



宏观经济季度报告
Macroeconomic Quarterly
Report

2020年4月8日

2020Q2

平安证券研究所 宏观研究团队

魏伟 陈骁 薛威 郭子睿

请务必阅读正文后免责条款

探寻“疫后”经济的修复路径

摘要

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”正在全球蔓延，各国经济正面临 2008 年金融危机以来的最大考验。2020 年二季度，我们认为国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注。

趋势一：全球经济在疫情中停摆，财政扩张货币趋松。中性情景下，全球经济的“停摆”状态将覆盖整个二季度，经济呈现负增长。服务业受损程度显著大于制造业，企业居民部门面临现金流短缺的困境。各国采取了宽松货币、扩张财政等应对政策，但主要旨在减轻疫情对居民和企业的伤害程度，对短期经济的提振效果有限。

趋势二：疫情催化地缘风险升级，多方博弈加剧波动。在疫情冲击下，全球地缘政治升级的表现形式有所改变，这集中体现在石油价格战和美国大选上。一方面，在疫情冲击仍未消退、美国协同减产意愿较弱的情况下，二季度油价仍将面临剧烈波动。另一方面，美国大选的两党之争会由明线转为暗线，原因在于两党都不愿背负疫情下执着党争的骂名，但两党在疫情应对政策的方式和强度上的分歧，可能拖累美国疫情防控和托底的效率。

趋势三：国内经济开启缓慢修复，三驾马车节奏不一。中性情景下，二季度中国经济整体将处于缓慢修复的进程中：工业产能的恢复进度受到需求不足的限制；房地产与基建投资将率先好转，制造业投资将受制于外需萎缩；货物消费增长相对容易修复，服务消费在一季度的损失则较难回补；外贸部门受外需与油价双重拖累，完全修复可能需待四季度。二季度物价格局依然分化，PPI-CPI 负向裂口扩大，物价搭配呈现经济衰退的特征。

趋势四：宏观政策协同发力，货币先行财政三箭齐发。疫情爆发以后，央行货币政策宽松呈现加快的态势，流动性支持的规模不断扩大，价格不断调低。预计年内货币政策将继续维持宽松以配合财政托底经济。财政发力将通过适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债规模“三箭齐发”，预计三者合计广义赤字率将达 8.4%。财政资金投向的七大重点基建领域，将发挥维稳增长的作用。

海外大类资产配置上，二季度新冠疫情在全球的发展仍有较大不确定性，资本市场注定将面临多空交织的复杂局面，大类资产配置更需要注重均衡而非单一。股票主要关注美、欧、日等发达经济体股市与中国股市；债市主要关注美国、中国的国债、政府债券与高评级公司债；汇市关注美元、日元与人民币；大宗方面，二季度看多粮食、饲料类农产品与黄金等贵金属，原油、经济作物农产品、工业金属等可能在二季度后期企稳回升。

国内大类资产配置上，A 股市场二季度面临疫情超预期演变可能带来的风险，但其相对海外市场有明显优势，预计大概率维持区间震荡。债市二季度受海外疫情、财政政策落地及经济预期好转的影响，短期可能继续维持震荡，但仍处于牛市行情当中。年内房地产政策不会出现重大调整，但老旧小区改造、改善型需求等方面有边际改善的空间；预计年内房地产市场继续维持近年来较为平稳的走势，一二线重点城市房价可能出现温和改善。疫情错位和中美利差扩大，可能促使二季度人民币兑美元汇率出现小幅升值。

