

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

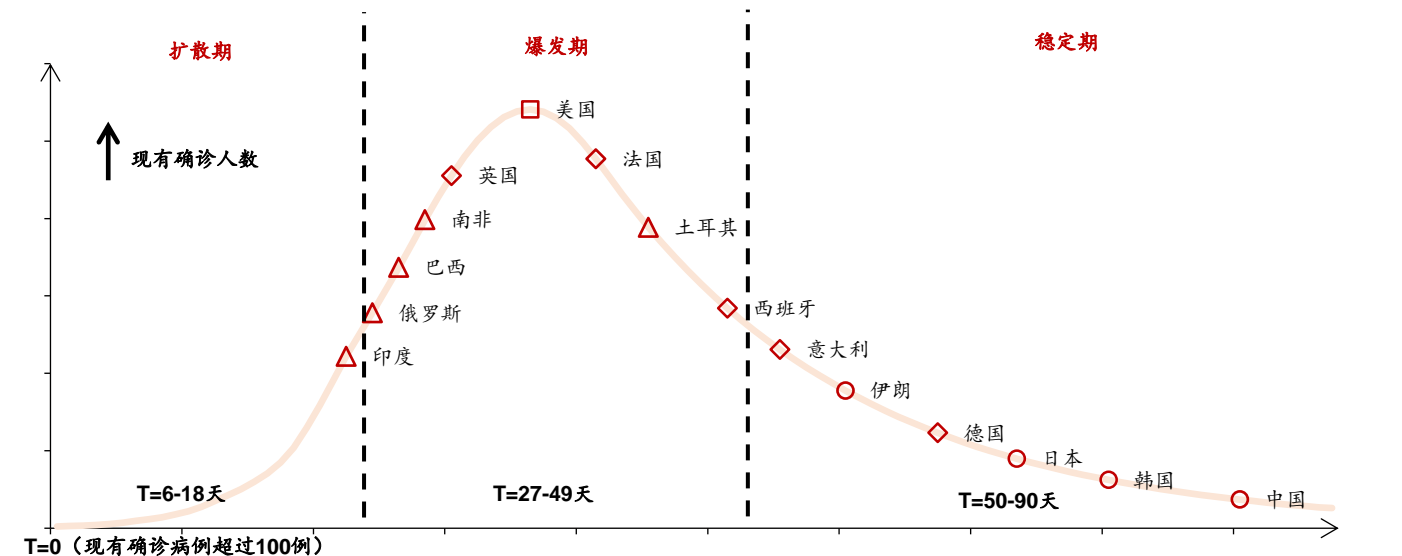
疫情无疑是主导今年经济走势的核心变量，年初以来全球疫情扩散进程可分为三个阶段：

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。

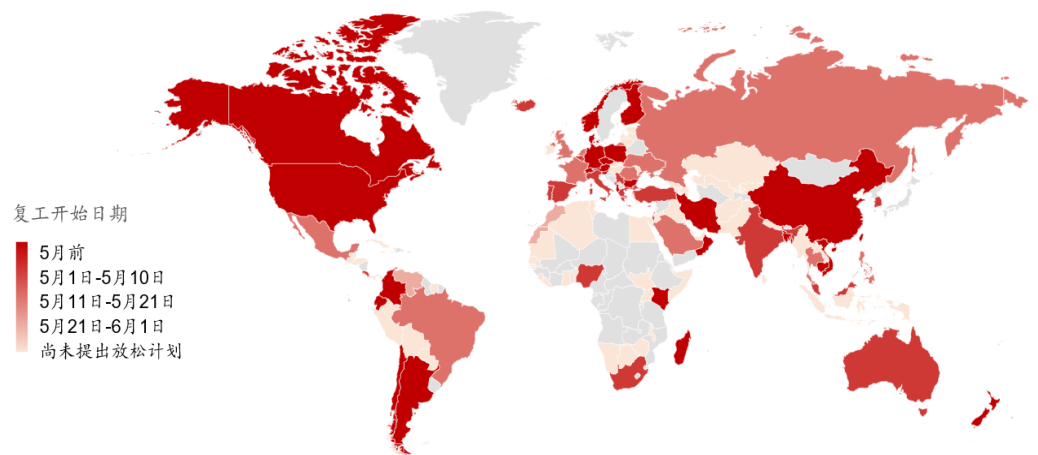
外部环境：渐进修复的未来与回不到的过去

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

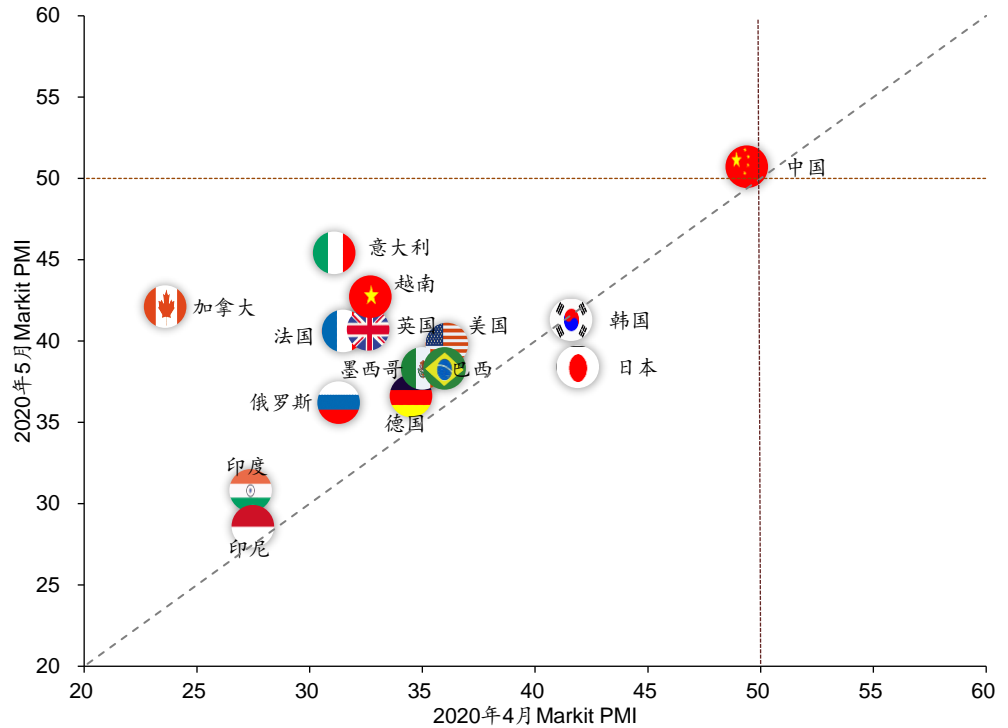
全年全球经济衰退程度一定程度上取决于经济重启后的复苏速度。从中国到欧美等发达经济体，再到印度、巴西等新兴市场经济体，疫情冲击使得全球几乎所有经济体陷入不同程度的经济停滞，二季度全球经济出现较大负增长并拖累全年经济陷入衰退区间已成定局，但全年经济的衰退程度将取决于经济重启后的全球复苏程度。从4月中下旬开始，欧美地区新增病例数和死亡病例数趋缓，显示疫情已经渡过第一波平台期，疫情得到相对控制。在此基础上，欧美多国开始分阶段、分人群解除限制性措施，但处于当前疫情震中的新兴市场经济体的防控措施仍无法迅速解除。后续海外疫情和经济重启的演进节奏是决定经济复苏形态的关键，从目前来看，全球经济重启的复苏速度仍存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

图表2： 全球经济重启进度

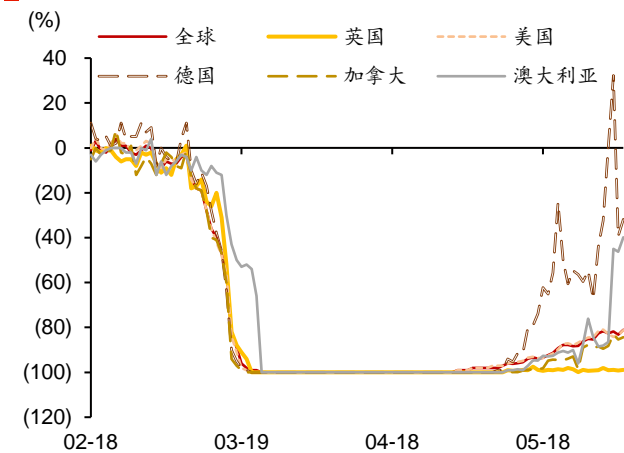


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

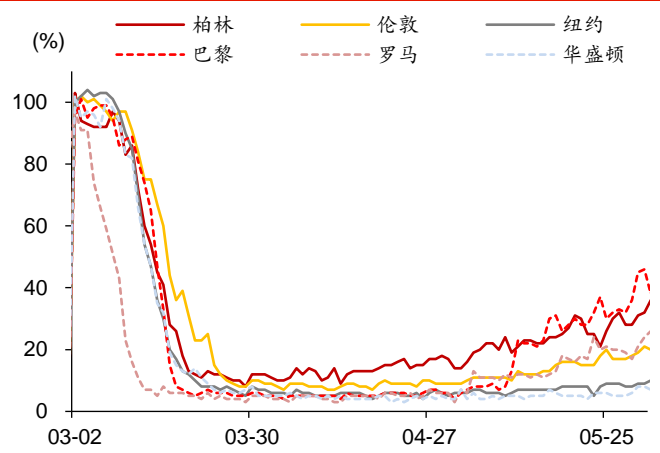
从重启节奏来看，当前全球经济恢复程度仍较为有限。5月全球主要国家制造业 PMI 较4月有所提高，但仍位于枯荣线下方较深位置。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为有限，美国、欧元区5月 PMI 分别为 39.8 和 39.4，较4月有小幅上升但仍位于枯荣线下方较深位置，日本5月 PMI 甚至较4月进一步下行至 38.4，生产修复不容乐观。新兴市场经济体方面，疫情仍处于高峰期，5月 PMI 仅小幅上升且普遍低于发达经济体。从高频数据看，欧美服务业活动也出现边际改善，较早达到疫情拐点的法德经济重启进度领先于英美，但仍与疫情前存在较大差距。

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）

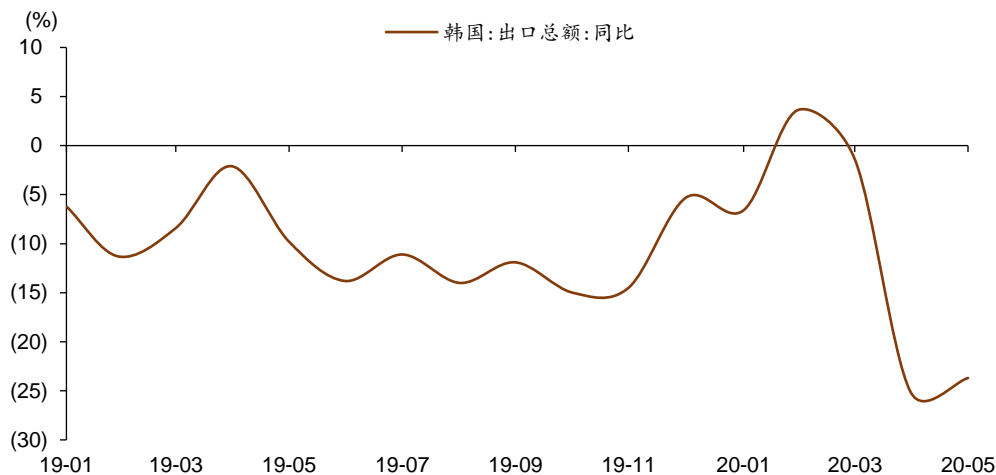
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

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。

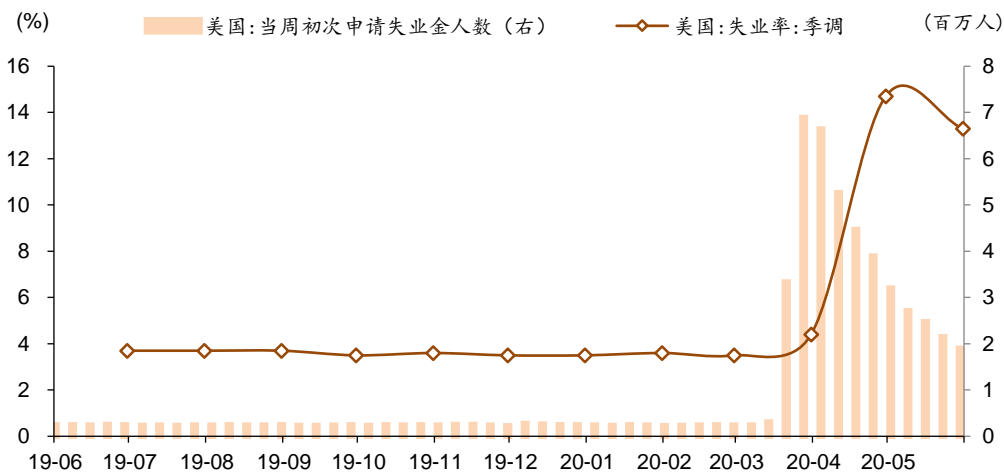
(2) 美国等发达经济体作为全球的需求中心，其需求恢复会对全球尤其是出口导向型经济体产生重要影响，如韩国尽管较早地迎来疫情拐点，其国内的隔离措施也早已放开，但鉴于欧美经济体的需求减弱，其经济恢复也受到较大制约。因此，欧美等需求中心的需求复苏对全球经济修复速度影响较为关键。

(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

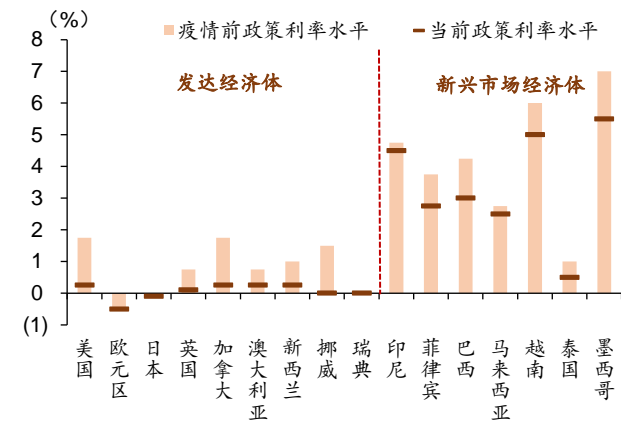
下半年经济重启速度有望加快。5月美国非农就业数据大超预期，5月非农就业数据录得就业人数增加250.9万人，预测值为减少750万人，前值为减少2053.7万人；5月失业率为13.3%，预测值19.1%，前值14.7%。尽管美国劳工部承认失业数据存在一定的统计误差，未将“停薪留职”人员纳入失业统计，但与其4月数据处理一致，仍具有可比性，美国失业相对于疫情最严重的4月确实是在好转。从当前经济重启的制约因素上看，一方面，各国强制隔离措施正逐步放开，且随着现存确诊人数的降低，开放速度有望加快；另一方面，欧美等全球需求中心的经济恢复正在进行中，后续料将继续加速，对全球经济产生积极的外溢影响。

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

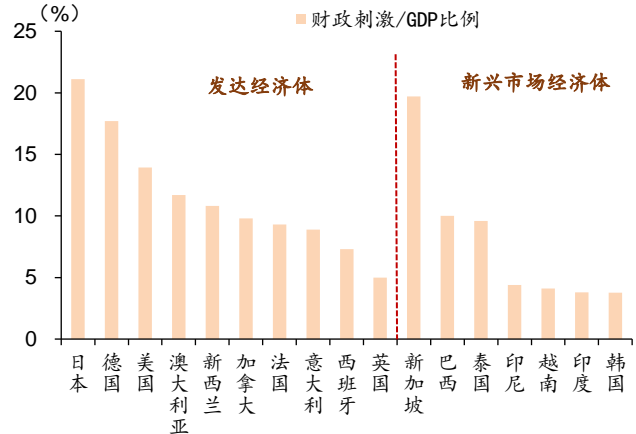
疫情冲击之下全球各国拓展政策工具，加大政策刺激力度。货币政策方面，全球主要发达经济体为了应对疫情冲击纷纷将利率降至负利率或者零利率；新兴市场经济体同样大幅降息以应对疫情冲击，且疫情仍处于高峰期的新兴市场经济体仍有降息可能。同时，美联储、欧央行等主要央行重启历次危机时的货币政策工具甚至开启新的货币政策工具以维护市场稳定。财政政策方面，各国财政刺激力度达到空前水平，日本财政刺激规模占2019年GDP比重超20%，多国财政刺激力度达到GDP的10%以上。我们认为，随着后续强制管控措施的继续放开，经济活动加速恢复，各国货币与财政政策对实体经济的刺激作用将得到有效发挥，对经济复苏速度起到有效的促进作用。

