

2020 年 6 月 27 日

金信期货研究院

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

扫码关注获取更多资讯



扫码关注获取更多资讯

稳中求进，相时而动

内容提要

全球复工复产趋势走高，全球需求有望较快速回升，但因全球疫情仍在快速蔓延且秋冬季疫情可能爆发，经济复苏节奏可能多变，叠加全球贸易保护势头延续和美国大选或使资产价格仍较大幅波动，我们建议稳中求进，相时而动。

我国疫情或偶有局部爆发，但疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除，国外复工复产加速，国内经济基本确认趋势复苏。因实体经济杠杆率走高和经济复苏，财政政策和货币政策或较上半年转弱，资产定价的逻辑逐渐由政策积极推升转变为经济基本面修复。

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、 全球复工复产加速，疫情仍在蔓延	3
二、 美国疫情反弹，政策积极	9
三、 中国经济复苏，结构分化	13
四、 政策积极	25
重要声明	34

我们认为，下半年全球复工复产趋势走高，全球需求有望较快速回升，但因全球疫情仍在快速蔓延且秋冬季疫情可能爆发，经济复苏节奏可能多变，叠加全球贸易保护势头延续和美国大选或使资产价格仍较大幅波动，我们建议稳中求进，相时而动。

我们认为，下半年我国疫情或偶有局部爆发，但疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除，国外复工复产加速，国内经济基本确认趋势复苏。因实体经济杠杆率走高和经济复苏，财政政策和货币政策或较上半年转弱，资产定价的逻辑逐渐由政策积极推升转变为经济基本面修复。

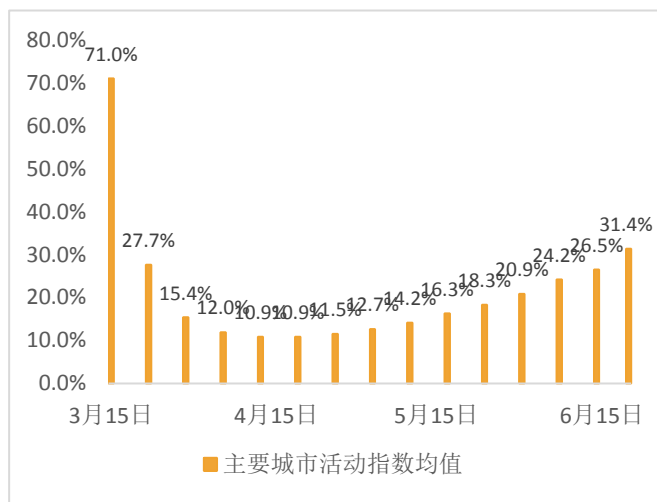
一、全球复工复产加速，疫情仍在蔓延

（一）全球复工复产加速

6月20日全球主要41个大城市活动指数均值为31.4%，较6月14日的26.5%，提升4.9个百分点，显著快于上上周的提升2.3个百分点，显示全球复工复产速度加速。3月15日该均值为71.0%，显示当前城市活动恢复仍处早期阶段。

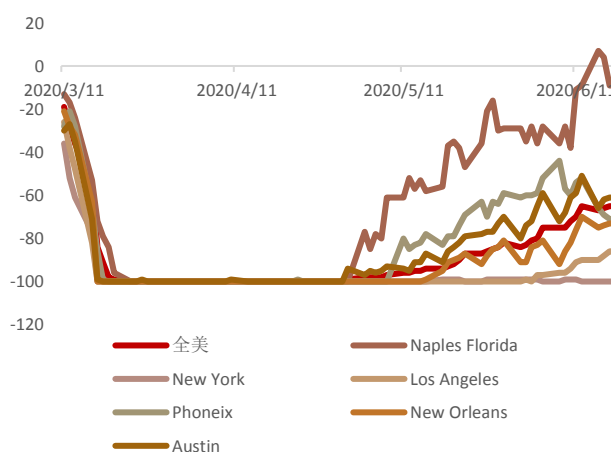
截止6月中旬，美国餐厅线下预定指数5月中旬至6月上旬快速攀升，但仍处于低位。

图1：全球主要城市活动指数均值



资料来源：Wind，金信期货研究院

图2：美国 Opentable 餐厅线下预定指数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

表1：主要城市活动指数

国家	城市	6月12日	6月7日	5月31日	5月24日	5月17日	5月10日	5月3日
日本	东京	6%	8%	8%	6%	7%	7%	7%
美国	旧金山	7%	7%	6%	6%	5%	5%	4%
美国	华盛顿	9%	8%	6%	5%	5%	5%	5%
墨西哥	墨西哥城	11%	13%	10%	10%	10%	9%	10%
美国	波士顿	12%	10%	9%	8%	7%	6%	6%
美国	纽约	12%	10%	9%	7%	7%	6%	6%
美国	芝加哥	13%	11%	9%	8%	7%	7%	7%
美国	洛杉矶	15%	12%	11%	11%	10%	10%	9%

美国	费城	15%	12%	11%	11%	10%	8%	10%
美国	圣保罗	15%	14%	12%	12%	14%	12%	12%
美国	西雅图	16%	13%	11%	10%	10%	10%	8%
英国	曼彻斯特	17%	17%	16%	13%	11%	10%	9%
英国	伦敦	18%	18%	18%	16%	13%	11%	9%
英国	伯明翰	20%	17%	19%	16%	15%	13%	13%
荷兰	阿姆斯特丹	21%	23%	13%	11%	9%	9%	7%
新加坡	新加坡	21%	21%	16%	14%	13%	12%	12%
意大利	米兰	24%	20%	17%	15%	9%	9%	4%
加拿大	温哥华	24%	25%	24%	22%	19%	19%	16%
加拿大	多伦多	25%	25%	23%	21%	18%	17%	17%
葡萄牙	里斯本	27%	28%	24%	21%	17%	15%	11%
西班牙	巴塞罗那	28%	21%	19%	12%	9%	8%	5%
丹麦	哥本哈根	28%	24%	23%	20%	18%	16%	15%
西班牙	马德里	28%	24%	21%	11%	9%	8%	6%
加拿大	蒙特利尔	28%	25%	22%	20%	15%	14%	13%
意大利	罗马	28%	26%	20%	19%	12%	11%	6%
奥地利	维也纳	28%	27%	22%	22%	17%	15%	11%
土耳其	伊斯坦布尔	30%	25%	12%	10%	11%	10%	8%
澳大利亚	墨尔本	31%	27%	23%	20%	19%	15%	14%
摩纳哥	摩纳哥	31%	24%	17%	15%	15%	7%	5%
俄罗斯	莫斯科	31%	32%	23%	19%	18%	15%	15%
比利时	布鲁塞尔	32%	25%	22%	20%	16%	11%	8%
德国	鲁尔	35%	34%	28%	27%	24%	23%	18%
澳大利亚	悉尼	36%	32%	28%	24%	22%	20%	17%
德国	柏林	37%	33%	30%	26%	23%	21%	16%
韩国	首尔	39%	38%	40%	40%	39%	41%	43%
俄罗斯	圣彼得堡	41%	44%	39%	35%	31%	28%	27%
德国	汉堡	46%	35%	30%	28%	23%	20%	16%
法国	里昂	48%	39%	31%	25%	22%	7%	5%
法国	巴黎	48%	44%	36%	28%	24%	9%	6%
瑞典	斯德哥尔摩	51%	45%	43%	36%	33%	33%	32%
中国	香港	64%	57%	54%	52%	53%	50%	51%
平均值		26.7%	24.2%	20.9%	18.3%	16.3%	14.2%	12.7%

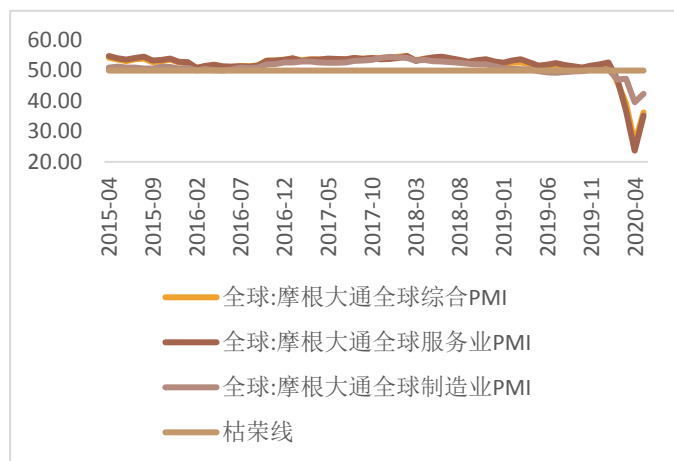
资料来源: Citymapper, 金信期货研究院

(二) 全球经济景气度回升, 疫情冲击渐小

5月全球制造业与服务业 PMI 指数攀升, 6月美国和欧元区制造业 PMI 攀升, 意味着 6月全球制造业 PMI 上升的可能性大, 显示全球经济景气度正从疫情冲击中恢复

图 3: 全球 PMI 反弹 (%)

图 4: 主要国家和地区制造业 PMI 回升 (%)

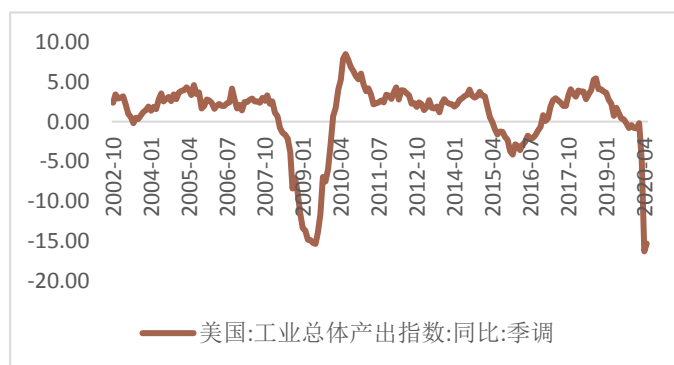


资料来源：Wind，金信期货研究院

全球主要经济体工业生产同比正逐步回升

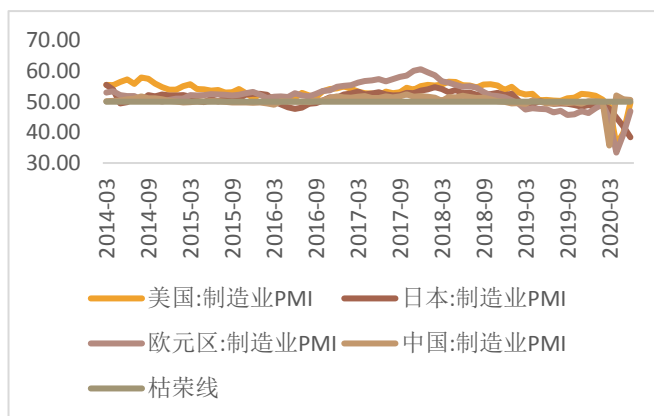
疫情冲击对全球工业生产造成巨大负面冲击，5月以来全球主要经济体工业生产开始重启，但因疫情仍在快速蔓延，工业生产恢复缓慢，美国工业产出指数同比5月较4月小幅回升0.98个百分点。全球尤其是欧、美6月复工速度加快，预计疫情对工业生产的冲击渐弱，下半年经济复苏较确定。

图5：美国工业产出同比反弹（%）



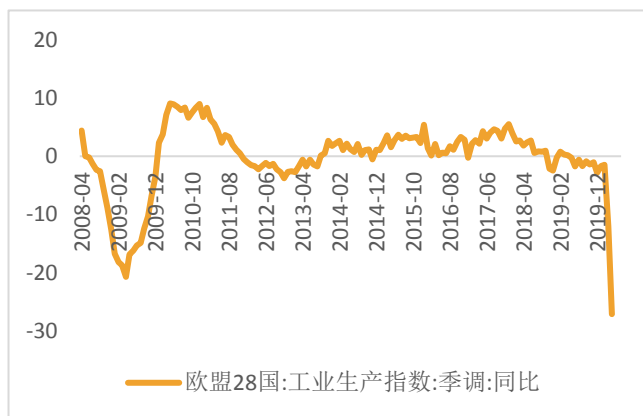
资料来源：Wind，金信期货研究院

图7：日本产出指数同比（%）



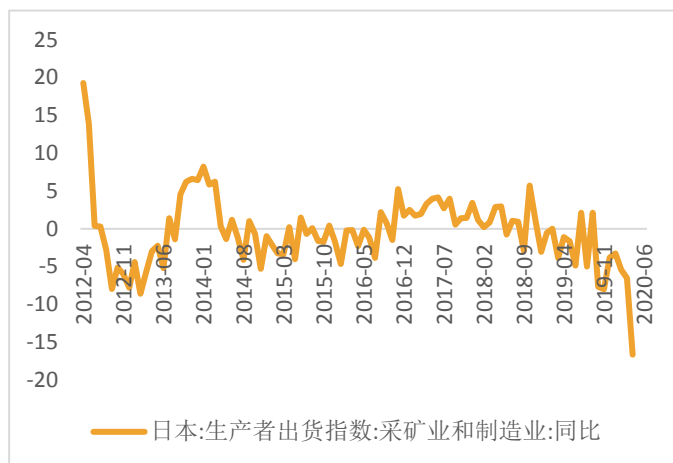
资料来源：Wind，金信期货研究院

图6：欧盟工业产出同比（%）

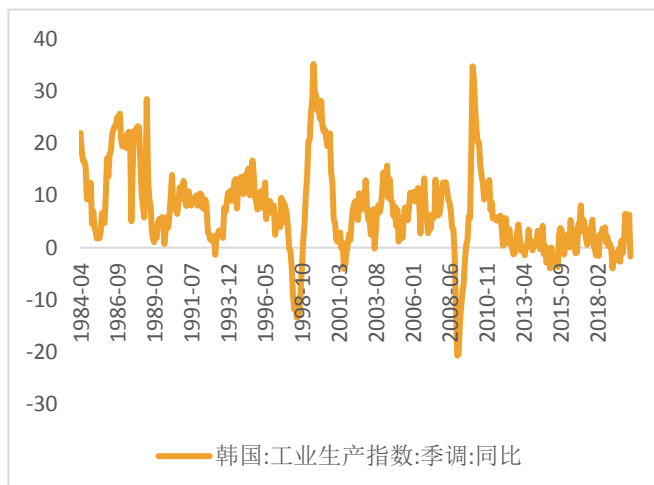


资料来源：Wind，金信期货研究院

图8：韩国工业指数同比（%）



资料来源: Wind, 金信期货研究院



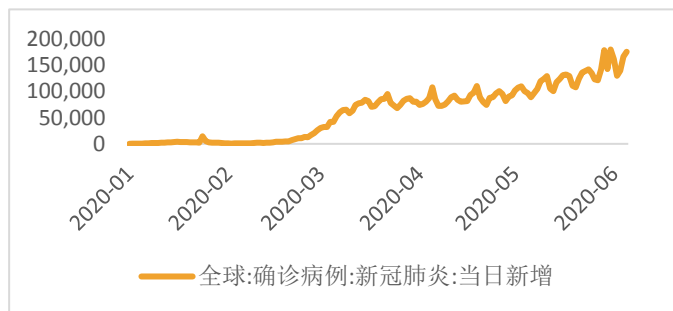
资料来源: Wind, 金信期货研究院

(三) 新冠疫情仍在蔓延, 秋冬季爆发的确定性较高

近期全球新冠肺炎仍在快速蔓延, 国内外情形分化明显, 国内疫情基本得到控制, 国外疫情仍处高爆发态势, 新冠疫情走势主要由国外决定。

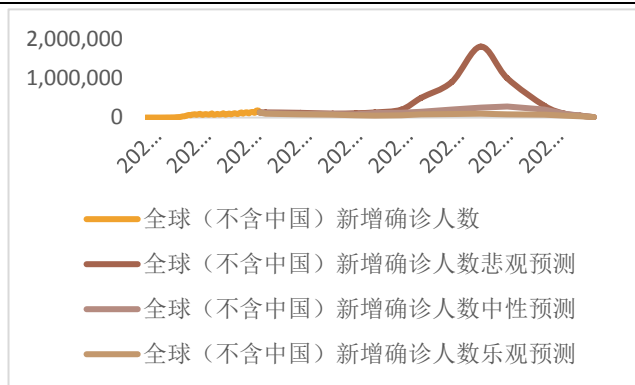
疫情将来走势专家仍有分歧, 部分专家认为疫情会遵循西班牙大流感的走势, 即今年秋冬季疫情会更大规模爆发, 另一部分专家认为, 今年秋冬季疫情只会小规模爆发, 规模小于今年春夏季。

