



2020年下半年中国宏观经济展望：

# 战略新篇，守正而升

[WWW.SWSC.COM.CN](http://WWW.SWSC.COM.CN)

西南证券研究发展中心  
2020年6月

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

# 概 述

- **政策目标与潜在增长率**：今年是从第一个百年奋斗目标向第二个百年奋斗目标迈进的战略切换期，实现小康社会后，发展将更加关注“现代化”所带来的竞争力。今年为确保实现“两会”就业目标，全年经济增速的底线是3%左右，我们预计如无大的突发性事件冲击，2020年全年增速有望达到4%。
- **激发中国经济韧性的三大发力点**：就业优先、“两新一重建设”、出口转内销是下半年政策的三大发力点，下半年传统基建+新基建将成为带动固定资产投资回升的最主要动力，预计全年固定资产投资增速有望回升至4%左右，消费增速将稳步回升，全年增速有望升至5%左右，重点关注烟酒、汽车、通讯器材等可选消费增长。但国内外经济恢复的错时性，可能会带来下半年贸易顺差的阶段性降速。
- **财政政策与货币政策逆周期调控**：下半年财政政策的空间基本确定，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层，提升财政资金的有效性是关键；货币政策仍处于稳杠杆的大周期中，下半年政策空间储备充足，目前还有两次全面降准机会，但总量型调控政策的实施依然谨慎。
- **海外主要经济体的不确定性可能带来的冲击**：美国骚乱和年底大选、欧洲债务问题、新兴市场国家的资本外流、地缘政治、疫情第二波爆发的风险等使得今年下半年全球的形势异常复杂，中国的汇率、外贸、产业链都将经受持续考验，“内稳”是应对外部冲击的基础。
- **后疫情时代大类资产配置布局**：我们预计下半年世界经济形势总体呈复苏态势，但各国的复苏节奏会有所不同，资产配置建议采取多元组合，动态调整策略，实物资产、股市和信用债均有可加配的机会，从机会关注度来看，权益类资产>实物资产>债市。

风险提示：下半年疫情二次爆发，地缘政治问题引发的全球动荡可能造成冲击，导致经济复苏不及预期，市场风险加大。

# 目 录

1 **战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率**

2 **下半年激发中国经济韧性的三大发力点与预期增速**

3 **下半年财政与货币政策逆周期调控的空间与结构**

4 **海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击**

5 **后疫情时代大类资产配置的调整与布局**

# 1 战略切换期的经济目标：政策目标与潜在增长率

- **2020年，全面小康将收官。**习近平在2020年新年贺词中说，2020年是具有里程碑意义的一年，我们将全面建成小康社会，实现第一个百年奋斗目标。**2020政府工作报告中指出：**今年要编制好“十四五”规划，为开启第二个百年奋斗目标新征程擘画蓝图。
- **从2020年到本世纪中叶可以分两个阶段来安排：**第一个阶段，从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义现代化；第二个阶段，从2035年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。



资料来源：中国政府网，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 1 战略切换期的经济目标：政策目标与潜在增长率

- 2018年12月，国家发改委启动了“十四五”规划编制的前期调研；2019年11月，李克强总理主持召开“十四五”规划编制专题会议，明确“坚持发展第一要务，突出保持经济运行在合理区间、推动高质量发展，突出以人民为中心的发展思想，突出以改革创新破解发展难题”等目标。
- 疫情导致了国内外发展环境的重大变化，同时，结合第二个百年奋斗目标的，以下四点可能会成为“十四五”规划研究和编制中重点。

01

**国际地缘政治环境恶化**对中国将产生负面影响，逆全球化潮流将会进一步加剧，在此影响下，全球供应链将会出现“短链化”、分散化。如何应对将成为重点。

02

**民生及社会目标将会强化。**保民生、保就业、保基层运行、保脱贫成果等工作的重要性将会增强。尤其是就业问题和巩固脱贫成果，在地方工作评估中的权重可能会显著增加。

03

**财政政策的执行会遇到新的挑战。**如何平衡财政压力与发展需求，一块钱做出两块钱的事来，是地方政府未来努力的方向。

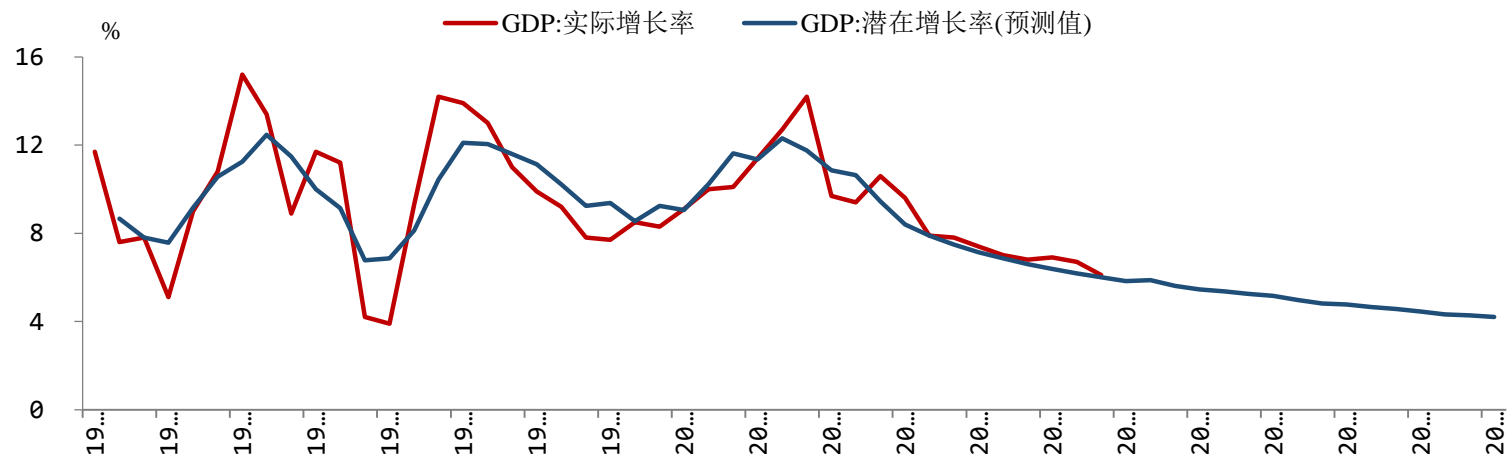
03

**平衡新科技、新业态、新基建与传统经济，对地方来说是个挑战。**国家大力推动的“新基建”的同时，中国经济还是需要传统经济支撑。如何进行好新旧业态的顺利交接也是编制中需要重点考量的。

# 1 战略切换期的经济目标：政策目标与潜在增长率

- **原定的政策目标**：2020年5月22日，习主席在参加内蒙古代表团审议时讲到：“如果没有这次疫情，一般情况下经济增长目标会定在6%左右。但是，疫情发生以后有的事情不由我们作主，世界经济衰退已成定局，我们受到的影响有多大、有多深，还有很多不确定性。”  
刘鹤副总理在年初签署中美贸易第一阶段协议的时候（2020年1月15日），也提到中国今年的经济增速能达到是6%”。
- **中国经济的潜在增长率**：1978-1994年间的平均增长率为9.66%，1995-2010年间的平均增长率为10.34%，2011-2015年间为7.55%，2016-2020年间为6.20%，预计“十四五”期间为5.5%。

中国经济的潜在增长率与实际增长率



注：潜在经济增长率：一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。

数据来源：国家统计局，中国社会科学院，西南证券整理

# 1 战略切换期的经济目标：政策目标与潜在增长率

- **地方政府的设定目标**：29个省、自治区、直辖市在春节前召开了两会，并均设定了2020年经济增速目标，其中9个省市增长目标低于去年，19个省市持平，1个省市高于去年目标；受疫情影响，**四川和云南**两个省的两会推迟到了5月，没有设定具体的量化目标，而是分别设定为“高于全国两个个百分点左右”和“高于全国平均水平”。
- **一季度已完成情况**：受疫情影响，一季度全国GDP实际增速为-6.8%，除辽宁、黑龙江、天津和湖北外，其他省/直辖市均高于这一增速。其中湖北省受影响最为严重，一季度GDP实际增速为-39.18%。