目录

1. 引言	6
2. 趋势一：全球经济在疫情中停摆，财政扩张货币趋松	7
2.1 全球经济下行加速，财政货政难抵疫情冲击	7
专栏 1：新冠疫情对全球经济的短期冲击及深远影响	7
2.2 美欧经济恐大幅下行，二季度将迎“至暗时刻”	10
专栏 2：各经济体应对新冠疫情的政策梳理	13
3. 趋势二：疫情催化地缘风险升级，多方博弈加剧波动	17
3.1 沙特发动“石油价格战”，多方博弈加剧波动	17
3.2 美国大选拜登料将赢得初选，党派博弈转为暗线	18
4. 趋势三：国内经济开启缓慢修复，三驾马车节奏不一	20
4.1 生产端：企业复产推进，工业缓慢修复	21
4.2 需求端：投资托底，消费回补，外贸疲弱	22
专栏 3：疫情冲击之下的消费券政策效果探析	25
4.3 CPI 高位回落，PPI 通缩压力增大	29
专栏 4：03 非典、08 金融危机与新冠疫情冲击的宏观背景对比	31
5. 趋势四：宏观政策协同发力，货币先行财政三箭齐发	34
5.1 货币政策频繁宽松，引导贷款利率下行	34
5.2 积极财政逐步加码，三箭齐发支持基建	35
6. 结论：二季度宏观形势与大类资产配置	38
6.1 海外大类资产配置	38

6.2 国内大类资产配置	39
6.3 风险提示	41

图表目录

图表 1. 全球制造业与服务业 PMI 均跌至景气区间以下	7
图表 2. 终端需求变化会导致引致需求更大幅度的变化	9
图表 3. 3 月美国经济数据已部分体现疫情冲击	11
图表 4. 欧元区经济景气度出现大幅跳水	12
图表 5. 日本经济景气度大幅下行	13
图表 6. 阿根廷、巴西等新兴经济体的政府杠杆率较高	13
图表 7. 2020 年初至今各经济体降息操作：新兴经济体降息空间大于发达经济体	14
图表 8. 部分国家一般政府债务负担率偏高，财政发力下需警惕主权债务危机	16
图表 9. 全球不确定性指数仍在高位	17
图表 10. 沙特的财政平衡油价显著高于美国与俄罗斯	18
图表 11. 国内新型冠状病毒肺炎疫情得到有效控制	20
图表 12. 预计 2020 年全年 GDP 增速将降至 3.3% 左右	20
图表 13. 宏观经济数据预测表	21
图表 14. 工业生产有序恢复，需求端修复慢于生产端	22
图表 15. 2020 年 1-2 月固定资产投资及分项增速断崖下跌	22
图表 16. 房地产销售、投资及新开工增速显著下跌	23
图表 17. 2020 年基建投资增速测算	23
图表 18. 一季度消费受创严重，货物消费恢复将好于服务消费	24
图表 19. 我国部分省市消费券投放情况（截至 2020 年 4 月 6 日，不完全统计）	25
图表 20. 杭州、台湾及日本发放消费券的政策效果	26
图表 21. 2020 年外贸部门压力增大，进出口双双趋弱	28
图表 22. 猪价本轮涨幅突破前高，四季度通胀仍有压力	29
图表 23. PPI 同比通缩压力增大，四季度或有好转	30
图表 24. 2008 年金融危机的爆发与演进	32
图表 25. 年初至今央行频繁采用数量与价格端的宽松政策	35
图表 26. 2020 年广义财政赤字率可能攀升至 8% 以上（单位：亿元）	36
图表 27. 2020 年一季度主要宏观调控政策梳理	36
图表 28. 美股 2020 年一季度触底后有所反弹	38
图表 29. 美债各期限到期收益率急剧下行	38
图表 30. 美元指数近期高位震荡	39
图表 31. 原油价格大幅下行后剧烈震荡	39
图表 32. 2020 年初至今 A 股市场表现相对强韧	40
图表 33. 2020 年至今 10 年期国债收益率大幅走低（%）	40
图表 34. 各线城市房价继续呈现分化格局（%）	40
图表 35. 二季度人民币汇率可能出现小幅升值	41

1. 引言

2020 年二季度，我们认为国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注。

趋势一：全球经济在疫情中停摆，财政扩张货币趋松。

新冠疫情的冲击之下，全球经济已经脱离了原先的轨道，更快的进入下滑区间。疫情未来蔓延情况具有较大不确定性，中性情景下疫情将在 8 月结束，这也说明全球经济的“停摆”状态将覆盖整个二季度，经济增速也将大幅为负；如果疫情防控得当，三四季度全球经济将有所恢复。虽然制造业与服务业均受冲击，但服务业受损程度显著大于制造业。与终端消费相关的文体娱乐、航空交运，与国际贸易相关的物流、商贸及相关制造业以及上游的能源受冲击最为明显。企业居民部门也面临现金流短缺的困境。针对疫情对经济的冲击，各国采取了宽松货币、扩张财政等应对政策，但主要旨在减轻疫情对居民和企业的伤害程度，对短期经济的提振效果有限。

趋势二：疫情催化地缘风险升级，多方博弈加剧波动。

在疫情冲击下，2020 年一季度全球地缘政治升级的表现形式发生了显著改变，这集中体现在石油价格战和美国大选这两点上。一方面，在新冠疫情冲击仍然没有显著消退、美国协同减产意愿较弱的情况下，二季度油价仍将面临大起大落、剧烈波动的格局。另一方面，疫情冲击下美国大选的两党之争会由明线转为暗线，原因在于两党都不愿意背负疫情下执着党争的骂名，但两党在疫情应对政策的方式和强度上仍然可能有分歧，这会拖累美国疫情防控和托底的效率。

趋势三：国内经济开启缓慢修复，三驾马车节奏不一。

二季度中国经济整体仍将处于缓慢修复的进程当中：工业生产活动陆续回归正轨，但需求端可能限制了产能恢复的进度。投资反弹节奏不一，作为内需的房地产与基建投资可能率先好转，但制造业投资受制于外需萎缩，修复力度弱于前两者。消费受疫情冲击最为直接，疫情之后，货物消费增长相对容易修复，服务消费在一季度的损失则大多难以回补。外贸部门则受到外需低迷对出口、油价下跌对进口的双重拖累，其完全修复可能需等待四季度海外经济完全走出疫情影响。物价格局依然分化，CPI 二季度仍将在猪价影响下处于高位，此后呈逐步回落态势；PPI 二三季度通缩压力增大，PPI-CPI 负向裂口扩大，物价搭配呈现经济衰退的特征，直到四季度可

能才将有所好转。

趋势四：宏观政策协同发力，货币先行财政三箭齐发。

疫情爆发以后，央行频繁采取了流动性支持、信贷支持与调降利率的政策，来支持疫情冲击下的宏观经济。从央行操作节奏来看，宽松呈现加快的态势，流动性支持的规模不断扩大，价格不断调低。年内货币政策将继续维持宽松以配合财政托底经济。前期财政政策主要集中在抗疫防疫相关的活动上，3.27 政治局会议明确表态财政发力将会适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债规模“三箭齐发”，预计三者合计广义赤字率将达 8.4%。财政资金投向的七大重点基建领域，将发挥维稳增长的作用。

海外大类资产配置上，二季度新冠疫情在全球的发展仍有较大不确定性，资本市场注定将面临多空交织的复杂局面。我们认为大类资产配置更需要注重均衡而非单一。股票主要关注美、欧、日等发达经济体股市与中国股市；债市主要关注美国、中国的国债、政府债券与高评级公司债；汇市关注美元、日元与人民币；大宗方面，二季度看多粮食、饲料类农产品与黄金等贵金属，原油、经济作物农产品、工业金属等可能在二季度后期企稳回升。

国内大类资产配置上，A 股市场在二季度将面临疫情超预期演变可能带来的风险，但其相对海外市场在流动性、估值水平及政策空间等方面均有明显优势，预计二季度 A 股市场大概率维持区间震荡。债市二季度可能受到海外疫情波动、财政政策落地及经济预期好转的影响，短期可能继续维持震荡；但考虑外需萎缩显现、经济修复进度缓慢、通胀逐步回落、货政维持宽松，债券市场仍处于牛市行情当中。内房地产政策不会出现重大调整，房地产并不会成为本轮经济刺激的政策工具，但老旧小区改造、改善型需求等方面有边际改善的空间。预计年内房地产市场继续维持近年来较为平稳的走势，且各线城市仍呈现分化格局。在相对宽松的货币环境下，一二线重点城市房价可能出现温和改善。二季度人民币兑美元汇率可能出现小幅升值，一是疫情错位导致国内经济表现相对好，二是中美利差扩大可能导致一定的资本流入。