图 9: 全球新冠肺炎新增人数仍在攀升 (人)



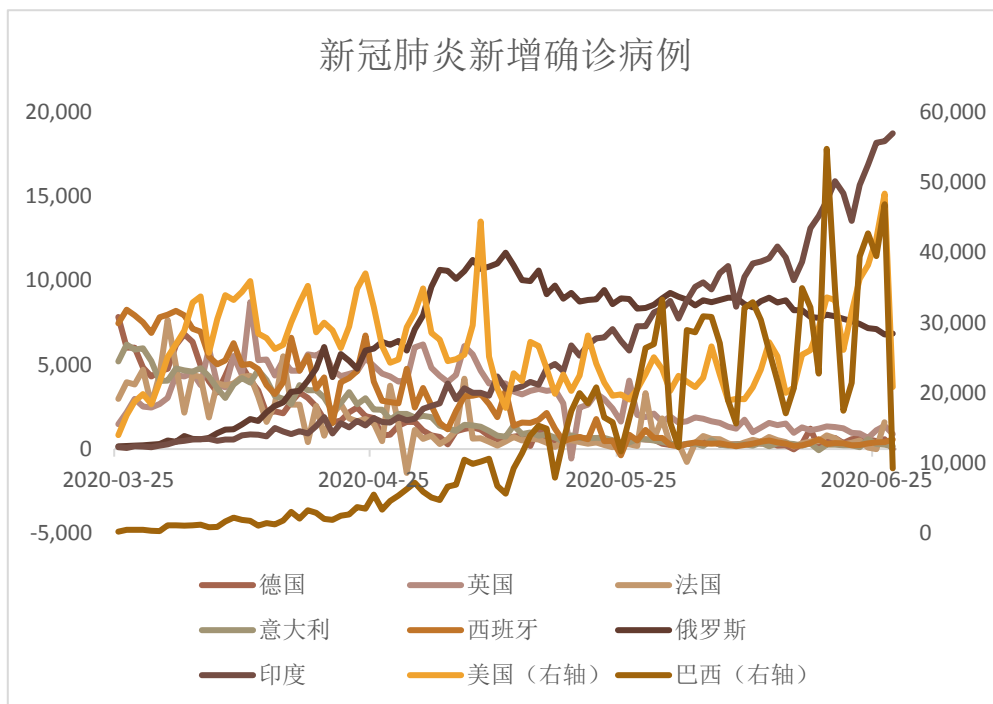
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 10: 全球 (不含中国) 疫情走势预测 (人)



资料来源: 金信期货研究院

图 11: 国外主要国家疫情走势 (人)



资料来源：Wind，金信期货研究院

(四) 2020 年全球经济大衰退，各国财政刺激政策空前

受疫情影响，全球 GDP 实际增长率将大幅下滑，据 IMF 预测，2020 年，全球 GDP 增速下降 3.03%，但多过政府采取强刺激政策，2021 年全球 GDP 增速或反弹至 5.80%。

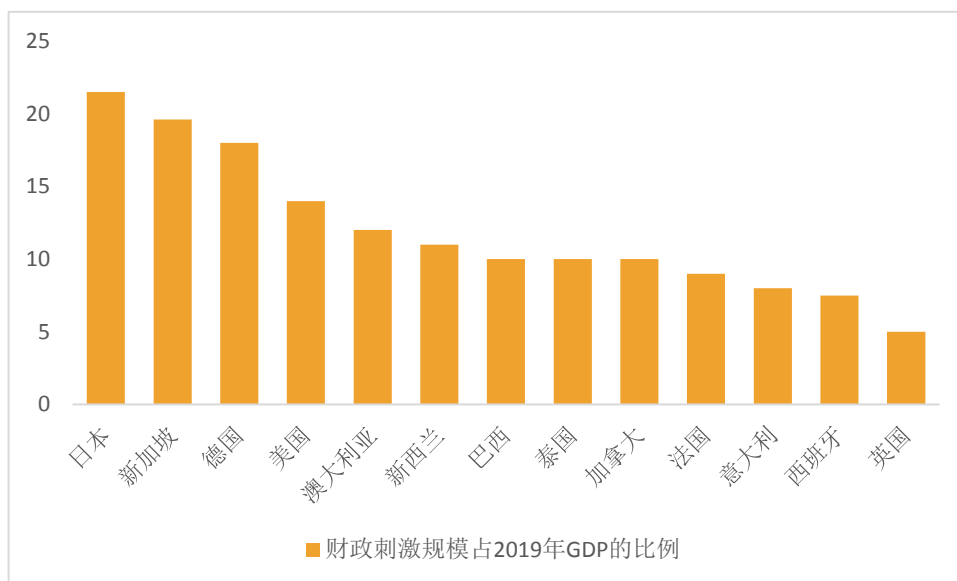
除历史最大规模释放流动性外，各国财政刺激力度也达到历史空前水平，日本财政刺激规模占 2019 年 GDP 比例超过 20%，新加坡接近 20%，德国、美国、澳大利亚、新西兰等国财政刺激规模占 2019 年达 GDP 比例超过 10%。

表 2：IMF 预测全球及主要经济体 2020 年实际增长率

IMF 预测：GDP 实际增长率		2019	2020E	2021E
全球	全球	3.01	-3.03	5.8
经济体	发达经济体	1.68	-6.11	4.47
	新兴市场和发展中经济体	3.92	-1.05	6.63
	欧元区	1.16	-7.51	4.69
	东盟五国	4.82	-0.62	7.75
国家	美国	2.35	-5.91	4.74
	中国	6.14	1.18	9.21
	日本	0.89	-5.16	3.01
	俄罗斯	1.08	-5.47	3.5
	南非	0.66	-5.8	4
	韩国	1.95	-1.18	3.4
	印度	6.12	1.87	7.43
	巴西	0.88	-5.3	2.89

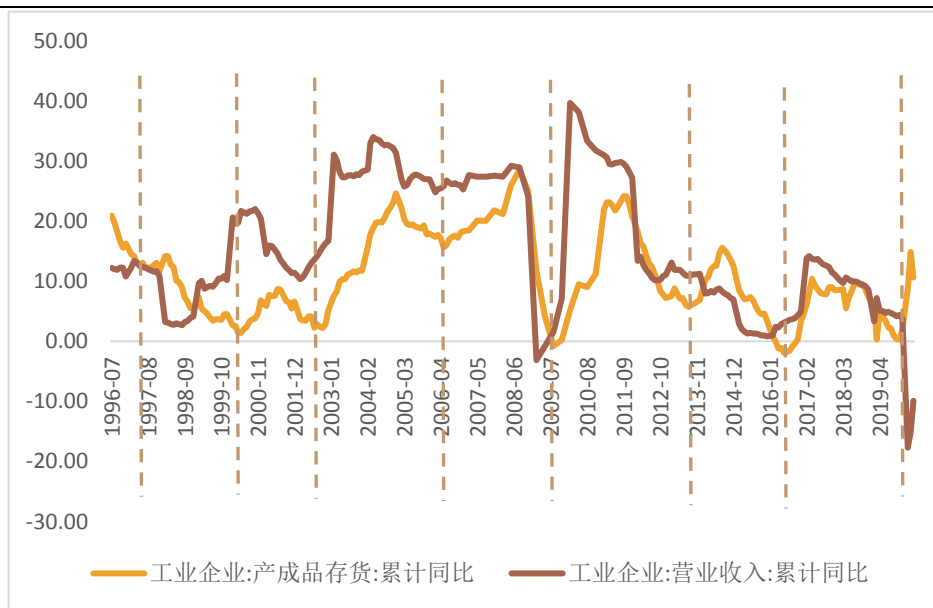
数据来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 主要国家财政刺激规模占 2019 年 GDP 比例 (%)



资料来源: 根据公开资料计算, 金信期货研究院

图 13: 疫情使库存同比大幅攀升且营业收入同比大幅下滑 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

国外新冠疫情仍在快速蔓延且中国与外国贸易摩擦渐多, 我国部分出口产品转内销。

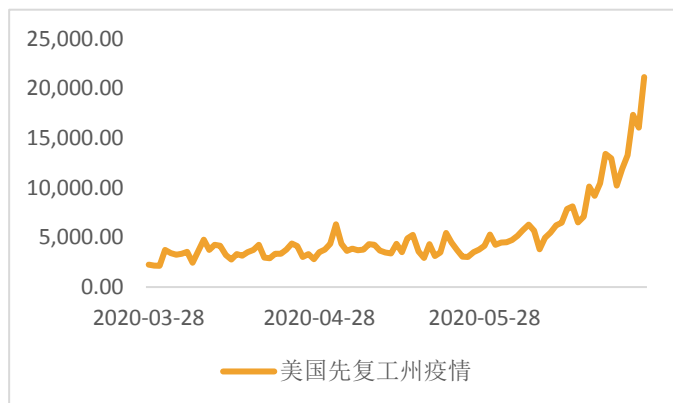
据国务院办公厅发布的《关于支持出口产品转内销的实施意见》。在 2020 年底, 对依据出口目的国标准生产且相关标准技术指标达到我国强制性标准要求的出口产品, 因疫情影响转内销的, 允许企业作出相关书面承诺, 通过自我符合性声明的方式进行销售, 法律法规另有规定的从其规定。鼓励外贸企业充分利用网上销售、直播带货、场景体验等新业态新模式, 促进线上线下融合发展。

二、美国疫情反弹，政策积极

（一）美国先复工州疫情反弹，或拖累美国复苏步伐

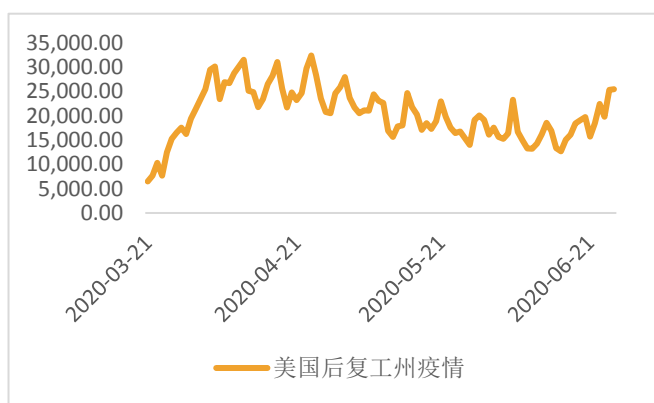
美国率先复工的州新冠肺炎新增确诊人数大幅反弹，市场对第二波疫情爆发的担忧上升，疫情反弹或拖累美国经济复苏的步伐。

图 14：美国率先复工州疫情攀升（人）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 15：美国后复工州疫情反弹（人）



资料来源：Wind，金信期货研究院

注：美国率先复工的州包括佛罗里达州、佐治亚州、堪萨斯州、肯塔基州、内布拉斯加州、俄克拉荷马州、南卡罗来纳州、田纳西州、德克萨斯州和犹他州。

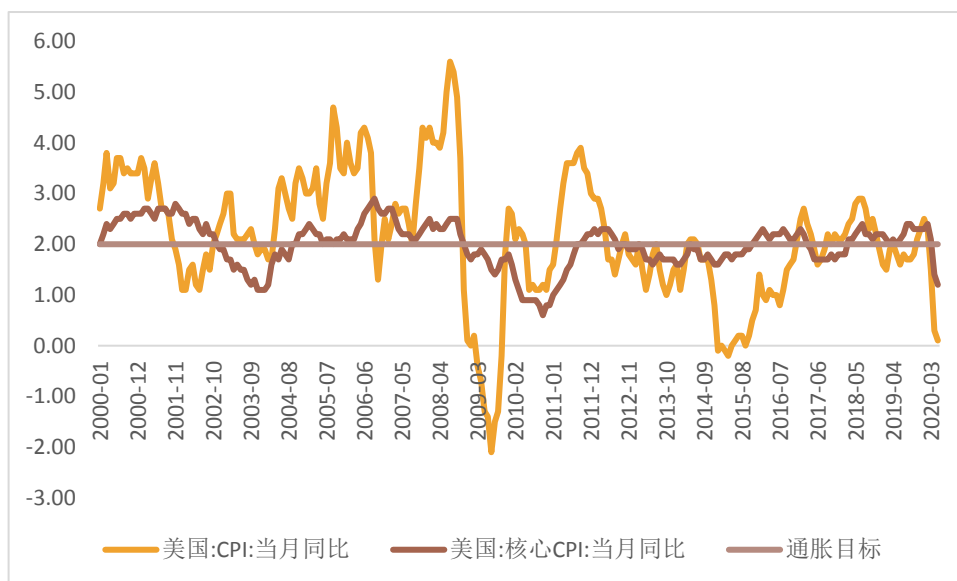
美国率先复工的州新冠肺炎新增确诊人数大幅反弹，市场对第二波疫情爆发的担忧上升，疫情反弹或拖累美国经济复苏的步伐。

