

- 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 年三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国内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 10 年大周期拐点的恐慌。疫情中全球主要发达经济体放缓幅度达到近百年来的最深程度，预计 2020 年除中国之外将大部分录得负增长，产出水平需要 3 到 4 年才能恢复 2019 年底水平，部分关键行业长期商业模式受到挑战，呈现百年未有之大变局的特点。对中国而言，调结构与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，中国善于将每次危机作为解决长期危机、树立发展方向的重要切入点。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 年三季度大概率将在高波动中延续修复行情。

◆ 宏观调控政策

- ◇ **2020 年中国经济以保护民生为主要目标，增速目标退居其次，并加速结构调整：**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，财政预算隐含增速为 2-3%，国际货币基金组织预期增速为 1%，已是大型经济体中唯一有望录得正增长的国家。在海外主要经济体增速普遍转负背景下，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，不然容易出现跨境资本流动与资源价格的相对扭曲。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加强是今年的主线，调结构目的强于稳增长，尽最大可能保护住市场主体等待疫情拐点的出现。经过第二季度的逆周期调节，二季度经济有望录得正增长，但潜在增速由于部分行业持续停工、企业投资后移以及居

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

民预防性储蓄大概率已有所下滑，三季度经济增速应在二季度基础上小幅改善，实际增速达到 3%左右可能性较大。

✧ **货币、财政与改革政策依次发力，货币边际退潮，改革走向台前：** 疫情后货币政策率先发力支撑金融系统稳定，至二季度中期已逐步退出。两会发布 2020 年财政赤字率最终定为 3.6%以上，专项债总额度将接近 3.75 万亿，抗疫特别国债规模达到 1 万亿以上，幅度均超预期，但更多用意在于补充受损严重的地方财政，尤其是基层收支情况；由于投向与回报的限制，专项债与特别国债对基建等政府投资直接拉动效果有限，且效果应集中在复工速度最高的二三季度，四季度逐步回落。2020 年二季度以来的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；其中金融与区域发展改革措施近期有效激活股票市场，三季度应观察国资国企改革落地进度。

✧ **房地产长效机制确立，驱动居民资产配置由房入股：** 由于居民收入与调控政策同时保持相对平稳，房地产销售与投资在 2020 年延续相对健康状态，好于预期；但由于人口趋势以及较长时间的不确定性限制低流动性资产估值，相对通货膨胀，房地产行业及其相关资产已难有超额收益。2020 年房地产政策将继续推进构建房地产长效调控机制，建筑用地份额的全国范围流转将大幅扩大土地供给，地产项目负债端将由银行与信托贷款逐步转换为房地产信托等股权投资，在土地供给放大、负债端改良的基础上租赁用房、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产库，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。在此大背景下，居民与金融机构资产配置的核心将从土地相关资产逐步转向标准化金融资产，构筑资本市场长期繁荣基础。

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

◆ 通胀预测

◇ **2020 年整体通货膨胀已见高点，局部输入性通胀或超预期：**2020 年疫情使得复杂的通胀环境波动加大，PPI 下行压力继续超出预期，CPI 逐季压力缓解、前高后低但结构仍扭曲，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由于国内外自然灾害频发、部分农产品关键产区疫情得不到控制可能成为未来重要不确定因素。2020 年至今 CPI 继续受食品分项支撑明显，而核心通胀因经济压力维持历史低位，二季度末三季度初大学生就业压力进一步加剧下行幅度，三季度通胀整体偏弱、必需品难跌的结构预计将维持。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，但全球疫情与自然灾害带来的，以农产品为主的必需品生产、物流的严重干扰以及主动囤积，将带来输入性通胀压力，拉美区域的主粮与软大宗可能在三季度出现趋势性上涨；而 OPEC+ 联盟后续减产协议是否能延期决定了国际油价能否继续修复，带来通胀的下行风险。

◇ **农产品外居民消费品价格呈现中期通缩压力，主要受到复杂就业形势冲击：**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维持历史低位，主因是就业形势压力巨大，二季度以来经济修复并未同时伴随就业的明显改善，出口承压下制造业就业或进一步去化，而长期以来吸纳劳动力的服务业就业压力在疫情下大于制造业，劳动力工资停滞带来总需求低迷；因此消费品整体价格呈现类似 1997-2003 年的中期通缩压力，需等待就业逐步企稳、居民工资增速跟上方能显著抬升。在有效治疗方案出现、服务业运转恢复、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