2. 趋势一：全球经济在疫情中停摆，财政扩张货币趋松

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”正在全球范围内带来严峻冲击。截至4月6日，海外累计确诊人数接近120万人。多国宣布进入紧急状态并采取严厉抗疫措施，致使全球经济陷入困境。

2.1 全球经济下行加速，财政货政难抵疫情冲击

疫情之下，全球经济已经脱离了原先的轨道，更快的进入下滑区间。这既与新冠病毒极强的传播能力有关，也是疫情之前脆弱的全球经济与金融市场带来的结果。具体而言：第一，全球经济在2008年金融危机后的“长期性停滞”持续，低增速、高杠杆的情况并未得到缓和，反而有所加重；正是全球经济此前已经疲态尽显，非常脆弱，在“新冠疫情”的冲击下，才显出“不可承受之重”的下行态势。第二，全球主要央行货币政策空间明显收窄，效果边际消减；在疫情到来之前，欧日央行已实施零利率甚至负利率政策，美联储在2019年8-10月连续降息之后也仅余150个基点（3月两次紧急降息150个基点后已至0利率水平），货币政策空间所剩无几；且2008年之后，宽松货币政策的边际效果越来越差。第三，全球主要经济体财政政策效率显著下滑；美国两党博弈升级叠加“财政悬崖”，欧盟内部财政决策分化矛盾尽显，在财政决策分化、政策效率下行的背景下，各国政府难以有效应对潜在风险。第四，地缘政治局势的紧张加剧了疫情对经济的冲击；这主要是指2018-2019年中美贸易摩擦以及2019-2020年美伊博弈、沙特“石油价格战”等因素，剧烈的情绪扰动对于疫情的冲击有明显的放大效应，也导致全球治理体系遭到破坏，难以高效合作来应对疫情带来的挑战。

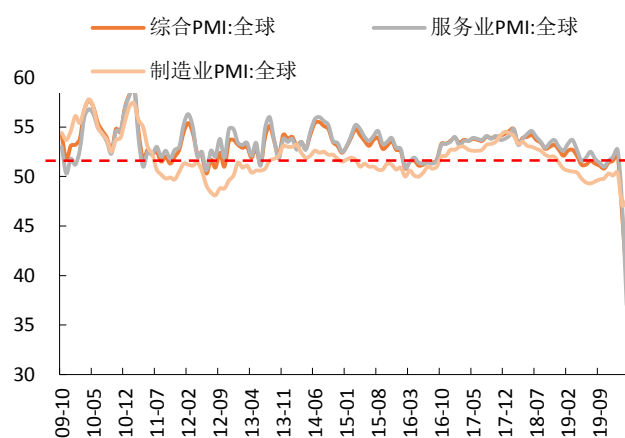
2017-2019这三年全球经济走过了“协同复苏—出现分化—同步回落”的过程；进入2020年，疫情冲击将导致全球经济加速下行甚至进入“停摆状态”。全球性的经济衰退几乎已经无可避免。尽管各国出台了一系列严格的抗疫政策、扩张

性财政政策以及宽松货币政策，但由于疫情与防控措施极大程度上限制了财政与货币政策发挥的效力，且财政与货币政策更大程度上是出于保障民众基本生活及企业、居民部门不出现大面积资金链断裂和债务违约的目的，故上述政策只能一定程度缓冲经济下行，并无法扭转经济下行的趋势。

展望未来，全球疫情蔓延情况具有较大不确定性，中性基准情景下预计将在8月结束，即全球经济在3月中旬进入的“停摆”状态还将覆盖整个二季度，经济增速也将大幅为负；如果疫情防控得当，三四季度全球经济将有所恢复。虽然制造业与服务业均受疫情冲击，但从全球PMI走势可以明显看出，服务业受到的冲击显著大于制造业，由于服务业与消费更为紧密，且容纳大多就业，这也将给居民就业带来冲击。

在全球经济下行压力剧增的背景下，各大央行货币宽松政策大幅加码。其中，美联储3月两次紧急降息已将基准利率调低至零附近，同时开展了无上限的QE计划；欧央行也加大了QE规模；其余大多央行纷纷采取跟随降息的宽松货币政策。汇率方面，美元指数“一枝独秀”，其余货币则相对弱势，美元兑人民币则维持在7.0附近窄幅震荡。

