

专题报告

# 从全球视角看中国资产

2020年05月27日

——2020年中期宏观经济展望

## 主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	2.5
CPI	2.9	2.9
PPI	-0.3	-1.4
社会消费品零售	8.0	2.5
工业增加值	5.7	2.0
出口	0.5	-4.6
进口	-2.8	-3.2
固定资产投资	5.4	6.2
M2	8.7	10.8
人民币贷款余额	12.3	12.8
1年期存款利率	1.50	1.5
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.90	6.72

## 最新数据 (2020年04月)

工业	3.9
城镇投资	-11.8
零售额	-7.5
CPI	3.3
PPI	-3.1

资料来源: CEIC、招商证券

### 谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn  
S1090511030010

### 罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn  
S1090518110003

### 张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn  
S1090513080007

### 刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn  
S1090516100001

### 高明

gaoming3@cmschina.com.cn  
S1090518010002

### 张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn  
S1090519010001

## 摘要:

新冠疫情爆发进一步加剧全球长期停滞状态，这对宏观政策和市场投资都带来了新的挑战。对于政策而言，伴随经济增速下滑，通缩风险上升，利率进一步下降，常规性政策空间严重受限，超常规货币政策和大规模财政刺激应运而生，现代货币理论（MMT）和财政赤字货币化的呼声甚嚣尘上。对于投资而言，长期停滞状态明显压低投资收益率，显著扩大投资资金规模，导致大量资金追逐少量优质资产。在全球“资产荒”的背景之下，国际长期投资机构的预期和行为都出现了显著变化。此时我们想强调，无论是实现分散化还是获取阿尔法，增持中国股票资产都是海外长期投资者的优先选项。与此同时，中国制造和中国经济转型升级也需要一个更开放、更发达的资本市场。这是一个风云际会的时刻。

对于全球经济而言，疫情发展、隔离封锁、刺激政策已经形成一个动态的“三体”。目前发达经济体疫情已经开始见顶回落，同时政策刺激力度较大；新兴经济体疫情的周期滞后，不确定性更高，政策力度相对较小，且面临诸多外部冲击，因此复苏进程更为曲折。基于以上情况，预计全球经济接近U型反转——年内缓慢复苏，但难以回归疫情之前水平。2021年一季度在基数因素作用下有望上升到明显高于潜在增速的水平。

中国经济三驾马车短期都缺乏动力，哪一驾会率先修复？我们的答案是：首先是政府投资和公共消费，其次是居民消费和民间投资。外需修复需要观察全球疫情的发展形势，如果进展顺利，外需修复将同步于自发性的内需。从出口来看，根据PMI新出口订单指数测算外需缺口约为11.5%，对2020年中国GDP增速的拖累最大会达到1.6个百分点。从投资来看，2月以来逆周期调节发力将推动基建投资增速在2季度后加快回升；旧改与LPR调降等将推动房地产投资增速持平去年；新型基建和技改投资将在一定程度上抵消利润增速下行对制造业投资的影响。从消费来看，当前居民部门出现“报复性储蓄”，要转化为“报复性消费”还需要时间。即使考虑公共消费的提振作用，全年社零增速也将远低于常态水平。CPI与PPI也从分化转向收敛，这间接反映出投资在政策支持下恢复较快，而自发性的居民消费需求恢复较慢。

不要赤字货币化，推进要素市场化。财政政策方面，新增规模为6.1万亿=1万亿新增赤字+1万亿抗疫特别国债+1.6万亿新增地方政府专项债+2.5万亿新增企业减负；1-4月真实赤字率已接近8%。货币政策方面，M2、社融增速明显高于去年，政策利率带动之下利率也出现下行；同时人民币汇率保持稳定，但当前宏观杠杆率升幅超过10个百分点。更重要的政策是市场经济体制改革，这从制度层面上避免了赤字货币化，同时把激发市场主体活力作为应对经济下行的着力点，尤其是要素市场化配置改革，不但具有深远影响，也蕴含着巨大投资机会。

## 正文目录

<b>一、 从全球视角看中国资产</b>	<b>3</b>
1. 新冠疫情加剧了全球长期停滞	3
2. 国际机构投资者面临的挑战	5
3. 国际机构投资者应对之策	6
4. 增持中国股票资产是长期投资者的理性选择	7
5. 中国制造也需要更开放、更发达的资本市场	8
<b>二、 全球经济如何走出新冠疫情</b>	<b>11</b>
1. 欧、美、日的复工之路	11
2. 新兴经济体的复工相对滞后	16
3. 政策支持力度上，新兴经济体弱于发达国家	18
4. 预计全球经济 U 型恢复	19
<b>三、 中国的三驾马车哪一驾最先修复？</b>	<b>20</b>
1. 外需始终是中国出口的锚	20
2. 公募基建 REITs 加持之下的投资	25
3. 以公共消费对冲居民的“报复性储蓄”	29
4. CPI-PPI 的收敛与商品价格均值回归	32
<b>四、 不要赤字货币化，推进要素市场化</b>	<b>37</b>
1. 货币政策的杠杆率约束与通胀率约束	37
2. 财政政策的目标赤字率与真实赤字率	41
3. 以要素市场化配置为重点推进市场化改革	44
4. 完善新时代社会主义市场经济体制	48
<b>五、 宏观经济预测与大类资产配置展望</b>	<b>50</b>
1. 2020 年宏观经济数据预测	50
2. 2020 年下半年大类资产配置展望	51

## 一、从全球视角看中国资产

招商证券宏观团队在 2019 年 11 月的报告《从中国制造到中国资产——2020 年宏观经济展望》中强调，要重视中国资本市场开放带来的巨大投资机会。2020 年 5 月 7 日，中国人民银行、国家外汇管理局印发文件，落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（以下简称合格投资者）境内证券投资额度管理的要求，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理。中国资本市场的对外开放又前进了一步。

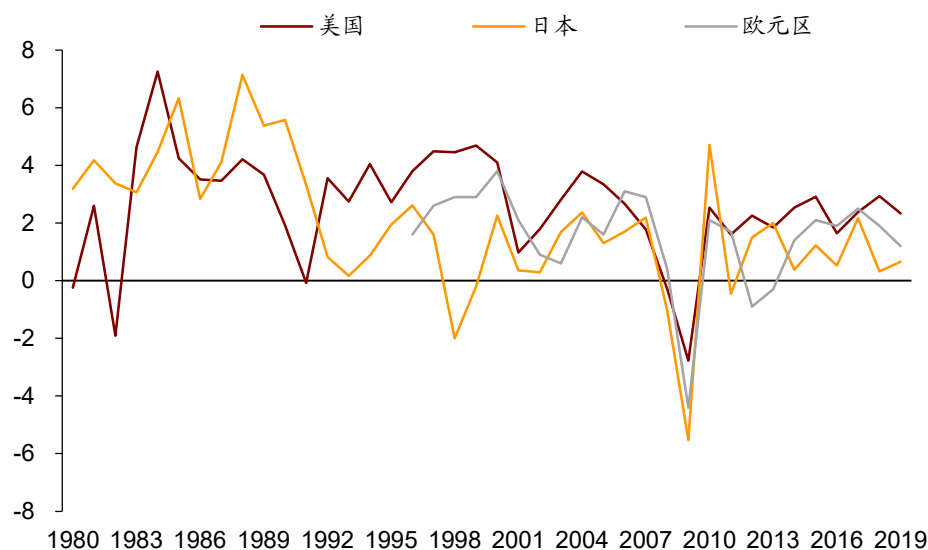
按照投资期限来分，可以将机构投资者分为长期投资者和短期投资者两类，合格的境外机构投资者一般来说是长期投资者。从全球视角来看，这些境外长期机构投资者面临怎样的投资环境和投资难题，新冠疫情带来什么样的影响，他们如何应对，如何看待中国资产？回答以上问题，有助于我们预判国际长期机构投资者是否将在不受投资额度限制的条件下，逐步增加持有中国资产。

### 1. 新冠疫情加剧了全球长期停滞

金融危机之后，主要发达经济体出现“长期停滞”状态，在宏观经济层面呈现出低增长、低通胀、低利率三大特征。

首先是低增长。主要表现为 GDP 增速中枢的下移与峰值的递减。其成因有供给和需求两方面。一方面是总供给直接面临人口老龄化、技术进步率下降、教育提升速度放缓、贫富差距问题、自然灾害与世界政治格局等“逆风”，这不但会直接影响总供给，同时也会通过公众预期与避险情绪间接影响到社会消费意愿和投资意愿。另一方面，总需求持续低迷会损害潜在的供给能力，比如持续期较长的失业会导致劳动者技能退化，求职和学习意愿降低，人力资本积累以及试错性技术创新的减少。投资持续处于低水平也会加剧失业，导致未来固定资产存量不足、研发投入降低与新技术应用机会的减少。

图 1：美欧日经济增长中枢下移、峰值递减（%）

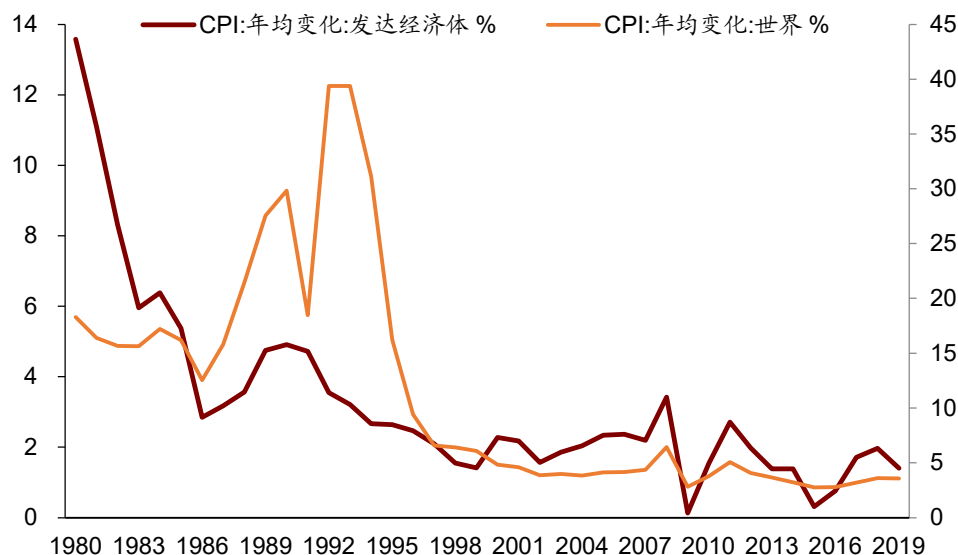


资料来源：WIND，招商证券

其次是低通胀。金融危机之后，发达经济体普遍实施了超常规的宽松货币政策，市场担心超常的宽松可能导致超常的通胀。但现实中的情况却截然相反，发达经济体的通胀率

在 2011 年后加速下行，直至 2016 年美联储启动货币政策正常化进程之后才有所回升，IMF 将此称之为全球性的通胀收缩（Global Disinflation）。

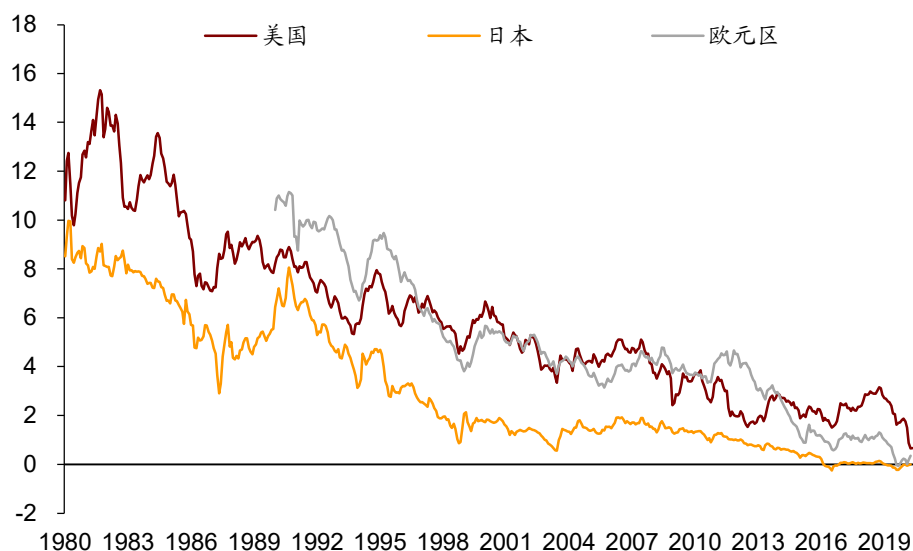
图 2：全球通胀率趋势性下行（%）



资料来源：WIND，招商证券

最后是低利率。20 世纪 80 年代以来发达经济体的长期利率普遍呈现出持续下行趋势，且具有全球性、超预期、非通胀的特点。在金融危机或新冠疫情等剧烈冲击之下，经济衰退、通胀收缩、超常规货币政策、期限溢价降低等因素又会进一步加重利率下行程度。

图 3：美、欧、日长端利率趋势性下行



资料来源：WIND，招商证券

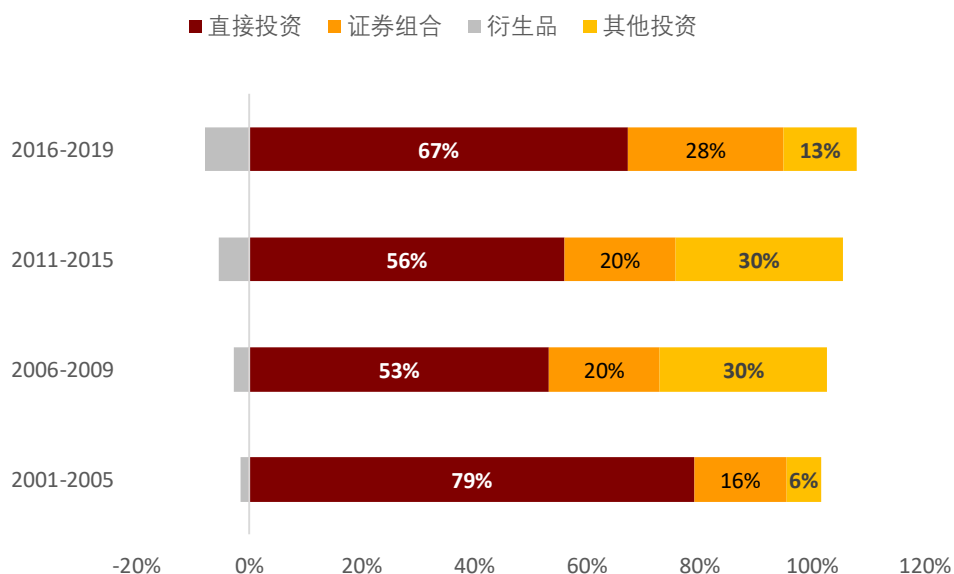
新冠疫情爆发之后，长期停滞状态进一步加剧，对政策和投资都带来了新的挑战。伴随经济增速的下滑，通缩风险的上升以及利率的进一步下降，一方面发达经济体的常规性政策空间严重受限，因此普遍出台了超常规的货币政策和大规模的财政措施，这将导致政府债务负担和宏观负债率进一步上升。另一方面各类资产的预期收益都进一步下降，使得国际长期投资机构的预期和行为出现显著变化。

## 2. 国际机构投资者面临的挑战

考虑到投资期限、投资目标和风险偏好，我们将主权财富基金、养老金、企业年金、保险等机构视为长期投资者或配置型机构。其投资风格与短期交易型机构存在显著差别，从而也给市场带来不同影响。长期资金的规模不可小觑：截至 2018 年 3 月，全球主权财富基金总规模为 7.45 万亿美元；2018 年全球 22 个主要经济体的养老金资产规模总计达到 40.17 万亿美元；企业年金规模估算约为 32 万亿；PWC 估算 2020 年全球保险公司的资产预计增长到 35.1 万亿。长期停滞状态明显压低了投资收益率，显著扩大了投资资金的规模，导致大量资金追逐少量优质资产，形成“资产荒”的局面。

一方面，全球长期停滞使得与实体经济密切相关的直接投资陷入低迷，与金融资产有关的证券投资规模上升。长期停滞之下，边际投资回报率下降导致企业直接投资意愿低迷，国际分工也缺乏进一步深化的空间，跨境直接投资动力减弱，因此国际资本流动中直接投资的占比相对有所下降，而低利率环境和金融市场发展则催生了较为活跃的证券投资资本流动：2001-2005 年，针对新兴国家的直接投资在其总资本流入中占比 79%，金融危机后下降至 60% 左右。而新兴市场与证券组合相关的资本流入占比从 2001-2005 年的 16% 逐步上升，2006-2015 年为 20%，2016-2019 年已经达到 28%。

图 4：金融危机后新兴市场资本流入中证券投资比重上升、直接投资比重下降



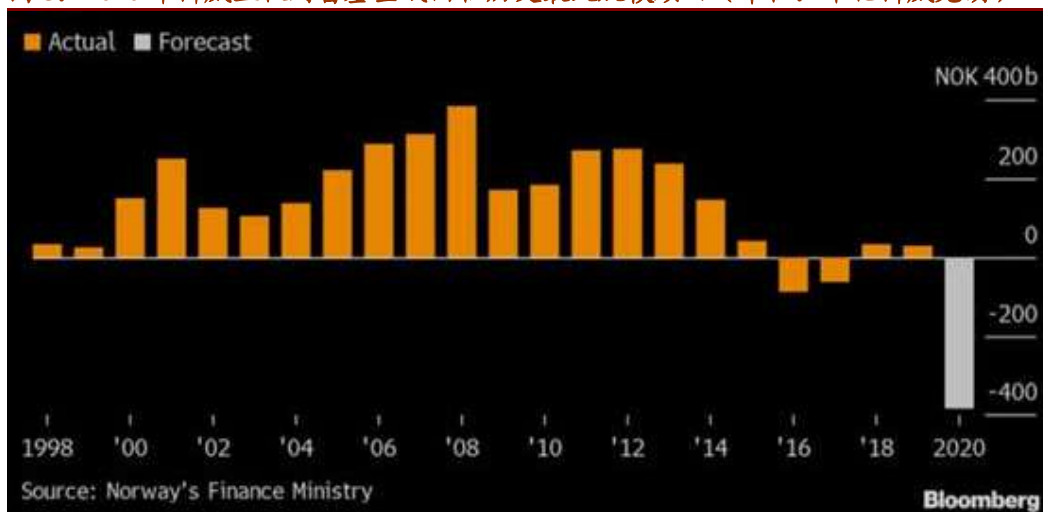
资料来源：WIND，招商证券

另一方面，新冠疫情增加了政府财政支出和养老金支出，影响了主权财富基金和养老金等机构的规模增长。特别是大宗商品输出国。例如，挪威财政部中期财务报告称，挪威政府将从挪威全球养老金中提取 410 亿美金（彭博报道为 370 亿美金）的资金，占基金总资本的 4.2%，赎回规模创下历史纪录，赎回原因可能在于石油收入下降和应对新冠疫情的财政计划使得政府收支缺口大幅扩大。又如，海湾国家主权财富基金的资产预计到今年年底将缩减近 3000 亿美元，原因一是疫情造成股票市场调整，二是财政预算和石油价格下跌。再如，新西兰养老金基金受疫情影响缩水 100 亿纽币或下跌 22%。主要原因是政府采取短期减免缴纳、提高或提前支取等措施所带来的资金来源层面的压力。

不过长期投资者对于短期的巨大回撤并不恐慌。如挪威全球养老基金表示只会考虑长期投资；短期市场波动很大，暂不适宜采取行动。



图 5：2020 年挪威主权财富基金或面临历史最大规模赎回（单位：十亿挪威克朗）



资料来源：彭博，招商证券

### 3. 国际机构投资机构的应对之策

在全球长期停滞的背景下，叠加当前的疫情和金融市场冲击，长期投资机构为了未来实现较高的收益率目标，采取了以下应对措施：

**第一，寻找低相关性资产充分分散化：**最早提出资产配置理论的马科维茨说，资产配置是投资市场上唯一的免费午餐。这一资产配置理念充分阐释了分散化的重要意义。持有相关性较低的资产，有助于分散风险、降低波动率，提高夏普比率。分散化的方式有二：一是依靠另类资产来分散化，另类投资包括对冲基金、PE、房地产和基建，可以提供投资多样性、非流动性溢价和通胀对冲；二是在权益资产的内部结构上比如国别、行业等来分散化。

**第二，承担更多风险：**鉴于这部分机构投资期限较长，风险承受能力较高，这使其具备持有更高风险资产的能力。在低利率环境下，为达到相对合意的收益水平，可以提高风险偏好，包括提高股票资产比重或持有更多新兴市场资产。

**第三，加强极端情景下的战术配置：**长期投资机构面临巨大回撤的时点通常对应着金融危机、贸易战、新冠疫情等较为重大的风险事件。在维持原本的战略配置的基础上加强战术配置，在重大风险事件出现时减仓或规避风险资产，以规避特殊时期的重大损失。

**第四，加杠杆，增加借贷：**发债是近年来长期机构投资机构的现实选项之一，已有若干主权财富基金在过去采取发债的措施进行融资，总规模超过 1000 亿美元。当前，沙特主权财富基金已计划发债筹集数十亿美元资金用于投资。通过加杠杆来提升收益，本身等同于提高风险，同时在投资结构不发生变化的情况下扩大资产购买规模。

**最后，基于再平衡的需要，部分长期投资者在疫情期间资产价格调整中抄底相应资产。**由于其投资组合需要保持各类资产比重相对稳定，当持有的某一类资产出现下跌，主权财富基金实际上需要增持这一类资产，以达到战略资产配置所要求的配比，亦即再平衡过程。今年前 3 个月，沙特主权财富基金“公共投资基金”（PIF）低价购入了价值至少 77 亿美元的美国和欧洲蓝筹股，包括波音、Facebook、花旗等，且正在研究航空、石油和天然气以及娱乐等领域的投资机会。

## 4. 增持中国股票资产是长期投资者的理性选择

在上述应对措施中，无论是充分分散化还是承担更高风险以获得更高收益，都指向增持中国股票资产是海外长期投资者的优选，这也源于中国股票资产以下三方面特性：

### 第一，作为全球第二大市场，仍处于低配状态

境外资管机构对于中国市场最常提到的看法之一就是“too big to ignore”。从全球视角看，国际投资者对于 A 股的配置整体处于低配状态。截至 2019 年 12 月末，中国股票总市值为 12.7 万亿美元，其中在岸 8.2 万亿，离岸 4.5 万亿。尽管中国拥有全球第二大股票和债券市场，但外国投资者目前仅持有中国股票市值的 3%、债券市场的 2.5%。目前美国、巴西、韩国、日本、中国台湾股市中的外资占比分别大体在 15%、20%、30%、30%、40% 左右水平浮动，相比之下，外资对中国市场维持了明显低配状态。

### 第二，具有低相关性，能带来分散化效果

由于市场参与者结构的差异，当前 A 股市场与全球股市的相关性较低。近 5 年，深证综指与主要 MSCI 指数的相关性最低，上证综指也明显低于 MSCI 新兴市场指数与其他指数的相关性，甚至与 MSCI China 也保持着较低的相关性。

表 1：近 5 年 A 股与主要指数的相关系数

	MSCI World	Global EM	APAC ex JP	MSCI China
Shenzhen Stock Exchange Composite Index	0.39	0.40	0.47	0.54
Shanghai Stock Exchange Composite Index	0.43	0.46	0.54	0.68
MSCI Emerging Markets Index	0.75	1	0.96	0.88

资料来源：Robeco，招商证券

新冠疫情中，A 股继续其低相关性的优势。MSCI 研究认为，2020 年初至 4 月 30 日，MSCI 中国 A 股在岸可投资市场指数和 MSCI 全球基准可投资市场指数之间的相关性为 55%，远低于全球其他主要国家和地区股市的同类数据。