2020年各省/直辖市设定的经济增速目标概况

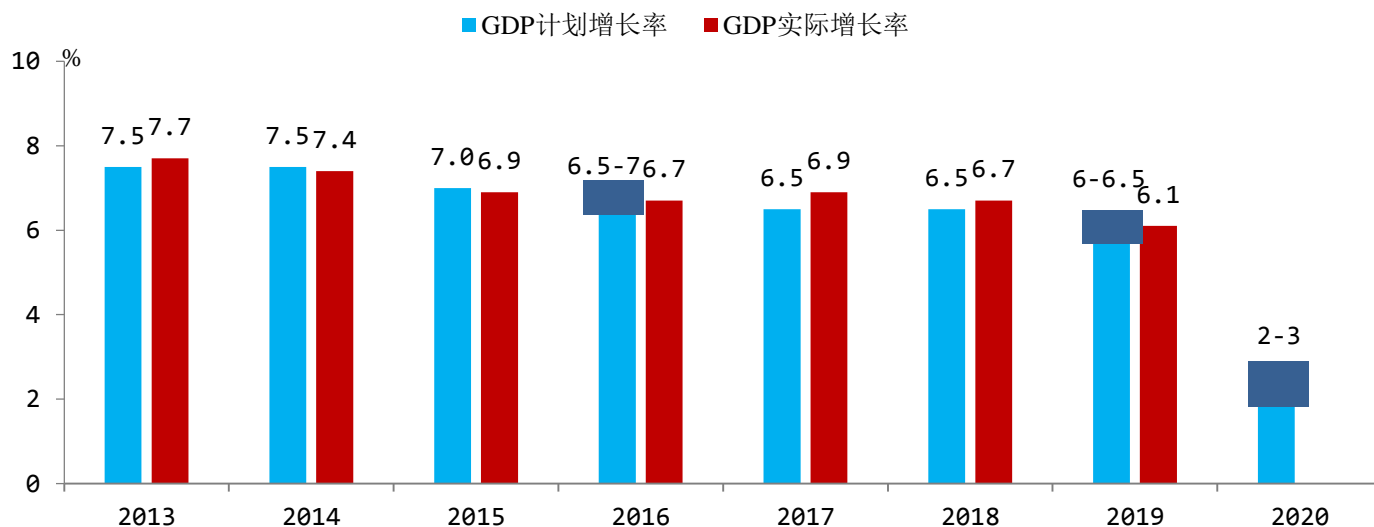
|   |              |  |
|---|--------------|--|
| 已设定目标的省市<br>(会议时间：1月7日-18日)<br>(目标平均值：6.45左右) | 高于去年目标的省/直辖市 | 天津   |
|   | 低于去年目标的省/直辖市 | 山西，上海，江苏，浙江，福建，江西，山东，河南，湖北，湖南，广东，广西，海南，贵州，西藏，陕西，青海，宁夏，辽宁 |
|   | 持平去年目标的省/直辖市 | 北京，河北，内蒙古，吉林，黑龙江，安徽，重庆，甘肃，新疆                             |
| 未设定目标的省市<br>(会议时间：5月10日-12日)                  | 四川，云南        |  |

资料来源：各地方政府网站，西南证券整理

# 1 战略切换期的经济目标：政策目标与潜在增长率

- 政府工作报告中未设明确目标，但有目标底线：城镇新增就业900万人以上，城镇调查失业率6%左右，城镇登记失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3.5%左右。四个量化指标，其中三个是就业相关，一个是通胀，这种设定实际上是对“六保”中的保就业、保民生，进行了硬约束，隐含的增速底线是3%左右。
- 未设定增速的原因：“因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。”

2013年以来政府的设定目标与实现目标



数据来源：中国政府网，西南证券整理



# 目 录

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点与预期增速

3 下半年财政与货币政策逆周期调控的空间与结构

4 海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击

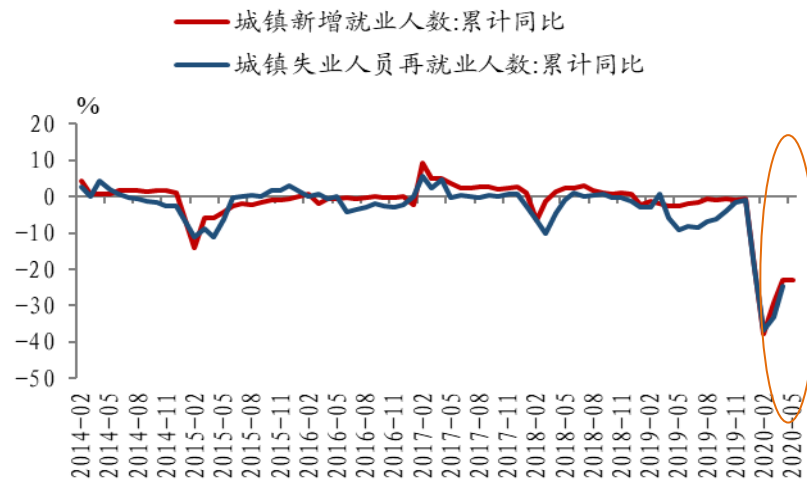
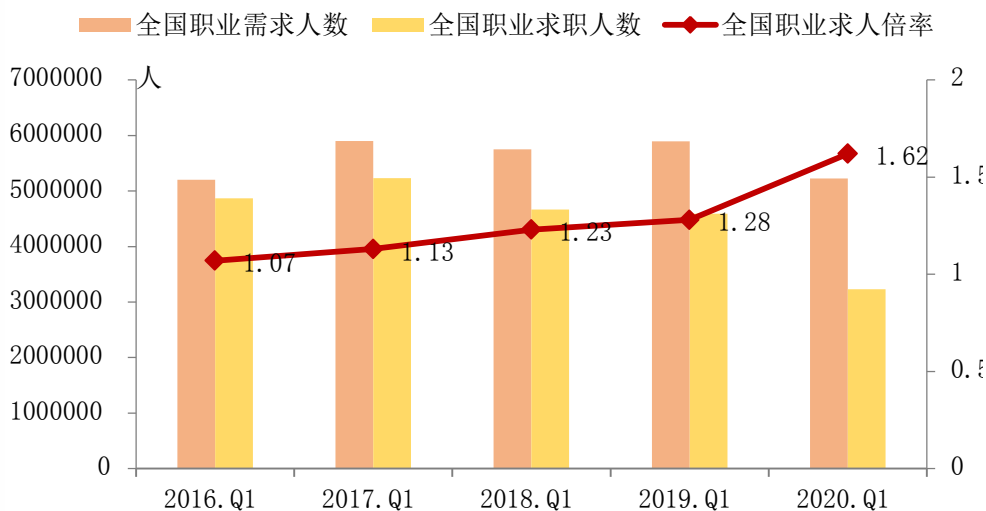
5 后疫情时代大类资产配置的调整与布局

## 2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点之一：就业优先

- **“保就业”是今年的“六保”之首，下半年就业优先政策会全面强化。** 财政、货币和投资等政策也会聚力支持稳就业。今年的政策目标是：城镇新增就业900万人以上，城镇调查失业率6%左右，城镇登记失业率5.5%左右。1-5月，城镇新增就业460万人，5月全国城镇调查失业率为5.9%，比4月份下降0.1个百分点，下半年实现年内目标压力仍大。
- **减免社保费，动用失业保险结存，降低企业的经营成本，实现保就业、民生和市场主体，支撑居民的收入。** 总规模占全部居民收入40多万亿总盘子的两位数以上。
- **地摊经济、小店经济是就业岗位的重要来源，按中国内地有7.7亿劳动就业人口估算，如果放开地摊经济，至少可以撑出约5000万人的就业，减少部分社会及经济问题。**

2020年一季度求职人数下降快于职位供给，求人倍率新高

1-5月，城镇新增就业人数累计同比降幅收窄



数据来源：Wind，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点之二：“两新一重”

- 发力点之二：“两新一重建设”，即新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设。
- 新基建规模预测（国家发改委原副主任）：根据现有公开数据，在中性情况下，2020-2025年5G网络、人工智能、工业互联网等重点领域投资规模约为17.5万亿元，年均增速约为21.6%。“新基建”的资金来源：产业引导基金、担保基金、理财子公司和投资公司等市场化融资，有效调动民间投资积极性。

### 发改委明确“新基建”范围

#### 信息基础设施

- 通信网络基础设施：5G、物联网、工业互联网、卫星互联网
- 新技术基础设施：人工智能、云计算、区块链
- 算力基础设施：数据中心、智能计算中心

#### 融合基础设施

- 深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级
- 例如：智能交通、智慧能源

#### 创新基础设施

- 支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施
- 例如：重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等

### 1-5月已发行的新基建专项债

| 债券名称                       | 发行额<br>(亿元) | 期限<br>(年) |
|----------------------------|-------------|-----------|
| 2020年粤港澳大湾区新基建专项债券(一期)     | 53.75       | 10        |
| 2020年广东省新基建专项债券(一期)        | 12.05       | 10        |
| 2020年广东省新基建专项债券(二期)        | 12.5        | 30        |
| 2020年粤港澳大湾区新基建专项债券(二期)     | 8.3         | 30        |
| 2020年厦门市信息产业园区基础设施专项债券(一期) | 2           | 15        |