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。

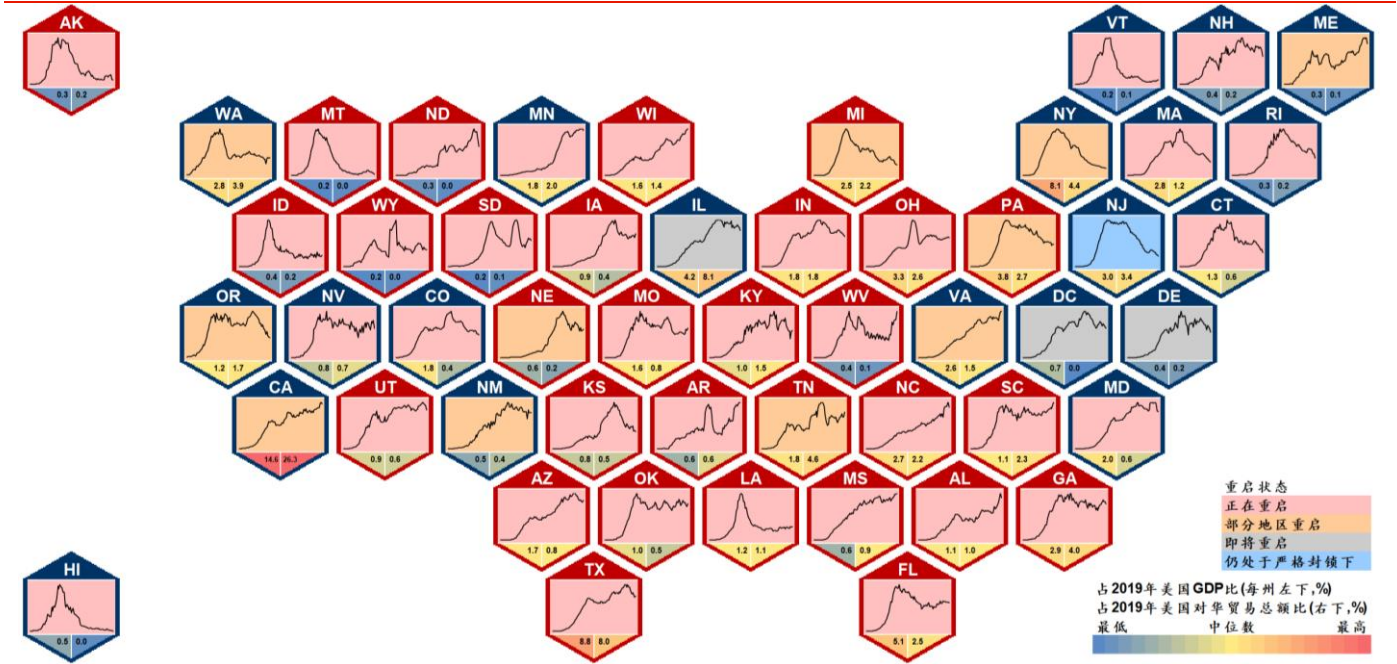
图表10： 美国对华企业限制升级

5月12日	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 华为心声社区发文“没有伤痕累累 哪来皮糙肉厚”
5月17日	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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
5月27日	<ul style="list-style-type: none"> 孟晚舟未能获释，加拿大裁定孟晚舟美国引渡案件“双重犯罪”成立。
5月27日	<ul style="list-style-type: none"> 中国公安部物证鉴定中心就被美国商务部列入出口管制实体清单事发表声明：对此表示强烈不满和坚决反对，敦促美国商务部立即撤销有关错误决定。

资料来源：Wind，外交部，华泰证券研究所

一方面，随着美国大选临近，中国话题将成为竞选双方的重要筹码，在这种背景下，仍需要对中美矛盾升级风险给予警惕。从近期民调来看，特朗普支持率有所下降，加上疫情影响失业率存在短期冲高压力，也使其更需要维护自身“基本盘”来确保连任。并且，美国经济正在逐渐恢复正常，抗疫在政府工作中的占比下降，特别是“红州”相对较快的重启进度，导致中美摩擦再次回潮。因此，中国话题后续仍将成为竞选双方的重要筹码，下半年中美关系难言彻底缓和。

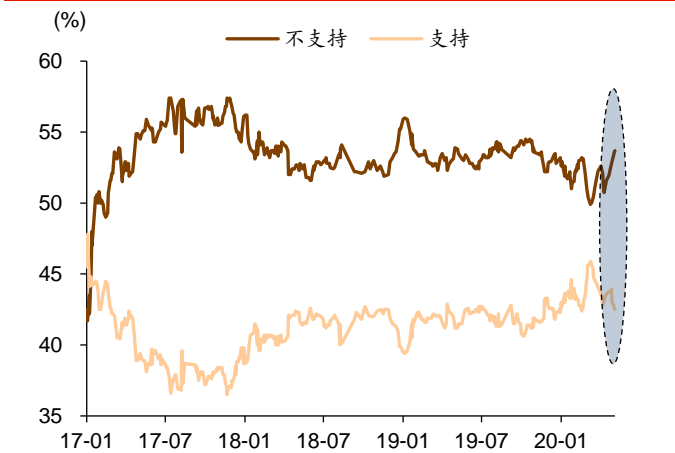
图表11: 美国各州重启情况:“红州”进度靠前,使得市场重心从经济重启转向中美摩擦(截至6月9日)



注: 外框示意 2016 年大选结果 (红=特朗普, 蓝=希拉里), 曲线示意 3 月以来每日新增 COVID-19 确诊数量 (7 天移动平均), 左下与右下数字分别代表各州 2019 年 GDP 与对华贸易额在美国总额中的占比。数据截至 6 月 9 日。

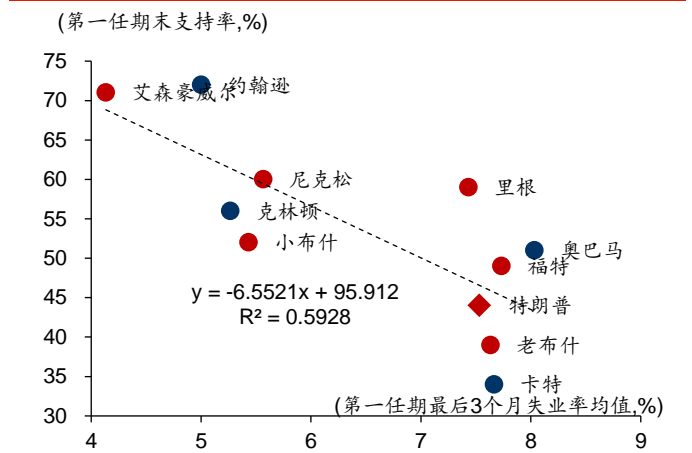
资料来源: 约翰斯·霍普金斯大学, FEC, BEA, US Census, 华泰证券研究所

图表12: 近期民调数据显示, 特朗普支持率有所下滑



资料来源: FiveThirtyEight, 华泰证券研究所

图表13: 以支持率与失业率的关系特朗普支持率或承压(截至6月9日)



注: 点色示意所属党派 (红=共和党, 蓝=民主党)。横轴示意大选年 7-9 月失业率均值 (特朗普为 2-4 月); 纵轴示意大选年 10 月末支持率 (特朗普为 6 月 9 日)。

资料来源: Gallup, Wind, 华泰证券研究所

另一方面, 拜登与特朗普在部分政见上有别, 但对华基本态度相似, 大选后仍需持续警惕。特朗普从选战角度看, 经济牌、抗疫牌均泛善可陈, 中国牌可能是最容易的选择。从拜登今年 3 月发表于《外交事务》杂志上的署名文章《为什么美国必须再次领导世界——拯救特朗普之后的美国外交政策》¹ 不难看出, 其作为奥巴马时期的副总统, 其对外政策等与当初的“亚太再平衡”等较为相似, 也主张与盟友共同制定应对中国的策略。虽然拜登作为传统的建制派政客, 与特朗普在具体做法层面可能有区别, 但战略思路基本一致, 故无论谁当选, 市场都应做好中美摩擦和逆全球化等成为长期主题的准备。

¹ Biden Jr J R. Why American Must Lead Again: Recusing US Foreign Policy after Trump[J]. Foreign Aff., 2020, 99: 64.

图表14： 拜登与特朗普政见异同，中美摩擦与逆全球化等主题可能长期化

	拜登	特朗普
经济政策		
税收	提高最高个人所得税税率从37%到39.6%，提高企业所得税税率从21%到28% 对收入超过100万美元的人按照普通收入税率征收资本利得税，将最高收入阶层的税率提高到39.6% 提高企业所得税到28%，并对净收入超过1亿美元的企业征收15%的最低税率	降低联邦税率，最高边际税率由39.6%下调至37% 降低企业所得税从35%到21%
货币政策	没有公开声明观点	主张低利率 欲撤换美联储主席鲍威尔 欲提名两名新理事加入美联储
监管	维护“多德-弗兰克”法案	没有签署立法 主张放松“多德-弗兰克”法案
基建	1.3万亿美元基建投资计划	没有签署立法
科技与通讯	支持反托拉斯法调查反竞争行为	没有签署立法 针对行业制定政策，由司法部、联邦交易委员会和联邦通信委员会负责调查
对外政策		
外交	支持深入改进美墨加各类条款 支持巴以冲突的两国解决方案 支持北美自由贸易协议	坚持美国优先的原则 重新谈判北美自由贸易协定 退出TPP
贸易	主张和盟国建立共同防线遏制中国贸易发展 执行贸易法，增加新的标准以保护工人及环境	发起针对中国的贸易战 发起针对欧盟的贸易战（处于早期）
其他国内政策		
医疗	保留和扩展奥巴马医改，反对全民医保，建立公共医疗保险方案 医疗保险方案与医疗服务提供者协商价格 支持将药品价格与其他发达国家的较低价格挂钩	2017年未能废除奥巴马医改方案 2021年预算提案中大幅削减医疗保健支出
环境	10年计划1.7万亿美元投资，2050年达到100%清洁能源，0温室气体排放 禁止在近海和联邦土地钻井 部分支持绿色新政，停止对化石燃料的资助 征收碳排放税	开放更多联邦土地钻井 通过制裁，减少伊朗/委内瑞拉的产量
移民	保留DACA 提供合法公民化路径，结束家庭分居	美墨边境墙 限制签证，减少合法移民数量
工人权利	提高最低工资到15美元每小时 支持带薪休假和病假	维持联邦最低工资在7.25美元每小时

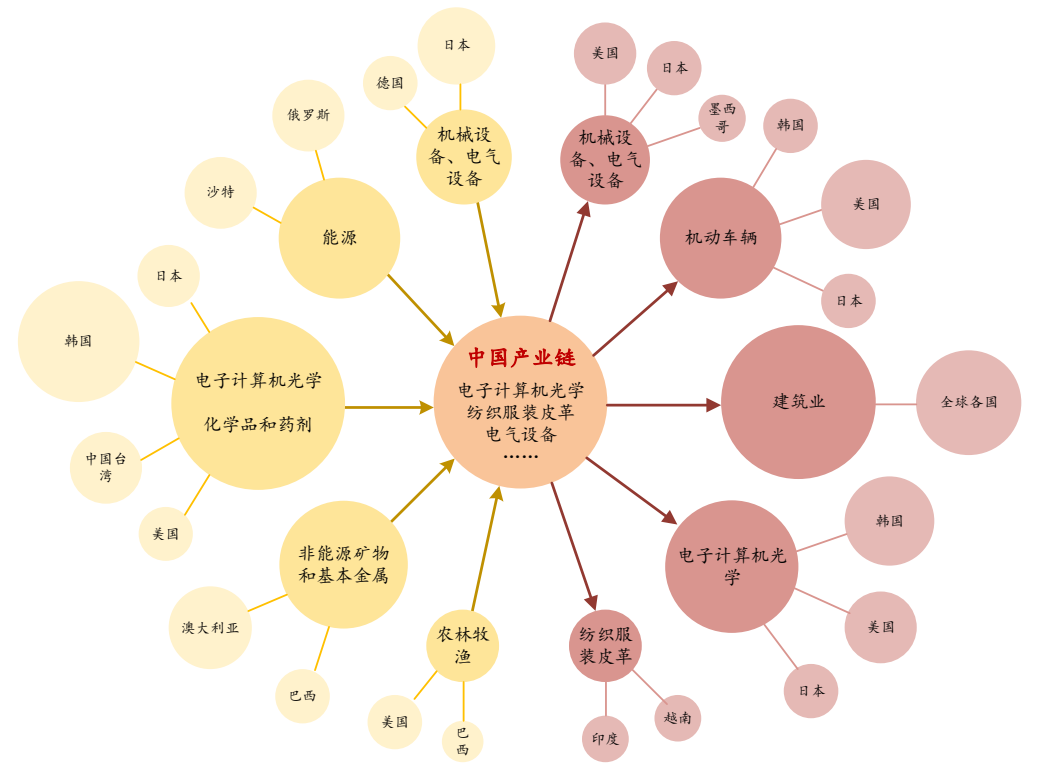
资料来源：白宫官网，拜登竞选网站，华泰证券研究所

中美贸易摩擦升级或将从经济增长预期、风险偏好、市场情绪、资金流动等渠道引发市场产生较大波动。经济增长预期层面，中美摩擦对我国贸易环境和产业发展造成一定的负面预期甚至实质影响；风险偏好层面，中美摩擦下经济不确定性增加，往往导致风险情绪波动；资金流动层面，中美摩擦可能加剧资本外流的压力，从而影响各类资产价格；市场情绪层面，中美摩擦可能导致资本市场的羊群效应，引发市场超调。

产业链：逆全球化倒逼我国强化内部循环

中美摩擦和新冠疫情对全球价值链体系构成一定的挑战，逆全球化加速或对我国产业造成负面影响。一方面，中美贸易摩擦对我国出口导向行业形成实质影响。2018年下半年开始，美国在贸易保护主义指导下，不断升级关税政策，全球其他国家的贸易摩擦也有所升级。从关税平均税率上看，据 USITC，美国的平均关税从2017年的不到2%上升到贸易摩擦高峰期（2019年9月）的14%。尽管中美第一阶段贸易协议仍具效力，但当前的中美关系给中美贸易和我国的出口导向行业带来很大的不确定性。

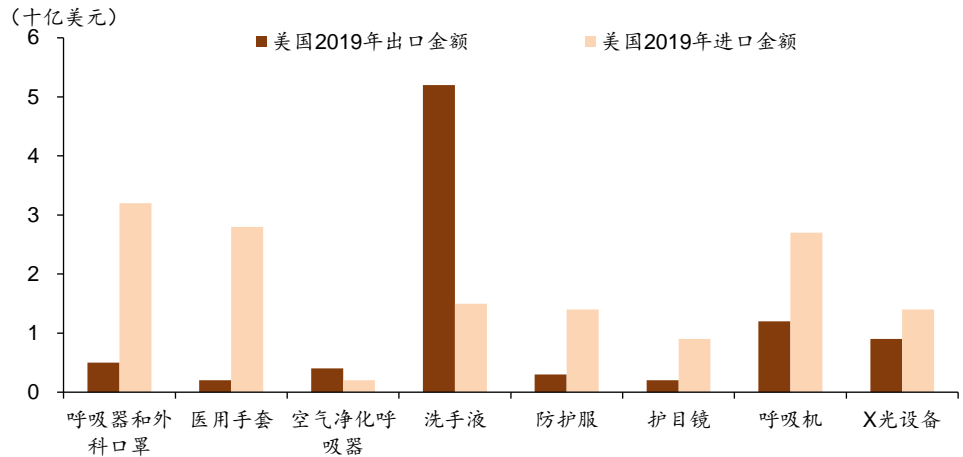
图表15： 我国与全球价值链的前后端联系



注：箭头前端是下游（中间品投入），箭头尾端是上游（中间品输出）。

资料来源：OECD ICIO，华泰证券研究所

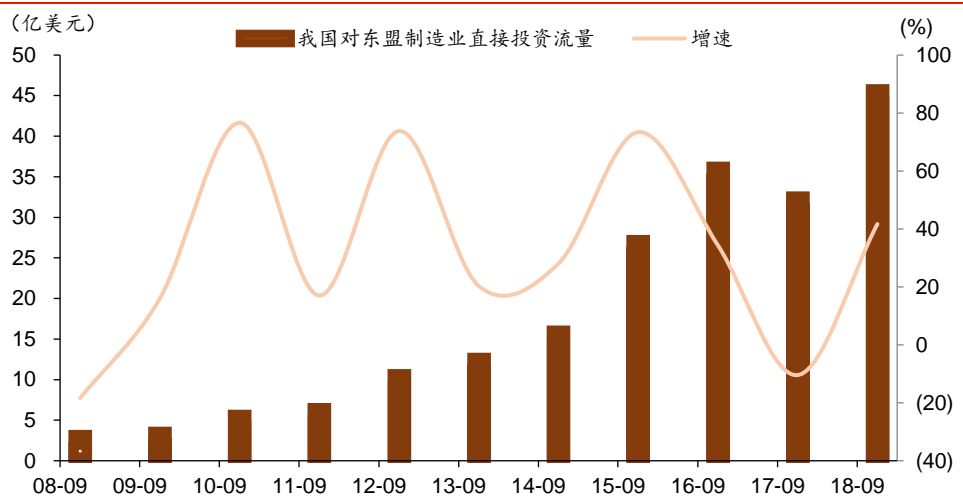
另一方面，疫情暴露了些许全球化大生产的弊端。第一，产业链中心国家停止生产，整个供应链遭遇打击。第二，发达经济体在疫情期间面临国民健康风险。第三，全球价值链错综复杂，各国之间的相互制约增多，形成了疫情冲击的放大机制。第四，跨国贸易需要人口和货物的自由流动，与疫情防控形成两难的局面。全球价值链在疫情下表现出较大的脆弱性，大概率带来各国在全球产业政策方面的改革，逆全球化和全球产业链重构的速度将有所加快。