### 第三，具有明显的阿尔法（Alpha）机会

在境外投资者看来，A 股市场有效性低，回报率分布广泛，因此 A 股提供了显著的阿尔法潜力。这为主动投资和量化投资都提供了丰富的机会。市场无效滋生投资机会。境外投资者认为，散户投资者比重较高使得 A 股市场更容易受到情绪、行为偏见和消息的推动，从而加大了股票价格的波动，使得 A 股市场的有效性较低，而这为主动管理者提供了大量潜在的投资机会。数据显示，主动投资管理人的收益中位数能够超越各自的基准 MSCI 中国指数。施罗德的分析显示，整体而言，A 股基金经理在过去 5 年中有 4 年跑赢 MSCI 中国 A 股境内基准指数。转型升级的中国经济也为 A 股提供了独特的机会，可以使投资者接触到其他地区没有的领域。例如，A 股市场提供了国有企业混合所有制改革和改善公司治理方面的投资机会和“新经济”行业（医疗保健、消费品、服务和技术）的投资机会。

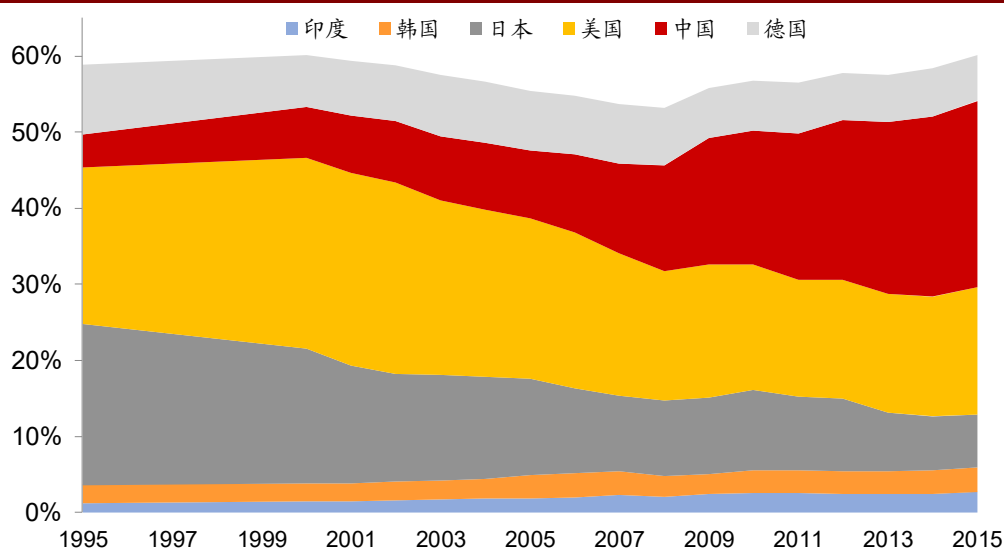
境外长期投资者的持续加入将提高股市场的有效性。长期投资者偏好低估值、大市值的选股倾向叠加其下跌后要进行投资组合再平衡的安排都会使其投资行为呈现价值投资的风格，从而加强 A 股市场中价值投资者的力量，提高市场的有效性。

近期已有长期投资者考虑增持中国股票资产。中国疫情更早得到有效的控制，使 A 股暂成资金避风港。考虑到中国经济的成长性和 A 股低估值、高收益的特征，以及中国在新兴市场基准指数中的权重不断上升，多家海外养老金已经通过 QFII 渠道在 A 股进行配置。近日，英国最大的公共部门养老金池之一——边境至海岸养老金合伙公司宣布，正在招募一家专业的中国股票基金经理人，以补充其现有的新兴市场股票基金，外部委托规模约为 2 亿至 3 亿英镑。

## 5. 中国制造也需要更开放、更发达的资本市场

回顾过去，中国制造通过对外开放崛起成为“世界工厂”。我们在《正确评估中国在全球产业链中所处的地位-从中国制造到中国资产系列报告四》中提出，中国在改革开放 40 年，特别是过去 20 年中，通过融入全球产业链和分工体系，由初级制造国升级到先进制造和服务国。与美国、德国、日本并列，在当前全球产业链中心之一，是世界工厂，在全球制造业增加值中占比高达 25%。中国在全球产业链中的前向和后向参与度都比较高，居于产业链的枢纽位置。我们强调，中国经济之所以能够获得今日的成就，坚定对外开放和融入全球产业链及分工体系至关重要。未来，中国经济要想进一步成功转型升级，仍应将深入融入全球产业链作为突破口，这一点不应动摇。

图 6：1995-2015 中国制造通过对外开放崛起成为“世界工厂”

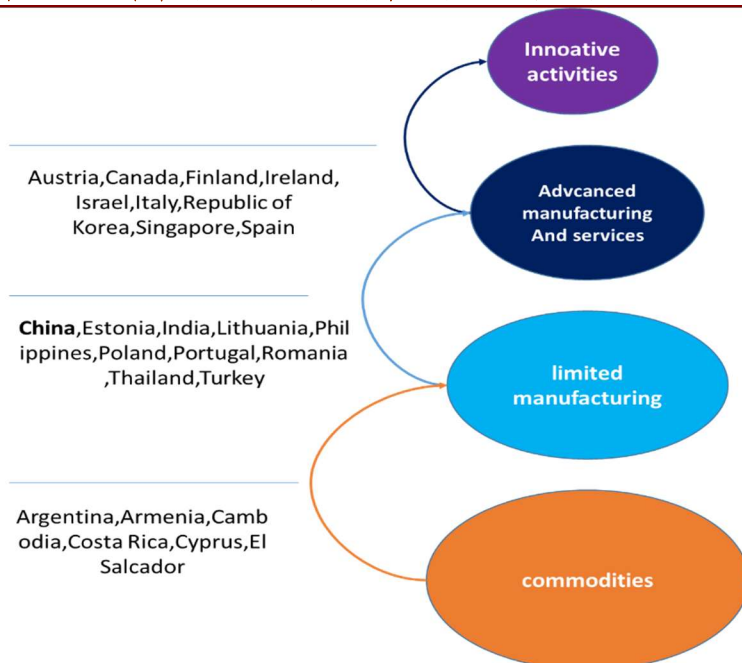


资料来源：OECD，招商证券

展望未来，中国制造和中国经济要向创新驱动升级。总体来看，我国进一步融入全球产业链的目标是通过对外开放促进国内的各项改革，利用好两个市场和两种资源，推动中国经济增长和人均收入水平的提升。未来 10 年，中国融入全球产业链的具体目标是在全球产业链上从先进制造国向先进服务和创新驱动升级，实现向创新驱动经济增长模式的转变，大力提升服务业在中国国内和国际间增加值中所占比重和份额，在向世界各国提供更高品质的商品和服务的同时满足国内市场不断增长的需求，稳步提升人均收入水平，成功跨越中等收入陷阱。



图 7: 1990 年至 2015 年中国从初级制造国升级为先进制造国

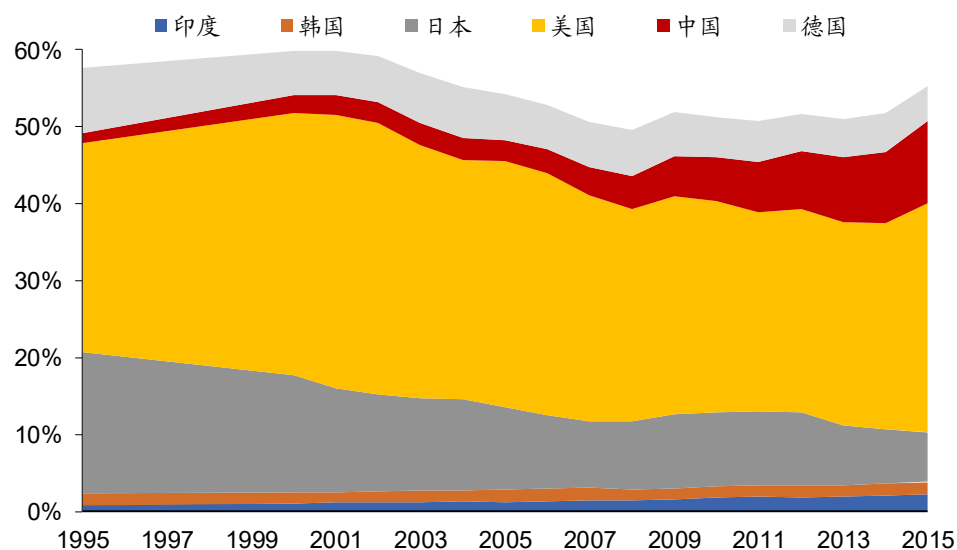


资料来源：世界银行，招商证券

**从中国制造到中国资产，中国经济成功实现转型需要开放和发达的资本市场。**更多的科技创新企业将在中国股票市场中脱颖而出。我们在《从中国制造到中国资产的思考》中提到，从金融服务实体经济的角度看，中国经济未来的转型方向是从先进制造国转型为先进服务提供国和创新驱动国。如果说大规模制造业的发展与间接融资为主的金融结构更为契合的话，显然科技创新行业的发展更需要直接融资的支持，资本市场尤其是股票市场更有利科技创新企业的发展。未来中国的资本市场将承担发现中国优秀的科技创新企业的重要使命，为其提供融资机会和通过并购发展壮大的正向激励，促进中国经济向创新驱动国的成功转型。

**更多的国际机构投资者将投资中国股票市场，持有中国资产。**全球的产业链合作与国际资本流动密切相关。从包括中国在内的新兴经济体的国际资本流动情况看，上世纪 80 年代至 90 年代中，新兴经济体的国际资本流入以银行贷款和贸易信贷为主的“其他投资”项目为主；90 年代中至 2008 年次贷危机之前，新兴经济体的国际资本流入以实业投资和全球产业链布局密切相关的“直接投资”项目为主；2008 年次贷危机至今，特别是 2016 年以来，以股票投资和债券投资为主的“证券投资”项目正在成为新兴经济体吸引国际资本流入的主要方式。这提醒我们，如果中国经济希望通过进一步融入全球产业链的方式来实现经济转型，必然要适应和借助这个全球资本流动的新趋势，积极通过开放中国的股票和债券市场，来“吸引外资”，并同时获得先进的管理理念，技术创新和优秀人才。未来中国资产注定将得到中国投资者和全球投资者的青睐，我们也将在中国股票市场中看到更多国际机构投资者的参与。

图 8: 主要国家服务业增加值占比的变化趋势 (1995-2015)



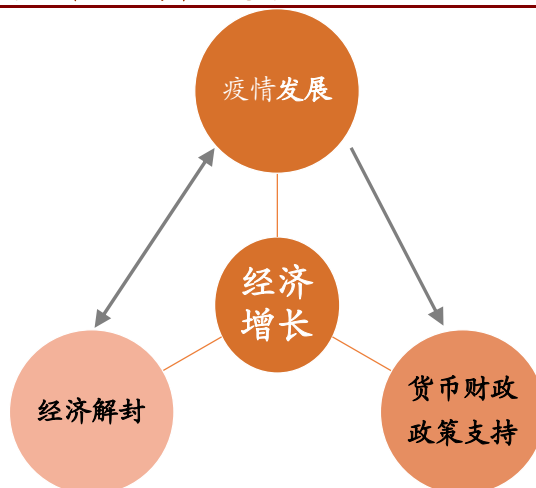
资料来源: OECD, 招商证券

**中国进一步融入全球化的决心非常明确。**本次疫情以来,逆全球化的思潮有所抬头,部分国家对中国的“敌意”有所上升。就如 1990s 年代中国通过建立股票市场来表明坚持市场化改革的立场一样,中国当前同样通过不断扩大资本市场的对外开放,遵守国际规则,吸引更多国际投资者投资中国资产,来向国际社会昭示中国经济进一步融入全球经济中去的坚定决心。

## 二、全球经济如何走出新冠疫情

总体而言，海外经济形势是疫情发展、经济解封与复工复产、政策支持（货币、财政及其对居民和企业资产负债表的支持）三种力量综合作用的结果。而三者间又存在着动态关系：疫情好转是经济解封的前提，但经济解封反过来有可能使得疫情承压；疫情发展和经济解封程度又会影响货币、财政政策的方向、力度及效果；疫情发展（影响居民、企业自发经济活动）、经济解封和货币财政政策支持力度又都会影响供需的回升和经济增长的实际情况。

图 9：三因素影响全球经济从疫情中恢复的速度



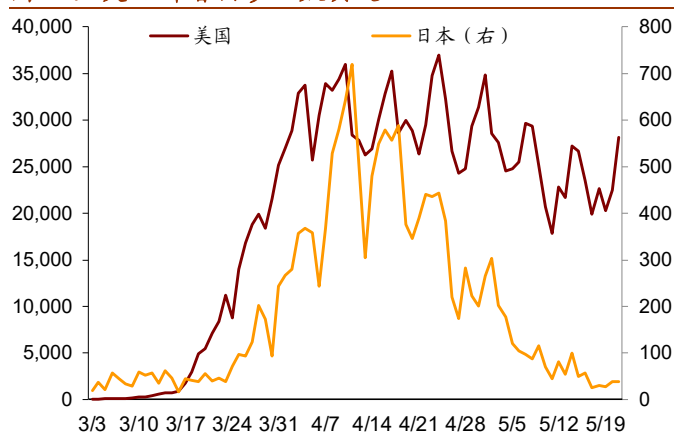
资料来源：招商证券

### 1. 欧、美、日的复工之路

(1) 疫情发展：欧日、美国先后于 4 月、5 月出现新增确诊人数的回落。

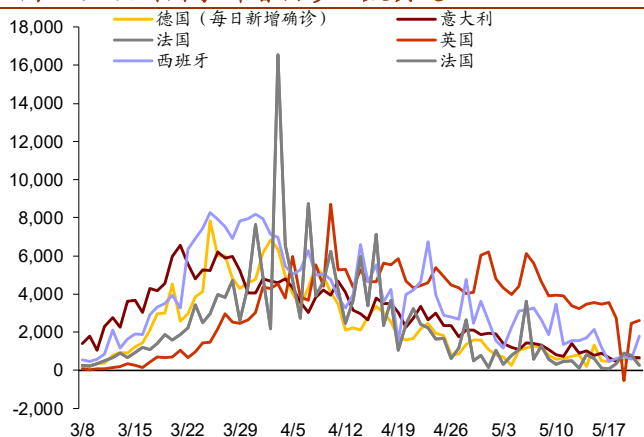
日本、欧洲在 4 月初即呈现出新增确诊人数的见顶，并且在此后持续回落，目前日新增确诊人数已经处于较低水平；美国的新增确诊在 5 月以来才出现回落，但目前回落幅度不大，也未呈现很强的趋势。

图 10：美日新增确诊人数演变



资料来源：WIND，招商证券

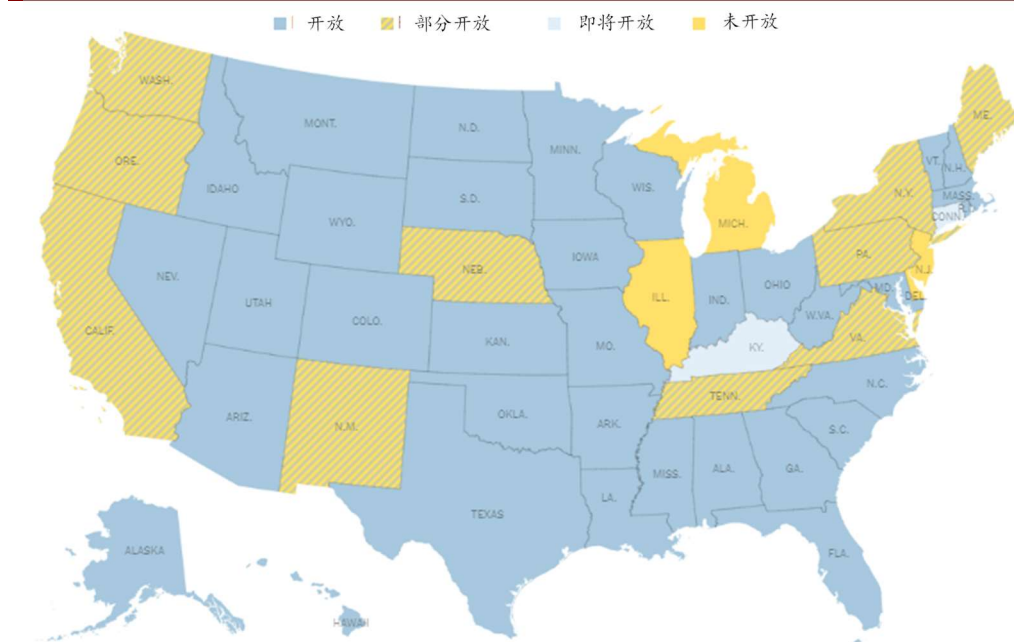
图 11：欧洲国家新增确诊人数演变



(2) 经济重启：美、欧日分别于4月、5月先后启动解禁、复工计划。美国对解禁更为积极，这可能是也其新增确诊居高不下的原因之一。

4月16日，美国白宫发布《重启美国指南》，指导各州分3阶段逐步解封、重启经济，同时允许各州根据自身情况制定重新开放计划。4月17日，共和党传统票仓德克萨斯州宣布将逐步开始解除因新冠疫情而实施的限制措施，成为美国解禁的第一个州。美国总统特朗普出于经济和大选的考虑，极力支持复工，截至5月19日，全美50个州仅有4个未宣布“解禁”时间和措施，绝大部分州政府已解除居家令的限制要求。

图 12：美国绝大部分州政府已决定“解禁”



资料来源：New York Times，招商证券

欧洲方面，自4月20日起德国营业面积小于800平方米的零售商可以恢复营业。此前疫情相对严重的国家，如西班牙（5月2日）、意大利（5月4日）、法国（5月11日）、英国（5月13日）也逐步解除管控措施，总体上欧洲各国已基本进入经济重启进程。作为欧洲大陆“十字路口”的德国更是从5月16日起逐步解除与法国、瑞士、奥地利和卢森堡的边界管控，以恢复欧美内部的人员和货物流动。

日本首相安倍晋三于5月14日对发布了紧急事态宣言的47个都道府县中的39个予以解除。这是日本4月7日宣布紧急状态、4月16日将紧急状态范围扩大到全国后首次宣布解除紧急状态。

(3) 工业产出：发达国家最差的时候工业产出降幅可能在25-30%左右，目前虽然已启动复工，但数据显示边际改善的幅度不大，只是止住了下跌趋势或进入低位震荡。

美国粗钢产量增速小幅边际改善，1-4月美国粗钢产量的4周同比均值分别为2.6%、-0.5%、-4.6%以及-29.7%。4月26日至5月16日，粗钢产量周同比增速分别为-39.4%、-36.0%和-37.2%，5月以来小幅边际修复。

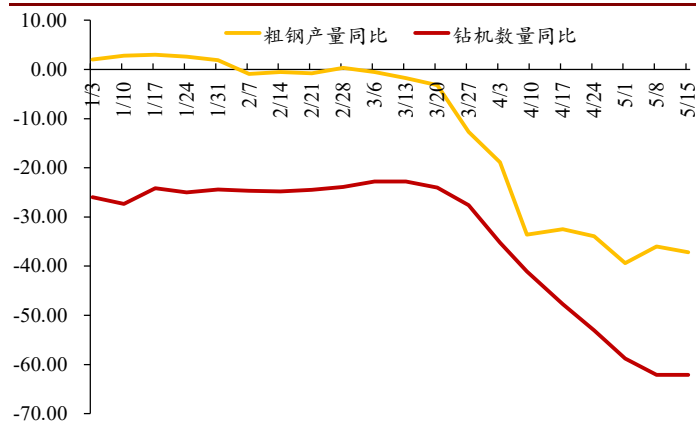
美国钻机数同比增速、炼油厂开工率仍处于底部。1-3月美国钻机数量同比均值为-24.9%，受油价下跌影响，已经出现较为明显下滑，3月28日至5月15日的7周内，钻机数量每周的同比增速分别为-35.2%、-41.1%、-47.7%、-53.1%、-58.8%、-62.2%、-62.1%，可见进入5月以来钻机数量的下降态势有所缓和，目前仍处于筑底阶段，但尚未回升。



炼油厂方面，1月美国炼油厂开工率均值为90.1%，此后一路下滑至5月8日的低点67.9%，4月10日至5月15日均处于67-70%左右水平。

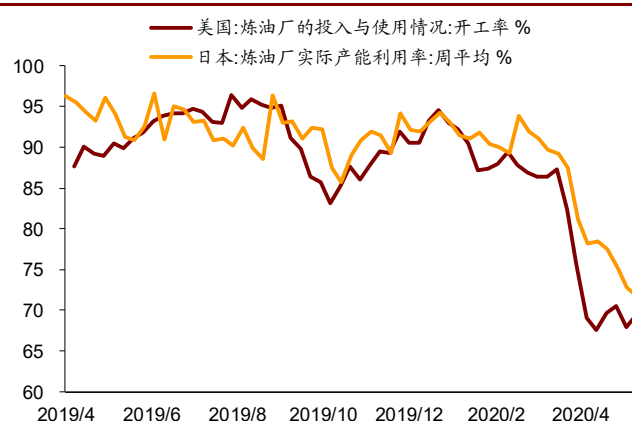
日本炼油厂产能利用率截至5月中旬未现改善。

图 13: 美国粗钢产量与钻机数量同比 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

图 14: 美国、日本炼油厂开工率/产能利用率



资料来源: WIND, 招商证券

(4) 发达经济体服务业受疫情影响降幅较大，实体服务业降幅可能达到70-80%左右，目前已出现一些边际改善，但仍然处于很低水平，改善程度欧洲要好于美日。

航班降幅欧洲>美国>日本，目前仅意大利出现改善。1月欧美日国家航班数量同比增速普遍集中于-4%至-3%的水平，此后出现剧烈下滑，日本降至-45%左右，近期小幅改善；美国最低降至-74%，当前处于低位徘徊中；欧洲国家航班数量同比增速的低点普遍下降至-90%以下，目前疫情最早发酵的意大利出现了一定的改善，同比增速一度回升至-78%，而其他欧洲国家大体处于-90%以下的低位。

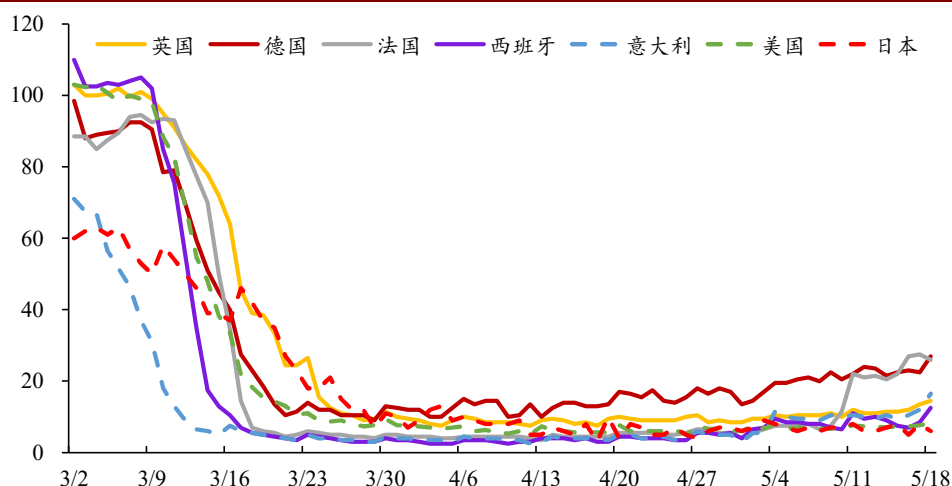
表 2: 美欧日等国航班数量同比 (%) 变化情况

国家	1月	2月	3月	4月第一周	4月第二周	4月第三周	4月第四周	5月第一周	5月第二周	5月第三周
美国	1.70%	1.20%	-2.20%	-45.20%	-58.00%	-60.80%	-63.50%	-74.50%	-74.70%	-73.50%
英国	-3.80%	-3.30%	-22.80%	-90.70%	-92.00%	-93.20%	-93.50%	-92.50%	-92.30%	-93.90%
法国	-0.80%	0.40%	-15.30%	-87.00%	-92.10%	-91.70%	-91.80%	-91.90%	-91.10%	-91.90%
德国	-8.50%	-6.90%	-30.70%	-92.60%	-92.50%	-93.70%	-92.90%	-90.50%	-91.20%	-91.40%
西班牙	-3.70%	-1.80%	-23.20%	-92.60%	-94.20%	-95.10%	-94.10%	-92.30%	-92.10%	-94.40%
意大利	-3.30%	-4.20%	-48.00%	-89.00%	-92.20%	-81.20%	-80.20%	-78.10%	-78.30%	-84.20%
日本	2.40%	-3.50%	-16.50%	-32.00%	-40.10%	-44.40%	-44.60%	-47.00%	-47.90%	-44.90%

