需求好坏参半，资金中枢抬升

投资要点:

- **宏观专题：同为宽松政策，赤字货币化有何不同？**
- **什么是赤字货币化？**常规的宽松货币政策操作是央行通过调整基准利率来刺激信用扩张。财政赤字货币化和 QE 都是非常规政策工具。传统 QE 目的是保证金融市场流动性，防止信用收缩。QE 在应对 08 年的美国次贷危机中曾起到重要作用。但当实体部分出现明显问题时商业银行惜贷情绪高，央行向商业银行释放的流动性并不一定能转化为社会信贷。而财政赤字货币化，直接通过政府创造信用扩张，区别于 QE 更为有效。
- **赤字货币化成为发达国家当前选择。**目前各国货币进一步宽松空间较小，而本次疫情危机主要冲击的是实体经济而非金融体系。财政支出可以直接进入实体经济，拉动总需求。因此，本次危机许多发达国家都选择了财政赤字货币化。货币配合财政托底经济的方法使得发达国家的信贷扩张明显。而尽管我国没有采取财政赤字货币化，但商业银行配合政府债券发行使得 M2 同比也大幅回升。
- **警惕通胀和货币贬值。**一方面，财政赤字货币化经过信用扩张就会创造出大量的信贷，形成通胀压力。另一方面，政府债务急剧攀升影响货币信用，导致货币贬值。当一个国家实施赤字货币化时面临的是本币贬值及国内恶性通胀，典型的例子是拉美债务危机中的墨西哥等国。而当各国都出现财政赤字货币化，就会出现纸币相对黄金的整体贬值和全球性通胀，二战时期已经出现过这种情况。新冠肺炎是全球性问题，各国为应对疫情对经济的冲击均采取了扩张财政，大部分债务最后将由各国央行承担。未来财政赤字货币化可能带来类似二战的通胀及货币整体贬值。资产配置方面，需要配置抗通胀类资产防止货币贬值。

一周扫描（2020 年 6 月 8 日至 2020 年 6 月 14 日）:

- **海外：联储 6 月按兵不动，美财长支持放松隔离。**上周三，美联储发布 6 月议息会议声明，维持利率区间 0-0.25%不变。上周五，美联储发布半年度货币政策报告，重申今年二季度美国 GDP 将大幅下降。上周四，美国财长姆努钦接受采访时表示，支持总统敦促各州放松社交隔离措施的决定。上周五，英国统计局公布 4 月 GDP 较 3 月下跌 20.4%，创历史最大环比跌幅。
- **经济：出口增速回落。**5 月我国出口增速回落至-3.3%，防疫物资和前期订单对出口仍有支撑，但外需冲击也逐渐体现，5 月我国进口增速降至-16.7%，贸易顺差回升至 629.3 亿美元。6 月上旬 35 城地产销量增速大幅转正至 12.9%。6 月前 7 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为 60%和-10%，较 5 月增速一升一降，需求好坏参半。上周全国高炉开工率回升至 70.7%，6 月上旬五大集团日均发电耗煤同比增速 11.3%，较 5 月增速有所回落，生产仍处高位。
- **物价：再通胀或重启。**5 月 CPI 环比下降 0.8%，同比继续回落至 2.4%。6 月以来猪价止跌反弹，蔬菜价格跌幅收窄，预计 6 月 CPI 同比小幅回升至 2.6%。5 月 PPI 环比下跌 0.4%，跌幅收窄，同比继续回落至-3.7%。6 月以来国际油价继续上涨，国内煤价、钢价回升，预计 6 月 PPI 环比由降转涨，同比回升至-3.0%。全球货币政策重心已过度到信用宽松，经济重启带动工业品价格持续回升，未来核心物价的非食品 CPI 有望随 PPI 一起回升，再通胀过程或已重启。
- **流动性：资金中枢抬升。**上周货币利率上行，其中 DR001 均值上行至 1.77%；DR007 均值上行至 1.93%。上周央行逆回购操作 4200 亿元，到期合计回笼资金 7200 亿，净回笼资金规模 3000 亿元。上周美元指数先贬后升，人民币对美元汇率先升后贬，在岸人民币回升至 7.07，离岸人民币回落至 7.08。当前货币政策重心从“宽货币”到“宽信用”，货币政策不会立刻转向紧缩，但为了打击资金空转， R007 中枢有望回归至 1.9%左右。
- **政策：建立特殊转移支付。**国常会确定建立特殊转移支付机制，将新增财政资金通过增加中央对地方转移支付、安排政府性基金转移支付等方式，第一时间全部下达市县。国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确各项政策出台的时间表。多家股份行表示，监管部门的窗口指导要求压降结构性存款规模，在今年年底前，逐步压降至年初规模的三分之二。

相关研究

《经济恢复了几成？——新型肺炎疫情影响之七》2020.06.09

《真实就业压力几何，究竟来自何方？》2020.06.08

《宽松正在起变化——从宽货币到宽信用》2020.06.07

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002

分析师:于博
Tel:(021)23219820
Email:yb9744@htsec.com
证书:S0850516080005

分析师:李金柳
Tel:(021)23219885
Email:ljl11087@htsec.com
证书:S0850518070004

分析师:宋潇
Tel:(021)23154483
Email:sx11788@htsec.com
证书:S0850519070003

分析师:陈兴
Tel:(021)23154504
Email:cx12025@htsec.com
证书:S0850519110001

联系人:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 同为宽松政策，赤字货币化有何不同？ 6
1.1 什么是赤字货币化？ 6
1.2 赤字货币化成为发达国家当前选择 7
1.3 警惕通胀和货币贬值 8
2. 海外：联储 6 月按兵不动，美财长支持放松隔离 10
2.1 联储 6 月按兵不动 10
2.2 美财长支持放松隔离 10
3. 国内经济：出口增速回落 11
3.1 出口增速回落，进口增速低位 11
3.2 需求好坏参半 14
3.3 生产仍处高位 14
4. 物价：再通胀或重启 15
4.1 5 月 CPI 续降 15
4.2 预测 6 月 CPI 回升 15
4.3 预测 6 月 PPI 回升 15
4.4 再通胀或重启 16
5. 流动性：资金中枢抬升 16
5.1 货币利率上行 16
5.2 央行回笼资金 17
5.3 汇率先升后贬 17
5.4 资金中枢抬升 17
6. 政策：建立特殊转移支付 18
7. 日历：聚焦 6 月中旬数据 18

图目录

图 1 常规货币政策操作流程图 6
图 2 QE 为银行带来大量流动性 6
图 3 美联储资产扩张（百亿美元） 7
图 4 美国银行信贷（百亿美元） 7
图 5 财政赤字货币化直接创造需求 7
图 6 美国和欧元区 M2 同比（%） 8
图 7 中国 M2 同比（%） 8
图 8 赤字货币化的两个影响途径 8
图 9 墨西哥 M2 和 CPI 同比（%） 9
图 10 美元兑墨西哥比索 9
图 11 美国、英国政府债务率（%） 9
图 12 美国、英国 CPI 9
图 13 IMF 预测各国政府赤字率（%） 10
图 14 各国央行资产负债表总规模增速（%） 10
图 15 再通胀环境下的大类资产配置 10
图 16 中国进出口总额、出口与进口同比增速（%） 11
图 17 部分主要商品出口同比（%） 12
图 18 部分主要商品出口同比（%） 12
图 19 一般贸易、加工贸易月度出口同比（%） 12
图 20 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比（%） 12
图 21 中国对美国、日本、欧盟出口同比（%） 12
图 22 中国对韩国、东盟、印度、中国香港出口同比（%） 12
图 23 主要大宗商品进口量同比增速（%） 13
图 24 主要大宗商品进口金额同比增速（%） 13
图 25 我国其他重点进口商品进口金额同比增速（%） 13
图 26 美国、欧元区、日本制造业 PMI 14
图 27 中国制造业 PMI 即新订单和新出口订单分项 14
图 28 35 城商品房月度销量同比增速（%） 14
图 29 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速（%） 14
图 30 历年各周全国高炉开工率水平（%） 14

图 31 五大发电集团日均耗煤同比增速（%）.....14
图 32 CPI 同比增速（%）.....15
图 33 历年 CPI 环比涨幅（%）.....15
图 34 农产品批发价格指数（2015 年=100）.....15
图 35 食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测（%）.....15
图 36 PPI 同比和环比走势（%）.....16
图 37 布伦特原油现货价格（美元/桶）.....16
图 39 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....17
图 40 R001 和 R007（%）.....17
图 41 央行公开市场操作（亿元）.....17
图 42 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....17
图 43 美元指数.....17
图 44 央行公开市场净投放规模（亿元）.....18
图 45 金融机构超额准备金（%）.....18

表目录

表 1　未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....18

1. 同为宽松政策，赤字货币化有何不同？

1.1 什么是赤字货币化？

财政赤字货币化是非常情况下的非常规政策工具。常规的宽松货币政策操作是央行通过调整基准利率来影响市场短期利率及商业银行的信用扩张。当基准利率或市场短期利率降到极低甚至为零的水平时，央行就无法再通过降低基准利率的办法来增加信贷刺激经济，此时就需要使用非常规的政策工具。相比于财政赤字货币化，大家更为熟悉的是量化宽松政策（简称 QE）。

图1 常规货币政策操作流程图

资料来源：海通证券研究所

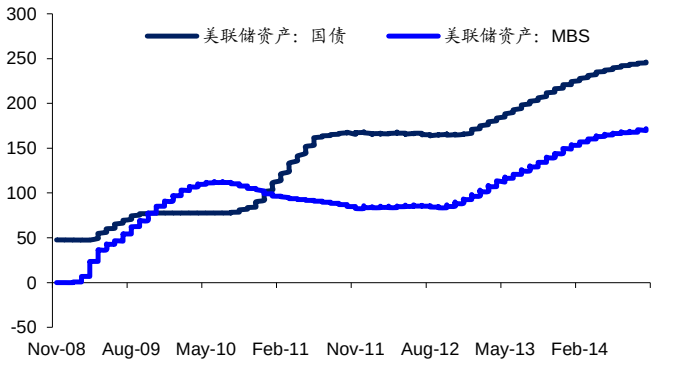
传统 QE 目的是保证金融市场流动性，防止信用收缩。2001 年日本央行最早推出 QE 政策，世界范围内大规模使用则是 08 年金融危机爆发后。QE 是在基准利率接近于零时货币政策发挥效用的一种手段，即央行大规模购买资产扩大资产负债表，通过向市场提供超过维持零利率所需的货币量来增加市场流动性，防范挤兑等风险，稳定金融市场，进而刺激经济复苏。央行购买的资产一部分是长期国债，主要是为了压低中长期利率，另一部分是向非金融企业直接购买债权，包括住房抵押担保债券、政府机构债、企业债甚至股票，目的是为了提供大量流动性。

图2 QE 为银行带来大量流动性

资料来源：海通证券研究所

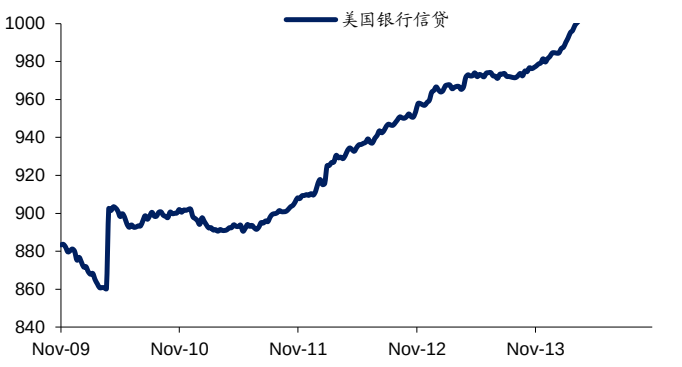
QE 在应对 08 年的美国次贷危机中曾起到重要作用。为了应对 08 年金融危机，2008-2014 年间美国出台了 3 轮量化宽松政策，2008 年 11 月-2014 年 10 月，美联储资产负债表规模增加了 2.4 万亿美元，扩大了 1.2 倍，其中美国国债增加 2 万亿美元，MBS 从无到有，至 3 轮 QE 结束规模已达 1.7 万亿美元。在量化宽松的刺激下，2010 年 3 月起美国银行信贷增速明显回升，至 2014 年 10 月信贷规模累计增长了 20.6%。

图3 美联储资产扩张（百亿美元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图4 美国银行信贷（百亿美元）

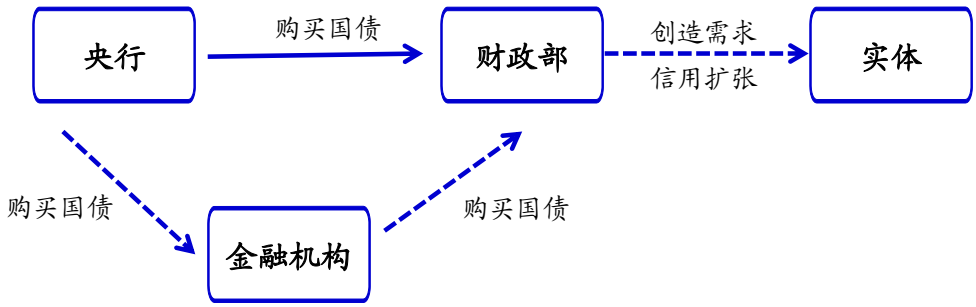


资料来源：wind，海通证券研究所

但 QE 并非一直有效。当实体部分出现明显问题时商业银行惜贷情绪高，导致货币政策传导不通畅，央行向商业银行释放的流动性并不一定能转化为社会信贷。为了弥补货币政策传导效果的削弱，央行需要采取其他措施绕过商业银行，通过直接购入非金融企业债权进行信用扩张向实体输入资金。

财政赤字货币化，直接创造信用扩张，区别于 QE 更为有效。财政赤字货币化更注重发挥财政功能，资金直达实体，还可以控制资金流向。狭义的财政赤字货币化是央行在一级市场上直接购买财政部发行的国债。央行买入国债就是市场直接投放基础货币，由财政部支出拉动社会需求，并将资金注入实体。广义的财政赤字货币化是央行通过在二级市场上持续、大规模的买入国债来增发货币为政府赤字融资。广义和狭义的财政赤字货币化其实实质相同，都是由财政部而非商业银行承担向实体输送资金的功能。

图5 财政赤字货币化直接创造需求



资料来源：海通证券研究所

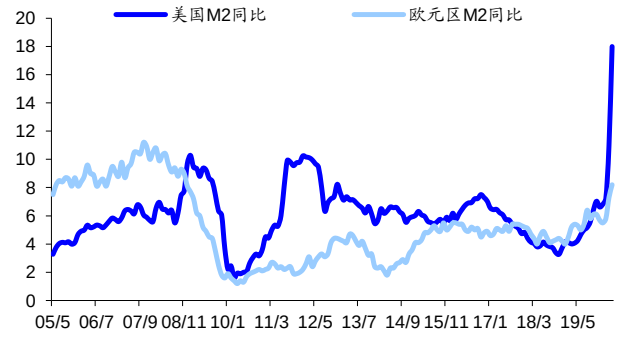
1.2 赤字货币化成为发达国家当前选择

目前各国货币进一步宽松空间较小，而本次疫情危机主要冲击的是实体经济而非金融体系。过去全球的利率水平相对比较正常，面对危机时往往采取降息措施来刺激实体经济的信贷需求。目前美国已经通过快速降息将利率降至临界水平，而欧洲及日本甚至出现负利率，货币进一步宽松的空间较小。同时，以往金融危机期间，政府前期应对措施集中在救助及稳定金融系统，而此次危机的中心是实体而非金融系统。货币端的大水漫灌无法有效解决疫情期间最危急的企业及居民部门收入骤降问题，而财政支出可以直接进入实体经济，拉动总需求，且可以控制资金流向，直接救助受影响最严重的部门。

因此，本次危机许多发达国家都选择了财政赤字货币化，各国货币增速普遍高增。新冠疫情爆发后，美国推出了 4 轮史无前例的天量财政刺激计划，总规模达 2.9 万亿美元，财政赤字飙升创下历史新高。与此同时，美国国债发行额急剧增加，美联储购买美国国债力度空前。而在欧元区也有类似的现象，今年 1 季度其政府债券余额新增 2000 亿欧元，这里面大部分债务最终也会由欧央行来买单。货币配合财政托底经济的方法使得发达国家的信贷扩张明显，美国和欧洲的 M2 同比增速分别在 5 月和 4 月达到 23.1%

和 8.2%。而尽管我国没有采取财政赤字货币化，但今年我国预算财政赤字将增加到 3.76 万亿，广义财政赤字约为 8.5 万亿，对应广义财政赤字率约为 8.2%，将创下 1952 年以来的新高。这大部分政府债券将由商业银行购买，背后其实也是央行在进行流动性供给。受此带动，我国广义货币 M2 同比在 5 月也达到 11.1%。

图6 美国和欧元区 M2 同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

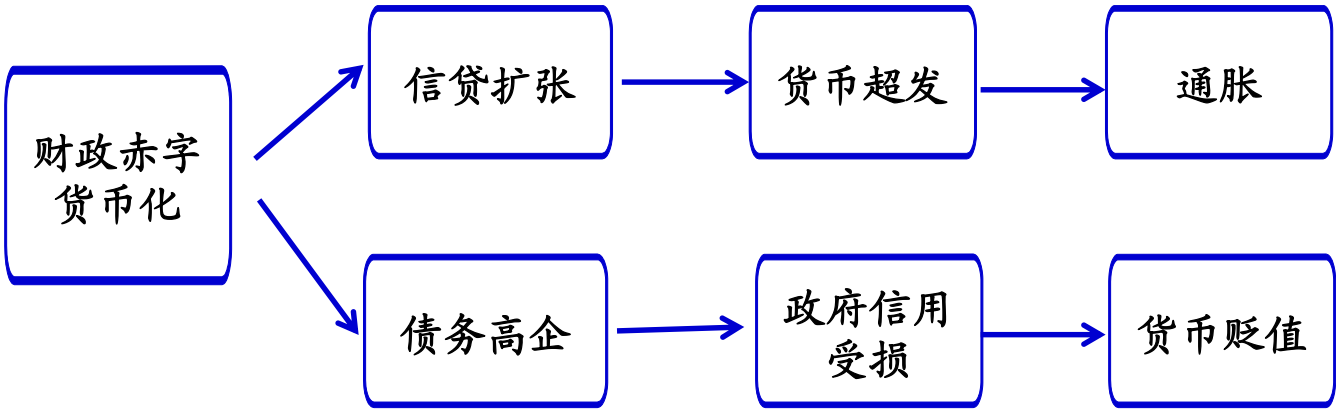
图7 中国 M2 同比（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 警惕通胀和货币贬值

财政赤字货币化主要有两个传导途径对经济的影响。一方面，央行大规模购买国债向市场释放大量基础货币，经过信用扩张就会创造出大量的信贷，结果就是货币供应量快速增加，当其增速超过了产出的增速时，就会出现过多的货币追逐较少的商品的情况，形成通胀压力。另一方面，政府财政赤字及债务急剧攀升，到达一定程度时，市场就会对政府的偿付能力产生怀疑，进而影响国债的价值及货币信用，动摇主权货币的地位，导致货币贬值压力。

图8 赤字货币化的两个影响途径



资料来源：海通证券研究所

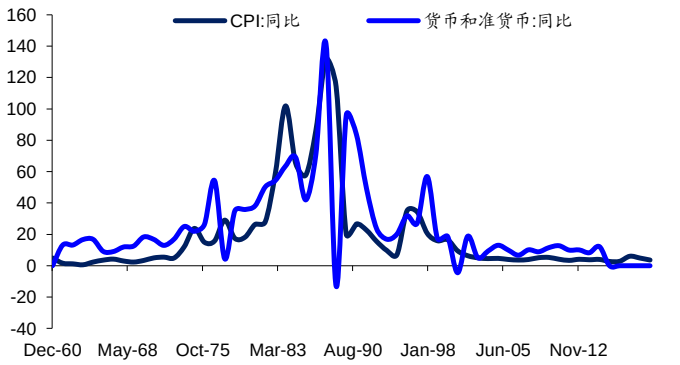
当一个国家实施赤字货币化时面临的是本币贬值及国内恶性通胀。

一个典型的例子就是拉美债务危机中的墨西哥。1982 年墨西哥宣布难以偿还外债，在债务危机已经爆发的情况下墨西哥仍未采取行动缩减财政赤字，1986-1988 年间墨西哥中央政府财政赤字占 GDP 的比重仍然超过 9%。没有外债来源的墨西哥政府只能用超发货币来维持政府支出，这就导致墨西哥的 M2 同比增速从 1975 年的 26%持续飙升至 1987 年的 141%。

无节制的超发货币对经济产生了严重的影响。一方面是恶性通胀，70 年代以后墨西哥通胀就出现持续上升的状况，CPI 同比从 1969 年的 3.4%上升至 1979 年的 18.2%，

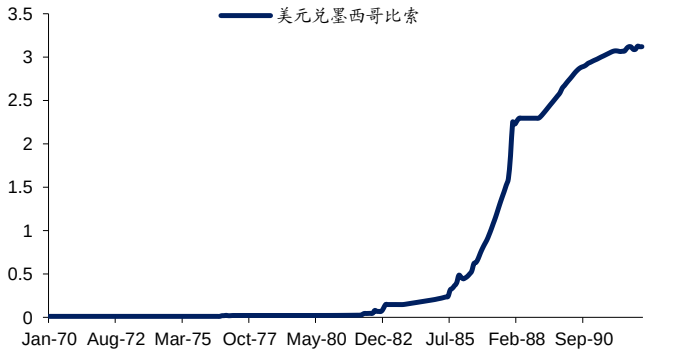
进入 80 年代以后墨西哥通胀开始失控，CPI 同比在 1987 年跃升至 131.8%的高位。另一方面是墨西哥比索疯狂贬值，1983-1988 年间美元兑墨西哥比索呈指数型上升，累计贬值幅度超过 90%。

图9 墨西哥 M2 和 CPI 同比（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

图10 美元兑墨西哥比索

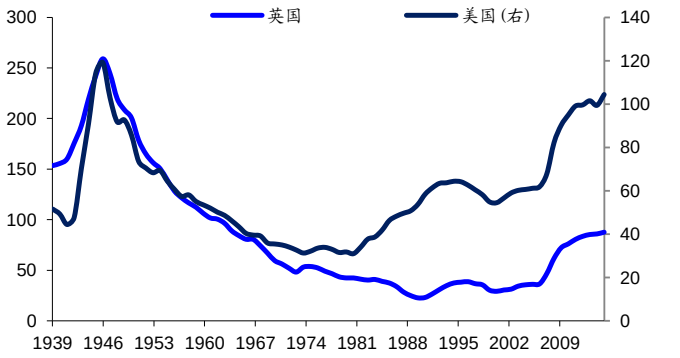


资料来源：wind，海通证券研究所

当各国都出现财政赤字货币化，就会出现纸币相对黄金的整体贬值和全球性通胀。当一国国内存在通胀时，有可能通过各种方式转嫁到其他国家，减缓国内的通胀压力，但当大部分国家都处于货币超发状态时，通胀也就无可转嫁，物价会无国别差异地上涨。

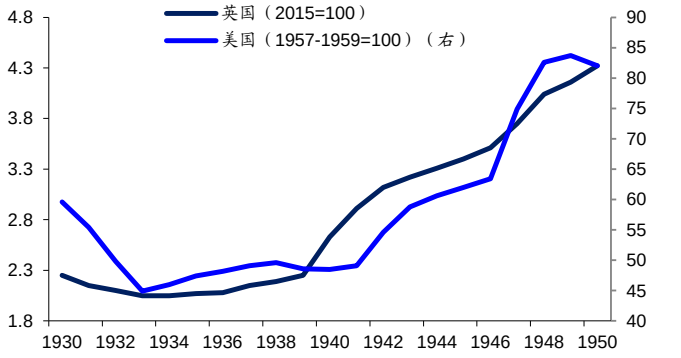
二战时期，为了筹集军费，各国政府债务率大幅上升，英国政府债务率曾达到 259%，美国政府债务率也一度超过 100%，均为历史高峰，而身为战败国的德国和日本政府债务率均接近甚至超过了 200%。战争期间金融系统崩溃，财政赤字基本是央行为其买单，各国均出现货币超发，并带来全球普遍性的通胀。1945 年二战结束时，与战前相比，英国 CPI 上升了 56%，美国 CPI 上升 30%。同时，多国货币对黄金出现大幅贬值。

图11 美国、英国政府债务率（%）



资料来源：FRED，海通证券研究所

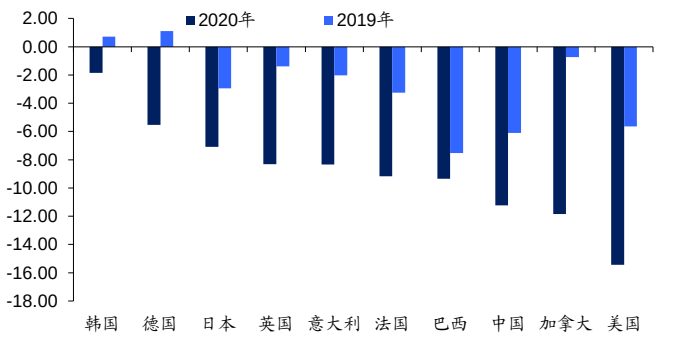
图12 美国、英国 CPI



资料来源：FRED，海通证券研究所

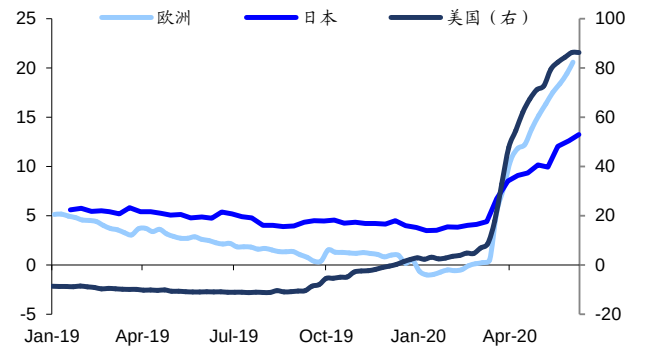
目前，新冠肺炎是全球性问题，各国为应对疫情对经济的冲击均采取了扩张财政，大部分债务最后将由各国央行承担。根据 IMF 的预测，为应对新冠疫情，世界主要经济体 2020 年财政赤字率较上一年均会大幅升高。短期内财政支出需要大幅增加，而收入却由于疫情影响反而出现下降，财政赤字短期内大幅飙升，这一困境与二战时政府所面临的局面非常相似。解决方案同样类似，由央行规模购入国债为财政赤字融资。三月中旬疫情在世界范围爆发以来，全球主要央行资产负债表规模迅速扩大。截至 6 月 10 日，美联储资产负债表总规模同比增长 86.2%，日本央行总资产同比增长 13.2%，而截至 6 月 4 日欧央行总资产同比增长 20.6%。**未来财政赤字货币化可能带来类似二战的通胀及货币整体贬值。**

图13 IMF 预测各国政府赤字率（%）



资料来源：IMF，海通证券研究所

图14 各国央行资产负债表总规模增速（%）

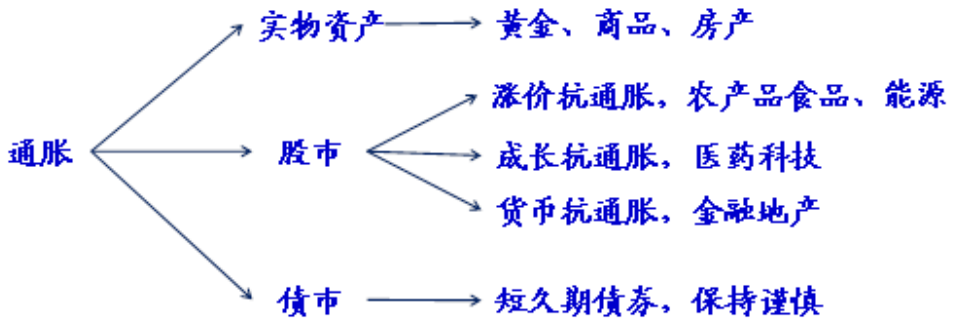


资料来源：Wind，海通证券研究所

在传统货币政策无能为力，QE 效力越来越弱的背景下，为挽救疫情冲击下的经济，欧美各国已纷纷使用财政赤字货币化手段，未来我们需要警惕通胀和货币贬值。

资产配置方面，在全球范围的通胀及纸币贬值压力下，需要配置抗通胀类资产防止货币贬值。抗通胀类资产主要特征是价格随货币增速而同步甚至更大幅度上升，以此逻辑相应配置实物资产及金融资产。抗通胀类资产可以分为两类，一类是供给端无法随价格上升而增长的商品，这些商品可以靠涨价抗通胀，如黄金供给有限，食品、农产品等商品生产增加需要一定周期。另一类就是价格随货币增发而上升的资产，比如房地产。而业绩随货币增发而上升的行业股票同样属于此类，医药科技股受益于货币的增加而成长，金融尤其是银行由于参与货币创造也能从中获利。长期来看，其收入和利润是随货币的持续增加而上升的。而对于债市，我们持谨慎态度，目前的国债利率及货币基金收益率均处于历史低位，远低于当前的通胀率，无法对抗通胀及货币贬值。

图15 再通胀环境下的大类资产配置



资料来源：海通证券研究所整理

2. 海外：联储 6 月按兵不动，美财长支持放松隔离

2.1 联储 6 月按兵不动

联储 6 月按兵不动。上周三，美联储发布 6 月议息会议声明，重申将使用所有工具支持经济，维持利率区间 0-0.25%不变，未来数月将至少以当前速度增加对国债以及机构住宅和商业 MBS 的持有。点阵图显示，委员们预计当前利率区间或维持到 2022 年。

美联储发布货币政策报告。上周五，美联储发布半年度货币政策报告，重申今年二季度美国 GDP 将大幅下降，预计美国家庭和企业的资产负债表将因疫情冲击经济而长期脆弱。

2.2 美财长支持放松隔离

美财长支持放松隔离。上周四，美国财长姆努钦接受采访时表示，支持总统敦促各州放松社交隔离措施的决定，如果疫情重新暴发，没有必要再次实施限制性措施，不应让经济再次陷入停摆。

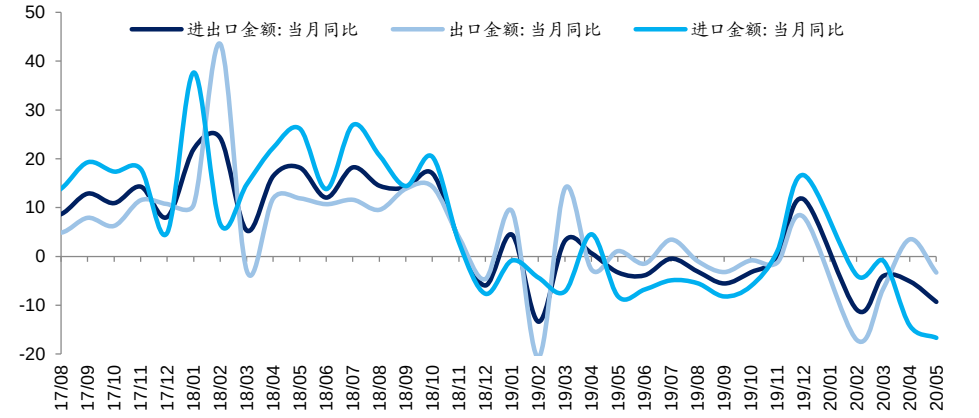
英国 4 月 GDP 环比萎缩 20.4%。上周五，英国统计局公布 4 月 GDP 较 3 月下跌 20.4%，创历史最大环比跌幅，同比跌幅达 24.5%。

3. 国内经济：出口增速回落

3.1 出口增速回落，进口增速低位

出口增速回落。5 月我国以美元计价出口同比增速降至-3.3%（前值 3.5%），贸易顺差回升至 629.3 亿美元。

图16 中国进出口总额、出口与进口同比增速（%）



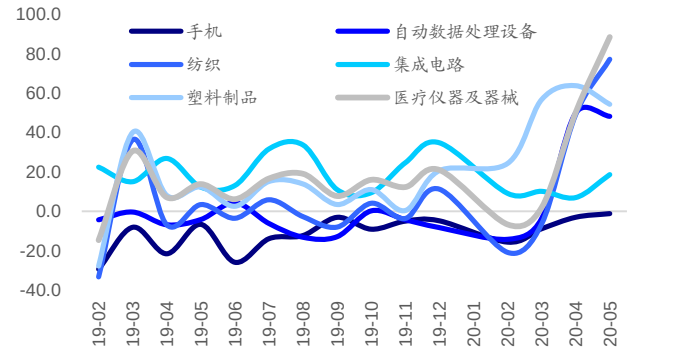
资料来源：CEIC，海通证券研究所

一方面，防疫物资、前期订单对出口仍有支撑，纺织制品（77.3%）、医疗仪器及器械（88.51%）出口增速创新高，集成电路（18.7%）和手机（-1.2%）出口增速也有回升，这 4 类商品出口金额占 5 月总出口的 19.5%，支撑出口增速。此外，自动数据处理设备及零件（48.2%）、塑料制品（54.4%）虽出口增速略降，但仍处高位。

从原因看，纺织制品、医疗仪器及器械、塑料制品包含口罩、呼吸机、护目镜等，源于海外防疫物资需求激增，手机、自动数据处理设备及集成电路则与居家办公需求以及前期订单补出口有关。

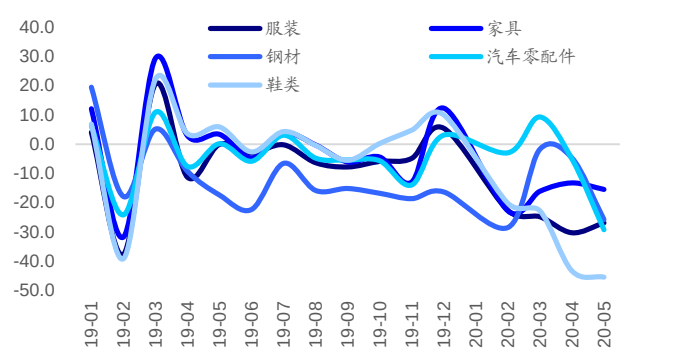
另一方面，外需受冲击的影响也逐渐体现，5 月我国钢材（-25.8%）、汽车零配件（-29.3）出口增速大幅下降，反映海外生产停工的影响；5 月服装（-26.9%）、鞋类（-45.5%）和家具（-15.5%）出口增速仍在低位，反映海外居民消费受到冲击。

图17 部分主要商品出口同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

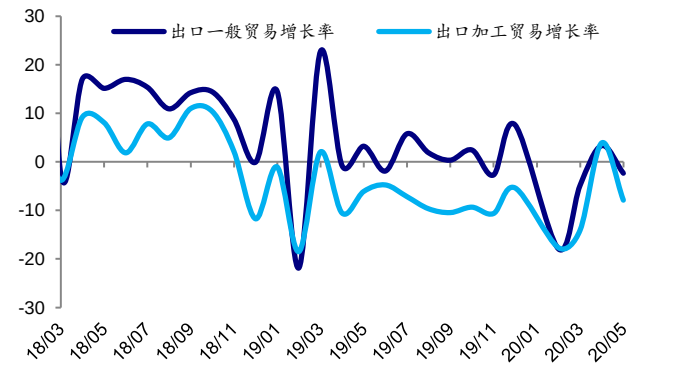
图18 部分主要商品出口同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

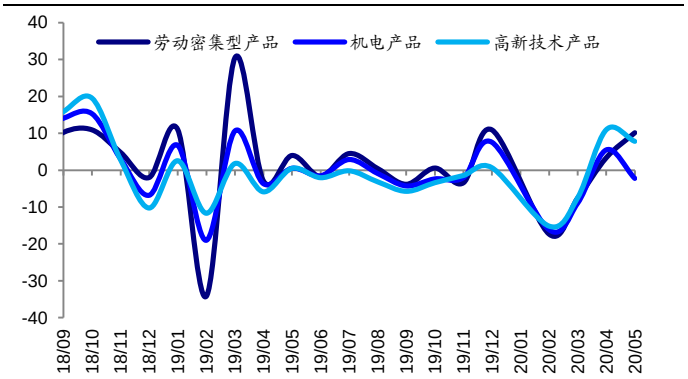
从贸易方式来看，5 月一般贸易出口同比增速-2.3%（前值 3.4%），加工贸易出口同比增速-7.9%（前值 3.9%），双双回落。**从产品类型来看，**包含口罩在内的纺织制品出口同比大增，导致劳动密集型产品（10.2%）出口增速整体回升，但机电产品（-2.3%）和高新技术产品（7.8%）出口增速回落。

图19 一般贸易、加工贸易月度出口同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

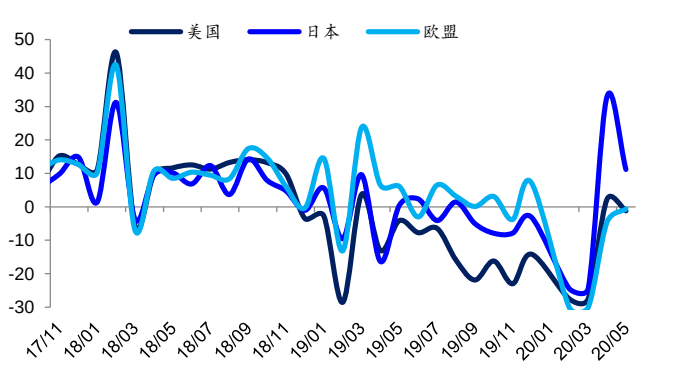
图20 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

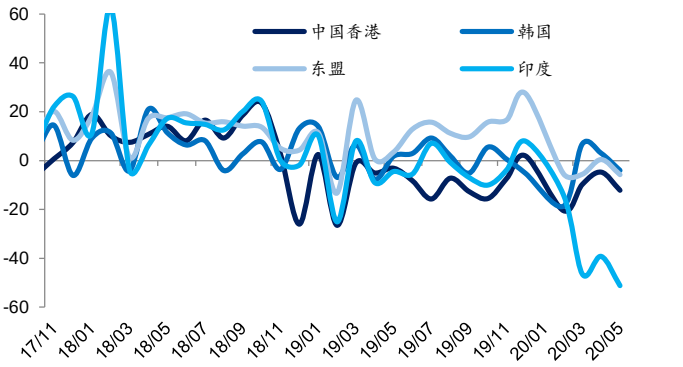
从国别和地区来看，5 月对发达经济体出口涨跌互现，对美国（-1.2%）和日本（11.2%）出口增速较前月回落，对欧盟（-0.7%）出口增速略有改善，但对新兴经济体出口普遍下滑，对韩国（-4.0%）、东盟（-5.7%）出口增速转负，对中国香港（-12.1%）、印度（-51.2%）出口增速跌幅扩大。

图21 中国对美国、日本、欧盟出口同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 中国对韩国、东盟、印度、中国香港出口同比（%）

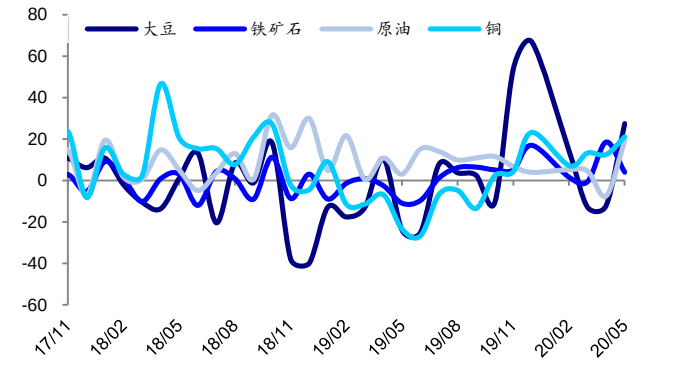


资料来源：Wind，海通证券研究所

进口增速低位。5 月进口同比增速-16.7%（前值-14.2%），维持低位，数量涨跌互现，但价格拖累明显。从数量看，5 月我国进口大豆（27.4%）、原油（19.2%）和铜（21.1%）同比大增，但进口铁矿石（3.9%）增速回落；从金额看，进口铜（-0.4%）增速跌幅收

