

经济无往不复，政策斩棘前行 ——宏观经济篇

分析师：何雄就

2020.06.24

经济无往不复，政策斩棘前行

——2020年下半年宏观策略展望

- **疫情长期化发展，全球需求陷入“衰退”**：不过，4月下旬美国各州开始重启经济，疫情对于美国经济冲击最严重的时点已经过去。欧元区2020年下半年或将出现复苏，到2021年将出现强劲反弹。但是一些新兴国家疫情爆发使得全球经济不确定性增加，美国也有二次爆发的风险。
- **经济下行压力大，但下半年将加速复苏**：全球需求萎靡的情况下，中国难以独善其身。“**无平不陂，无往不复**”，发展过程遇到困难而反复是常态，但是中国拥有最为广阔的内需市场，较为完善的产业链，相对合理的人力资源储备，若能有效激发内需，提升要素配置效率，经济复苏的进程将有所加快。
- **就业消费是重点，政策注重精细化调控**：当前生产和消费修复存在时差，生产总体好于消费。因此，想方设法促进消费回归正常是经济健康运转的关键之一。另外，消费是收入的函数，稳就业不仅是促消费的应有之义，而且稳就业也关系社会的稳定。从实际情况看，大水漫灌并非无后遗症的政策，短期稳定和长期高质量发展的平衡，需要政府既加大政策力度，但更精准地输送到重点部门当中。
- **资产配置建议**：宽货币向宽信用转向，虽非大水漫灌，但需放水养鱼。流动性充裕的情况下，权益类资产有一定的上行前景，疫情二次爆发等短期不确定性仍存，黄金作为避险资产有其配置的价值。总体上，下半年资产**建议超配**：成长型权益类，**中配**：价值型权益类、黄金、商品，**低配**：债券，REITs。

主要内容

- 世界经济：疫情长期化，需求下行
- 国内经济：复苏加速化，险阻仍存
- 宏观政策：调控精细化，防范风险
- 资产配置：流动性充裕，股债分化

疫情：新兴国家蔓延，二次爆发风险仍存

- 近期部分发达国家疫情得到一定控制，但是俄罗斯、印度、巴西等国家的疫情爆发又为全球经济蒙上“阴霾”。由于种族歧视事件爆发游行，美国仍有二次爆发的风险。
- 6月8日世界银行指出，受新冠肺炎疫情影响，2020年全球经济预计将萎缩5.2%。

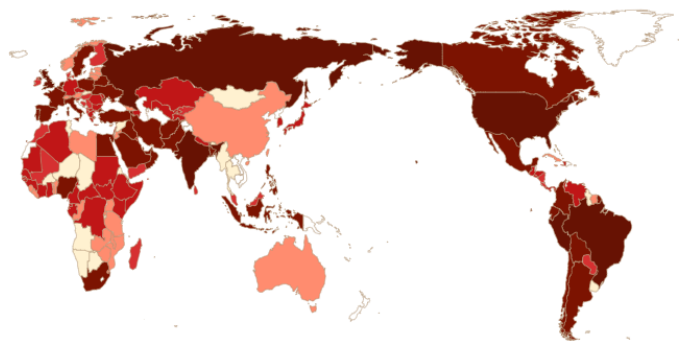
东亚地区压力减少，美洲地区形势严峻

全球疫情地图

现有确诊

累计确诊

动态图



1-9
1000-9999

10-99
10000-99999

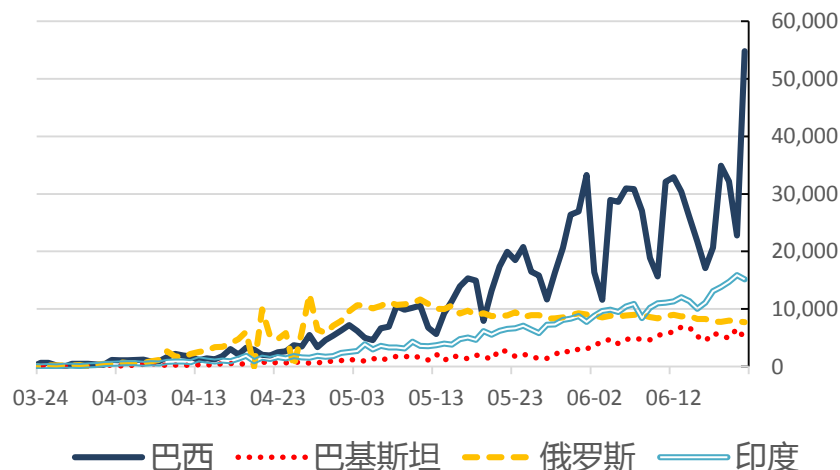
100-499
>100000

500-1000

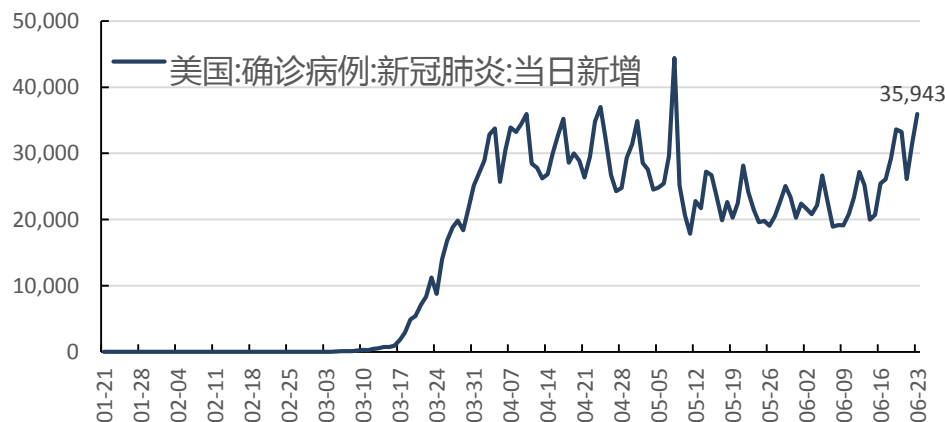


申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

新兴国家疫情爆发，疫情长期化



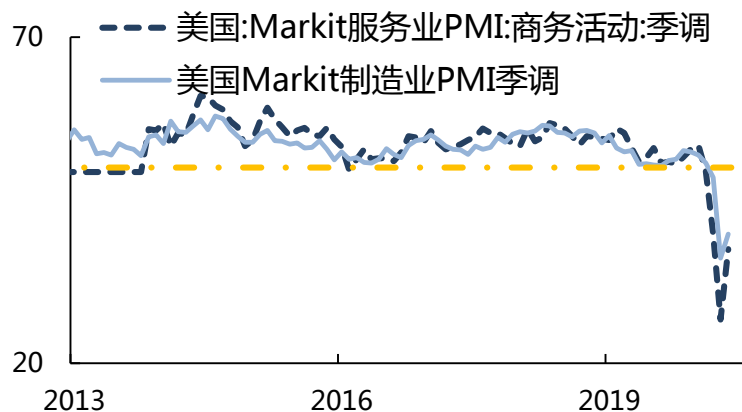
美国近期每日新增确诊再次突破3万例



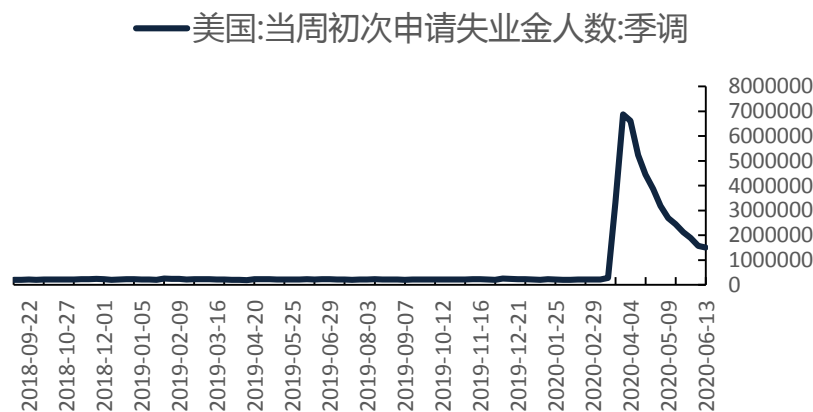
资料来源：Wind，申万期货研究所

美国：最坏时点已经过去

景气指数开始回升



当周初次申领失业金人数持续下降



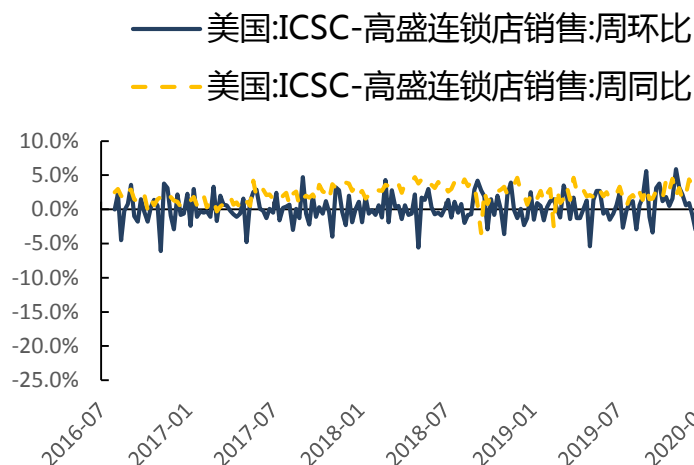
零售数据大幅反弹



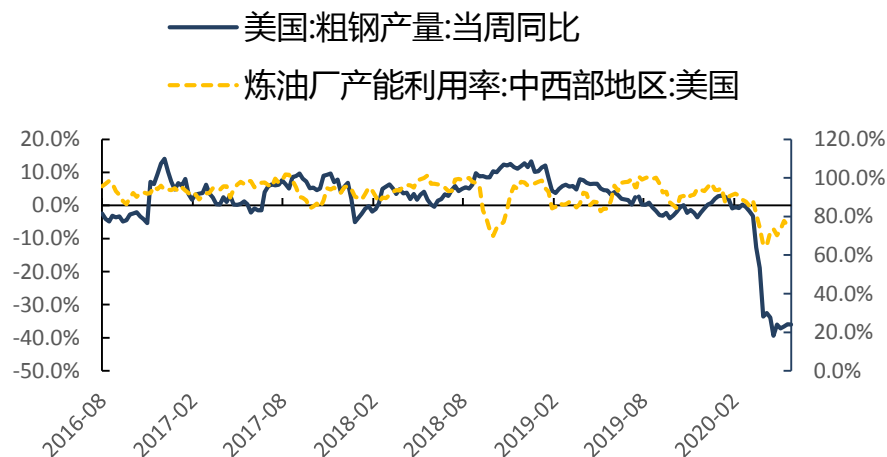
- 4月下旬美国各州开始重启经济，疫情对于经济冲击最严重的时点已经过去。
- 但复工复产的进程和幅度可能不及原先预期般乐观，部分早期解禁的大州出现了疫情二次暴发的迹象，整体确诊病例数缓慢下行之后再次出现抬头，疫情的二次爆发可能引发新的管制。
- 根据美国24家机构对美国2020年GDP水平的预测平均值为-5.6%，2021年为4.4%，而美国在2019年的经济增速为2.3%。GDP或要等到2022年或更晚，才能恢复到疫情之前的水平。

美国：高频数据显示经济艰难重启中

费城联储制造业指数回升



美国炼油厂产能利用率及粗钢产量



波罗的海干散货指数



美国ECRI领先指标



美国：美联储资产负债表扩张放缓

美联储维持0利率



美联储资产负债表扩张停滞



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 二季度美联储的政策不断加码，除了维持当前基准利率为0外，美联储承诺对金融系统再注入逾4万亿美元资金，并放宽银行业规则以及大幅度扩大贷款规模，实施给金融机构注资，从大企业买债，直接向小企业借贷等举措。
- 举措迅速稳定了市场信心，但是也使得美股泡沫式上涨，可以看到美股同美联储资产负债表扩张速度的同步性。但近期美联储表示对于泡沫的警惕，资产负债表扩张的速度开始放缓，与此同时美股上行停滞。
- 美国一些重新开放的州的新冠病毒病例增加存在迫使政府实施新的封锁措施的可能，美联储对于经济能否快速复苏的态度也较为谨慎，宽松的货币政策仍然将持续较长的时间，同时市场也并不放弃美联储最终将实施负利率政策的预期，对于黄金的整体利好不变。

美国大选：2020年重要时间节点

- 2020年是美国总统大选年，特朗普任职以来工作支持率不高，据统计是近几届总统最低。特朗普要成功当选，经济等问题上要有较为亮眼的成绩。
- 特朗普将中美第一阶段协议视为自身重要政绩，出于竞选需要，贸然撕毁协议的可能性较小。
- 民主、共和两党候选人确定后，最终大选前一般进行三轮辩论。辩论往往离不开“中国话题”，届时或将对相关资产产生一定影响。
- 特朗普疫情防控不力，加之反种族歧视抗议，不排除继续出现为了转移矛盾，继续“甩锅”中国，激化贸易矛盾的可能性。

初选阶段

(2020年1-5月)

辩论游说

(2020年9-10月)

候选人产生

(2020年7-8月)

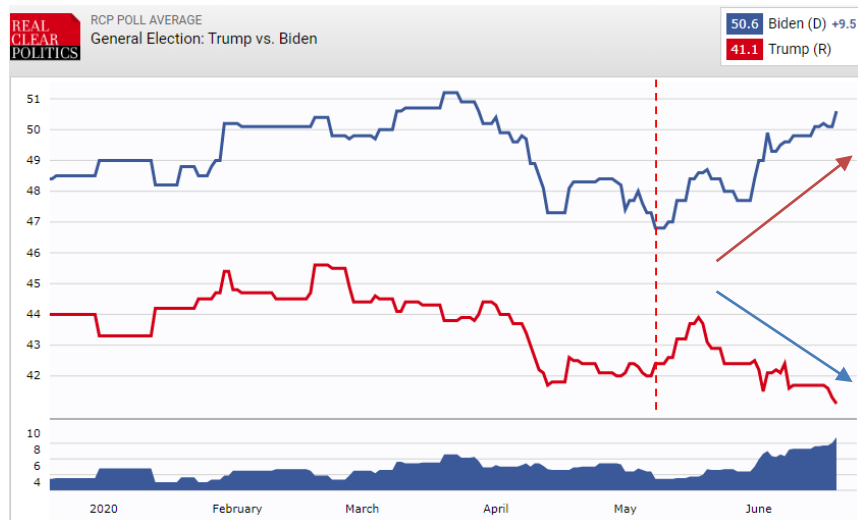
总统大选日

(2020年11月3日)