资料来源: OAG, 招商证券

短途出行: 欧洲国家小幅恢复，美日低位徘徊。Citymapper 构建的公共交通指数反映的是各国目前公共交通出行情况。该指数显示，德国短途出行4月中旬开始缓慢改善，法国5月10日之后出现明显改善，升幅约27%；西班牙、意大利、英国于5月17日左右出现了改善，但美国、日本的短途出行仍处于低位。

图 15: 美欧日等国公共交通出行指数



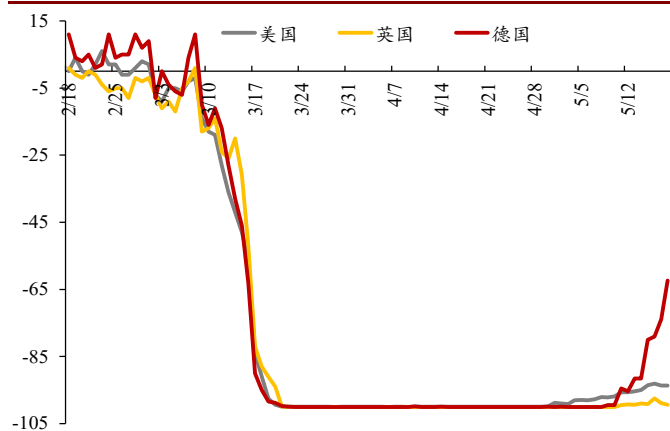
资料来源: Citymapper、招商证券

注: Citymapper 的公共交通出行指数是当日 Citymapper 应用中的公共交通计划出行数与 1 月 6 日-2 月 2 日 (巴黎使用 2 月 3 日至 3 月 1 日) 同期水平的比值。由于 Citymapper 仅提供部分城市的公共交通出行指数, 我们以主要城市的公共交通出行指数代替国家的公共交通出行指数。

**餐饮业恢复情况各异, 目前德国>美国>英国。**三月中旬各国相继实施管控措施后, 实体餐饮全面歇业。5 月 9 日起德国餐厅预定人数开始回升, 近 10 天连续攀升, 餐厅预定人数同比增速已从-99.42%上升至-62.32%, 改善趋势明显。美国 5 月以来餐厅预定人数缓慢增长, 5 月 1 日餐厅预定人数同比为-98.8%, 到 5 月 18 日降幅已收窄至-93.7%。英国目前餐饮业压力相对较大, 5 月 18 日餐厅预定人数同比仍为-99.4%。

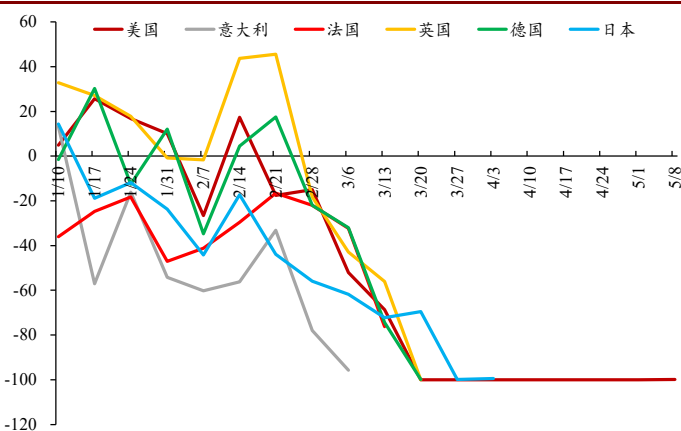
**影院仍处于普遍停业状态。**3 月底以来各国电影行业几乎进入停滞期。四月底开始美国德克萨斯等州开放了部分影院, 另据洛杉矶时报消息美国汽车影院将陆续开放, 但这些措施对于行业原有规模而言仍是杯水车薪。欧洲与日本的情况则更为严峻, 多个国家已超过七周没有更新票房收入数据。韩国近期娱乐场所引发的聚集性传染事件也给各国娱乐行业的复工敲响了警钟, 欧美日等国电影行业或将继续承压。

图 16: 美英德三国餐厅预定人数同比 (%) 变化情况



资料来源: Opentable、招商证券

图 17: 美欧日等国票房收入同比 (%) 变化情况



资料来源: WIND, Box Office Mojo、招商证券

### (5) 美国农业生产提速

美国农业部 (USDA) 最新数据显示, 玉米、棉花、大米以及大豆的种植率较去年同期分别高出 50%、18%、26%以及 34%。美国农业生产者在四月底各州逐步放开管控后,

迅速提高了主要作物的种植率，按照目前的播种情况可以预测，美国主要作物供给能力受疫情影响幅度相对有限。然而，疫情将在一定程度上影响需求端，以玉米为例，美国玉米主要投入乙醇汽油制造、食品加工与出口以及牲畜饲料等三种渠道，新冠疫情使得乙醇汽油和食用玉米需求下降，下半年玉米滞销的情况或更为严重。

表 3: 美国主要农作物种植率远超去年同期

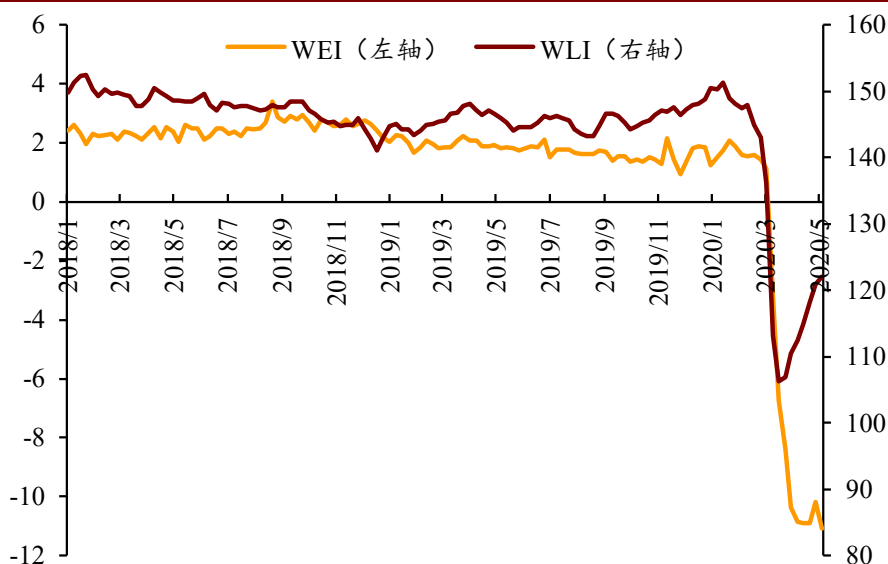
品类	年份	第一周 4月6日	第二周 4月13日	第三周 4月20日	第四周 4月27日	第五周 5月4日	第六周 5月11日	第六周 5月18日
玉米	2019年		2.00%	3.00%	6.00%	15.00%	23.00%	30.00%
	2020年		3.00%	7.00%	27.00%	51.00%	67.00%	80.00%
	同比		50.00%	133.33%	350.00%	240.00%	191.30%	166.67%
棉花	2019年	4.00%	6.00%	7.00%	9.00%	11.00%	18.00%	26.00%
	2020年	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	18.00%	32.00%	44.00%
	同比	75.00%	50.00%	57.14%	44.44%	63.64%	77.78%	69.23%
大米	2019年	12.00%	19.00%	26.00%	31.00%	38.00%	48.00%	55.00%
	2020年	17.00%	21.00%	30.00%	39.00%	49.00%	70.00%	81.00%
	同比	41.67%	10.53%	15.38%	25.81%	28.95%	45.83%	47.27%
大豆	2019年			1.00%	3.00%	6.00%	9.00%	19.00%
	2020年			2.00%	8.00%	23.00%	38.00%	53.00%
	同比			100.00%	166.67%	283.33%	322.22%	178.95%

资料来源: USDA, 招商证券

#### (6) 综合指标显示经济重启态势明确，潜在风险仍然存在。

纽约联储和美国经济周期研究所 (ESRI) 测算的 WEI (Weekly Economic Index) 和 WLI (Weekly Leading Index) 指数是观测美国经济的周度领先指标，近期数据和 5 月 16 日的最新数据显示，WEI 在底部震荡，而 WLI 从 4 月初就开始出现回升，这一指标相对 WEI 而言有一定领先性，这与政策和高频指标显示的情况接近，即经济当前状况仍然不乐观，但是促使美国经济出现恢复的因素已经出现。

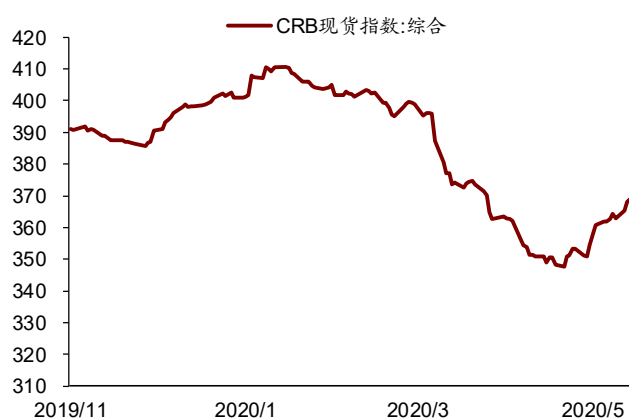
图 18: 美国经济领先指标 WEI 和 WLI



资料来源: New York Fed, ECRI, 招商证券

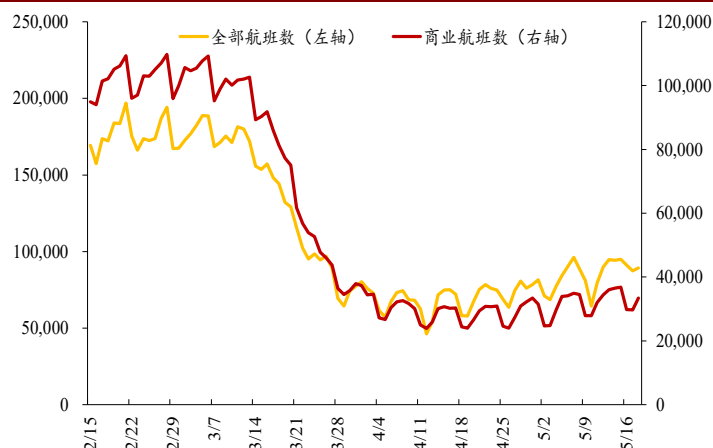
CRB 商品价格指数与现货指数近期都逐步回暖，表明大宗商品的价格有望改善；航班起飞数量在近六周虽然仍处于低位但基本保持稳定上升的态势并逐渐呈现正常时期的波动状况，表明长途运输与人员交流的秩序日益恢复。

图 19: 4 月底以来 CRB 综合指数持续反弹



资料来源: WIND, 招商证券

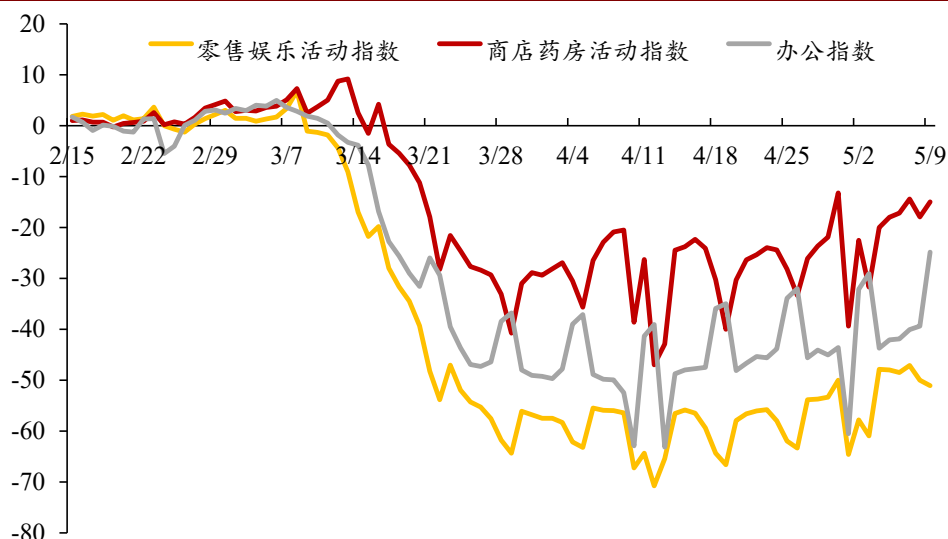
图 20: 航班起飞数量企稳



资料来源: Flightradar24, 招商证券

谷歌发布的活动指数（Mobility Report）显示，全球复工活动正在展开，商店药房活动指数的回升表明日常基本消费需求也开始恢复，办公指数也出现更为显著的回升，零售娱乐活动指数回升幅度相对较小，显示疫情对于非必需的消费活动仍有抑制作用。

图 21: 谷歌全球经济活动指数整体有所回升



资料来源: Google, 招商证券

综上，欧美日的复工计划已经启动，亦有部分高频指标出现边际改善。但从 5 月来看，复工计划产生的作用仍然以止住跌势、促进经济企稳的托底作用为主，仅局部领域出现相对改善，但距离疫情前的情况仍然有较大距离。从国别情况来看，德国等欧洲国家的服务业复工进度仍然更为超前；美国农业主要作物种植率远超去年同期水平；工业生产仍然处于底部区域。而 WLI、CRB 指数和政策动向等都指向对复工进程的乐观预期。

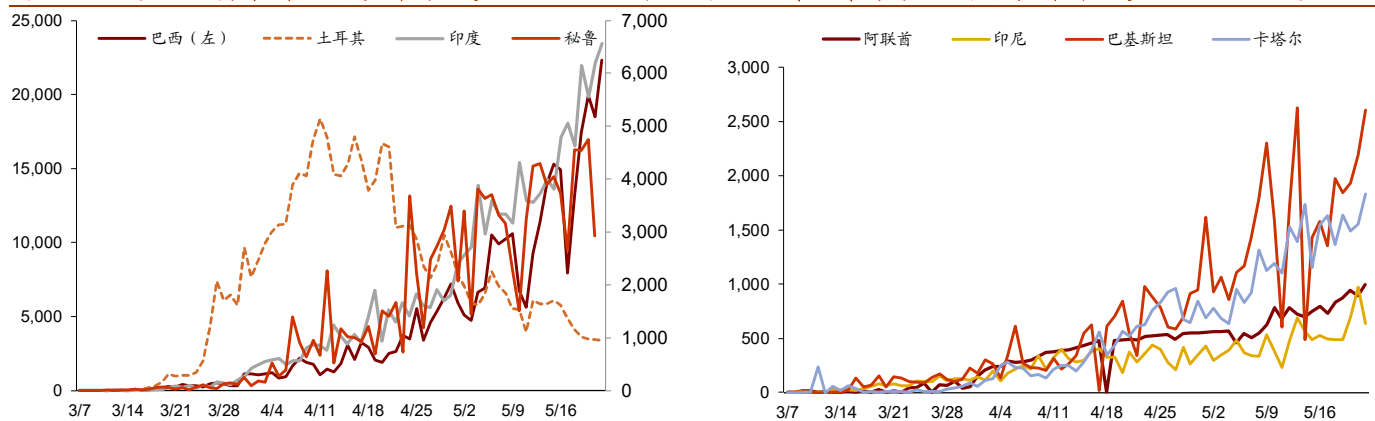
## 2. 新兴经济体的复工相对滞后

新兴经济体的疫情相对发达国家扩散更晚、控制更差，多数还未迎来疫情的拐点，因此复工相对滞后。出现新冠疫情扩散的新兴国家为：中东的阿联酋、卡塔尔、沙特、埃及；亚洲的巴基斯坦、印度、印尼、孟加拉、哈萨克斯坦；欧洲的俄罗斯、土耳其、白俄罗斯、乌克兰、塞尔维亚；美洲的智利、秘鲁、巴拿马、巴西、墨西哥；非洲的摩洛哥。



其中不乏人口大国。而除了土耳其、俄罗斯以外，多数国家都还没有达到新增确诊人数的拐点，伊朗在新增人数回落后似乎又于5月迎来了新一轮的上升。截至目前新兴经济体的疫情扩散时间也已接近2个月，超过发达国家，表明其对疫情的控制程度弱于发达国家。而要看到和确认疫情的改善，可能还需要至少2-3周的时间；若情况进一步恶化，则可能对三季度继续产生负面影响。

图 22：四个人口密集新兴国家新增确诊人数变化（个） 图 23：部分中东和亚洲国家新增确诊人数变化（个）



资料来源：WIND，招商证券

基于不同的疫情形势，新兴国家当前采取的政策也不尽相同：

### （1）俄罗斯于5月初开启复工

3月30日，俄罗斯政府升级了对经济的限制，要求关闭非必要企业并将人员留在室内，同时开始为期6周、覆盖所有行业的国家休假，这在一定程度上缓解了疫情的蔓延。

为了重新开放经济，5月7日俄罗斯公共卫生局长提出了一个三阶段的重新开放计划。第一阶段，人们将被允许在户外散步和运动，小型商服也将重新开放；第二阶段将允许学校和较大的商服开放；在第三阶段，公园，酒店，饭店和所有商店将重新开放。俄罗斯副总理表示，全国有11个地区可以直接进入二级（共82个地区）。11日俄罗斯宣布，从5月12日开始全国统一休假将结束，工业和建筑企业率先复工，但服务业领域继续保持限制措施。5月18日，俄罗斯总理表示俄罗斯27个地区已经准备好逐步放松疫情管控措施；部分疫情严重地区仍然采取禁止户外散步和活动的禁令；同时，俄罗斯交通预计六月起逐步恢复。

### （2）土耳其5月开始渐进复工

3月30日，土耳其政府宣布对18个省（共81个）中的41个居民区实行隔离，并采取多种遏制措施来应对疫情，包括社会疏散，宵禁，旅行禁令、隔离返乡国民、关闭学校和大学、商店和娱乐场所，但是目前只对20岁以下以及65岁以上的居民“禁足”。

5月4日，土耳其政府宣布从5月至7月取消锁定措施的分阶段实施方法。部分零售商店将从5月11日开始营业，此后将逐步开放电影院、休闲娱乐区、餐厅等，6月商场可能全部开放，8月商场营业完全恢复正常；大学和司法机构将在6月15日恢复活动，而国内和部分国际航班将在6月恢复运营；针对少年和老年人的流动限制正逐步取消。

### （3）巴西仍需尽力抗疫

4月巴西大多数地区均采取了疫情防控措施，包括关闭学校、限制公众集会和非必要服务、关闭边境等。5月3日，巴西18个州和首都巴西利亚所在的联邦区宣布延长隔离时间。迄今为止，巴西全部26个州和一个联邦区均已采取隔离防控措施，但仅有个别

地区实施严格隔离措施禁止民众随意上街。在疫情最严重的圣保罗州、里约州等地区，隔离基本靠民众自觉。巴西总统博索纳罗公开带头反对各州州长的隔离政策，认为各州采取的封锁措施应对过了头，损害了经济。内部混乱的状况或是巴西疫情持续没有好转的原因之一，巴西尚不具备进入复工的条件。

#### （4）沙特保持严格防控

3月23日起，沙特采取了一系列措施来限制病毒传播，包括宵禁、旅行限制、在清真寺暂停祈祷、关闭学校和购物中心、暂停员工出勤、增加病毒测试等。4月6日，沙特内政部宣布提高防控措施等级。利雅得、胡富夫、吉达等9个城市（共15个）即日起实行全天24小时宵禁。4月12日，沙特国王发布命令，批准在全国范围内延长宵禁。5月12日，沙特内政部表示，开斋节假期期间（5月23日至27日）沙特将在全国范围内实施24小时宵禁。目前麦加仍处于24小时宵禁状态，但其余地区民众可以在上午9点至下午5点之间自由活动。为了重新开放经济，购物中心，批发和零售商店在保证严格社交距离的条件下于4月29日至5月13日重新开放。

#### （5）印度采取封层管控

3月9日，印度各地已经实施了不同程度的遏制措施，包括旅行限制、关闭教育机构、休闲娱乐场所，禁止大规模集会和鼓励公司推广远程办公等。3月24日，印度总理莫迪宣布未来21天印度全国将进入封锁状态；第二次封锁将时间延长至5月17日。

4月15日，为支持经济活动，印度政府宣布从4月20日起在部分非热点地区（129个高发区，297个非热点区）实施若干放宽措施。4月29日，在各州指定当局管理下，政府允许被困人员在州与州之间流动。5月初，印度卫生部已经按照疫情严重程度将全国划分为红色、橙色和绿色区域，现阶段，印度全国有130个红色区域（首都等大城市基本都被列入），这些区域将继续实施严格的管控和封锁；另外284个橙色区域所受限制已经有一些放松；而在过去21天没有报告确诊病例的319个绿色区域中，封锁限制措施正在大幅放宽。物流方面，目前海关、港口、码头、公路运输可以作业，但效率偏低。

#### （6）墨西哥预计于6月分区域进一步复工

为了延缓冠状病毒的传播，3月30日墨西哥政府宣布进入卫生紧急状态，直到4月30日，墨西哥境内暂停“非必要活动”，并实施了一系列措施，包括旅行限制、社交隔离、关闭学校和非必要活动场所等。4月5日，随着新冠疫情进入大规模传播阶段，墨西哥政府宣布将保持社交距离措施实行时间延长至5月30日。然而，墨西哥日新增确诊人数仍然持续上升。墨西哥是新冠病毒检测率最低的国家之一，在经合组织（OECD）中排名末位。

不过，5月13日，墨西哥政府仍然宣布了经济活动三阶段复苏计划：第一阶段，新冠疫情确诊病例较少的269个市级行政单位（总共2394个市），确保5月18日起社会经济活动陆续重启；第二阶段，5月18日至31日期间，建筑业、矿业等行业可陆续复工复产；第三阶段，从6月1日开始，各地将按照疫情风险降序划分为红、橙、黄、绿4个级别，逐步开放公共空间、恢复教学活动等。

### 3. 政策支持力度上，新兴经济体弱于发达国家

从政策来看，主要发达国家的财政扩张态度坚决，新兴经济体刺激规模相对较小。各国财政政策的重点投向主要包括：（1）为企业提供流动性支持；（2）减税、延缓税收；（3）

减缓失业；(4) 救助低收入人群。政策的方向均为阻断经济主体受到疫情重创后引发的负向循环，方向明确。从政策规模来看，发达国家相对较大，而新兴经济体相对较小。同时，考虑到新兴市场可能因疫情和美元强势而面临更大的资本外流压力，因此流动性层面上新兴经济体也相对差于发达国家。

表 4: 各国针对疫情采取的财政刺激规模占 GDP 比重

国家	财政刺激占 GDP 比重	国家	财政刺激占 GDP 比重
日本	21.1%	巴西	8.0%
新西兰	20.7%	葡萄牙	6.1%
马来西亚	16.1%	法国	5.0%
美国	14.0%	德国	4.9%
新加坡	12.2%	意大利	4.6%
瑞士	10.4%	芬兰	3.7%
澳大利亚	9.9%	印度	3.5%
加拿大	9.8%	西班牙	3.0%
泰国	9.6%	土耳其	2.0%
奥地利	9.1%	-	-

