图表7： 美国5月份就业数据大超预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

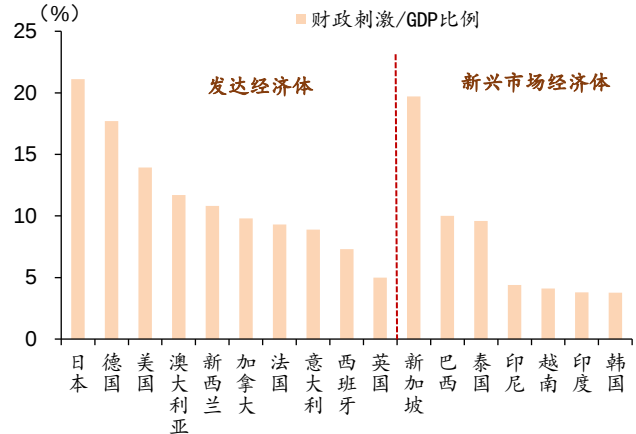
疫情冲击之下全球各国拓展政策工具，加大政策刺激力度。货币政策方面，全球主要发达经济体为了应对疫情冲击纷纷将利率降至负利率或者零利率；新兴市场经济体同样大幅降息以应对疫情冲击，且疫情仍处于高峰期的新兴市场经济体仍有降息可能。同时，美联储、欧央行等主要央行重启历次危机时的货币政策工具甚至开启新的货币政策工具以维护市场稳定。财政政策方面，各国财政刺激力度达到空前水平，日本财政刺激规模占2019年GDP比重超20%，多国财政刺激力度达到GDP的10%以上。我们认为，随着后续强制管控措施的继续放开，经济活动加速恢复，各国货币与财政政策对实体经济的刺激作用将得到有效发挥，对经济复苏速度起到有效的促进作用。

图表8：全球部分国家应对疫情降息力度（截至 6 月 9 日）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表9：应对疫情财政刺激占 2019 年 GDP 比例（截至 6 月 9 日）



资料来源：Ceyhan Elgin, Gokce Basbug, Abdullah Yalaman，华泰证券研究所

下半年加速修复，但资产负债表损伤需要更长时间修复，在年末回到疫情前水平仍存在难度。疫情冲击初期，社交隔离措施成为主要担忧，强制的隔离措施限制消费与投资，使得经济直接陷入“休克”。但随着经济休克未能在短期解除，疫情冲击下的经济运行惯性将成为后续经济复苏的重要障碍。一方面，基本面的负面冲击直接影响企业盈利和居民收入，使得企业和居民的资产负债表受损，影响其后续的购买力；企业通过举债维系运行甚至直接破产，都使得经济在后疫情时代面临更大的债务问题。因此，疫情如若对居民和企业的基本面造成实质性损害，即使后续隔离措施全部放开，其资产负债表的修复也将耗费较长时间，影响复苏进度。另一方面，疫情冲击导致失业率大幅上升，需求恢复后的再就业不可能一蹴而就，基本面冲击的惯性使得就业恢复也存在一定的时滞，因此增加了经济复苏的难度。因此，当前疫情冲击的关键已由强制隔离措施转变至居民财富、企业盈利和就业层面，后疫情时期三者如何修复将成为经济复苏期的重点问题，疫情的尾部风险不容忽视。

总体来看，全球经济呈现“U”形复苏，预计 6 月经济复苏进展依旧缓慢，二季度经济仍处于底部区域。展望下半年，随着欧美等全球需求中心的现存确诊人数降低，强制隔离措施将进一步放开，经济恢复料将继续加速，对全球经济产生积极的外溢影响；同时，强制隔离措施放开后，各国力度空前的货币与财政政策对实体经济的刺激作用将得到有效发挥，全球经济修复速度有望加快。

风险点：中美关系是影响市场的重大变数

4 月下旬以来，中美摩擦持续升温。4 月下旬开始，美国白宫就疫情起源问题施压中国；5 月 20 日，美方发布对华战略报告，强化对华为使用美国半导体技术的限制，美国商务部将 33 家中国企业和机构列入限制出口、进口及转口的“实体清单”；两会以来，美国在台湾、香港等问题上干涉中国内政，取消香港在美国层面所谓的独立关税区地位。可见，中美摩擦已经由贸易领域扩展至当前的疫情、贸易、科技、政治等多方面领域，期间人民币和 A 股有所承压。尽管当前美国由于忙于国内骚乱问题而暂时搁置了对中国问题的讨论，但后续中美摩擦的进展仍不容乐观，值得给予重视。

图表10： 美国对华企业限制升级

5月12日	- 美国福克斯电视台财经频道报道称，特朗普总统正在采取措施切断美国联邦政府雇员退休基金与中国证券的联系。 - 美国半导体设备制造商LAM（泛林半导体）和AMAT（应材公司）等公司发出通知称，中国国内从事军民融合或为军品供应集成电路的企业，不得使用美国清单厂商半导体设备代工生产军用集成电路，同时“无限追溯”机制生效。
5月14日	- 被问及如何“对付中国”，特朗普称可以“我们可以做很多事，可以断绝整个关系”。 - 美国将华为对美国企业销售通讯设备的临时许可再延长90天，即至8月13日。 - 美国商务部宣布，强化对华为使用美国半导体技术的限制，以下两类产品受到《出口管制条例》（EAR）的管辖：1）由华为及其在实体清单（例如，海思半导体）上的关联公司利用某些美国商务控制清单（CCL）软件和技术生产的半导体设计类的商品；2）根据华为或实体名单上的关联公司（例如，海思半导体）的设计规范生产的芯片组之类的项目，它们是某些位于美国境外的CCL半导体制造设备的直接产品。此类外国生产的物品仅在知道要转出口，从国外出口或转移（在国内）到实体列表中的华为或其任何关联公司时才需要许可证。为防止对使用美国半导体制造设备的外国代工厂造成直接的不利经济影响，这些设备已根据2020年5月15日的华为设计规范启动了任何项目的生产步骤，只要这些外国生产的项目不受新许可规定的约束，从生效日期算起的120天内，它们将被重新出口，从国外出口或转移（在国内）。
5月16日	华为心声社区发文“没有伤痕累累 哪来皮糙肉厚”
5月17日	商务部新闻发言人批评美国动用国家力量打压华为的行为，敦促美方立即停止错误做法，称将采取一切必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。
5月21日	- 美国参议院通过加强审批中国企业上市的外国公司问责法。 - 美国批准一项1.8亿美元的对台军售案
5月23日	美国商务部将33家中国企业/机构列入“实体清单”，美国商务部宣布将公安部物证鉴定中心列入出口管制实体清单。
5月25日	- 外交部发言人华春莹回应：“如果有人有比我的东西更好，那一定是从我这里偷走的，这是正常的逻辑吗？” - 外交部回应对各个国家航班一视同仁，强硬回应美国官员称可能重启核试验，并对美国商务部制裁相关中国企业机构表示强烈不满

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_4639