（二）美国通胀位于低位，净出口受冲击明显

美国 5 月 CPI 同比为 0.1%，远低于通胀目标 2%，当前疫情仍在蔓延，经济复苏缓慢，预计今年美国通胀位于低位。

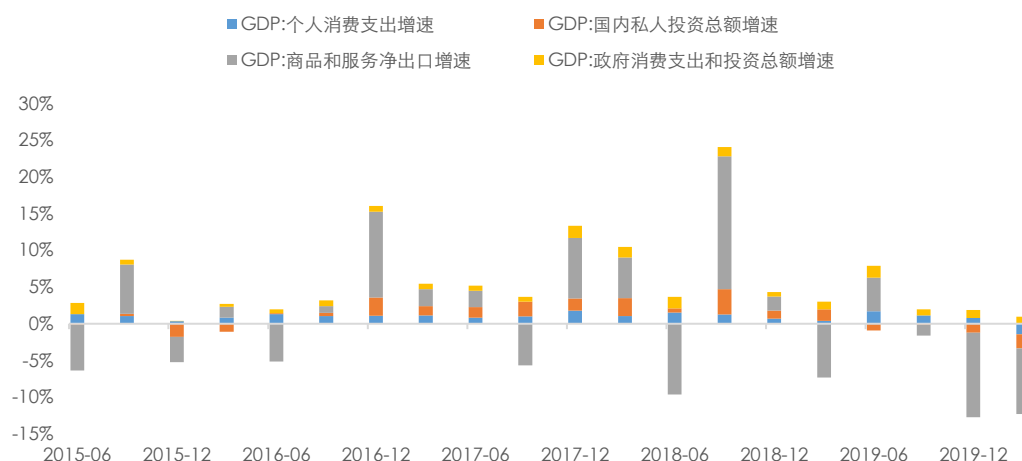
从分项增速看，个人消费及投资的增速大幅度下滑，净出口增速下降最大，显示贸易流受疫情影响有所停滞，预计二季度增速进一步下滑，三四季度逐渐恢复，但增速有限。

图 16：美国通胀或维持低位（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 17: 疫情对美国经济冲击大 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

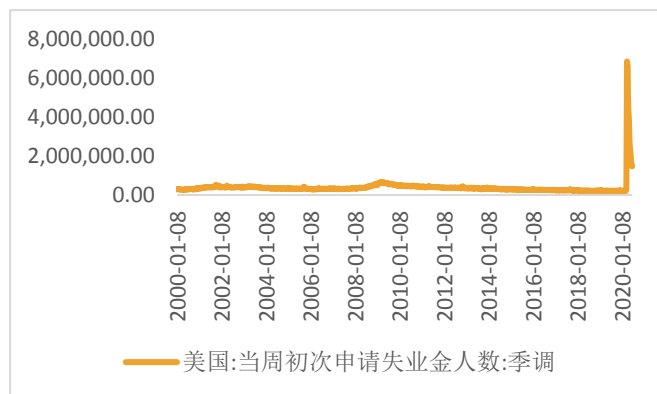
（三）美国失业人数大增，疫情后恢复时间长

美国 6 月 12 日当周首次申请失业金人数为 150.8 万人，连续 13 周破百万，为历史之最，美国失业率(U3)4 月达到 14.3%，远高于 2009 年，市场预期今年底美国失业率或达 8%-10%。

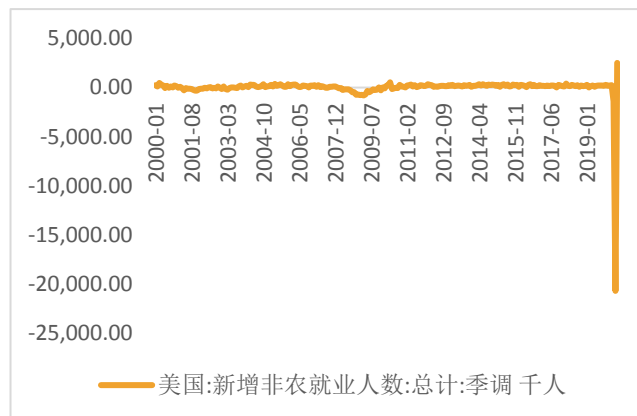
从失业率曲线看，失业率达到高点后，下降速度缓慢，美国失业率从前期高点（2009 年 Q3）到近期低点（2019Q4）用时十年，除经济基本面外其原因在于岗位和工人匹配需要时间。

图 18: 美国申请失业金人数 (%)

图 19: 美国新增非农就业人数 (千人)

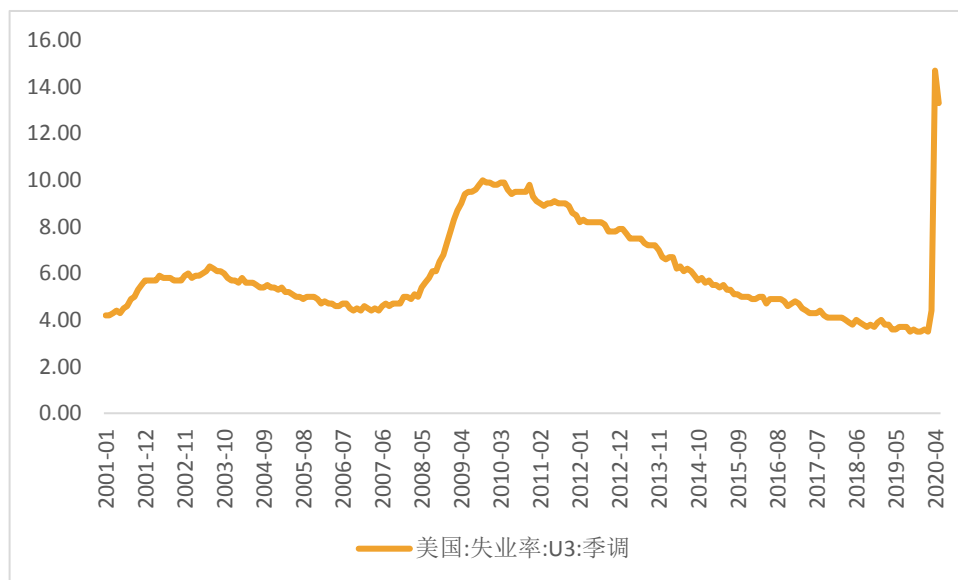


资料来源: Wind, 金信期货研究院



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 20: 美国失业率 U3 (%)



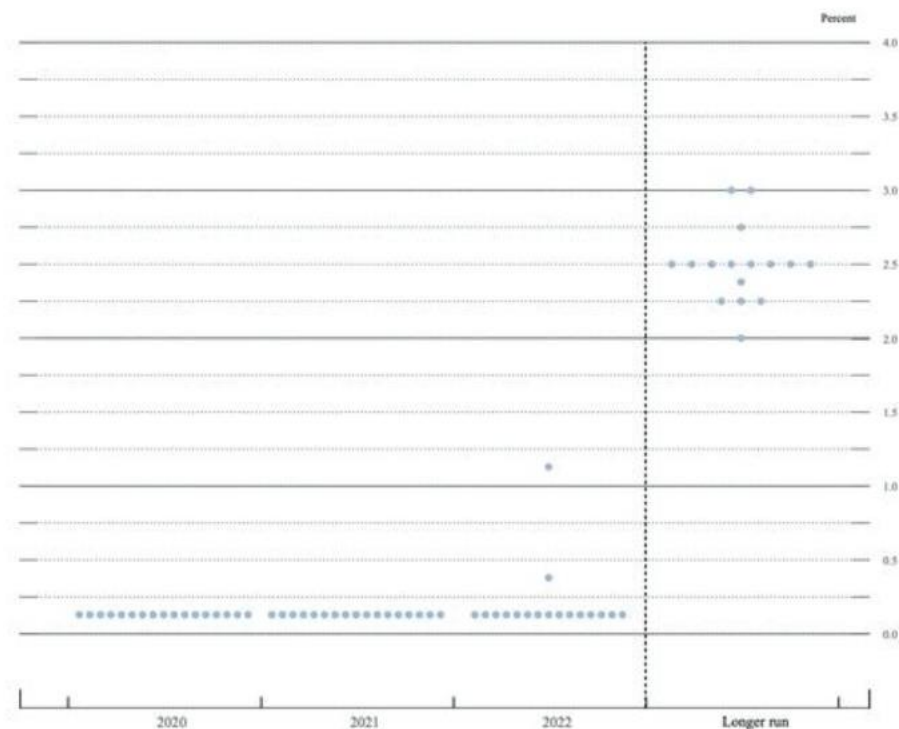
资料来源: Wind, 金信期货研究院

(四) 美国货币政策释放有史以来最大流动性

因疫情冲击,美国货币政策自 3 月以来有史以来最大量释放流动性。据 6 月美联储的点阵图, 0 利率将维持至 2022 年底。

美国 3 月以来主要货币政策主要有: 降息 150BP, 利率区间为 0%-0.25%; 提高回购上限至 5000 亿美元, 计划开展 5.5 万亿美元回购; 开展 7000 亿美元 QE, 下调贴现利率至 0.25%, 窗口期延长至 90 天; 设立商业票据融资机制 (CPFF); 启动一级交易商信贷便利机制 (PDCF), 到期期限最长 90 天, 至少持续 6 个月; 批准货币市场共同基金流动性工具 (MMLF), 与 9 家央行流动性互换; 美联储宣布更新二级市场企业信贷工具 (SMCCF), 该工具将开始购买广泛而多样化的企业债券组合。

图 21: 2020 年 6 月美联储利率点阵图 (%)



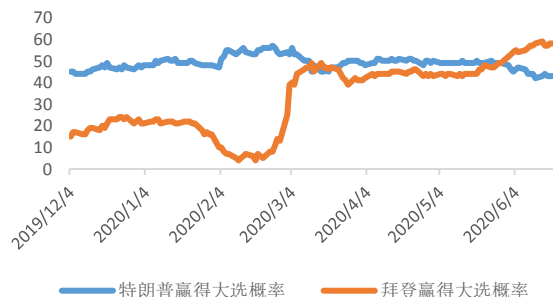
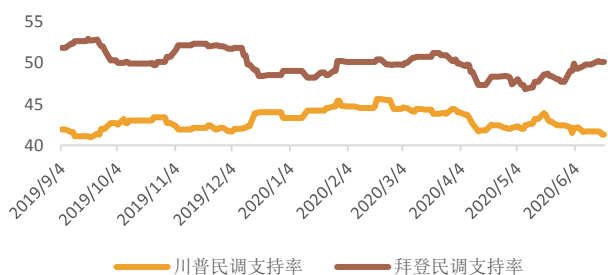
资料来源：美联储，金信期货研究院

(五) 无论特朗普还是拜登当选，中美关系均趋于紧张

无论哪一个领导人当选，中美关系紧张无疑是板上钉钉，在未来很长一段时间，美国均对中国采取遏制的战略。而从战略主张看，特朗普上任对中国的损害相对更小。若拜登上台，则将联合盟友，共同对付中国，并挑起地缘政治问题，给中国制造更多问题。而特朗普连任，则将延续贸易战的形式，继续对中国加征关税以及科技制裁压制中国的崛起。

图 22：特朗普及拜登支持率 (%)

图 23：特朗普及拜登赢得大选概率 (bp)



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

表 3：特朗普和拜登主要政治主张

候选人	特朗普	拜登
-----	-----	----

党派	共和党	民主党
经济政策	1.减税 2.0 计划，考虑将中产阶级税率降至 15%；	1.提高个人所得税率至 39.6%
	2.未来 1 万亿美元的基建计划	2.提供企业所得税率至 28%
		3.提高资本利得税
		4.提高最低工资
		5.未来 10 年内 1.3 万亿美元的基建投资
教育	削减教育领域的政府支出	1.增加联邦政府对低收入地区学校的资质
		2.根据收入水平削减学生贷款还款
医疗	任期内基本废除了奥巴马的医改政策	支持奥巴马医改的公私合营的平价医疗体系
与中国的贸易政策	发动中美贸易战，考虑在大选后进行第二阶段谈判	认为美国应与盟友共同制定应对中国的策略

数据来源：根据公开资料整理，金信期货研究院

三、 中国经济复苏，结构分化

（一）中国经济复苏

1、疫情对国内的影响基本消除

截止 6 月 26 日，全国 100 大中城市拥堵延时指数均值达到过去 4 年均值的 96.7%，显示疫情对国内经济活动的影响基本消除。

6 月六大发电集团日均耗煤量已回升至往年平均水平，同比增速较 3 月低点明显回升。高炉开工率达到近年最高值。

图 24：全国 100 大中城市拥堵延时指数均值

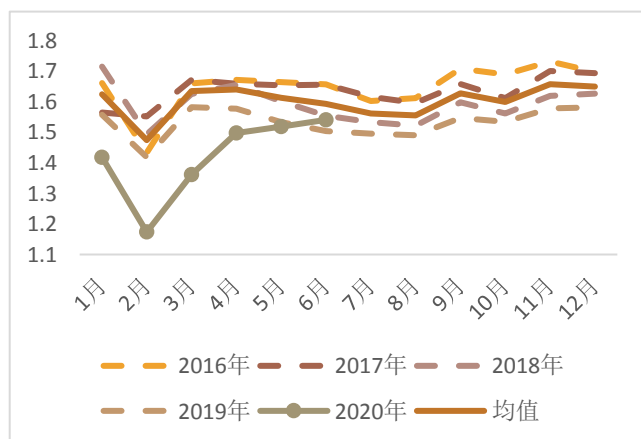
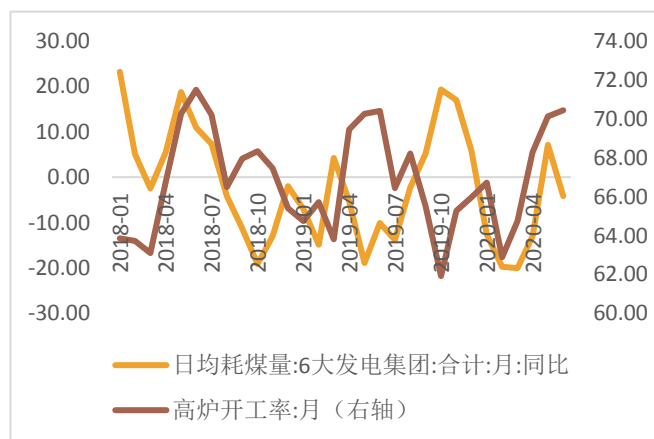