◇ **央行货币政策方向边际趋紧，下半年金融监管加速：**2020 年上半年流动性量价两宽成为支撑实体经济与金融市场改善的重要动力，高存款增长与经济大幅下滑组合带来的

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

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。然而,如果疫情已经实质上拖累潜在经济增速,中期的货币供给已相对过剩,对经济增速继续修复没有刺激效果,反而会积累通胀与资产价格风险。二季度以来央行在诸多场合提示货币政策已边际趋紧,基本排除总量型宽松政策可能并以相对市场化的方式引导特别国债发行。2020 年下半年以信托业为核心的表外监管或加速执行,信托业规模压降和投向监管使得部分高预期收益、高风险容忍的资金转向股票市场,但后续金融系统内部压力将使得目前定价过低的信用风险反弹,给资本市场带来一定压力。

- ✧ **人民币汇率窄幅波动,中期方向趋于震荡升值:** 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,2020 年人民币迄今为止实现窄幅波动,后续在疫情与中美摩擦高峰过后将震荡升值。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,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”地区投融资体系在 2020 年以来已取得坚实进步。

二、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;二季度逐步复工以来经济环比修复幅度明显,但仍远低于 2019 年末产

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

出与就业水平，远未恢复正常。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，但埋下了后续金融市场不稳定以及中长期通胀中枢上行的基础。二季度美国并未实现疫情的有效控制，后续将修改应对策略并进一步扩大财政规模，三季度美国经济或将呈现与疫情共存下的修复。

◆ 美国经济及货币政策：

◇ **2020 年美国经济增长预期进一步下滑，市场尚未充分反应潜在风险。**目前国际货币基金组织已将主要海外经济体 2020 年经济增速下调至下滑 3-6%不等，美国目前一致预期经济增速下滑 5%左右，相比年初进一步下修，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修空间。当前的资本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信用风险，因此未来的修复之路难以一蹴而就；美国当前经济与金融市场稳定是在财政刺激引导下的快速复工且流动性缓解并未伴随复工收紧的脆弱组合下实现的。

◇ **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，全球生产、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；目前已观察到发达国家肉类和软大宗商品价格上涨趋势，现代农业中劳动力含量仍较高的部分形成未来

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

的通胀压力来源。

- ◇ **流动性方面，美联储货币政策并未完全配合财政政策，出现边际收紧。** 2020 年上半年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。然而，二季度末美联储超预期地通过缩减回购与海外美元互换规模压降资产负债表，同时抬高回购利率抑制高杠杆交易结构，并表示短期不会执行收益率曲线控制以充分配合财政刺激，这一转向将逐步支撑美元与美债收益率触底反弹，并埋下三季度二次流动性冲击的基础。
- ◇ **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、实体企业断流被迫大举盘活金融资产的“美元荒”所支撑，三季度预计随着新兴市场国家疫情以及美联储货币政策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或将开启贬值周期。
- ◇ **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。

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

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 年下半年权益市场波动率将提高，继续关注稳定板块：**
- ◇ **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境成长。目前，区域协同发展以及资本市场改革政策组合已极大地提升了相关板块活跃度，下半年可主要关注国资国企改革与土地改革。
- ◇ **2020 年三季度重点关注内需型、稳定性行业：**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、公用事业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，或将成为

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

2020 年的核心关注方向，以上行业在上半年均有所表现。三季度由于全球疫情仍处于高发阶段、海外货币与财政政策刺激面临边际收紧、地缘政治风险仍有再度走高可能，农业、食品和水电为代表的稳定性内需行业或成为最合适的配置，能够平滑潜在风险对目前强势板块的冲击。

- ◇ **风格投资仍在大盘成长板块，价值板块回归需等待经济确定见底，流动性结构决定小盘仍受抑制：**价值成长风格方面，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；**当前仍处于流动性改善强于经济的状态，因此价值成长风格切换并不具备坚实基础，价值板块异动更多来自于信托业压降过程中的资金转移，后续能否延续，需要保证在转移过程中信用风险相对可控，但目前市场对金融与非金融企业风险的过低定价决定了这一过程不会一蹴而就，当经济确定见底、风险回归正常时价值风格才有望顺畅回归。**大小盘方面，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；信用等级偏低、信贷资源难以充分惠及且流动性较差的小盘板块不适宜作为中期配置的标的。