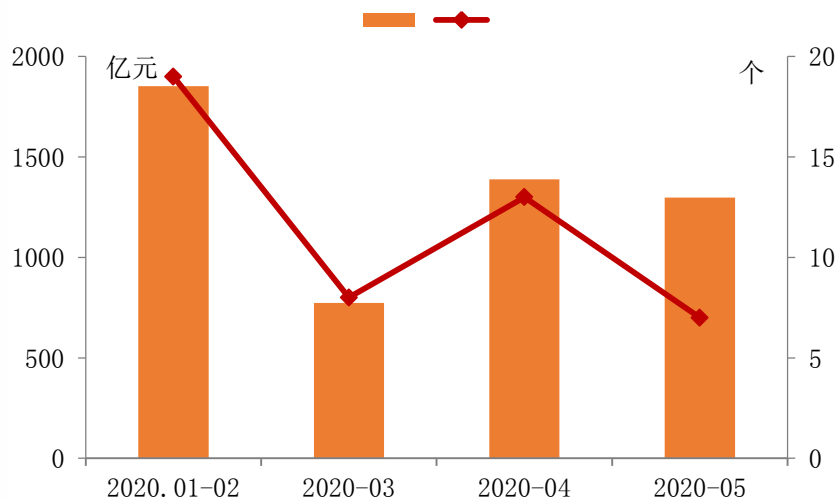
资料来源：Wind、国家发改委，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点之二：“两新一重”

- **传统基础设施建设**：2020年1-4月，全国基础设施投资同比下降8.78%，降幅比一季度收窄7.58个百分点。预计下半年增速有望转正，全年增速3-4%，略高于2019年。
- **政府资本金池**：“2020年，拟安排地方政府专项债券3.75万亿元”。截至5月底，地方专项债券已发行21502亿元，完成中央提前下达额度（22900亿元）的93.9%，从发行省份来看，广东省、山东省、四川省、江西省和江苏省的发行量位列前五。

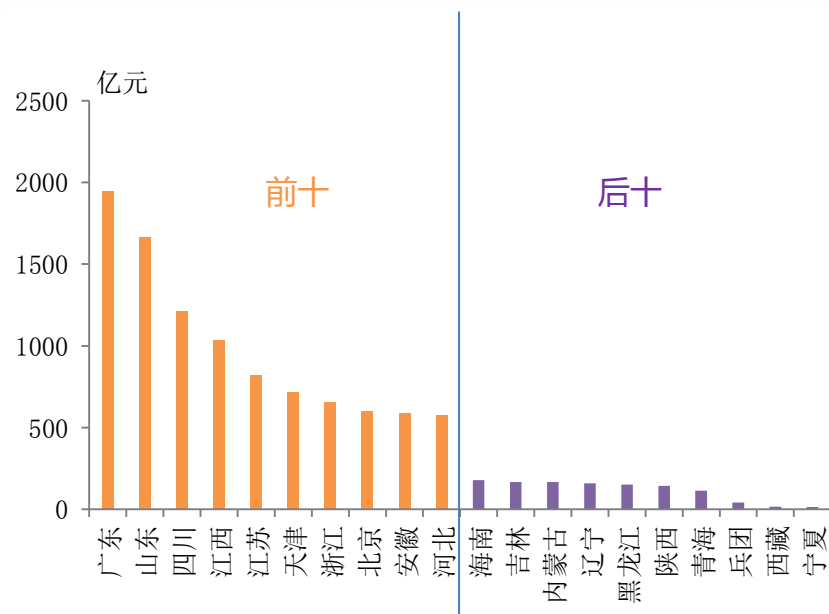
2020.1-5月发改委审核批准的项目数量与金额



注：国家发改委审批核准固定资产投资项目主要集中在交通、能源、水利、高新技术等行业

数据来源：Wind，西南证券整理

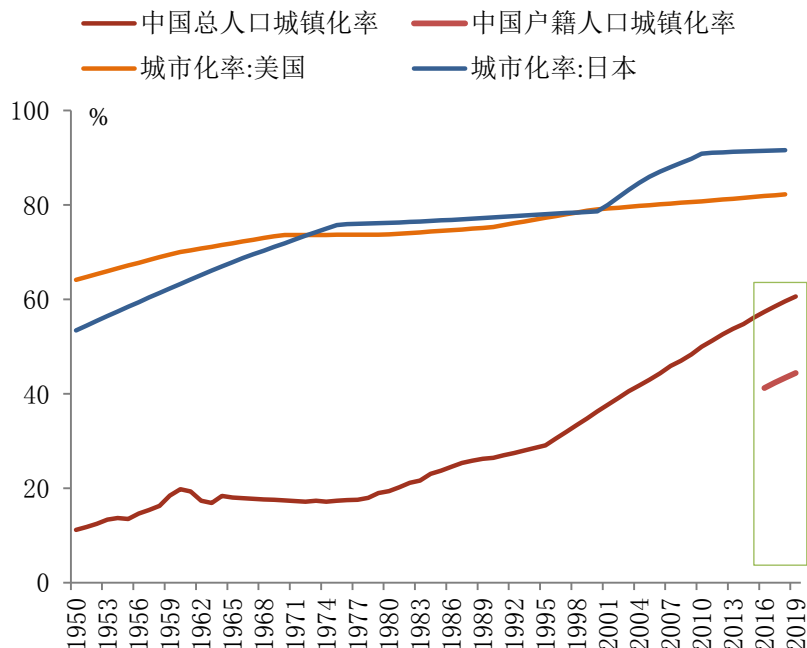
2020年1-5月各省专项债发行总额



## 2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点之二：“两新一重”

□ **新型城镇化数据预估**：我国城镇化率每提高1%，就会带动我国GDP在一年内增长0.8%，五年内增长3.5%，长期将增长4.8%。2019年我国总人口的城镇化率60.6%，户籍城镇化率44.38%，需要加快制度建设和城市建设，为农民工的市民化创造条件。

### 中国户籍城镇化率与总人口城镇化率差距较大



数据来源：Wind，西南证券整理

### 《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》

#### 提高农业转移人口市民化质量

- 300万以下城市全面取消落户限制
- 300万以上城市基本取消重点人群落户限制
- 促进农业转移人口等非户籍人口在城市便捷落户
- 推动城镇基本公共服务覆盖未落户常住人口
- 加大“人地钱挂钩”配套政策的激励力度

2020

#### 目标

实现1亿非户籍人口在城市落户目标和国家新型城镇化规划圆满收官。

#### 其他重要举措

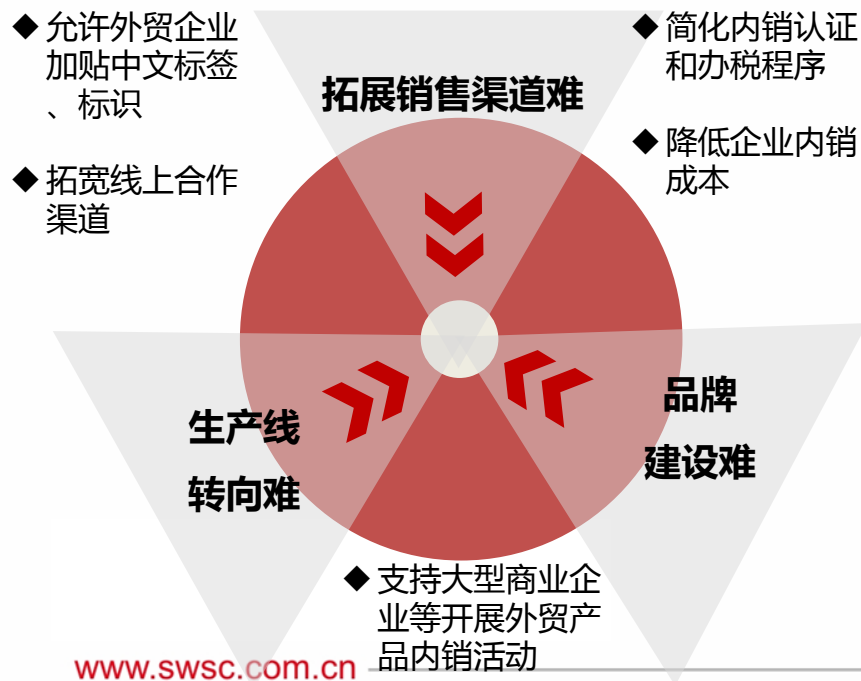
优化城镇化空间格局

提升城市综合承载能力

加快推进城乡融合发展

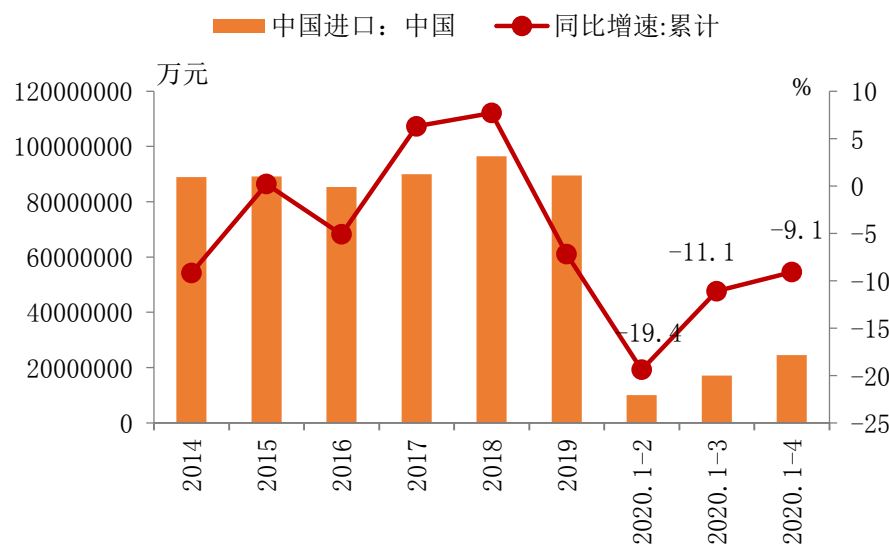
## 2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点之三：出口转内销