资料来源：招商证券；注：数据中未包含德、意、法的贷款担保，分别占 GDP 的 23%、25%、14%

## 4. 预计全球经济 U 型恢复

基于以上分析，我们得出以下结论：

第一，疫情发展存在时间差异。欧日、美疫情已经先后见顶回落，新兴经济体疫情发展周期更靠后，且从发酵时长来看管控相对更差，疫情确认见顶回落最早 6 月才会出现，且尾部风险更高。即便是在疫情好转的国家或地区，由于疫情并不能彻底消失，这始终对经济活动存在抑制，因此难以看到“报复性消费”。

第二，发达国家普遍推出复工计划；新兴经济体存在分化，部分已开启复工，部分仍以抗疫为主，部分采取分层复工措施。复工政策目前仅仅是推动经济活动企稳，回升幅度较小，但预期改善较为明显。而参照伊朗、韩国的情况，疫情二次冲击的风险也是各国复工的重要考量。

第三，发达国家采取的刺激规模相对较大，新兴经济体刺激规模相对较小，且在流动性环境层面也相对差于发达国家，加之疫情延续时长可能高于发达国家，企业和居民资产负债表恶化的程度可能也高于发达国家，因而预计未来复苏更为缓慢、力度更弱。

基于以上情况，预计新兴经济体二、三季度经济增长可能均处于底部，于四季度才出现明显改善；发达国家在三季度的经济增长将有较为明显改善，但仍然难以达到疫情前的水平；总体而言三季度全球总需求和商品价格将有所回升，但回升力度有限；而四季度全球经济增速即使进一步改善，但水平也仍会低于疫情之前。进入 2021 年之后，考虑疫情基本受控和低基数的影响，全球经济将直接上升至明显高于潜在增速的水平。总体而言全球经济接近 U 型反转。

### 三、中国的三驾马车哪一驾最先修复？

我们的答案是：首先是政府投资和公共消费，其次是居民消费和民间投资。外需修复需要观察全球疫情的发展情势，如果一切顺利，我们愿意给出一个乐观预期，即外需修复将同步于居民消费和民间投资。

#### 1. 外需始终是中国出口的锚

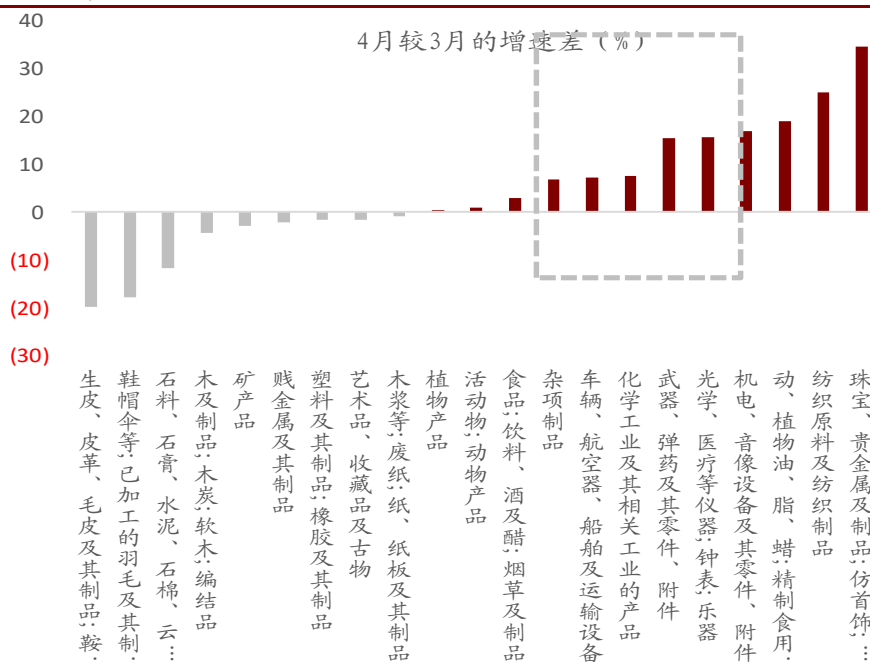
对于中国经济，内需是基本盘，但外需是关键边际量。对于出口而言，尽管4月超预期增长，但外需始终是我国出口的“锚”——欧美复工不意味着外需恢复，海外疫情的扩散可能通过失业、负财富效应、预防性储蓄等途径导致外需持续疲弱。基于PMI新出口订单数据测算，外需缺口可能达到11.5%，这对2020年GDP增速的拖累最大会达到1.6个百分点。

##### (1) 当前出口数据背后的隐忧

市场原本预期我国出口会跟随全球GDP增速的变化，即二季度显著下滑、三季度有所反弹。但海关数据显示，4月货物出口增长8.2%，比一季度大幅反弹19.6个百分点。当前出口超预期增长的可能原因有三个方面。一是前期积压出口订单的交付和低基数因素；二是防疫物资出口的增加：海关数据显示4月防疫物资出口超过610亿元，假设均为净增量，会带动出口增速4.7%。三是国内及东亚地区率先复工对区域贸易的带动以及随之而来的供应能力相对优势，使得我国出口份额暂时上升。

但是，对新兴国家出口、劳动密集型行业出口都不理想，显示出疫情影响之下传统需求仍然偏弱，这都体现为不同产品出口增速改善程度的差异较大。

图 24：4 月我国不同产品出口增速较 3 月的变化



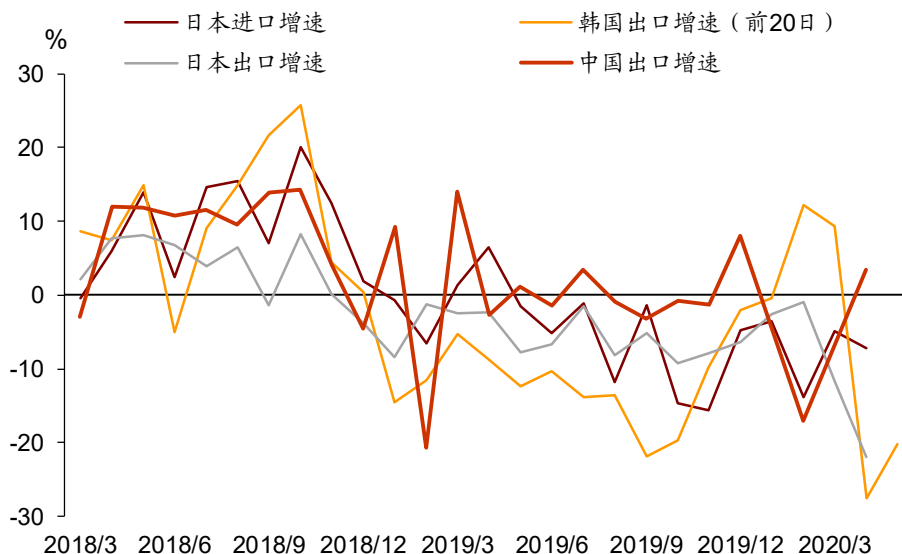
资料来源：WIND，招商证券

其次，对比我国数据与伙伴国数据，可以发现我国对日出口大幅改善，但日本进口增速、日韩出口增速均出现明显下滑，韩国5月前20日出口也仍在很低增速徘徊，这进一步



印证了外需的低迷。

图 25：中国出口与日韩进出口对比



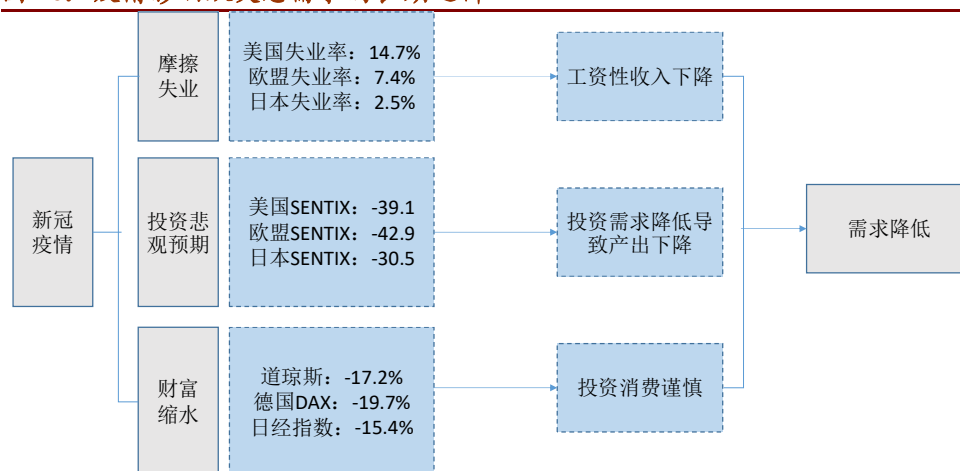
资料来源：WIND，招商证券

总之，因疫情而出现的支撑因素，也会因疫情恢复而消退。外需始终是我国出口的“锚”，而我们基于三个原因，判断海外疫情扩散可能会导致外需持续疲弱。

## (2) 疫情导致外需持续低迷的三大逻辑

首先，对于欧美而言，尽管疫情逐渐见顶，复工已经开启，但疫情仍然可能通过失业、负财富效应、预防性储蓄等途径影响其总需求。原因一是失业上升导致工资性收入降低。当前美国、欧盟和日本失业率分别为 14.7%、7.4% 和 2.5%，同期个人消费大幅下降。二是投资信心指数下降，当前美国、欧盟和日本的 SENTIX 指数分别为 -39.1、-42.9 和 -30.9，预期谨慎投资仍为主旋律。三是资本市场波动导致财富缩水，道琼斯指数、德国 DAX 和日经指数近 2 月跌幅分别得到 17.2%、19.7% 和 15.4%，将同时影响消费和投资。四是中国一季度的经验显示，不确定性环境下预防性储蓄会明显增加，这会导致非必需消费的减少。

图 26：疫情影响欧美总需求的长期逻辑

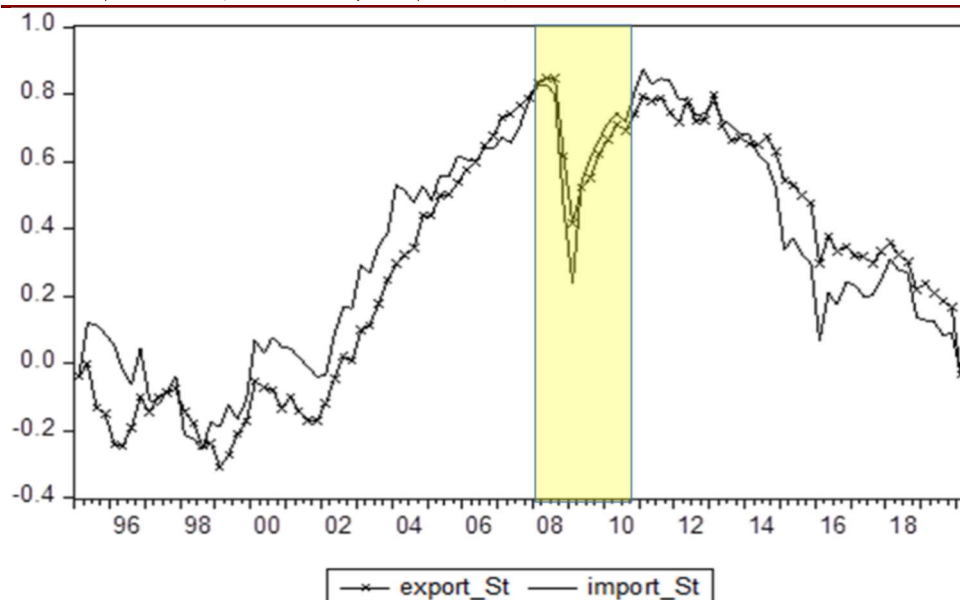


资料来源：WIND，招商证券

其次，经验分析表明疫情冲击并非短暂影响。采用 B-N 分解理论对我国 1995 年至 2020

年进出口贸易季度数据进行随机项（代表随机性事件的冲击）分解，发现 2008 年金融危机后的恢复期接近 10 个季度，进一步通过冲击项对周期项的脉冲响应推测，2020 年 1 季度新冠疫情冲击对我国出口冲击的负面影响将持续 6 个季度以上。

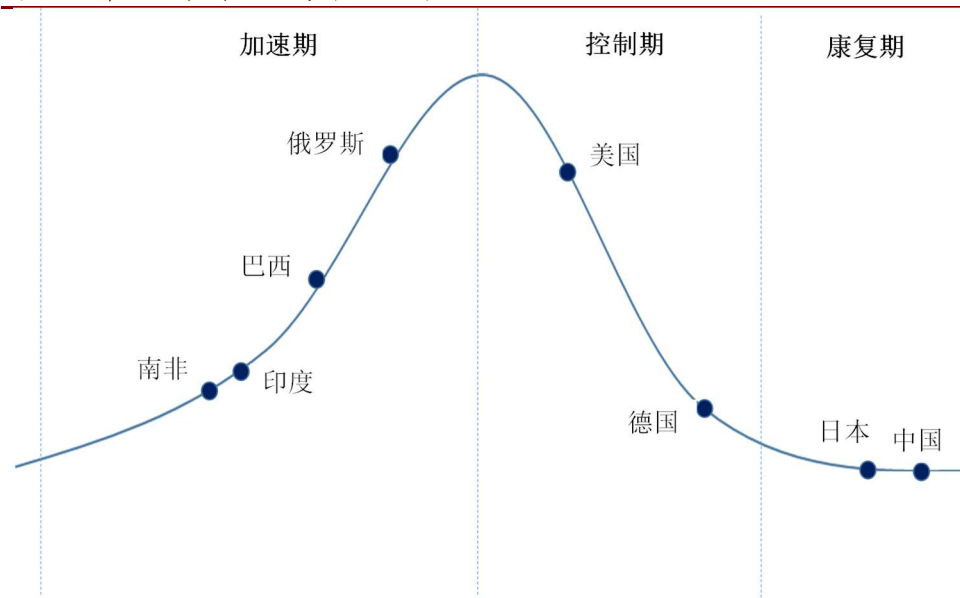
图 27：中国出口所受随机性事件冲击的持续性



资料来源：WIND，招商证券

最后，新兴经济体疫情不确定性将拉长影响时段。我国对新兴经济体出口一直保持稳定增长，但新兴经济体疫情当前仍处于加速期，尤其是巴西、印度、南非、俄罗斯等国。考虑其疫情发展和防疫水平，推断我国出口受影响的时段或将延长至 2021 年。

图 28：部分国家所处疫情阶段（截止 5 月 26 日）



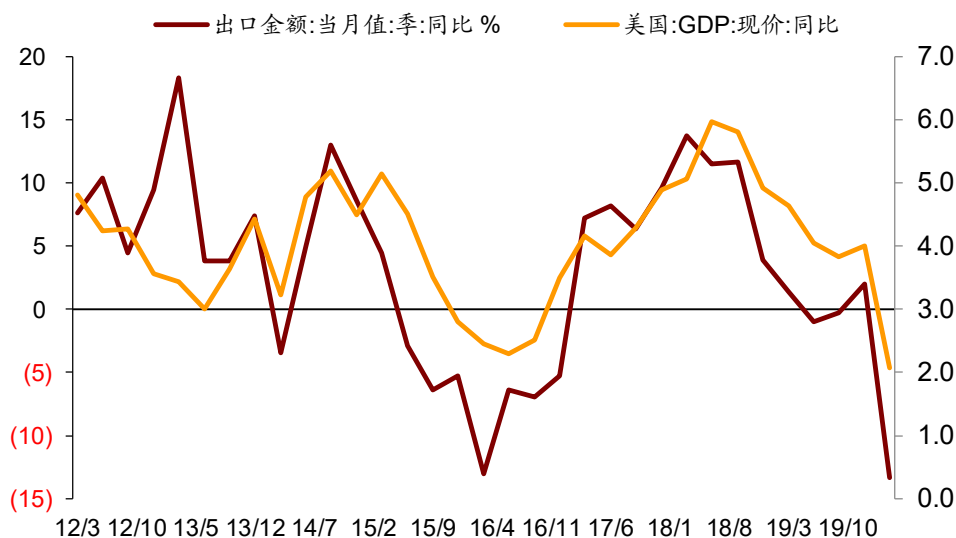
资料来源：WIND，招商证券

### （3）外需缺口的规模与持续性

从时间轴来看，首先是欧洲 1 季度经济负增长，形成首次冲击。其次是美国 3 月疫情爆发，4 月非农就业人口下降 2050 万人，比 3 月降幅扩大近 70 倍，这预示美国 2 季度 GDP 显著下行的概率较高。最后，4 月中下旬以来新兴经济体疫情扩散，俄罗斯、巴西、

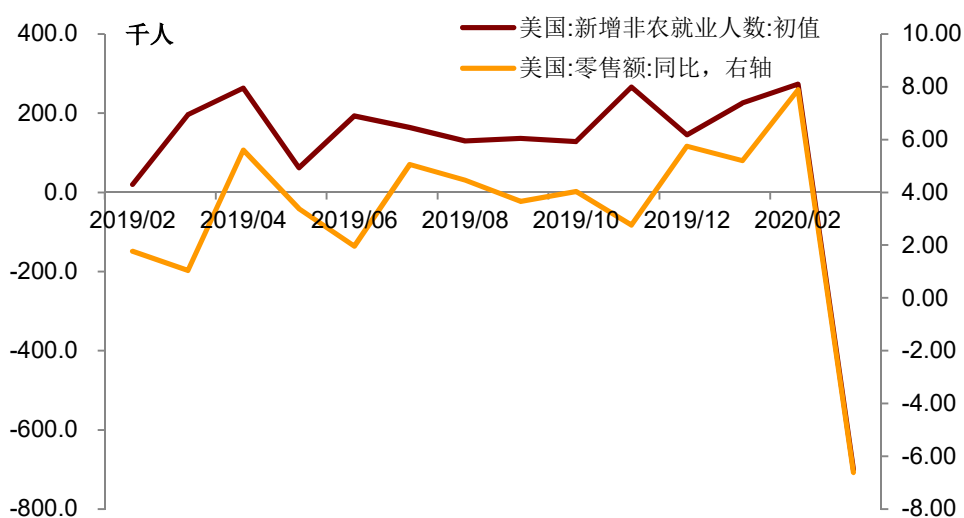
南非和印度四国的每日新增病例突破 3 万人，累计确诊病例已经达到 73.2 万人。据此预测，外需收缩的冲击会从 5 月开始显现，2-3 季度新增出口订单都将明显受到影响，全年的出口面临巨大的下行压力。

图 29：我国出口增速与美国 GDP 同比增速走势



资料来源：WIND，招商证券

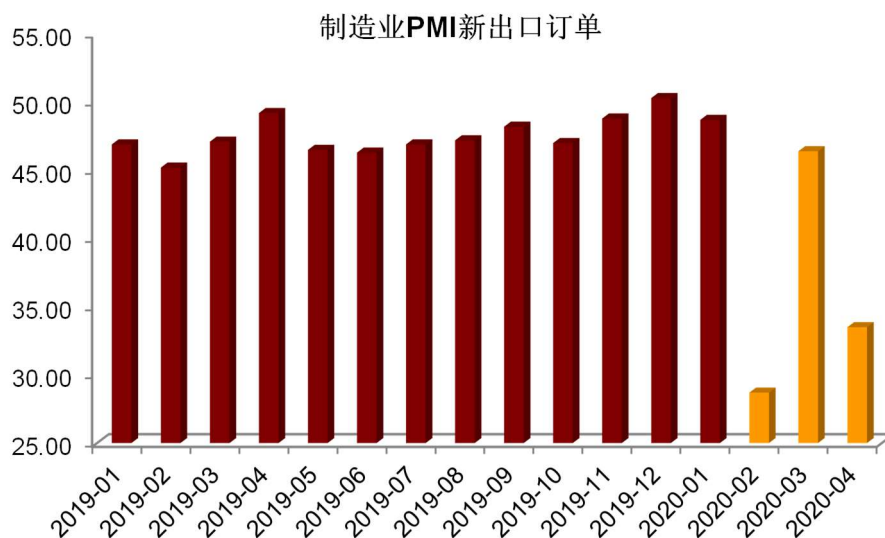
图 30：2 季度才是美国经济最糟糕的时刻



资料来源：WIND，招商证券

可以用 PMI 新订单出口指数来衡量外需缺口的深度，考虑过去 3 个月新出口订单均值为 36.2%，此前 1 年均值为 47.6%，据此推测外需缺口达到 11.5%，这对我国 2020 年 GDP 增速的拖累最大会达到 1.6 个百分点。

图 31: 制造业 PMI 视角下的外需缺口



资料来源: WIND, 招商证券

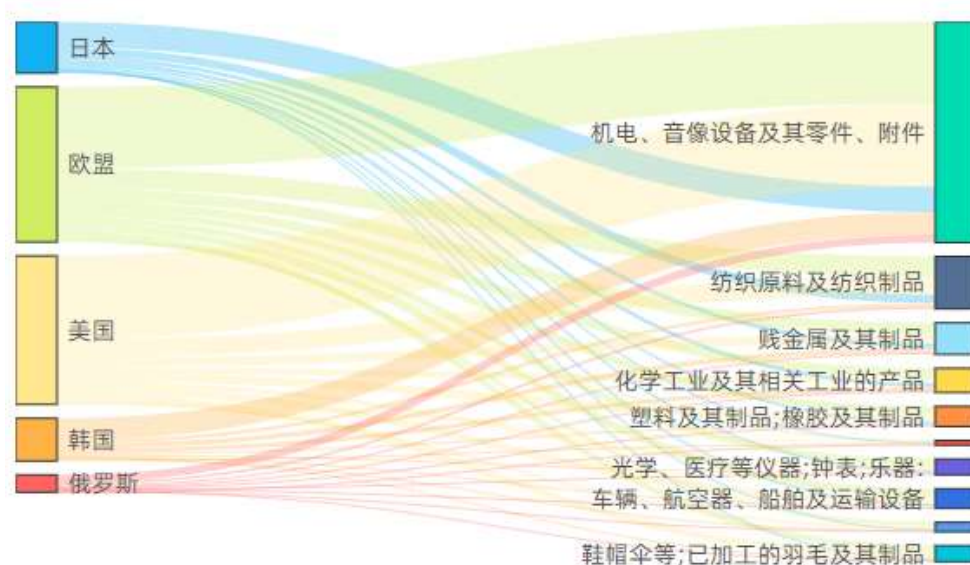
#### (4) 外需缺口的行业分布和国别分布

从具体受影响的行业来看, 根据 HS 行业分类, 2019 年机电、音像设备及其零件出口 10879.7 亿美元, 占总出口额 44%, 纺织制品、贱金属制品、化工产品、车辆、航空器、船舶及运输设备、塑料及其制品等行业出口均超过 1000 亿美元, 分别为 2605.7 亿美元、1831.9 亿美元、1304.5 亿美元、1119.0 亿美元和 1065.5 亿美元。相比而言, 动植物油脂、艺术品和武器弹药等行业出口额较小, 仅为 11.9 亿美元、7.4 亿美元和 1.4 亿美元。

从对五大经济体的出口来看, 机电、音像设备及其零件附件、纺织原料及纺织制品、贱金属及其制品、化学工业产品、塑料制品等行业都以出口美国和欧美为主, 其中机电相关产品出口美国 1926.4 亿美元, 出口欧洲 1878.1 亿美元, 出口日本和韩国均超过 500 亿美元。纺织原料及纺织制品出口欧盟和美国 457.1 亿美元和 426.7 亿美元, 其次是日本、韩国和俄罗斯分别为 192.9 亿美元、80.8 亿美元和 53.6 亿美元。此外, 化学工业相关产品、贱金属及其制品和塑料及其制品出口欧盟和美国占比达 62.9%、66.7% 和 76.7%。总的来看, 机电、纺织、运输、化工等行业的出口可能受到外需萎缩的持续性负面影响。



