

冬去春来，乍暖还寒

——2Q2020宏观经济、政策与大类资产配置展望

总量研究中心

宏观经济组

分析师：边泉水

执业编号：S1130516060001

分析师：段小乐

执业编号：S1130518030001

1、核心驱动：国内疫情得到控制，但海外疫情还在扩散。中国的疫情防控重点已经转向“输入型病例”。同时，中国复工复产逐步恢复至正常水平的90%以上。但是，海外的疫情仍在加剧，并且海外主要国家的应对方法也逐渐转向限制出行等减少经济活动的模式，这将对全球经济产生较大负面影响。我们预计，欧美等国家陷入衰退的概率大幅上升。

2、宏观经济：Q1或负增长，逐季回升遭遇海外需求下降。预计1Q2020实际GDP负增长，2Q2020增长5.0%左右，下半年增速在6%左右；2020年全年增长4-5%。2季度出口下行压力加大，同时制造业投资也受到负面影响，消费的回升仍存在不确定性，基建投资回升确定性较高，地产投资整体稳定。CPI小幅回落，但PPI下行幅度可能较大。货币政策上，“量”重于“价”，预计全年社融增量超27万亿。财政政策上，支出节奏前倾，减税降费持续，总量影响有限；广义财政（地方政府专项债、PSL等）将明显发力。

3、外部环境：海外金融市场动荡到哪个阶段了？从两个现象来看，流动性恐慌抛售可能告一段落，一个是美债收益率重新转向下行，另一个是美股和VIX指数一起下跌。部分受到疫情冲击的实体企业和中低评级的主体可能面临较大的信用风险。本次冲击，美联储货币政策应对及时，但美国财政空间有限。

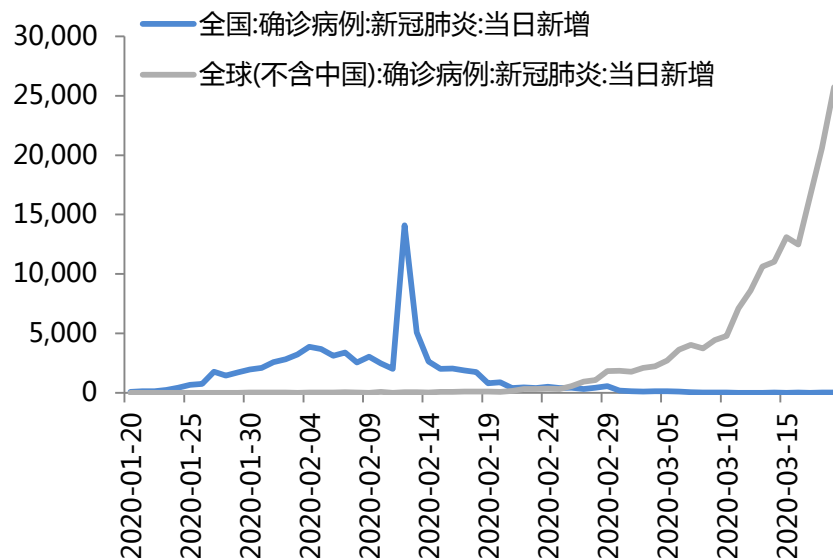
4、大类资产：寻找不确定性中的确定性机会。整体“水”仍在，但“风”转向。从相对估值角度，A股整体相对估值处于历史较低水平。A股分子端面临疫情对企业利润的冲击再定价，A股分母端无风险利率中枢下移、但风险偏好回落。A股结构看，新基建和科技方向确定，但消费和老基建存预期差。美股的流动性冲击暂时告一段落，但是基本面影响仍待观察。中国国债收益率下行空间有限，美国国债收益率再度转向下行。美德利差能够从表面上解释最近的美元指数大幅上升。价格战下油价面临天花板，疫情冲击需求拖累工业品价格下行。三个不确定性：美股何时见底？疫情对全球经济冲击多大？会引发经济危机吗？三个确定性：中国资产具有比较优势、人民币中期有升值压力、黄金有确定性配置机会。

