

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

BANK OF COMMUNICATIONS SCHRODER FUND MANAGEMENT CO., LTD.

一、中国宏观经济展望

二、全球宏观经济展望

三、中国权益市场展望及配置建议

四、中国债券市场展望及配置建议

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

一、中国宏观经济展望

◆ 综述

- ✧ **百年未有之大变局下，2020 年中国或将加速释放制度红利：**自 2016 年初开始的全球“新周期”因中国主动去杠杆引发全球经济放缓和美国对全球主要贸易伙伴发起贸易争端而黯然失色，发达与新兴国家风险先后暴露，引发市场对全球经济已面临自 2009 年以来近 10 年周期拐点的恐慌，呈现百年未有之大变局的特点。对中国而言，去杠杆作为创造性毁灭的必要一环，短期的阵痛是为了换取长期的重生；贸易冲突与逆全球化长期来看也是刺激中国自身改革加速的良好契机，不亚于 2000 年左右中国入世谈判期间对自身经济体制做的主动改变，中国善于把每次危机作为解决长期危机、树立发展方向的重要切入。内忧外患带来的悲观情绪过度演绎和权益市场波动为长期投资者创造了较为良好的介入时机，2020 年二季度或现较佳的配置机会。

◆ 宏观调控政策

- ✧ **2020 年中国经济加速结构调整，增速目标退居其次：**由于海外环境存在重大不确定性，2020 年全年经济增长目标将相对淡化，在海外主要经济体增速普遍转负的背景下，不再追求年内经济增长必须达到某一目标可能是明智之举。通过扶贫托底民生同时加速改革使得经济体防范重大风险能力的加强是今年的主线，调结构目的强于稳增长。
- ✧ **货币、财政与改革政策依次发力：**2020 年财政赤字率有望接近 3.3%，专项债总额度将接近 3.5 万亿，继续扩张减税降费与基建补短板空间，以目前的财政力度不足以支撑经济平稳，配合财政政策的货币政策在海外冲击再度发生期间也将事半功倍。改革政策多从供给侧出发，主要体现通过改革理顺市场关系、激发微观主体活力，包括国企、财税、金融和区域发展等领域。
- ✧ **房地产长效机制确立，驱动居民资产配置由房入股：**由于刺激政策的逐步退坡与限制政策的有限放松，房地产销售与投资在 2020 年继续延续偏弱状态，相对通货膨胀，房地

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

产行业及其相关资产已难有超额收益。2020 年房地产政策将加速转向构建房地产长效机制，建筑用地份额的全国范围流转将大幅扩大土地供给，在土地供给放大的基础上租赁用房、共有产权房等新增供给有望成为未来房产供给的重要增量；全国范围内房地产有效供给仍呈现结构性短缺，城镇化趋势并未结束，新增供给仍有空间，房地产投资长期仍是需要的。参考德国、新加坡等住房供给相对稳定的经济体，仍需要维持较高的租赁用房库存，以目前房地产库存水平，稳定房地产投资必要性仍较高，房地产投资不会出现明显减速，但新型产权房产占比将显著提高，房地产新老机制将加速切换。

◆ 通胀预测

✧ **2020 年整体通货膨胀将高位运行，输入性通胀或超预期：**2020 年疫情使得复杂的通胀环境雪上加霜，PPI 下行压力继续超出预期，CPI 逐季压力缓解但结构更加糟糕，整体通胀水平处于加速探底状态。PPI 中的能源和 CPI 中的食品背离巨大，呈现典型的非必需品通缩和必需品通胀格局，必需品价格剧烈波动且可能成为未来重要不确定因素。2019 年至今 CPI 将受食品分项支撑抬升，核心通胀因经济压力而逐步下行，就业压力进一步加剧下行幅度，2020 年这一结构分化将维持。国内经济与金融环境的低位稳定制约内生价格出现过大波动，但全球疫情带来以农产品为主的必需品生产与物流的严重干扰以及主动囤积将带来输入性通胀压力。

✧ **居民消费品价格台阶式上行，工资增速逐步见底：**尽管食品价格受到供给缩减推动，但剔除能源和食品的核心通胀快速下滑，主因是就业形势压力巨大，失业持续增加带来工资停滞、经济总需求低迷；因此消费品整体价格呈现进二退一、台阶式上升格局，需等待居民工资增速跟上，方能显著抬升。国内经验显示 2016-2017 年 CPI 与 PPI 的较大背离在历史上曾见于 2001-2002 年与 2006-2007 年期间，均体现为在供给缩减结合经济复苏时期工业品原材料价格上涨对消费品传导不畅，本质原因是居民就业与工资在工业产能缩减时期难以扩张。国际经验显示 2004-2005 年的俄罗斯与 1989-1990 年

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

的美国均出现了食品或能源单一产品涨价对其他通胀分项的传导,但重要媒介也是居民工资出现反弹。以史为鉴,在制造业投资企稳、企业重新开始扩张、就业形势出现逆转并刺激居民收入增加之后,整体价格方能出现顺畅上涨。

