



太和智库
Taihe Institute

太和财经

股强债弱，货币偏“鹰”

太和智库 2020年6月刊



关注时代
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 报告主要观点..... | 1 |
| 一、热点评析..... | 6 |
| (一) 金融市场呈现“强”股“弱”债格局..... | 6 |
| 1. 波动潮起..... | 6 |
| 2. 熟悉的空转..... | 8 |
| (二) “价格脱敏”的隐忧..... | 9 |
| 1. 实体经济与货币资金的“价格脱敏”..... | 9 |
| 2. 证伪前的证实过程?..... | 10 |
| 二、全球宏观经济走势预判..... | 13 |
| (一) 中国宏观经济预判..... | 13 |
| 1. 结构型通缩无缝衔接货币型通胀的风险在增高..... | 13 |
| 2. 贸易疲弱或将延续全年..... | 18 |
| 3. 投资显出缓冲作用..... | 23 |
| (二) 全球宏观经济预判..... | 29 |
| 1. 欧美制造业难改颓势..... | 29 |
| 2. 全球贸易或将让渡于区域贸易..... | 32 |
| 三、金融市场走势预判..... | 35 |

| | |
|--------------------------|-----------|
| (一) 中美货币政策预判..... | 35 |
| 1. 中国货币政策不会“矫枉过正” | 35 |
| 2. 美联储“火力”全开..... | 35 |
| (二) 金融市场走势预判..... | 36 |
| 1. 国内股票市场涨势可期..... | 36 |
| 2. 中国债券市场维持“箱体震荡” | 38 |
| 3. 投资型复苏拉动大宗商品行情..... | 39 |

报告主要观点

《太和财经（2020年6月刊）》对2020年5月全球金融经济热点事件、全球宏观经济走势和金融市场走势分析如下：

1. 金融市场呈现“强”股“弱”债格局。国外股市方面，美国纳斯达克指数创出历史新高，盘中一度突破万点。国内股市方面，创业板指一举突破了短期顶部，创出了2016年4月以来的新高。中、美股市走强的背后逻辑并不相同，A股的走强有着较强的基本面支撑，而美股的走强与经济基本面的背离程度较大，存在较大回调风险。债市方面，2020年5月以来，中国债市剧烈调整，呈现巨幅震荡的态势，期限利差也回到3月的水平。无论是基于当前经济基本面，还是配合财政发力的直接需求，货币政策都没有快速转向的可能性。

2. “价格脱敏”的隐忧。疫情下的“宽信用”难逃“信用消失”的厄运。一方面，中国金融供给的结构决定了宽信用的主要方向仍然受限；另一方面，需求疲软叠加疫情冲击延长了“信用消失”的时限，从而长期影响国内经济的发展。在中国当前的金融结构基础上，新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）与需求疲软的双重冲击使得存量货币和新增货币供给大概率滞留于金融部门。

3. 中国价格走势评述：总体来看，2020年5月CPI重回“2时代”的主要原因在于食品类价格趋于稳定并开始下行。PPI增速进一步下行则仍然受到需求疲软和库存问题的影响。值得注意

的是，供求关系对价格的影响往往考虑为短期因素，影响价格长期走势的决定性因素主要为货币供给，考虑到疫情的负面影响与国际市场持续低迷，宽信用、宽货币的货币政策将大概率持续，因此货币供应增速很有可能持续走高。在当前结构型通缩尚未结束背景下，在货币宽松与需求不足的作用下，货币型通胀无缝衔接结构性通缩的风险需要受到关注。

4. 中国外贸走势评述：在全球疫情难以遏制，全球需求难以提振，国内需求难以拉动，库存问题高企的背景下，中国2020年1-5月的出口与进口均受到了不同程度的影响，2020年5月单月的出口数据也出现了大幅回落。如果未来中国贸易伙伴的疫情防控得以控制，“替代效应”将逐步消除，外需的回暖也仍需时日；如果国外疫情难以控制，全球需求的回暖则遥遥无期，贸易链的长期断裂将使得未来出口贸易面临的困难继续增大。

5. 中国投资走势评述：刚刚起步的“新基建”市场规模还未达到独当一面的程度，这些新兴领域投资与以往的政府基建投资相比，换汤不换药，本质都是投资驱动经济增长。虽然在GDP大幅下滑的背景下，“新基建”投资可能在短期内起到一定程度的缓冲作用，但从长远来看，考虑到内外需求很难在短期复苏，如果因为盲目投资导致债务累积等问题，那么“新基建”将引发旧问题重现。因此，投资新兴行业是一个方向，但不能盲从。