图表16： 美国对新冠疫情所需医疗用品的进口依赖程度较高

资料来源：PIIE，华泰证券研究所

逆全球化加速对中国过去四十年的发展模式形成挑战，倒逼我国加速内部循环的建设。中国加入全球经济分工是过去四十年改变全球经济的最核心因素。随着逆全球化的到来，中国需要加速内部循环建设，包括积极扩大内需、促进产业链升级、促进城市集群和产业链的有序内部转移等等。

中国在全球产业链中的独特地位不会本质改变。我们认为，尽管制造业回流发达经济体以及全球产业链的分散化或将加速，但中国在全球产业链中的独特地位决定了其世界工厂地位短期不会受到本质性冲击。其一，中国仍具有成本优势、完善的基础设施、全球最完整的产业链，比较优势改变有限，未来产业链分散的进程将较为漫长，更多是产业梯次转移。其二，中国已经成为了全球第二大最终消费需求市场和新兴经济体中的最大消费市场，其庞大和广阔的最终需求足以支撑起如此大规模的生产。从中长期看，中国以产业转型升级对接逆全球化和全球价值链重构。一方面，我国将在消费升级的基础上加大传统行业转型与新兴行业创新；另一方面，我国会加大“走出去”的步伐，加强对外投资，尤其可能会增加对“一带一路”国家的投资。

图表17： 我国对东盟制造业直接投资不断上升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策取向：财政发力，货币微调，地产灵活

关键之年突发疫情之变，全球经济活动遭遇强干扰的同时，国内宏观政策也因势而变，积极调整思路与布局。随着疫情周期与经济周期的向好发展，政策周期也进入到了新阶段。5月下旬两会召开，政府工作报告明确了下半年政策发力方向：**宽财政成为新主角，宽信用继续发力，宽货币力度微调，同时房地产政策在“房住不炒”基调下保持灵活性。**

出于全球疫情与经济形势的不确定性，今年两会未设 GDP 目标，将“六保”作为下半年工作重心，将稳企业、保就业作为宏观政策着力点，留得青山在不愁没柴烧。财政与货币政策有力度，赤字率安排 3.6% 以上、货币政策创新直达实体，可以看出政府“以保促稳”的决心；但也有定力，特别国债仅安排 1 万亿，坚守财政纪律，并未学习欧美国家 MMT 模式的汹涌扩张；同时还留有余地，出台的政策根据形势变化还可完善。

我们认为，在以“保”为首的政策基调下、叠加近期经济恢复形势较好，未来一段时间宏观调控的节奏与力度可能会边际弱化，进入政策效果观察期、保留政策空间。而若下半年外需冲击超预期、债务风险演化、失业率挑战 6.0% 底线，财政与货币政策也可能再次加大对冲托底的力度，地产调控可能局部微调，守住全年就业与脱贫攻坚等必须打赢的任务。

财政政策：从供给端纾困走向需求端发力

第一阶段，疫情突发，财政紧急出台纾困政策。2020 年初，新冠肺炎在国内快速扩散，物理上的封锁隔离措施导致需求冻结、生产停滞，尤其是餐饮、旅游、院线等行业几乎冻结。企业复工过程又面临着返岗人员不足、交通物流不畅、产业链不配套、行政审批不达标等重重阻碍，工资与租金等刚性支出加剧了企业现金流消耗。

2 月 21 日，政治局会议要求加大对重点行业和中小企业的帮扶力度，要帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业。2 月 23 日，总书记强调继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费政策，帮助中小微企业渡过难关。

这一阶段，消费等需求活动受到疫情防控措施的客观约束，缓解企业现金流压力是当务之急。财政出台了一系列减税降费措施，重点针对疫情影响行业与中小微企业，具体包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费等。

第二阶段，疫情全球大流行，财政扩大内需诉求升温。3 月下旬以来，国内疫情基本收尾，但海外疫情扩散蔓延超预期。疫情引发的全球资本市场动荡与经济活动停滞，又再次波及国内。企业复工之后，又面临海外订单消失、全球产业链上下游不配套等新问题，复工却难以正常开工生产。外需的冲击已步步逼近，然而线下消费需求还迟迟难以启动，境外病例输入也令防疫工作进入持久战。此时，仅从供给端减缓企业生存压力，并不能触及问题实质，财政逆周期扩大内需的诉求骤增。

3 月 27 日，政治局会议要求加大宏观政策调节力度，提出适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。4 月 17 日的政治局会议进一步提出实施扩大内需战略，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，要求财政发挥稳定经济的关键作用。

这一阶段，财政重心已经开始向扩大内需倾斜。表现在多地政府积极发放消费券，促进消费潜力释放；第三次提前下达专项债额度，据财政部，5 月份净发行近万亿。但由于居民恐疫心理存在，线下活动尚不活跃、建筑业员工返岗不足，扩大内需效果仍然受限。此外，赤字空间尚未明确、特别国债规模与用途反复论证，财政工作重心也在等待两会明确。

图18： 今年中央对财政政策表述

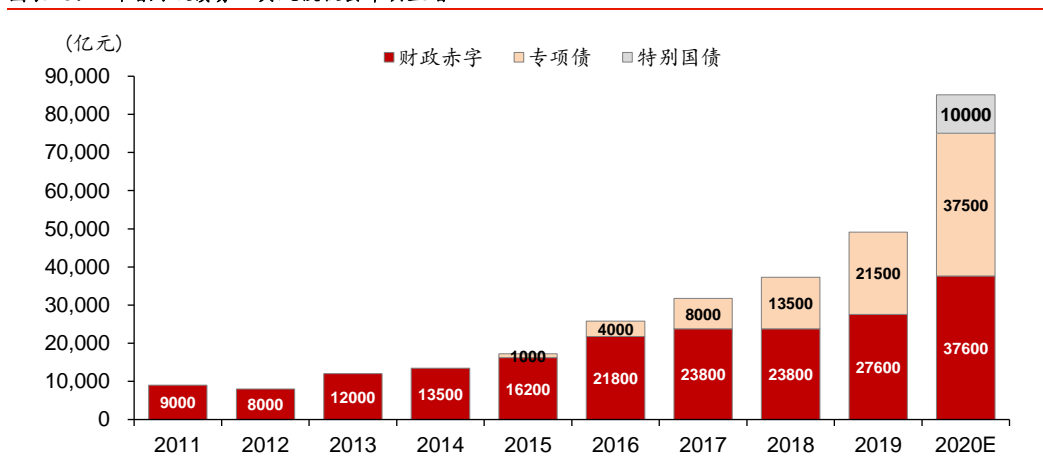
日期	会议	具体内容
2月21日	中央政治局会议	积极的财政政策要 更加积极有为 ，发挥好 政策性金融 作用。要加大对 重点行业和中小企业帮扶力度 ，救助政策要精准落地，政策要跑在受困企业前面。要帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业。
2月23日	统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	积极的财政政策要更加积极有为，继续研究出台 阶段性、有针对性的减税降费政策 ，帮助中小微企业渡过难关。
3月27日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为， 适当提高财政赤字率 ，发行 特别国债 ， 增加地方政府专项债券规模 ，落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设。
4月17日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为， 提高赤字率 ，发行 抗疫特别国债 ， 增加地方政府专项债券 ，提高资金使用效率， 真正发挥稳定经济的关键作用 。

资料来源：新华社，华泰证券研究所

第三阶段，两会明确财政空间与工作重点，宽财政进入落地期。5月下旬，两会政府工作报告、《2020年中央和地方预算草案》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等，有助于政策加快推进落实，财政开始“唱主角”。

其一，明确了财政债务工具（赤字+专项债+特别国债）8.51万亿，比去年提高3.6万亿。具体而言，赤字率拟按3.6%以上安排，赤字规模比去年增加1万亿元（去年为2.76万亿元）、抗疫特别国债安排1万亿元、新增地方专项债券额度3.75万亿元。报告提及，出台的政策根据形势变化还可完善，即如果经济风险演化超预期，财政空间仍可能灵活扩大。

图19： 新增财政债务工具规模较去年明显增加



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其二，明确了重点工作，减税与投资是财政支持实体经济的主要手段，增量规模向投资倾斜。根据《预算草案》，今年财政政策重点包括：一是加大减税降费力度、二是多渠道筹集资金、三是调整优化支出结构、四是缓解地方财政困难、五是扩大政府投资规模。

减税降费意在保市场主体，留得青山、赢得未来。措施包括三方面，一是继续执行去年下调增值税率与企业养老费率政策，财政部预计减税降费翘尾约5000亿元；二是针对受疫情重创行业（公共交通、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育、民航、港口等）税费减免延长至今年底；三是小微企业与个体工商户所得税延至明年缴纳。报告预计为企业减负逾2.5万亿，较去年实际减税费2.36万亿略有扩大。

扩大内需以基建投资为抓手，“两新一重”是重点。国内疫情控制之后，有效需求不足是企业复产面临的主要难题，基于交易行为的减税措施虽然能够减缓企业压力、但难以触及痛点，而财政通过消费或投资直接形成需求，更有助于修复企业与居民部门资产负债表。政府工作报告未提及扩大公共消费，而是强调了财政一般性支出要坚决压减、各级政府必须真正过紧日子。基建反而成为促消费的一个着力点，报告提及重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。因此财政扩内需仍是以基建投资为主要抓手。

支出规模上，根据《预算草案》今年一般公共预算支出 24.8 万亿，同比增长 3.8%；政府性基金预算支出 12.6 万亿（含专项债与特别国债支出），同比增长 38%。其中公共财政主要用于社会运维开支、政府性基金主要用于基建投资，预算安排也预示了基建投资高增长。

基建投向上，两会提出“两新一重”概念，即新型基建（5G 信息网络、充电桩等）、新型城镇化（县城公共设施、老旧小区改造）、交通水利等重大工程。而特别国债主要支持公共卫生设施、应急物资储备体系建设、市政设施、城镇环境基础设施、城镇老旧小区改造、交通基础设施等六大领域投资。

货币政策：宽信用不改，宽货币微调

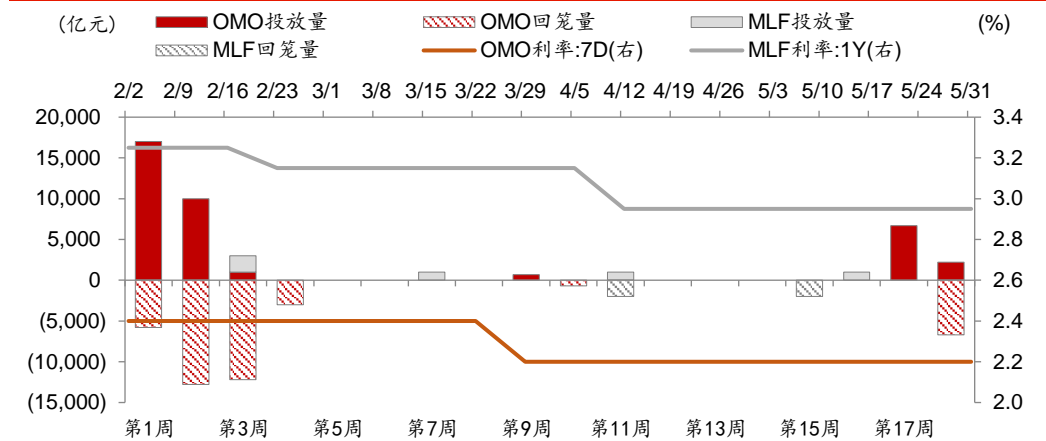
与财政政策相似的是，疫情以来，货币政策也经历了不同阶段的演变，但由于央行需要兼顾目标更多、决策周期更短，相机抉择的特征更为突出。

第一阶段，结构性货币政策唱主角，以实体纾困为主，兼顾金融体系稳定。2 月上旬，货币政策的主要着力点在稳定市场预期，支持疫情防控工作。一方面降低公开市场操作利率，大规模投放流动性，另一方面通过 3000 亿专项再贷款，对直接参与抗击疫情的企业定向投放。2 月下旬，货币政策开始转向支持实体经济发展，灵活性明显提高。2 月 25 日召开的国务院常务会议，确定了按市场化、法治化原则加大对中小微企业复工复产的金融支持措施，增加普惠性再贷款再贴现额度 5000 亿元，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，范围较之前明显扩大。两次再贷款释放的资金总量基本等同于一次降准，但是通过再贷款形式进行，突出了“结构性调控”的思路。3 月 16 日，央行实施普惠金融定向降准，并对股份行额外定向降准，同样是结构性政策的体现。

第二阶段，国内进入复工复产阶段，中美货币政策节奏分化，央行保持定力。3 月 16 日凌晨，美联储宣布将美国基准利率再度下调 100 个基点，同时重新启动量化宽松措施。虽然市场对美联储此次降息有充分预期，但降息力度还是略超预期。随后央行在当日进行了 1000 亿 MLF 投放，但让市场颇感意外的是 MLF 利率保持不变。此外自 2 月中到 3 月底连续 29 个交易日未进行公开市场操作，展现出了“以我为主”的定力。我们认为，央行与美联储要解决的问题不同，经济所处的阶段不同，寅吃卯粮还是留有子弹的政策思路不同，政策配合空间不同。但央行货币政策节奏拿捏与放松方向不矛盾，货币政策宽松周期还远未走完。前期的主要矛盾是供给端的复工复产，货币政策需要定向扶持。而后续外需坍塌+内需疲软，适度刺激总需求势在必行。

第三阶段，海外疫情发展超预期，货币政策宽松力度加大。3 月 27 日政治局会议定调加大宏观政策调节和实施力度，要求货币政策引导贷款市场利率下行。随即，3 月 30 日，央行重启公开市场投放，下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.2%。4 月 1 日，中小银行再贷款再贴现额度增加 1 万亿元。4 月 3 日，央行宣布对农信社、农商行及部分城商行等定向降准 1 个百分点，同时将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，这是 2008 年以来的首次操作。当企业复产基本完成，外需冲击即将到来之时，多种货币政策工具发力，已经标志着政策对冲力度加大。政策效果来看，4 月 1 年期 LPR 下行 20BP、10 年期国债收益率下行至 2.5% 附近，信贷与债券融资成本均显著降低，据人民银行，3-4 月合计信贷同比多增逾 1.8 万亿、企业存款同比多增逾 2.6 万亿，融资难问题初步缓解、实体流动性明显改善。

图表20： 货币政策操作



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四阶段，宽信用继续——创新工具直达实体，宽货币微调——流动性外溢影响显现。两会政府工作报告提出，创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。报告要求中小微企业延迟还本付息政策延长至明年3月底、鼓励银行增加中小微信用贷款。同时，报告还提及要加强监管，防止资金“空转”套利。这几项要求解释了近期货币政策的新动态，即宽信用继续加力、宽货币有所收敛。

首先，宽信用组合拳落地，或继续推动信贷社融增速上行。6月1日，央行等多部委发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》、《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》、《进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》。前两份涉及创新型政策工具、后一份从长短结合、综合实施角度给出针对中小微企业的政策指引。