- 1、核心驱动：国内疫情得到控制，海外疫情还在扩散-----P4
- 2、宏观经济：Q1或负增长，逐季回升遭遇海外需求下降-----P10
- 3、外部环境：海外金融市场动荡到哪个阶段了？-----P22
- 4、大类资产：寻找不确定性中的确定性机会-----P29

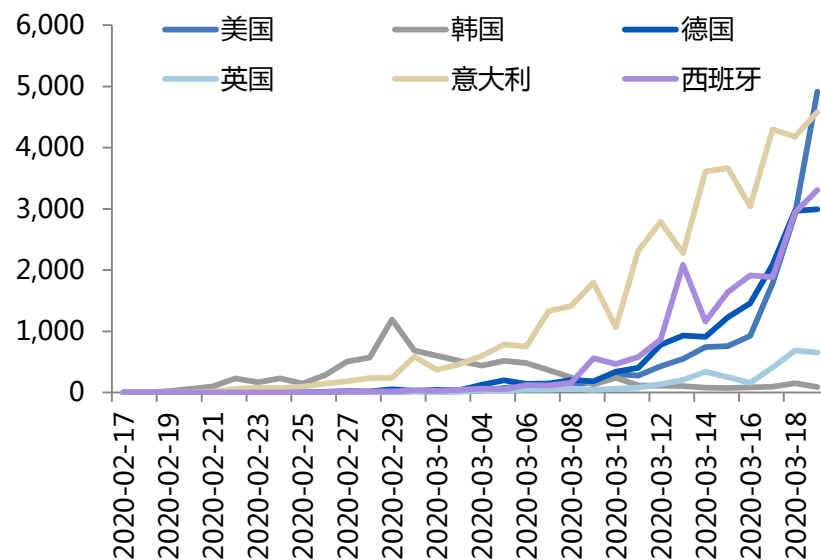


一、核心驱动：国内疫情得到控制，海外疫情还在扩散

图表 海外新增病例人数仍在加速上升

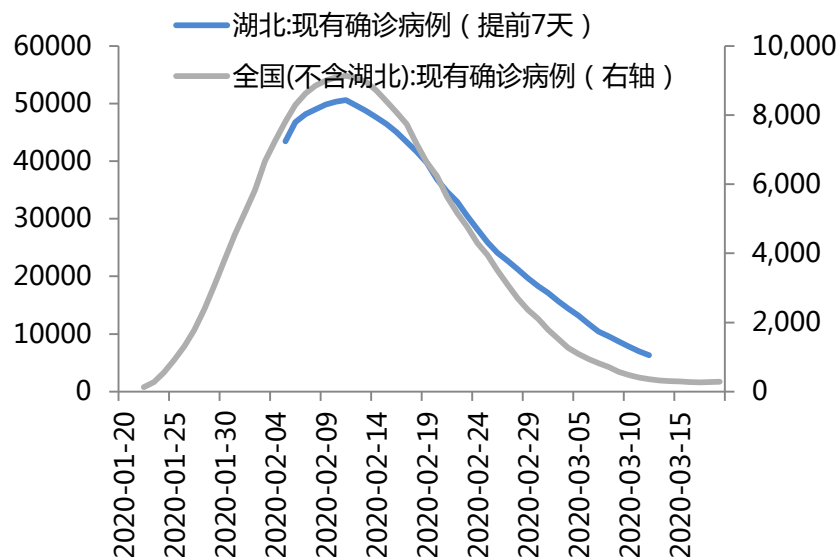


图表 海外主要国家新增病例人数开始分化

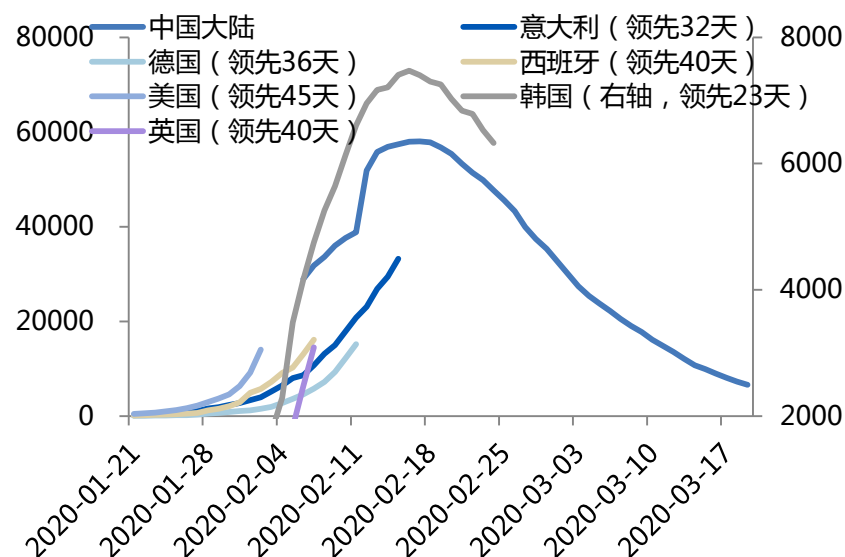


- **中国内地新增病例和新增疑似病例（不包含输入病例）已经基本清零。**从国家卫健委公布的数据来看，除输入型病例以外，内地的新增病例和新增疑似病例人数已经连续多日在个位数，疫情防控工作主要任务转向“输入型病例”。
- **海外疫情发展形势开始分化。**韩国、日本等国家的新增病例人数开始有所下降，但美国、英国、德国、意大利和西班牙的新增病例人数仍在加速上升。