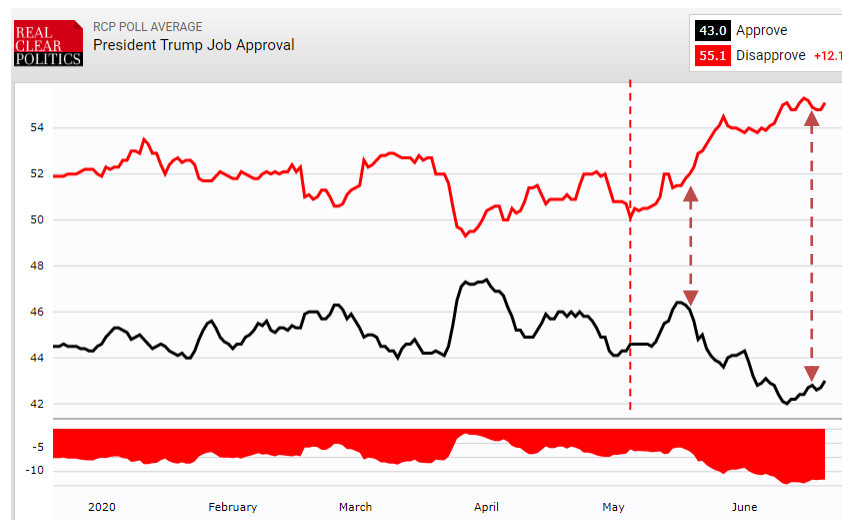
美国大选：特朗普支持率迅速走低

- 近期多项民调结果显示，特朗普支持率已经落后拜登，拜登拿到了历史上最高的民调支持率51%。
- 疫情防控不力，并非特朗普工作支持率走低的主要原因，3-4月份美国疫情爆发，但美国民众对特朗普的支持率仍较为稳健。
- 特朗普支持率走低，更多的是由于在种族歧视事件上未能拿出满意答复。

支持率方面，拜登与特朗普差距拉开

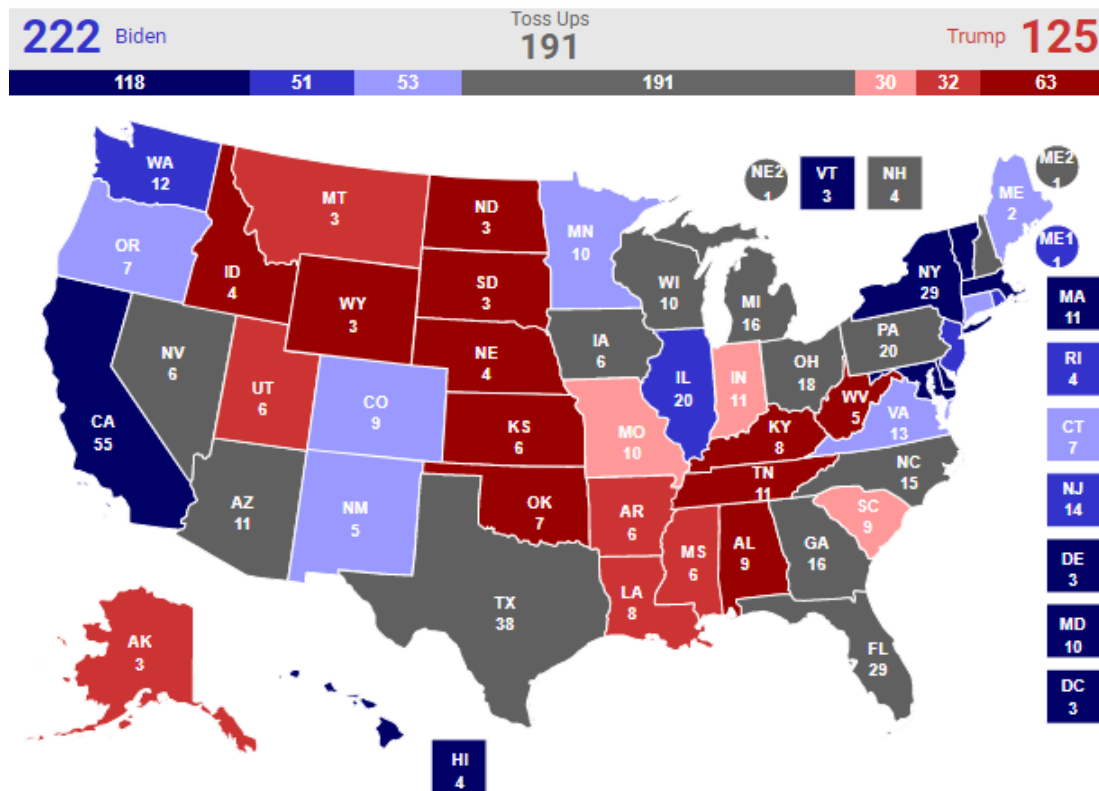


5月中旬后特朗普工作支持率迅速走低



美国大选：拜登暂远胜于特朗普

- 从当前的竞选形势来看，大概率选择拜登的州选票222张，大概率选特朗普的州选票125张，拜登选情远好于特朗普。
- 但是，还不能说拜登肯定能获胜。“摇摆”不定，悬而未决的州选票有191张。2016年特朗普正是获得了佛罗里达等摇摆州的支持才赢得了竞选。
- 当前未有明显倾向的州主要有德克萨斯（38张），佛罗里达（29张），宾夕法尼亚（20张），俄亥俄（18张），乔治亚（16张），密歇根（16张），北卡（15张），亚利桑那（11张），威斯康星（10张）等。



特朗普

拜登



■ 坚定支持特朗普

■ 坚定支持拜登

■ 大概率选特朗普

■ 大概率选拜登

■ 倾向于选特朗普

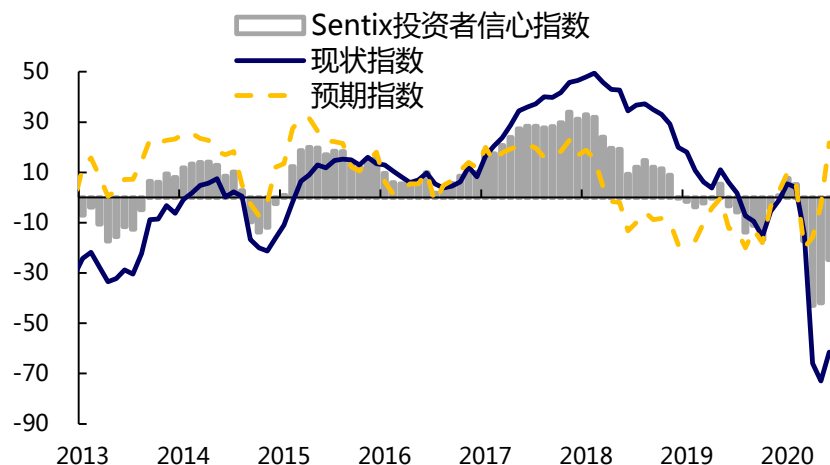
■ 倾向于选拜登

■ 悬而未决

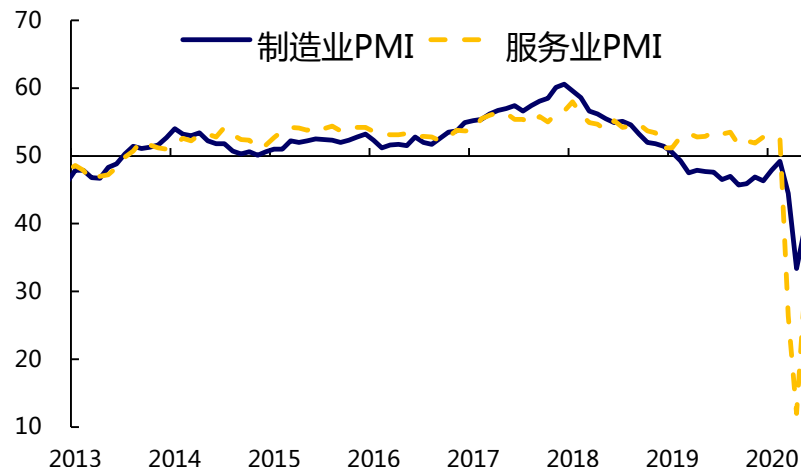
资料来源：Real Clear Politics，申万期货研究所

欧元区：遭遇有史以来最严重衰退

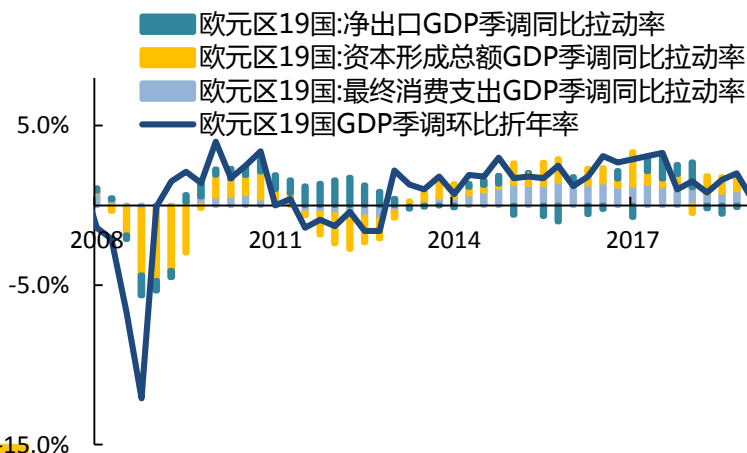
Sentiment信心指数



欧元区PMI指数



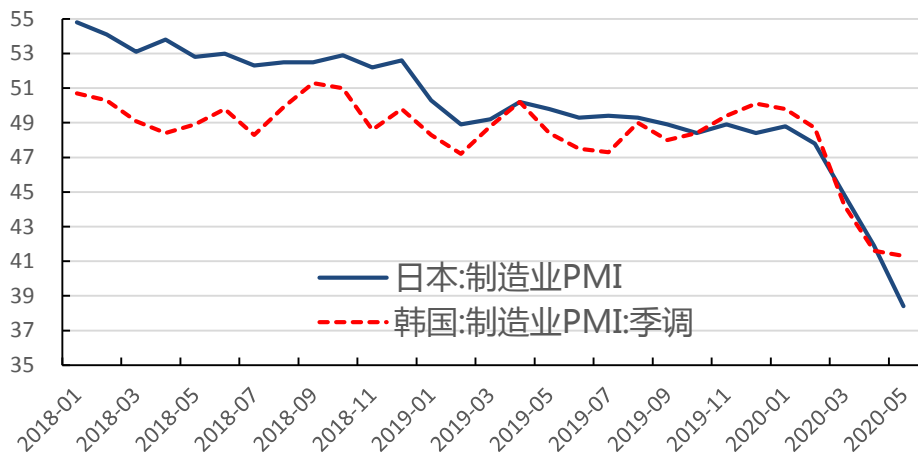
GDP大幅萎缩



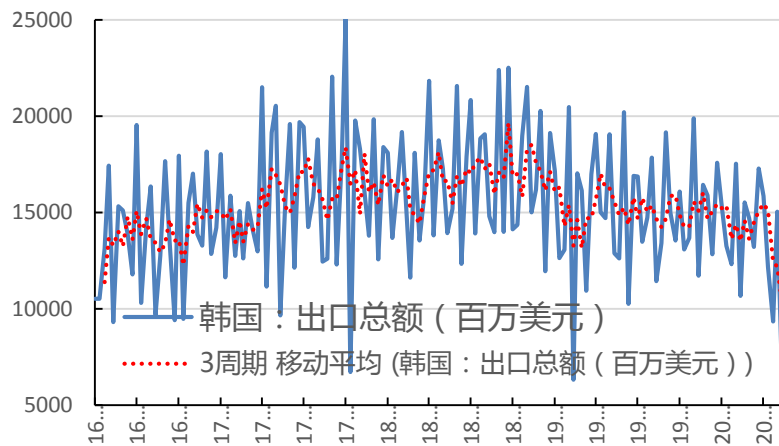
- 欧元区受疫情影响显著，1季度GDP环比增速萎缩至-3.6%，同比-3.1%。新冠病毒疫情引发的停摆导致了欧元区自1995年有记录以来最大幅度的增长下滑，欧洲央行预测全年将萎缩8.7%。
- 随着部分国家推进解除封锁，欧元区经济已经度过最艰难时刻，景气指数开始回升。
- 二次疫情反扑、措施后续不足等风险将打压经济复苏前景。欧盟共同的经济复苏计划仍未能按预期获批。
- 欧洲央行预计，到2020年下半年将出现复苏，到2021年将出现强劲反弹，GDP将增长5.2%。但复苏的程度将因国家而异。

日韩：疫情压力减少，需求未见改善

5月份制造业PMI仍在下行



作为外向型经济，韩国出口持续下行



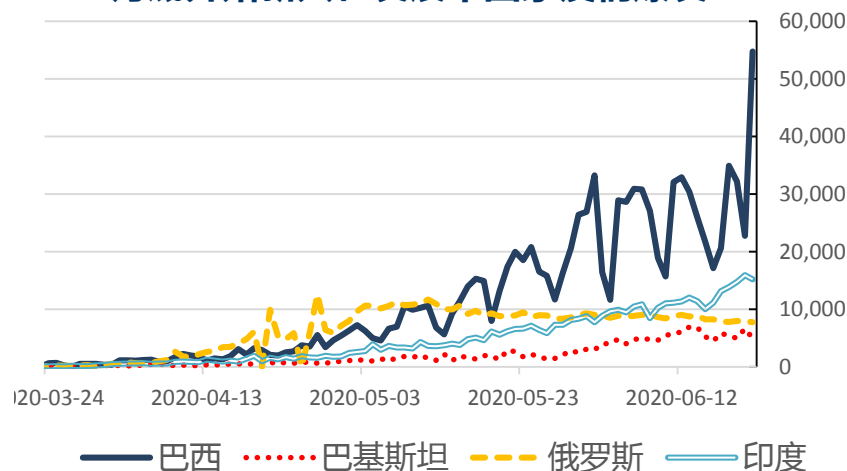
日韩疫情压力最大的时间已过



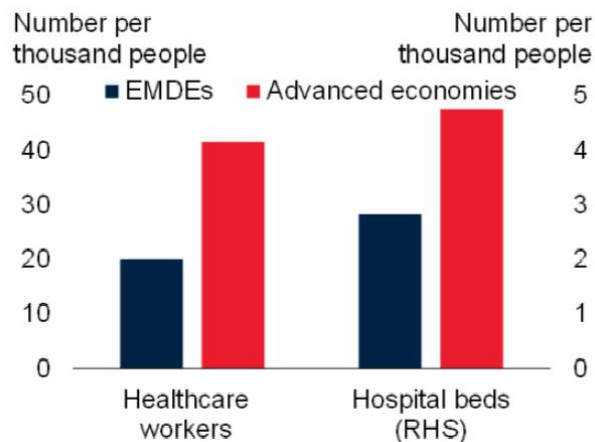
- 韩国疫情防控压力高峰在2-3月，日本压力高峰在3-4月，目前疫情防控的压力已经大幅减少。
- 但是，日韩经济未见明显改善，主要原因在于两国经济与全球需求走向的联系更为紧密。
- 日本央行加大对公司债的购买力度，其资产负债表已扩张了约10%的GDP水平。世行预计2020年日本GDP将萎缩6.1%。