6. 欧美制造业走势评述：与中国疫情早期状况相似，欧美疫情的影响远未消除，2020年5月欧元区、美国制造业PMI继续

低于荣枯线下。但与中国供给端显著回升不同，欧美各国PMI的供给端和需求端均呈现出明显的颓势，其经济复苏进程难以步入正轨。在欧美地区需求持续走弱、复产复工进程艰难、疫情二次冲击风险较大的背景下，供需两端将同步抑制未来制造业PMI。

7. 全球贸易走势评述：在后全球化时代，全球贸易链在疫情的冲击下发生了显著的变化。传统的进口大国与出口大国地位悄然发生改变，“全球化”时代下的传统贸易链正被疫情改写。全球贸易将从“全产业链分工贸易链”向“全功能性贸易链”转变。产业回流与区域产业链的重建将改变近30年来的全球贸易格局，全球贸易领域将发生三个显著的变化：一是贸易全球化将逐步向贸易区域化转变；二是单一产业或单一产业链布局将向全产业链布局转变；三是贸易优势将从比较优势比拼向综合成本优势比拼转变。

8. 中国货币政策评述：中国货币政策在本月继续边际收紧，央行数次公开市场操作及表态均偏“鹰”。中长期来看，保就业构成了实际的“增长锚”，内需恢复缓慢且持续性待观察，外需仍不乐观，虽然央行未在财政政策方面予以流动性呵护，但在后疫情时代，央行的政策至少不具备偏紧的基础。

9. 美国货币政策评述：美联储可能面对的政策风险是市场过度预期宽松政策，从而提早消耗政策工具的效力。例如，虽然美联储多次重申暂时不会考虑负利率，但利率期货市场已然开始交易负利率政策，其原因也在于美联储的工具箱里所剩无几，负

利率和收益率曲线控制是为数不多的选项。

10. 国内股票市场走势评述：2020年五月以来，A股、港股都呈现震荡上行的态势，但是不同板块有所分化，其中创业板指已经越过年初高点，并创下近4年新高，然而上证指数和恒生指数依然低于年初水平。值得指出的是，A股、港股的股市涨幅较为温和，有着较强的经济基本面支撑。随着A股的改革、中概股的回归逐步推进，A股、港股将涌现大量的优秀公司，吸纳更多的社会资金和境外资金，从而形成良性循环。因此，太和财经对中国股市较为乐观，认为当前投资A股、港股恰逢其时。

11. 中国债券市场走势评述：6月国内债市在央行转“鹰”、经济边际回暖的背景下，收益率继续震荡上行。在经历经济边际复苏和政策收紧之后，国债收益率已经回到一个合适的区间，资金空转的现象也随着短端收益率的上行已经得到整治。在国外央行大幅宽松的背景下，中国央行可能不会贸然立即紧缩，逆向的货币政策不利于汇率和实体经济的复苏。目前和2016年的宏观环境不可同日而语，经济远未到因为过热而需要新一轮供给侧改革的地步。

12. 大宗商品市场走势评述：2020年5月国内商品价格全线反弹，国内经济持续复苏，叠加需求回补和部分刺激政策前倾，工业生产较强，经济数据不断超预期。贵金属方面，黄金和白银5月至6月维持窄幅震荡走势，在美股等风险资产强劲反弹的背景下黄金的避险功能始终受到抑制，但得益于市场对复苏的乐观预

期，通胀预期的温和回升，实际利率有所下降，避险需求再次回升。贵金属的长期逻辑依然未变，不论风险资产走势如何，避险需求和通胀预期仍将成为贵金属价格的支撑，因此在中长期依然具备配置价值。