图 32: 2019 年我国部分行业出口额 (亿美元)



资料来源: WIND, 招商证券

## 2. 公募基建 REITs 加持之下的投资

《政府工作报告》指出“国内消费、投资、出口下滑, 就业压力显著加大, 企业特别是中小微企业困难凸显, 金融等领域风险有所积聚, 基层财政收支矛盾加剧。”意思是说总需求三驾马车同时在下滑; 劳动力、企业、金融机构、政府 4 大主体同时面临困难。

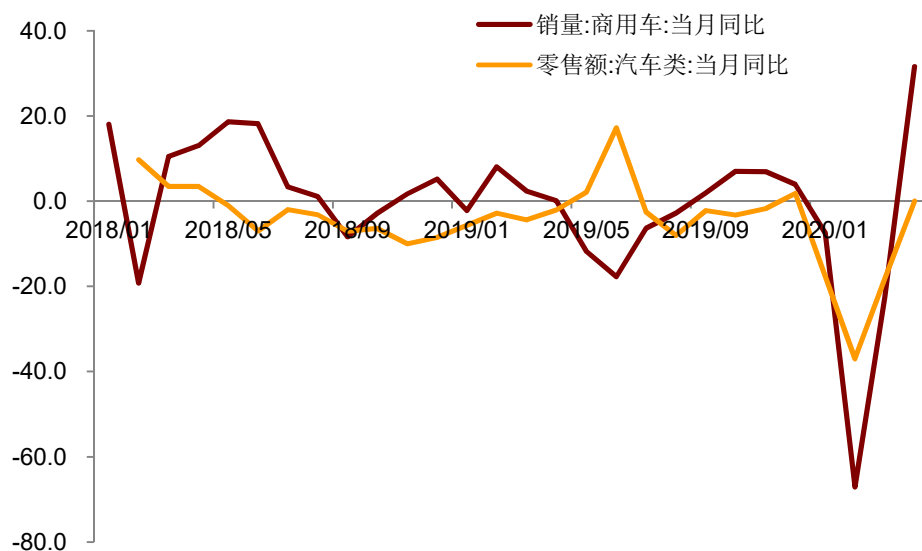
面对前所未有的调整, 现阶段逆周期调节政策主要通过扩大投资需求来拉动内需, 进而对冲外需缺口, 目前已经取得初步成效, 尤其是工业生产的修复较为明显。然而, 任何一项政策都会有收益和成本两个方面, 目前所付出的成本主要包括财政收支矛盾的加剧和宏观负债率的上升。从中长期来看, 公募 REITs 是一项值得关注的资本市场改革措施, 既能为基建投资提供新的资金来源, 降低基础设施建设对政府投入、银行信贷的依赖度, 控制宏观杠杆率, 也为居民提供新的投资选项。

### (1) 以投资为重点的逆周期调节政策已取得初步效果

为对冲外需缺口, 3 月底以来逆周期调节政策的重心已调整为扩大内需。其中又以促进有效投资为重点。一方面, 今年已经发行的地方政府专项债已达到 2 万亿元, 主要用途指向基建投资, 包括新型基建和老旧小区改造项目; 另一方面, 货币政策也加码以配合财政政策, 目前社融余额增速达到 12.0%, M2 同比达到 11.5%。从已有的数据来看, 目前逆周期调节已经初见成效。

第一, 4 月工业增加值同比增速回升至 3.9%, 率先转正。房地产投资当月同比已经回升至 7.0%, 固定资产投资完成额的同比降幅收窄至 2.2%。4 月商用车销量同比增速超过 30%, 这对社零增速降幅收窄至 7.5%做出了较大贡献。

图 33: 商用车销量增幅较大是汽车销售额明显改善的主要原因



资料来源: WIND, 招商证券

第二, 5 月以来的高频数据显示, 国内经济的环比改善势头正在进一步加速。华东地区水泥价格连续三周上涨, 唐山钢厂产能利用率达到 88.09%, 这是 2017 年 4 季度以来的最高水平, 六大发电集团耗煤量周同比增速已经回升至 8.4%, 这是今年以来新高。

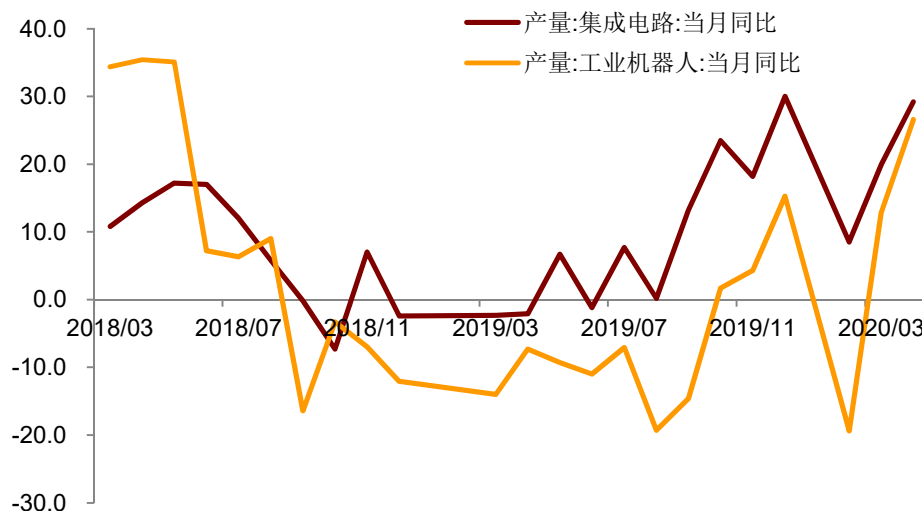
图 34: 钢铁产能利用率、开工率显著上升



资料来源: WIND, 招商证券

第三, 由于这次投资需求包含了传统基建、新型基建以及城镇老旧小区改造, 因此工业生产修复不但体现在水泥、钢材等传统重化工业产品, 也体现在工业机器人、集成电路等装备制造业和高技术制造业产品上。可以看到, 4 月水泥产量同比增长 3.8%, 比 3 月加快 22.1 个百分点; 集成电路产量同比 29.2%, 比 3 月加快 9.2 个百分点。

图 35: 新基建相关产品生产表现更好



资料来源: WIND, 招商证券

## (2) 但逆周期调节发力也伴随着财政收支矛盾的加剧和宏观负债率的上升

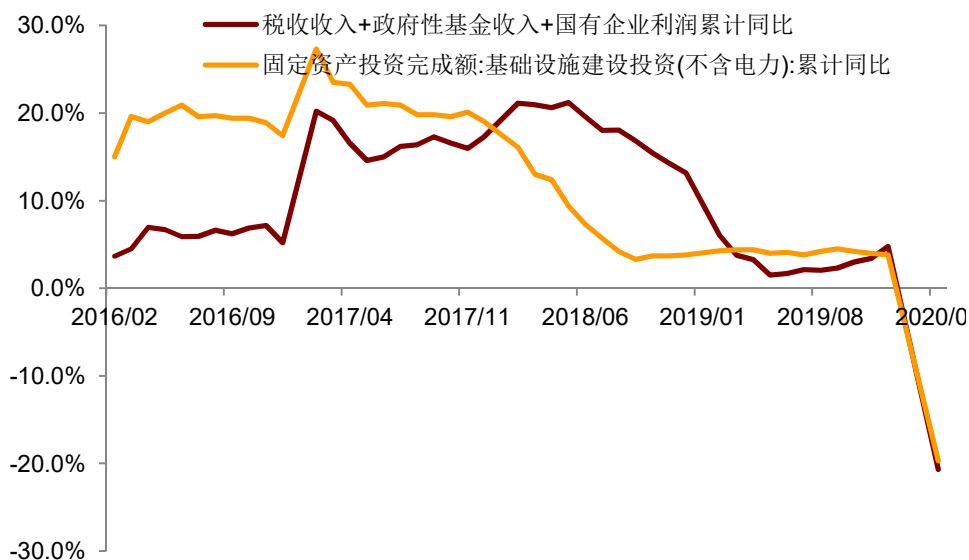
综上,现阶段逆周期调节政策主要是通过扩大投资需求来对冲外需缺口,工业生产修复较为明显。然而,任何一项政策都有收益和成本两个方面。目前政策所付出的成本可以通过财政收支矛盾和宏观负债率上升两个维度观察。

财政收支矛盾方面,今年前4月财政收入为62133亿元,同比下降14.5%,财政支出73596亿元,同比下降2.7%,财政收支差额为-11463亿元,是去年同期的3.8倍。前4月全国政府性基金收入为17770亿元,同比下降9.2%,但支出规模为25766亿元,同比增长14.9%,政府性基金收支差额为-7996亿元,是去年同期的2.8倍。1季度全国国有企业利润为3291亿元,同比下降59.7%。可见当前政府部门的收支矛盾非常明显,近期有关财政赤字货币化的争论从侧面反映了这一问题。

宏观负债率方面,根据我们测算,实体部门负债率增速3月以来开始大幅攀升,3月比2月提高0.7个百分点至11.3%,4月进一步提升0.6个百分点至11.9%。其中政府部门和非金融企业部门是实体部门加杠杆的主要动力,2-4月政府部门负债率增速从12.2%提升至13.1%,非金融企业部门负债率增速从8.5%提升至10.6%。

总得来看,为应对前所未有的疫情冲击,政府部门阶段性加杠杆是应当的,但我国宏观负债率偏高的现状意味着这不是长久之计。且目前疫情的不确定性仍然较高,控制疫情的三大主要方式——快速检测、药物治疗以及疫苗也还没有决定性的成果,因此当前的逆周期政策也无法确定退出时点。

图 36: 广义财政压力较大



资料来源: WIND, 招商证券

### (3) 推进公募 REITs, 既为基建投资提供新的资金来源, 也为居民提供新的投资选项

不过, 也存在一些不提高负债率就能维持基建投资增速的政策措施。例如 4 月 30 日, 证监会、发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》, 同时证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(征求意见稿)。采用公募基建 REITs 来为投资融资, 最大变化就是基建投资融资方式从债权融资变化为股权融资, 但这至少会带来以下几个方面的好处:

**第一, 通过盘活存量资产, 为新增基建投资提供资金, 降低基础设施建设对政府投入、银行信贷资金的依赖度。**中国基础设施建设仍有较大空间, 尤其是在《政府工作报告》提出的新型基建、新型城镇化、交通水利重大项目等“两新一重”领域。而根据 IMF 的估算, 2017 年中国广义政府部门的存量资产规模为 123.7 万亿元, 即使初期发行基建 REITs 的比例为 1%, 也能够为基建投资提供增量资金 12370 亿元。以 2019 年的数据为基准, 假设三年用完, 平均每年提高基建投资增速 2 个百分点左右。

**第二, 既为基建投资提供新的资金来源, 也为居民提供新的投资选项。**2018 年中国的储蓄率为 45.69%, 比全球平均水平高约 19 个百分点。此前, 居民资产以房地产为主, 但随着人均收入的逐渐提高, 居民资产结构也将向风险资产调整。公募基建 REITs 就在股、债、商品、货币、房地产等之外提供了新的投资渠道。从海外市场经验来看, 基建 REITs 是一项较好的投资方式。如 2013 年以来美国基建公募 REITs 的收益率超过 20%, 比道指年化收益率高 10 个百分点以上。

**第三, 拓宽广义财政收入来源, 降低地方政府债务风险水平。**由于国内的基础设施主要掌握在地方政府或国有企业手中, 因此公募基建 REITs 试点能够为地方政府财政增加新的收入来源。一方面, 通过公募基建 REITs 的发行, 可以加快财政资金从存量基建项目的退出速度, 提高资金利用效率。另一方面, 公募基建 REITs 发行、定价的市场化程度较高, 能够有效避免道德风险问题。

总之, 公募基建 REITs 在居民投资、广义财政收入、降低宏观负债率等方面都能够起到积极作用。不过, 证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(征求意见稿) 对公募 REITs 管理机构的要求也比较高, 要求必须设置独立的管理部门, 配备不少于

3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。

#### (4) 2020 年固定资产投资增速预测

基于上述分析，我们预计全年固定资产投资增速将在 6% 附近，主要部分如下：

第一，对于基建投资，1-4 月窄口径基建投资增速的降幅已收窄至 11.8%，宽口径降幅已收窄至 8.8%。基于今年《政府工作报告》提出的财政扩张力度和货币宽松力度，预计 2 季度后基建投资增速将加快回升，全年增速有望达到 10% 以上，为近年较高水平。

第二，目前房地产投资增速降幅已经收窄至 -3.3%，预计全年房地产投资增速仍能维持在 7% 左右。原因一是《政府工作报告》提出今年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，约占全国 17 万个老旧小区的 23%，投资规模接近 10000 亿。在乐观、中性、悲观三种假设下，旧改将分别拉动全年房地产增速 7.7、3.8、2.3 个百分点。二是目前 5 年 LPR 已下调至 4.65%，可以看到 3 月以来百城房价指数中环比上涨城市数量已升至 67 个。

第三，对于制造业投资，前 4 月整体增速为 -18.8%，但其中高技术制造业投资增速降幅已经收窄至 -3.6%。新型基建投资事实上属于高技术制造业投资，高技术制造业投资和制造业技改投资推动制造业投资增速的逻辑不但没被破坏，反而进一步增强。但也需要考虑疫情冲击之下工业利润水平大幅萎缩，这可能制约下半年制造业投资反弹的高度。预计全年制造业投资增速大致与去年持平或略高，增速区间在 3-5%。

### 3. 以公共消费对冲居民的“报复性储蓄”

在总需求三驾马车中，目前外需不确定性较高；投资需求的顺周期性强、波动性高，且存在债务依赖性；而消费需求更加稳定，负作用较小。所以应对短期冲击时，以投资为着力点见效最快；但中长期内，扩大消费需求才是政策的核心关切。

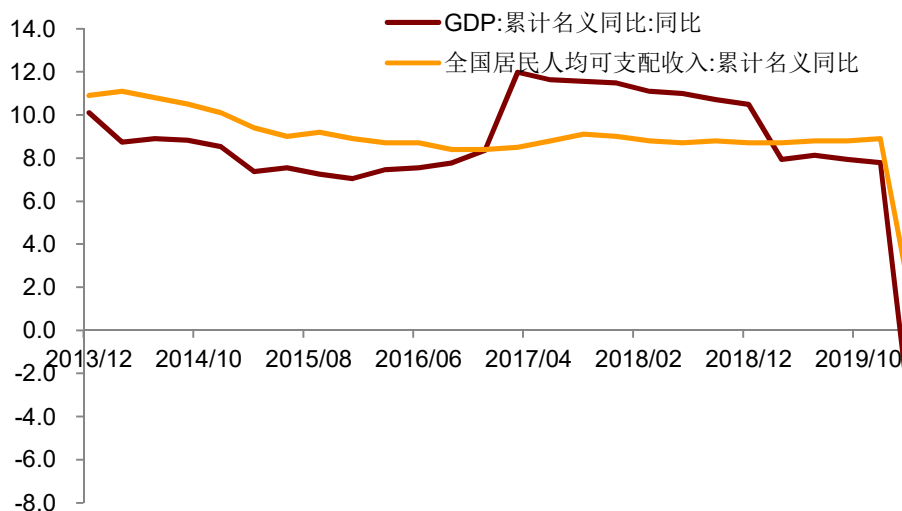
现有数据显示，疫情完全控制之前居民的第一选择是“报复性储蓄”，而“报复性消费”仍需要等待。因此，即使考虑教育文化、医疗卫生等公共消费的提振作用，预测全年的社零增速也仅能回到 0-5% 的区间内。考虑相对增速，在 2020 年 GDP 的构成中，不可避免会出现资本形成总额贡献上升，最终消费支出贡献回落的局面。

**(1) 目前居民消费面临的重大不利因素，是失业率高企和收入增速锐减导致居民消费意愿明显下降，储蓄意愿明显提升。**

1 季度全国居民可支配收入名义增长 0.8%，比去年放缓 8.1 个百分点，实际增长 -3.9%，比去年下降 9.7 个百分点。4 月城镇调查失业率为 6.0%，仅次于 2 月的 6.2%，31 个大城市调查失业率为 5.8%，创历史新高。这导致全国居民消费支出增速显著下滑，1 季度名义增速为 -8.2%，实际增速为 -12.5%。支出下滑幅度明显大于收入下滑，也反映出居民预防性储蓄动机的进一步增强。1 季度居民户新增存款 64700 亿元，仅 3 月就新增 23500 亿元，比 2015-2019 年历史同期均值多出近 30000 亿元。可见，在疫情完全控制之前，居民的第一选择是“报复性储蓄”，何时向“报复性消费”转换还需要等待。政策层面也应等待消费需求回补的时机，才能收到事半功倍的效果。

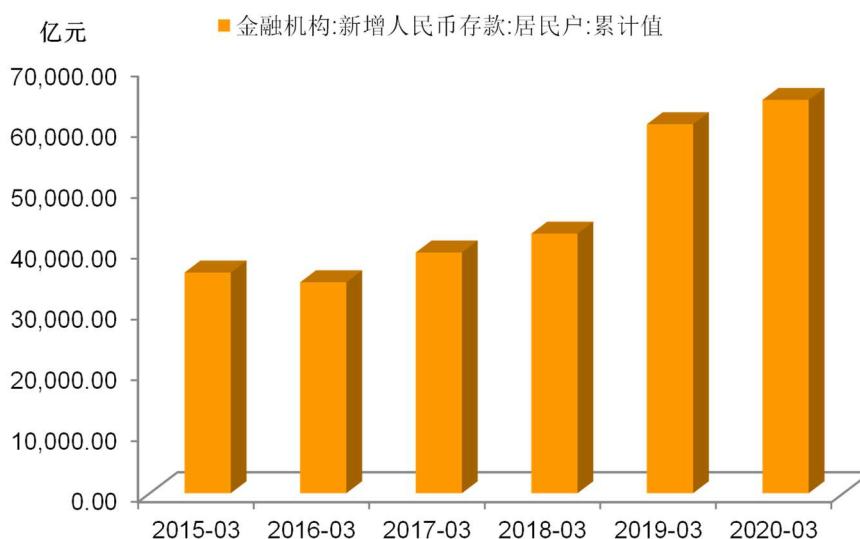


图 37: 居民收入增速显著放缓



资料来源: WIND, 招商证券

图 38: “报复性储蓄”能为“报复性消费”提供资金支持吗?



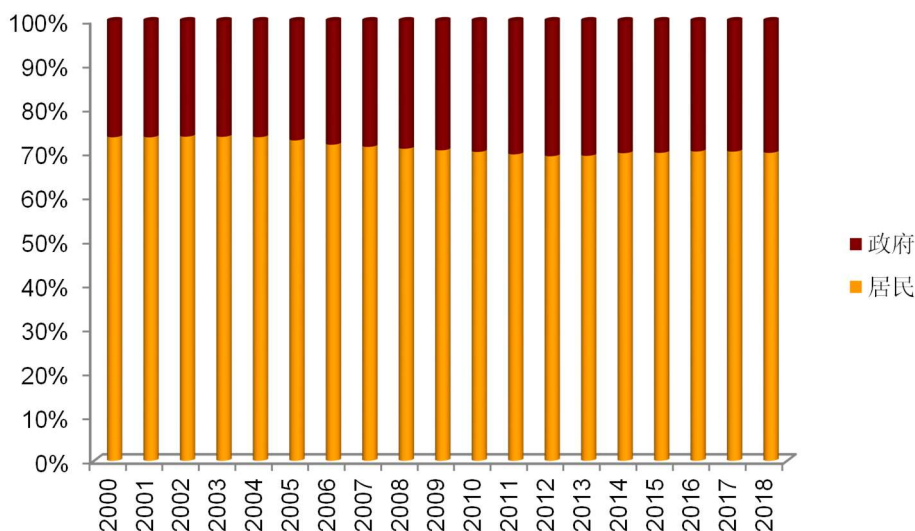
资料来源: WIND, 招商证券

**(2) 适当增加公共消费, 包括教育文化、医疗卫生等短板领域以及消费券发放等**

另一方面, 消费需求其实不仅仅只有居民消费, 还包含了政府消费。按支出法分解 GDP, 最终消费支出的占比自 4 万亿结束后再次进入上升通道。2010 年占比为 49.3%, 2018 年占比回升至 55.3%。2010-2018 年最终消费支出名义平均增速为 12.6%, 比 2001-2009 年平均增速快 0.7 个百分点。这符合近年来消费已经成为中国经济压舱石的现实状况。

最终消费支出分为居民和政府两部分。在中国经济进入新常态之前, 受投资驱动的经济发展模式影响下, 居民消费支出占比逐年下降, 从 2000 年的 73.5% 下降 2012 年 69.2%。十八大以来, 限制三公消费政策的推行以及中国经济增长模式的逐步调整, 居民最终消费支出占比在 2018 年恢复至 70%。亦即从 GDP 核算的角度看, 政府消费对最终消费支出的占比仍有 30%, 在 GDP 中占比为 16.6%, 远远高于净出口对 GDP 的影响力。

图 39: 政府消费在最终消费支出中的占比稳定在 30%附近



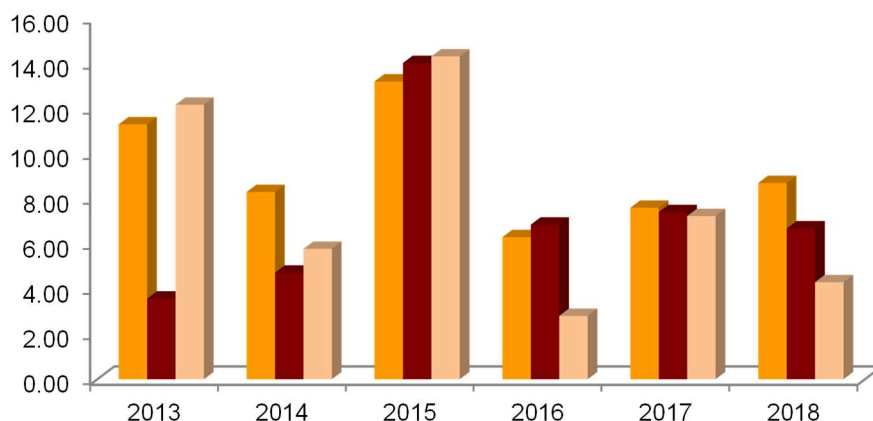
资料来源: WIND, 招商证券

因此，3 月 27 日中央政治局会议提出的适当增加公共消费的规模也将对全年经济走势带来较大影响。那么，公共消费的增长点会在哪些方面呢？我们认为主要是三个方面。

其一，我国在公共产品提供方面存在的长期短板，如教育、文体传媒等多个方面。数据显示，2013 年至 2018 年，公共财政支出年均增速为 8.8%，但同期用于教育和问题传媒的财政支出年均增速分别为 7.9% 和 6.9%。

图 40: 部分领域财政支出有缺口

■ 全国公共财政支出  
■ 全国公共财政支出:教育  
■ 全国公共财政支出:文化体育与传媒



资料来源: WIND, 招商证券

其二，这一疫情暴露出来的我国在医疗卫生领域的突出短板。其实，2013 年至 2018 年，公共财政用于医疗卫生与计划生育的支出年均增速达到 13.7%，明显快于整体财政支出增速。然而，在重治不重防的传统卫生理念下，我国在医疗财政支出方面存在明显的结构差异，财政资源向医院倾斜，忽视了公共卫生体系和基层医疗机构的建设。这导致疫情初期，在全国范围较为领先的武汉医疗系统大量涌入的病患被击穿的困境。从而导致国家付出了更大成本控制疫情的蔓延。因此，扩大公共消费的重点之一是增加医疗卫生