◆ 流动性环境

- ✧ **央行货币政策方向维持宽裕,支撑金融资产估值扩张:** 2020 年除去存款基准利率之外几乎所有的货币政策工具都导向宽松,流动性量价宽松是全年最确定的方向。高存款增长与经济大幅下滑组合带来的 M2-名义 GDP 增速裂口体现的金融资产流动性供应已大幅扩张并全面支撑资产价格,使得市场可以短期忽略经济增长与信用风险的问题。
- ✧ **人民币汇率实现双向波动,中期方向趋于升值:** 在欧美央行货币政策大幅宽松、全球财政刺激规模巨大、中国金融市场对外资全面开放的背景下,预计 2020 年人民币将实现宽幅波动,在疫情高峰过后实现显著升值。人民币成功实现双向波动下的稳定区间有利于人民币国际化进程的重启,自贸区离岸人民币市场的完善、人民币计价大宗商品期货的推出、以人民币为基础的“一带一路”地区投融资体系有望继续稳步推进。

二、海外市场展望

◆ 全球宏观经济展望

- ✧ **2020 年全球经济呈现二战以来最大冲击,财政政策代替货币政策托底:** 美国二三季度经济将出现二战以来最大幅度下滑,失业率将逼近 1929 年大萧条期间的双位数,同时政府短期针对非金融企业与居民部门的信贷以及直接补贴计划规模占 GDP 比例将接近二战开支水平。由于实体经济关停,经营性现金流损失创下历史极值,货币政策传导失效,财政政策代替货币政策成为主要支撑经济的手段,但埋下了后续货币不稳定以及中长期通胀中枢上行的基础。
- ✧ **美国经济及货币政策:**
预计 2020 年美国经济全年经济显著下滑,市场尚未充分反应潜在问题。目前除韩国和

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

印度之外的主要海外经济体 2020 年经济增速已被下调至下滑 3-5%不等，美国目前一致预期经济增速下滑 3%，而且是在金融市场动荡发生的次生冲击尚未被包含在内的预测，因此可能未来还有进一步下滑空间。当前的权益市场尚未充分反映经济下滑带来的非金融企业与居民部门偿付能力受损带来的风险，因此二季度仍有进一步下滑空间。

通胀方面，食品等必需品价格可能带来滞胀预期。2008 年以来主要发达国家经济体普遍核心通胀率较低的现象应有更深层次的原因——收入分配不均带来的中低收入阶层剔除通胀后的实际收入增速在经济扩张末期提前萎缩将使得实际商品消费量提前下行，并制约主要从事制造业和低端服务业的中低收入阶层收入继续增长，整体商品与消费水平平均不具备扩张的可能性；2016 年至今美国财政刺激并未显著惠及中低收入人群，中小银行消费信贷违约率居高不下提示居民财务状况脆弱，疫情雪上加霜下财政支撑居民部门最基本的生活消费，形成了必需品通胀、非必需品通缩的格局，由于发达国家农业部门普遍依赖外来劳工同时低端可选消费依赖全球供应链，全球人流与物流的干扰将使得必需品通胀趋势逐步加强，成为干扰 2020 年的最重要风险。

流动性方面，美联储货币政策将完全配合财政政策，并有可能承担信用风险。2020 年一季度以来美联储已通过降息、扩表与配合财政针对各种企业和证券的紧急信贷支撑政策大幅宽松，以缓解金融系统局部流动性紧张，其余发达国家央行和财政部也广泛跟进。在财政部外汇调整基金的担保下，美联储史无前例地通过各种 SPV 曲线持有风险资产已使得自身资产负债表埋下隐患。

美元指数受到美元荒支撑，但危机后或将大幅贬值：短期美元指数受到供应链中断、实体经济断流被迫大举盘活金融资产的“美元荒”所支撑，二季度预计随着供应链出现反复还将保持强势，然而特朗普政府执行激进财政刺激使得美国财政赤字大幅增加，美债供给井喷式增长，整体负债水平达到二战期间高度；美联储被迫充分配合政府债务货币化，永久性地损伤了美元信用的基础，预计疫情危机结束之后美元将大幅贬值。

✧ **疫情可能已经永久性地改变了全球经济、金融与政治格局：**由于疫情期间医疗物资与粮

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

食食品之类的必需品供应中断严重地影响了各国经济与社会的正常运行，疫情后各国各自构建更独立、完整、安全的产业链会是一个中期趋势，贸易全球化出现倒退是大概率事件，相应的物流与人流网络、金融基础设施以及贸易集团出现区域化同样是大概率事件。全球经济、金融与政治格局已被永久改变，在 2018-2019 年中美贸易战中得到确认，在 2020 年新冠疫情中得到加强。