新兴国家：疫情处于爆发阶段

4月底开始新兴和发展中国家疫情爆发

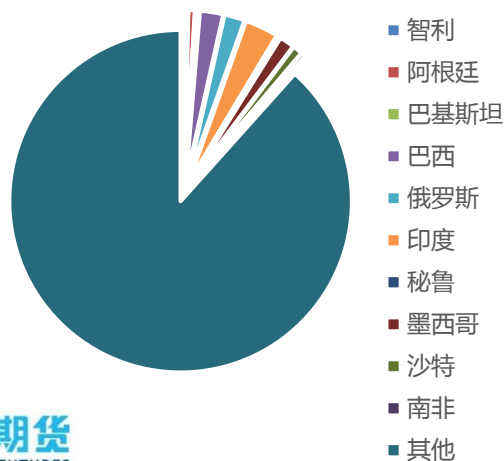


与发达国家相比，新兴市场医疗条件堪忧



近期处于爆发阶段的新兴或发展国家GDP

占全球比重近12%



- 4月底左右，俄罗斯、巴西、印度、智利等新兴国家疫情陆续爆发，其中巴西疫情尤为严重。随着南美等国家进入秋冬季节，疫情防控难度更大。
- 新兴和发展中国家的医疗卫生水平相对较低，与发达国家相比防控疫情难言乐观，疫情控制时间曲线或将拉长。
- 近期处于疫情爆发阶段的新兴国家GDP占全球比重近12%，且疫情长期化导致贸易退化，对经济信心恢复的影响远超该比例。

资料来源：Wind，世界银行，申万期货研究所

本章小结：疫情风险仍未解除，持续压制经济复苏

新兴国家疫情爆发，美国也有二次爆发风险，疫情长期化发展将使得全球经济复苏速度放缓。

美国经济风险仍未解除。4月下旬美国各州开始重启经济，疫情对于经济冲击最严重的时点已经过去，但复工复产的进程可能不及预期，高频数据显示经济的重启也较为艰难，加上因种族事件导致的大游行使疫情二次爆发的风险增加。特朗普政府当前正面临着一定危机。

货币政策方面，美联储的政策不断加码。举措迅速稳定了市场信心，但是也使得美股泡沫式上涨。美联储对于经济能否快速复苏的态度也较为谨慎，积极的货币政策仍然将持续较长的时间，同时市场也并不放弃美联储最终将实施负利率政策的可能。

全球经济方面，随着部分国家推进解除封锁，欧元区经济已过最艰难时刻，景气指数开始回升。预计欧元区下半年将出现复苏，到2021年将出现强劲反弹。日韩经济未见明显改善，主要原因在于两国经济与全球需求走向的联系更为紧密。新兴和市场医疗卫生水平相对较低，疫情控制和经济恢复时间曲线或将拉长。

主要内容

- 世界经济：疫情长期化，需求下行
- 国内经济：复苏加速化，险阻仍存
- 宏观政策：调控精细化，防控风险
- 资产配置：流动性充裕，股债分化

生产：基本恢复至去年同期水平

■ 制造业PMI已经连续三月处于扩张区间，经济复苏迹象明显。从六大发电集团发电耗煤情况看，2020年5月份耗煤数据大幅超越去年同期。工业增加值同比增速也稳步回升，其中高科技产业复苏速度快于其他行业。

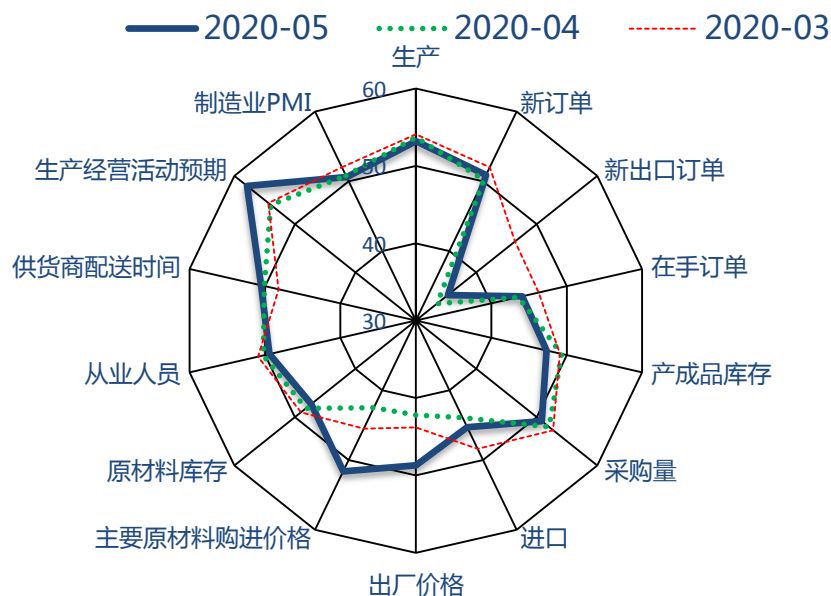
2020年5月工业增加值数据（%）

指标名称	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01
工业增加值:当月同比	4.40	3.90	-1.10	-25.87	-4.31
工业增加值:累计同比	-2.80	-4.90	-8.40	-13.50	-4.31
工业增加值:采矿业:当月同比	1.10	0.30	4.20	NA	NA
工业增加值:制造业:当月同比	5.20	5.00	-1.80	NA	NA
工业增加值:电力、燃气及水的生产和供应业:当月同比	3.60	0.20	-1.60	NA	NA
工业增加值:高技术产业:当月同比	8.90	10.50	8.90	NA	NA

六大发电集团日均耗煤恢复至去年同期水平



制造业PMI连续三月处于扩张区间



资料来源：Wind，申万期货研究所

价格：工业原材料价格触底反弹

- 从主要工业原材料数据来看，由于疫情的影响，2020年多数品种经历了较大幅度的下跌，但近期大多触底反弹，与经济复苏的方向一致。但是，6月以来价格上涨的速度放慢，表明近期工业生产恢复的势头可能有所放缓。

主要工业原材料价格触底反弹



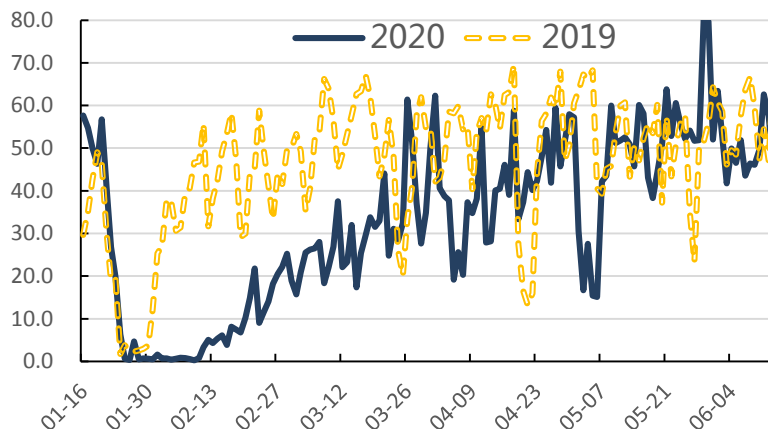
对应价格/指数	近1月涨跌幅度	2020年以来涨跌幅	截止日期
期货收盘价(连续):IPE布油	21.33%	-36.66%	2020/6/19
期货收盘价(连续):IPE轻质原油	25.20%	-34.90%	2020/6/19
中国铁矿石价格指数(CIOPI)	6.18%	11.03%	2020/6/19
价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国	-0.21%	-1.06%	2020/6/19
水泥价格指数:全国	-1.80%	-12.67%	2020/6/19
长江有色市场:平均价:铜:1#	7.70%	-3.23%	2020/6/22
长江有色市场:平均价:铝:A00	3.04%	-4.47%	2020/6/22
长江有色市场:平均价:锌:0#	-0.28%	-5.90%	2020/6/22
市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛	12.94%	3.28%	2020/6/22
CCFEI价格指数:精对苯二甲酸PTA内盘	4.92%	-25.72%	2020/6/19
中国棉花价格指数:328	3.87%	-10.93%	2020/6/22
市场价(中间价):聚氯乙烯PVC(电石法,五型料):上海	6.27%	-11.93%	2020/6/19

资料来源：Wind，申万期货研究所

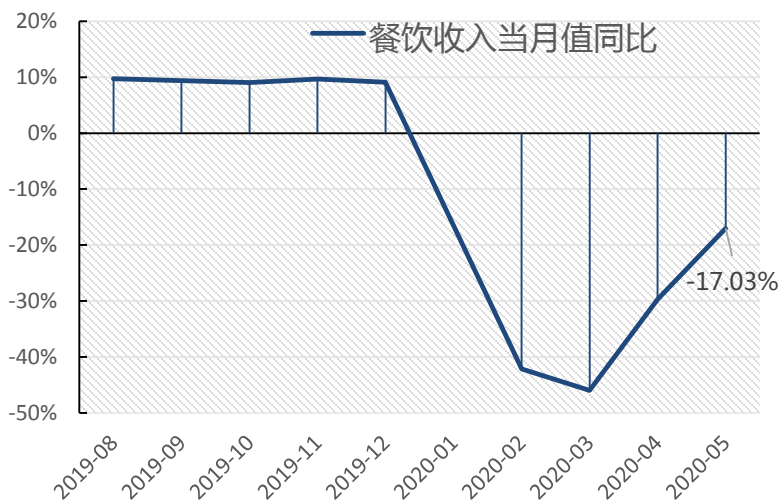
消费：文娱、餐饮消费缓慢修复

- 5月份，社会消费品零售总额同比名义下降2.8%，仍未恢复至去年同期水平，餐饮收入当月值仍然处于较大幅度的负增长状态。在国内部分地区疫情反复的事件影响下，居民消费或仍将保持缓慢修复状态。不过，汽车的销售好于其他消费品类的修复速度，相关支持政策作用逐渐显现。

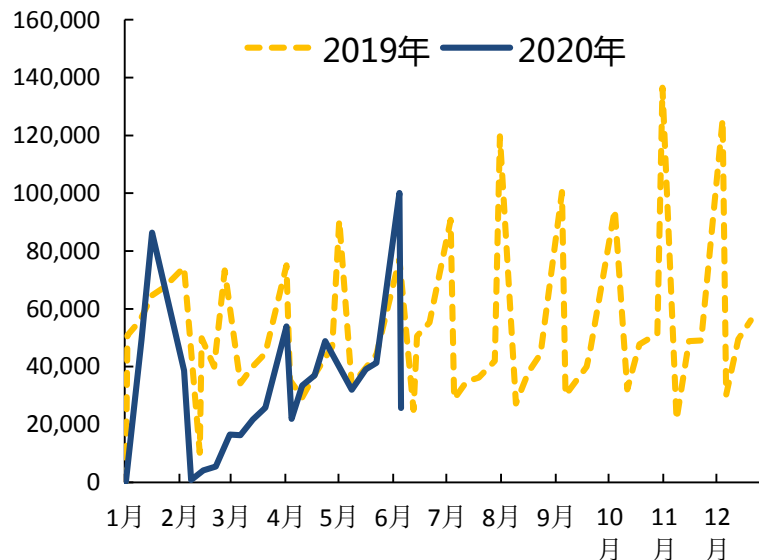
房地产销售回归至去年同期水平（万平方米）



餐饮行业离完全恢复正常还有一段距离（%）



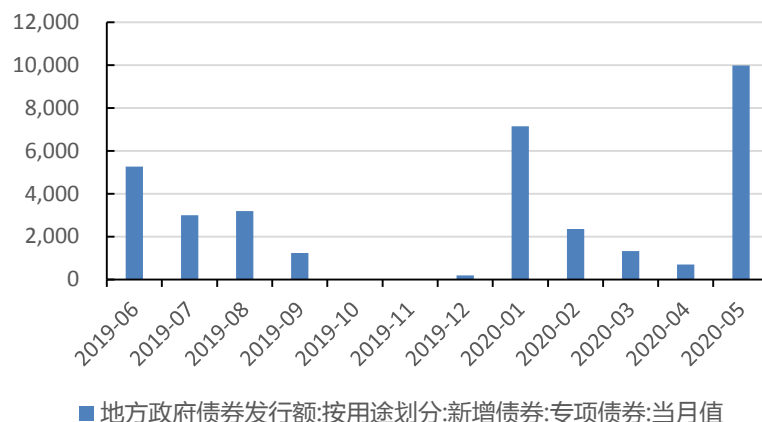
乘用车销售迅速恢复至去年同期水平(辆)