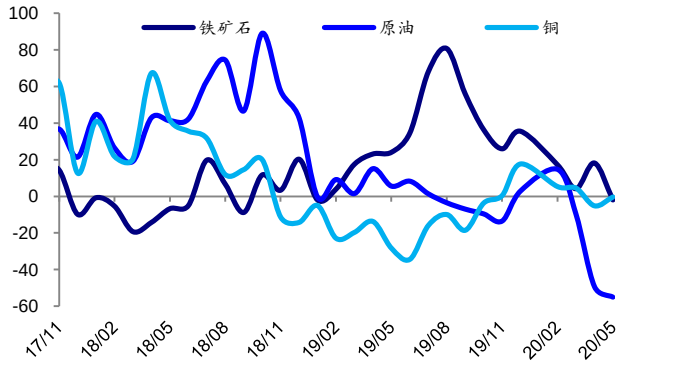
窄，进口铁矿石（-2.0%）和原油（-55.1%）增速回落，价格因素拖累明显。

图23 主要大宗商品进口量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

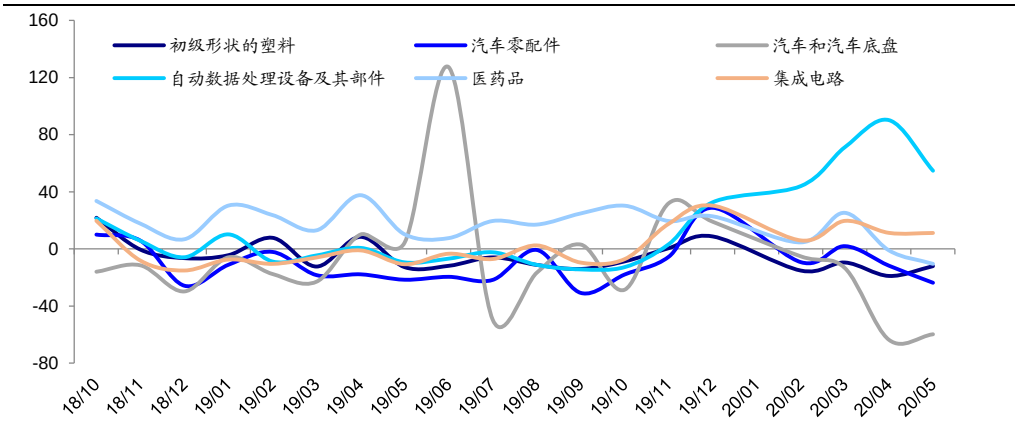
图24 主要大宗商品进口金额同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

其他重点产品的进口金额增速多数放缓。5 月自动数据处理设备及部件（54.8%）进口同比增速回落，但增速水平仍高，汽车零配件（-23.7%）、医药品（-10.5%）进口增速跌幅扩大。汽车和汽车底盘（-59.9%）、初级形状的塑料（-12.1%）进口增速跌幅收窄，集成电路（11.1%）进口增速稳定。

图25 我国其他重点进口商品进口金额同比增速（%）



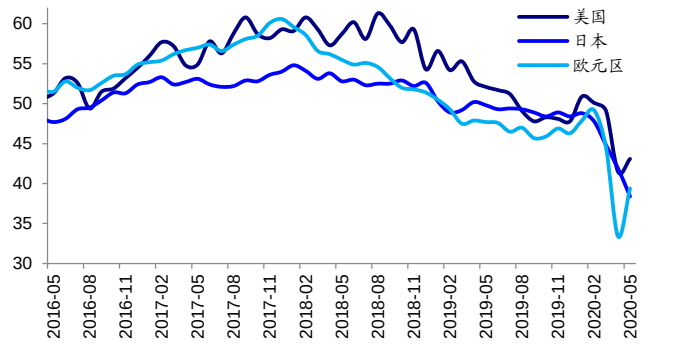
资料来源：CEIC，海通证券研究所

我们预计，短期我国出口可能偏弱。原因之一在于 2-3 月我国出口企业受停工影响，经过 3 个月左右的时间，前期积压订单将逐渐被消化，对出口的贡献后续或将减弱。原因之二在于，海外疫情未得到完全控制，5 月美、欧制造业 PMI 仍在荣枯线下，日本制造业 PMI 继续下滑，外需恢复程度较慢，4-5 月我国制造业 PMI 新出口订单仍徘徊在 40 以下的低位，预示短期出口有压力。

但年内出口有望回升。疫情尚未缓解期间，防疫物资短期支撑我国出口。纺织制品、医疗仪器及器械及塑料制品 5 月出口总额增速高达 72.2%，占当月总出口的比重从去年同期的 8%上升到 14.2%，如果这几类商品出口仍至少维持 50%的增速且占比维持该水平，则将大约拉动出口同比增速 7 个百分点左右，部分弥补外需整体收缩的冲击。

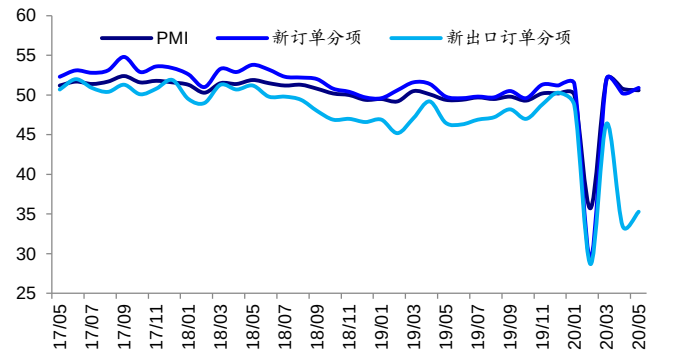
而疫情逐步缓解后，海外需求也有望逐渐恢复。5 月以来欧美主要国家陆续分步放松封锁措施，生产生活逐步重启，如果疫情不发生二次暴发，需求将逐步回升，加上人民币今年以来贬值有助于对冲部分压力，预计下半年出口或逐渐修复。

图26 美国、欧元区、日本制造业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 中国制造业 PMI 即新订单和新出口订单分项

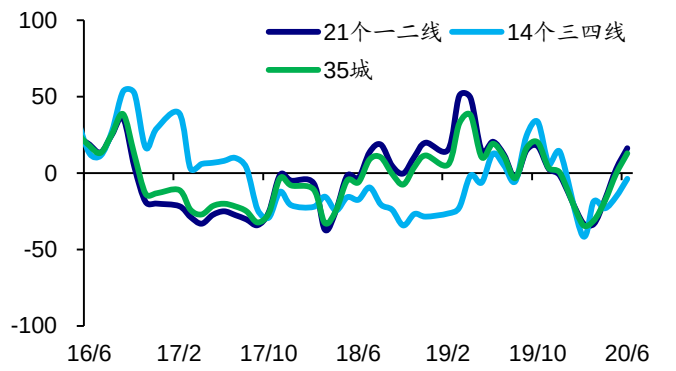


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 需求好坏参半

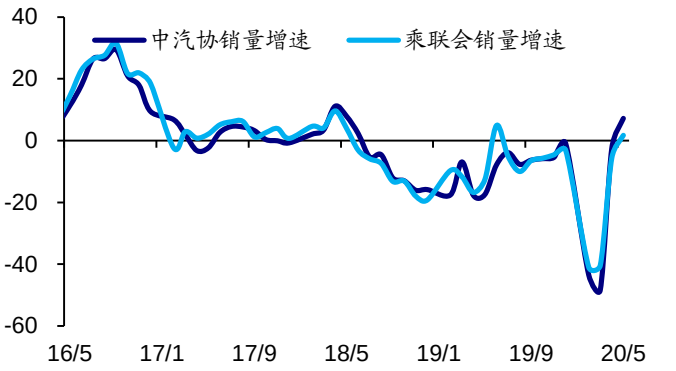
地产销售增速转正，汽车批发强零售弱。由于去年同期基数走低，6 月上旬 35 城地产销量增速大幅转正至 12.9%。5 月中汽协、乘联会乘用车销量增速分别由负转正至 7.2%、1.7%，6 月前 7 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为 60%和-10%，较 5 月增速一升一降。

图28 35 城商品房月度销量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速（%）

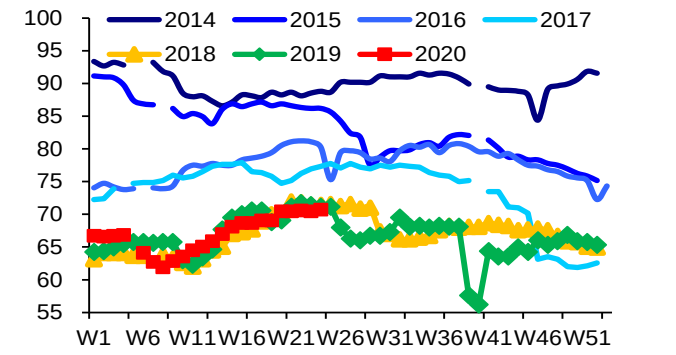


资料来源：Wind，海通证券研究所。

3.3 生产仍处高位

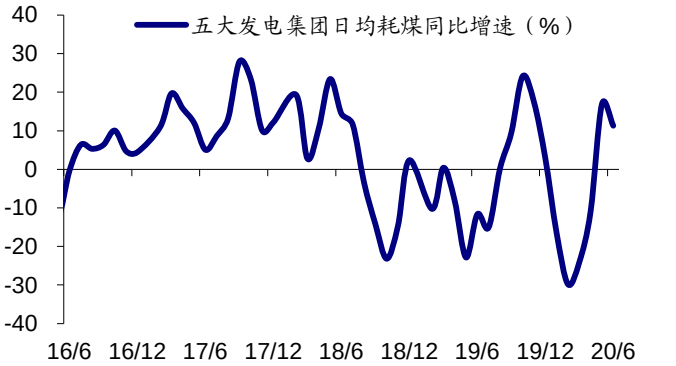
高炉开工有所回升，发电耗煤高位回落。上周全国高炉开工率回升至 70.7%，Mysteel 样本钢厂钢材产量增速回升转正。6 月上旬五大集团日均发电耗煤同比增速 11.3%，较 5 月增速有所回落，但仍处高位。

图30 历年各周全国高炉开工率水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 五大发电集团日均耗煤同比增速（%）



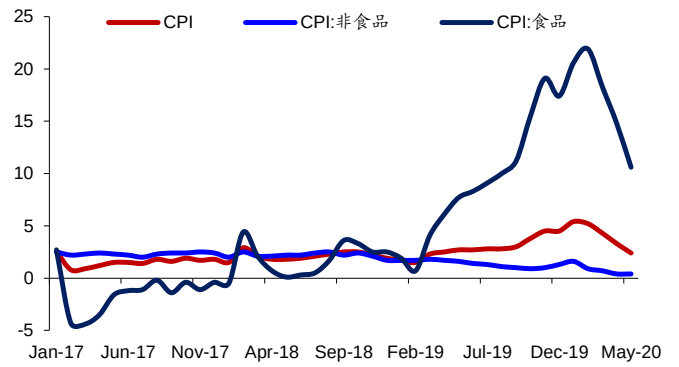
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 物价：再通胀或重启

4.1 5 月 CPI 续降

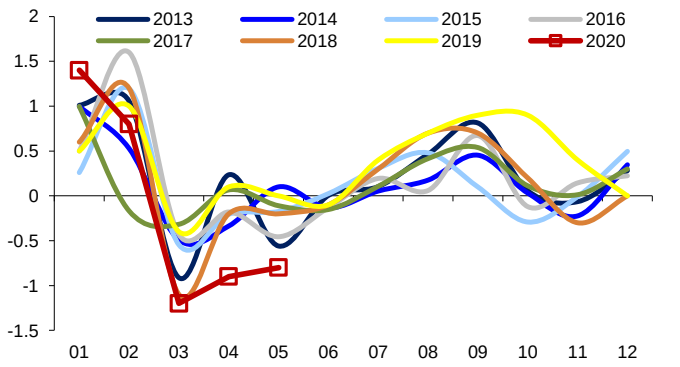
5 月 CPI 环比下降 0.8%，同比继续回落至 2.4%。食品方面，生猪产能进一步恢复，猪肉供给增加带动猪价继续大幅下跌，鲜菜大量上市也带动菜价下降，5 月食品 CPI 环比下降 3.5%，是 CPI 下跌主因。非食品方面，国际油价走低带动液化石油气价格下降，夏装新款上市带动服装价格上涨，5 月非食品 CPI 环比持平。

图32 CPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图33 历年 CPI 环比涨幅（%）

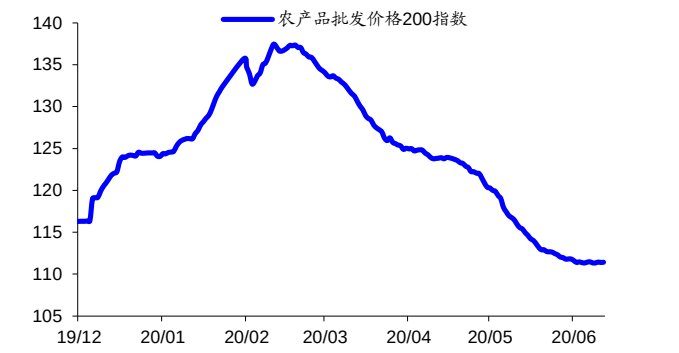


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测 6 月 CPI 回升

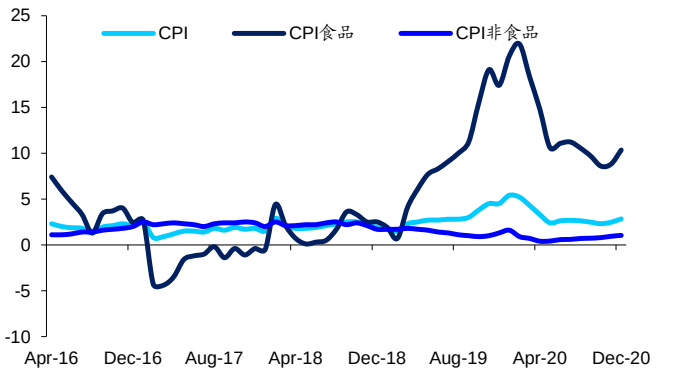
6 月以来猪价止跌反弹，蔬菜价格跌幅收窄，我们预计 6 月 CPI 同比小幅回升至 2.6%。

图34 农产品批发价格指数（2015 年=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图35 食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测（%）

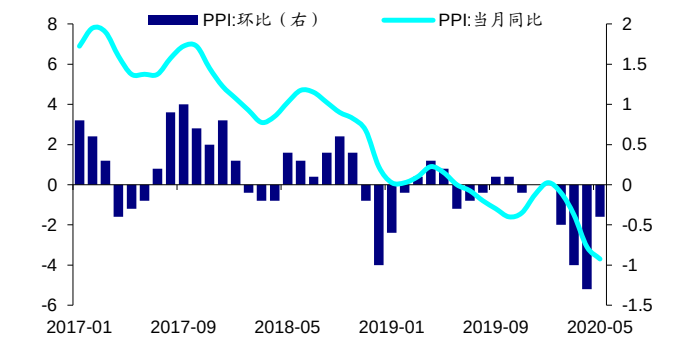


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 预测 6 月 PPI 回升

5 月 PPI 环比下跌 0.4%，跌幅收窄，同比继续回落至-3.7%。环比价格表现上，生产资料价格和生活资料价格双双下跌。6 月以来国际油价继续上涨，国内煤价、钢价回升，我们预计 6 月 PPI 环比由降转涨，同比回升至-3.0%。

图36 PPI 同比和环比走势（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

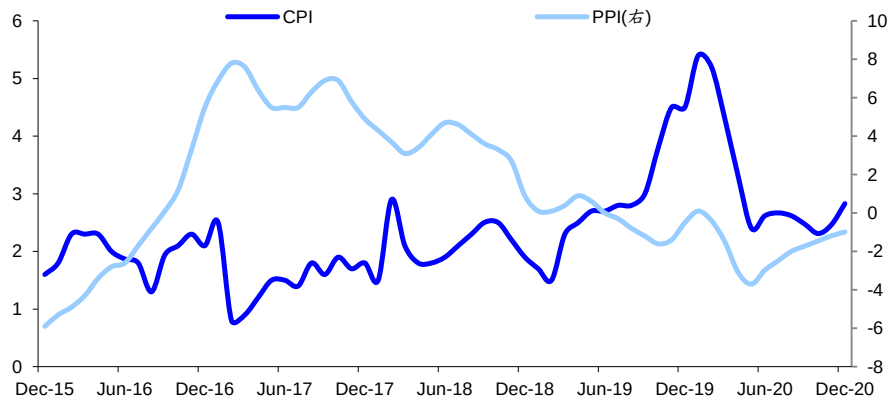
图37 布伦特原油现货价格（美元/桶）

资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 再通胀或重启

4 月以来食品价格出现持续下跌，是近期 CPI 大幅回落的主要原因，目前回落后的 CPI 更能真实反映整体通胀水平。全球货币政策的重心已经从货币宽松过度到信用宽松，信贷扩张下各国货币增速均创出新高。海外主要发达国家疫情峰值已过，各国实施逐步解封计划。经济重启带动工业品价格持续回升，未来核心物价的非食品 CPI 有望跟随 PPI 一起回升，再通胀的过程或许已经重新开启。

图38 CPI 和 PPI 同比及预测（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：资金中枢抬升

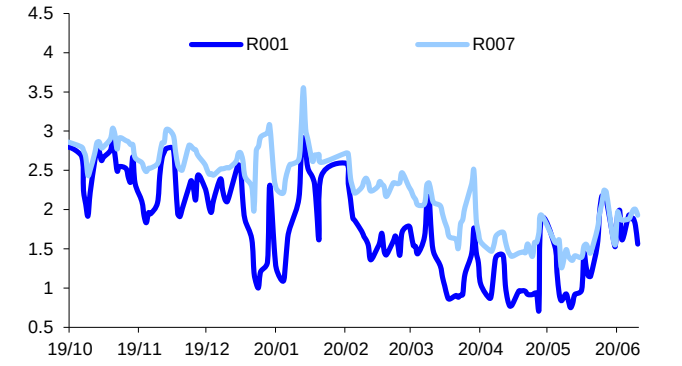
5.1 货币利率上行

上周货币利率上行，其中 R001 均值上行 7bp 至 1.81%，R007 均值上行 17bp 至 1.95%。DR001 均值上行 8bp 至 1.77%；DR007 均值上行 11bp 至 1.93%。