- **发力点之三：出口转内销。**4月17日中共中央政治局会议提出：“要支持企业出口转内销”。5月22日《2020年政府工作报告》提出“扩大出口信用保险覆盖面，降低进出口合规成本，支持出口产品转内销。”6月9日国务院常务会议指出要在鼓励外贸企业拓展国际市场同时，支持适销对路的出口产品开拓国内市场。
- 从目前情况来看，出口退税、扩大企业信贷规模、等政策措施正在发挥作用，外贸企业出口转内销已见到成效，4月份出口企业内销额增长17%。



www.swsc.com.cn

2020年1-4月中国国货复进口增速降幅逐月收窄



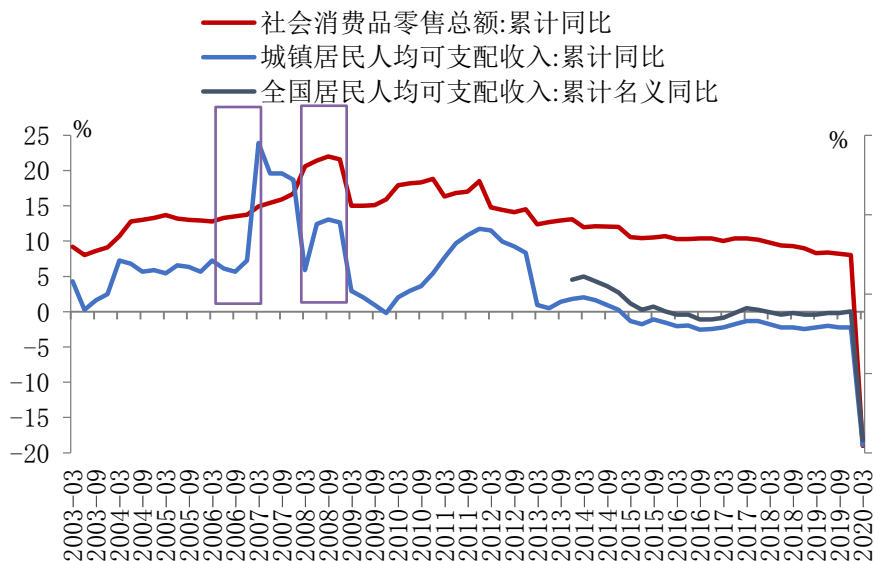
注：国货复进口是指在本国生产制造，并已实际出口离境的原产于本国的货物，在未进行加工改变货物状态的情况下，因某些原因需要重新中转复运进境

数据来源：中国海关总署，西南证券整理

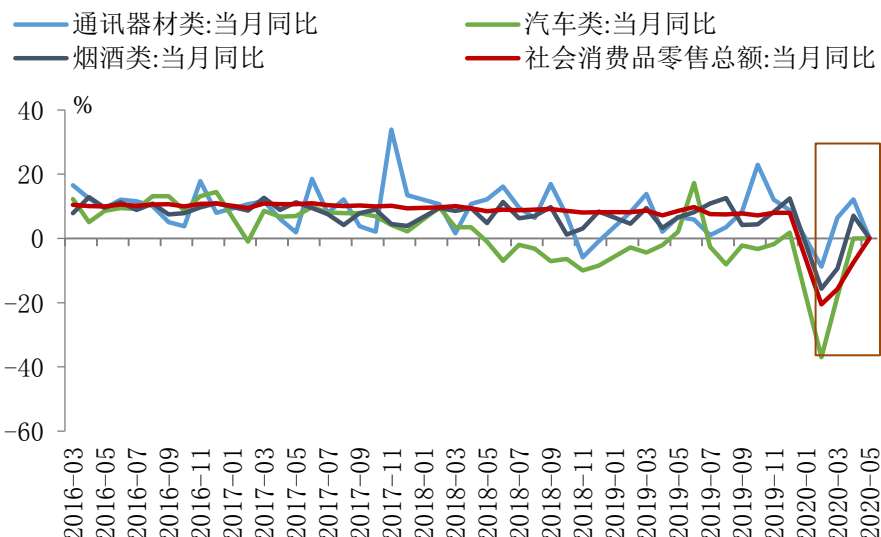
## 2 下半年中国经济增速将由负转正，全年增速预计4%左右——消费

- 内需发力之下，下半年消费增速将稳步回升，全年增速有望升至5%左右，重点关注烟酒、汽车、通讯器材等可选消费增长。
- 济南、杭州、宁波、南京、安徽、北京等省市相继发放消费券，根据北大国发院发布的《消费券的中国实践》，消费券发放两周内核销率可达六至七成。另据杭州商务局统计，杭州市政府以消费券补贴6695万元，带动消费9.49亿元，乘数效应接近15倍。

人均可支配收入增速回升领先于消费增速



可选消费增速回升速度较快

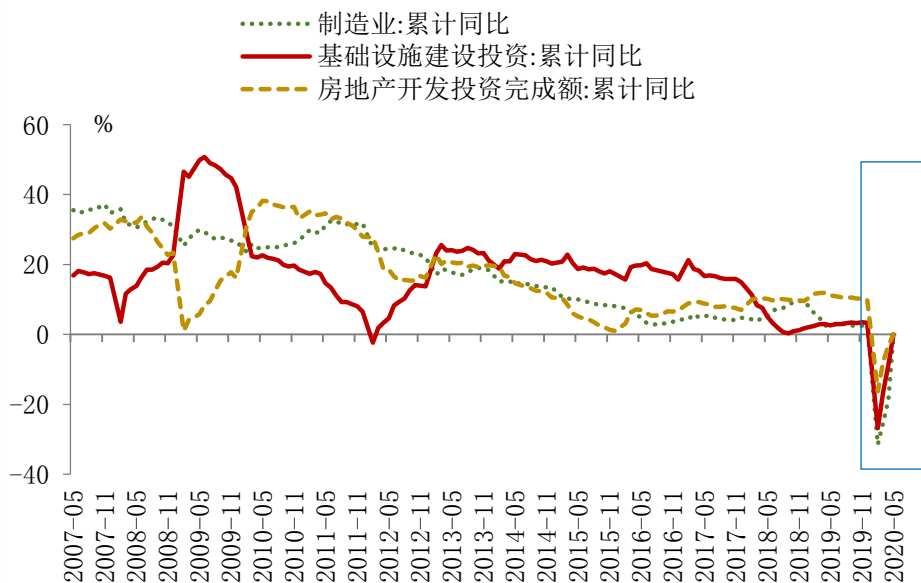


数据来源：Wind，西南证券整理

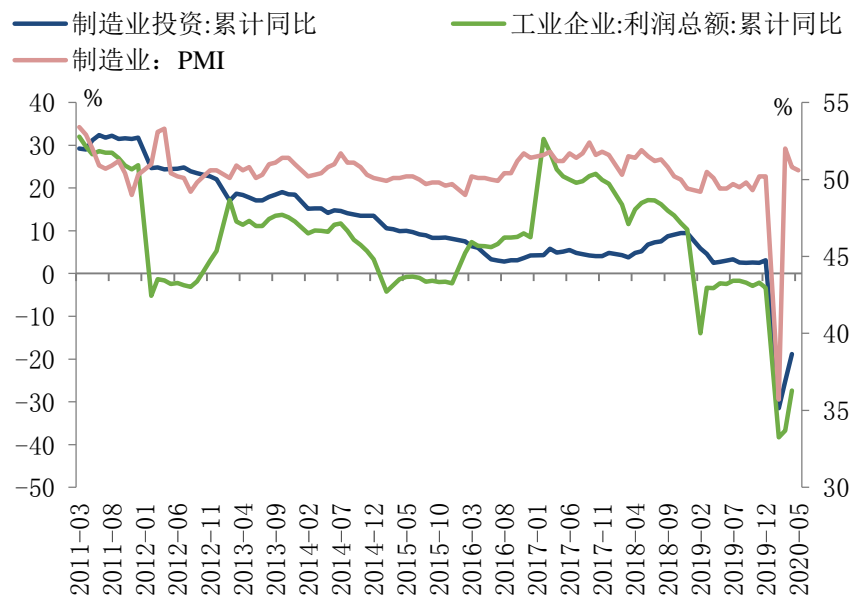
## 2 下半年中国经济增速将由负转正，全年增速预计4%左右——投资

- 下半年传统基建+新基建将成为带动固定资产投资回升的最主要动力，房地产开发企业土地购置面积降幅收窄，下半年房地产投资增速大概率会转正，制造业PMI指数连续三个月位于荣枯线之上，但需警惕海外动荡和二次疫情对下半年制造业投资的冲击。**预计全年固定资产投资增速有望回升至4%左右。**