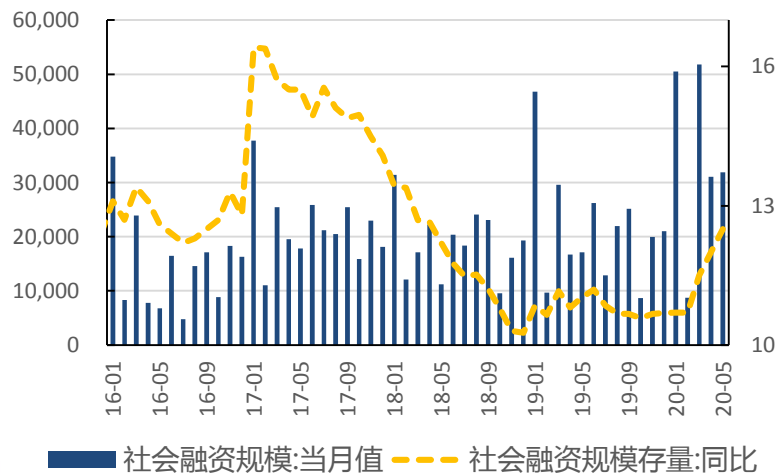
投资：“托底”作用继续显现

- 从工程机械使用时长来看，当前投资正逐渐发力。KOMTRAX中国指数连续两月保持3%的同比增速。
- 工程机械销售预示后期投资仍将发力。5月份工程机械产品产销两旺，挖掘、铲土运输机械和混凝土机械产量同比分别增长62.1%和42.2%，挖掘机销量同比增长68%。
- 专项债加大发行力度，社融增速5月同比增加12.5%，工程建设投资将有资金保障。

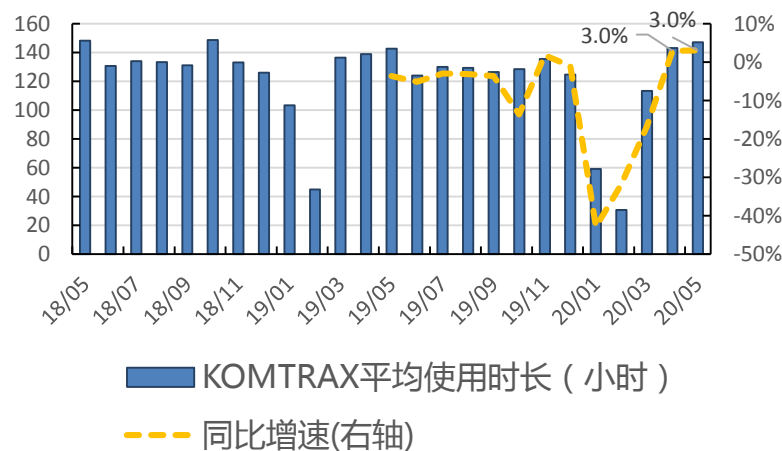
专项债发行力度加大



社会融资规模存量同比增速加快（右轴，%）



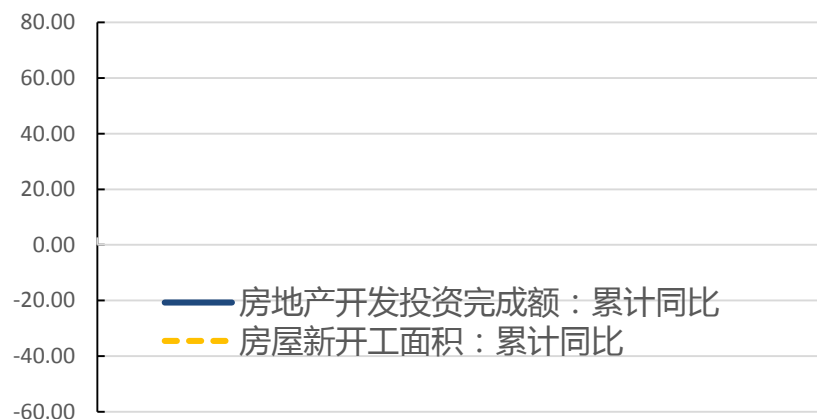
工程机械使用时长同比增速趋向平稳



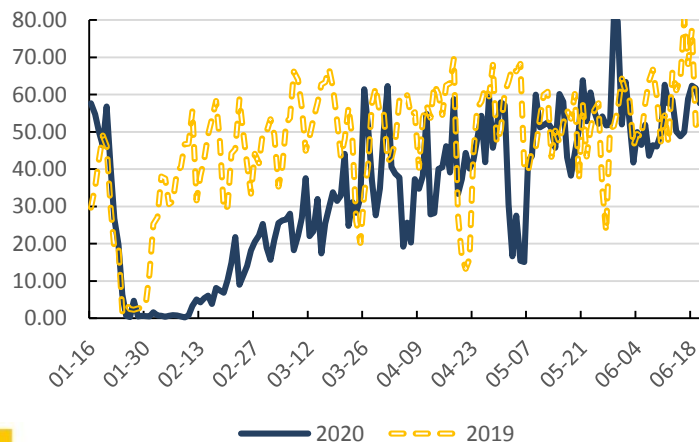
房地产：“房住不炒”与“健康发展”的平衡

- “房住不炒” 仍然是调控的总体方向，但是房地产行业平稳健康发展对当下经济仍较为重要。
- 房地产销售5月以来已回归至去年同期水平，5月底迎来了一波“小高潮”。5月份4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.7%，二手住宅销售价格环比上涨1.1%。

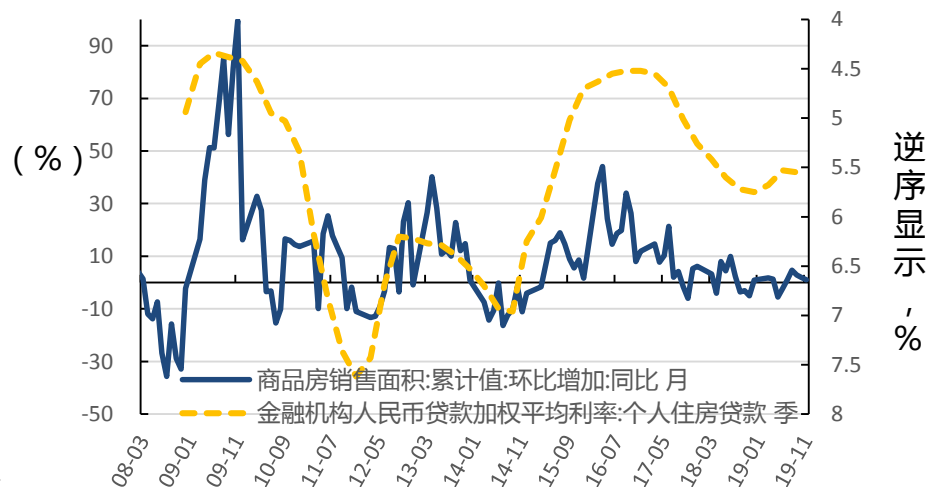
房地产开发投资稳步回升（%）



房地产销售已与去年水平相当（万平米，春节对齐）

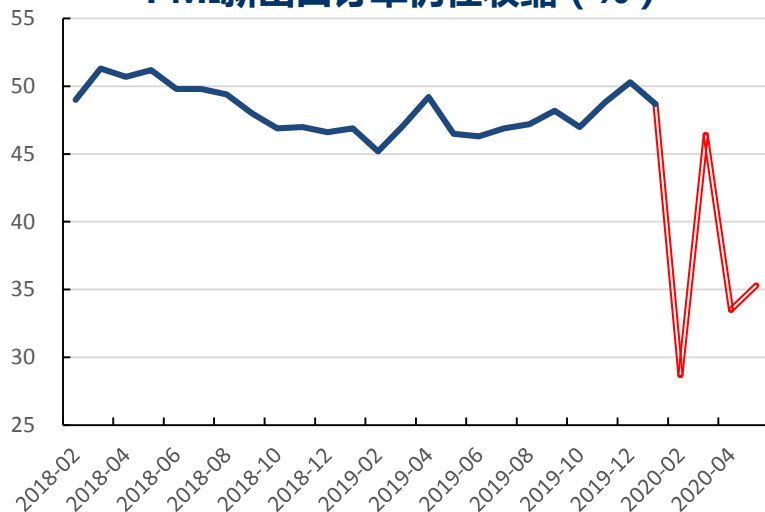


个人住房贷款利率与房地产销售存在负相关关系

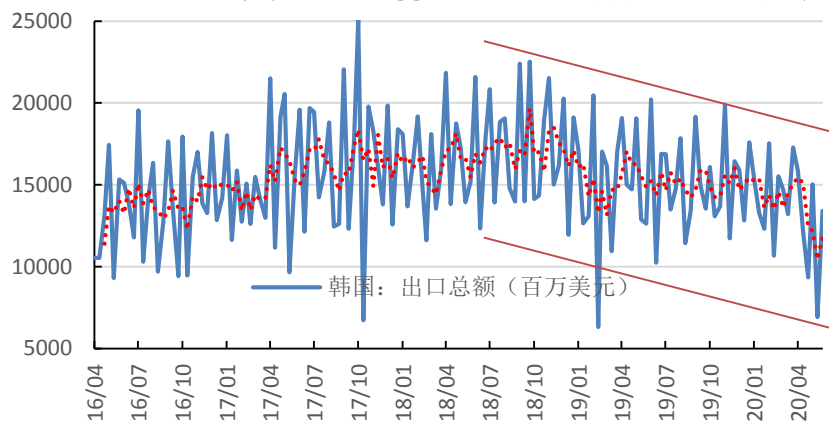


外需：需求下行短期难逆转

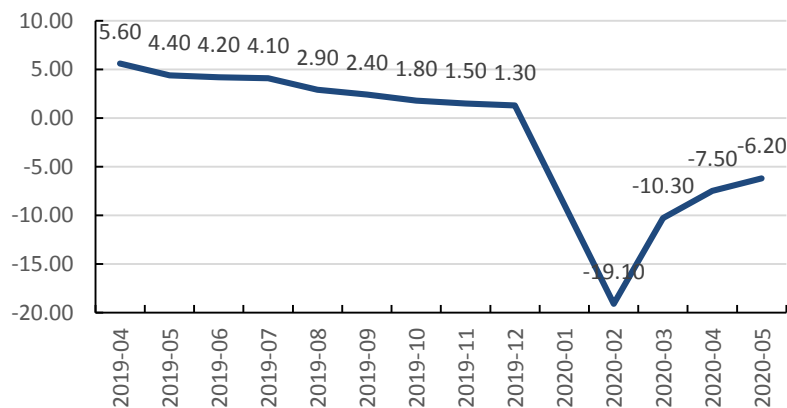
PMI新出口订单仍在收缩（%）



全球需求风向标：韩国出口总额仍在下行通道



出口交货值同比增速继续回升（%）



——工业企业:出口交货值:累计同比

- 疫情造成的全球需求下行可能并非短期能够逆转，2018年以来需求就有持续下行的迹象。
- 尽管防疫物资的出口短期或能部分对冲其他领域外需减少，但从中期看疫情未完全得到控制，逆全球化的潮流渐起，均为未来的外需带来较大的下行压力。

本章小结：经济加速复苏，但不确定性较高

- **生产继续加速复苏。**国内疫情影响基本消去，二次爆发风险较小，生产复苏进程不变。
- **消费需要政策扶持。**疫情对居民消费信心有较大影响，仍需要有效的政策发力，促使消费回复至正常水平。
- **投资保持发力状态。**从先行数据看，下半年投资将保持高增长，起到托底经济的作用。
- **外需表现不容乐观。**国外疫情二次爆发风险较高，全球经济总体下行趋势难改。
- **综合来看，**由于上半年经济距离潜在水平较远，且本年没有具体增速目标，我们估计**年度经济增速在2.5—3.5%区间。**

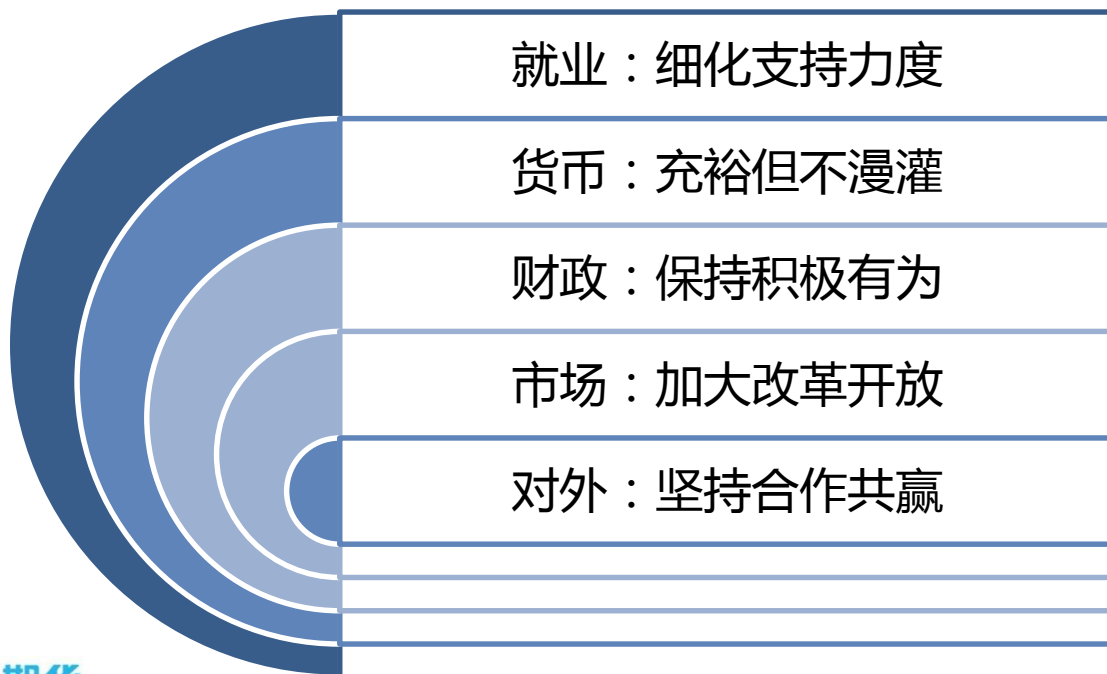
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	3.0
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	5.7	3.0
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	3.5
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	8.0	2.0
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.9	2.8
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	-0.3	-2.4