费用开支并调整支出结构。

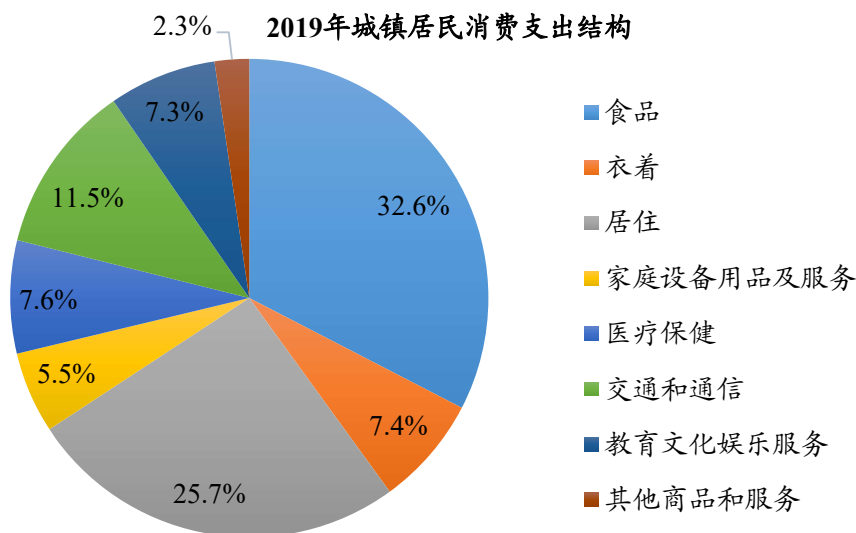
根据我们的测算，未来 10 年卫生费用开支将扩大 2.3-3.4 倍。中性情形下，2020 年卫生费用将比 2019 年增长 0.7 万亿元，增幅为 10.6%。据此我们预计卫生费用投入的增加也将拉动 2020 年 GDP 实际增速 0.7 个百分点。乐观情形下，增加的卫生费用投入可以拉动 GDP 增速 1 个百分点。

其三，公共消费可以通过消费券方式与居民消费更加紧密的结合。3 月以来不少地区相继向当地居民发放消费券以刺激整体消费的回暖。据文旅部的数据，今年“五一”假期，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元。旅客人次相当于去年同期的六成左右，旅游收入相当于去年同期的四成作用。在内放反弹外放输入的疫情防控要求，能取得这样的表现也实属不易。这其中，各地发放的旅游消费券起到了促进旅游消费的作用。例如，北京于 5 月 2 日发放 5000 万元惠民文化消费券。目前，湖北、江苏、浙江、四川、辽宁、河南等地纷纷通过网络平台向公众发放消费券，总额度从百万元至上亿元不等。消费券的发放，不仅能够刺激大众消费欲望，更对经济、民生发展等各方面具有重大意义。

**(3) 需要关注的中长期趋势是，居民服务消费将持续上升，目前占比已超过货物消费。**

对于需求而言，当前消费刺激措施仍主要集中于汽车等耐用品消费领域，例如 4 月 23 日四部委发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴的通知》等。但根据国家统计局数据，2019 年居民消费构成中服务消费比重首次超过货物消费，2019 年三季度居民服务消费占比达到 50.6%。随着中国人均收入突破 10000 美元大关，居民的服务消费也将进一步提升。而不少服务消费因为涉及到人与人的接触，受疫情冲击较为严重。因此，下半年的消费刺激政策也需要考虑加大对服务消费的刺激力度。

**图 41：2019 年居民消费支出的构成**



资料来源：WIND，招商证券

#### 4. CPI-PPI 的收敛与商品价格均值回归

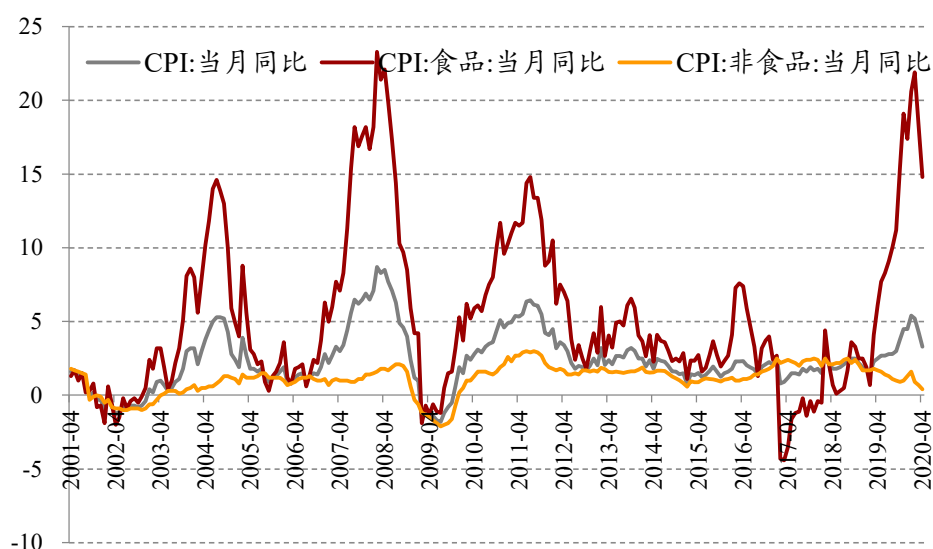
当前，国内猪价向均值回归，带动 CPI 趋于下行；国际油价也向均值回归，带动工业品价格和 PPI 筑底回升。CPI 与 PPI 从分化到收敛，其实也间接反映出了国内总需求结构

的演变——投资需求在逆周期调节政策的支持下恢复较快，而自发性的居民消费需求恢复较慢。综合考虑国内消费、投资需求的未来走势，预计二、三季度 CPI 食品类增速将继续下行，但 PPI 和 CPI 非食品类增速将趋于回升；三、四季度 CPI 食品类的鲜菜、鲜果可能先后进入新一轮上行期，从而缓解畜肉项下行导致 CPI 陷入通缩的风险。

### (1) CPI 持续下行，2021 年会出现通缩吗？

今年以来，CPI 已经从 5.4% 的峰值回落至 3.3%。分解来看，一是基数因素回落 0.72 个百分点；二是随着疫情对必需品供应冲击趋于缓解，猪肉产能边际恢复价格趋于下行，食品项同比增速从 20.6% 回落至 14.8%；三是疫情显著冲击居民消费特别是服务消费，体现为非食品项从 1.6% 降至 0.4%（核心 CPI 同理）。

图 42: CPI 及其食品项、非食品项当月同比增速 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

展望未来，2020 年 2 至 4 季度 CPI 基数因素分别为 3.27、2.15、0.13 个百分点，将明显下行；到 2021 年 1 季度，基于现有数据测算基数因素的贡献可能降至负值。叠加当前农产品价格的持续下行趋势，让人不得不担心 CPI 可能陷入通缩的风险。但从食品项和非食品项分解来看，下半年陆续会出现对冲畜肉价格下行的力量，因此我们认为本轮 CPI 下行不会导致通缩，2020Q4 应在 1.0% 以上，2021Q1 应在 0.0% 以上。

表 5: CPI 分类权重 (2016 年官方)

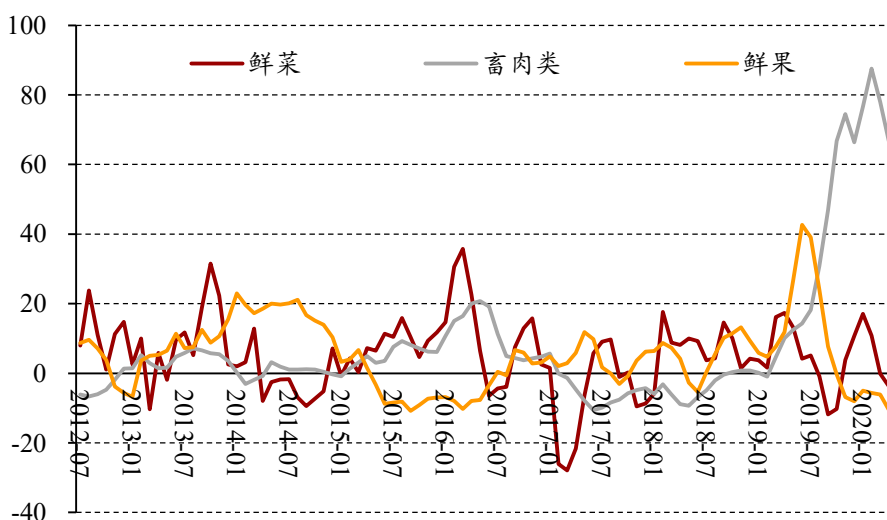
食品类	食品烟酒	粮食	畜肉类	猪肉	鲜菜	鲜果
2016 年官方权重	29.61	2.22	4.46	2.51	2.69	1.56
非食品类	衣着	生活用品及服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	娱乐和教育文化	居住
2016 年官方权重	8.51	4.74	10.34	10.35	14.15	20.02

来源: 国家统计局, 招商证券

食品项之中，鲜菜项、鲜果项可能在 3、4 季度先后回升。目前确定的只有猪价的均值回归，这既是 2019 年下半年以来 CPI 上行的主因，也是今年以来 CPI 下行的主因。但

鲜菜、鲜果的周期波动分别为 2-3 个季度、3-4 个季度，这两项都有可能在下半年再次回升。仅从基数来看，鲜菜项、鲜果项同比增速见底回升的时间点分别在 3、4 季度，幅度上鲜果项可能更大。另外，4 月粮食项同比增速也上升至 1.2%，但从国内农业生产进程和三大主粮的供需平衡表来看，预计年内粮食价格不会出现大幅上升。

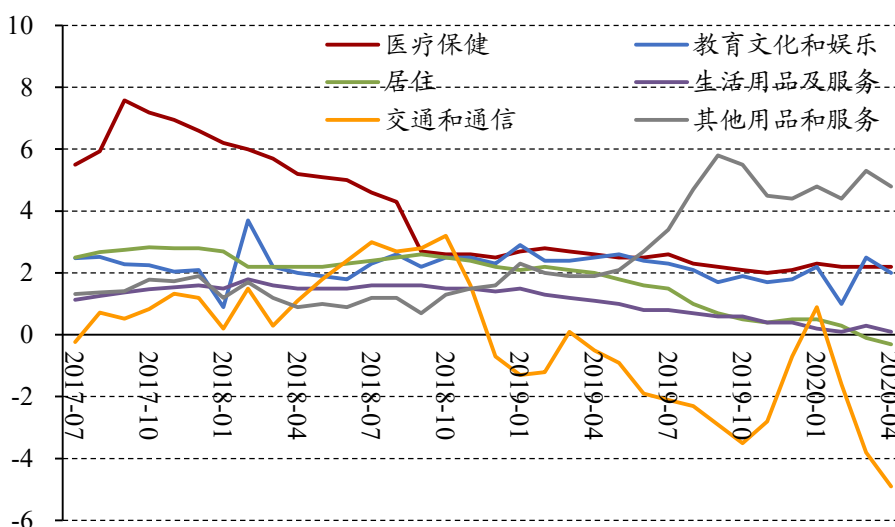
图 43: CPI 食品项中畜肉类、鲜菜类、鲜果类当月同比增速 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

非食品项之中，受疫情影响更为显著的服务消费会在下半年趋于修复。可以看到，疫情冲击之下交通和通信（特别是燃料）、居住（也包括燃料）、生活用品及服务价格增速出现明显下滑。其中交通运输、住宿餐饮、都是更容易受到疫情影响的行业。当然燃料价格下行的主因也是新冠疫情导致的需求萎缩，其次才是供给博弈。

图 44: CPI 非食品项主要项目的当月同比增速 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

## (2) PPI 见底回升之后，反弹力度有多大？

今年以来，由于全球新冠疫情爆发引发交通封锁、经济停滞，原油价格出现暴跌，国内



PPI 陷入通缩，且程度不断加深，4 月同比增速已降至-3.1%。但 5 月以来欧美逐渐启动复工，同时国内逆周期政策逐渐起效，国际原油和国内工业金属价格企稳回升，预示 PPI 也即将见底回升。但考虑到欧美疫情复苏仍需时间，同时俄、巴、印等国的疫情仍然在扩散，预计见底之后的反弹力度仍然偏弱。

**国际油价是判断 PPI 走势的因素。**3 月上旬油价暴跌伊始，我们基于投入产出表的价格冲击模型，测算出原油价格下降 50%（从 70 美元/桶至 35 美元/桶）会导致 GDP 平减指数下降 1.8 个百分点，CPI 下降 1.4 个百分点，PPI 下降 2.5 个百分点，由此据此判断 2 季度 PPI 平均值将降至-3%，目前已逐步验证。

图 45：国际油价触底回升，PPI 也将见底



资料来源：WIND，招商证券

**对于国际油价，当前全球疫情的发展比限产协议更重要。**国际油价的核心决定因素包括全球需求、限产协议、美元指数等。尽管常规状态下限产协议确实显著影响原油价格，尤其是产量分别占全球 11.74%、11.27%的沙特、俄罗斯的减产情况。但考虑新冠疫情全球扩散状态之下需求收缩规模明显大于协议减产规模，这使得需求复苏成为现阶段国际油价的决定性因素。

**可以通过世界主要经济体的制造业 PMI 指数来跟踪全球需求的复苏。**欧美防疫和复工的进展大致落后于中国 2 个月左右。3 月以来中国已逐步复工复产，以此外推日、韩、进而欧、美也会在 5 月左右逐步复工复产，从而带动其制造业 PMI 反弹。而 BRICS 除中国外的国家都还处于疫情发酵阶段，其制造业 PMI 可能要到 7 月之后才会开始景气修复。由此预测，国际原油需求最早要在 4 季度才能恢复常态；之后如果再有限产协议或美国自主减产的配合，原油价格才有可能出现均值回归。

表 6: 世界主要经济体的 PMI (%)

制造业 PMI	美国	美国 ISM	欧元区	法国	德国	英国	日本	韩国	中国台湾	中国	中国统计局	印度	巴西	俄罗斯	墨西哥	越南
2020-05	39.8		39.5	40.3	36.8	40.6										
2020-04	36.1	41.5	33.4	31.5	34.5	32.6	41.9	41.6	42.2	49.4	50.8	27.4	36.0	31.3	35.0	32.7
2020-03	48.5	49.1	44.5	43.2	45.4	47.8	44.8	44.2	50.4	50.1	52.0	51.8	48.4	47.5	47.9	41.9
2020-02	50.7	50.1	49.2	49.8	48.0	51.7	47.8	48.7	49.9	40.3	35.7	54.5	52.3	48.2	50.3	49.0
2020-01	51.9	50.9	47.9	51.1	45.3	50.0	48.8	49.8	51.8	51.1	49.3	55.3	51.0	47.9	49.0	50.6
2019-12	52.4	47.8	46.3	50.4	43.7	47.5	48.4	50.1	50.8	51.5	50.2	52.7	50.2	47.5	47.1	50.8
2019-11	52.6	48.1	46.9	51.7	44.1	48.9	48.9	49.4	49.8	51.8	50.2	51.2	52.9	45.6	48.0	51.0
2019-10	51.3	48.3	45.9	50.7	42.1	49.6	48.4	48.4	49.8	51.7	49.3	50.6	52.2	47.2	50.4	50.0
2019-09	51.1	47.8	45.7	50.1	41.7	48.3	48.9	48.0	50.0	51.4	49.8	51.4	53.4	46.3	49.1	50.5
2019-08	50.3	49.1	47.0	51.1	43.5	47.4	49.3	49.0	47.9	50.4	49.5	51.4	52.5	49.1	49.0	51.4
2019-07	50.4	51.2	46.5	49.7	43.2	48.0	49.4	47.3	48.1	49.9	49.7	52.5	49.9	49.3	49.8	52.6
2019-06	50.6	51.7	47.6	51.9	45.0	48.0	49.3	47.5	45.5	49.4	49.4	52.1	51.0	48.6	49.2	52.5
2019-05	50.5	52.1	47.7	50.6	44.3	49.4	49.8	48.4	48.4	50.2	49.4	52.7	50.2	49.8	50.0	52.0

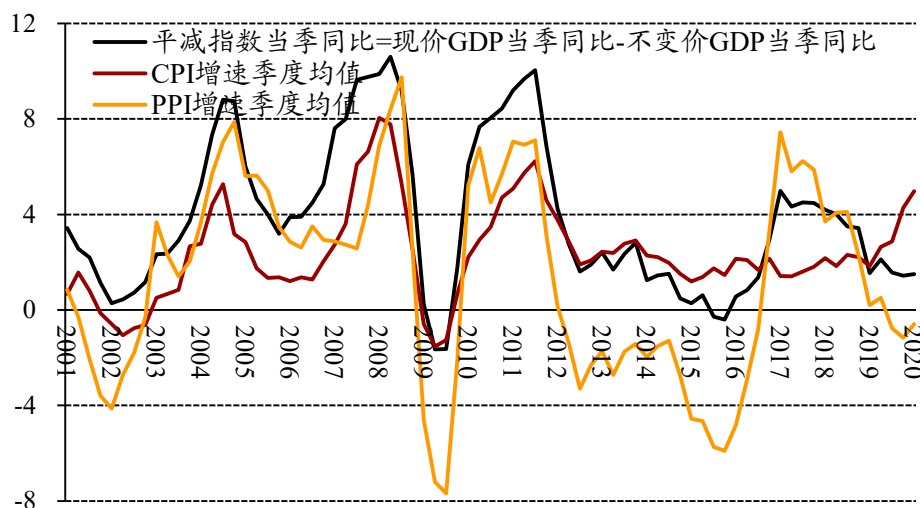
资料来源: WIND, 招商证券

### (3) CPI-PPI 分化时期的 GDP 平减指数

综上所述, 我们预测二至四季度 CPI 同比增速平均值分别为 3.1%、2.4%、1.2%, 全年增速 2.9%; 二至四季度 PPI 同比增速平均值分别为-3.0%、-1.7%、-0.3%, 全年增速为-1.4%。对于平减指数, 过去一段时间与 CPI、PPI 之间的关系很不稳定。原因可能三个方面, 一是 CPI 受到个别商品涨价驱动, 价格代表性下降; 二是中国经济先后受到了贸易摩擦、新冠疫情等外生冲击, 季度之间结构变化较之前更为剧烈; 三是第四次经济普查中 GDP 修正的影响。

总体而言, 我们认为在之后的 GDP 平减指数预测中, 应提高 PPI 或 CPI 非食品项权重, 而降低 CPI 权重, 原因一是当前投资相对于消费而言对 GDP 增长贡献更为显著, 二是 CPI 中个别商品的影响仍未消退。简化起见, 以平减指数=PPI×60%+CPI×40%预测, 得到二至四季度平减指数分别增长-0.6%、-0.1%、0.3%, 全年 0.3%。

图 46: 近 3 个季度 CPI 显著上行, PPI 区域通缩, 平减指数维持在 1.5%左右 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

## 四、不要赤字货币化，推进要素市场化

面对“前所未有”的风险挑战，国内政策如何应对呢？重点是三个方面。财政政策方面，共新增 6.1 万亿=1 万亿新增赤字+1 万亿抗疫特别国债+1.6 万亿新增地方政府专项债+2.5 万亿新增企业减负。1-4 月数据测算真实赤字率已接近 8%。货币政策方面，要求 M2、社融增速明显高于去年，利率持续下行，人民币汇率稳定。2-4 月多项工具密集出台，使得当前宏观杠杆率已经上升超过 10 个百分点。更重要的政策，则是新时代社会主义市场经济体制改革，尤其是 5 月 11 日中共中央、国务院印发的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（以下称“意见”），至少具有三个方面的深远影响：

**第一，在制度层面上避免了赤字货币化。**“意见”要求建立现代财税制度和现代中央银行制度。其中，现代财税制度的首要任务是规范政府举债融资机制，其次是提高直接税比重以及培养地方税税源。现代中央银行制度的首要要求就是独立性，包括相对于政府、财政、国企、商业银行等多方面的独立性。

**第二，重申政府与市场关系应为“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，有效弥补市场失灵”。**因此，通过市场化改革、更高水平开放激发市场主体活力，既是当前应对经济下行压力的重要途径之一，也应该是财政政策和货币政策最终的着力点。

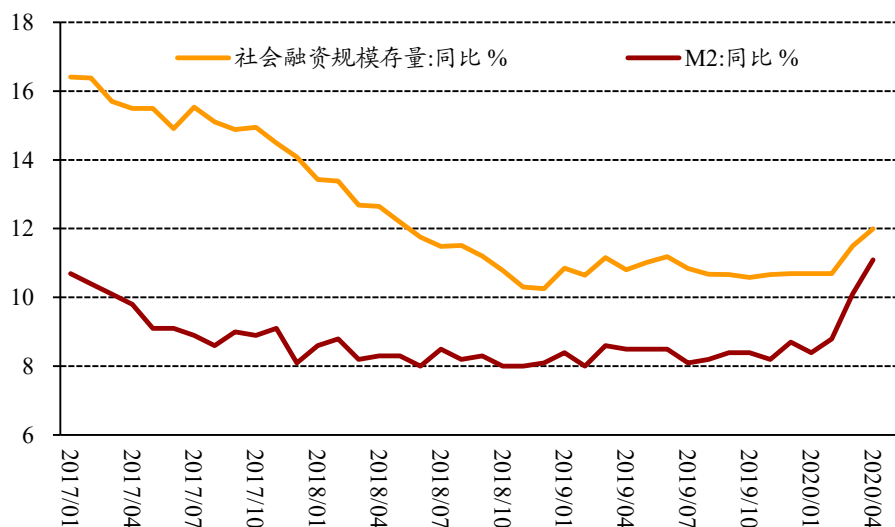
**第三，明确以要素市场化配置改革为重点改革市场体系。**更完整改革方案是 3 月 30 日中共中央、国务院发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，这包括土地、劳动力、资本、技术、数据等五种要素市场的改革，我们将在本章第三节中分析其中长期影响及其中蕴藏的投资机会。

### 1. 货币政策的杠杆率约束与通胀率约束

今年以来 M2、社融增速已经明显高于去年，同时 2 月、4 月两次联动调降 7 天逆回购——1 年期 MLF——1 年期 LPR 利率，降幅分别为 10BP、20BP。在政策利率的带动下，名义利率持续下行。但相比海外尤其是美国而言，中国的货币政策力度较为克制且市场化特征更明显，因此中国利差升至接近 200BP 的高位。即使全球避险情绪升温导致美元持续强势，但人民币汇率也保持了基本稳定。

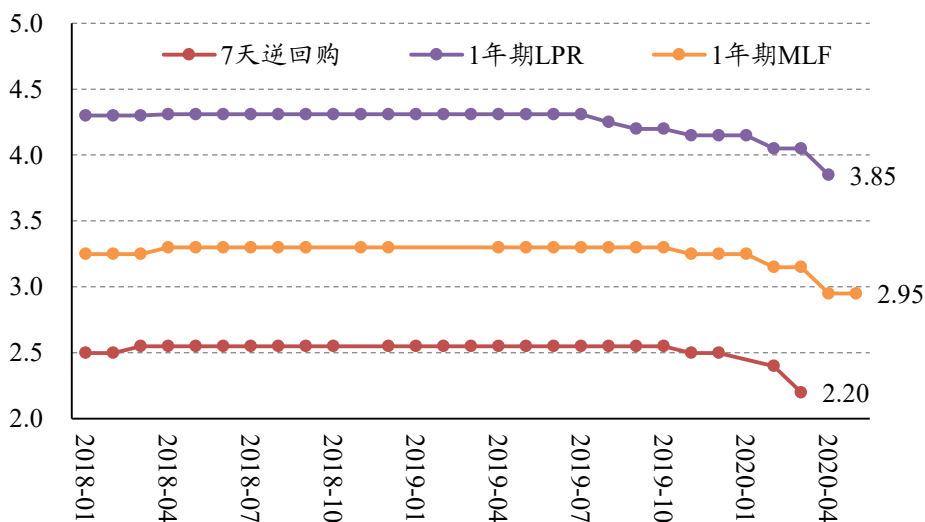
未来，货币政策进一步宽松面临着两大约束，一是宏观杠杆率约束，目前已经触及阈值；二是通胀率约束，但预计最早要到 2021 年 2 季度之后才会出现物价指数的明显上升。综合判断，下半年金融数据（M2 同比、贷款余额同比、社融余额同比）大概率会震荡下行。货币政策的重心也将从支撑扩表转向形成实体需求，从而调动经济的自发修复。资本市场驱动因素也应该逐渐从货币宽松预期回归基本面的改善。