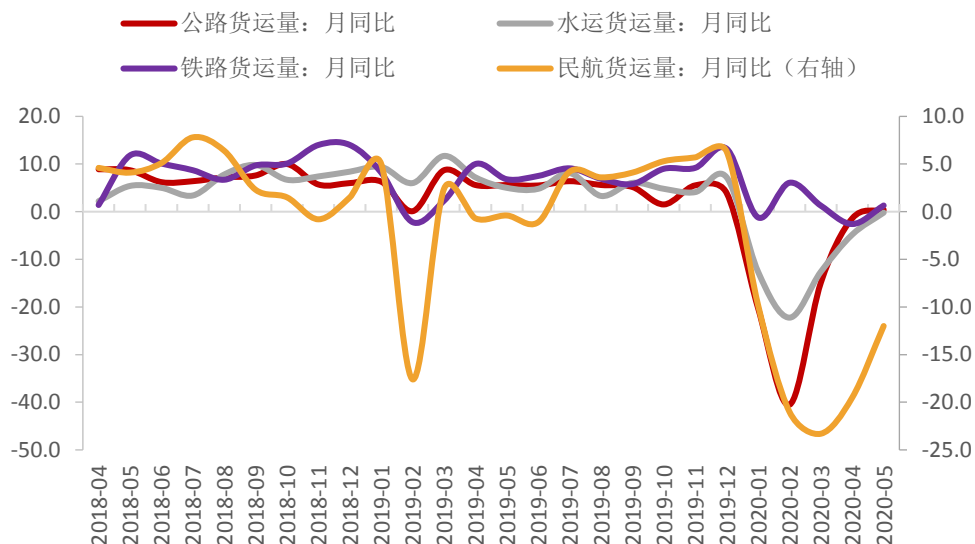
图 25：日均耗煤同比与高炉开工率（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

资料来源：Wind，金信期货研究院

图 26：货运量同比反弹 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

2、PPI 同比底部或已出现

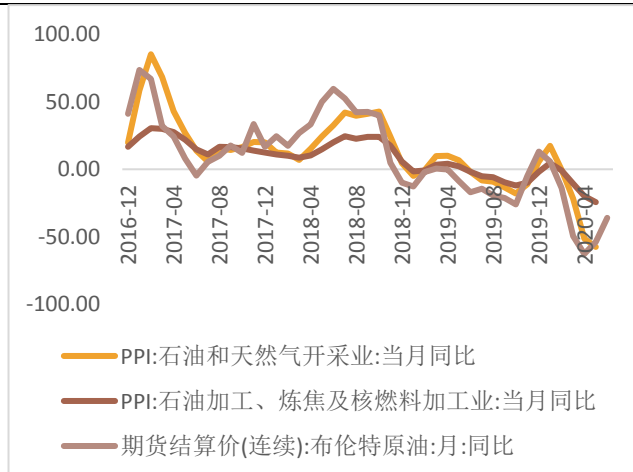
我国 5 月 PPI 同比跌幅扩大，与 CRB 现货工业原料同比自 5 月以来连续攀升背离，其原因为我国石油产业 PPI 同比 5 月跌幅扩大，与布伦特原油价格同比背离（与我国石油产品价格粘性相关）。当前全球复工复产加速确认，叠加减产协议执行，油价和原材料价格同比趋势上升的确定性较高，PPI 同比底部或已出现。

图 27：PPI 同比与工业原料价格同比分化 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

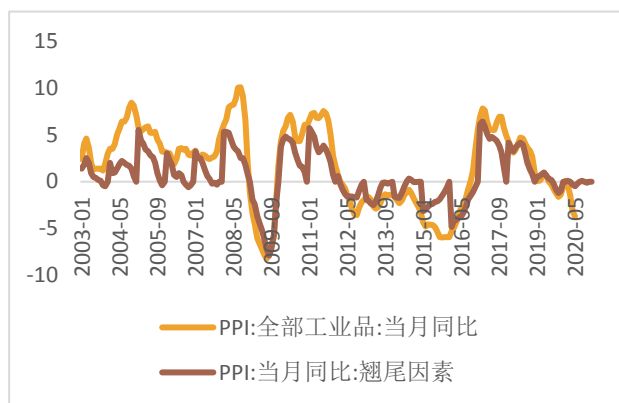
图 28：原油价格同比与石油 PPI 同比分化 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

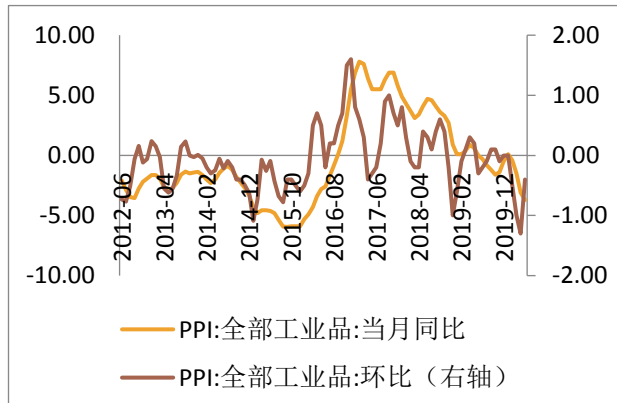
PPI 同比或趋势回升，库存周期有望在下半年开启，当前 PPI 同比翘尾因素平坦，影响 PPI 同比的主要是新涨价因素。

图 29: PPI 同比翘尾因素扁平 (%)



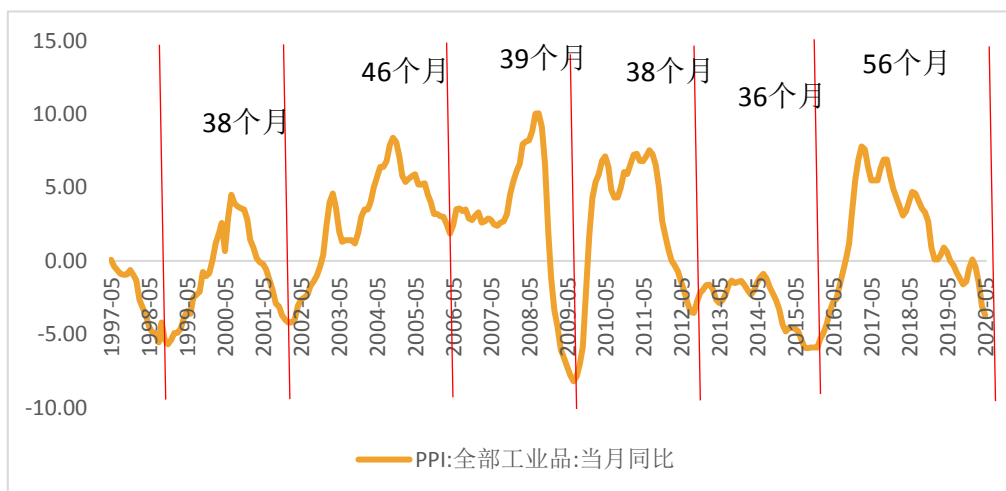
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 30: PPI 环比回升 (%)



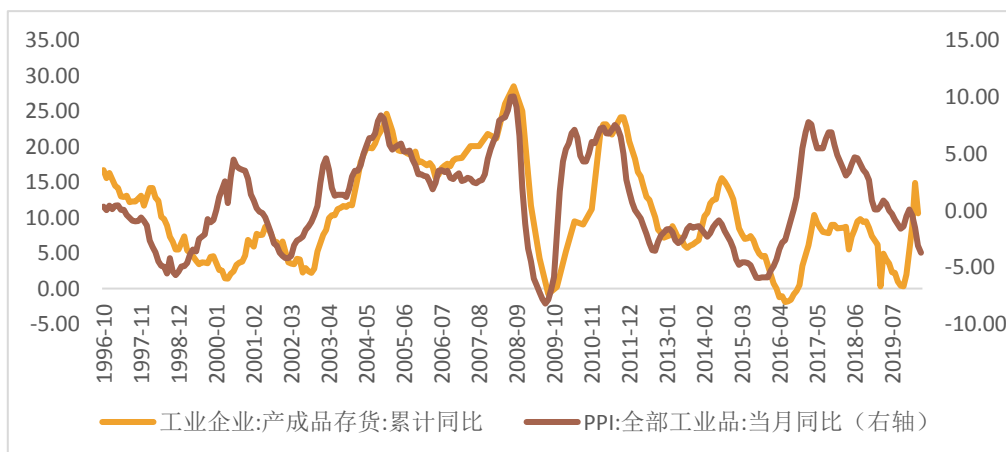
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 31: 当前 PPI 周期已经持续 56 个月, 创历史新高长度 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 32: PPI 同比周期与库存周期 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

(二) 结构分化

1、经济复苏缓慢，投资或成支撑

经济复苏缓慢

今年 1-5 月投资、消费和出口增速明显下滑，投资和消费增速下滑速度明显快于 2009 年，显示疫情对经济的负面冲击明显。出口增速下滑幅度虽然小于 2009 年，但三季度仍有较大下行压力。

16 个已经公布 5 月工业增加值当月同比的行业 10 个行业增速放慢，大部分行业工业增加值当月同比下滑，说明我国经济复苏偏慢且各行业复苏进度不平衡。农副食品加工业、食品制造业、医药制造业、橡胶和塑料制品业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、通用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值当月同比较上月回落。

从高频数据看，截止 6 月 15 日，6 大发电集团日均耗煤量 6 月月化同比为 -2.75%，较 5 月同比下滑 9.85 个百分点，乘用车批发和零售同比较 5 月大幅下降，6 月工业增加值同比或下滑。

预计 2020 年，货物和服务净出口对 GDP 的拉动或再度转负，最终消费支出增速在政策倾斜的背景下预计仍小幅放缓（主要受居民收入同比下降），支撑经济增速的或主要在于投资增速拉升。

表 4：经济恢复，但消费和出口承压

指标名称	2020 年 1-5 月	2020 年 1-3 月	2019 年	2009 年	2008 年	2007 年
固定资产投资增速	-6.3	-16.1	5.4	30.4	26.6	25.8
消费品零售增速	-13.5	-19	8	15.9	21.6	16.8
工业增加值	-2.8	-8.4	5.7	11	12.9	18.5
出口增速	-7.7	-13.3	0.5	-16	17.4	25.8
进口增速	-8.2	-2.9	-2.7	-11.2	18.5	20.8
GDP 增速		-6.8	6.1	9.4	9.7	14.2

数据来源：Wind，金信期货研究院

投资或成支撑

一季度 GDP 不变价同比 -6.8%，从往年数据看，一般一季度 GDP 现价占全年的比重约 22%，如果 2-4 季度我国 GDP 不变价同比能明显攀升，则 2020 年 GDP 不变价同比可以录得 1% 至 3% 的增速。

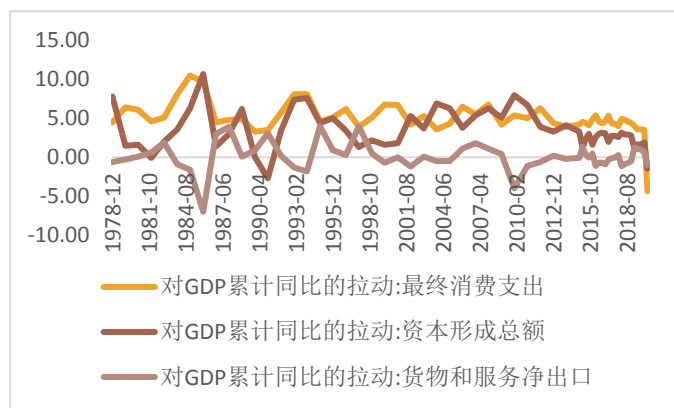
一季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，去年四季度分别为 3.4%、5.8% 和 6.6%，显示第二产业和第三产业受疫情冲击较大，第一产业受疫情冲击较小。

三大产业对 GDP 增长的拉动中，第一产业对 GDP 累计同比的拉动为 -0.13%，较去年全年下降 0.36 个百分点，第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 -3.62%，较去年全年下降 5.86 个百分点，第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 -3.05%，较去年全年下降 6.67 个百分点。

我们认为，欧美大概率 5 月初开始逐步复工，外需有望 5 月回暖，叠加国内货币政策和财政政策刺激，二季度 GDP 不变价同比大概率较大幅度收窄甚至录得正增速。

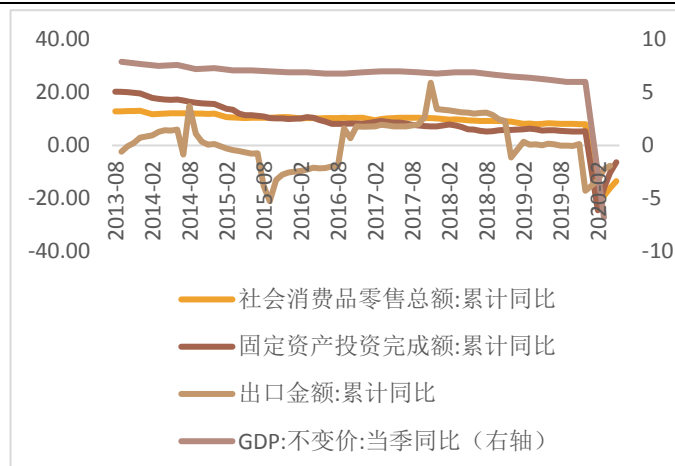
展望下半年，GDP 反弹的概率大，但结构分化。受疫情蔓延影响，货物和服务净出口对 GDP 的拉动小且大概率仍为负，最终消费支出增速在政策倾斜下预计逐步转正，但居民预期当年收入明显下降或致节制消费，社零增速大概率较去年全年增速放缓，支撑经济增速的主要在于投资增速拉升。

图 33：消费、投资和净出口对 GDP 的拉动（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 34：中国经济正恢复（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