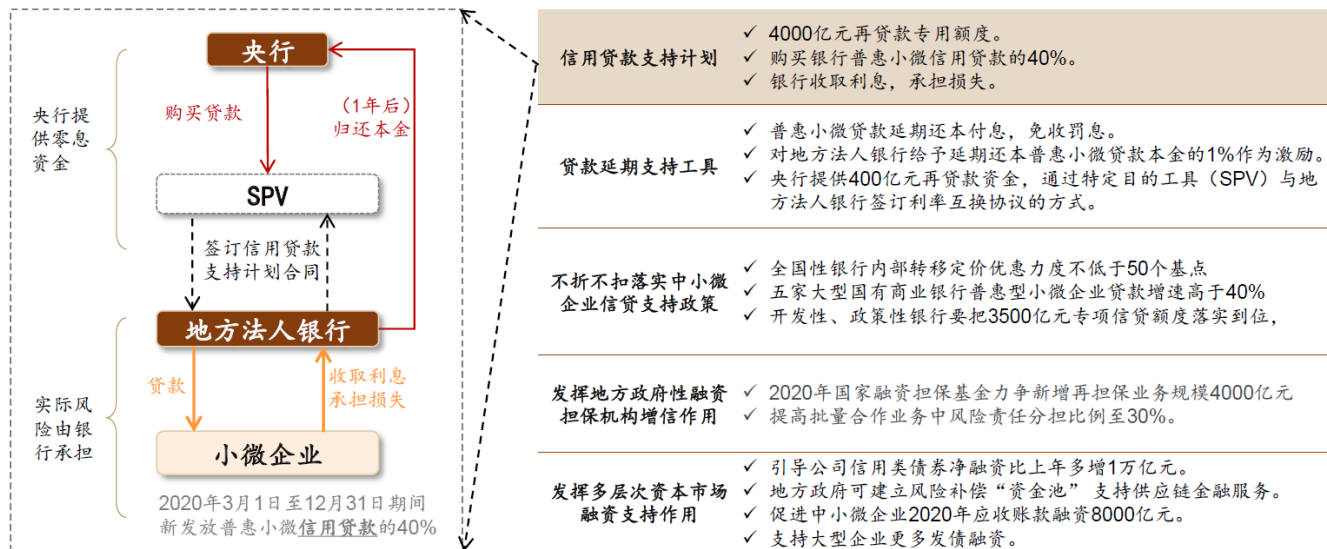
(1) 普惠小微企业贷款延期支持工具，与中小微企业信贷延期政策相衔接。央行预计延期政策可覆盖普惠小微企业贷款本金约7万亿元，其中央行新增400亿元再贷款资金，为地方法人银行延期贷款提供激励，人民银行预计支持延期本金约3.7万亿元。

(2) 普惠小微企业信用贷款支持计划，促进加大对中小微企业信用贷款投放。央行新增4000亿再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行2020年3月1日至12月31日期间新发放普惠小微信用贷款的40%，人民银行预计可带动发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元。

(3) 中小微企业复工复产信贷支持政策：五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%；开发性、政策性银行要在2020年6月底前将3500亿元专项信贷额度落实到位；中小银行要运用好再贷款再贴现资金（1.8万亿元），促进中小微企业信贷投放。

(4) 多层资本市场融资支持政策：引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元（据人民银行，2019年约为3.2万亿元），促进中小微企业2020年应收账款融资8000亿元。

图表21：直达实体的创新货币政策工具



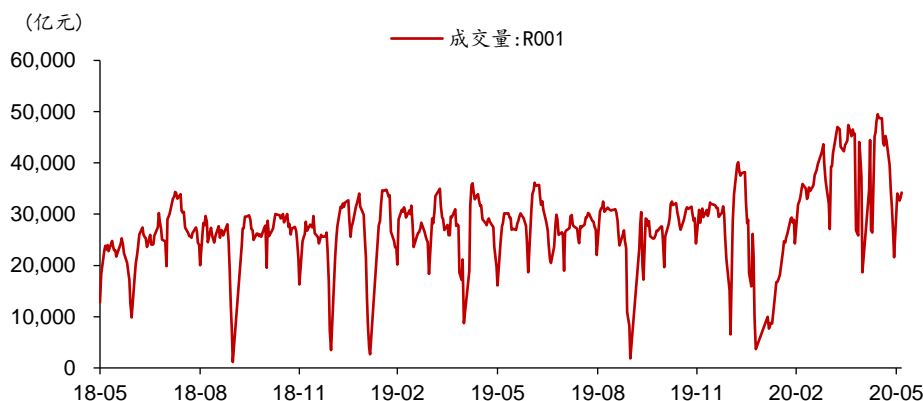
资料来源：人民银行，华泰证券研究所

其次，流动性外溢带来负面影响，宽货币边际收敛。疫情爆发以来，货币政策营造了充裕的流动性环境。随着疫情与经济好转，M2 与社融大幅走高，继续投放基础货币的边际效果在弱化，流动性外溢反而带来了资金空转套利、部分房价地价升温、汇率贬值等问题。5 月份 MLF 续作“量缩价平”、降准预期未能兑现，反映出央行对流动性态度偏谨慎。

套利问题可能是近期央行态度变化的核心因素。央行副行长潘功胜 6 月 2 日表示，金融机构要防范道德风险和金融风险，比如资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金套利。

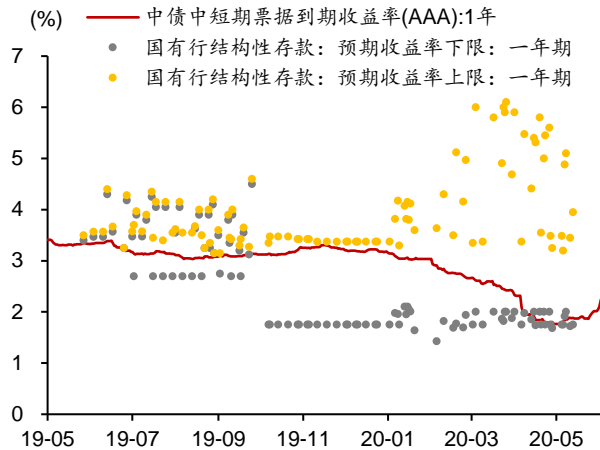
一方面是金融体系资金空转。由于资金利率走低，近期债券市场隔夜回购成交量大幅增长，可能被监管理解为金融体系空转。5 月 28 日李克强总理表示“如果水泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。”5 月 29 日央行金融市场司副司长马贱阳以 2016 年债市为例，提醒市场机构注意杠杆率上升伴生的波动率加大风险。

图表22：隔夜回购成交量大幅增长

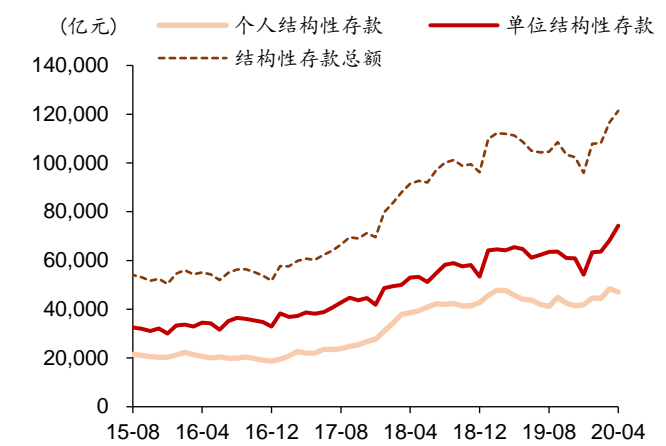


资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面是企业融资套利行为。由于贴息贷款、甚至信用债发行利率低于结构性存款的预期收益率，并且“不缺钱”的优质企业融资成本更低，因此企业融资后购买结构性存款行为开始普遍。数据上也得到印证，今年 1-4 月银行结构性存款累计增长 2.5 万亿元，接近 2018 年全年增幅、远超过 2019 年，并且增量主要来自于对公部分。6 月 4 日北京市银监局也表示排查发现企业一边获得低利率贷款、一边进行套利行为，对违规行为将会严查、重罚，确保资金切实服务于实体经济。

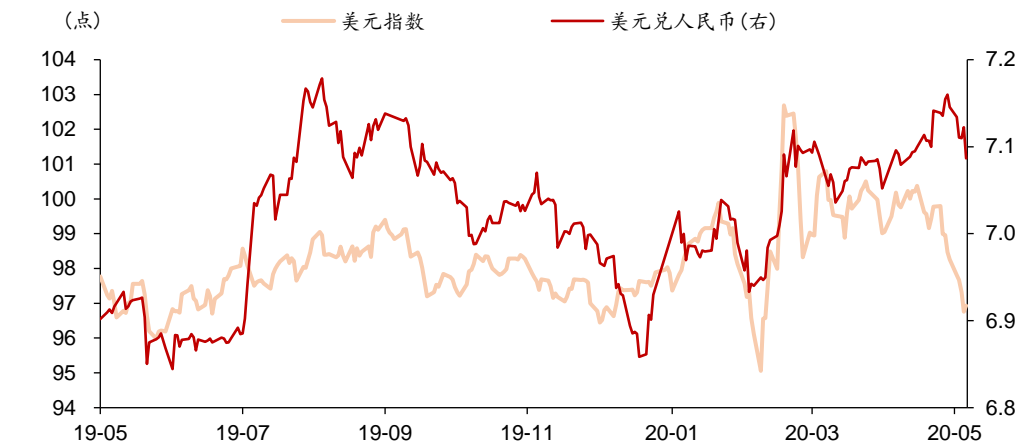
图表23：发债融资利率低于结构性存款收益率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24：企业结构性存款规模大幅增长

资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，近期地价房价升温、人民币贬值压力也是货币政策的敏感变量。前者与“房住不炒”的基调相悖，后者在中美等外部复杂多变的形势之下，仍有必要保持汇率在合理水平基本稳定，5月底美元兑人民币汇率临近7.2，央行或有意提高内外利差。

图表25：5月底美元兑人民币汇率临近7.2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

中期来看货币政策还难以完全转向。其一，财政“唱主角”仍需要货币政策“搭台”配合。两会明确赤字、专项债与特别国债额度后，6-9月份仍会迎来利率债供给高峰，货币政策有望通过降准等方式对冲流动性压力、避免政府部门融资成本过高。其二，《政府工作报告》要求货币政策“推动利率持续下行”，资金面收紧可能难以落实政策要求。其三，出口冲击、中美矛盾、疫情反复、债务风险等隐患均是货币政策“再宽松”的触发剂。经济在渐进修复的过程中仍需要较为宽松的货币环境保驾护航。

地产政策：坚持房住不炒，留下灵活空间

中央对于房地产政策有四种表述可能：说硬话，目前在经济下行压力仍大之际不合适；说轻话，目前地产投资和房价都表现出韧性，也需要提防货币政策放水流入地产的风险；不提及；说原话。两会政府报告明确房地产政策总基调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。与此前4月17日的政治局会议表述对比，增加了“因城施策”的表述，坚定原则的同时保持局部的灵活性。

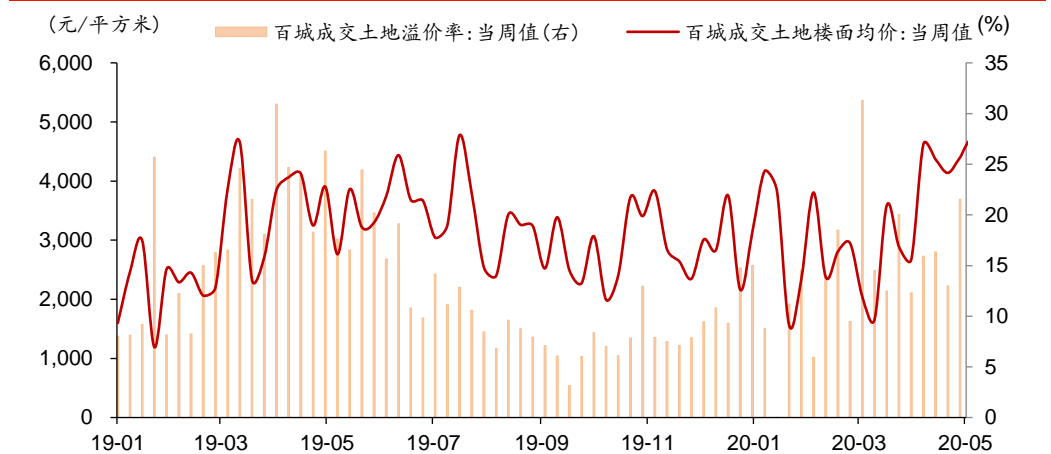
“房住不炒”意味着房地产并非刺激经济手段，稳定市场预期，引导资金支持实体经济。房地产销售与投资历来是我国经济周期的重要驱动力，因此房地产调控也往往被视为逆周期调控经济的政策手段。由于今年疫情令经济下行压力骤然加大，房地产政策放松的预期有所发酵。同时，为对冲疫情影响要求货币政策加大宽松力度，而流动性易于向房地产领域外溢。近期部分热点城市楼价再次抬头，这与“资金用于支持实体经济”要求相悖。4月17日政治局会议以来，中央层面多次重申房住不炒，意在降温刺激房地产的预期。

回归“因城施策”调控框架，政策留有灵活空间。虽然近期房地产市场出现了走热的苗头，但集中在个别一、二线城市，地域结构性特征突出。但就全国而言，无论是房地产销售端还是投资端都处在承压阶段，如果全国房地产政策“一碗水端平”，局部省市房价、销售与投资回落的压力仍大，加大地产财政困难、甚至滋生房企与居民债务风险。不用房地产刺激经济，也不应当让房地产成为内需短板和债务风险之源。两会重新明确“因城施策”的调控框架，或给楼市压力较大的地区留有余地。

央行引导贷款利率下行的过程中，房贷利率也难免走低，但房地产信贷政策仍保持审慎态度。疫情发生后，中央多次要求货币政策引导贷款利率下行。在央行降准降息配合下，1/5年期 LPR 分别较疫情前下行了 30BP、15BP。由于房贷利率与中长期 LPR 挂钩，在此过程难免跟随走低，也推动了疫情期间压抑的购房需求释放。但与企业贷款相较而言，住房贷款利率下行幅度仍相对平稳，央行对于房地产信贷政策仍保持审慎态度，并在一季度货币政策报告中予以明确，即坚持房住不炒和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

近期地价升温，更是降温了地产调控放松的可能性。4月份以来，土地成交溢价率与楼面均价增速均有较大幅度抬头，发债等融资成本下降、地方增加优质地块供应都对地价升温起到了助推作用。回顾去年上半年，央行降准后地价升温、房地产投资也超出市场预期走高，成为拉动经济的主力，与高质量发展要求相悖。于是去年4月政治局会议重提房住不炒、5月银保监会“23号文”揭开一轮房地产融资收紧的序幕。我们认为近期房地产领域蠢蠢欲动给货币政策带来了负面压力，也更是降温了房地产调控全面松动的可能性。

图表26： 近期土地价格升温



资料来源：Wind，华泰证券研究所

值得注意的是，今年两会未提及房地产税立法、棚户区改造。我们认为，房地产税对于扩大地方财政税源意义深远，但推出时的市场冲击仍存不确定性，为避免对经济造成二次伤害，更有可能放在经济平稳运行时期推出，且会提前做好预期引导。今年未提及棚户区改造任务，按此前3年棚改计划，今年需要新开工558万套，但棚改对财力占用大、货币化棚改还对房地产市场起到助推作用。因此近两年“旧改”替代棚改，成为安居工程的重点。

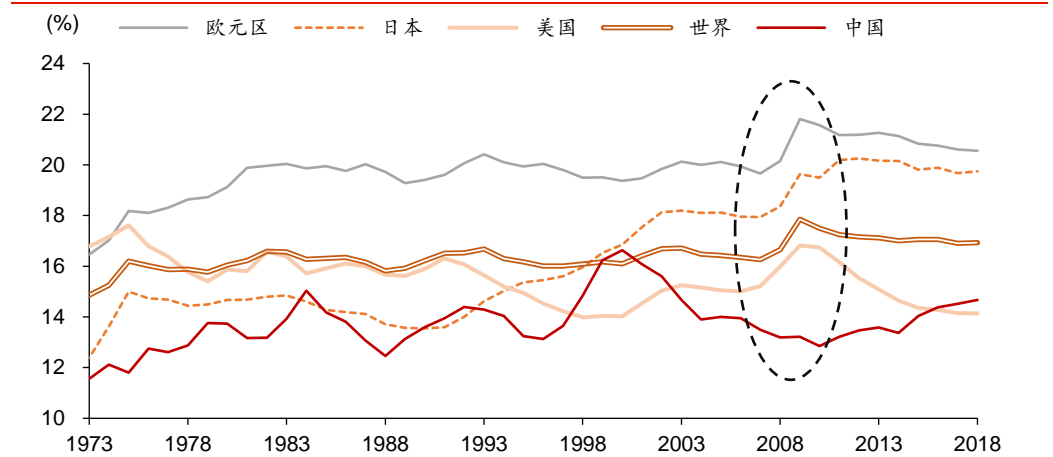
消费刺激政策：更多在地方政策层面呈现

据国家统计局，我国最终消费对 GDP 增长贡献率在 2019 年达到 57.8%，扩大消费是稳定内需的关键一环。政治局会议提出要扩大居民消费，合理、适当增加公共消费。两会提出，要使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进，通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。

我们认为消费面临的主要矛盾是：缺少消费场景，居民部门收入预期冲击，消费模式改变。相应的，我们认为本轮促消费政策可归结为三个角度：（1）直接增加公共消费，抵补居民消费的不足；（2）加速复商复市，扩大消费型基建投资，为居民营造消费环境和场景；（3）通过消费券等引导消费需求释放，通过直接补贴或减少税费等传统方式刺激居民消费。