图表 湖北省外在诊人数领先湖北7天见顶

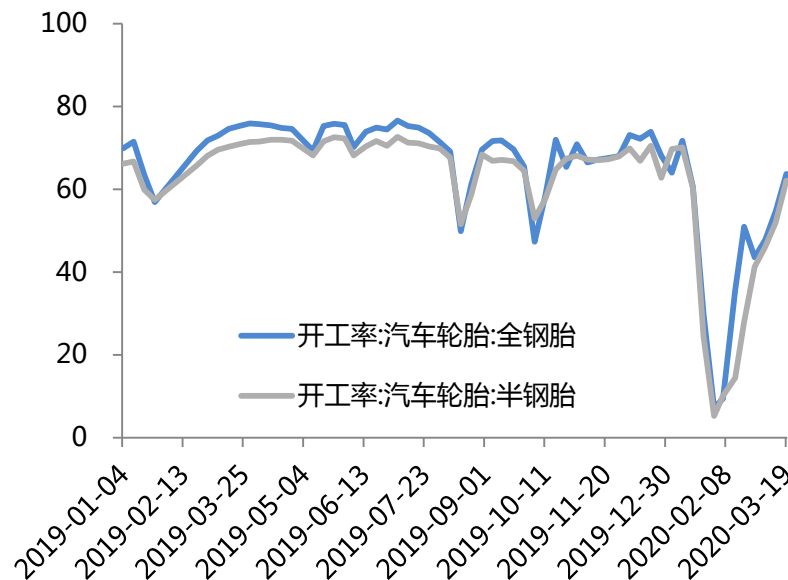


图表 韩国滞后中国23天，欧美滞后30-50天左右

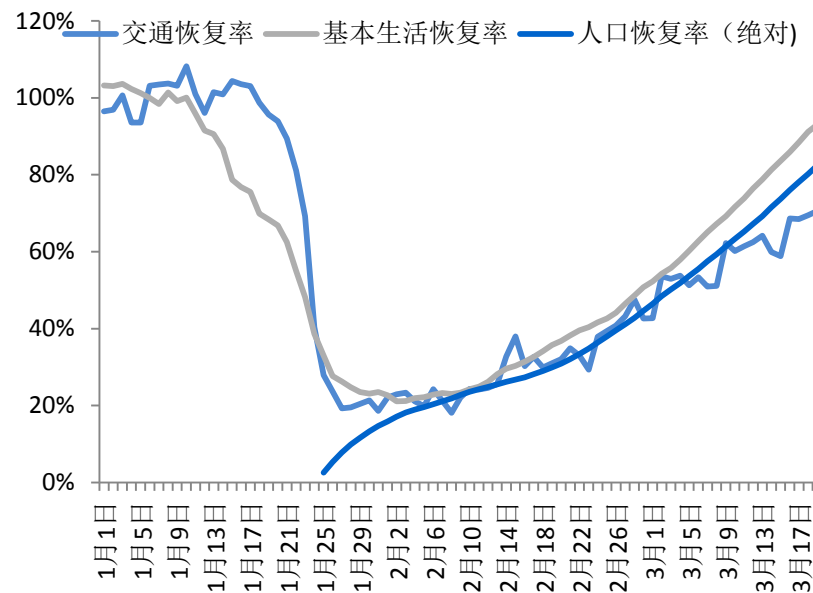


- **湖北省外在诊人数领先湖北省7天见顶。**湖北省外人数从开始攀升，到最高点，用了21天时间。
- **韩国在诊人数峰值滞后中国23天左右，欧美在诊人数预计滞后中国2个月左右。**如果以在诊人数作为衡量疫情发展的标准，欧美的疫情预计在4-5月见顶回落。前提是人员流动限制有效，传播速度不再进一步加快。

图表 汽车全钢胎和半钢胎开工率恢复至正常水平90%以上