一、热点评析

(一) 金融市场呈现“强”股“弱”债格局

1. 波动潮起：股票市场持续走强与债券市场宽幅波动。自2020年2月疫情暴发以来，国内外股市发生了巨大变化：国外股市方面，在经济遭到疫情重创的情况下，美国纳斯达克指数在深跌之后创出历史新高，盘中一度突破万点。国内股市方面，创业板指气势如虹，6月19日一举突破了2月25日创下的2293.46点短期顶部，盘中高见2328.58点，创出了2016年4月以来的新高。同期，监管部门在股票市场政策层面的动作也较多，表现了高层对做大做强权益市场的决心和期望。4月1日起，中国正式取消对证券公司、公募基金管理公司的外资持股比例限制。5月7日，央行、国家外汇管理局发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》取消了QFII额度限制。6月12日晚，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，交易所、中国结算公司、证券业协会等也发布了相关配套规则。6月18日，高层在陆家嘴论坛表示，鼓励机构增加资本市场投资，尤其是优质上市公司的股票投资。6月19日，上交所发布公告修改了此前13年未变的不太合理的上证综合指数的编制方案。在后疫情时期，全球流动性充盈甚至泛滥是大概率事件，各主要金融市场可能将共同面临“资产荒”的问题，加上中国经济率先复苏，中国资本市场和优质上市公司将受到更多的资金追捧。

与股市的稳中有涨形成对比的是，2020年5月以来，中国

债市剧烈调整，呈现巨幅震荡的态势，短端利率大幅上行 100 多个 BP，期限利差也回到 3 月的水平。其主要原因在于三点，一是随着海外主要经济体逐步复工、国内疫情得到有效控制，资本市场风险偏好有所提高。二是央行持续暂停投放资金，打破市场预期的同时，也有效地抬升了资金中枢。三是从央行高层讲话和新设立的货币政策工具来看，央行对资金空转现象有所警惕，货币政策延续“宽货币”向“宽信用”这一思路加强，更加强调通过信用宽松直达实体。

从股市方面来看，中美股市走强的背后逻辑并不相同，A 股的走强有着较强的基本面支撑，而美股走强的强度与经济基本面的背离程度较大。货币超发、中央银行为经济无限制兜底驱动下的牛市既不健康，也不稳定。因此，**太和财经旗帜鲜明地看好 A 股，但对美股持谨慎态度。**疫情以来，中国监管部门落实的一系列措施对股票市场的长远发展有着深远意义。随着政策陆续落地，之前不适当当前市场的规则、制度逐渐被修订，A 股市场有望进入良性高速发展阶段。根据欧美发达国家的经验，股票市场逐步进入成熟期之后，股票会逐渐成为家庭资产配置的重要组成部分，境外投资者的占比也会有所增加。因此，从中长期来看，注册制下的 A 股市场将成为大量优质公司上市的首选地，也会成为居民部门、境外投资者资产配置的重要方向，这将给中国股市带来大量增量资金。从短期的角度来看，**当前国内资本市场的关注点不在于基本面的存量情况，而在于基本面的边际改善。**从纵向看，

中国率先控制住疫情，已经全面复工，经济处于恢复期；从横向看，中国经济的韧性、稳定性强于大多数重要经济体。因此，随着 A 股市场的大门向境外投资者敞开，A 股有望吸纳更多的境外资金。综上，考虑到基本面的边际改善、相对良性和高层对 A 股市场的改革魄力和殷殷期望，太和财经对 A 股的短期和中长期发展持有较为乐观的态度，A 股的投资价值有望得到境内外投资者认可和不断强化。

债市方面，无论是当前经济基本面，还是配合财政发力的直接需求，货币政策都没有快速转向的可能性。央行也表示两项新的政策工具和现有的货币政策工具、降息降准政策工具并不矛盾。因此，债市宽幅震荡在于央行货币政策收紧和基本面疲软之间的矛盾。基本面的表现不佳对债市起到支撑作用，但央行管控金融风险、打击资金空转的决心非常坚决，经济基本面也在边际改善，所以在长牛之后，对于后期债市波动性持续放大的风险不可小觑。

2. 熟悉的空转：资金价格与存量资金对冲货币政策收敛的影响。2020年2月份以来，为了有效对冲疫情所带来的剧烈冲击，央行实施了一系列的宽松政策，向市场注入了大量的流动性，市场资金一度十分宽裕，杠杆成本极低，由此衍生了一系列的问题，其中最为突出的是金融机构的空转套利以及个人、企业的资金空转。

在3月、4月以及5月上旬，金融机构的空转套利较为明显，金融机构纷纷加大杠杆增强套息收益，加大同业扩张来实现加杠

杆、拉久期。不过，随着央行打击资金空转，抬高资金中枢，5月下旬以来，这一现象有所缓解，非银杠杆率回落明显，处于近5年历史次低位，隔夜回购成交量也大幅回落。

与此同时，企业、个人层面的空转套利依然明显。部分实体通过贷款、票据贴现、发债获取低息负债，同时又用资金买入高息的银行理财、结构性存款、资管产品等，从而获取套利收益。个人层面违规使用信贷资金进入房市、资本市场的现象也屡见不鲜。