图 47: M2 与社融增速



资料来源: WIND, 招商证券

图 48: 7 天逆回购、1 年期 MLF、1 年期 LPR 利率



资料来源: WIND, 招商证券

### (1) 宏观杠杆率上升幅度超过央行设定的阈值

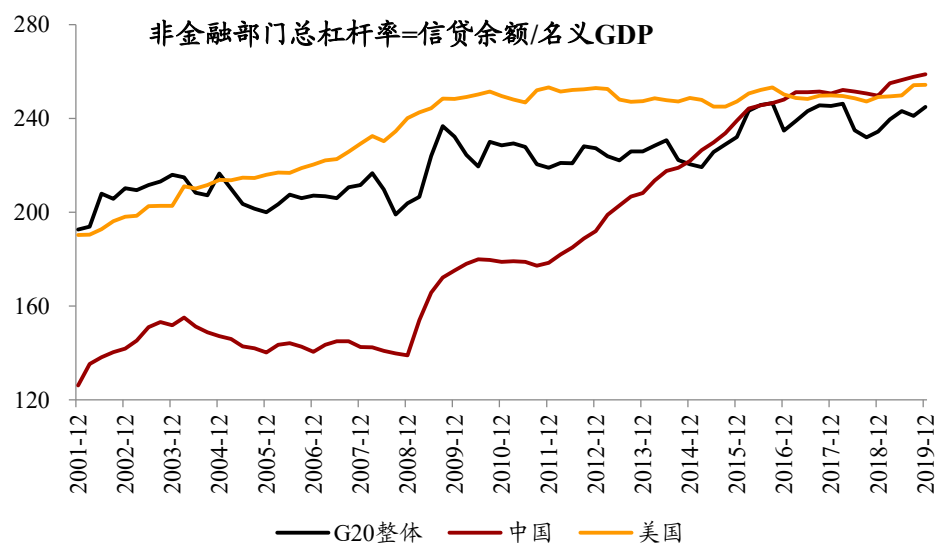
今年《政府工作报告》省略了宏观杠杆率的相关表述。而根据 BIS 的数据,截至 2019Q4 中国宏观杠杆率达到 258.7%,连续 4 个季度上升,相比 2018Q4 上升了 9.1 个百分点,分 3 部门来看,广义政府、居民、非金融企业分别上升 5.2、3.7、0.2 个百分点。

究其原因,今年 2 至 4 月货币政策趋于宽松,但资金仍然更多流入金融系统,流入实体部门的资金也仍未有效转化成投资和消费,资产负债表两端不匹配的情况日益加剧——负债持续上升但企业利润增速尚未转正。宏观杠杆率在分子、分母两端都受到了上升的推动力。

目前,宏观杠杆率上升幅度已经超过央行设定的阈值——即 2 月 19 日央行在《四季度货币政策执行报告》的专栏 1 中提出的:“现阶段,货币政策中介目标转为广义货币 M2 和社融增速与 GDP 名义增速基本匹配……这一机制设计也有助于保持宏观杠杆率基本

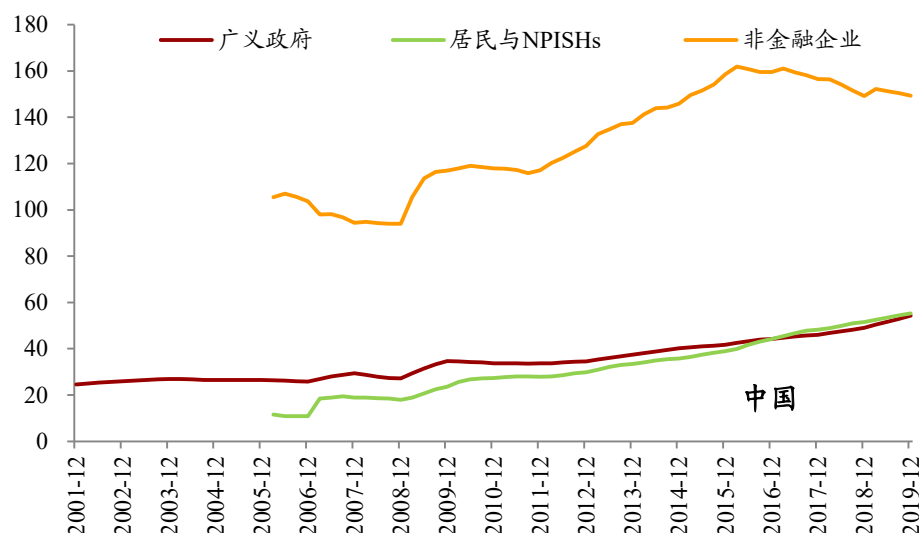
稳定，使得宏观杠杆率很难像 2009 年至 2017 年一样年均上升超过十个百分点”。

图 49：2019 年以来中、美宏观杠杆率都趋于上升（%）



资料来源：WIND，招商证券

图 50：中国非金融企业杠杆率持平，但政府、居民加杠杆（%）



资料来源：WIND，招商证券

## （2）从货币宽松到通胀上升需要多久？

在 4 月 21 日报告《消失的货币现象——QE 和负利率难以推高通胀的四个原因》中，我们提出基于发达经济体的经验，认为超常规宽松货币政策对于加速通胀的作用有限。原因一是超常规货币政策会引发货币脱实向虚，更容易推升金融资产价格，而非消费品和工业品价格。二是超常规宽松会导致银行超额准备金率空前增加，货币流通速度趋于下降，加剧货币政策传导效率问题，这也会影响货币政策刺激需求、加速通胀的效果。三是在新冠疫情导致的经济低迷预期和低位油价形成的通缩预期之下，超常规的货币宽松并不足以刺激总需求，反而会干扰微观主体预期和资产配置行为，影响金融体系的资产配置效率。

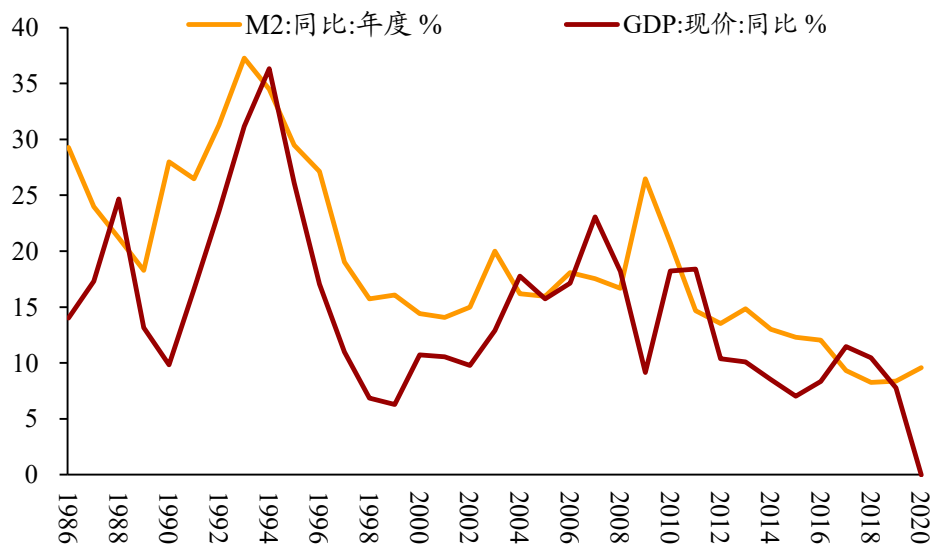
但显然中国另当别论：一是中国在新冠疫情防控上至少领先于欧美 2 至 3 个月。二是在



中国的经济结构中，投资、工业等周期性成分的占比更高，因此经济增速和价格波动对货币政策的反应都更加敏感，波动也更为剧烈。三是通过推进金融供给侧结构性改革，中国不但能够控制基础货币投放，还能在一定程度上影响货币传导渠道从而货币乘数。所以分析中国的通胀应该使用中国特色的货币数量论。

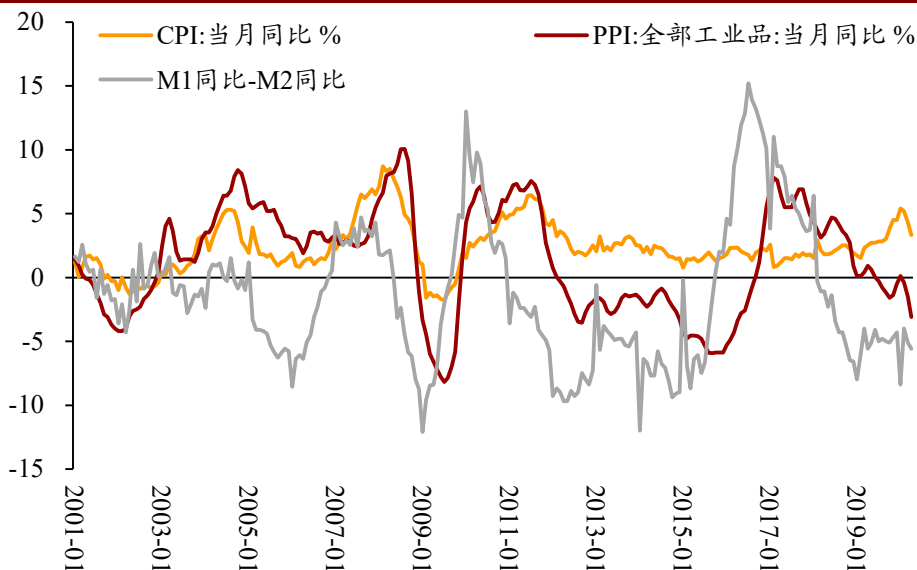
**中国的货币数量与通货膨胀率之间存在什么样的关系呢？**从 10 年左右的长周期来看，中国 M2 增速与名义 GDP 增速总体一致，只是在水平上 M2 增速要高出名义 GDP 增速约 2.2 个百分点。从 3 年左右的周期来看，无论是通过宽松货币政策来应对经济下行，还是通过紧缩货币政策来应对经济过热，都会导致 M2 增速与名义 GDP 增速方向相反。从月度变化来看，中国经验显示 M1 与 M2 当月同比增速之差领先于物价指数。不过，涨价可能发生在消费品、工业品、房地产等领域，在哪个领域涨价需要特定供给变化等其他条件的配合。

图 51: M2 与名义 GDP 增速之间的关系



资料来源: WIND, 招商证券

图 52: CPI、PPI、M1 与 M2 增速差之间的关系



资料来源: WIND, 招商证券

**展望未来：**从3年左右的周期维度来看，目前处于“M2略高于名义经济增长以体现逆周期调节”的状态，M2增速与名义GDP增速将反向运行，从货币增速上升到通胀率上升一般需要1-2个季度的时滞，疫情仍在压制消费的情况下时滞可能更长。从月度指标来看，2019年以来M1与M2增速差进入筑底阶段，但截至目前还没有上升。往后看，在坚持“房住不炒”定位，仅使用逆回购——MLF——LPR利率调节机制且不动用房贷利率折扣或下调首付比例等调节工具的前提下，预计不会明显推升房地产销售进而形成价格普遍上行预期。

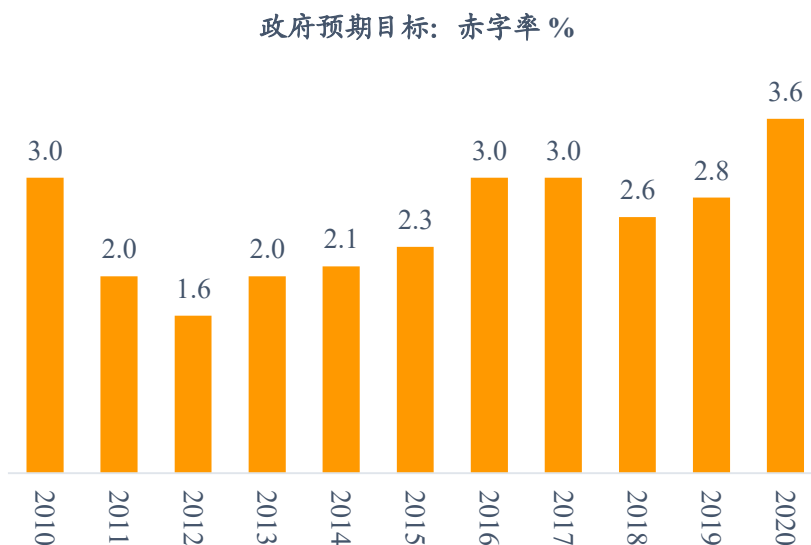
## 2. 财政政策的目标赤字率与真实赤字率

2020年全国一般公共预算收入180270亿元，同比下降6.4%，一般公共预算支出247850亿元，同比上升5.4%；政府性基金收入预算81446亿元，同比增4.5%，政府性基金支出预算126124亿元，同比大幅增26.4%；国有资本经营收入预算3638亿元，同比增8.1%，国有资本经营支出预算2615亿元，同比增8.9%；社会保险基金收入预算77287亿元，同比降3.0%，社会保险基金支出预算82284亿元，同比大幅增10.8%。实际执行效果可以从以下四个方面观测。

### （1）从收支差额看财政政策力度

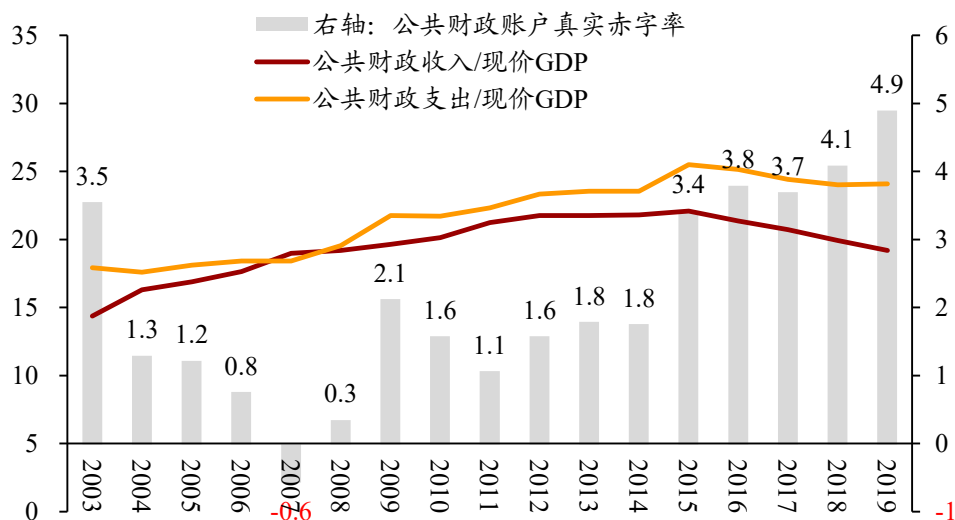
基于2020年1季度财政收支数据，可以测算出1季度公共财政账户真实赤字率（公共财政赤字占名义GDP的比重）达到4.5%；全国政府性基金账户收支差额达到名义GDP的3.5%；合计真实赤字率为8.0%。同时一季度已发行地方政府债券1.61万亿元，同样占到一季度名义GDP的7.8%。4月以来，财政政策扩张程度进一步上升。首先是公共财政账户收入降幅略有扩大，支出降幅收窄；其次全国政府性基金账户收入降幅收窄，支出继续加速，扩张程度明显增加；最后，截至4月末已发行地方政府债金额增加至1.9万亿元，5月预计会有进一步上升。这都指向当前真实赤字率已经达到或超过8%。

图 53：2010 年至 2020 年的目标赤字率



资料来源：WIND，招商证券

图 54: 2003 年至 2020 年公共财政账户真实赤字率



资料来源: WIND, 招商证券

## (2) 财政的钱从哪里来?

受新冠疫情冲击,今年财政尤其是地方政府财政收支矛盾加剧。从财政收入来看,今年 1-4 月财政收入下降 14.5%,降幅在一季度逐月扩大后在 4 月有所收窄。预计下一阶段,随着生产生活秩序恢复,财政收入开始企稳回升,但仍存在不确定性。从财政支出看,今年是十三五计划的收官之年,需要全力保障完成脱贫攻坚目标;同时要统筹推进疫情防控和社会经济发展,特别是落实“六保”任务,都需要财政支出保持一定强度。那么财政支持所需的资金从哪里来呢?

图 55: 2020 年 1-4 月公共财政收入累计同比大幅下降 (%)



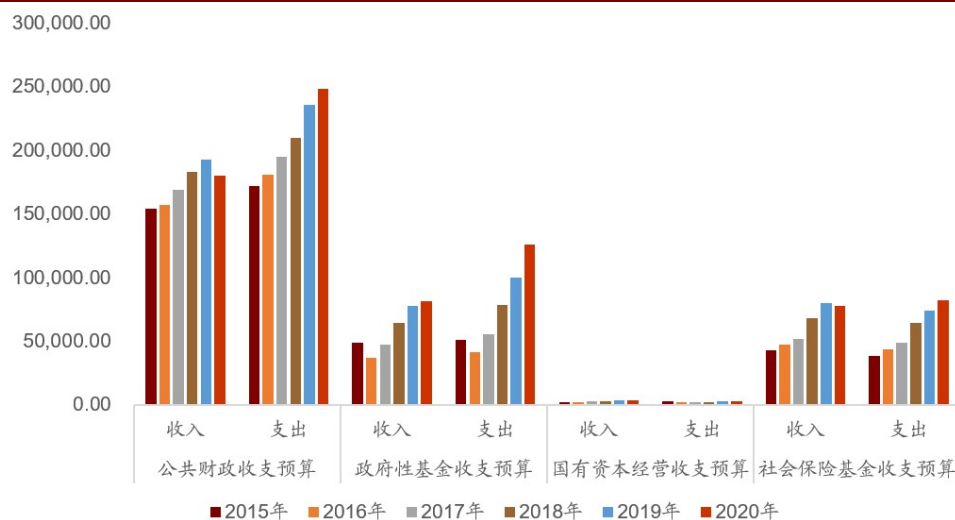
资料来源: WIND, 招商证券

一是提高赤字率:要实现财政赤字新增 1 万亿元,需要将赤字率提高 1.0 个百分点,所以预算赤字率所谓的 3.6%以上,至少是 3.8% (去年 2.8%)。二是发行抗疫特别国债 1 万亿元,全部转给地方,主要用于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出,并预留部分资金用于地方解决基层特殊困难。同时加强抗疫特别国债与其他财政资金的统筹

衔接，增强地方资金使用自主权。三是增加地方政府专项债券规模至 3.75 万亿，比 2019 年增加 1.6 万亿。

长期而言，当劳动力增速和技术进步趋势放缓时，债务杠杆的上升是必然的趋势。这就需要创新政府融资工具。参考美国经验，主要包括加征富人税、债务延期和赤字货币化等。但加征富人税会导致移民；债务延期的规模总有天花板；货币化将会加剧贫富差距或带来通胀。当然对国际储备货币来说，赤字货币化对通胀的影响会减弱。

图 56：2015 年至 2020 年公共财政预算收支：亿元



资料来源：财政部，招商证券

### (3) 投向领域：减税降费与两新一重

面对疫情，政府并没有采取刺激政策，出台的政策既保持力度又考虑了可持续性。地产依然是房住不炒定调。主要方向有：

**加大减税降费力度：**2019 年减税 2.36 万亿。2020 年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元。前期出台 6 月前到期的减税降费政策，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，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

**新型基础设施建设：**发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车——新能源汽车中央财政补贴将超过 2000 亿元。

**新型城镇化：**加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。

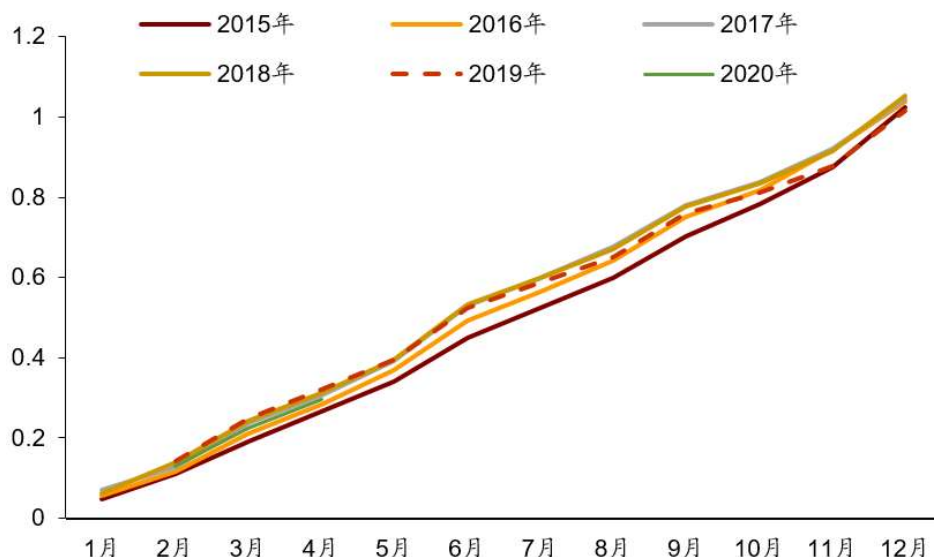
**重大工程建设：**加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。今年“中央预算内投资安排 6000 亿元”，而去年中央预算内投资安排为 5776 亿元，今年较去年提升 200 多亿元，提升幅度有限。

### (4) 财政支出节奏加快，需要宽松货币政策的配合

近年来财政支出节奏有越来越提前的趋势。如果用累计公共财政支出/年度预算支出来衡量财政支出节奏，可以发现，财政支出节奏在全年过程中越发加快。2015 年一季度财

政支出仅占全年预算的 19.13%，2019 年一季度财政支出占全年预算已经达到 24.92%。2015 年二季度财政支出占比 45.07%，2019 年二季度财政支出占比 52.51%。

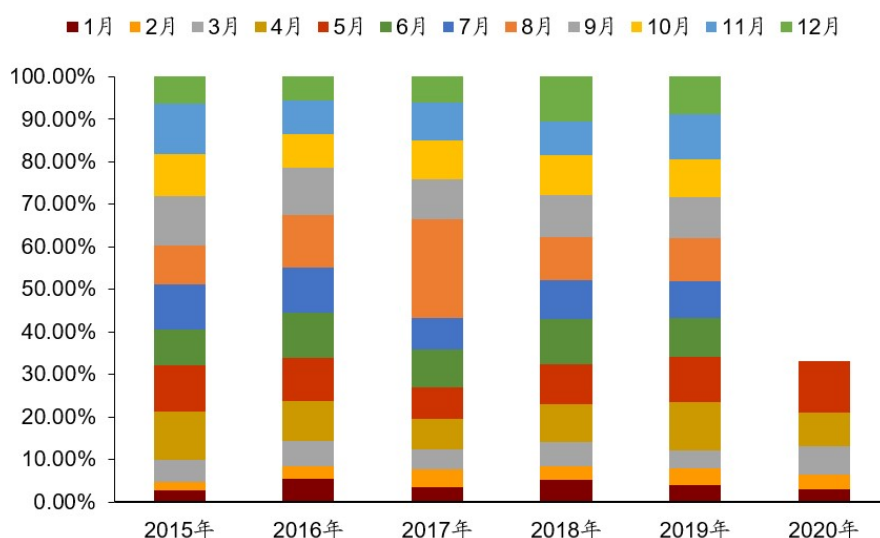
图 57: 2015 年至 2020 年财政支出节奏



资料来源：WIND，招商证券

2020 年截至 4 月，财政支出占年度预算比例达 29.69%。根据近年经验判断，二季度 5 月和 6 月的月度支出占比总和将达到 20% 左右。同时，根据过去五年国债发行规模与赤字的比例，我们测算出今年国债的发行节奏如图，6 月至 8 月将会迎来国债发行的高峰期，大概规模加总约 1.6 万亿。同时，政府工作报告中提到的 1 万亿的抗疫特别国债也可能即将发行。再结合过去货币宽松节奏，预计 6-7 月降准概率较大。