主要内容

- 世界经济：疫情长期化，需求下行
- 国内经济：复苏加速化，险阻仍存
- 宏观政策：调控精细化，防控风险
- 资产配置：流动性充裕，股债分化

概览：精细化调控，高质量发展

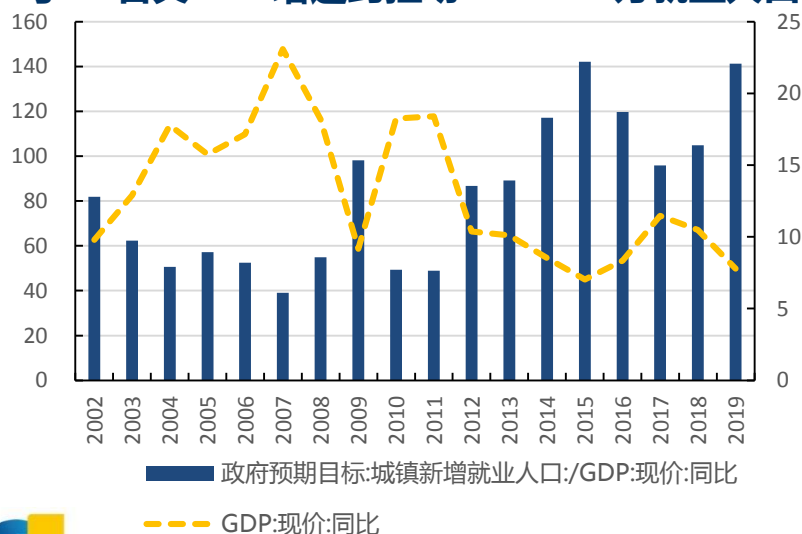
- 随着经济的进一步复苏，政策将更加注重精细化调控。
- “六保”是工作着力点，关键也在于提高针对性和有效性。“六保”即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。
- 流动性将保持充裕，但大水漫灌的可能性较低。
- 中国人民银行党委书记郭树清表示，大型经济体应当主动考虑自身政策的外溢效应，自觉平衡好内外部影响。**中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。**



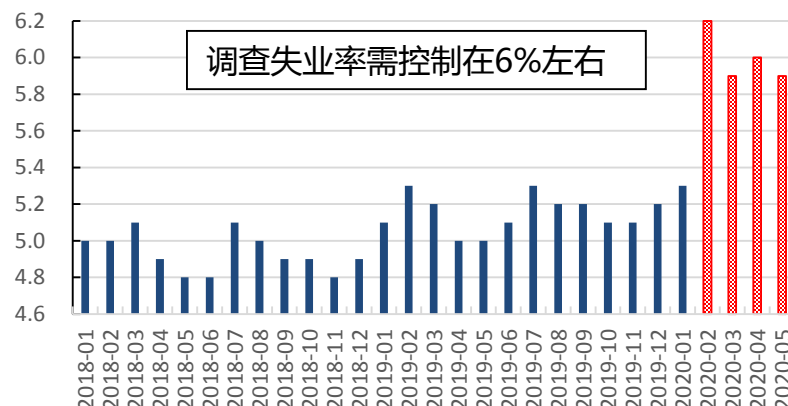
就业：压力仍然较大，需政策继续支持

- 3-4月份是春节后就业压力的一个高峰时期，随着疫情的控制逐渐缓解。
- 7-10月或将是就业压力的另一高峰。教育部表示，2020届高校应届毕业生将达到874万人，创历史新高。
- 2020年政府工作报告要求城镇新增就业900万人以上。按1%名义增速创造100-200万就业人口，需要GDP名义增速达到4.5%-9%。

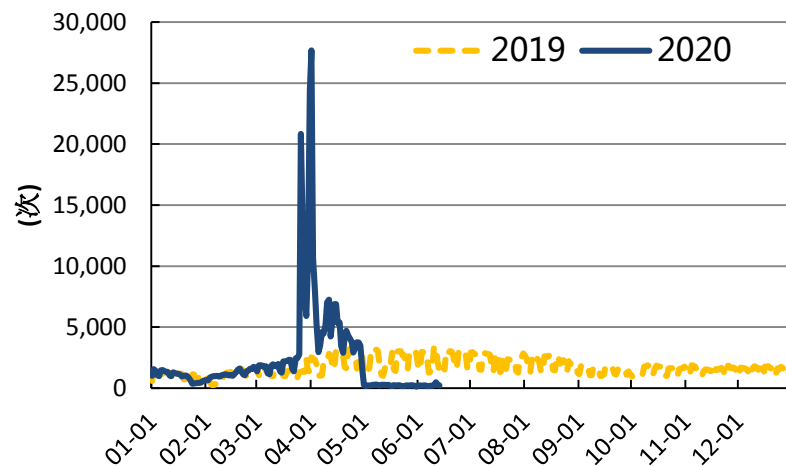
每1%名义GDP增速约拉动100-200万就业人口



调查失业率要求控制在6%左右

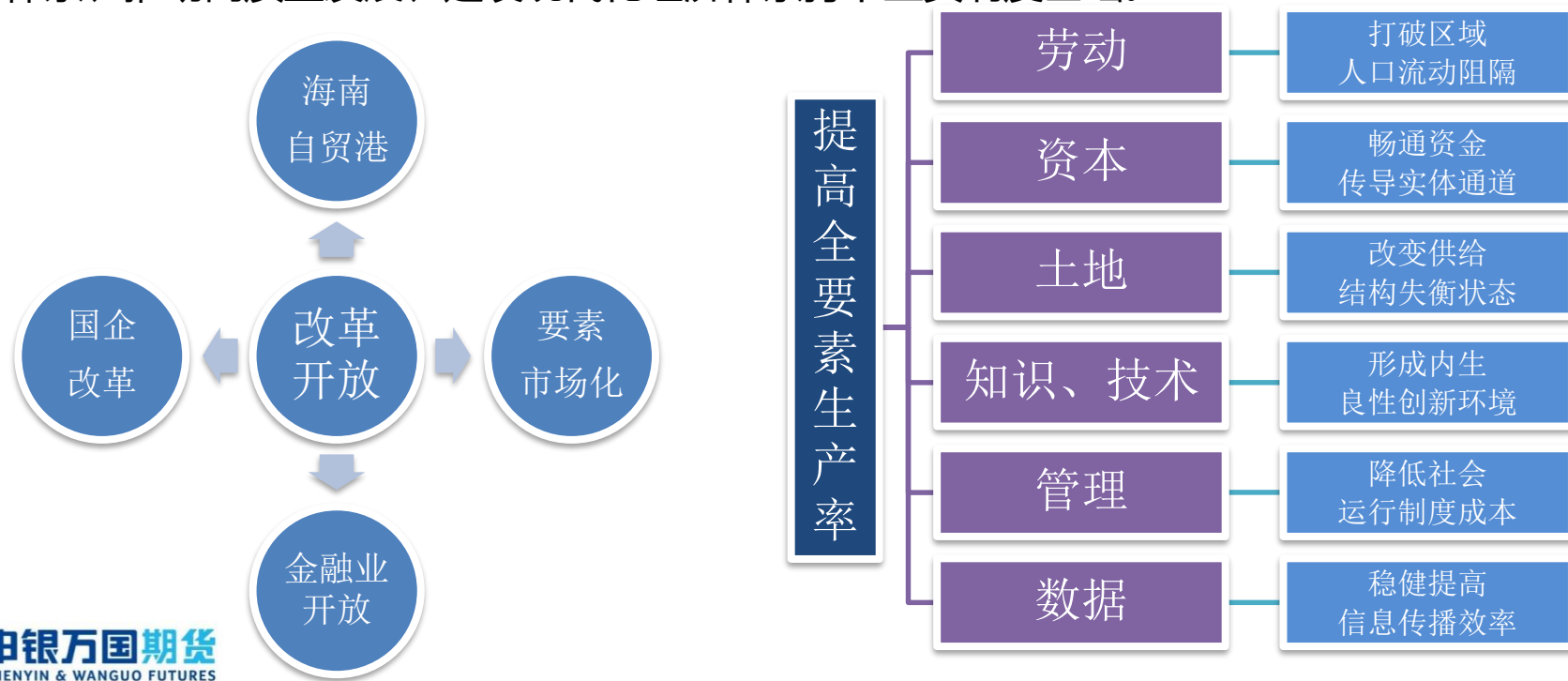


短期就业压力缓解（百度失业金条件搜索指数）



市场：高质量发展方向不改，改革开放继续前行

- 经济发展不确定性越大，越需要通过改革突破发展的障碍。
- 要素市场化改革，在经济进入新常态，外部环境经历新变化的情况下，是经济社会保持长期向好发展的必然要求。**金融行业加速对外开放也是要素市场化改革的重要一环。**
- 党的十九大报告提出“提高全要素生产率”，十九届四中全会《决定》指出要“**健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制**”。国务院于2020年3月30日下发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，其中指出要破除阻碍要素自由流动的体制机制障碍，为建设高标准市场体系、推动高质量发展、建设现代化经济体系打下坚实制度基础。



对外：坚持合作共赢，抵制逆全球化

- 习近平指出，无论是应对疫情，还是恢复经济，都要走团结合作之路，都应坚持多边主义。促进互联互通、坚持开放包容，是应对全球性危机和实现长远发展的必由之路，共建“一带一路”国际合作可以发挥重要作用。

中欧“双引擎”

- 保持相互市场开放，加快推进中欧投资协定谈判。

推进中非合作

- 加强共建“一带一路”合作，加快落实中非合作论坛北京峰会成果。

中日韩小循环

- 加快中日韩自贸谈判，力争年内能够签署区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）。

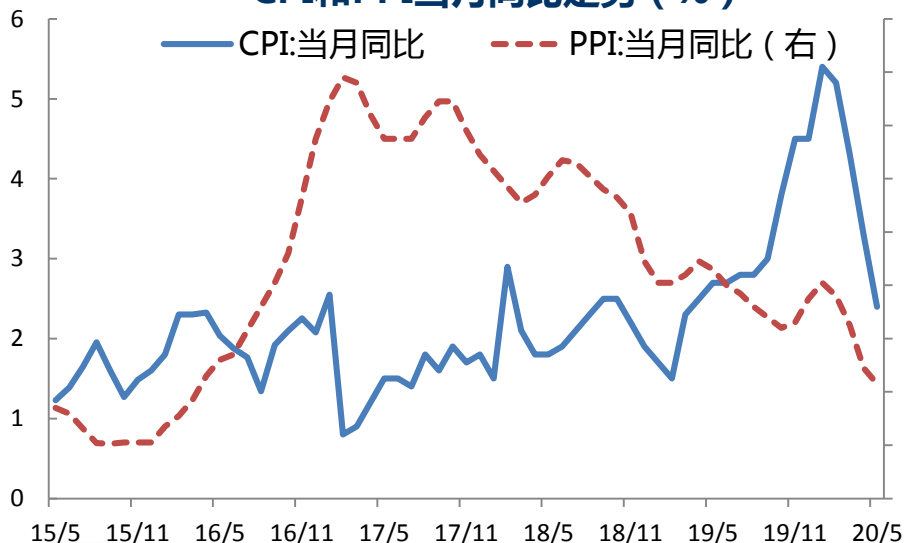
深化东盟与中日韩（10+3）经贸合作

- 共同努力减少贸易壁垒，促进贸易投资，拓宽合作领域。

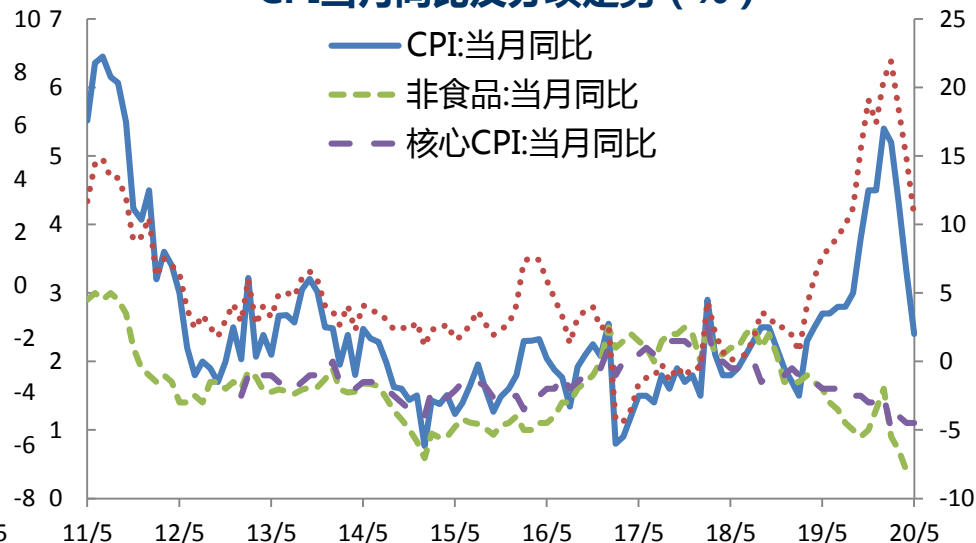
物价：CPI回落至3%内，PPI通缩加剧

- 5月份CPI环比继续下降0.8%，降幅比上月收窄0.1个百分点。其中，食品价格下降3.5%，降幅扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.78个百分点，主要是猪肉和鲜菜价格同比降幅继续扩大，带动CPI同比上涨2.4%，涨幅比上月回落0.9个百分点，CPI下降的最主要因素。非食品价格由上月下降0.2%转为持平。
- 不过，非生活必需品价格基本稳定，扣除食品和能源价格的核心CPI同比维持在1.1%，继续保持稳定。
- 5月份PPI同比降幅扩大至3.7%，主要受去年对比基数略高影响，同时疫情因素导致需求减弱。

CPI和PPI当月同比走势（%）

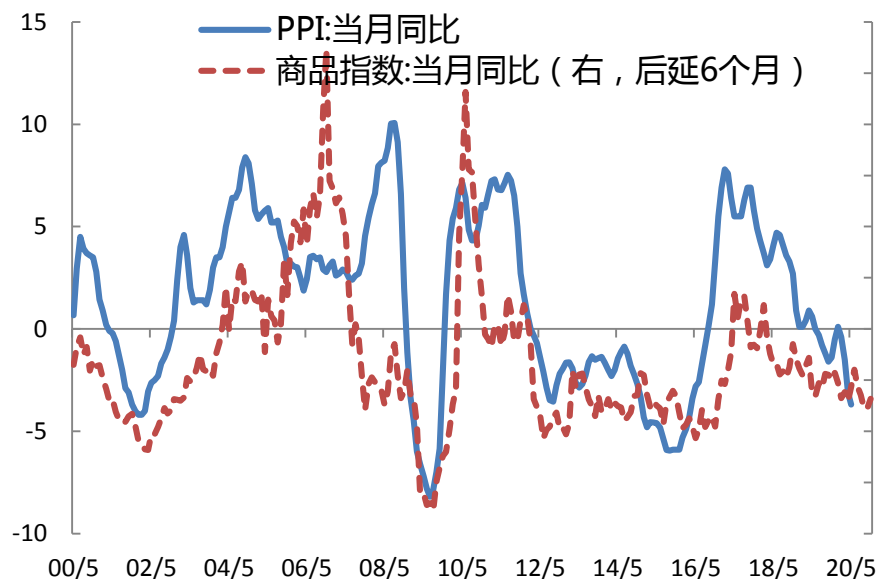


CPI当月同比及分项走势（%）

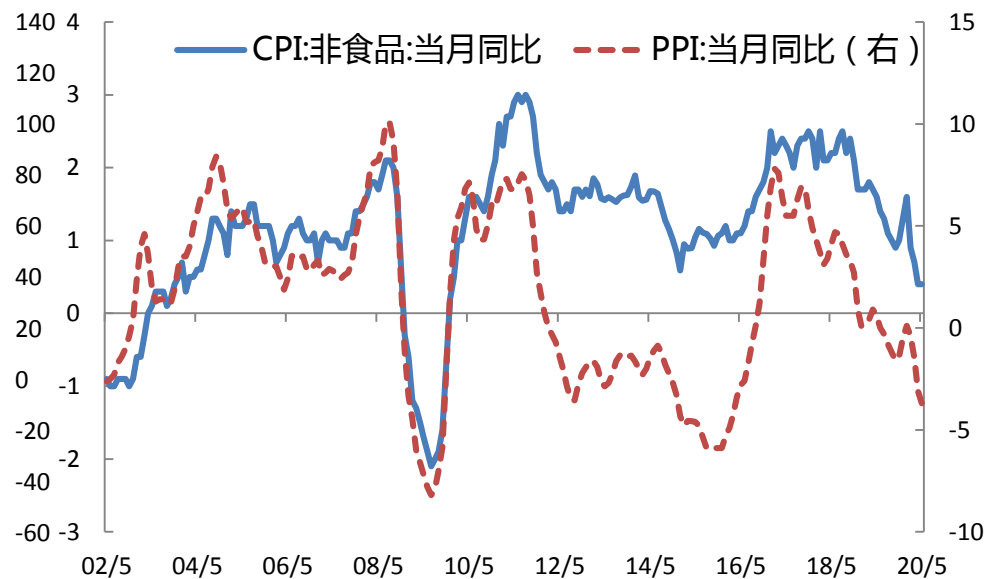


物价：大宗商品价格回落，PPI仍将处于负值区间

商品指数与PPI当月同比 (%)



非食品与PPI当月同比 (%)



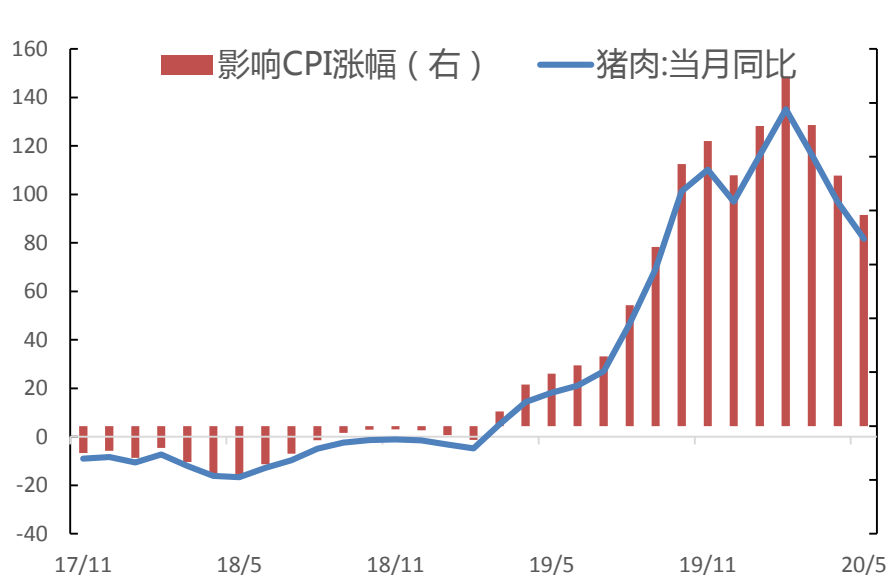
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 从历史数据来看，大宗商品指数与PPI当月同比相关性较高，且商品指数当月同比大约领先PPI当月同比6个月左右。
- CPI中是非食品项价格与PPI相关性较高，当前PPI通缩加剧，且后期仍将维持低位，预计将带动CPI中非食品项继续回落。

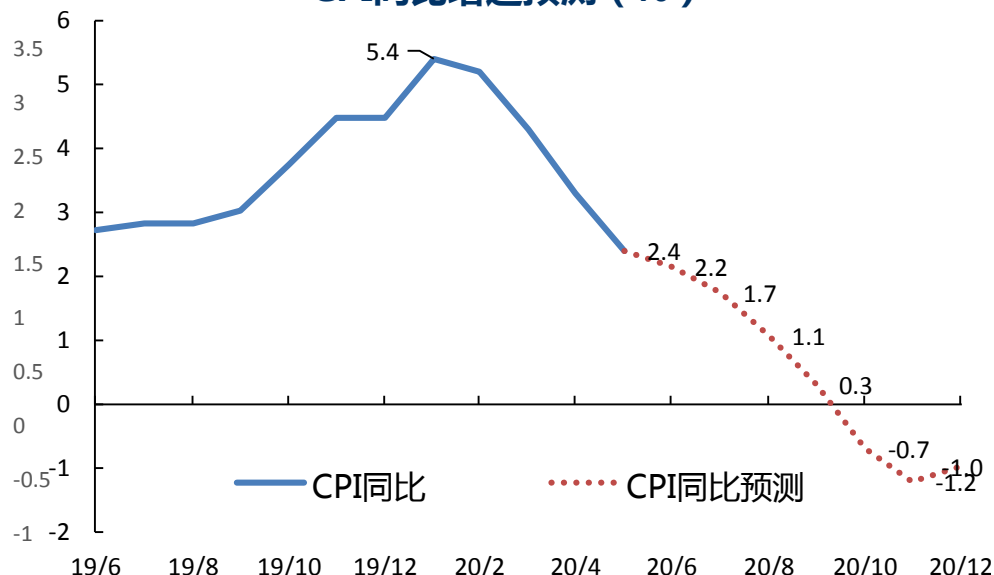
物价：下半年继续回落

- 猪肉供需失衡状态逐步缓解，猪肉价格逐步回落，预计将带动食品价格回落。
- 受疫情影响，全球经济下行压力加大，近期海外大宗商品价格尤其是原油价格出现明显回落，PPI同比通缩加剧，后期PPI仍将维持低位，带动CPI中非食品价格回落。
- 综合看，考虑到CPI同比翘尾因素下半年将快速回落，1月份为全年CPI为高点，后续将逐步回落，央行货币政策空间加大。

猪肉价格同比及影响CPI幅度（%）



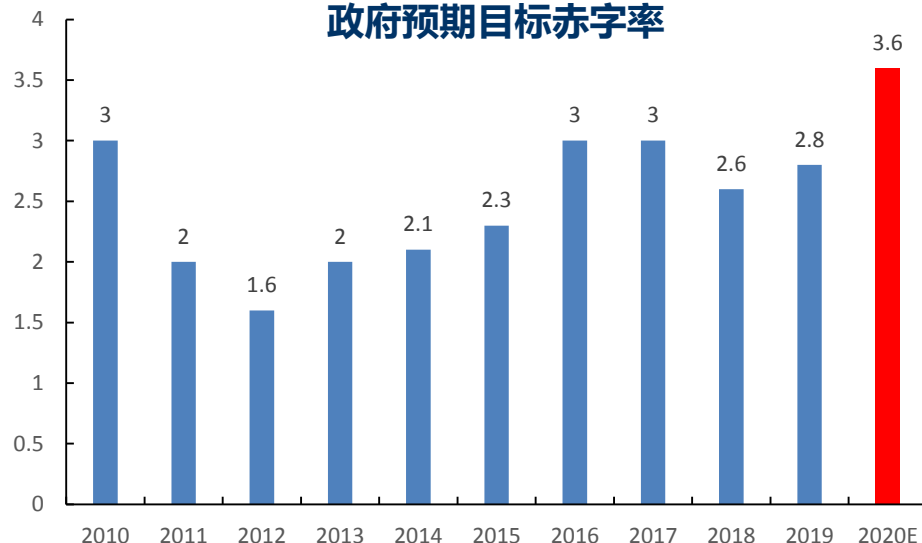
CPI同比增速预测（%）



财政：财政政策采取特殊举措

- 2020年政府工作报告中指出：“积极的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元。”
- 疫情特殊时期，财政政策采取特殊举措，目标赤字率提升0.8个百分点，赤字规模增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，基本符合市场预期。增加的2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制，主要用来直接惠企利民。同时较大规模增加地方政府专项债规模，扩大有效投资。总体上看，2020年政府债务新增规模合计8.51万亿，比2019年增加3.6万亿，有力对冲经济下行压力。

政府预期目标赤字率



积极财政政策规模估计（亿元）

项目	2018年	2019年	2020E
财政赤字率（%）	2.6%	2.8%	3.6%
中央财政赤字规模	15500	18300	18300
地方财政赤字规模	8300	9300	19300
抗疫特别国债	-	-	10000
地方政府专项债务	13500	21500	37500
合计	37300	49100	85100

财政：抗疫特别国债市场化发行

- 为筹集财政资金，统筹推进疫情防控和经济社会发展，财政部6月18日起招标发行2020年抗疫特别国债一期和二期国债，两期规模均为500亿元，期限分别为5年、7年。
- 此前我国曾发行过两期特别国债，主要采用的定向发行的方式。市场普遍预计此次1万亿元抗疫特别国债也会采用定向发行的模式，而据市场资深人士表示，这次特别国债将全部市场化公开发行人，计划从6月中旬开始，7月底前发行完毕。以10年期为主，适当搭配5年、7年期。短短一个半月内市场化发行1万亿元的特别国债略超出市场预期，将对债券市场供给产生一定的冲击。

1998年补充四大行资本金发行特别国债2700亿元



2007年成立中投公司发行特别国债1.55万亿元



货币：疫情后降准“降息”频频出台

- 疫情发生后，央行货币政策宽松力度加大，多次增加再贷款额度、降准和下调政策利率。2月1日，设立3000亿元专项再贷款；2月3日开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金。2月26日，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元
- 3月13日和4月3日两次定向降准，分别释放资金5500亿元和4000亿元；
- 2月3日，3月31日分别下调政策利率10bp和20bp，并自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

2月1日-2月3日，
3000亿专项再贷款，
1.2万亿公开市场操作，
并下调操作利率10bp

2月26日，再贷款再
贴现5000亿元，下
调支农支小再贷款
利率0.25%

3月13日，定向降准
0.5-1个百分点，释
放资金5500亿元

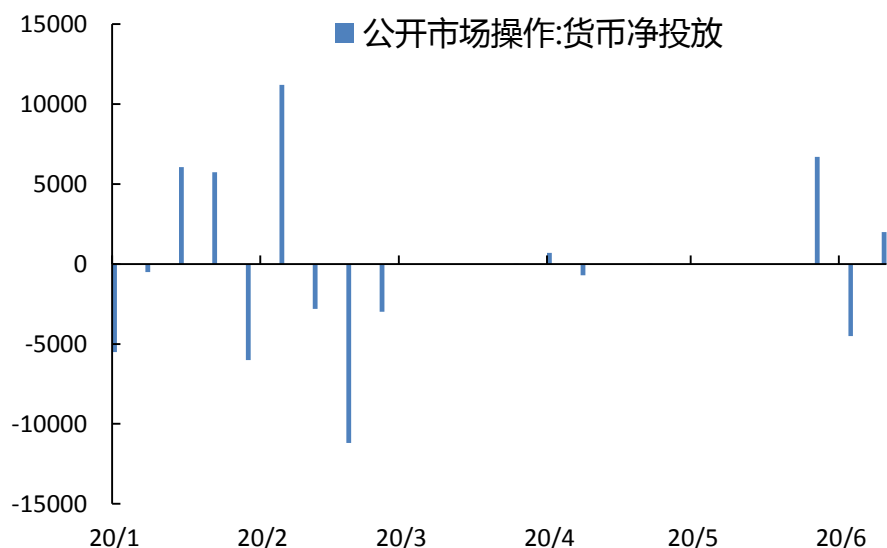
3月31日，下调公开
市场操作利率20bp

4月3日，增加再贷
款额度1万亿，降准
1个百分点，释放资
金4000亿，下调超
额存准利率

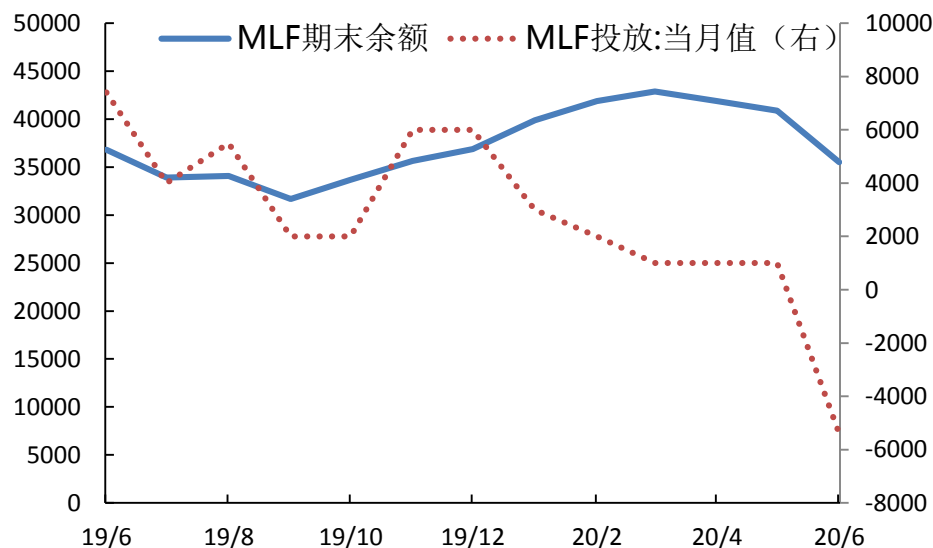
货币：5月起央行进入观察期

- 5月份以来，央行连续暂停公开市场操作，政策利率下调预期落空，并提出创新直达实体经济的货币政策工具，市场预期动用现有货币政策工具预期降低，资金面边际收敛。
- 创新直达实体经济的货币政策工具央行在工具的具体设计原理上将针对特定金融机构（对手方）、给出特定利率和期限设计、规定资金用于特定实体领域。旨在避免资金在金融体系内空转，或产生各种套利。
- 6月份，央行仅开展2000亿元1年期MLF操作，假设本月不再续作MLF的话，将净回笼5400亿元，央行缩量续作MLF且操作利率保持不变。货币政策进入观察期。

央行公开市场操作净投放（%）



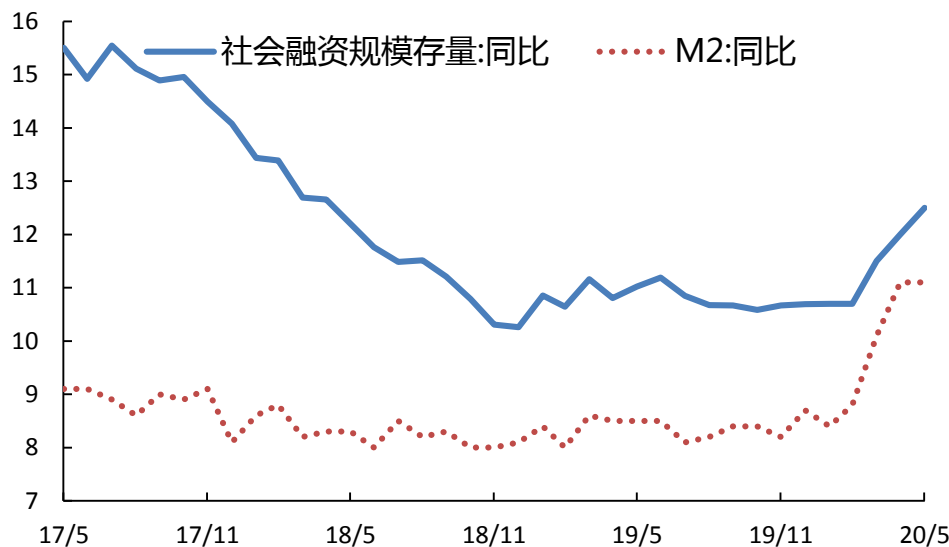
MLF期末余额及当月投放（%）



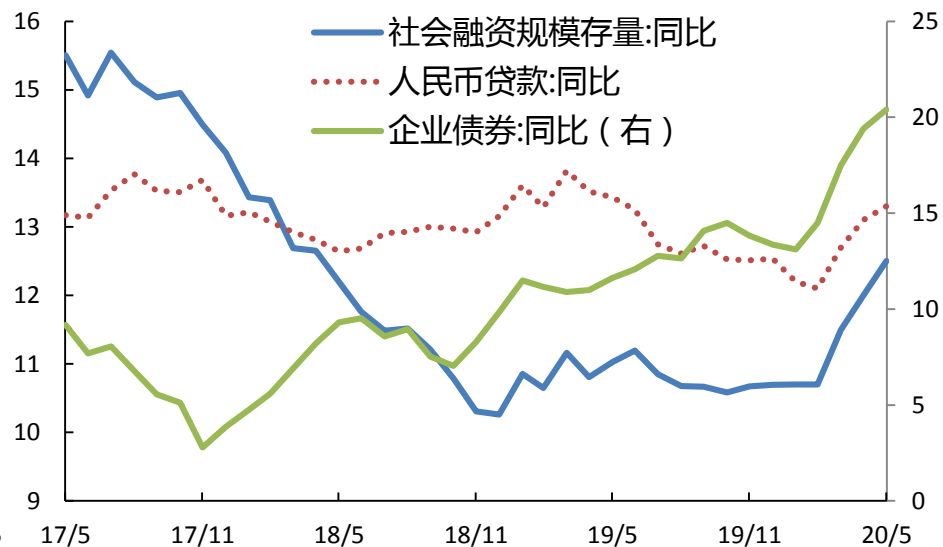
资料来源：Wind, 申万期货研究所

货币：金融数据增速显著高于支持实体经济

M2、社会融资规模存量同比（%）



社融中各分项存量同比（%）



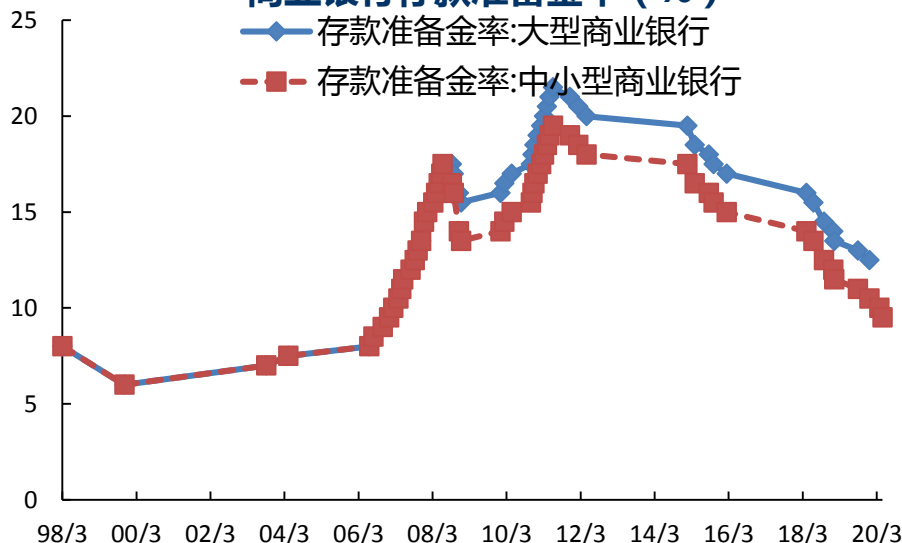
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 5月份社会融资规模增量比上年同期多增1.47万亿元，主要是人民币贷款、企业债券和政府债券融资比上年同期均显著增加，带动社会融资规模存量同比增长12.5%，比上月加快0.5个百分点，M2余额同比增长11.1%，与上期持平，货币增速维持高位。
- 央行加大对实体经济的支持力度，一方面，通过各项贷款支持政策，带动企事业部门贷款和债券融资的大幅增加；另一方面，财政部提前下达地方债额度，带动政府债券融资大幅增加，推动各地项目及开工，扩大有效投资，并加快财政支出，存款向实体部门转移。M2和社会融资规模的增速显著高于名义GDP增速，为实体经济提供支持。

货币：更加灵活适度，适时降准降息仍有可能

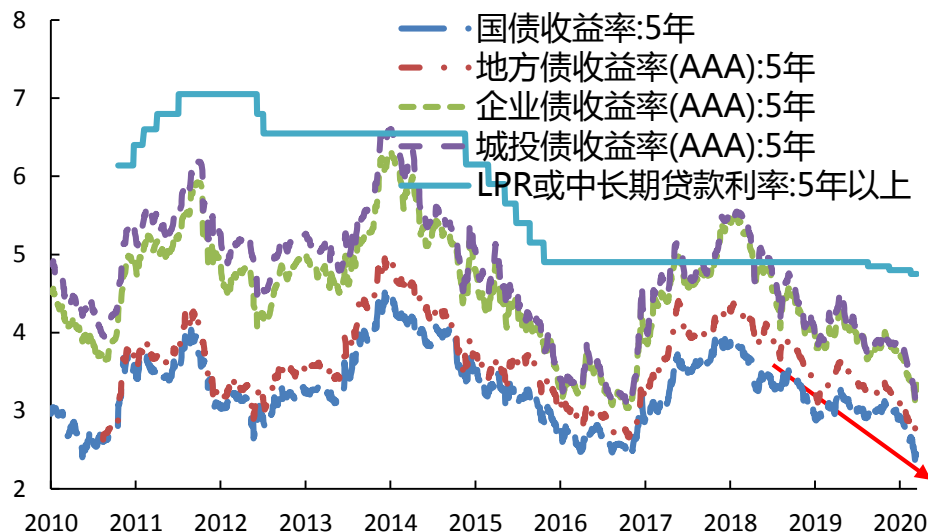
商业银行存款准备金率 (%)

—●— 存款准备金率:大型商业银行
—■— 存款准备金率:中小型商业银行



各市场主体利率走势 (%)

—●— 国债收益率:5年
—●— 地方债收益率(AAA):5年
—●— 企业债收益率(AAA):5年
—●— 城投债收益率(AAA):5年
—■— LPR或中长期贷款利率:5年以上



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 政府工作报告指出稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。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。
- 随着特别国债等积极财政落地，央行适时降准降息仍有可能，预计市场资金面将继续保持充裕。当前大中型银行存款准备金率与国际上相比，仍然偏高，1年期MLF利率为2.95%，仍处于较高水平。

本章小结：政策仍将保持有力，定向精准支持经济

2020年下半年，“六保”是经济的主要目标，相对于从面上普遍宽松，盘活实体经济的“毛细血管”更关键，因此政策将更注重定向支撑等精细化调控。

就业消费成为主抓手。当前生产和消费修复存在时差，想方设法促进消费回归正常是经济健康运转的关键之一。消费是收入的函数，稳就业不仅是促消费的应有之义，而且稳就业也关系社会的稳定，目前看7-10月或将是就业压力的另一高峰，需要政府加大政策支持力度。

财政政策方面，积极的财政政策要更加积极有为，下半年各项减税降费政策仍将继续出台；财政政策在保持力度的基础上，将更注重将支持力度流向经济的微观层面，重点支持“六保”目标的实现。

货币政策方面，宽货币向宽信用转向，防控资金在金融体系内部空转，但是流动性仍将保持充裕，仍需放水养鱼，仍有一定的降息降准空间。将实质性地推动金融行业向实际经济让利，社会融资存量同比增速将保持在较高水平。

主要内容

- 世界经济：疫情长期化，需求下行
- 国内经济：复苏加速化，险阻仍存
- 宏观政策：调控精细化，防控风险
- 资产配置：流动性充裕，股债分化

概览：风险事件冲击，资产大幅波动

1月15日，中美第一阶段贸易协议签订

国内疫情爆发

国内疫情逐渐得到控制

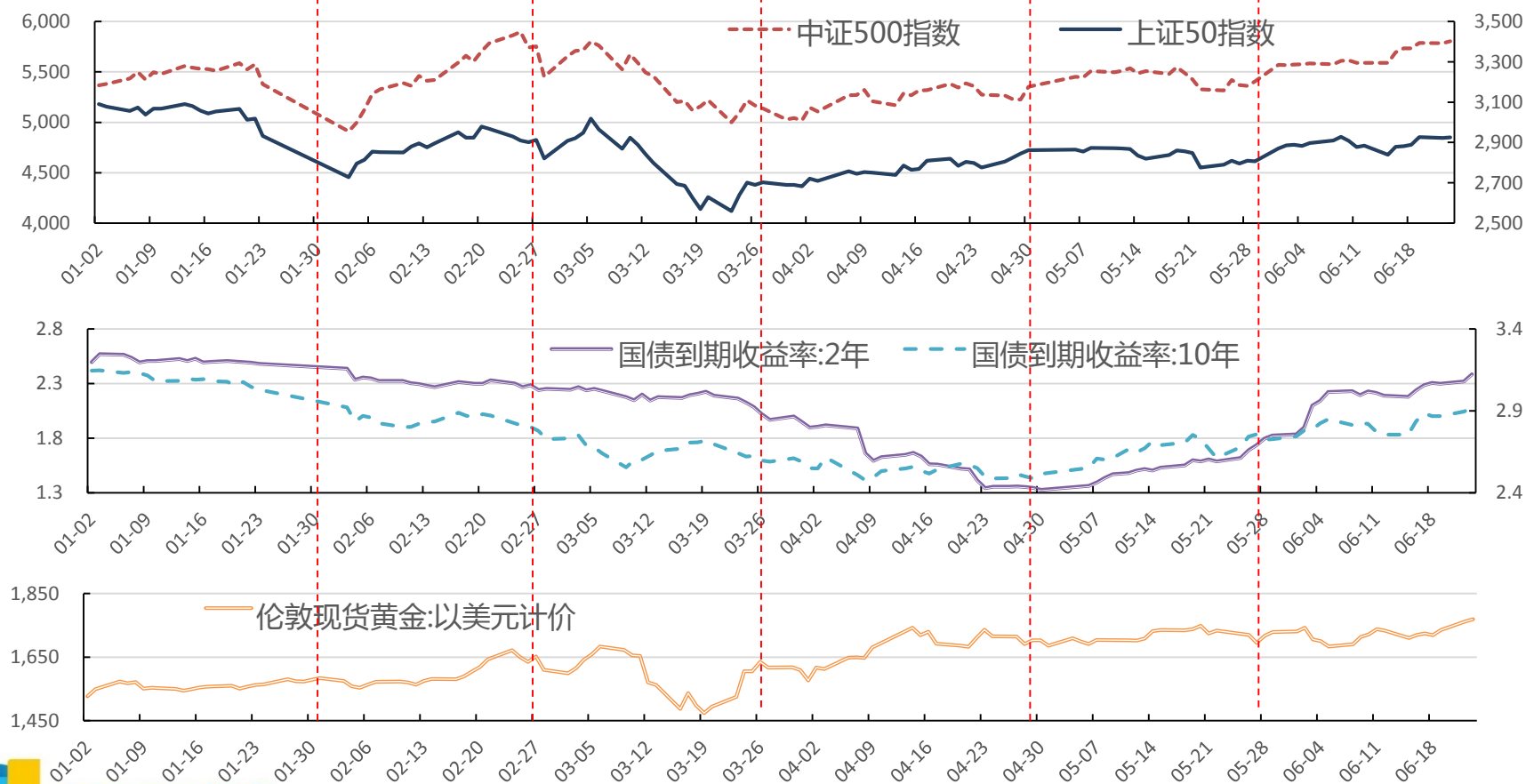
海外疫情爆发，全球性流动性危机

疫情持续蔓延，国际原油跌至历史低位

新兴国家疫情爆发

美国反种族歧视事件

国内生产基本恢复，收紧资金空转途径



股指：下半年进入上市公司业绩验证期

- 截至2020年6月22日，共有576家上市公司披露了2020年二季度业绩预警。
- 其中预增（60家）、略增（43家）、扭亏（18家）、续盈（15家）合计共136家，占比仅为23.61%。
- 按照业绩增速上限统计，中位数仅为6.31%，按照业绩增速下限统计，中位数是5.87%。

按业绩增速上限（%）		按业绩增速下限统计（%）
中位数	6.31	-5.87
预警类型	数量	数量占比（%）
预增	60	10.42%
略增	43	7.47%
预减	70	12.15%
续亏	72	12.50%
略减	51	8.85%
扭亏	18	3.13%
首亏	76	13.19%
续盈	15	2.60%
不确定	171	29.69%
	576	100.00%

7月15日

深证主板、中小板：中报预告（有条件强制披露）
创业板：中报预告（强制披露）

7月

10月15日

深证主板、中小板：三季报预告（有条件强制披露）
创业板：三季报预告（强制披露）

9月

8月

所有板块：中报

8月31日

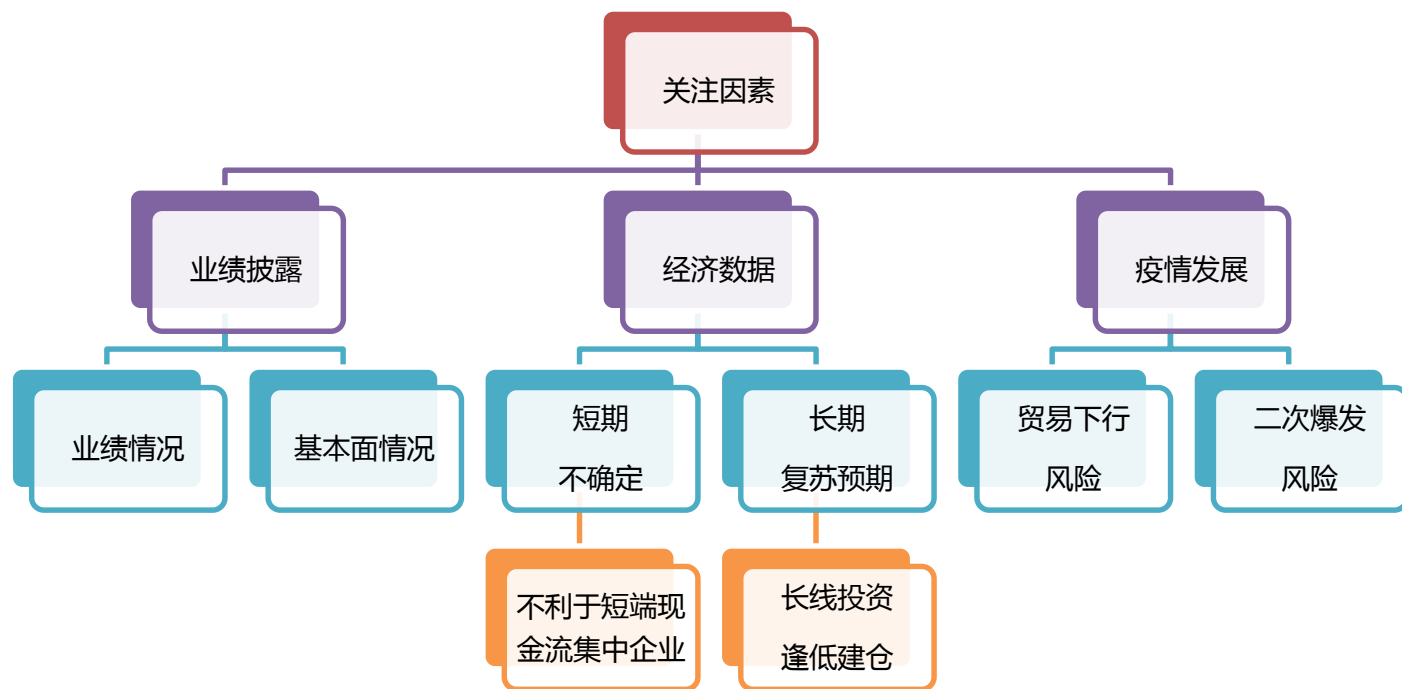
10月

所有板块：三季报

10月31日

股指：长期可增加配置

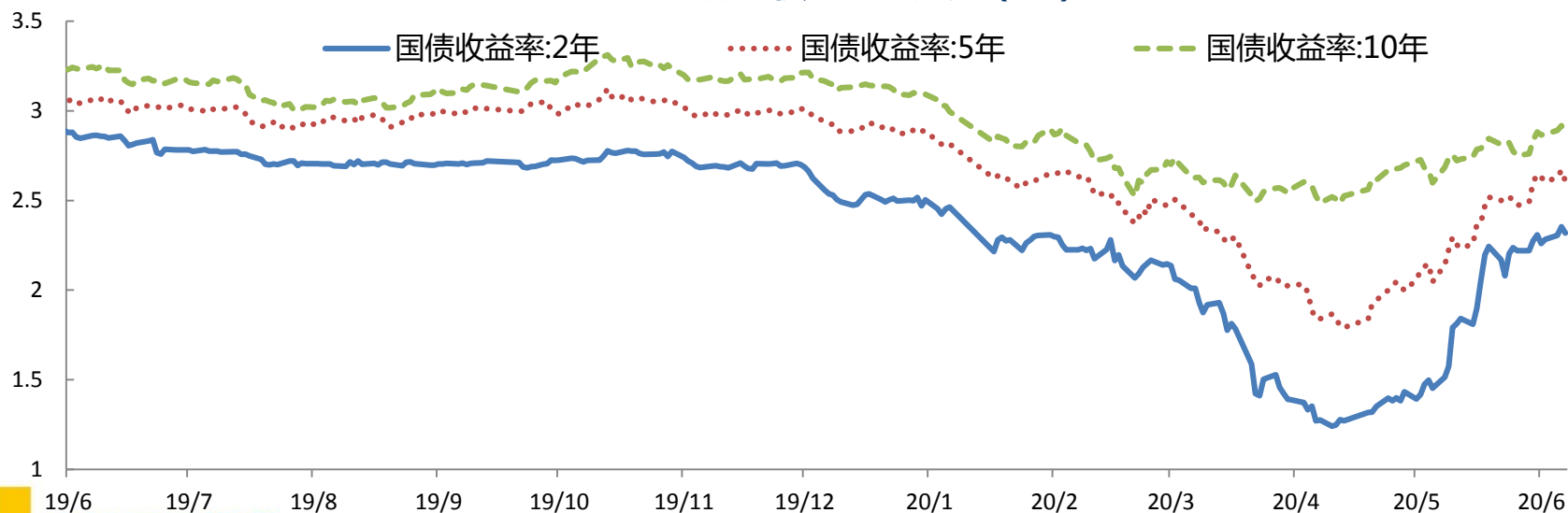
- 整体上看股指依然是向好，但未来板块间分化将进一步加剧。随着创业板注册制的改革，股票供应的增加，以前仅仅靠题材、靠资本运作的个股将得不到资金持续的关注，有业绩支撑、基本面良好的企业才能走出长久的行情。
- 短期受制于较大的经济下行压力，未来企业业绩能否好转的不确定性仍存，且海内外宏观环境依然较为动荡，风险事件仍有可能发生，股指向上的趋势并不会一帆风顺。从技术面看，当前依然保持了上升的趋势，在无风险事件的扰动下，预计仍有上涨空间。但以估值提升带来的大幅上涨暂不可期，长线投资者可以逢低建仓。



国债：牛市不要再提，债市已多风雨

- **主要逻辑：**1、海外疫情逐步向发展中国家转移，发达国家逐步复工，美欧英等国制造业PMI持续回升，避险情绪缓和，美联储主席表示不会考虑负利率，美联储扩表速度有所放缓，中美关系存在一定的不确定性，外需数据的持续性有待观察。2、国内投资和工业生产增速转正，消费降幅收窄，耗煤数据显示工业生产与去年同期持平，商品房销售逐步回暖带动房地产新开工和投资回升，经济持续改善。3、随着宽信用效果显现，央行货币政策进入观察期，资金面边际收敛，债市进入牛熊转换期，波动幅度加大；4、为配合特别国债等积极财政逐步落地，央行为保持市场资金面合理充裕，适时降准降息仍有可能，但随着疫情影响逐步减弱，国内投资和工业生产回到潜在增长水平，经济金融数据持续改善，市场经济企稳预期增强，债市将逐步进入震荡甚至熊市，10年期国债收益率将或回到3%上方。

2/5/10年期国债收益率走势（%）



黄金：避险需求仍然存在

利多因素：

- 疫情影响下全球经济衰退复苏缓慢，实际利率维持低位
- 全球央行实施宽松的货币政策以及积极的财政政策释放大量流动性
- 流动性推升资产价格，通胀可能在未来出现抬升
- 地缘政治风险上升，疫情可能出现二次爆发
- 美元信用体系受到财政赤字货币化的侵蚀

利空因素：

- 疫情对于经济冲击最严重的时点已经过去
- 充裕的流动性同样推升了风险资产的价格，股票价格持续走高
- 三四季度经济将出现反弹
- 黄金多头较为拥挤

目前黄金呈现高位的宽幅震荡，一方面疫情影响力度下降和经济开始复苏使得上方面临一定抛压，另一方面下方的避险需求和提供对冲货币宽松的功能提供支撑，多空交织之下黄金陷入盘整。长期看黄金的多头逻辑依旧较为明确，可长线继续持有，出现回调可择机加仓。

风险点提示：

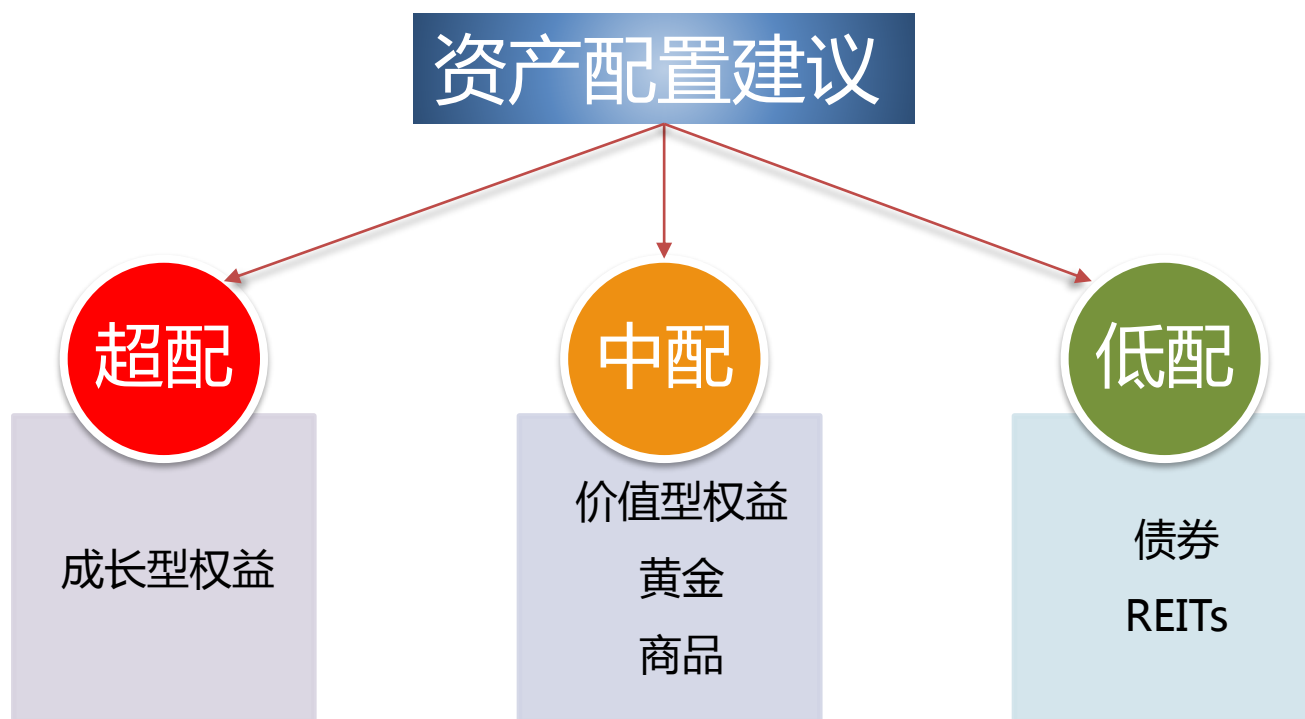
- 意外风险事件导致权益市场再度暴跌引发流动性紧张。
- 下半年经济复苏速度好于市场预期

配置：流动性保持充裕，股债走势分化

资产类别	核心配置观点
股 票	短期受制于较大的经济下行压力，未来企业业绩能否好转的不确定性仍存，加上海内外宏观环境依然较为动荡，风险事件仍有可能发生，股指向上的趋势并不会一帆风顺。 短期仍有上涨空间，但或因风险事件发生而有所波动，板块内部表现分化，长期股指或保持较好的上行趋势。
债 券	近期工业生产稳步回升，居民消费延续缓慢复苏，投资继续保持发力，但外需不确定性较大。货币政策进入观察期，不过央行适时降准降息仍有可能，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，预计市场资金面将继续保持充裕。 2年期国债期货下行空间有限，长端国债收益率难现下行。
黄 金	短期而言，黄金或将保持震荡走势。中长期多头逻辑依然较为明确，由巨量财政刺激和货币宽松导致的财政赤字货币化将损害当前以美元为主导的货币体系的信用，而黄金是少数能够对冲此类风险的资产。 原有仓位不高可继续持有，若出现调整行情可逢低建仓。
能化品	短期国际油价处于较高位置，同时在目前价格下美国页岩油将出现产量复苏，若疫情出现二次爆发，原油有回调可能，或带动相应的能化品价格调整。
农产品	近期农产品主要受宏观经济复苏影响，若后期经济保持较强复苏，部分产品价格将有一定的向上动力。从长期趋势来看，农产品指数处于历史低位，且成本支撑较强。
工业品	从宏观投资等相关数据来看，今年总体国内投资仍将保持着相对较高水平，基建、工业、房地产投资也处于快速复苏的过程，对工业品形成一定的需求。不过整体来看，2020年全球经济不容乐观，需求下行将对工业品的需求形成持续的负面冲击。
现 金	随着经济逐渐复苏，同时为了避免金融体系资金收紧，国内流动性或有所收紧。但是在各国大幅度宽松货币政策的情况下，总体资金面仍将保持宽松状态。

本章小结：下半年资产配置展望

- 宽货币向宽信用转向，虽非大水漫灌，但需放水养鱼。流动性充裕的情况下，权益类资产有一定的上行前景，疫情二次爆发等短期不确定性仍存，黄金作为避险资产有其配置的价值。**总体上，下半年资产建议超配：成长型权益类，中配：价值型权益类、黄金、商品，低配：债券、REITs。**



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。