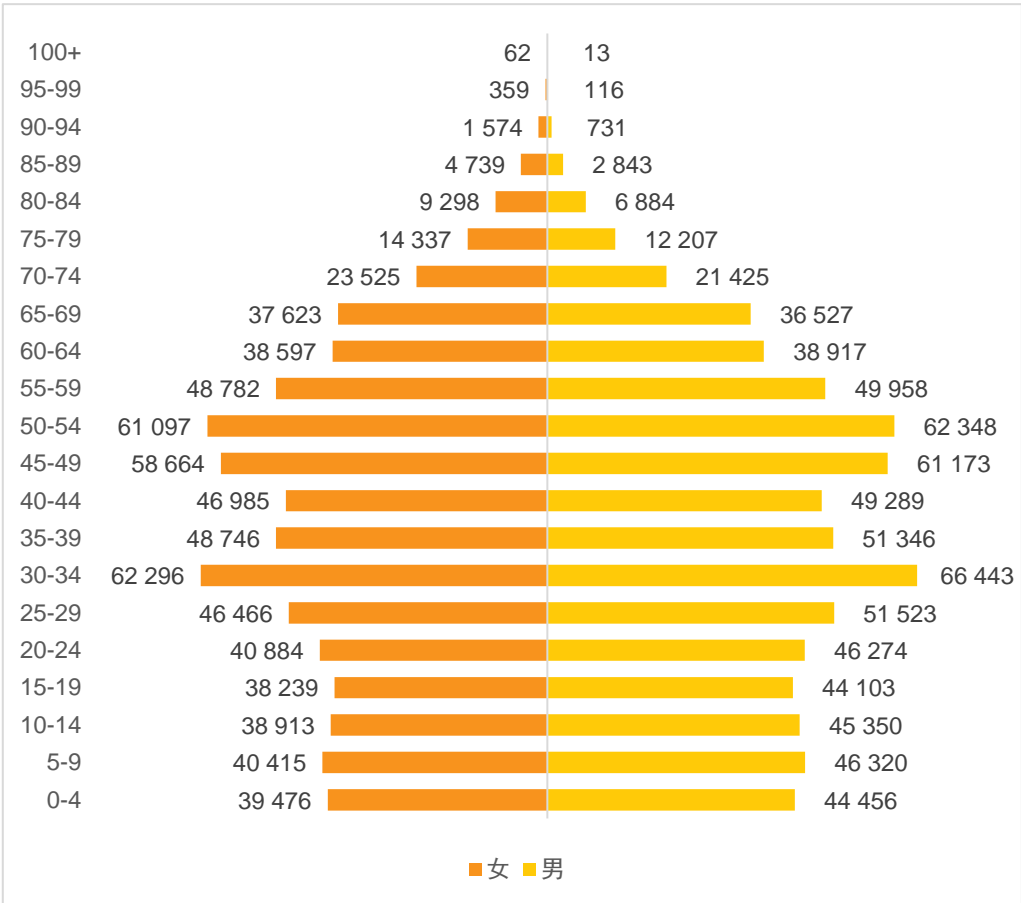
2、房地产投资进入低增长长期

在未来 15 年，20-34 岁人口数量快速减少，买房主要人群快速减少，制约房地产投资。政府定调“房住不炒”。

房地产投资进入低增长长期，国务院强调，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。房地产投资增速或再不同城市分化。

5 月房地产开发投资累计同比-0.3%，较前值跌幅收窄 3.0 个百分点，商品房销售额累计同比-10.6%，较前值跌幅收窄 8.0 个百分点，商品房销售面积累计同比-12.3%，较前值跌幅收窄 7.0 个百分点，房屋新开工面积累计同比-12.8%，较前值跌幅收窄 5.6 个百分点，房屋竣工面积累计同比-11.3%，较前值跌幅收窄 3.2 个百分点。房地产开发资金来源累计同比-6.1%，较前值跌幅收窄 4.3 个百分点。房地产投资累计同比收窄，一定程度与资本市场贷款利率下行、房屋新开工面积累计同比大幅收窄和商品房销售面积回升有关。政府强调“房住不炒”，资金要直达实体，一定程度说明对资金流向房地产的监管将加强，对房地产投资形成拖累。从高频数据看，截止 6 月 15 日，6 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比-10.3%，较 5 月跌幅扩大 8.0 个百分点。40 大中城市成交土地面积月化同比-66.1%，较前值下滑 75.1 个百分点，显示地产投资增速承压。

图 35：2020 年中国人口分布（%）



资料来源： Wind，金信期货研究院

表 5：今年以来主要房地产相关政策

时间	部门	文件	房地产政策内容
2020.3.3	央行	《2019 年第四季度货币政策执行报告》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和 “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
2020.3.12	国务院	《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》	将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准； 试点将永久基本农田转为建设用地 和国务院 批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准。
2020.4.3	财政部		各地要结合房地产调控的要求， 严把棚改的范围和标准，严格评估财政承受能力 ，科学制定年度棚改任务，不搞一刀切，不盲目举债。 明确政府的专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目 ，同时，根据中央经济工作会议加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造的要求，在专项债的使用范围方面做了调整，将城镇老旧小区改造纳入了专项债券的支持范围。
2020.4.9	发改委	《2020 年新型城镇化建设	以深化改革户籍制度和基本公共服务提供机制为路径，打破阻碍劳动力自由流动的不合理壁垒，促进人力资源优化配置。

		和城乡融合发展重点任务》	督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制。推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制。
2020.4.9	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	深化户籍制度改革；推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认； 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；健全统一规范的人力资源市场体系， 加快建立协调衔接的劳动力、人才流动政策体系和交流合作机制 。
2020.4.17	政治局会议		坚持房住不炒定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020.5.18	国务院	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	深化户籍制度改革，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制 ，探索实行城市群内户口通迁、居住证互认制度。推动公共资源由按城市行政等级配置向按实际服务管理人口规模配置转变。

数据来源：公开资料，金信期货研究院

3、基建投资托底经济增长

基建投资一般属逆周期走势，在经济增速失速下行的背景下，加大财政政策刺激力度势必加大基建投资。

4 月 17 日政治局会议强调，积极的财政政策要更加有为，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。

5 月基建投资累计同比-3.31%，较前值跌幅收窄 5.5 个百分点，不含电力的基建投资累计同比-6.3%，较前值跌幅收窄 5.5 个百分点。今年 1-5 月地方政府专项债累计发行金额为 22550 亿元，较 2019 年 1-5 月发行规模增长 132.6%，显示地方政府专项债发行规模和发行速度较去年明显提升。1-5 月地方政府专项债累计发行金额达到今年预算目标 3.75 万亿元的 60.1%，地方政府专项债已发行较大比例或拖累下半年发行速度，截止 6 月 15 日，6 月地方政府债发行金额为 2209 亿元，显著低于 5 月的 13025 亿元。

图 36：基建投资在经济下行压力大时期发力（%）



资料来源: Wind, 金信期货研究院

表 6: 今年以来主要基建相关政策

时间	部门/会议	基建政策
2020. 2. 11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额, 其中 一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元 。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元, 共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。
2020. 3. 4	政治局会议	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入, 加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。
2020. 4. 14	国常会	按程序提前下达今年地方政府专项债 1.29 万亿元。下一步, 要在扩大实施前期有效政策基础上, 加大积极财政政策实施力度, 并抓紧按程序再提前下达一定规模地方政府专项债 。
2020. 4. 17	政治局会议	积极的财政政策要更加有为, 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。
2020. 4. 30	发改委、证监会	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》, 开启国内基础设施 REITs 试点工作 。
2020. 5	财政部	第三批 1 万亿专项债额度五月底前发行完毕 。专项债将优化资金投向, 体现疫情防控需要和投资领域需求变化。比如将国家重大战略项目单独列出、重点支持; 增加城镇老旧小区改造领域, 允许地方投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目。 加快建设 5G 网络、数据中心、人工智能、物流、物联网等新型基础设施 。

数据来源: 根据公开资料整理, 金信期货研究院

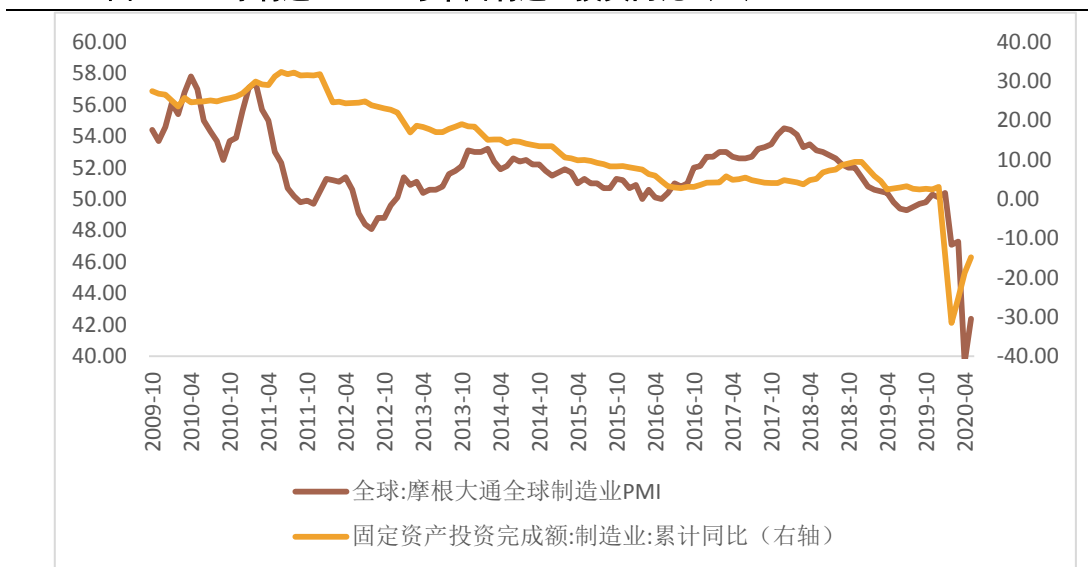
4、制造业投资整体复苏, 但节奏分化

制造业投资增速与全球制造业景气度具有一定同步性。

制造业投资属顺周期走势, 在全球需求萎缩背景下制造业投资增速大概率趋势放缓。

5月制造业投资累计同比-14.8%，较前值跌幅收窄4.0个百分点，是三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中累计同比最低的，但收窄幅度略高于房地产投资。已经出来的制造业13个行业投资累计同比增速中较前值加速的共12个行业，医药制造业、纺织业、计算机、通信和其他电子设备制造业、农副食品加工业和通用设备制造业跌幅收窄幅度最大，汽车制造业投资同比是已出数据中唯一跌幅扩大的行业，显示疫情冲击下耐用品投资较低迷。

图 37：全球制造业 PMI 与中国制造业投资同比（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

分行业看，5月相对于3月，原材料（石油加工、炼焦及核燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业）和成长（计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业）类行业投资率先复苏，偏下游可选消费（纺织服装、服饰业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、汽车制造业）行业投资复苏较慢

表 7：分行业制造业投资同比（%）

固定资产投资完成额:累计同比	2020-05	2020-03	2019-12	2018-12	2017-12
制造业	-14.8	-25.2	3.1	9.5	4.8
纺织服装、服饰业	-39.2	-45.8	1.8	-1.5	7
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-32.3	-40.7	-2.4	8.1	8.4
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-31.7	-35.6	-6	17.3	5.7
印刷业和记录媒介的复制	-27.1	-32.5	4.6	7.2	-0.7
纺织业	-26.2	-37.1	-8.9	5.1	5.9
烟草制品业	-25.5	-32.9	-0.2	1.3	-11.5
汽车制造业	-23.2	-27.2	-1.5	3.5	10.2
化学纤维制造业	-23.2	-19.2	-14.1	29	20
农副食品加工业	-22.9	-32.8	-8.7	0	3.6
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-22.9	-25.7	-2.6	3.1	4.2
家具制造业	-22.2	-29.4	-0.7	23.2	23.1
酒、饮料和精制茶制造业	-21.9	-24.5	6.3	-6.8	-5.9
造纸及纸制品业	-21.7	-20.5	-11.4	5.1	1.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-21.5	-31.6	-2.5	-4.1	2.9
通用设备制造业	-20.2	-32.1	2.2	8.6	3.9
电气机械及器材制造业	-20.1	-27.8	-7.5	13.4	6
橡胶和塑料制品业	-19.9	-32	1	5.4	1.2
金属制品业	-19.4	-31.3	-3.9	15.4	4.7
食品制造业	-17.9	-29.1	-3.7	3.8	1.7
化学原料及化学制品制造业	-17.8	-30.8	4.2	6	-4
专用设备制造业	-15.2	-27.1	9.7	15.4	4.7
非金属矿物制品业	-13.2	-24.2	6.8	19.7	1.6
有色金属冶炼及压延加工业	-5.6	-11.6	1.2	3.2	-3
废弃资源综合利用业	0.4	-9.8	21.9	33.6	24.1

仪器仪表制造业	2	-13.1	50.5	7.5	14.3
石油加工、炼焦及核燃料加工业	2.1	-10.1	12.4	10.1	-0.1
黑色金属冶炼及压延加工业	6.8	-1.2	26	13.8	-7.1
医药制造业	6.9	-11.9	8.4	4	-3
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.9	-10.2	16.8	16.6	25.3
其他制造业		-23.5	2.9	8.3	23.8

数据来源: Wind, 金信期货研究院

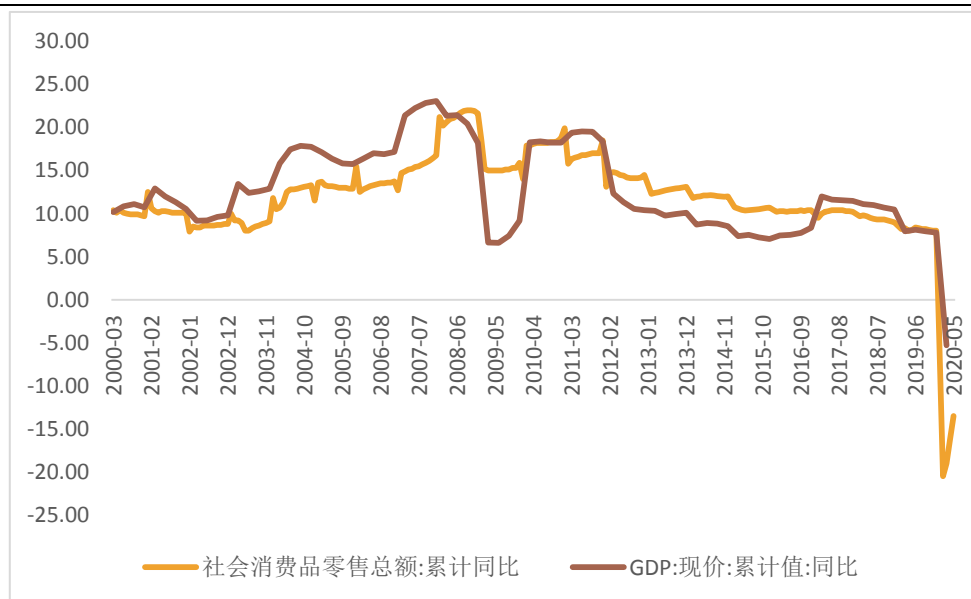
5、消费回升缓慢，可选消费品受冲击大

社会消费品零售总额与 GDP 现价同比具有很强的同步性，居民预期当年收入明显下降并减少消费，社零增速放缓的概率高，虽然政策刺激国内消费，但政策只平滑下跌的速度不改变升降的趋势，必需消费品具有需求刚性受冲击较小，可选消费品（汽车、家具、金银珠宝等）受冲击大。