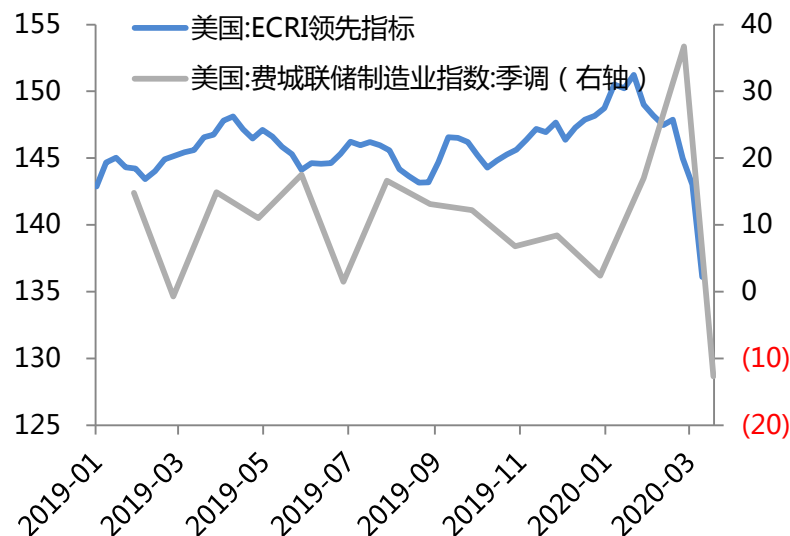


图表 城市基本生活恢复率升至90%以上



- **工业生产复工率基本回升至90%以上。**汽车全钢胎和半钢胎的开工具具有明显的“春节效应”，即春节期间停工明显。从目前的高频数据来看，截至3月19日，两者开工率均回升至正常水平的90%以上。
- **服务业复工率回升至90%以上。**从国金数据研究中心跟踪的大数据来看，城市基本生活恢复率已经回升至93%，人口恢复率和交通恢复率分别回升至82%和71%。

图表 美国部分高频数据开始断崖式下行



图表 德国商业景气指数明显下行



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_6316