### 2020年下半年基建投资增速有望转正



### 企业信心与利润增速改善带动制造业投资复苏



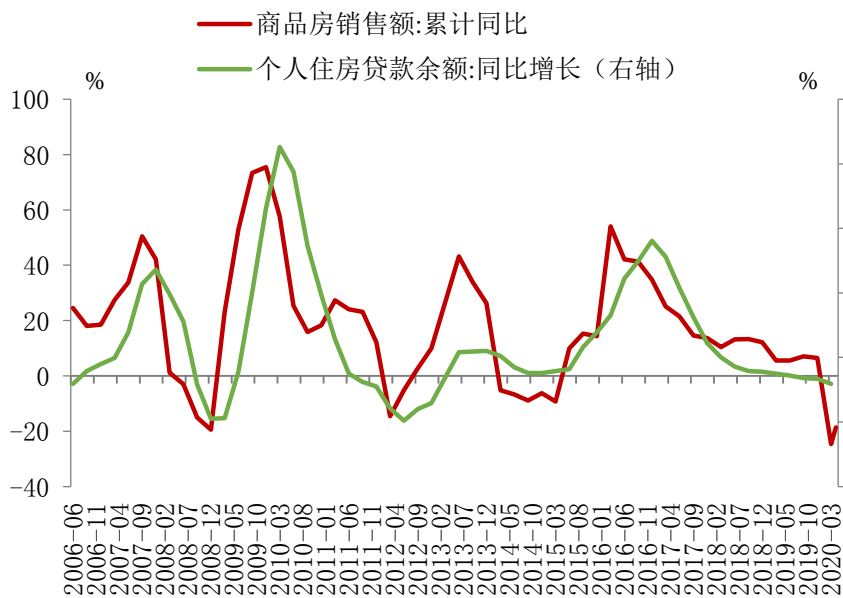
数据来源：Wind，西南证券整理



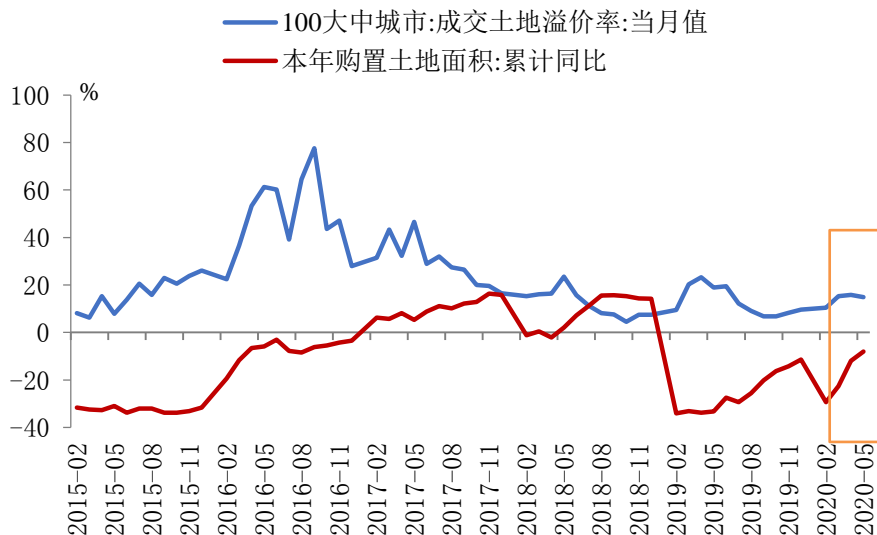
## 2 下半年中国经济增速将由负转正，全年增速预计4%左右——投资

- 下半年房住不炒的基本定调不变，房地产市场“稳”字不变，房地产投资增速仍保持一定韧性，但受土地购置面积持续下降影响，后续增速上行动力不足，全年增速预计4%左右。
- 从需求端来看，商品房销售额同比增速连续三个月负增长，央行5月底央行重申房住不炒，LPR改革以来，5年期以上LPR累计降幅小于1年期LPR，且各地针对房贷业务还制定了不同的LPR加减点政策；从供给端来看，二手房挂牌量指数三月后大幅上升，且逐月加快，土地购置面积自2019年2月以来，连续15个月累计负增长。

### 一季度商品房销售与贷款增速双降



### 土地溢价率回落，土地购置面积持续负增长

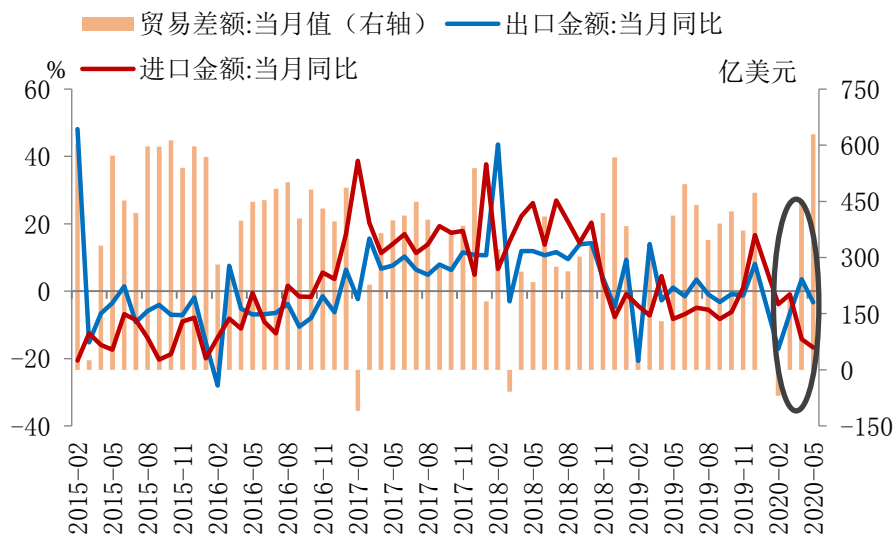


数据来源：Wind，西南证券整理

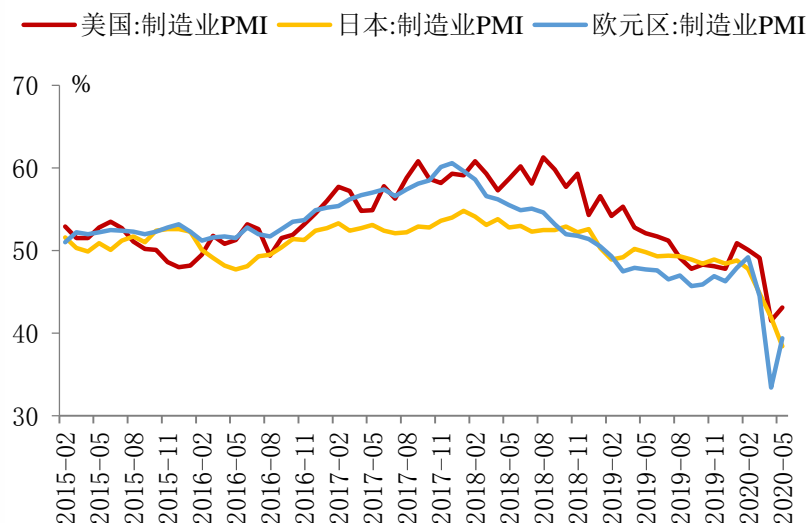
## 2 下半年中国经济增速将由负转正，全年增速预计4%左右——进出口

- **从进出口结构来看**，5月，防疫物资仍维持高增长，但钢材和汽车零配件等增速大降，导致出口增速由正转负；从进口数量来看，铁矿砂、原油、天然气、大豆等商品进口量增加，汽车进口量持续大幅下降，国内生产活跃度正在恢复，同时也体现出现阶段内需保基本民生的特点。
- **未来2-3个月，国内外经济恢复的错时性，可能会带来下半年贸易顺差的阶段性降速**。5月份的贸易顺差体现出衰退式增长特征，目前，海外疫情仍未完全得到控制，部分新兴经济体的疫情还处于快速上升期，5月中采PMI新出口订单指数只有35.3%，显示企业对出口信心依然不足。同时，美国不稳定的国内局势，也将对出口形成拖累。

5月出口降速，进口降幅收窄



主要贸易伙伴经济恢复情况仍不乐观



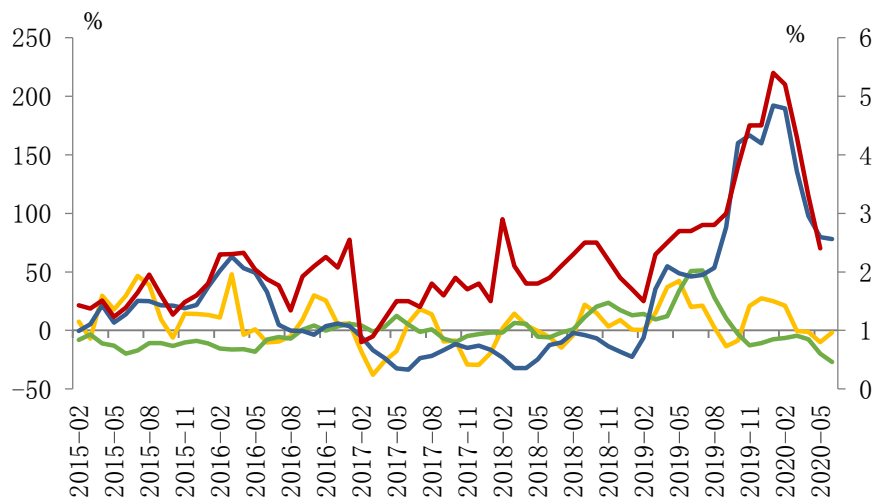
数据来源：Wind，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 2 下半年中国经济增速将由负转正，全年增速预计4%左右——物价