角度一，公共消费兼顾经济与社会功能，更多落实在对于社会民生领域的支出上。公共消费是指由政府承担费用，对社会公众提供的消费性货物与服务的价值，包括国家行政管理、国防、科学、文化教育、卫生保健、环境保护等方面的支出。本质上是居民对于公共服务与货物的消费，由政府通过财政转移支付来承担。据统计局，2018 年我国公共消费达 15.2 万亿元，在名义 GDP 中占比约 16.6%，不容小觑。我们认为公共消费的优势在于能够直接形成最终需求，有助于经济平衡，弥补投资难以直接触及领域，对私人消费有促进作用，还能够兼顾经济与社会功能，落实财政“三保”职能。市场分歧在于公共消费落实在社会性消费还是政府自身消费。根据两会提法，今年财政要坚决压减一般性支出，各级政府必须真正过紧日子，中央本级支出安排负增长，其中非急需非刚性支出压减 50% 以上。这意味着，提高政府自身消费的可能性较小，公共消费更多落实在对于社会民生领域的支出上。

图表 27： 08-09 年金融危机期间，全球多数国家提高政府消费（图中指标为政府消费占 GDP 比重）

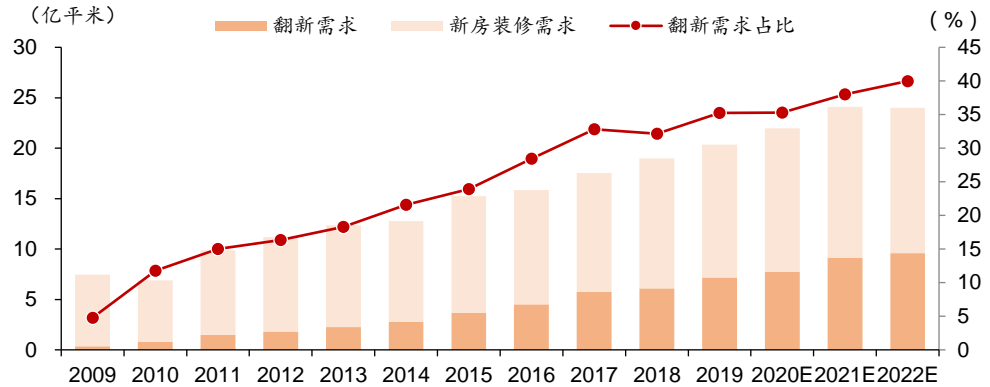


注：为横向可比，中国数据采用世界银行口径，数值略低于中国国家统计局口径

资料来源：世界银行，华泰证券研究所

角度二，消费型基建为居民营造消费环境，以投资促消费。我们认为老旧小区改造、停车场、充电桩、5G 等新旧基建在起到投资扩内需作用以外，也有助于营造消费环境，进而带动居民消费。其一，老旧小区改造是今年重点民生工程，今年计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，比去年增加一倍，涉及居民近 700 万户，重点改造完善小区配套和市政基础设施，这有望带动建筑装潢消费与家电增量。其二，停车场不足制约着国内汽车保有量的提升空间，充电桩不配套限制了新能源汽车的发展。疫情以来政府多次点名停车场、充电桩建设，有助于完善用车环境，化解汽车消费堵点。其三，供给创造需求是科技行业发展的主旋律，5G 建设带来的网络设施升级是发展信息消费的前提，既能够催生通信类消费空间，还将催生超高清视频、智能驾驶、VR、AR 等新的应用与消费场景。

图28: 存量房翻新需求在翻新+新房装修需求中占比持续提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

角度三，消费券提高居民消费能力和意愿，促进消费潜力回补。据人民银行，今年一季度居民存款增长超过6万亿，说明潜在消费能力仍存，如何提升消费倾向是关键。疫情以来，多地政府已通过发放消费券的方式促进消费回补。我们认为消费券能够激活消费意愿、增加消费频率，起到“抛砖引玉”、“四两拨千斤”的作用。并且消费券一般规定了使用范围，相比于现金发放具有更强的针对性、定向刺激效果更好，对餐饮、旅游等可选服务，家电、家具等可选品消费的拉动效果相对显著。我们认为本轮消费刺激政策更依赖于地方通过消费券的形式，发挥出财政资金对于消费的撬动作用。

图29: 消费券放大了财政资金杠杆，对拉动消费增长发挥较明显的作用

省份/地区	零售	餐饮	家电	文娱	旅游	体育	住宿	汽车	困难群体
广东	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
江苏	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓
山东	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
浙江	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
河南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
四川	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
湖北	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
河北	✓	✓		✓	✓	✓	✓		
湖南	✓	✓		✓	✓				
上海	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
福建	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
安徽	✓	✓	✓		✓	✓		✓	
北京	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
辽宁	✓	✓	✓				✓	✓	✓
陕西	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
江西	✓	✓		✓	✓				
天津	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
重庆	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
广西	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
内蒙古	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
山西	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
云南		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
贵州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
吉林	✓	✓							✓
新疆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
甘肃	✓	✓						✓	
海南	✓	✓			✓				
青海	✓			✓					
黑龙江	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	
宁夏		✓		✓		✓			✓
西藏	✓	✓							

不包括中国台湾，中国香港和中国澳门地区

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

经济周期：常态回归之路

回顾 2007-2011 年，在国际金融危机的输入性影响下，国内经济曾一度遭遇较大下行压力。但随着“四万亿”出台对冲，综合地产、基建、消费多方面政策刺激，经济增速波动逐渐收敛。2012-2019 年，经济增长中枢平缓下行、季度波幅回落，除 2016-2017 年，在供给侧改革“去产能”带动下经济增速出现短期小幅回升以外，在大部分区间内，增速中枢呈平缓下行态势。今年的疫情属于无法事先预期的黑天鹅情形，短期来看，明显冲击和打乱了国内经济活动正常节奏，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期趋势。

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来的均值水平方向收敛，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各种可能扰动市场预期、或短期冲击经济的因素。我们仍需关注，在境外疫情仍未完全控制、国内经济活动尚未完全恢复正常的背景下，未来经济增长和政策决策可能面临哪些不确定性。

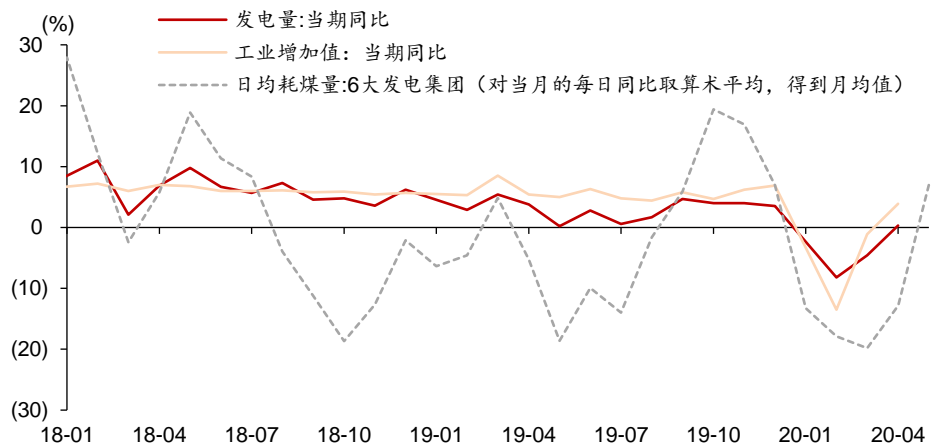
确定性因素：工业生产、线下消费、餐饮等延续复苏

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

工业生产取决于供需两端的动态平衡，今年 1-3 月份，影响生产数据的主要是疫情防控措施对人员、物流、开工时间等方面的限制；3 月份，此前受疫情影响停工的企业陆续复工复产，生产端复苏速度快于需求。4-5 月份，消费、基建等方面需求逐渐回暖，内需的恢复速度逐渐赶上生产。随着国内原发疫情逐渐平息，影响生产数据的主要因素转向需求侧复苏力度，如基建、地产、社会零售消费、出口等方面。

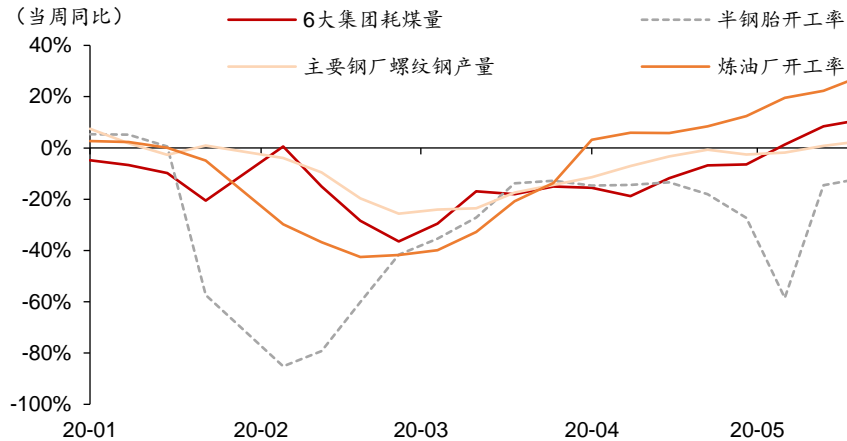
从中高频数据来看，4-5 月份，工业生产呈加速修复态势，多项指标同比转正。随着 5 月下旬全国两会胜利召开、北京疫情响应机制从 5 月初开始下调，全年经济工作得到定调，5 月份有望成为工业生产和社会消费进一步恢复正常的重要时间节点。重大项目施工强度的提升可能带动工业原料、机械设备等需求扩张。政府工作报告未设定全年经济增长数字目标，但全面建成小康社会、完成脱贫攻坚和稳就业等目标，仍需一定的经济增长“基本盘”，我们预计 5-6 月工业增加值同比有望基本恢复到去年同期水平。对于季度节奏判断，综合考虑基建等施工的季节性，我们认为三季度或是年内工业增加值的高点；工业增加值年内高点有望达到+6%~+7%之间。

图表30： 工业生产呈加速修复态势，预计 5-6 月工业增加值同比有望基本恢复到去年同期水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31：中高频数据显示，4-5 月份工业生产呈加速修复态势，多项指标同比转正



资料来源：Wind，华泰证券研究所

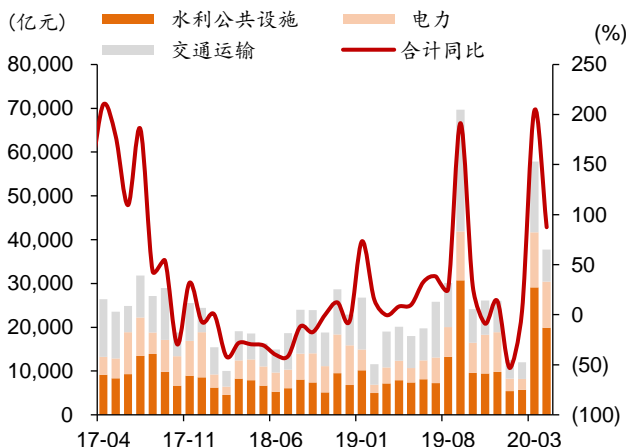
基建投资提速或是需求侧确定性变量之一

基建投资历来是逆周期对冲经济下行的主要抓手。今年更是将“扩大政府投资规模”作为**五大重点工作之一**，写进了**财政预算草案**。从政府诉求而言，今年基建投资是明确受益的。而这种诉求能否转化为现实，我们认为一是看项目是否充足、二是看资金来源是否充裕。从上半年的情况看，这两个基建投资上行的必要条件，都出现了“肉眼可见”的增长。

项目层面，据发改委投资项目审批平台，去年9月、今年3-4月出现了两个基建行业投资项目申报的高峰。首先，去年8月底当年的专项债额度已经基本发行完毕，根据我们微观调研了解，9月份密集上报的基建项目是为今年年初开工做准备。其次，今年疫情发生后，经济下行压力无疑超出此前预期，在中央引导推动之下，各部委与地方政府再一次深挖、筹备投资项目。5月19日交通运输部李小平表示，“为对冲疫情影响，交通运输部在现有项目库的基础上，新增储备了一批项目入库，预计新增投资8000多亿元，如果需要可以适时开工建设”。从这两批申报项目规模来看，今年基建投资可能不愁没项目。

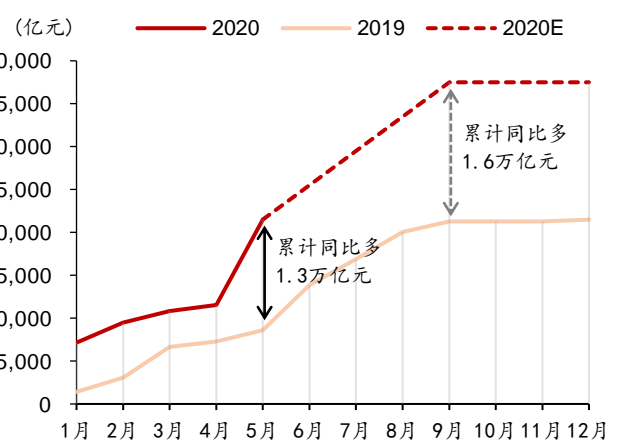
资金层面，专项债与特别国债协同发力基建，资金来源大大扩充。其一，今年专项债与特别国债合计安排4.75万亿元，主要用于基建投资，这一规模较去年2.15万亿的专项债不止是翻番。其二，今年银行信贷额度充裕，基建项目配套贷款无忧。据人民银行，今年一季度基建行业中长期贷款新增9700亿元，同比增长15.5%。一季度货币政策执行报告中的下一步工作也明确，促进金融要素流向基础设施补短板等领域。其三，受益于流动性宽松，城投债也发行放量，据Wind统计，今年前5个月净融资近1万亿，同比增长84%。整体而言，在财政政策加码与货币政策配合之下，今年基建投资也可能不愁没资金。

图表32：去年9月、今年3-4月出现基建行业投资项目申报高峰



资料来源：发改委投资项目审批平台，华泰证券研究所

图表33：新增专项债当年累计发行额



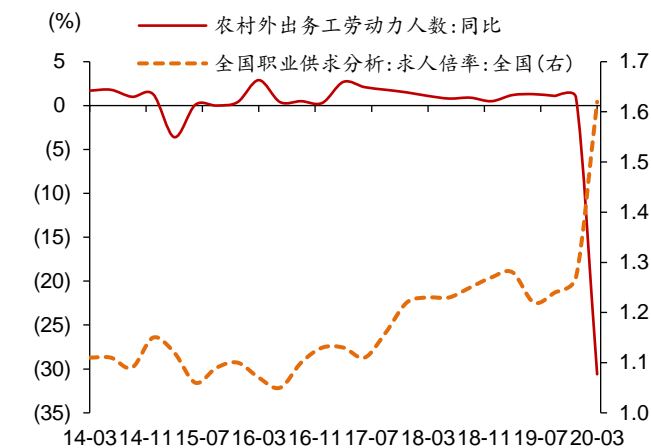
资料来源：Wind，华泰证券研究所

项目与资金都充足，为何上半年基建投资提速偏慢？我们认为用工不足约束了基建项目施工达产情况。据统计局，今年 1-4 月份，基建投资（含电力）累计同比为-8.8%，虽然 4 月投资增速已经实现转正，但节奏仍偏慢。据统计局，截至 4 月 25 日，有资质的建筑业达产率过半的企业接近 60%。反过来意味着还有约四成建筑企业达产率未过半。我们认为不同于制造业因订单问题出现的复工难复产，约束建筑业达产的关键或在于用工不足。由于疫情原因，农民工进城务工意愿不佳，建筑施工单位可能面临招工难题。

两个数据或能佐证：其一，今年一季度农村外出务工人员人数同比下降 30.6%，而农民工的就业分布中，2019 年建筑业占比为 18.7%；其二，今年一季度全国就业市场求人倍率（需求人数/求职人数）从去年四季度 1.27 大幅跃升至 1.62，建筑业可能是劳动力缺口行业。

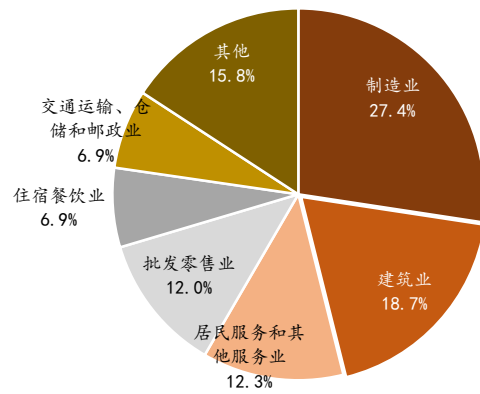
因此，我们认为下半年基建投资单月同比能否达到两位数的增速，可能与农民工返城情况有勾连。PMI 建筑业（土木工程）从业人员或可作为观测指标，近两个月出现积极态势。整体上，我们认为随着新开工项目不断增加、建筑工持续返岗，基建投资增速会是一个加快的趋势，全年仍有望达到接近两位数的增速水平。