图1. 全球制造业与服务PMI均跌至景气区间以下



资料来源: Wind, 平安证券研究所

专栏1: 新冠疫情对全球经济的短期冲击及深远影响

2020年一季度，全球经济在“新冠疫情”的冲击下脱离了原先的轨道，进入了加速下行期。金融市场在3月先后经历了“避险模式”与“危机模式”，在美联储历史级别的宽松政策下才逐渐回归常态，但仍在剧烈波动中。全球经济体大幅下调经济增速预期，且注意力大多集中在短期。我们认为疫情的显性冲击更多集中在中短期，但中长期的深远影响也需要警惕。

1、疫情的中短期冲击：全球经济加速下行，二季度触底概率大

疫情对全球经济的冲击已体现在各经济体3月的经济数据上，但由于3月中旬之后美欧等主要经济体才出现疫情的大幅蔓延，之后也加强了疫情防控措施，这就导致疫情与防控措施给经济的冲击集中在3月下半月，而3月上半月并未受显著影响。所以，3月的经济数据仅是部分体现了疫情的冲击，二季度经济数据可能更加惨淡。

从当前的疫情发展看，美欧是全球疫情的“震中”，但新增确诊病例数已有边际缓和的迹象。根据我国的经验，新增确诊病例数的拐点出现后的两个月内，疫情有望得到控制。所以在一切顺利的情况下，美欧疫情有望在6月得到显著缓和，三季度经济将逐渐企稳回升。但是，印度、巴西等新兴经济体的疫情尚不明朗，可能存在失控的潜在风险，这也可能会给全球疫情防控带来了新的挑战。

整体来看，全球经济大概率会在二季度触底，但是触底深度会有多深尚不可知，还需要进一步的数据支撑。从供应链看，美欧等消费国的服务业与终端消费受到严峻冲击，且大概率还会覆盖整个二季度；印度、东盟等生产国一边要应对外需趋弱带来出口与相关制造业投资急剧下滑的冲击，另一边还要加强对内疫情防控，这又会对国内消费与服务带来负面影响，上述负面冲击也将覆盖整个二季度；而巴西、澳大利亚等资源国则需要面对引致需求大幅下行带来的出口剧降的冲击，巴西还面临疫情失控的潜在风险，另外，俄罗斯、沙特等产油国面临油价大幅走低与需求显著下滑的双重负面冲击，在二季度结束之前，上述状况恐难有显著好转。

针对疫情对经济的冲击，各国也采取了相应的应对政策，大致可分为财政、货币、产业与贸易政策，其中财政政策是为了应对疫情对经济的直接冲击，分为居民和企业两大抓手，一方面缓和疫情给居民可支配收入、企业营收带来的冲击，另一方面提升居民、企业在融资端的便利程度，降低融资成本。货币政策则是为了避免金融市场出现流动性危机和系统性风险而推出的，对稳定资本市场也起到了显著效果。产业政策通过税收减免递延、补贴与融资便利来减轻受疫情冲击较大的一些产业，另外还包括针对性的加强防疫相关医疗物资的生产等。贸易政策则分为两个方面，一方面加强跨境货物人流的检疫防疫举措，另一方面通过减免关税等举措来促进医疗防疫物资的贸易。

需要注意的是，全球各大经济体推出的大规模财政扩张政策更多起到的是保民生和支持企业的基本资金需求，尽管会在一定程度上减轻各大经济体所受冲击，但程度还是偏弱，难以扭转疫情的负面冲击。相较而言，大型企业比中小型企业从财政支持政策中受益的程度更大。各国出台的各项政策也是针对保护民生、企业补助和医疗设施的，对于减轻经济下行给民众和企业带来的破坏有较大帮助，但对于阻碍经济下行的作用较小。

尽管按照过去的经验，货币政策只要大幅宽松，就会导致各类资源品类的价格显著上涨；但是此次疫情给经济带来的近乎休克的冲击会极大降低货币政策的此类效果。一方面，尽管美联储降息至0且出台了无限量QE，但是在避险情绪提振下，

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_5992