- **CPI**：5月，果蔬和猪肉价格下降带动CPI同比降至2.4%，直接跌破3的区间，创下14个月以来的新低。供需进一步改善，预计高基数下，下半年CPI将继续回落至1%左右的区间。
- **PPI**：5月同比-3.7%，但环比降幅收窄，PPI已经接近底部，基建产业上游原材料价格有所上涨，预计下半年在国际油价回升和国内终端需求复苏的影响下，将开启回升通道，最高有望回升至2%左右。

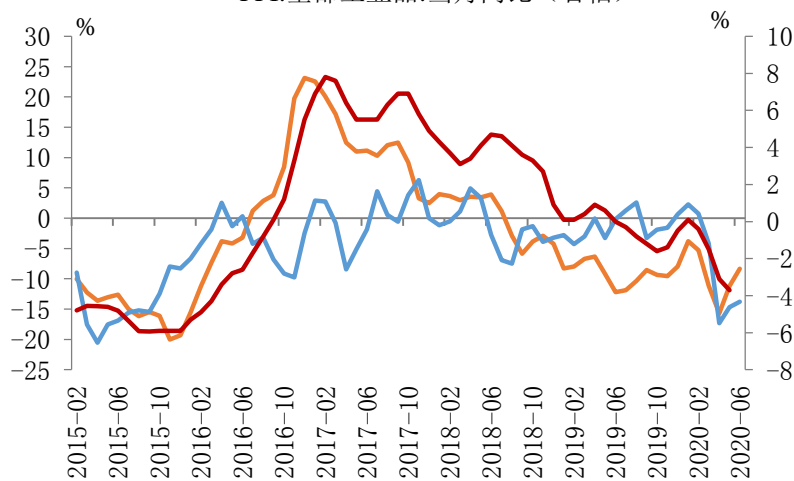
### 高基数效应之下，下半年CPI或将持续走低

— 山东蔬菜批发价格指数:同比 — 7种重点监测水果价格:同比  
— 山东金锣生猪价格指数:同比 — CPI:当月同比（右轴）



### CRB指数回升，PPI下半年有望触底向上

— CRB现货指数:工业原料:当月同比  
— CRB现货指数:食品:当月同比  
— PPI:全部工业品:当月同比（右轴）



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2 下半年激发中国经济韧性的三大发力点与预期增速

**3 下半年财政与货币政策逆周期调控的空间与结构**

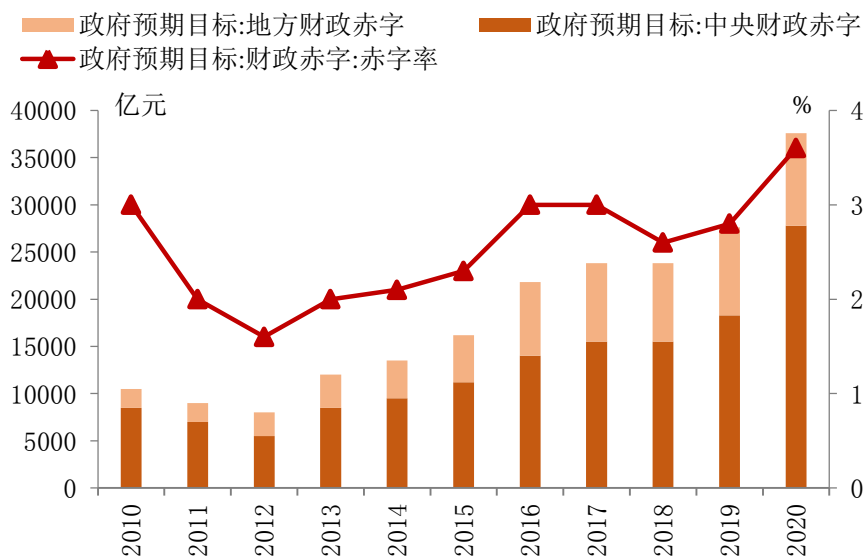
4 海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击

5 后疫情时代大类资产配置的调整与布局

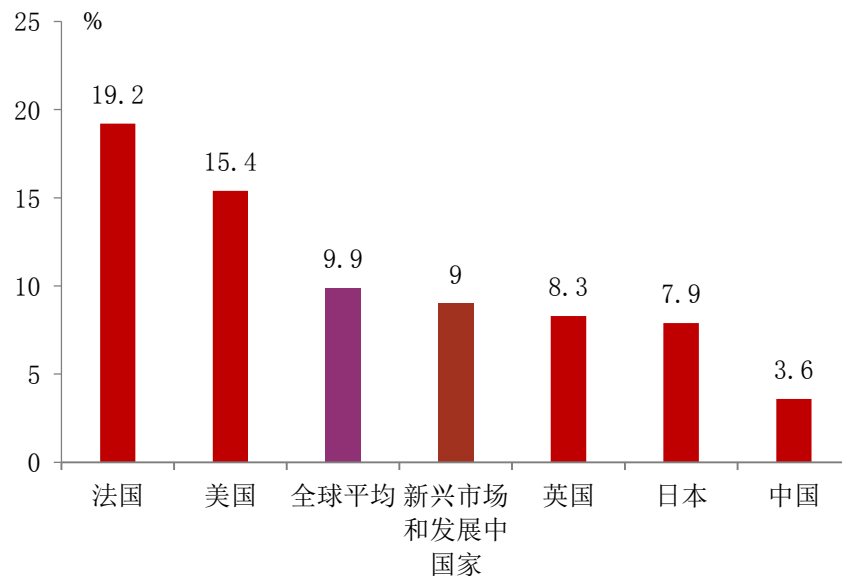
### 3 财政政策与货币政策逆周期调节的空间与结构

- **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。上述2万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民。
- 2020年政府的债务收入为赤字3.76万亿元，其中，中央财政赤字2.78万亿元，比2019年增加9500亿元；地方财政赤字9800亿元，比2019年增加500亿元，通过发行地方政府一般债券弥补。专项债3.75万亿元、特别国债1万亿元，**总额度超过8.5万亿元。**

2010-2020年中国预算赤字额走高赤字率基本稳定



2020年全球赤字率升至9.9%

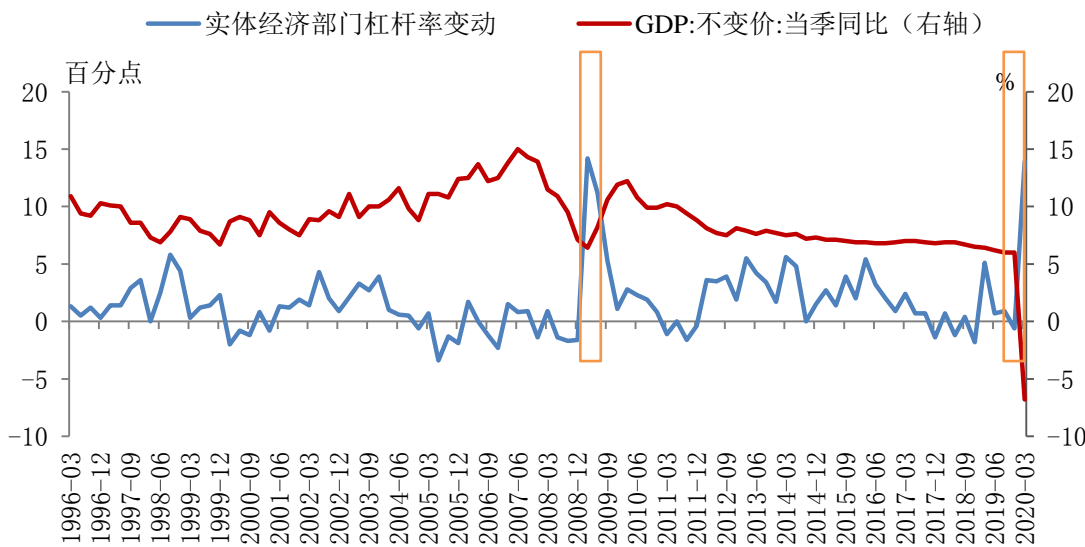


数据来源：Wind、财政部、发改委，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

### 3 财政政策与货币政策逆周期调控的空间与结构

- **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。
- 目前的快速“加杠杆”属于“稳杠杆”大周期中的阶段性行为，将呈现出短期内杠杆率迅速上升，随着实体经济的恢复，加杠杆速度将逐步减缓。目前降准空间仍有1.12万亿左右，按每次降准0.5个百分点，年内还有两次全面降准机会。