图 58: 2015 年至 2020 年国债发行节奏（2020 年为前 5 月值）



资料来源：WIND，招商证券

### 3. 以要素市场化配置为重点推进市场化改革

3 月 30 日，中共中央、国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的



意见》(以下简称《意见》),就土地、劳动力、资本、技术、数据等五种要素市场化配置改革提出具体意见。其背景在于,首先中国的要素市场尚未实现统一,存在城乡土地市场割裂、城乡居民公共服务不平衡、金融资源配置尚未实现所有制中性等情况;其次政府对要素价格的干预程度偏高;最后尽管逆周期调节政策可能在短期内具有积极效果,但长远来看,产业结构升级和高质量发展更需要深层次的要素市场化改革。

### (1) 土地要素市场化改革中的投资机会

**土地要素市场化配置包括四方面的内容:**建立健全城乡统一的建设用地市场、深化产业用地市场化配置改革、鼓励盘活存量建设用地以及完善土地管理体制。上述措施指向消除土地市场分割、提高土地要素配置的效率与灵活性,以及土地管理的动态平衡等方面。我们重点谈谈“完善土地管理体制”方面的问题。

土地管理的总量指标中有一条是 18 亿亩耕地红线,这是维护粮食安全不可逾越的底线。而我国主要商品粮基地有不少与经济发达地区或国家中心城市重合,如长三角、珠三角、江汉平原、成都平原等。所引发的矛盾是,一方面发达地区进一步发展受限于土地管理红线,另一方面欠发达地区的土地资源没能得到有效利用。这种情况不但存在于省际间,省内也同样存在。这最终体现为不同地区土地拍卖价格的明显差异。

《意见》指出“探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制”,这为我国更精细化的土地利用提供了制度性保障。通过建设用地与补充耕地指标的交易机制,以市场方式更加合理地分配土地资源,既能提高欠发达地区土地要素收益,也能降低发达地区土地要素成本。**土地要素配置市场化改革至少会带来以下的投资机会:**

其一,“地票”市场化交易意味着新的交易场所、新的交易品种的出现。当前“地票”交易市场发展并不充分,各地大多只重视建立指标交易的一级市场,对开发二级市场持谨慎态度。二级市场的匮乏也使指标转、退出渠道不畅。

其二,14 亿人口理应需要更多的一线城市。当前全国共有九大国家中心城市,分布在华北、华东、华南、中部、西北以及西南地区,只有东北地区尚未确定。土地要素市场化改革有助于推动中心城市发展和城市群建设,加快新型城镇化进程。

图 59: 国家中心城市布局



资料来源: 百度百科, 招商证券

## (2) 劳动力要素市场化的长期影响

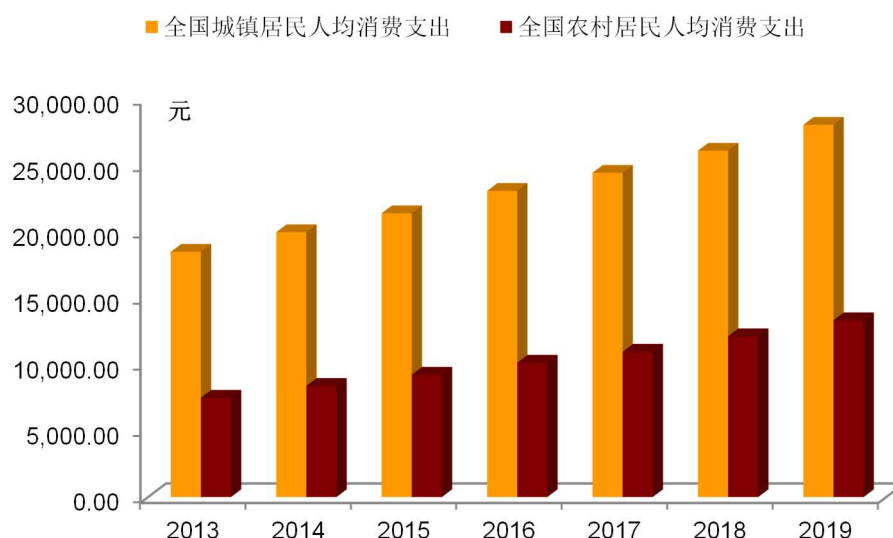
**劳动力要素市场化配置改革的核心是户籍制度改革。**2019 年我国常住人口城镇化率达到 60.6%，户籍人口城镇化率仅 44.38%。但城镇公共服务的配置是按照城镇户籍人口来确定的。这意味着 2019 年有 2.27 亿人口在城市工作生活，甚至缴纳社保，却不能享受城市的教育、医疗等公共服务。同时，户籍制度造成的人户分离、公共服务不公平也造成了劳动力不能完全自由流动，这也妨碍了劳动力要素的最优配置。

以“放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。建立城镇教育、就业创业、医疗卫生等基本公共服务与常住人口挂钩机制，推动公共资源按常住人口规模配置。”为核心的户籍制度改革至少能引起以下的中长期趋势变化：

**第一，人口流动更自由，劳动力配置效率提升。**数据显示，我国 15-59 岁的劳动适龄人口已经从 2011 年的 9.4 亿下降至 2019 年的 9.1 亿。而 60 岁以上人口同期已经从 1.8 亿增长至 2.5 亿，0-14 岁人口规模仅从 2.2 亿上升至 2.3 亿——预示未来劳动适龄人口将进一步回落。此时，人口流动和配置效率提升的重要性将进一步凸显。

**第二，城镇化进程加快，推动居民消费以及相关基础设施投入上升。**随着超大、特大城市积分落户政策的进一步完善以及城市群内部户籍准入年限同城化累计互认的实现，城镇化进程将进一步加快。城镇化一方面对应的是居民平均收入与平均消费支出的提升：2019 年全国城镇居民可支配收入达到 4.2 万元，是农村居民的 2.64 倍，城镇居民消费支出规模为 2.8 万元，是农村居民的 2.1 倍。另一方面，也意味着城市基础设施的相应增加，包括电气水、城市综合管廊、通信、公共交通、市政、园林、绿化等都将得到制度改革的促进。

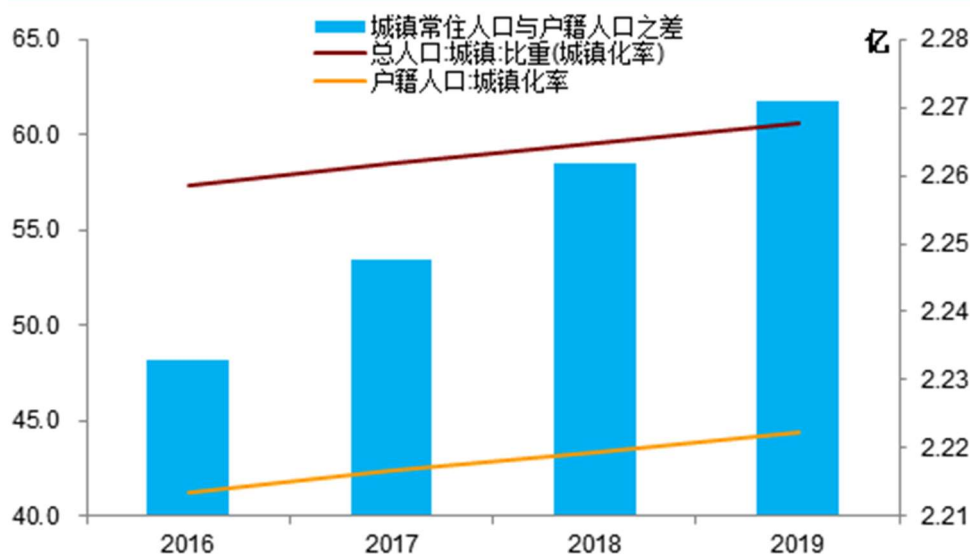
图 60：城镇居民消费支出水平显著好于农村居民



资料来源：WIND，招商证券

**第三，公共服务公平化将进一步激发居民消费支出意愿，加快服务业的发展。**我们测算从 2016 年至 2019 年，约有 2 亿以上人口在城市未能公平享受就业、教育、医疗、社保等方面的公共服务，这些居民的边际消费倾向受预防性储蓄动机的影响应低于同等收入水平的城镇户籍居民。而城镇基本公共服务覆盖面的扩大，将会激发这部分居民的消费升级意愿。

图 61: 近年有两亿多城镇常住人口不能公平享受到城镇公共产品服务

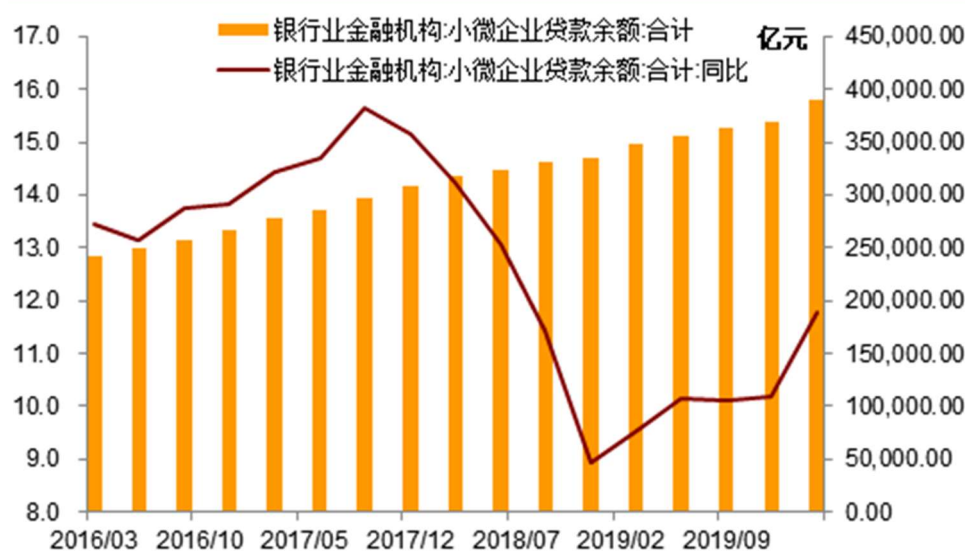


资料来源: WIND, 招商证券

### (3) 资本要素市场化对金融行业既是机会也是挑战

资本要素改革利好民营经济和中小企业,对金融行业既是机会也是挑战。我国金融资源供给有着明显的所有制歧视和规模歧视。国企、大型企业更容易获得以银行信贷为主的金融资源。中小民营企业融资难、融资贵的问题始终未能解决。通过提高直接融资占比、发展多层次资本市场,有助于解决长期以来的中小企业融资困境问题。

图 62: 小微企业信贷供给长期不足



资料来源: WIND, 招商证券

提高直接融资占比的具体措施包括改革完善股票市场发行、交易、退市等制度。完善主板、科创板、中小板、创业板和全国中小企业股份转让系统（新三板）市场建设。加快发展债券市场。稳步扩大债券市场规模,丰富债券市场品种,推进债券市场互联互通等多个方面。而证券公司是国内金融机构中唯一能够从事 IPO、再融资等股票市场业务的机构,也是债券市场发行、销售、交易的重要参与者之一。资本要素市场化改革是证券公司当前最明显的制度红利。

但金融行业的外资限制已提前至今年取消，一方面外资大规模进入金融行业将深刻影响行业竞争格局，另一方面外资进入也有助于倒逼国内金融企业在专业能力、服务水平等方面全方位提升实力。这意味着资本要素市场化改革中金融行业既会有更大的专业服务施展环境，也将直面更高水平外资同业的竞争。

#### （4）技术和数据要素的市场

从长期的生产要素投入状况来看，我国已进入老龄化社会，劳动力供应趋于降低；同时宏观负债率偏高、资本收益率下降导致资本投入难以维持高增长态势。在全球长期停滞的背景下，提高全要素生产率水平将是维持中国经济可持续发展的必然选择。总体而言，要素市场化改革有助于降低制度约束从而提升中国全要素生产率。而技术和数据要素又具有特殊意义，技术要素直接有助于技术创新与新兴产业发展；数据要素面临 5G 时代的来临，数据处理能力不仅事关国家竞争力，也事关国家安全。

当前，国家科技创新制度改革的重点包括：编制新一轮国家中长期科技发展规划，继续坚持 3 个方向的改革：一是关键核心技术攻关新型举国体制与国家科研资源聚焦。二是更多支持企业承担科研任务，激励企业加大研发投入，提高科技创新绩效。三是优化科技人才发现、培养、激励机制。产业政策方面，将继续向普惠化和功能性转型。

## 4. 完善新时代社会主义市场经济体制

5 月 11 日，中共中央、国务院印发《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（以下称“意见”），指示了新时代社会主义市场经济体制改革的方向，涵盖了市场主体、市场制度、市场体系、宏观经济治理、民生社会、全面开放、法治保障、党的领导等八个方面内容。

图 63：《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》总体结构



资料来源：中国政府网，招商证券

其中，政府与市场的关系是经济体制改革的核心问题。即“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，有效弥补市场失灵”。

市场决定性作用如何发挥？以 4 个方面的改革作为保障：一是市场主体优化，包括国资布局调整、国企混改、自然垄断行业改革、非公经济发展等。二是完善市场制度，包括产权制度、全面实施市场准入负面清单、公平竞争审查制度等。三是以要素市场化配置



改革为重点优化市场体系。四是全面对接国际高标准市场规则体系，实现更高水平开放，主要措施包括“一带一路”、自贸区（港）、开放政策保障机制、积极参与全球治理体系变革。

**宏观调控体系和宏观经济治理是政府的主要经济职能。**宏观调控方面仍然坚持稳增长的底线思维和调结构的长远目标。宏观经济治理层面，再次明确建立现代财税制度（规范政府举债融资机制、提高直接税比重、培养地方税税源）和健全货币政策+宏观审慎政策双支柱调控框架（现代中央银行制度、货币政策从数量型为主转向价格型为主、现代金融监管体系、人民币资本项目可兑换、人民币国际化）。政府的其他经济职能还包括优化收入分配格局、改革社保体系、强化公共卫生管理，以及通过党的领导和法治保障实现长久稳定等。



## 五、宏观经济预测与大类资产配置展望

### 1. 2020 年宏观经济数据预测

综上所述，从前 4 月工业、投资、消费以及外贸指标的累计增速看，上半年中国 GDP 同比增速大致回到正增长的可能性不高，预计 2 季度 GDP 同比增速为 4%，上半年 GDP 增速为-1.1%。

**全年 GDP 增长目标其实隐含在就业目标之中。**首先，《政府工作报告》设定的新增城镇就业目标为 900 万，比去年减少 200 万人。以 2019 年数据为基准，完成 1100 万城镇新增就业人数对应的 GDP 同比增速为 5.0% 左右。这意味着今年完成就业目标所需的 GDP 增速应该在 4.0% 附近。其次，城镇调查失业率的目标为 6%，比去年提高 0.7 个百分点。根据 2018 至 2019 年 GDP 增速与城镇调查失业率的关系，0.1 个百分点城镇调查失业率的提高对应 0.3 个百分点 GDP 增速的回落，这也指向全年 GDP 增速应该在 4.0% 左右。但全年 GDP 增速实现 4.0% 需要下半年 GDP 增速达到 8.0%，在坚持“房住不炒”定位之下完成难度较高。因此，今年部分就业目标需要通过非市场化行为完成，如国企承担社会责任等。假设下半年 GDP 增速恢复至 5.5% 左右，那么全年 GDP 增速可能在 2.5% 附近。对应全年工业增加值增速可能在 2.0% 左右。

综上，我们预计 2-4 季度 GDP 增速分别为 3.5%、5.3% 和 5.7%。

表 7：主要宏观经济变量预测

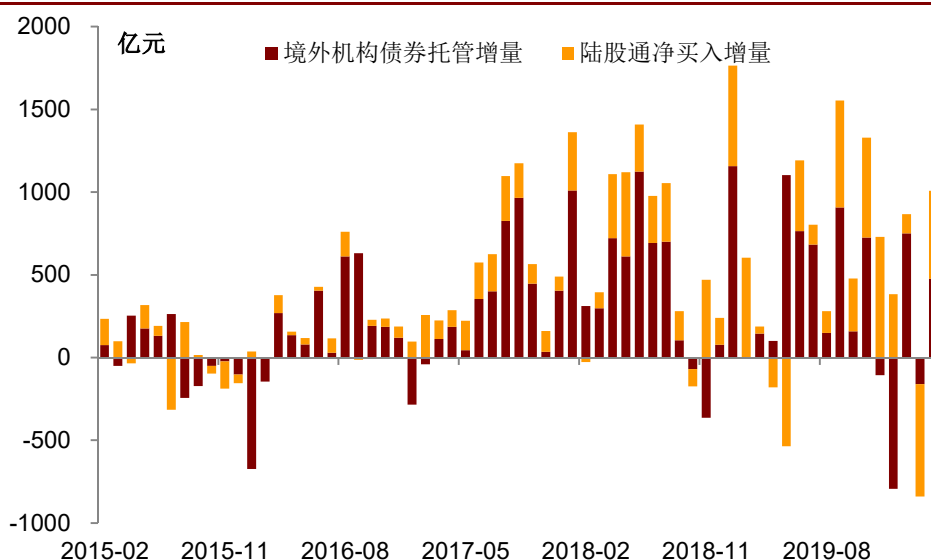
当季同比 (%)	2020Q1	2020Q2 E	2020Q3 E	2020Q4 E	全年
不变价 GDP	-6.8	3.5	5.3	5.7	2.5
工业增加值	-8.4	4.7	5.5	6.0	2.0
固定资产投资 (累计)	-11.0	-3.0	3.7	6.2	6.2
社零增速	-19.0	-1.5	5.0	8.0	2.5
出口	-13.3	-3.5	-5.0	2.0	-4.6
进口	-2.8	-10.3	-3.0	3.0	-3.2
社融存量 (累计)	11.5	12.0	11.5	11.0	11.0
CPI	5.0	3.1	2.4	1.2	2.9
PPI	-0.6	-3.0	-1.7	-0.3	-1.4
GDP 平减指数 (注)	1.6	-0.6	-0.1	0.3	0.3
现价 GDP	-5.2	2.9	5.2	6.0	2.8

资料来源：招商证券；注意：平减指数采用现价 GDP 同比与不变价 GDP 同比增速之差。

## 2. 2020 年下半年大类资产配置展望

根据我们前文对下半年经济形势的展望，随着下半年国内经济逐步回到正常状态，企业盈利的修复与投资需求的持续发力，实际和名义 GDP 增速均处于上升趋势。在这样的宏观环境下，我们认为未来半年整体的配置风格应以积极进攻为主。并且，4 月以来出现的外资回流现象我们判断为趋势性变化，而非阶段性行为。理由如下：全球货币政策重回超宽松状态且短期内不会逆转，当美元流动性困境结束后，3 月以来释放的大量流动性依然需要配置资产。而中国市场无论从疫情形势还是经济形势都领先于全球。在全球主要资产中，人民币资产与美元资产的相关性最低。再者，2020 年中国金融市场与金融行业将进一步对外开放。以上因素都有助于外资更加积极的参与国内资本市场。

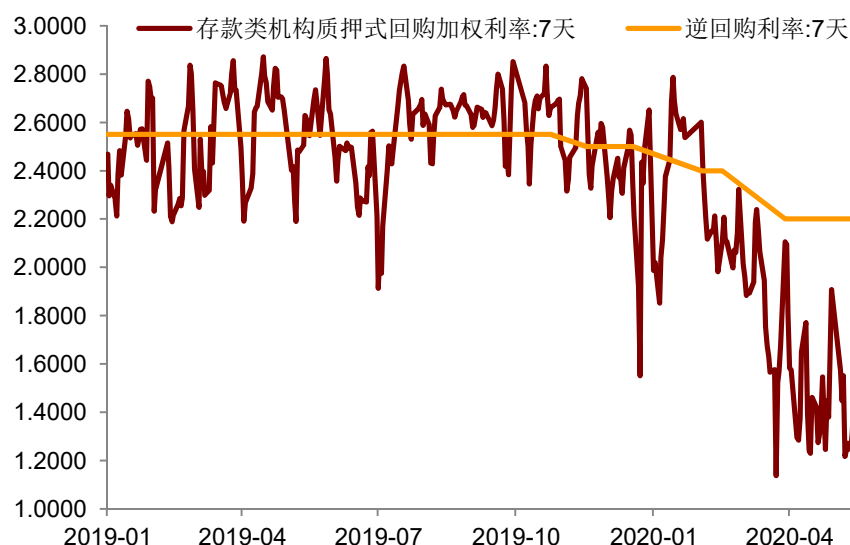
图 64：4 月外资大举回流国内市场



资料来源：Wind，招商证券

债券收益率进入 5 月出现明显调整，10 年国债收益率上行幅度超过 15bp。一方面，4 月经济数据较为积极，国内基本面形势对长端利率造成一定压力；另一方面，3、4 月发力后，5 月货币政策边际上力度没有进一步加大，市场对货币政策预期趋于谨慎。而从资金利率来看，DR007 疫情以来持续低于 7 天逆回购利率，显示目前的收益率水平已经在一定程度反映了年内货币政策进一步降准降息的预期。两方面因素的变化意味着年内对债券市场最友好的宏观场景环境已经过去，继续超配债券的理由已经不再充分。

图 65: 当前资金利率对年内继续降准降息已有所反映



资料来源: Wind, 招商证券

因此,下半年我们建议增加权益和商品资产的配置比例,相应减少债券资产的配置规模。上述配置建议面临的风险是风险资产由于疫情和政治因素冲击出现波动性大幅提升。

第一,目前疫情仍有较大不确定性。能够有效降低疫情不确定的方法主要有三种:快速检测、有效治疗方案以及疫苗问世。现阶段,快速检测较成熟,而药品和疫苗进展较慢,疫苗能在明年投入临床使用就算是非常快。同时,全球疫情中心已转移至新兴经济体。不排除会出现疫情全球大流行的第三轮高峰。

第二,此前被疫情掩盖的中美政治摩擦将重新浮出水面,还将随着美国总统大选的日益临近而更加尖锐化。4月以来从美方甩锅疫情大流行起,中美政治摩擦持续升温。美方对华为采取了更加严厉的压制措施,又公布了新一批实体名单。5月20日白宫发布了《美国对中国战略方针》,再度对中国进行了指责。

第三,国内政策变化的节奏。当前市场表现与国内政策扩大有较大关系。但当前的宏观负债率约束只是暂时放松,一旦目标实现国内政策就有可能开始调整,这会对资产价格造成不利影响。前瞻地看,2021年1季度经济增速会因为基数的原因而异常地高。

基于此,从宏观环境来看,我们建议下半年超配权益和商品资产,标配债券,考虑全球负利率环境的回归,我们建议继续超配黄金。但鉴于前述风险因素,建议投资者要针对事件性冲击做好资产组合再平衡的准备。

表 8: 2020 年下半年大类资产配置建议

大类资产	低配	标配	超配
股票			√
现金	√		
固定收益		√	
利率债		√	
信用债		√	
商品(除黄金)			√
黄金			√
外汇	√		

资料来源: 招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢亚轩：**南开大学经济学学士、硕士、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017 年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

**罗云峰：**南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

**张一平：**南开大学经济学学士、硕士和博士。2011 年加入招商证券，现任研究发展中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

**刘亚欣：**美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**高明：**中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**张秋雨：**南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20 以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20 之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5 以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。