图表34： 建筑施工单位可能面临招工难题



资料来源：Wind，华泰证券研究所

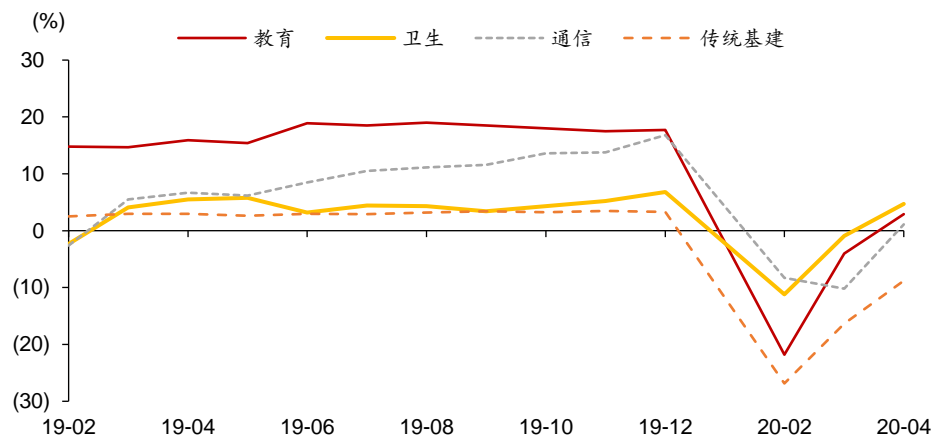
图表35： 农民工行业分布（2019）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基建的概念正在泛化，我们认为对基建投资的关注不能局限于传统的三大类基建行业，新型基建可能更多体现在通信、设备类行业投资，医院、学校等民生基建也不纳入基建行业统计。今年这些“基建”都是政策引导鼓励方向，专项债与特别国债也给予支持。可以看到今年截至到4月份，教育（2.9%）、卫生（4.7%）、通信（1.1%）等行业固定资产投资完成额累计增速均已转正，显著快于传统基建行业投资增速。

图表36： 教育、卫生、通信行业固定资产投资累计增速均已转正（图为固定资产投资当年累计增速）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

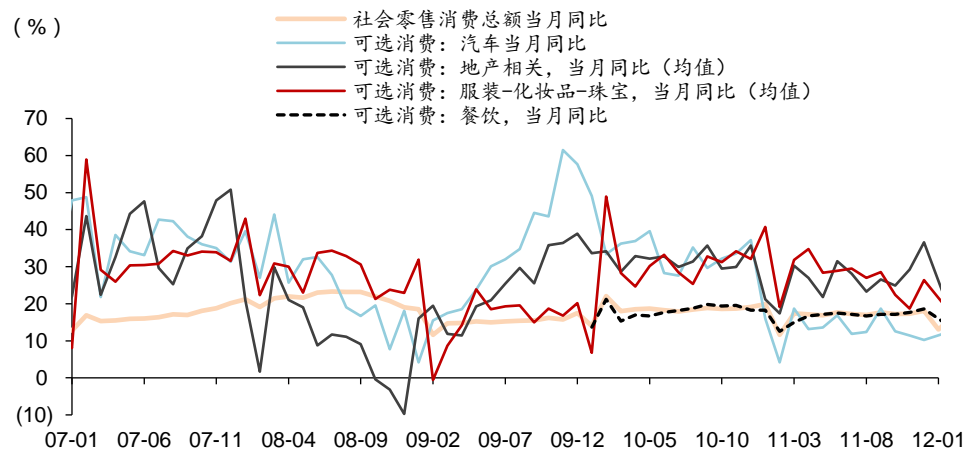
下半年社零消费有望持平或略高于去年同期

从历史经验来看，线下消费、可选消费的波动性明显高于整体，在事件性冲击过后，可能以高于整体社零消费的速度修复，2008-2010 年即是如此。疫情的特殊性在于，餐饮消费的波动性一般较低，其趋势与整体社零消费较为一致；但本轮餐饮消费的波动性同样较大，未来餐饮、汽车、线下零售有望均以高于历史季节性的速度环比回升。

5 月以来，全国范围内商旅活动逐渐恢复正常，我们认为 5 月份是线下零售、餐饮消费加速修复、恢复正常的关键节点，在其带动下，我们预计 5-8 月消费增速可能以更快的速度进行修复，未来一个季度内，社零消费当月同比增速有望转正。对于季度节奏判断，我们认为二季度社会零售消费当季同比跌幅较一季度明显收窄、但仍为负增长；三四季度社零消费当季同比有望持平或略高于去年同期水平。

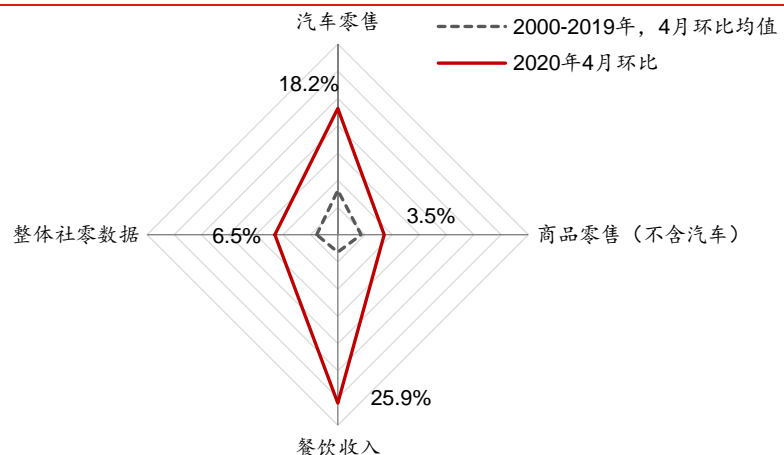
房地产销售目前温和回升，我们预计家电、家具等房地产相关消费门类也有望延续回升，但国家目前审慎对待地产销售调控的边际放松，地产相关消费可能不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。

图表37：历史数据显示，可选消费的波动性明显高于整体社零消费，且事件性冲击后修复速度更快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：2020 年 4 月餐饮、汽车、商品零售（不含汽车）环比均高于历史季节性数据



资料来源：Wind，华泰证券研究所

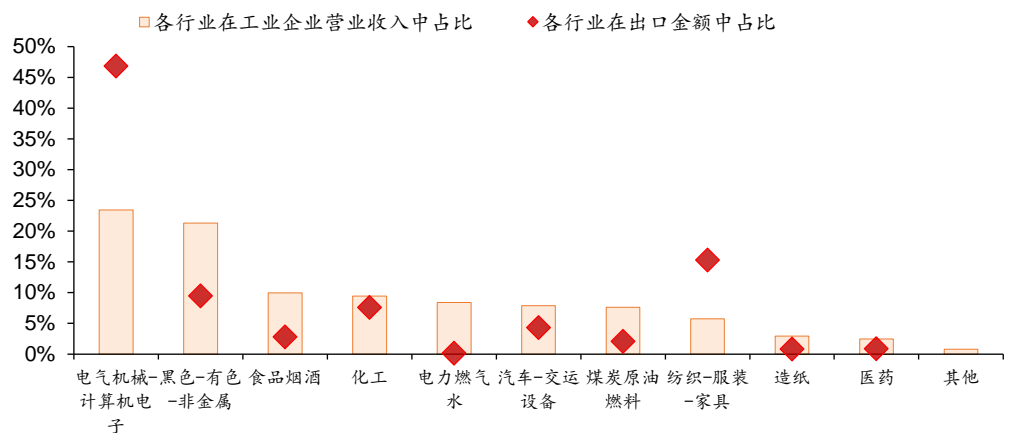
不确定性因素：外需扰动及内部负向反馈

外需敏感度较高的行业生产和库存仍存在不确定性

我们认为，当前首要的不确定性仍然来自于外部扰动，外需的下行压力一方面影响相关产业链，可能使得对应行业的工业生产弱于预期，库存积压情况差于预期；另一方面，进出口体量波动以及中美大国博弈预期，也可能对我国国际收支、资本跨境流动造成冲击，影响国内政策和资产价格。

我们以今年 1-4 月累计数据，计算了工业各大类行业在工业企业营业收入中的占比；并将其与对应行业在我国出口金额中的占比作比较（SITC 分类下）。如某行业在我国出口金额中的占比与其在工业企业营业收入中的占比差值越大，则说明该行业具有越明显的出口外向型特质，行业对外需变化更为敏感。结果显示，电气机械-计算机电子、纺织-服装-家具对外需变化最为敏感，化工（各类化工制品、橡胶等）次之，黑色-有色金属-非金属、汽车-交运设备行业对外需也较为敏感。

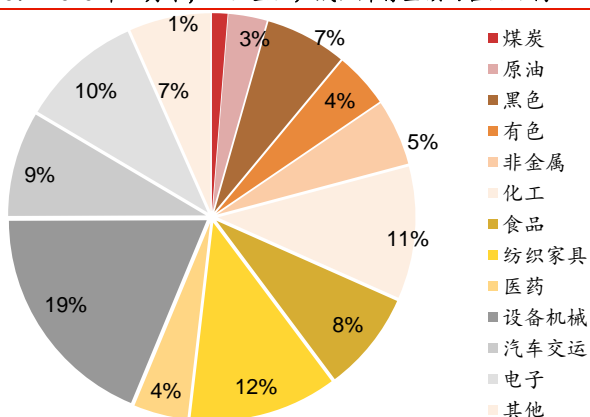
图表39： 1-4 月累计数据显示，电气机械-计算机电子、纺织-服装-家具行业对外需变化最为敏感



资料来源：Wind，华泰证券研究所

电气机械-计算机电子、汽车-交运设备等行业，今年 3-5 月生产和需求恢复情况都较好，计算机电子行业盈利修复幅度较大，汽车行业销售也在快速回升。我们担心的是，如果未来外需呈现超预期下行压力，是否会打断这几类行业的产销两端回升态势？从 4 月末的产成品库存结构数据来看，电气机械-计算机电子、纺织-服装-家具、化工、汽车-交运设备各类行业中，通信电子、家具库存同比较前值仍然上行，库存仍在被动积压；其他几类行业，尽管库存同比当月回落，但我们认为仍需观察一段时间，确认其向好态势。4 月份数据可能尚未反映外需的进一步下行压力，未来一到两个季度，这些对外需敏感度较高的行业，仍可能面临“外需下行——库存积压——生产回落——盈利冲击”的负反馈压力。

图表40： 2020 年 4 月末，工业企业产成品库存金额的占比结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41： 部分行业产成品库存累计同比表现分行业概览

变动 (ppt)	(2.1)	(3.5)	(5.0)	4.3	(2.9)	(0.9)	(3.6)	1.5	(10.7)
产成品库存同比 (%)	通用设备	专用设备	电气机械	通信电子	汽车	运输设备	纺织业	家具制造	化工制造
2020-04	8.1	11.3	6.1	9.6	3.3	10.2	13.6	11.2	10.5
2020-03	10.2	14.8	11.1	5.3	6.2	11.1	17.2	9.7	21.2
2020-02	3.4	10.1	3.2	0.1	-1.2	5.7	8.4	6.6	13.6
2019-12	3.3	8.1	2.1	-0.3	6.5	1.1	2.9	4.0	-0.5
2019-11	2.9	7.3	2.4	-0.6	-8.1	-3.9	4.2	5.2	-1.7
2019-10	3.0	7.9	0.6	-0.6	-10.2	-2.0	6.3	2.2	-1.6
2019-09	2.7	7.9	-1.6	0.4	-10.6	-0.4	7.3	-0.7	-1.4
2019-08	2.7	10.5	-3.2	0.6	-7.8	1.9	8.5	-0.1	1.2
2019-07	4.3	10.4	-4.4	5.1	-10.4	0.3	10.1	1.6	1.8
2019-06	6.2	12.2	-3.9	6.9	-5.7	0.0	11.8	1.8	4.0
2019-05	6.1	13.4	-4.1	7.2	1.0	-1.0	11.9	0.2	5.5
2019-04	8.8	13.4	-1.7	10.7	2.9	3.1	10.2	2.6	3.3
2019-03	4.5	15.1	-6.2	7.6	-1.4	0.5	3.3	6.3	-3.6
2019-02	10.0	19.3	-1.4	8.8	5.8	3.9	10.6	8.4	6.1

资料来源：Wind，华泰证券研究所

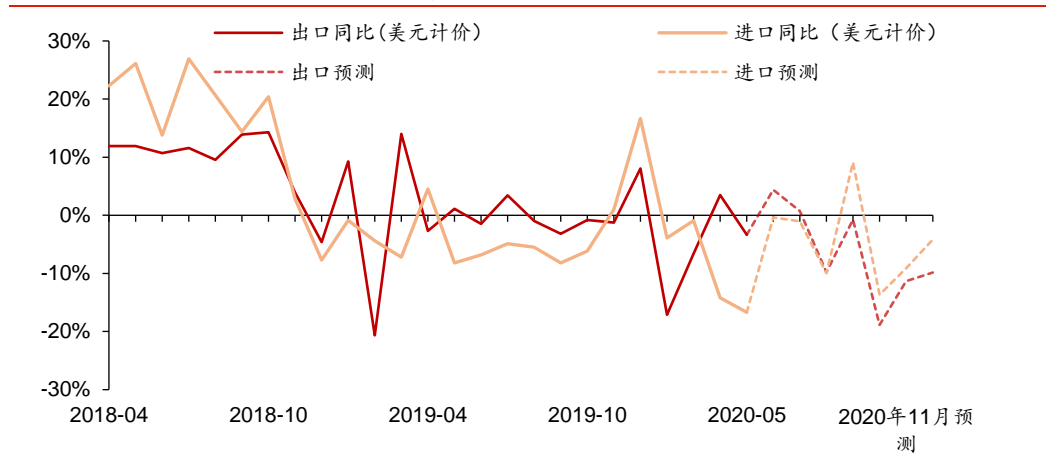
外贸下行压力仍存，关注产业链影响

截至 6 月上旬，今年上半年人民币对美元整体贬值，从年初 6.95 左右贬至 7.1。中美大国博弈在经济、政治、科技等领域演进，美国大选背景下，局部领域博弈有升级态势。疫情对一季度国内经济影响较大，尽管中长期看基本面无忧，但短期汇率仍有承压。外需下行，中美因素扰动，对我国国际收支目标是否形成较大挑战？

我们认为，既不可根据 3-5 月的外贸数据，过分乐观看待出口前景，也不可根据“全球经济衰退，外需大幅下滑”的悲观预期，过分悲观看待进出口对国内经济的整体影响。首先要明确的是，对 GDP 构成影响的是“出口-进口”的净出口，而不是单独的出口。其次，进出口数据受当月工作天数、季节性等影响较大，单月数据可能呈现较大波动，关注中期趋势可能更重要。就中期来看，我们认为各发达经济体制造业 PMI、以及我国的出口订单 PMI，通常仍是对我国出口数据有较强领先性的指标；在疫情冲击下，至少在未来一两个季度，主要经济体增长下行压力较大是客观事实，大概率仍会在我国出口数据上有所反映。

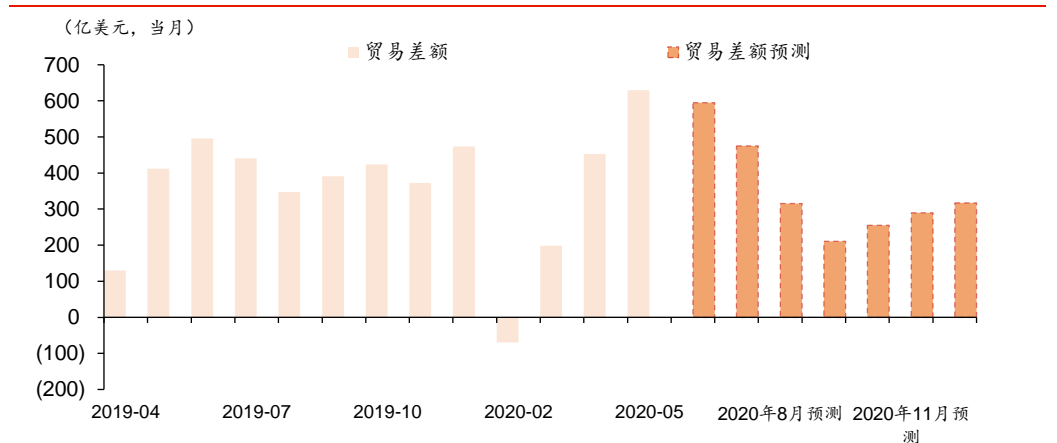
我们预计，疫情对海外主要经济体的工业生产、国际海运等也形成较大负面影响，未来进口数据也将受到外部复工能力的限制。预计今年年内各月份，净出口仍将维持贸易顺差，GDP 增长“三驾马车”的外贸端负面影响有限，主要担心的仍是外需下行对出口产业链的上下游的延伸影响。政府工作报告对进出口目标设定为“促稳提质，国际收支基本平衡”，应提前做好政策准备，稳定外贸产业链供应链，积极应对贸易摩擦。

图表42： 进出口单月历史数据呈现较大波动，未来一至两个季度内进出口数据或承压



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 预计今年年内各月份净出口将维持贸易顺差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产的内生动力与政策博弈仍蕴含不确定性