提升实体经济杠杆率应对经济增速快速下滑



数据来源：Wind、中国人民银行，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

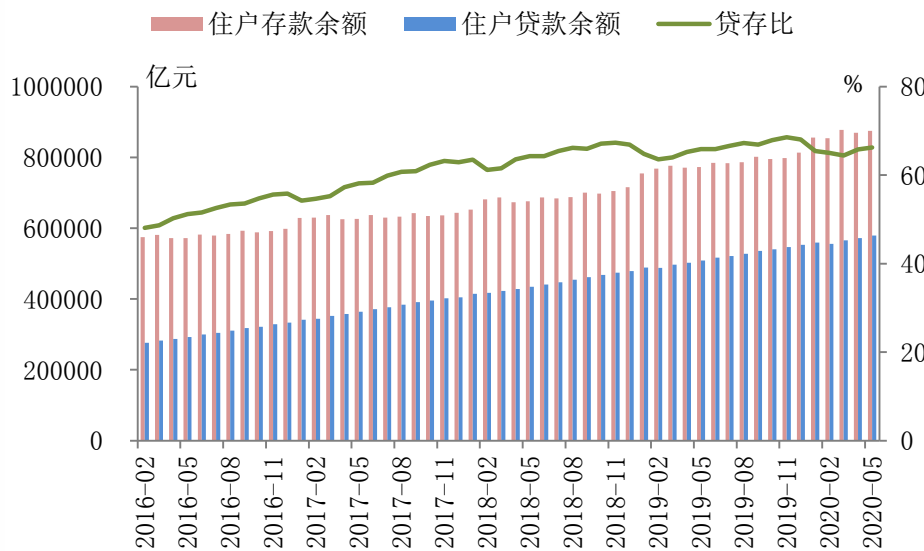
提升实体经济杠杆率应对经济增速快速下滑

|    | 2008年   | 2020年1-5月   |
|----|---|---|
| 降准 | 全面降准2次，每次下调0.5个百分点；定向降准2次<br><br>总计约释放流动性约1.8万亿元，占当年GDP的5.76% | 全面降准1次，下调0.5个百分点；下调超额准备金率1次，从0.72%下调至0.35%；定向降准3次<br><br>总计约释放流动性约1.75万亿元，占GDP的1.77%。 |
| 降息 | 人民币存款基准利率下调4次，人民币贷款基准利率下调5次                                   | 贷款市场报价利率（LPR）共下调2次  |

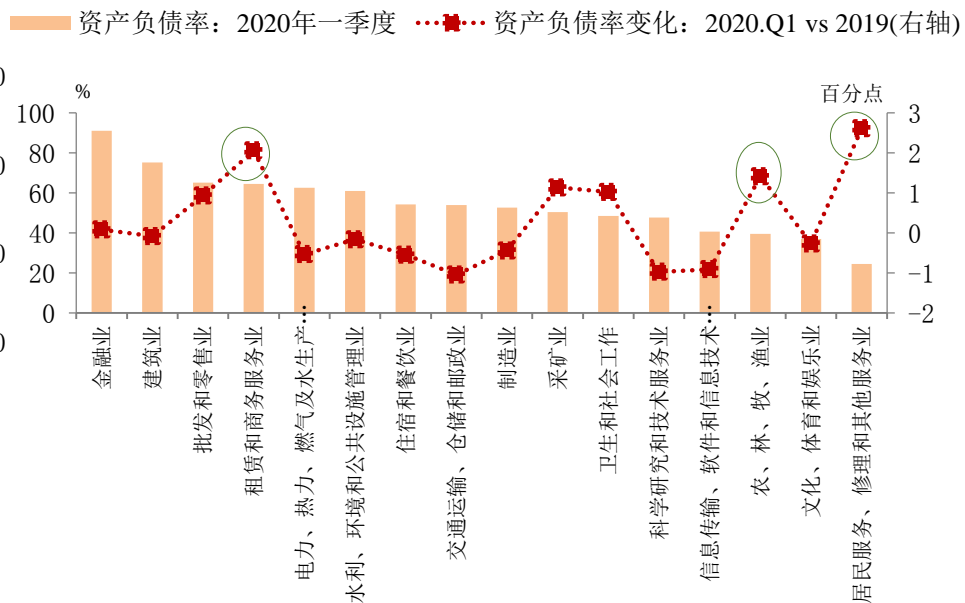
### 3 财政政策与货币政策逆周期调控的空间与结构

- 从实体经济对央行放水的承接情况来看，一季度我国实体经济杠杆率显著上升至259.3%，是1993年以来的单季最高值，下半年居民部门、企业部门和政府部门的加杠杆空间，大约还有17个点的空间。
- 目前企业的杠杆率总体已经比较高了，因此加杠杆是结构性的，需精准投放；居民杠杆处于调节阶段，政策目标是要将居民加杠杆从房地产往消费领域转；政府加杠杆目前的方向比较确定，就是基础民生和新基建，新基建政府希望引入更多的社会资本参与。

2016年以来中国居民部门贷存比走高



A股上市公司不同行业资产负债率及变动情况



数据来源: Wind, 西南证券整理  
www.swsc.com.cn

# 目 录

1

战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2

下半年激发中国经济韧性的三大发力点与预期增速

3

下半年财政与货币政策逆周期调控的空间与结构

4

**海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击**

5

后疫情时代大类资产配置的调整与布局



## 4 海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击：美国大选与新冠

### 美国领导人大选口号

特朗普:

"Keep America Great "

"Promises Made, Promises Kept".

拜登:

Restore The Soul of America Our best days still lie ahead This is America We are America, second to none Anything is possible No Malarkey!

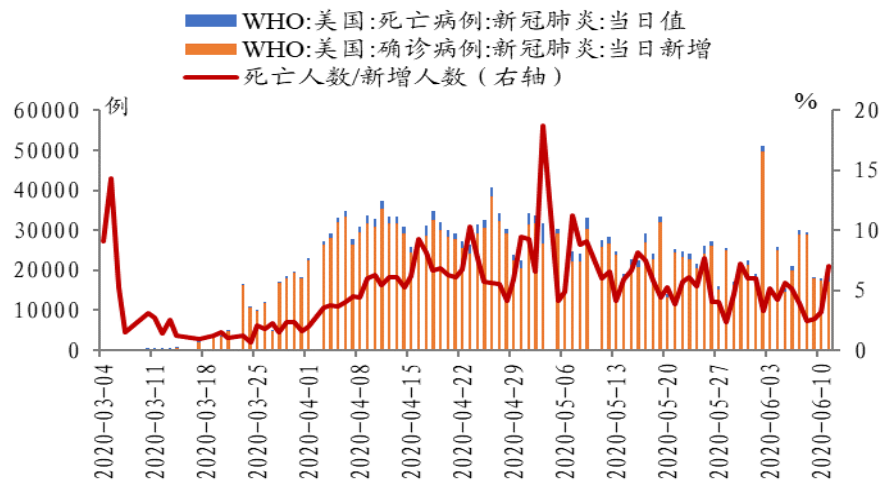
### 竞选者对待中国态度

特朗普所处的共和党内官员在公开和私下场合都在挥舞民调数据，希望特朗普能与北京对抗。陷入艰难选战的共和党参议员正在准备谴责中国的广告。

拜登长期坚持以“公平贸易主义者”自居，作为前美国副总统，拜登并未偏离奥巴马政府的对华政策方向：在国际机制和多边框架内与中国展开斗争。

数据来源：Wind，西南证券整理

### 美国新冠肺炎确诊病例仍居高位，警惕下半年二次爆发



### 多重不确定性下美元与人民币汇率波动加大

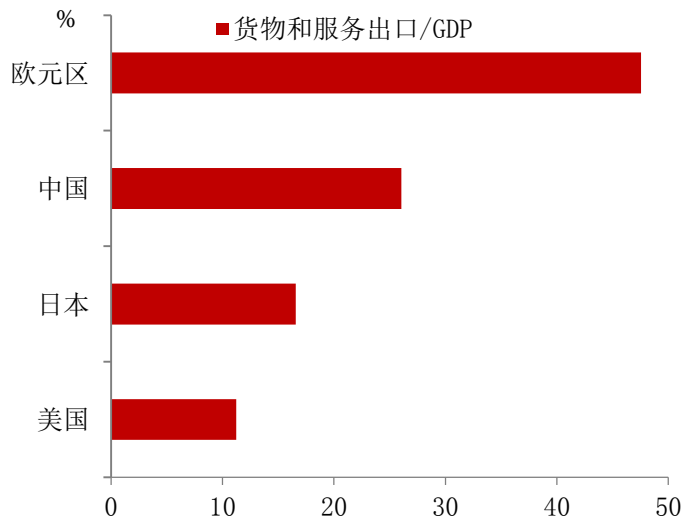


## 4 海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击：欧盟



### 疫情对欧盟经济的冲击更严重

- ◆ 欧元区出口占GDP的比重较高，2020年一季度，欧元区货物和服务出口占GDP的比重是47.6%，高于美国和中国的占比，全球疫情对欧元区经济的冲击或比中、美更严重。
- ◆ 2020年5月份，欧洲制造业PMI结束连续两个月下降走势，较上月回升6.5个百分点至40.1%，但仍明显低于3月份和去年同期水平，意味着欧洲制造业仍处于下跌趋势中，德国、法国、英国和意大利等国的制造业PMI均有不同程度回升，但指数均在低位。