资金的空转套利行为从某种程度上对冲了货币政策收敛的影响，对资产泡沫化起到了一定的支撑。监管部门打击资金空转，既要引导资金利率中枢接近政策利率，减少套利空间，更要实现精准化监管，具体打击个人、企业的套利和违规行为，这样才能实现标本兼治的效果。

（二）“价格脱敏”的隐忧

1. 实体经济与货币资金的“价格脱敏”。2020年5月，央行的数轮货币政策操作一改往常明显“宽货币”的基调，出现了边际趋紧的走势。5月15日，央行开展了中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，期限1年，维持2.95%利率不变。5月22日，2020年两会政府工作报告指出，未来货币政策需要更加灵活，这与往年“货币政策要保持松紧适度”的论调相比发生了变化，预示着稳健宽松的货币政策将出现调整。果不其然，5月26日，央行重启逆回购100亿元但未下调利率，“降息”传闻再度落空。

紧接着，6月1日，央行通过创新货币政策工具使用4000亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行2020年3月1日至12月31日期间新发放普惠小微信用贷款的40%。这一系列的操作使得资金利率短期内波动较大，10年期国债收益率从4月底的2.5%一路上扬30个基点至6月中旬的2.8%左右，债市情绪逐渐转为悲观。与此同时，股市意外走强，上证指数由4月底的2700点一路震荡上行至5月底的2900点。

然而，与资金价格走高相反，中国实体部门的价格则在继续走低，其对于资金价格的变化并不敏感。根据统计局发布的数据显示，2020年5月份，中国制造业PMI、CPI以及PPI等能够反映实体经济发展水平的指数均出现了不同程度的下行。其中，PMI为50.6%，较上月回落了0.2个百分点，虽然仍高于荣枯线但已连续两个月下行；CPI重返“2”时代，同比上涨2.4%，增幅较4月份回落0.9个百分点，通缩的风险并未消除；PPI同比下降3.7%，降幅较上月扩大0.6%，自2020年1月份以来已连续5个月回落。不难看出，2020年5月份以来，中国实体经济与货币资金的价格出现了一定程度的背离，实体经济并没有如实反映货币资金价格的波动状况。

2. 证伪前的证实过程？疫情下的“宽信用”难逃“信用消失”的厄运。5月份货币资金价格的走高源于货币政策重心的转变，即由原先大水漫灌式的“宽货币”转换为精准滴灌式的“宽信用”。事实上，自从供给侧结构性改革提出以来，资管新规的出

台和金融去杠杆的实施都相对压制了信用端的活力，“宽信用”的货币政策受到限制。然而，在今年疫情的背景下，如果不去释放信用端的活力，一味地放宽货币供应已经不能有效地刺激需求了，因为“宽货币”的边际效率在逐渐走低，甚至出现了负面影响。太和财经在一季度月报中就已经指出，在降准、增加再贷款再贴现额度等宽货币政策的作用下，企业融资成本低于理财收益，部分企业存在套利行为，存贷套利和资金空转的可能性逐步加大。在这种情况下，央行工作的重心开始转变为在货币政策工具的灵活使用上，通过采取期限多样化、扩大抵押品范围等方式来创新货币政策工具，以期将资金流向实体经济。但是，类似于“宽货币”自身的限制性因素，“宽信用”到实体经济的顺利传导仍然需要条件。

一方面，中国金融供给的结构决定了宽信用的主要方向仍然受限。众所周知，中国的金融结构以间接融资为主，而后者又以银行，特别是大型银行为主。在这种情况下，中国金融结构的信用偏好主要是以风险相对较低、抵押品价值相对较高的行业为主。然而，在当前疫情的影响下，受到最大冲击的是那些风险较高的中小企业，他们很难会因为信用的结构性放宽而获得更多的资金。实际上，中小企业的资金需求主要来源于中小银行，而后者在宽信用的条件下又会因为担心风险增多而让资金在金融领域内部周转，最终再次出现资金空转的现象。因此，在金融供给结构没有得到改变的情况下，一味地“宽货币”并不能有效传递至“宽信