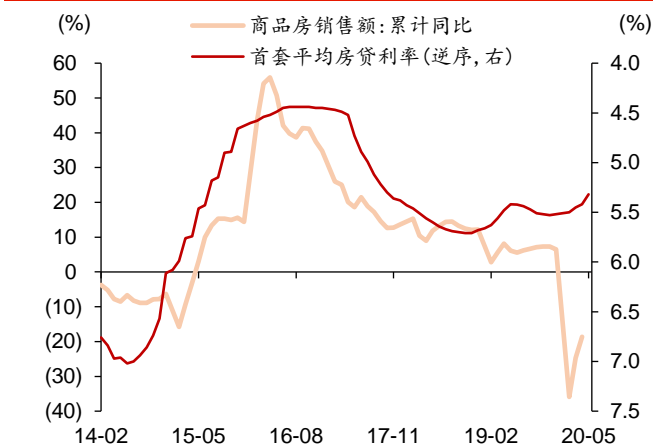
疫情以来，房地产销售与投资经历了从“疫情之冰”到“复工之火”的大幅扭转，房地产政策的态度与预期也随之发生改变。

疫情之冰：年初突发的新冠疫情重创房地产业，全国范围采取物理隔离的防疫措施，导致2月份销售冻结、投资停滞，均录得近二十年来最大幅度的负增长。并且，去年房地产调控态度偏严、投资结构不佳（拿地开工走弱、竣工偏强），本身市场对今年房地产预期并不乐观，叠加疫情的影响，悲观情绪进一步发酵，各地方开始密集出台扶持政策。

复工之火：随着国内疫情稳步收敛，推进复工复产的同时，房地产销售与投资也较快回暖。据Wind统计，3月份30城商品房销售面积环比增长3倍，房地产开发投资当月同比1.1%，成为三大投资中率先实现正增长的变量。近期，土地价格也较快升温，溢价率直逼去年4月份的高点（去年房企融资收紧的触发剂），4月17日政治局会议再次强调“房住不炒”。

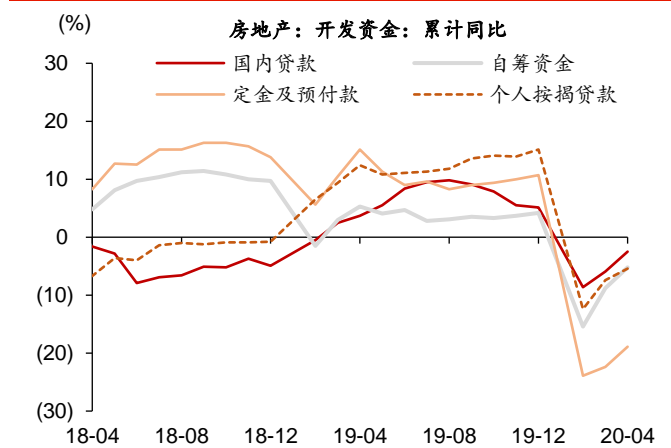
我们认为3月份以来，房地产数据持续改善源于：销售端，疫情封锁解除与房贷利率走低助推了积压需求释放，也存在企业融资后流动性外溢到房地产领域；投资端，主要是受建筑业复工赶工提振，同时政府加快优质地块供给、房企融资条件改善也激发了拿地、开工的活跃度。而下半年我们认为政策变化影响销售、销售状况决定投资走势。

图表44： 房贷利率走低或助推积压需求释放



资料来源：Wind，华泰证券研究所

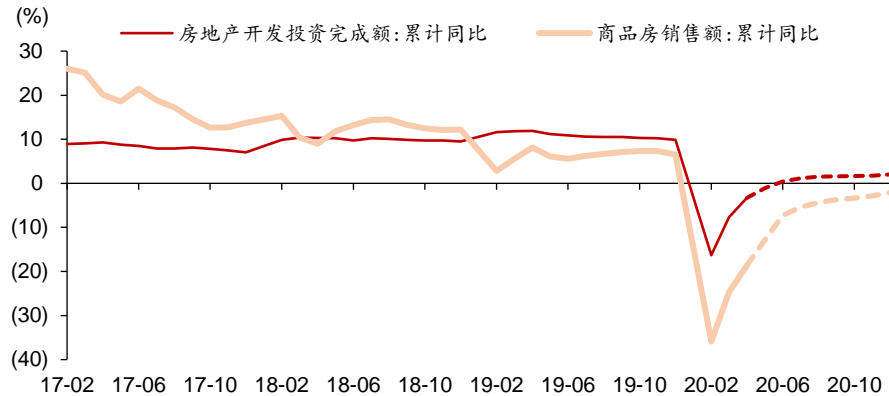
图表45： 房地产领域信贷投放加快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策方面，近期地价走热、房地产销售与投资呈现出韧性，降温了调控政策放松的可能性。两会政府工作报告再次明确“房住不炒”和“因城施策”。根据一季度货币政策执行报告，房地产信贷政策大框架也并没改变，即坚持房住不炒和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。由于地价升温与房住不炒、资金用于支持实体的要求相悖，后续热点城市落实差别化信贷调控，有可能在房地产领域边际收紧，预计主要是约束个人按揭贷款投放、严查监控信贷资金流向等。

销售方面，前期主要由按揭贷款投放支撑，后续或受制于居民债务风险以及政策约束。根据以往经验，销售增速高于投资增速，是驱动投资持续提速的关键。但截至4月份商品房销售额累计（-18.6%）与当月同比（-5%）仍是负增长，明显落后于投资增速。更重要的是，支撑销售改善的主要是银行加快了个人按揭贷款投放，而定金与预收款增长乏力。考虑到失业率居高、收入增速放缓等因素，我们认为个人按揭贷款的断供压力在加大，后续银行投放可能会趋于谨慎，实体经济需求改善也会对信贷资源起到引流效果，再加上前述政策有可能边际收紧，我们预计全年商品房销售额正增长的难度仍较大，也约束了投资反弹的力度。我们预计全年商品房销售额增速在-2%左右，房地产开发投资增速在2%左右。

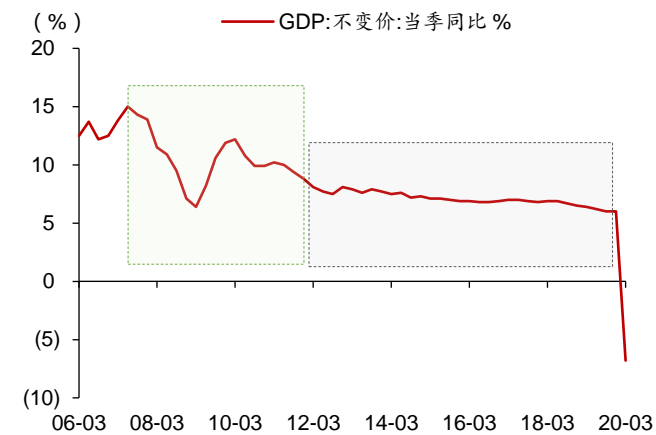
图表46： 房地产投资与销售走势展望（2020 年 5 月至年末为预测值）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

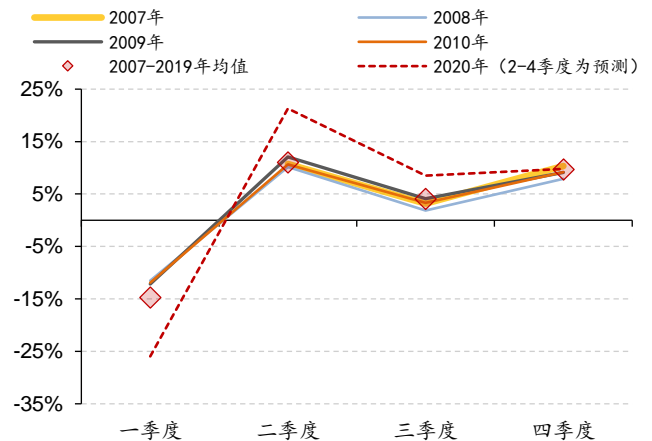
预计经济增速逐季向均值水平收敛，全年经济大概率在 2%-3% 区间

在 2007-2011 年间，受国际金融危机的输入性影响，国内经济也曾一度遭遇较大下行压力，但在地产、基建、消费多方面政策刺激的合力下，波动逐渐收敛。2012-2019 年，经济增长季度波幅明显回落，在大部分区间内，增速中枢呈平缓下行态势。我们认为，未来两到三个季度，国内经济增长、各项经济活动，大概率向近年来的均值水平方向收敛。

从 2007 年二季度~2011 年四季度，经济增速当季最高为+15%（2007Q2），最低为+6.4%（2009Q1），期间均值为+10.6%；从 2012 年一季度~2019 年四季度，经济增速当季最高为+8.1%（2012Q1/2012Q4），最低为+6.0%（2019Q4），期间均值为+7.1%。需要注意的是，GDP（不变价）具有相当明显的季节性。相对而言，今年一季度经济活动所受冲击可谓前所未有，环比大幅弱于历史均值（见图 48）。我们认为，今年二三季度经济活动环比表现有望明显强于历史均值，修复幅度（环比）Q2>Q3。

图表47： 2012-2019 年，经济增速波动明显收窄，中枢平缓下行

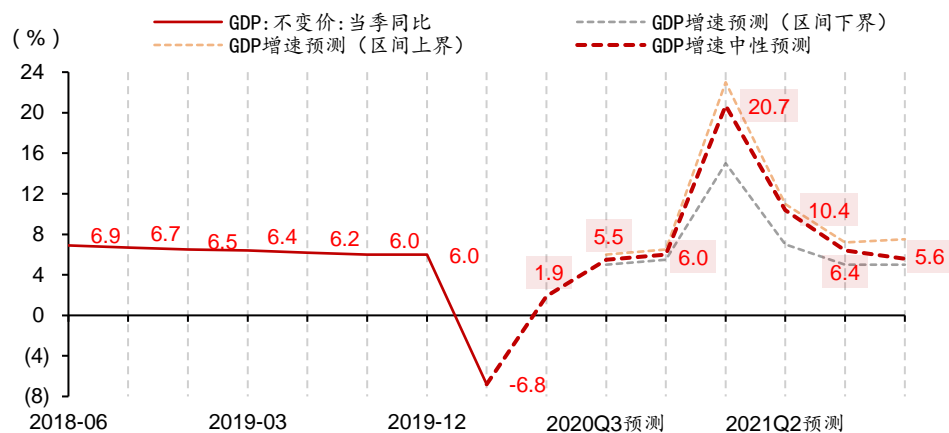
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： GDP 季度不变价环比（未季调）具有较明显的季节性

资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年的疫情属于无法事先预期的黑天鹅情形，短期来看，明显冲击和打乱了国内经济活动正常节奏，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。我们中性预计，今年后三个季度 GDP 增速中枢分别在 2% 左右、5%~6%、6%~7%，全年经济增速在 2%~3% 区间。

图表49： 预计 2020 年全年经济增速在+2%~+3%区间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

通胀周期：CPI 与 PPI 有望收敛

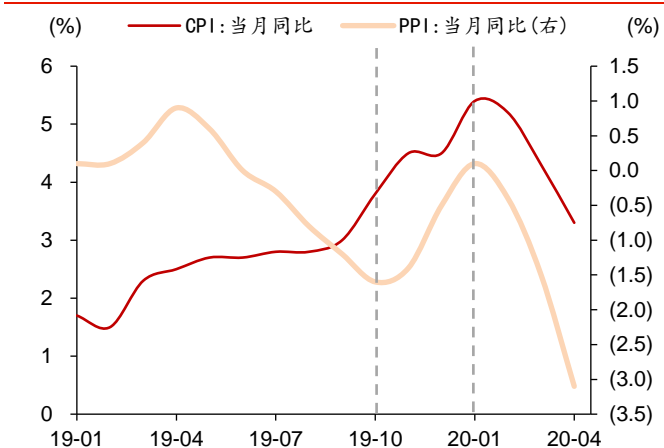
去年至今，通胀大致经历了三个阶段

第一阶段是去年 10 月份之前，CPI 与 PPI 持续背离。去年一季度经济短暂企稳后，政策重心回归、贸易摩擦升级，下行压力再次加大，然而水果、猪肉相继出现严重的供给短缺问题，实体通缩与食品通胀矛盾并存，PPI 与 CPI 走出“冰火两重天”的分化态势。这一时期，CPI 尚处在 3% 以下，实体通缩是主要矛盾，货币政策呵护经济的态度依然明确。

第二阶段是去年 10 月至今年疫情发生前，PPI 回暖、CPI 破 3%。去年四季度全球经济弱企稳，大宗商品价格开始出现回暖势头。同时国内“超级猪周期”带动 CPI 冲破 3%，成为了通胀焦点话题。这一时期虽然 CPI 与 PPI 齐步回升，但 PPI 还处在通缩区间，经济复苏尚不稳固，而 CPI 在年底已经冲高至 4.5%，猪肉价格成为了 CPI 的核心定价变量。

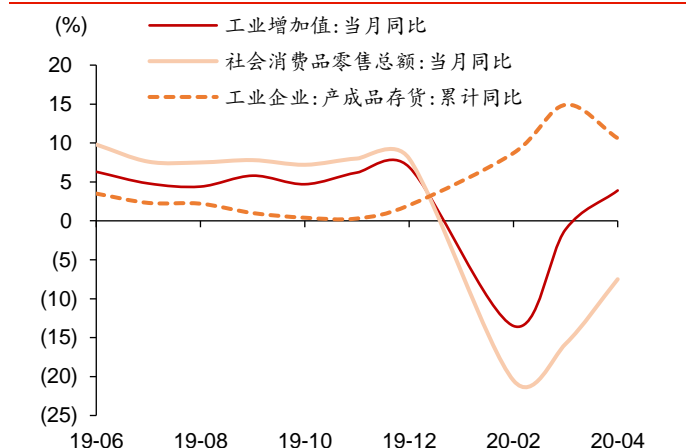
第三阶段是今年 2 月疫情发酵以来，全球经济陷入非典型性衰退，CPI 与 PPI 快速向下。疫情同时对供求两侧造成冲击。疫情之初，国内生产停滞、物流不畅，局部商品出现涨价现象，但物理隔离造成需求冻结，通胀开始拐头回落。国内疫情得到控制以来，生产修复的速度又显著快于需求。前者是在政策推动下进行的，并且企业有固定开支压力，存在加速复工复产、赶工订单的诉求。但居民恐疫心理无法在短期内消失，线下活动迟迟难以启动，消费需求的恢复是相对缓慢的。这种供求的冲击与修复的错位解释了通胀的快速下行。

图表50： 去年以来通胀的三个演进阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51： 疫情对需求冲击大于供给，并且生产修复快于需求

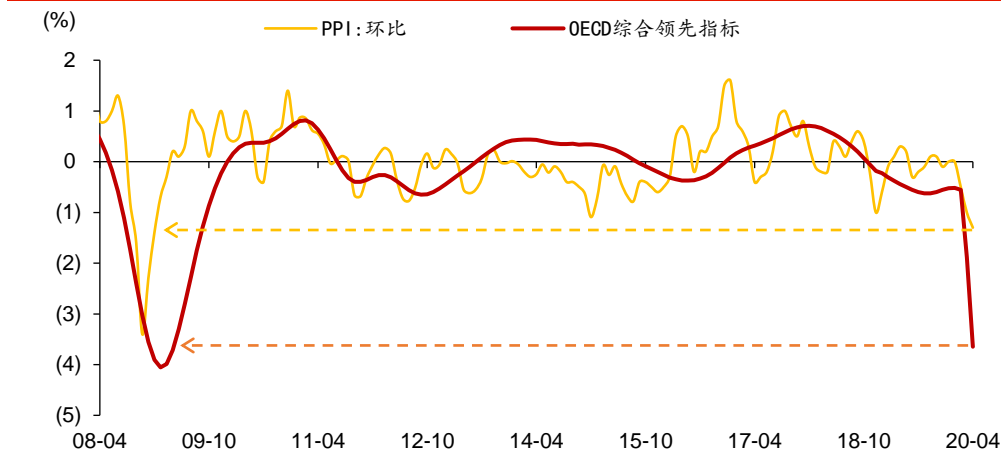


资料来源：Wind，华泰证券研究所

站在年中时点向后看，通胀有了新的变化

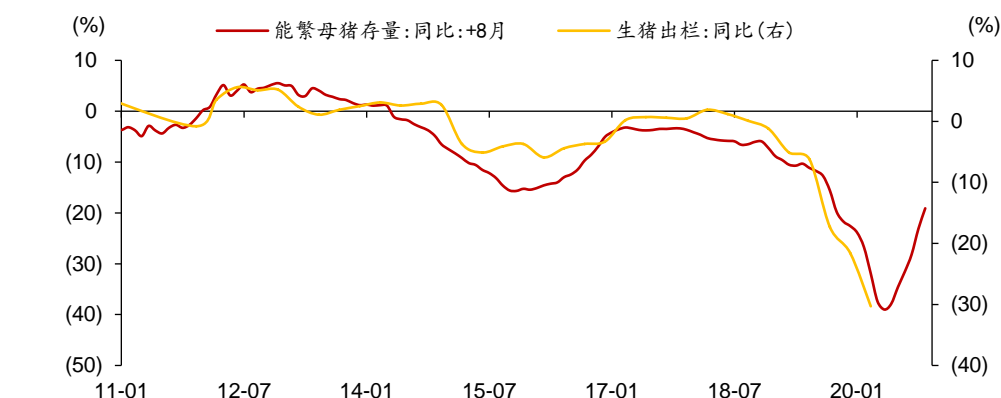
短期（今年下半年），PPI 回暖势头会否延续是主要关注点

下半年 PPI 或震荡回升，但仍需警惕外生风险发酵。从全球疫情发展角度来看，伴随着全球经济的重启，工业品需求大概率已经过了最为悲观时点，油价回暖也提振了大宗商品的涨价预期，4 月国内期货市场上，基本金属、能源化工价格相继见底反弹。但 PPI 能否在 5-6 月稳固筑底并逐月回暖仍存在不确定性，这取决于出口冲击的幅度、基建投资对冲力度、全球经济重启的节奏、中美矛盾会否升级发酵等。我们认为，外需压力可能还未被 PPI 充分定价，另外今年两会不设 GDP 目标、政策重心是“六保”，投资对冲节奏有可能相机调整、而非一味大干快上。因此，我们预计 PPI 可能是低斜率回升，不会脱离全球重启的大背景，上述不确定性风险如果兑现，可能存在二次回落压力。

图表52： 外需压力可能尚未被 PPI 充分定价

资料来源：Wind，华泰证券研究所

年内 **CPI** 大概率逐季走低，我们认为调高目标或意在减少政策约束条件。一方面是有有效需求难以在年内发生扭转性的改善，而供给仍在有序恢复，非食品物价逆势上涨的难度较大。另一方面是水果和猪肉价格有高基数，对 **CPI** 向下拖累作用会较为显著。尤其是猪价已步入下行周期，根据母猪补栏对于生猪出栏的领先性，下半年猪肉供给有望逐步改善，不发生猪瘟二次扩散的情况下，猪价即便出现上涨，幅度也可能有限，难以改变向下趋势。此外，今年两会将 **CPI** 目标放宽至 3.5%，我们认为该安排意在特殊环境之下，减少政策面临的约束条件，因此 **CPI** 可能不会是年内政策敏感变量。

图表53： 根据母猪补栏对于生猪出栏的领先性看，下半年猪肉供给将有望逐步改善

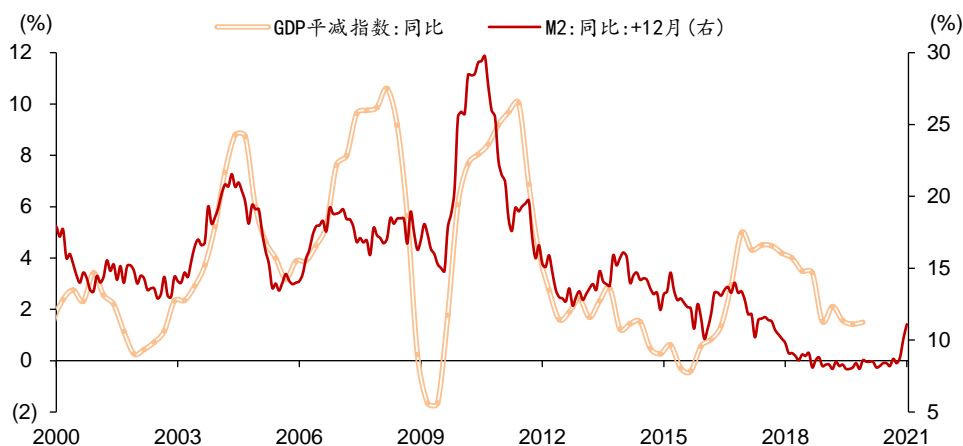
资料来源：Wind，华泰证券研究所

中长期（2021 年），M2 与社融增速抬头引发“再通胀”担忧

从流动性释放到内生性需求改善存在传导时滞，年内再通胀的风险较小。通胀问题的讨论，离不开供求关系的判断。经验来看，M2 增速领先通胀率大概 1 年左右，其背后的传导逻辑在于：经济下行周期，央行释放流动性、监管放宽约束条件，推动银行信贷投放。政府部门率先逆周期发力，而企业与居民部门出于对实体经营风险的担忧、抗通胀的考虑，通常优先将低成本资金用于购房、购买理财产品等，也推动了房企库存去化与开工意愿。随着基建与房地产投资拉动建筑业、制造业等需求、改善居民就业与收入，企业资本开支与居民消费意愿开始增强。由于总需求改善往往快于制造业产能扩张，物价就会出现上涨压力。因此在宽信用的初期，社融信贷增长部分源于政策推动下的信贷展期、贷款门槛放宽、小微贷款刚性增长指标要求等，更多是维持生存，并不反映企业投资与生产意愿，总需求还未到扩张的阶段，再通胀还较难出现。

根据 M2 与社融攀升的幅度与趋势，我们预计明年可能有再通胀的可能性，但压力整体有限。首先，货币政策投放流动性的初衷就是为了让资金形成有效需求，推动经济进入良性循环。再通胀只是由暂时性的供求错配导致，对于带动投资、扩大供给反而有正向促进作用，届时货币政策适当调节、引导通胀预期，并不会对经济造成较大伤害。其次，本轮危机的政策应对效率更高，尤其是“创新直达实体经济的货币政策工具”能够更有效地保住市场主体，即保住经济的潜在供给能力，在需求回暖时可以较快重启，减缓供求错配带来的通胀压力。此外，“不搞大水漫灌式强刺激”的政策思路下，本轮流动性投放的相对规模可能远不及金融危机时期。当年在“四万亿投资计划”的带动下，M2 与社融增速都曾达到了 30% 以上，我们认为本轮宽信用很难达到这样的高度，且更多是保生存，而不是投资、融资需求膨胀所致，疫情后的通胀压力也会较为可控。

图表54： M2 增速领先 GDP 平减指数增速大约 1 年



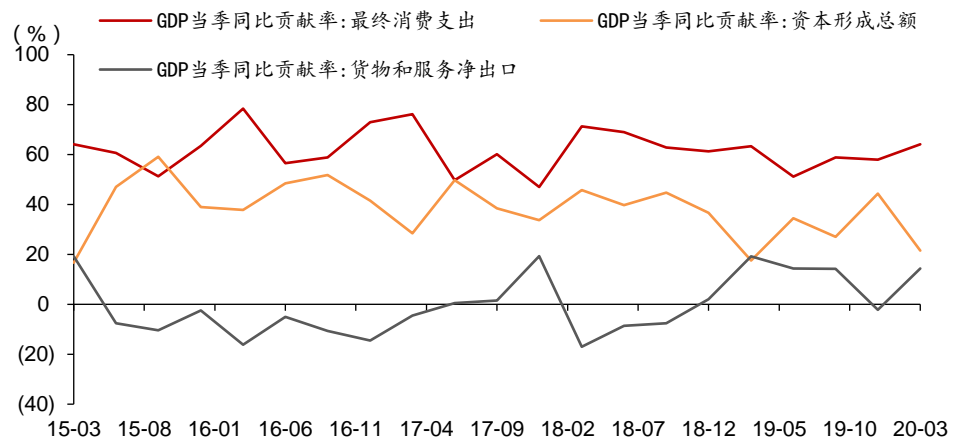
资料来源：Wind，华泰证券研究所

深化改革是对复杂局面的最好应对

鼓励新业态，拓宽政策思路，挖掘消费潜力

对比 08-09 年和当前，同样面对经济下行冲击，两轮政策应对的不同是侧重“稳增长”还是“调结构”之辩的集中体现。08-09 年时，我国在城镇化建设、基础设施建设、汽车保有量等方面上升空间更大，投放政策刺激撬动经济增长的杠杆效应更强；当时的政策思路更侧重于稳增长，带动 GDP 增速上行。而目前我国经济早已步入“新常态”，经济增长中枢下行、增长动能切换将是相当长一段时间内需要接受和适应的过程。短期仍然需要基建和重大项目等传统需求侧工具兜底，但中长期来看，将更依赖消费拉动、依赖第三产业和新经济。改革的目标是促进经济结构调整，提高要素配置效率，进一步消除过往粗放式发展遗留的过剩产能、环境污染等结构性问题，挖掘居民消费升级等新的经济增长潜能。

图表55：从 2017 年二季度以来，最终消费已成为对经济增长贡献最大的部分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从 2017 年二季度以来，最终消费已成为对经济增长贡献最大的部分。今年一季度，最终消费对 GDP 增长贡献率为 64.1%、资本形成成为 21.5%、净出口为 14.4%。刺激消费动能需要发挥政策智慧，激活微观主体活力，鼓励新的消费业态发展。

线上直播带货/网络零售发展迅速，既规避了线下聚集性消费造成疫情传播的风险，也拉动了直播、物流等行业的新就业；消费券等刺激工具放大财政资金杠杆，对拉动消费增长发挥四两拨千斤的作用，并有助于定向支持困难家庭和低收入群体、重点针对受疫情影响较大的餐饮、零售等行业。我们认为，在适应常态化疫情防控形势的前提下，小微企业和个体户的经营业态有望更为丰富，承接更多的政策针对性支持。

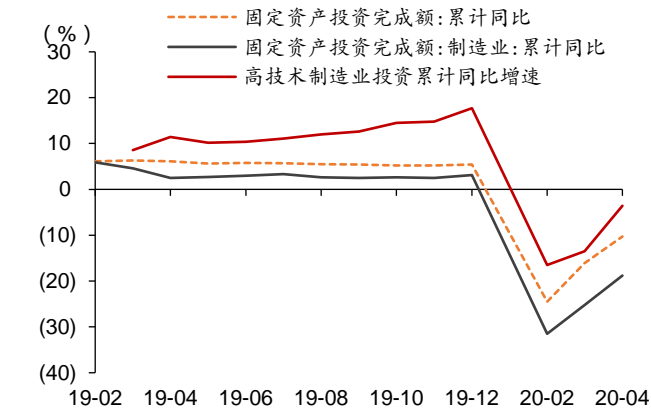
科技领域加大投入，提高自主可控

中美大国博弈在科技领域继续体现，对我国的主动应对提出了更高要求。5 月 15 日，美国商务部发布公告，计划严格限制华为使用美国技术和软件在美国境外设计和制造半导体，任何相关行为都需要申请许可证，相当于是对 2019 年 5 月 17 日将华为纳入实体名单的进一步升级。

我们认为，未来加强科技领域自主可控，将是我国科技产业链建设的最主要诉求之一，主动加大相关领域投资可能是未来趋势。今年的“新基建”投资提法其实与传统基建存在较大差异，在发改委 4 月份新闻发布会上，发改委高技术产业司副司长伍浩表示，新型基础设施包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面内容，本质上是信息数字化的基础设施，目的是支撑传统产业向网络化、数字化和智能化方向发展，科技创新与基础设施建设的融合，将带动高技术制造业的新增投资和生产。

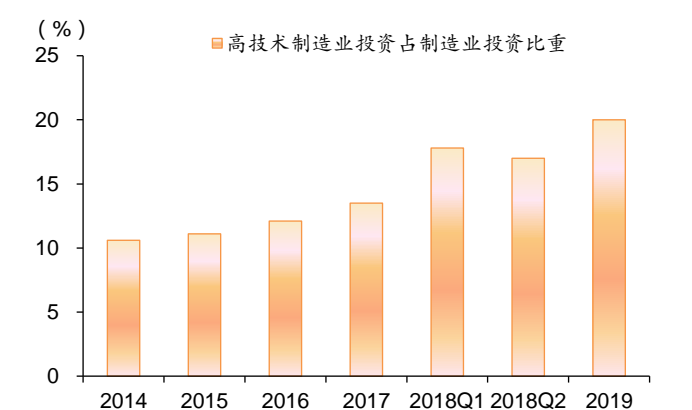
对应到宏观数据层面，在今年工业生产、制造业投资结构中，高技术制造业生产/投资回升均明显高于整体，通信电子方向主动加大投资或是未来趋势。我们对 2020 年以来我国主要的高新技术产业支持政策进行梳理，可以看出，5G 网络、人工智能、工业互联网等是多数政策的关键词，电子、通信为重点相关行业，医药、教育、航空等行业关注度提升，政策的落脚点大都在新型基础设施建设和战略性新兴产业布局。

图表56： 高技术制造业投资回升明显高于整体



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57： 高技术制造业投资占比明显走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 2020 年以来主要的高新技术产业支持政策

时间	中央/部委	政策/会议	概要
3 月 23 日	科技部	《关于推进国家技术创新中心建设的总体方案（暂行）》	到 2025 年，布局建设若干国家技术创新中心，催生若干以技术创新为引领、经济附加值高、带动作用强的产业，形成若干具有广泛辐射带动作用的区域创新高地。
3 月 24 日	工信部	工信部印发通知工信部通信〔2020〕49 号	鼓励地方政府将 5G 网络建设所需站址等配套设施纳入各级国土空间规划。推动“5G+医疗健康”、“5G+工业互联网”、“5G+车联网”发展。
3 月 25 日	总理	国务院常务会议	健全航空货运标准体系，推动货运单证简化和无纸化，建立航空公司、邮政快递、货站等互通共享的物流信息平台。加强现有有机场设施升级改造，完善冷链、快件分拣等设施。
3 月 30 日	科技部、财政部	“百城百园”行动	以国家高新区等科技园区为实施主体，重点在生物技术、未来食品、医疗装备、5G 网络、人工智能、工业互联网、节能环保、智能制造、自动驾驶等新兴产业领域。
3 月 29 日-4 月 1 日	总书记	浙江考察	抓住产业数字化、数字产业化机遇，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设，抓紧布局数字经济、生命健康、新材料等战略性新兴产业、未来产业，形成发展新动能。
4 月 9 日	发改委	国务院联防联控机制新闻发布会	在高速公路、城市和乡村加快形成适度超前、快充为主、慢充为辅的公共充电网络。加强新型充电技术研发，提高充电服务的数字化和智能化水平。
4 月 20 日	发改委	发改委 4 月份新闻发布会	首次明确了新型基础设施建设范围，加快推动 5G 网络、全国一体化大数据中心等建设。
4 月 28 日	总理	国务院常务会议	积极拓展新型基础设施应用场景，适应群众数字消费新需求，促进网上办公、远程教育、远程医疗、车联网、智慧城市等应用。
4 月 29 日	总书记	中央政治局常委会	促进汽车制造、电子信息、新材料、生物医药等支柱产业恢复发展，稳住经济基本盘；启动一批重大项目，加快传统基础设施和 5G、人工智能等新型基础设施建设。
5 月 7 日	工信部	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	提出加快移动物联网建设、加强移动物联网标准和技术研究、提升移动物联网应用广度和深度、构建高质量产业发展体系、建立健全移动物联网安全保障体系 5 个重点任务。
5 月 14 日	总书记	中共中央政治局常委会	抓紧布局战略性新兴产业、未来产业，提升产业基础高级化、产业链现代化水平。

资料来源：各政府网站，华泰证券研究所

要素改革等激发微观主体活力

我们认为，全球处于百年变局当中，疫情冲击加剧了全球经济的困境。中国经济已经度过了简单要素驱动的阶段，经济增长已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，但市场激励不足、要素流动不畅、资源配置效率不高等问题仍然存在，完善自我是对当下复杂局面的最好应对。以要素市场化配置改革为重点、坚持以供给侧结构性改革为主线，或是未来主要的改革思路。

要素市场化改革目标从供给侧入手，根本上解决有效需求不足的问题。未来包括土地要素流转、技术要素市场化定价、人才资源有序流动等方面的改革预将继续酝酿落地。在疫情冲击之下，自上而下的政策需要力促“六稳”、“六保”，同时也需要激发微观主体活力，寻找出路、加速转型、提升效率。具体方向可能包括：

- 1) 资本市场方面，改革创业板并试点注册制；
- 2) 赋予省级政府建设用地更大自主权；明晰中央/地方财政关系以及政府债务融资机制，完善地方税制、扩大地方税源，稳步扩大地方税管理权。
- 3) 促进人才流动，培育技术和数据要素流通市场；坚持按劳分配为主体、优化收入分配格局，按要素投入贡献决定报酬。
- 4) 在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面平等对待各类所有制企业，破除制约效率的隐性壁垒；稳步推进自然垄断行业改革。
- 5) 积极稳妥推进国有企业混合所有制改革，对充分竞争领域的国家出资企业和国有资本运营公司出资企业，探索将部分国有股权转化为优先股，支持符合条件的混合所有制企业建立骨干员工持股、上市公司股权激励、科技型企业股权和分红激励等中长期激励机制；
- 6) 尊重基层首创精神，以更大力度推进改革开放，激发社会活力，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力。

风险提示

- 1) 海外疫情控制情况差于预期，外需下行幅度超预期，冲击国内相关产业链；
- 2) 海外资本市场震荡加大，对境内产生负向传导；
- 3) 房价、地价上涨过快，货币政策超预期收紧；
- 4) 居民收入下行制约可选消费，消费修复弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司