三、中国权益市场展望及配置建议

◆ 市场整体判断：大变局下要素市场化改革加速

◆ 2020 年权益市场将在波动中前进，关注结构性机会：

- ✧ **改革红利将支撑市场走出疫情冲击：**突如其来的疫情冲击同时影响供给侧与需求侧，尽管我国率先从疫情中修复，供给和需求均逐步走向正轨，但我国外部经济体受冲击时长与深度难以预计，要做好较长时间应对外部环境变化的准备。在外需存在重大不确定性环境下，需要深度挖掘内需，但并非只是单纯提振内需，更重要的是在稳住需求的同时改善供给结构，提升供给质量，创造能够带动新增需求的有效供给。近日，中央发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，分类提出土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域的改革方向和具体举措，提纲挈领地指出了未来中国经济与资本市场的发展方向。土地与资本市场改革有望率先取得突破，劳动力相关城镇化进程也将加速推进，充分畅通产业循环、市场循环、经济社会循环将中长期利好市场发展，也将引领一批具有竞争力的公司逆风成长。
- ✧ **2020 年看点是内需型行业：**长期以来，全球化经济循环的基础是分散于全球各地的生产与消费、连续高效的物资供应链与人员流动以及统一且稳定的金融系统。疫情持续期间，生产与消费的停滞、物流与人流的中断以及伴随这两者而生的金融系统停摆给全球化经济循环带来前所未有的挑战。在可见时间范围内，区域内经济循环将优先于全球化经济循环修复，并在全球环境存在较长时间不确定性情况下起到对冲经济短期和中长期

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

不确定性的作用。内需的稳定依赖于供给的率先调整，以农业、食品和医药为代表的必需消费，以科技和机械为代表的进口替代，以非银金融为代表的直接融资机制将成为支撑经济结构向内需主导稳定转向的新三驾马车，大概率将成为 2020 年的核心看点。

- ◇ **风格投资重点关注大盘稳定板块：**2017 年以来价值与成长板块依次占据了一段时间的主导地位，当经济增长强于流动性改善时，价值板块偏强；当流动性改善强于经济增长时，成长板块偏强。2020 年疫情影响下经济增长与流动性环境均遭遇了显著冲击，企业自身经营与财务的可持续性、证券当前估值以及流动性的相对合理成为对抗逆风的关键属性。因此，我们看好在当前环境下能够顽强生长的行业，包括必需消费、小额可选消费、进口替代类行业与无接触经济。

四、中国债券市场展望及配置建议

◆ 债券市场展望

- ◆ **展望 2020 年二季度，海外疫情的变化和国内政策的应对将成为影响债券市场的主要因素。在货币政策维持宽松、基本面复苏力度较弱的情况下，债券市场短期内或维持震荡偏强的走势，后期利率下行的空间来自海外危机模式下对避险资产的需求，可能的调整信号需观察财政刺激力度和海外疫情拐点，收益率明显上行的概率不大。**

我们将重点关注两会上经济增速目标的设定和财政刺激的力度，政治局会议表示要适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。财政刺激的力度一方面影响经济预期，另一方面也会对债市产生供给压力。近期监管层规定今年发行的专项债不得用于土储和棚改，预计投向基建的资金占比进一步提升。此外，各地政府陆续出台对汽车、家电等耐用品的消费支持政策，旨在通过政策刺激，推动消费快速回暖，从而拉动生产和投资的逐步恢复。我们会重点关注相关政策的效果。

◆ 配置建议：

- ◇ **把握阶段性机会、适度利用杠杆、严控信用风险。**

交银施罗德基金 2020 年二季度宏观策略展望报告

- ✧ **把握阶段性机会：**如上分析，我们认为二季度债券市场趋势尚未逆转，且仍有阶段性交易机会。但复工预期和稳增长政策下，波段博弈大于趋势性机会。目前收益率曲线仍然较为陡峭，期限利差位于较高水平，海外流动性冲击趋于缓和，国际比价优势下国内债市相对价值较高，期限利差和中美利差对债券有一定保护。二季度债市主要风险点在于海外疫情迎来拐点、国内稳增长政策发力，超预期的利好可能来自海外债务危机恶化以及国内经济修复预期差。
- ✧ **合理利用杠杆：**疫情之后央行操作整体较为谨慎，在美联储等主要央行多次下调利率的背景下，我国货币政策仍有较大空间，后续仍有降息降准的可能性。在融资成本显著下降、经济明显恢复之前货币政策收紧的概率较低，预计银行间流动性将在较长时间内保持合理充裕，资金价格的稳定进一步为杠杆策略的使用打开空间。
- ✧ **严控信用风险：**伴随信用扩张逐步推进，低等级信用债信用利差较此前有所收窄，但较历史低点仍有一定空间。稳增长预期和专项债新增额度导致城投债信用利差被压缩，但经济下行周期下低等级中票利差始终维持高位，信用分层现象较为明显。信用挖掘方面建议甄选地区经济和财力平稳向好、区域地位和重要性突出的城投；以及有强担保的存量企业债券，规避短期到期债务压力大、再融资渠道不畅的主体。

交银施罗德基金宏观策略分析师马韬、固收分析师张顺晨

免责声明：

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。