5 月社会消费品零售总额同比-2.8%，较前值跌幅收窄 4.7 个百分点。3 月社会消费品零售总额累计同比-13.5%，跌幅较前值收窄 2.7 个百分点。3 月城镇消费品零售总额同比-2.8%，较前值跌幅收窄 4.7 个百分点，累计同比-13.5%，跌幅较前值收窄 2.8 个百分点，乡村消费品零售总额同比-3.2%，较前值跌幅收窄 4.5 个百分点，累计同比-13.0%，跌幅较前值收窄 2.4 个百分点，显示农村消费增速收窄幅度小于城镇，一定程度说明疫情对农村居民收入的冲击更大（或因农村居民带薪休假的较小叠加农村居民多兼职服务业）。商品零售同比-0.8%，较前值跌幅收窄 3.8 个百分点，累计同比-10.6%，跌幅较前值收窄 2.5 个百分点，餐饮收入同比-18.9%，较前值跌幅收窄 12.2 个百分点，累计同比-36.5%，跌幅较前值收窄 4.7 个百分点，由于疫情对餐饮业的影响较大，随着各城市活跃度回升至往年平均水平，餐饮业零售同比回暖明显。

从具体门类零售总额当月同比来看，已经出来数据的 15 个零售门类中有 11 个门类的零售额当月同比增速加快，其中增速回升较快的 6 个门类分别为服装鞋帽针纺织品类、家用电器和音像器材类、化妆品类、日用品类、家具类和建筑及装潢材料类，显示房地产产业链和非耐用品可选消费门类增速回升明显，或与 5 月商品房销售面积同比大幅收窄和工人基本复工有关。15 个门类中 3 个门类零售当月同比由负转正，分别为家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类，这些门类均属于房地产产业链。

图 38：社零增速与 GDP 名义增速（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

表 8：主要城市活动指数

指标名称	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12
限额以上企业商品零售总额: 累计同比	-11.2	-14.7	-18.9	-22.2	3.7
粮油、食品类: 累计同比	13.4	13.8	12.6	9.7	10.2
饮料类: 累计同比	8.5	6.3	4.1	3.1	10.4
烟酒类: 累计同比	-6.3	-9.8	-14	-15.7	7.4
服装鞋帽针纺织品类: 累计同比	-23.5	-29	-32.2	-30.9	2.9
服装类: 累计同比		-31.3	-34.3	-33.2	2.6
化妆品类: 累计同比	-4.9	-9.4	-13.2	-14.1	12.6
金银珠宝类: 累计同比	-26.8	-32.5	-37.7	-41.1	0.4
日用品类: 累计同比	2.5	-1.2	-4.2	-6.6	13.9
体育、娱乐用品类: 累计同比		-0.9	-5.1	-4	8
书报杂志类: 累计同比		-14.3	-15.3	-32.7	11.1
家用电器和音像器材类: 累计同比	-18.4	-24.5	-29.9	-30	5.6
中西药品类: 累计同比	4.9	4.3	2.9	0.2	9
文化办公用品类: 累计同比	-0.3	-0.8	-3.4	-8.9	3.3
家具类: 累计同比	-17.5	-23.1	-29.3	-33.5	5.1
通讯器材类: 累计同比	2.3	0.1	-3.6	-8.8	8.5
石油及制品类: 累计同比	-19.6	-21.1	-23.5	-26.2	1.2
建筑及装潢材料类: 累计同比	-14.3	-18.9	-23.9	-30.5	2.8
汽车类: 累计同比	-17	-22.6	-30.3	-37	-0.8

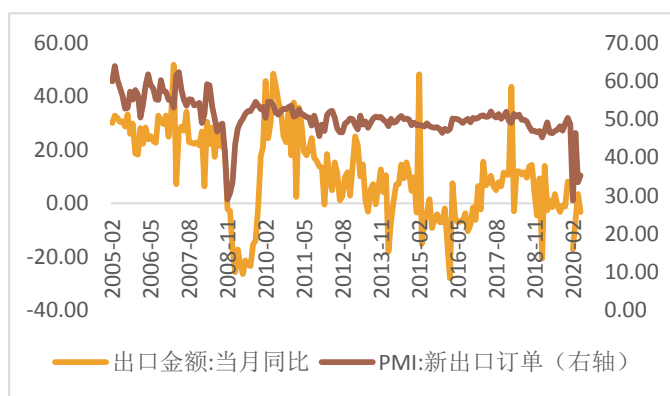
数据来源：Wind，金信期货研究院

6、外需承压，鼓励出口转内销

外需外需对出口的冲击正逐步体现

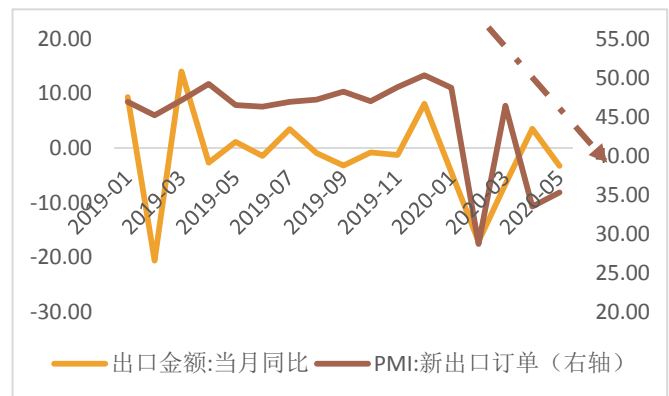
我国 PMI 新出口订单是出口增速的领先指标（领先 1-3 个月），近期 PMI 新出口订单快速下降且大幅低于枯荣线，显示我国出口增速三季度大概率维持负值。

图 39：出口同比与 PMI 新出口订单（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

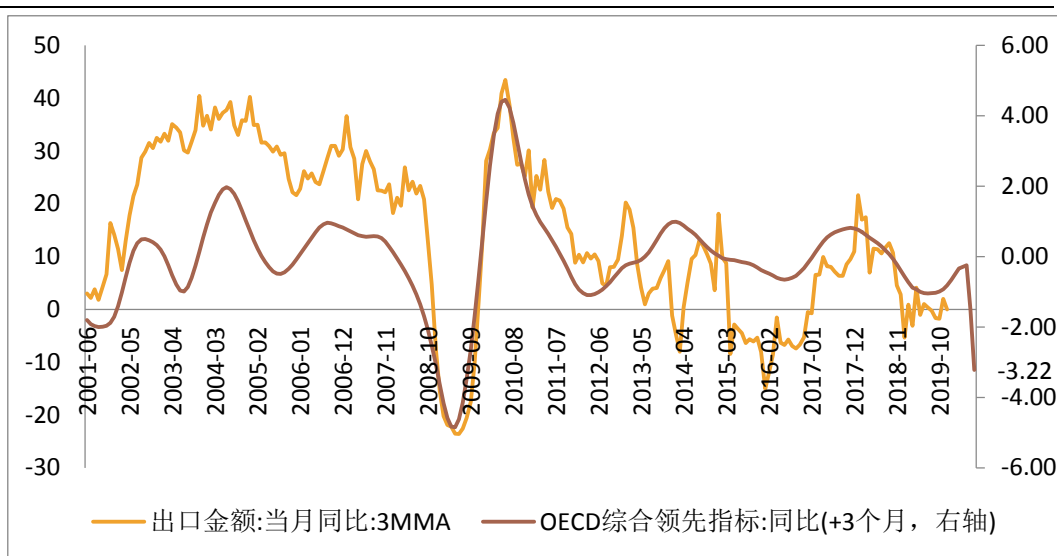
图 40：出口同比下行（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

从 OECD 综合领先指标增速（领先我国出口增速 3 个月左右）看，我国三季度出口增速下行压力大。

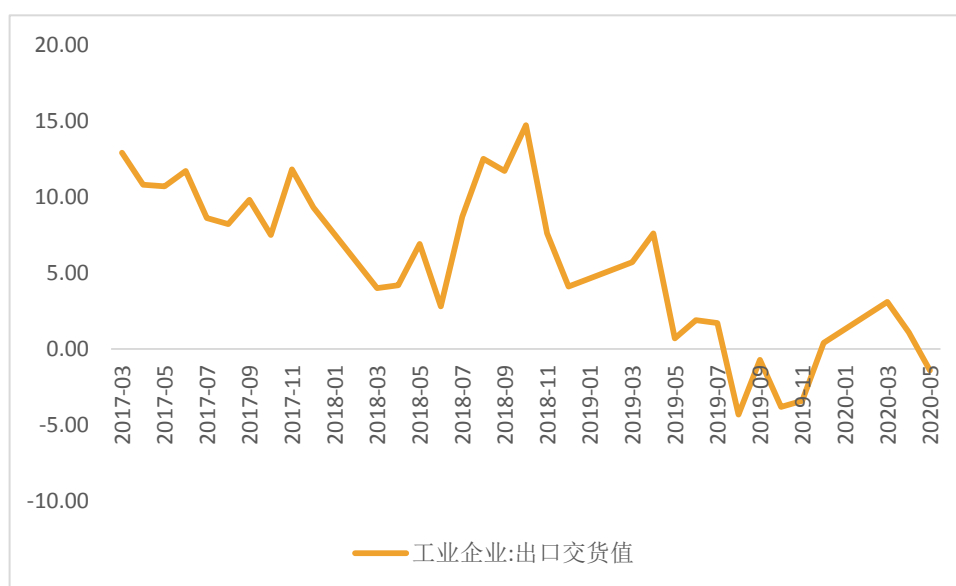
图 41: OECD 领先指标同比预示出口同比下行压力大 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

从出口交货值看,我国 5 月工业企业出口交货值当月同比-1.4%,较前值下降 2.5 个百分点,显示企业当月出口交货转弱,一定程度表明我国 5 月出口型企业外需不振导致生产变缓。6 月出口交货值仍承压,近期,全球复工复产速度转慢,因出口交货值为当月为出口而生产的交货金额,海外疫情仍快速蔓延或压制我国的外需,出口交货值同比大概率维持低位。

图 42: 出口交货值同比下行 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

中美贸易摩擦大概率不会失控

近期中美贸易摩擦有加重的迹象,特朗普称,美国保留与中国脱钩的选项。特朗普称中美贸易协议“完好无损”。

因全球复工复产加快且特朗普支持率大幅小于民主党候选人拜登,特朗普对中国贸易态度转强硬,中美贸易摩擦趋势升级,但因全球陷入经济衰退中,中美贸易合作较贸易对抗更有利,短期中美贸易摩擦急剧升级的概率小,预计中美仍会在第一阶段协议框架下进行贸易。

中美第一阶段经贸协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。

双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。

关税：维持 2500 亿美元中国商品加征 25% 的关税，3000 亿美元中已加征部分（约 1200 亿美元）加征关税税率调降一半至 7.5%，3000 亿美元中未加征部分不加征关税（此前为 12 月 15 日起开征）。

知识产权保护：在几个方面达成共识，包括商业秘密保护、与药品相关的知识产权问题、专利有效期延长、地理标志、打击电子商务平台上存在的盗版和假冒、打击盗版和假冒产品的生产和出口、打击商标恶意注册，以及加强知识产权司法执行和程序。

扩大贸易，未来两年中方向美国增加购买的商品及服务不低于 2000 亿美元。

汇率：避免竞争性贬值。

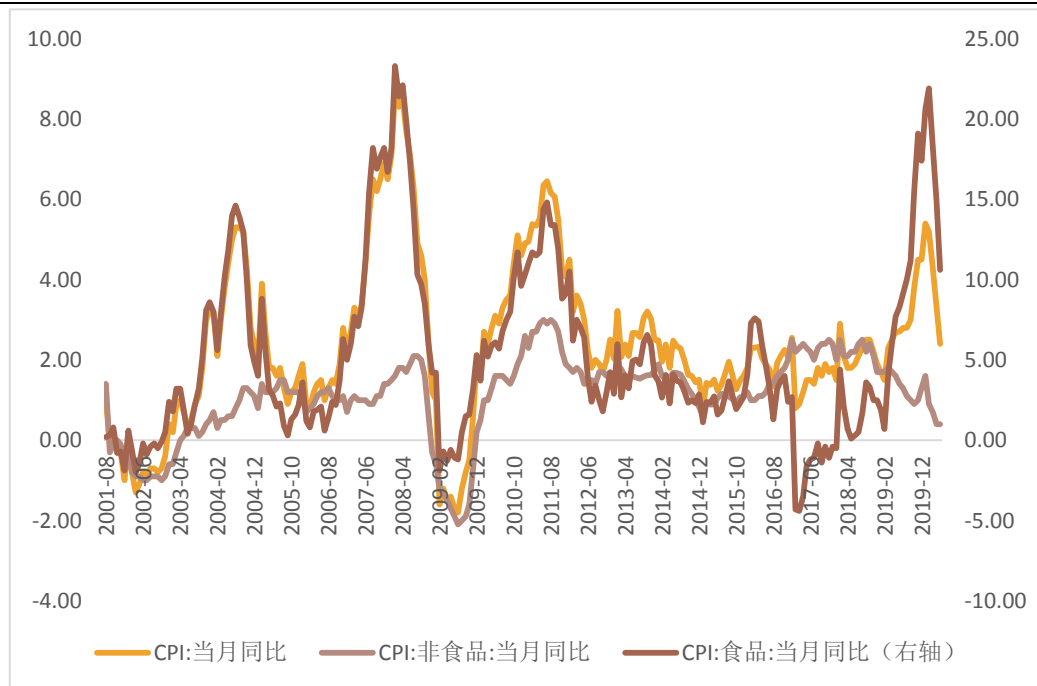
金融服务：中国扩大市场准入。

四、中国政策边际弱化

（一）CPI 同比趋势回落，对政策的制约渐小

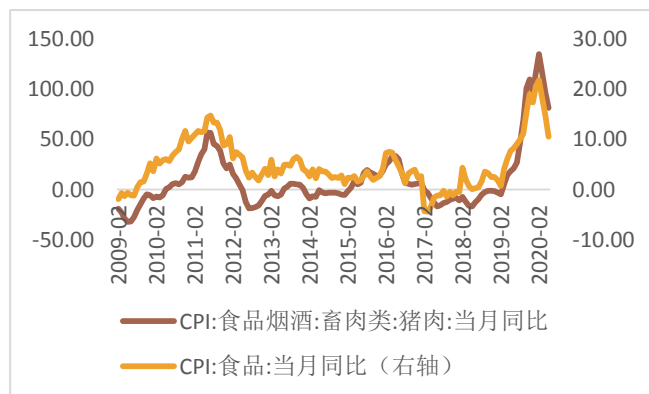
CPI 同比主要受食品项驱动，食品项主要受猪价同比波动影响。当前猪价同比趋势回落的确定性高，CPI 同比大概率趋势回落，对政策的制约渐小。