数据来源：Wind，西南证券整理

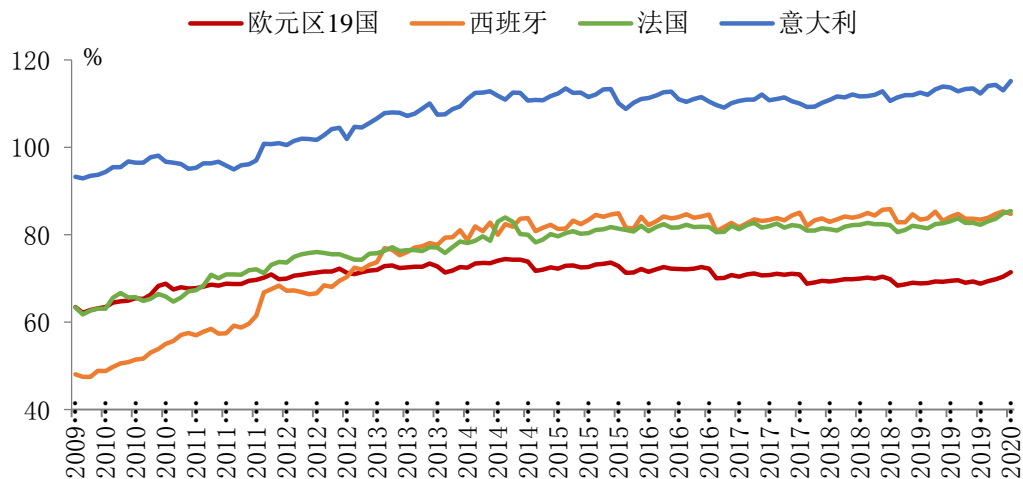


### 欧债的高负债率可能引发危机

欧洲多国政府债务杠杆率较高，企业债务违约风险也在持续上升。因疫情冲击，欧洲各国防控支出增加，经济也大幅下滑，各国出台的财政救助政策，进一步提升政府债务水平，多国债务水平已经超过2009年末欧债危机发生初期的杠杆率。

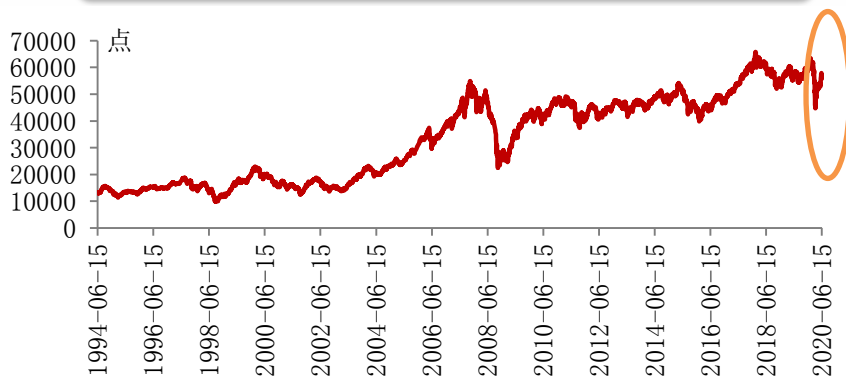
多国企业杠杆率已超发达国家平均水平，防控措施冲击企业现金流，部分企业债务违约风险在大幅上升。

#### 欧元区部分政府债务水平已超2009年债务危机初期



## 4 海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击：新兴市场

今年以来MSCI新兴市场指数大幅走低



新兴市场国家资本外流大增



IMF：新型冠状病毒疫情期间，约900亿美元已流出新兴市场，远远高于2008年全球金融危机期间的资本外流量。

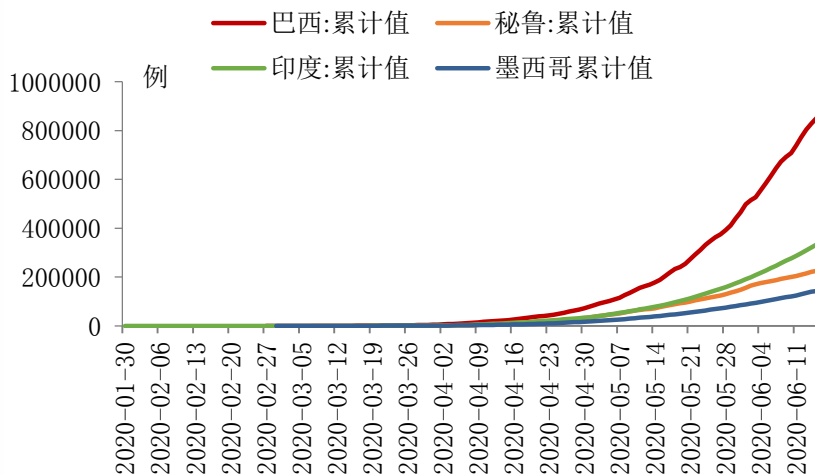
- ◆ 外需萎缩致外贸收入大幅缩水
- ◆ 大宗商品价格下滑的巨大冲击
- ◆ 汇率大跌导致资产估值下跌



部分国家疫情出现“延迟性”大爆发

- ◆ 巴西新冠肺炎疫情持续恶化，6月中旬已累计确诊超过85万例，仅次于美国位居世界第二；
- ◆ 印度：截至6月中旬，印度新冠肺炎确诊病例已升至32万多例，累计确诊人数居全球第四；
- ◆ 秘鲁疫情爆发，5月下旬以来成为巴西之后，南美洲疫情最严重的国家。

部分国家新冠确诊病例5月后出现延迟性大爆发



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

1

战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2

下半年激发中国经济韧性的三大发力点与预期增速

3

下半年财政与货币政策逆周期调控的空间与结构

4

海外主要经济体的不确定性对中国经济的可能冲击

5

后疫情时代大类资产配置的调整与布局

## 5 “后疫情时代” 大类资产配置的调整与布局

- 接近年中，我国疫情防控和经济复苏形势整体稳步向好，预计下半年经济进一步复苏的基本面不会改变，北京突发疫情和海外形势的变化在可控范围内，带来的只是复苏曲线斜率上的变化。
- 下半年大类资产配置重点关注三大影响因素：后疫情时代的全球经济复苏节奏、各国的货币政策力度、地缘政治与美国大选。
- 虽然我们预计下半年世界经济形势总体呈复苏态势，但各国的复苏节奏会有所不同，美国骚乱、欧洲债务问题、新兴市场国家的资本外流，和疫情第二波爆发的风险使得今年下半年全球的形势异常复杂，我们建议资产配置采取多元组合，动态调整的策略。

**首选具有避险和抗通胀功能的实物资产**

逢低配置黄金、增配能源类与稀有金属类大宗商品。

实物资产

股市

**紧跟“复苏牛”**

建议重点配置民生复苏和国防安全两条主线相关板块，如：消费、商业零售、医药、新旧基建、军工

**重点关注信用债**

货币政策由宽货币转向宽信用，宏观杠杆率阶段性上升，建议增配中高等级信用债，适度加配高等级民企信用债。

债市

## 附录：2020年下半年主要经济指标预测

| 指标                | 6月    | 7月    | 8月  | 9月   | 10月   | 11月 | 12月  |
|-------------------|-------|-------|-----|------|-------|-----|------|
| GDP:当季同比(%)       | 3.0   | 5.5   |     |      | 6.5   |     |      |
| 工业增加值:当月同比(%)     | -2.6  | 6.0   | 6.4 | 6.50 | 6.2   | 6.3 | 1.5  |
| CPI:当月同比(%)       | 2.3   | 2.4   | 3.3 | 2.9  | 2.0   | 1.6 | 1.3  |
| PPI:当月同比(%)       | -3.0  | -1.2  | 1.6 | 1.7  | 2.1   | 2.3 | -3.0 |
| 固定资产投资:累计同比(%)    | -2.9  | 3.0   | 3.2 | 3.40 | 4.0   | 4.5 | 5.5  |
| 社会消费品零售总额:当月同比(%) | -1.0  | 3.0   | 3.5 | 4.5  | 6     | 7.5 | 8    |
| 出口金额:当月同比(%)      | -4.5  | -6.0  |     |      | -4.0  |     |      |
| 进口金额:当月同比(%)      | -15.0 | -12.0 |     |      | -10.0 |     |      |
| M2:同比(%)          | 12    | 12    |     |      | 11    |     |      |
| 人民币贷款:同比(%)       | 11.90 | 11.80 |     |      | 12.75 |     |      |
| 1年期存款利率(%)        | 1.25  | 1.25  |     |      | 1.25  |     |      |
| 汇率(人民币/美元)        | 7.1   | 7.1   |     |      | 7.05  |     |      |

数据来源：西南证券

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳    | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹     | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 高妍琳    | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰    | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧玲    | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚    | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |