

## 经济反弹接近尾声，货币政策仍然谨慎

### 宏观经济 2020 年 5 月动态报告

#### 核心内容：

##### 1、2 季度经济增长可能仍然较低

2 季度经济增速仍然较低，增速 0.1% 左右，全年经济预计同比增长 1% 左右。2 季度人员流动、服务业继续恢复，但海外疫情使得出口受阻。2 季度消费受到疫情影响以及消费者在大灾后习惯性储蓄减少消费的基础上，全社会消费会有所反弹，但反弹的力度可能有限。而 2 季度随着我国经济生活的缓慢恢复，建筑工程逐步开工，基建和房地产投资会有所上行，但制造业投资仍然持续疲软，投资回升速度有限。

从经济数据来看，4 月份消费、投资均继续上行，但经济并没有 V 型反转。5 月份先行数据也看到经济结束了疫情后的反弹，但恢复到疫情前的水平仍然需要时间。

##### 2、全球经济处于衰退阶段

美国通胀生产零售持续下降，欧元区的经济也受到持续打击。日本、韩国、台湾经济均有所回落，但电子产业链景气度相对更好。2、3 季度可能要面临全球经济萎靡。

##### 3、货币政策仍然以宽松为主，但操作上边际有所收紧

3 月 6 日至 5 月 22 日，央行基本停止了逆回购，直至短期市场利率持续走高，逆回购重启，央行的货币操作仍然是偏谨慎的。

##### 4、我国两会扶持政策低于预期

会议对经济增长表述低于市场预期：**首先，经济增长目标首次被隐去**，我们认为没有具体的增长目标并不意味着决策层对于本年度经济增长没有要求，淡化了增长目标确保各级政府不为增长目标服务。**其次，货币政策可能不如前期宽松**。货币政策更加积极的表述是 M2 增速和社融总量超过 GDP 增速，M2 增速持续上行，更加宽松的预期并不强烈，预计货币和信用进入窄幅宽松阶段。**再次，市场期盼的对需求和科技企业的刺激并未到来**。疫情下受创严重的需求端并未有所刺激，同时对科技企业的刺激也没有明确说明。**最后，疫情后经济严重受创，而我国的救助政策仍然较为有限**。

我们预计赤字率上行（1 万亿）、地方政府专项债上行（1.17 万亿）、发行特别国债（1 万亿）、减肥降税（2 万亿）可能为我国 2020 年新增资金大约 5 万亿左右，而 1 季度我国 GDP 增速为 -6.7%，我国财政救助力度稍显不足。

#### 分析师

许冬石

☎：( 8610 ) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130515030003

周世一

☎：( 8610 ) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S013051107000403

张宸

☎：( 8610 ) 8357 1342

✉：zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517120001

#### 研究助理：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

## 5、中美关系再次紧张

5月中旬美国商务部针对华为楚天出口管制新规，5月下旬人大通过香港国安法，5月末美国取消了香港特殊地位的政策豁免。中美关系再次紧张，虽然暂时并未波及中美贸易第一阶段协议，但是仍然为未来蒙上阴影。

**主要风险：全球疫情是否会二次爆发的风险、未来通缩的风险、经济政策过于谨慎的风险、中美关系紧张的风险**

# 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、2 季度经济增长可能仍然较低 .....            | 3  |
| (一) 两会结束，扶持政策低于预期 .....           | 5  |
| (二) 中美冲突再起：香港成为新的聚焦点 .....        | 6  |
| (三) 央行货币政策仍然偏谨慎 .....             | 6  |
| 二、国际经济观察 .....                    | 8  |
| (一) 美国：通胀生产零售创新低 .....            | 8  |
| (二) 欧元区：经济受到严重打击 需要时间恢复 .....     | 11 |
| (三) 日本：必要时增加宽松政策 .....            | 13 |
| (四) 韩国：央行再次降息以应对经济萎缩 .....        | 14 |
| (五) 台湾：电子元器件景气度仍然较高 .....         | 14 |
| 三、国内经济：经济继续回升 .....               | 15 |
| (一) PMI：国内报复性恢复告一段落 需求偏疲软 .....   | 15 |
| (二) 生产：复工促进生产回升，未来面临订单和库存冲击 ..... | 17 |
| (三) 需求端：继续缓慢回升 .....              | 19 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1、消费：消费仍在疫情笼罩之下，未来增速回升缓慢 .....      | 19 |
| 2、投资：制造业低迷基建不振，稳增长力度低于预期 .....      | 21 |
| 3、外贸：出口暂时好转不改颓势，未来仍然面临压力 .....      | 25 |
| (四) 通胀：猪油共振带动物价下行 未来面临通缩 .....      | 27 |
| 1、CPI：猪肉共振带来通胀下行 .....              | 27 |
| 2、PPI：原油价格可能走过低点 仍要警惕未来陷入全球通缩 ..... | 28 |
| 四、金融：信贷速度继续回升 仍然以表内为主 .....         | 29 |
| 五、国内外主要风险 .....                     | 31 |

## 一、2 季度经济增长可能仍然较低

我国经济增长在 1 季度按下了暂停键，GDP 增速下滑至-6.8%。4 月份工业企业复工有所恢复，但服务业仍然处于有限恢复状态，社会零售消费总额增速仍然只有-7.5%。全国物流和人员流动仍然受到限制，经济依然承压。1 季度工业生产下滑 8.4%，固定资产投资下滑 16.1%，其中制造业投资下滑 25.2%，

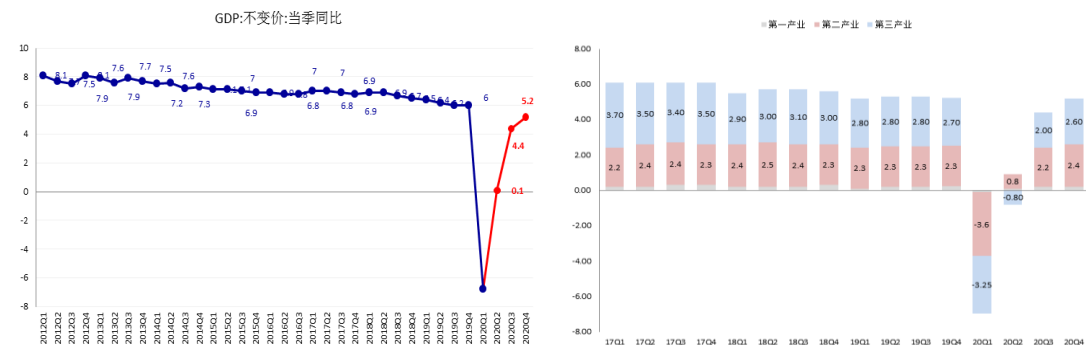
社会消费品零售总额下滑了 19.0%。4 月份经济秩序有所恢复，重点企业工业生产有所保障，全国工业生产基本恢复，4 月份我国经济继续恢复。但要看到，经济仍然有较大压力，我国两会指出就业压力较大，保就业稳增长仍是第一大任务。

一季度经济增长-6.8%，略低于市场预期，2 季度经济增速仍然较低，增速 0.1%左右，全年经济预计同比增长 1%左右。2 季度人员流动、服务业继续恢复，但海外疫情使得出口受阻，我们预计 2 季度经济增速可能只有 0.1%左右。2 季度消费受到疫情影响以及消费者在大灾后习惯性储蓄减少消费的基础上，全社会消费会有所反弹，但疫情仍然不明朗，反弹的力度可能有限。而 2 季度随着我国经济生活的缓慢恢复，建筑工程逐步开工，基建和房地产投资会有所上行，基建投资会受到政府支持，这是稳定经济的基础，主要是稳定就业，房地产由于前期土地成交一直较为平稳，投资虽有下行但仍然较为稳定，加之银行等金融机构对地产稍有放松，我们认为房地产投资下滑速度将较为平稳。我们对于 2 季度出口不乐观，预计净出口会拉低 GDP 约 0.5 个百分点。3 季度预期新冠疫情有所控制，经济恢复，生产活动和订单逐步上行，人民生活恢复，尤其是 3 季度有中秋和十一假期，消费可能出现大幅度回升。我们预计工业生产和订单在 3、4 季度上行，稳增长政策中基建和房地产建设也在 3、4 季度走高。

综合来看，1 季度 GDP 已经出现负增长，2 季度 GDP 反弹，3、4 季度增长速度加快。2 季度主要受到海外疫情的压制，国内仍然无法恢复正常生活。我国持续推出稳增长措施，同时货币政策能有所放开，尤其是监管政策有所放松，那么经济增长反弹修复会在 3、4 季度到来。

图 1：2020 年 GDP 预测（%）

图 2：三大产业各季度对 GDP 的拉动（%）



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

## (一) 两会结束，扶持政策低于预期

5月22日，全国人民代表大会开幕。总理在会上发布政府工作报告，2020年整体经济目标低于市场预期，消费刺激政策和科技刺激政策也并未提及。

会议对经济增长表述低于市场预期：**首先，经济增长目标首次被隐去**，稳就业、保民生仍然是核心主题。我们认为没有具体的增长目标并不意味着决策层对于本年度经济增长没有要求，淡化了增长目标确保各级政府不为增长目标服务。**其次，货币政策可能不如前期宽松**。货币政策更加积极的表述是M2增速和社融总量超过GDP增速，M2增速持续上行，更加宽松的预期并不强烈，预计货币和信用进入窄幅宽松阶段。**再次，市场期盼的对需求和科技企业的刺激并未到来**。疫情下受创严重的需求端并未有所刺激，同时对科技企业的刺激也没有明确说明。**最后，疫情后经济严重受创，而我国的救助政策仍然较为有限**。我国救助政策一直较为谨慎，除财政的3000亿拨款外，救助仍然显得较为乏力，尤其是对需求的刺激缺失。我国货币政策宽松主要表现为利率下行，而这种下行主要利好于国企和地方政府，对中小企业的救助和消费者的救助仍然薄弱。

政府工作报告仍然强调了经济的稳定，稳增长和保就业仍然是工作重点，但由于失去了GDP增速的矛，使得对预期有所模糊。同时我国基建增速仍然较为缓慢，4月份虽然基建整体增速转正，但是力度仍有不足。同时会议再一次强调了对房地产的控制，在2020年棚户区改造结束后，房地产可能会受

到打击。棚户区改造加速也是在货币化安置出台后，才对房地产及相关投资拉动不减，而老旧小区改造仍然面临较多的问题。我国出口压力仍然较大，预计下跌 10% 以上，对我国经济的冲击可能较大，需要政策给予充足的重视。现阶段我国政策保持产业链供应链的稳定，那么对困难的出口企业需要提供较大的支持。

我们预计赤字率上行（1 万亿）、地方政府专项债上行（1.17 万亿）、发行特别国债（1 万亿）、减肥降税（2 万亿）可能为我国 2020 年新增资金大约 5 万亿左右，而 1 季度新冠疫情下，我国 GDP 增速为 -6.7%，我国财政救助力度稍显不足。

表 1：2020 年政府工作报告总结

|        | 2018年  | 2019年    | 2020年     |
|--------|--------|----------|-----------|
| GDP    | 6.50%  | 6%-6.5%  | 无，稳定经济基本盘 |
| CPI    | 3%     | 3%       | 3.50%     |
| 新增就业   | 1100万  | 1100万    | 900万      |
| 进出口    | 稳中向好   | 稳中提质     | 促稳提质      |
| M2/社融  | 合理增长   | 与名义GDP匹配 | 增速明显高于去年  |
| 赤字率    | 2.60%  | 2.80%    | 3.60%     |
| 赤字规模   | 2.76万亿 | 2.76万亿   | 3.76万亿    |
| 特别国债   |        |          | 1万亿       |
| 减税降费规模 | 1.2万亿+ | 2万亿      | 支持        |

资料来源：中国银河证券研究院

## （二）中美冲突再起：香港成为新的聚焦点

5 月 30 日，美国宣布取消香港特殊关税待遇以回应 2020 年两会通过的香港法案。总体来说，香港虽然对美国的出口占比较小，但香港作为全球金融中的地位会受到削弱。中美贸易协议第一阶段仍然未被破坏，那么香港可能成为未来中美冲突新的聚焦点。

## （三）央行货币政策仍然偏谨慎

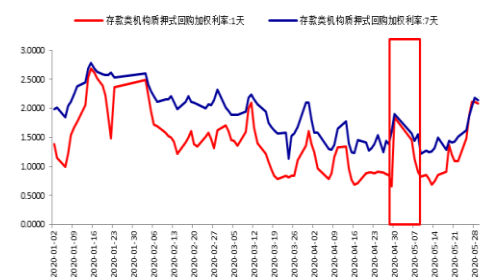
央行仍然担心过度的放松会引起未来的通胀，甚至担心通胀可能在下半年到来。

首先，我国通胀是结构性通胀，主要由猪肉供给短缺带来。随着猪肉供给的上行，预计在 7、8 月份国内猪肉供给会有所抬升，那么价格会缓慢回落。其次，全球供应链受到影响会引起我国通胀属于臆

想中事情，虽然全球通航受到影响，但并未停止，各国都在积极的保证货物运输。全球大宗商品，玉米、大豆、原油等反而受到需求减弱的影响价格下跌，只有铁矿石等受到中国订单的影响价格较为坚挺。再次，当疫情缓解后需求回升，大宗商品价格会底部回升带动通胀上行，事实上随着疫情蔓延，各国的通胀水平已经走低，即使恢复后大宗商品价格上行，也只是通胀回暖。全球并未担忧未来的通胀，反而更为担忧未来需求减弱而带来的通缩。最后，全球货币的超发会带来通胀走高，这种情况需要看到，货币是否进入了实体经济。如 2008 年大规模货币救助金融系统后，带动了资产价格的上行，但全球调整了货币政策后通胀随之下行。本次货币超发可能会走入 2008 年的循环，大量的资金被用于金融系统的救助，而财政刺激只是弥补了居民失业后的生活保障。对于我国来说，资金的放松主要是防止未来的通缩。

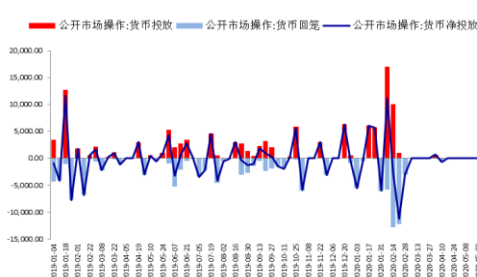
可以看到，疫情期间，全球约 80 多家央行启动降息，而我国央行降低力度仍然显得较为轻微。3 月 6 日至 5 月 22 日，央行基本停止了逆回购，直至短期市场利率持续走高，逆回购重启，央行的货币操作仍然是偏谨慎的。

图 3：存款类机构质押式回购加权利率（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：央行公开市场操作（亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 2：疫情以来各国央行降息力度



| 基准利率 |       |      | 利率变化 (BP) |       |      |
|------|-------|------|-----------|-------|------|
| 台湾   | 1.13% | -25  | 香港        | 0.86% | -114 |
| 中国   | 3.85% | -30  | 印度        | 4.00% | -115 |
| 澳大利亚 | 0.25% | -50  | 巴西        | 3.00% | -150 |
| 印尼   | 4.50% | -50  | 越南        | 4.50% | -150 |
| 英国   | 0.10% | -65  | 加拿大       | 0.25% | -150 |
| 南韩   | 0.50% | -75  | 美国        | 0.13% | -150 |
| 泰国   | 0.50% | -75  | 墨西哥       | 5.50% | -175 |
| 新西兰  | 0.25% | -75  | 冰岛        | 1.00% | -200 |
| 俄罗斯  | 5.50% | -75  | 南非        | 3.75% | -275 |
| 马来西亚 | 2.00% | -100 | 埃及        | 9.25% | 300  |

资料来源：中国银河证券研究部

## 二、国际经济观察

### (一) 美国：通胀生产零售创新低

美国财政部发布的4月份预算赤字就达到创纪录的7379亿美元。主要原因是为刺激经济预算支出大幅上升，同时，经济下滑，政府的收入下降。政府的两次重大救济行动将4月份预算支出提高到近9800亿美元，是一年前的2.5倍以上。对个人和家庭的特别救助款总额为2170亿美元，而联邦医疗保险付款、向州和地方政府拨款以及失业补偿金也推动了预算支出的增长。

美联储宣布将以70亿美元/天的速度购买国债，进一步放慢了自3月份开始的无限量购债计划步伐，上周为80亿美元/天。为刺激被疫情拖累的经济，美联储在3月初推出无限量宽松措施。自无限量购债计划开始以来，为使市场在疫情期间平稳运行，美联储共购买了超过1.5万亿美元的国债。美联储的资产负债表本周增加到创纪录的6.66万亿美元，3月初仅为4.29万亿美元。

为刺激经济，美联储可能会在下月会议上就使用的工具进行辩论，包括更强劲的前瞻性指引以及资产购买，这将增强其已经下降至0%的利率政策。周日鲍威尔表示，“美联储的弹药尚未耗尽，如有需要可采取更多措施”以及“负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策”等。鲍威尔淡化第二次大萧条状况的风险，但表示美国第二季度GDP可能“很容易”达到萎缩20%-30%的程度，警告美国经济复苏之路可能拉长到2021年底。

**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\\_4784](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4784)