四、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ **展望 2020 年三季度，国内基本面复苏的节奏和政策的应对将成为影响债券市场的主要因素。短期来看，基本面尚难以回到疫情前水平，货币政策逐渐从危机模式的宽货币转向总量政策适度的宽信用，债券市场或维持震荡的走势，收益率明显上行的概率不大，信用债相对价值大于利率债。**
- ◇ **首先，基本面方面，疫情冲击之后经济或延续渐进复苏的方向，但经济恢复的节奏将成为市场博弈的焦点。二季度整体生产恢复的节奏快于需求，工业生产基本回升至疫情前**

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

水平，基建和地产回暖较快，单月同比维持正增长，但制造业和消费仍在负值区间，出口主要受到防疫物资拉动，尚未反映海外需求下滑。往后看，专项债和特别国债发行将有望继续支撑基建，南方雨季洪涝过后有重建和赶工需求，融资成本下降也有利于地产销售和投资。但在全球新冠确诊突破千万，以及国内部分地区疫情反复之下，线下消费和企业投资活动仍存在较大不确定性，经济修复的强度可能存在预期差。

- ◇ **通胀方面，CPI 在二季度下滑的速度快于市场预期，主要由于食品端拖累所致，CPI 中非食品接近季节性表现，反映了需求边际回暖的迹象。**考虑基数效应和供需恢复预计年内 CPI 将逐渐走低，6-7 月下行幅度明显放缓，8 月之后再度明显回落，直至年末接近零值附近。PPI 方面 5-6 月可能是年内低点，随着疫情之后复工逐渐推动，工业品需求逐级好转，下半年在油价带动下预计将缓慢回升。整体来看除非疫情重大反复或中美矛盾显著升级，短期内通胀或者通缩出现的概率都比较低。
- ◇ **从流动性来看，资金面在经历疫情后极度宽松状态之后，逐渐恢复正常状态。**5 月之后为了打击空转套利和提高政策的“直达性”，央行货币政策边际收敛，引导资金利率 DR007 从最低点的 1.4% 左右逐步回升至 2.2% 附近，目前基本与 7 天逆回购利率相当。往后看，在稳企业保就业的基调下，货币政策再度明显收紧的概率不大，流动性预计将维持合理充裕状态。央行短期内降息的可能性不大，但配合特别国债发行降准仍是政策可选项。
- ◇ **政策方面我们重点关注应对疫情冲击下的全球宏观政策调控与协同。**两会政府工作报告未设全年经济增长目标，货币和财政政策在经济边际好转之后都略显克制，表明我国政策制定着眼于长期思维，主要以保民生和就业为主。然而在本轮疫情应对中，海外主要央行均出台了规模较大的财政金融刺激政策，美欧甚至开启财政赤字货币化，开始放松金融监管。随着各国疫情走势的不同，全球宏观政策的外溢效应也将逐步显现，对资本流动和进出口贸易都将产生一定影响，关注后续稳增长和防风险政策的边际变化。

交银施罗德基金 2020 年三季度宏观策略展望报告

◆ 配置建议：

◇ **把握阶段性机会、适度利用杠杆、严控信用风险。**

◇ **把握阶段性机会：**如上分析，我们认为三季度债券市场整体呈现区间震荡行情，疫情的阶段性反复和政策的相机抉择成为市场波动的主要来源，波段博弈大于趋势性机会。等待特别国债供给压力过去、叠加基本面走弱，政策的边际放松或将带来债市的交易机会。三季度债市主要风险点在于海外经济重启节奏加快、国内经济复苏程度持续向好，超预期的利好可能来自海外疫情再度恶化以及国内经济修复预期差。

◇ **适度利用杠杆：**此前由于债券市场杠杆率提升、结构性存款空转套利增多，央行边际收紧货币政策。目前资金利率明显抬升之后，基本回到政策利率水平。短期内预计政策难以再度大幅宽松，但在降低融资成本的目标下，银行间流动性将维持在合理充裕水平，资金利率进一步上行的概率不大，预计 DR007 将在 2.2% 附近波动，建议在保持组合流动性的前提下适度利用杠杆。

◇ **严控信用风险：**近期由于利率债明显调整，而信用债相对稳定，中高等级信用利差明显收窄，但较历史低点仍有一定空间。宽信用格局下信用债投资以票息策略为主。专项债和特别国债中部分额度可用于资本金，在一定程度上利好有承接项目的城投公司。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

免责条款：

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。