图 43：CPI 同比走势与 CPI 食品同比走势相近（%）



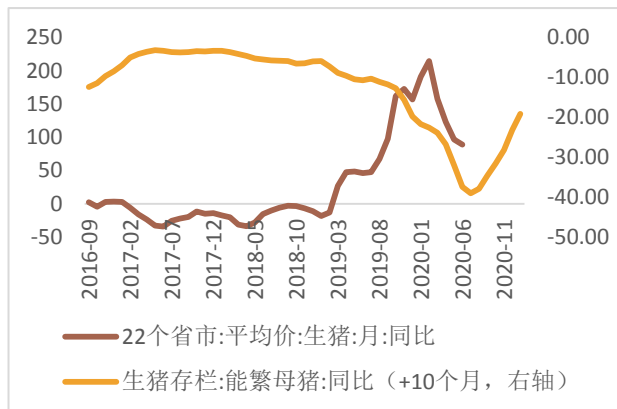
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 44: 食品 CPI 同比与猪肉 CPI 同比走势相近(%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 45: 猪价同比或趋势下行 (%)



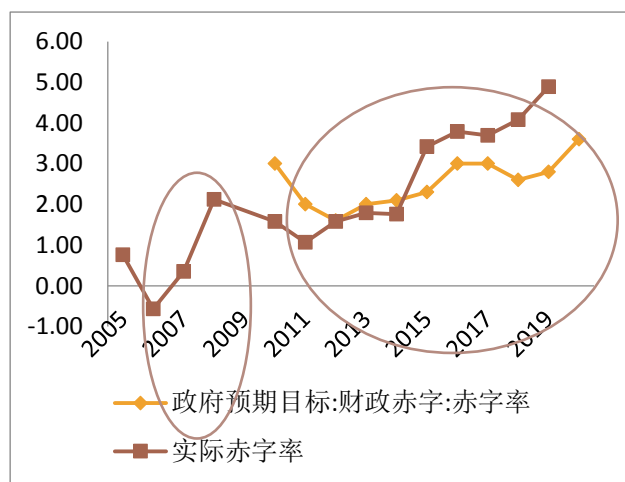
资料来源: Wind, 金信期货研究院

(二) 财政政策边际转弱

1、赤字率大幅攀升, 财政支出乏力

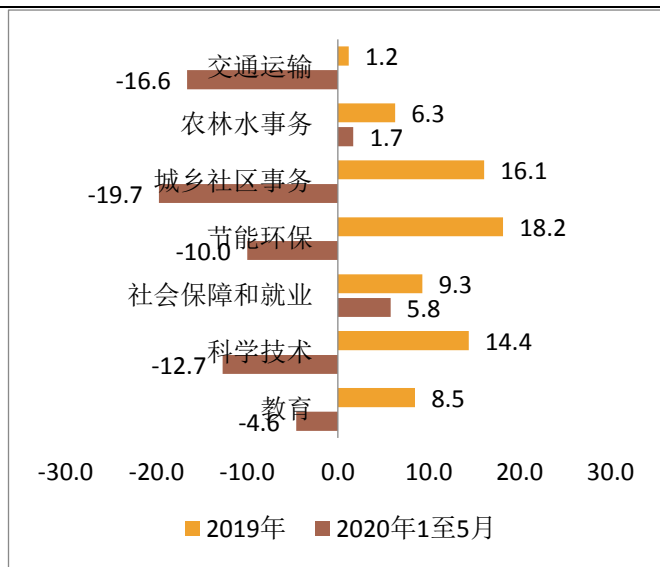
2020 年政府赤字率目标 3.6%, 较 2019 年提高 0.8 个百分点。在经济又显著下滑压力时期, 财政收支增速差往往走高, 但因财政收入同比大幅下滑, 拖累财政支出同比下降较多, 2020 年财政支出大部分主要分项累计同比增速较 2019 年明显下滑。

图 46: 目标赤字率与实际赤字率走高 (%)



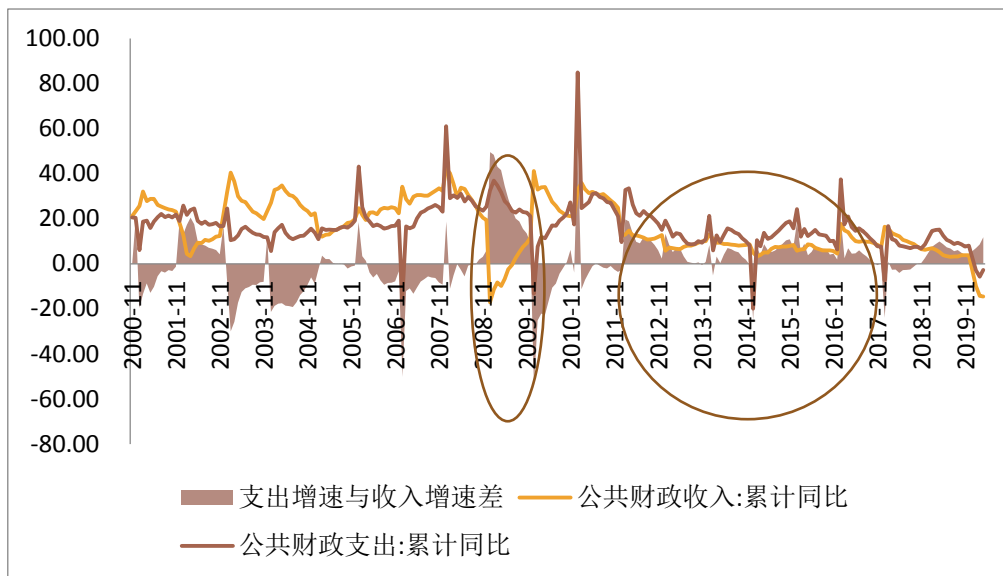
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 47: 财政支出主要分项同比下降 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 48: 财政收支金额同比之差走阔 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

2、地方政府专项债发行前移，对经济拉动作用或渐弱

1-5月，专项债已发行占总额度的60.1%，明显快于往年，专项债发行金额占地方债的比例为70.5%，快于2019年的49.3%。

按近2年的规律，专项债在1-9月即发行全年额度的90%，预计三季度专项债也将快速发行，基建投资增速有望攀升。

从专项债分别看，专项债主要投向基建、环保和民生服务，基建投资占最大比重。

表9：今年1-5月地方债发行金额与专项债发行金额（亿元）

2020年	已发行地方债	已发行专项债	专项债占比
5月	13024.58	10309.65	79.20%
4月	2867.6	1200.09	41.80%
3月	3875.23	1541.97	39.80%
2月	4379.22	2349.71	53.70%
1月	7850.64	7148.21	91.10%
1-5月	31997	22550	70.50%
专项债总额度	37500		
专项债已发行比例	60.10%		

数据来源：Wind，金信期货研究院

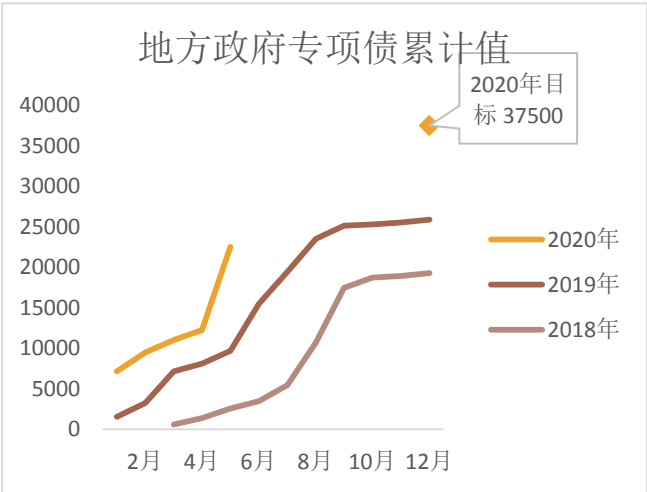
表10：2018-2019年地方债发行金额与专项债发行金额（亿元）

地方政府债发行	2018年		2019年	
月份	累计发行金额	累计发行比例	累计发行金额	累计发行比例
12月	41652	95.48%	43,624	100.00%
11月	41014	94.02%	43,244	99.10%
10月	40554	92.96%	42,787	98.10%

9 月	37994	87.09%	41,822	95.90%
8 月	30508	69.93%	39,626	90.80%
7 月	21679	49.69%	33,931	77.80%
6 月	14109	32.34%	28,372	65.00%
5 月	8766	20.09%	19,376	44.40%
4 月	5213	11.95%	16,333	37.40%
3 月	2195	5.03%	14,067	32.20%
2 月	286	0.65%	7,821	17.90%
1 月	0	0.00%	4,180	9.60%
专项债发行规模			21500	
专项债发行占发行地方债比例			49.30%	

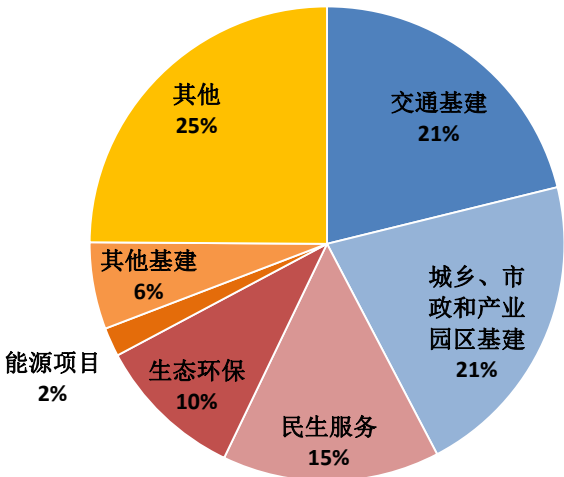
数据来源：Wind，金信期货研究院

图 49：地方政府专项债发行前移（亿）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 50：地方政府专项债投向



资料来源：Wind，金信期货研究院

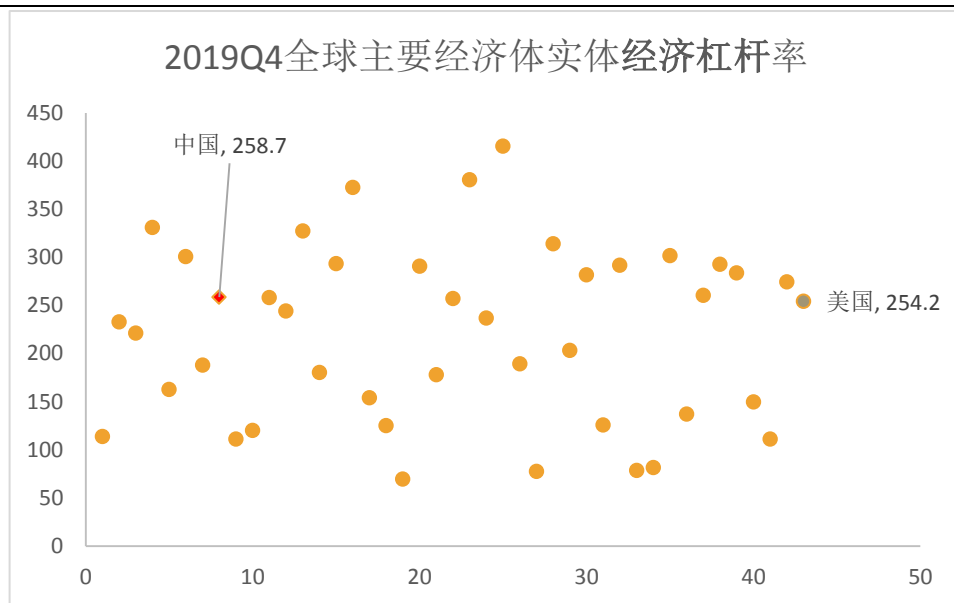
（二）货币政策由宽货币转变为宽信用

1、经济杠杆率快速攀高，制约货币政策积极

我国实体经济杠杆率偏高，企业杠杆率处于高位

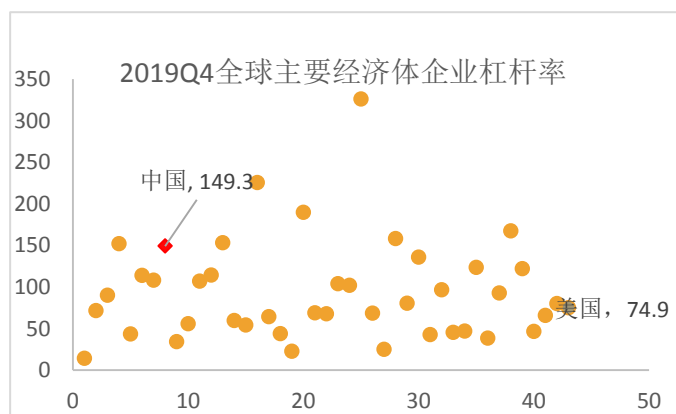
我国实体经济杠杆率处于全球偏高位置，尤其是我国企业杠杆率在全球处于高位，我国居民杠杆率接近全球平均水平。

图 51：全球主要经济体实体经济杠杆率（%）



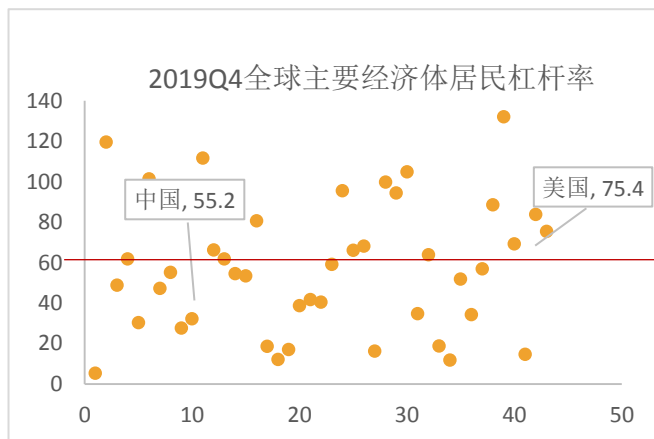
资料来源：BIS，金信期货研究院

图 52：全球主要经济体企业杠杆率（%）



资料来源：BIS，金信期货研究院

图 53：全球主要经济体居民杠杆率（%）

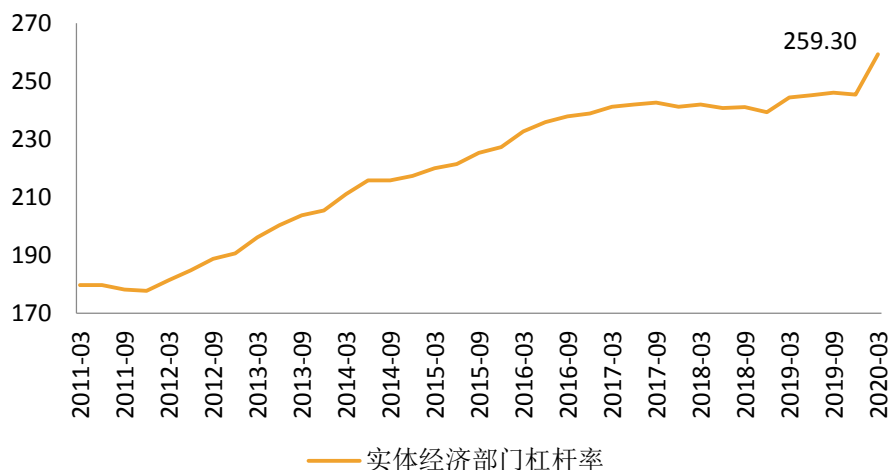


资料来源：BIS，金信期货研究院

企业杠杆率创历史新高，杠杆风险加大

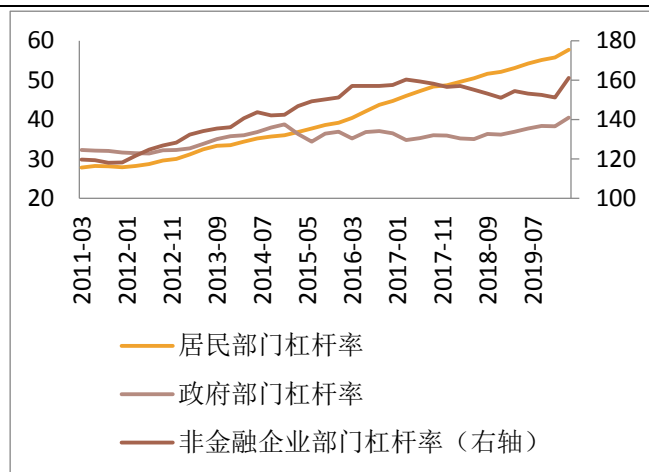
2020 年 Q1，我国实体经济部门杠杆率大幅上升至历史高位 259.3。企业部分杠杆率在 2017-2019 年趋势回落后，2020Q1 大幅反弹，创下历史新高。居民部门杠杆率近十年来持续攀升，2020Q1 已达 57.7，接近全球平均水平（61.6）。