图39 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 R001 和 R007（%）

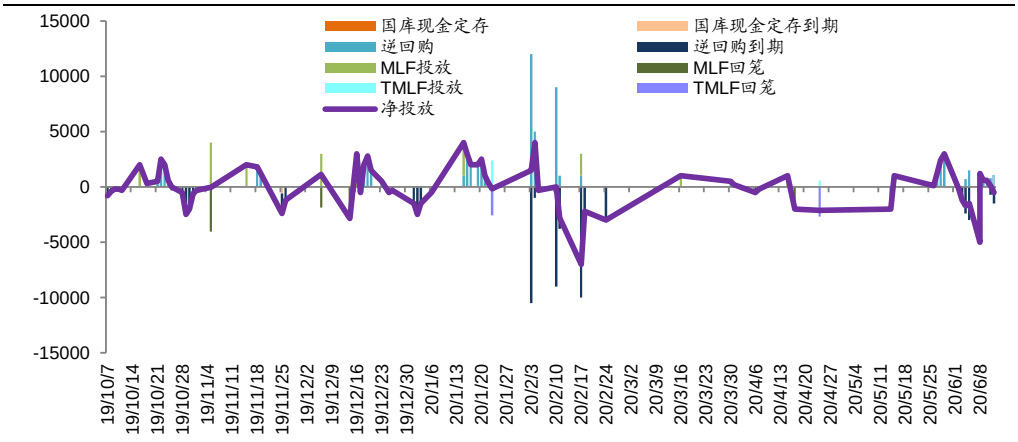


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行回笼资金

上周央行逆回购操作 4200 亿元，到期 2200 亿元，MLF 到期资金 5000 亿元，净回笼资金规模 3000 亿元。

图41 央行公开市场操作（亿元）

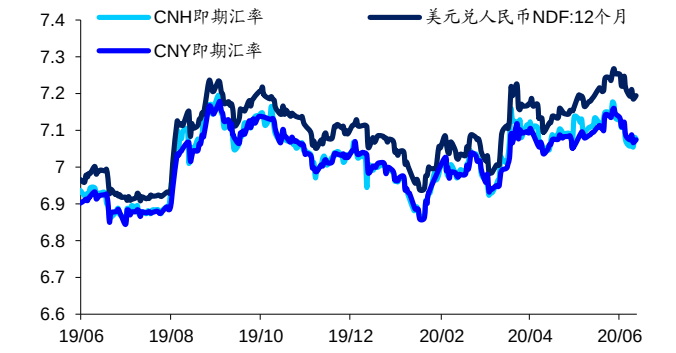


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率先升后贬

上周美元指数先贬后升，人民币对美元汇率先升后贬，在岸人民币回升至 7.07，离岸人民币回落至 7.08。

图42 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

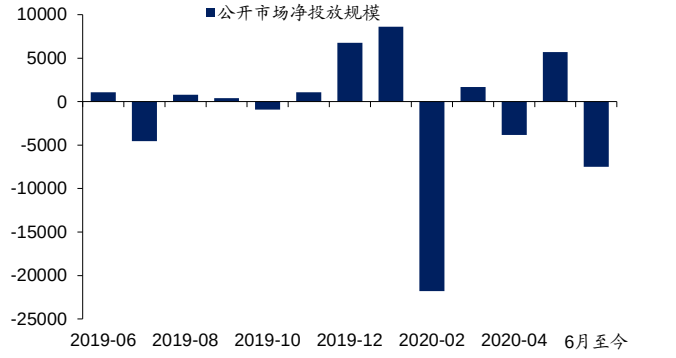
图43 美元指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4 资金中枢抬升

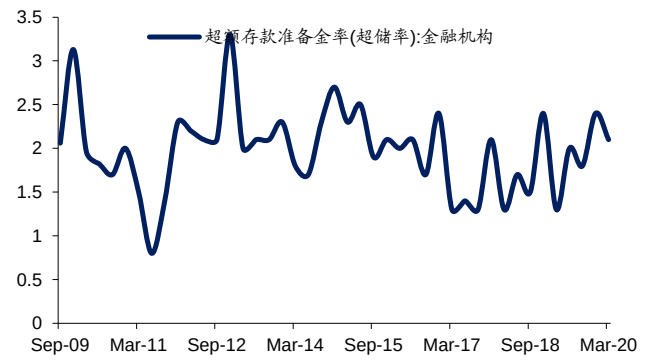
当前货币政策重心从“宽货币”到“宽信用”，无论是从配合财政发力还是推动宽信用角度来看，货币政策都不至于立刻转向紧缩。但为了打击资金空转，监管层一方面引导资金利率中枢接近政策利率，另一方面压降结构性存款规模与价格。目前 7 天逆回购政策利率为 2.20%，18 年本轮牛市开启至疫情爆发前，央行 7 天回购利率与 R007 利差均值为 30BP，这意味着央行不降低逆回购利率的情况下，R007 中枢有望回归至 1.9%左右。

图44 央行公开市场净投放规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图45 金融机构超额准备金（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：建立特殊转移支付

建立特殊转移支付。国常会指出今年国家确定新增减税降费 2.5 万亿元，大部分在下半年实现，而这给市县财力带来很大缺口。会议确定建立特殊转移支付机制，将新增财政资金通过增加中央对地方转移支付、安排政府性基金转移支付等方式，第一时间全部下达市县。省级政府要当好“过路财神”，同时不做“甩手掌柜”，在加强资金监管同时，将自身财力更多下沉基层，弥补基层财力缺口。

政策出台时间表确定。国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确各项政策出台的时间表。其中实施国企改革三年行动将在 10 月底前出台相关政策，改革创业板并试点注册制、发展多层次资本市场将由证监会牵头，6 月底前出台相关政策并于年内落地。

压降结构性存款规模。据《每日经济新闻》报道，多家股份行表示，他们已经收到了监管部门的窗口指导，要求压降结构性存款规模，在今年年底前，逐步压降至年初规模的三分之二。6 月 12 日，北京银保监局发布《关于结构性存款业务风险提示的通知》，进一步要求辖内商业银行在 2020 年末，将总量控制在监管政策要求的范围之内，并加强对结构性存款资金来源甄别，防止个别企业进行空转套利。

7. 日历：聚焦 6 月中旬数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2020/6/15	达拉斯联储主席卡普兰将发表讲话	--	--
2020/6/16	5 月零售销售(环比)	-16.4%	7.4%
2020/6/16	6 月 NAHB 房价指数	37	44
2020/6/16	美联储主席鲍威尔在参议院银行委员会发表半年度货币政策报告	--	--
2020/6/17	美联储副主席克拉里达就经济和政策前景发表讲话	--	--
2020/6/17	上周 API 原油库存变化(万桶)(至 0612)	842	--
2020/6/17	5 月新屋开工(年化环比)	-30.2%	23.5%

2020/6/17	上周 EIA 原油库存变化(万桶)(至 0612)	572	--
2020/6/18	上周季调后初请失业金人数(千人)(至 0613)	1542	--
2020/6/18	美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会发表半年度货币政策报告	--	--
欧元区			
2020/6/15	4 月季调后贸易帐(十亿欧元)	-3.8%	--
2020/6/17	5 月消费者物价指数(同比)终值	0.1%	--
中国			
2020/6/15	5 月规模以上工业增加值(同比)	3.9%	5.0%
2020/6/15	1-5 月城镇固定资产投资(同比)	-10.3%	-6%
2020/6/15	5 月社会消费品零售总额(同比)	5.5%	5.7%
2020/6/15	国家统计局发布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告	--	--
2020/6/15	中国国家统计局召开 6 月国民经济运行情况新闻发布会	--	--

资料来源：Wind，fx168 财经报社，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超　　宏观经济研究团队
于博　　宏观经济研究团队
李金柳　　宏观经济研究团队
宋潇　　宏观经济研究团队
陈兴　　宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756　fqh12888@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154653　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com