图 54：中国实体经济部门杠杆率（%）



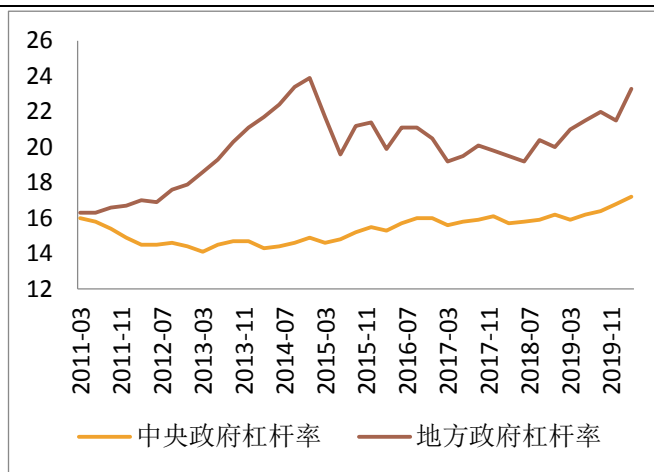
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 55: 三部门杠杆率攀升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 56: 政府杠杆率攀升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

2、疫情以来货币政策四阶段

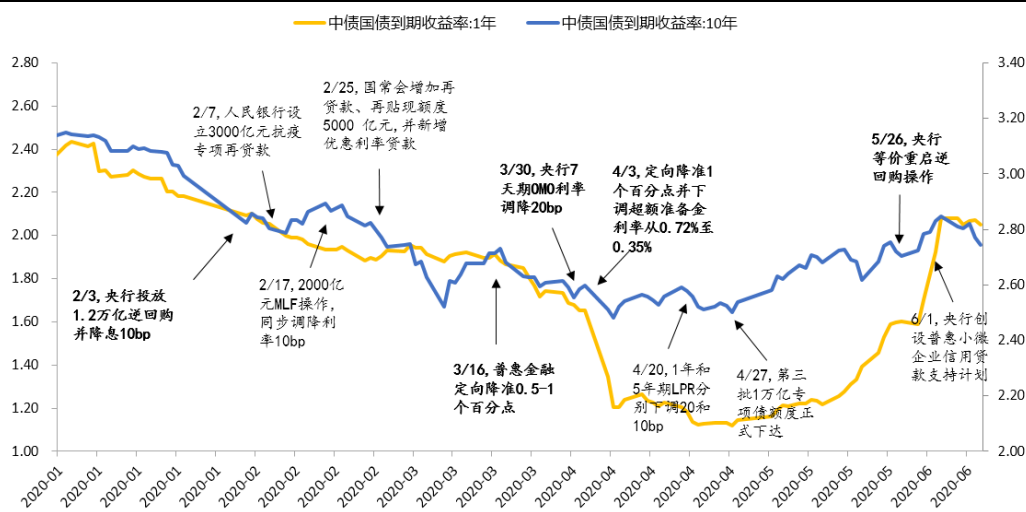
第一阶段，疫情初期，货币政策松。货币政策重在稳定市场预期，公开市场大规模投放+降低操作利率+对抗疫企业定向投放专项再贷款资金,实体纾困结构性为主。

第二阶段，疫情初步控制期，货币政策稳。国内复工复产逐渐开启，美联储大幅降息，中国保持相对“以我为主”的定力，中美货币政策节奏分化。

第三阶段，海外疫情爆发，货币政策松。3.27 政治局会议提出加大宏观政策对冲力度，货币政策随即加大宽松力度，定向降准 1 个百分点，同时下调超额存款准备金率从 0.72%到 0.35%。

第三阶段，国内疫情基本结束、海外逐渐经济重启，货币政策稳。两会定调财政政策发力，广义赤字规模较去年增加 3.6 万亿，货币政策配合财政为主，保持流动性整体合理充裕。叠加央行创新直达实体经济的货币政策工具，货币政策回归常态化，宽松力度边际收敛，资金利率向政策利率回归。

图 57：2020 年中国人口分布 (%)

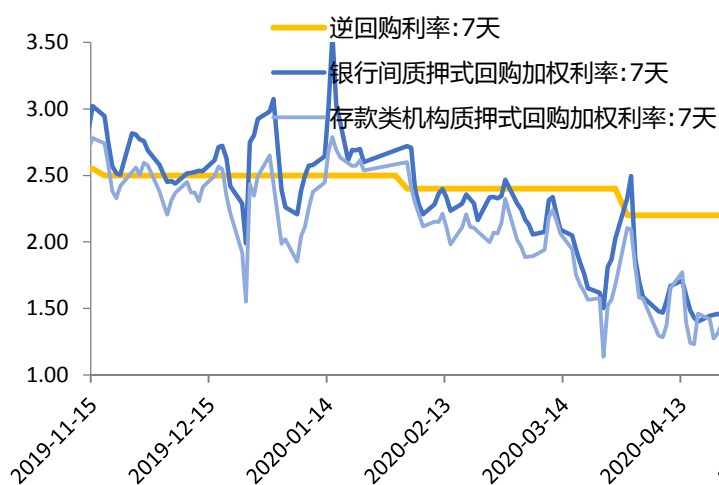


资料来源：Wind，金信期货研究院

3、货币政策：正由宽货币转为宽信用

5 月以来货币政策重心转向“宽信用”，国内疫情防控形势进一步好，央行引导资金利率向常态化回归，DR007 向政策利率靠拢。

图 58：2020 年中国人口分布 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

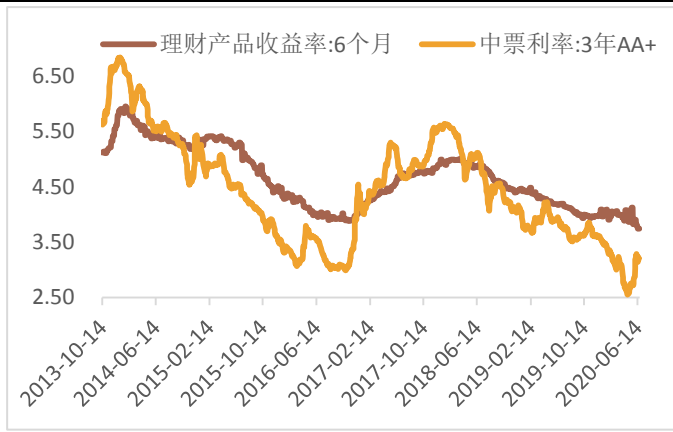
当前由货币政策边际收敛，严防资金空转

我们认为货币政策正由宽货币转为宽信用。首先，市场利率已经明显低于央行利率，市场流动性充裕；其次，理财产品收益率明显高于中票利率，使得资金在金融市场空转。

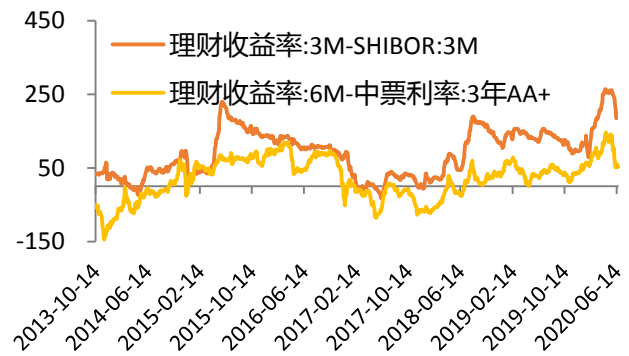
2 月至 4 月以来，理财产品收益率与中票利率和 SHIBOR 利率差大幅扩大，资金套利空转。6 月货币政策边际收敛，严防资金空转。

图 59：理财收益率 vs 中票利率 (%)

图 60：资产端和负债端利差 (bp)



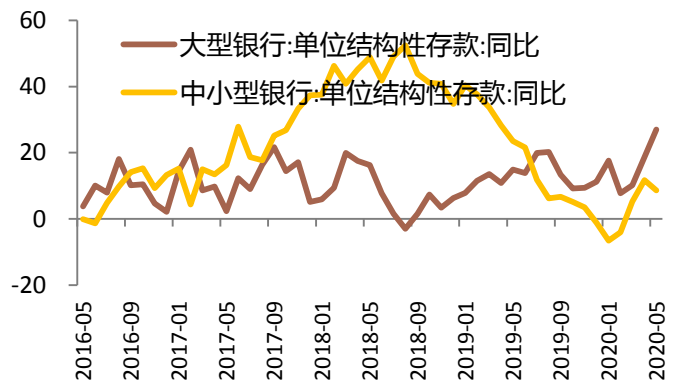
资料来源：Wind，金信期货研究院



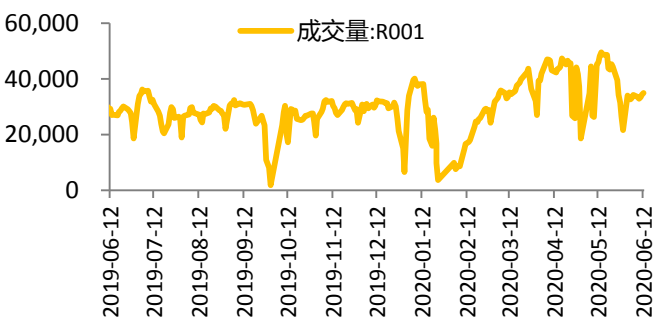
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 61：中大型银行结构性存款同比大幅反弹 (%)

图 62：隔夜回购成交量走高 (亿元)



资料来源：Wind，金信期货研究院



资料来源：Wind，金信期货研究院

中国实际贷款利率处于高位，信用利差攀升，需要宽信用

我国经济增速与实际贷款利率（取为 6 个月至 1 年短期贷款利率与 PPI 月同比之差）负相关性明显，当前实际贷款利率和企业债信用利差再度攀升且处较高位置，需要宽信用以降低企业实际贷款利率。

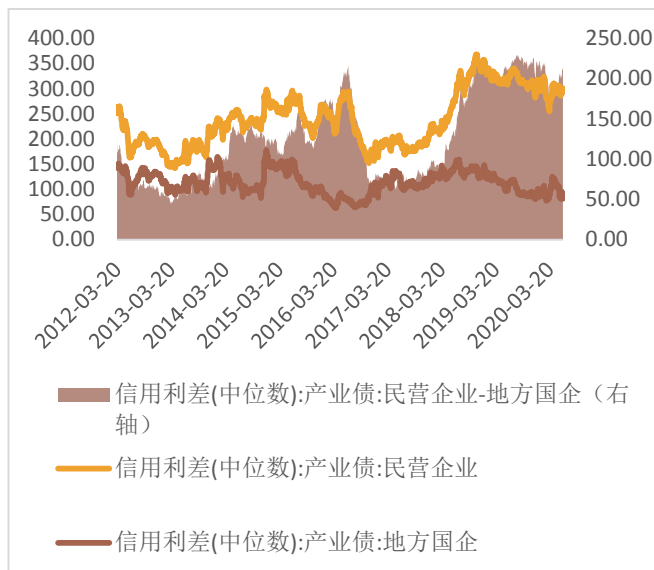
全球疫情爆发对中小企业冲击更大，国有企业与民营企业之间的信用利差快速走扩，需要宽信用支持中小企业融资。

图 63：实际贷款利率快速攀升 (%)

图 64：信用利差维持高位 (%)

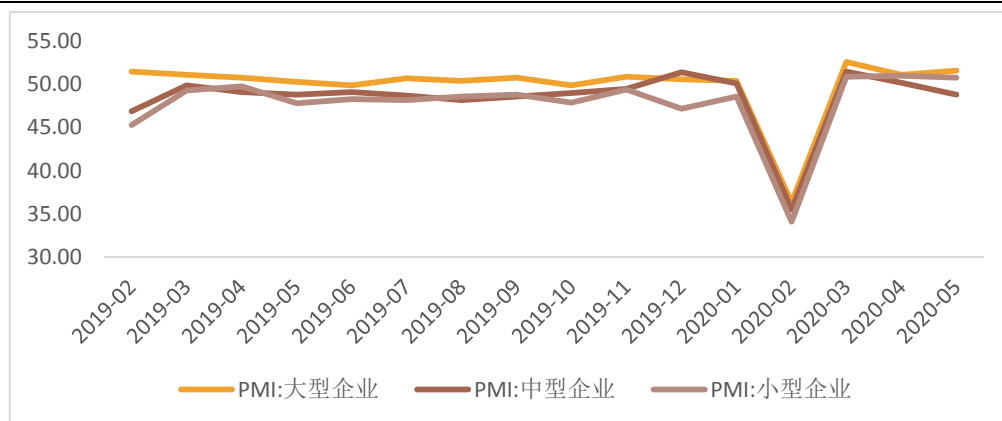


资料来源: Wind, 金信期货研究院



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 65: 中小企业受疫情冲击较大 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

风险提示

海外疫情超预期爆发, 全球贸易摩擦加剧, 经济复苏不及预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。