用”，而更可能会变成银行的“无信用”，货币通过金融工具留在金融领域内部而非继续传递给小微企业，从而造成了“信用的消失”。

另一方面，需求疲软叠加疫情冲击延长了“信用消失”的时限，从而长期影响国内经济的发展。本轮“扩张信用”是在全球经济持续疲软、疫情持续扩散的背景下提出的，而这会进一步加深资金由金融部门向实体经济传导的困难。究其原因，在于疫情的反复使得本已疲软的需求再次承压，从而增大了实体部门的不确定性。实际上，5月份疫情在国内已经基本得到控制，但内需却没有得到充分恢复，消费、投资、进出口的环比数据仍在持续下滑。在复产复工接近尾声的情况下，内需的持续疲软加大了市场对于未来预期的不确定性。特别是6月初北京再次出现了疫情，世卫组织判断全球疫情存在“二次暴发”的可能。国内外疫情的不断反复会进一步压低需求：由于疫情再次暴发于消费市场，国内的消费需求无疑会继续走低；国外需求也会因为疫情的反复而出现不确定性，从而进一步阻碍全球贸易链的恢复速度。在这种情况下，国内小微企业的风险再次上升，金融部门将资金传递给这些更高风险的小微企业时将更加“谨慎”。即使小微企业获得了资金，它们也大多会将其再次返回至金融部门，以通过购买金融工具的方式来抵消自身的风险，而这一做法也抵消了企业自身从事实体经济生产的信用，从而造成小微企业自身“信用消失”的现象。

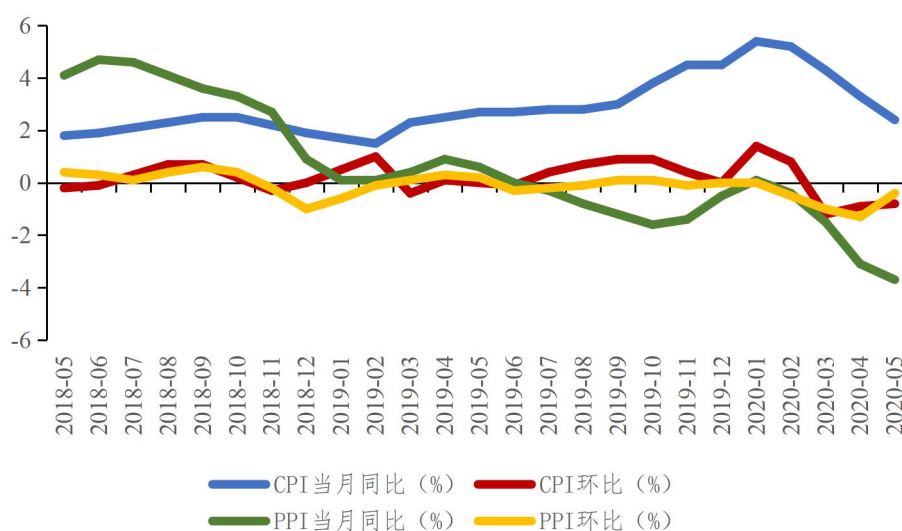
因此，综合上述两个方面，在中国当前的金融结构基础上，

疫情与需求疲软的双重冲击使得无论金融部门是否将扩张的信用资金传导给小微企业，其都会大概率流回到金融部门。可见，这种“宽信用”的货币政策不仅没有从根本上扭转资金空转的现象，反而造成了金融部门“扩张信用”与实体部门“信用消失”并存的现象，而这一现象将会对中国未来的经济走势产生重要的影响。

二、全球宏观经济走势预判

（一）中国宏观经济预判

1. 结构型通缩无缝衔接货币型通胀的风险在增高。2020年5月，CPI同比上涨2.4%，增幅较上月回落0.9个百分点；环比下降0.8%，降幅比上月收窄0.1个百分点。PPI同比下降3.7%，降幅较上月扩大0.6%；环比下降0.4%，降幅比上月收窄0.9个百分点。



从2020年2月开始，中国CPI逐月递减，并在2020年5月回落至“2”时代，实际通缩的趋势尚未结束。另一方面，CPI

的下行走势表明中国的物价压力得到缓解，物价恢复至正常水平。同时，2020年5月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，与上月持平，核心CPI持续处于低位，虽然同整体CPI数据的偏离在逐渐收窄，但结构性问题依然存在，整体物价水平的走低受助于天气转暖、经济活动恢复等因素，而核心CPI则反映出终端需求严重不足。具体来看，食品价格尤其是猪肉价格的涨幅明显收窄，但仍然是影响CPI的主要因素：5月份，食品烟酒类价格同比上涨8.5%，影响CPI上涨约2.55个百分点。食品中，畜肉类价格上涨57.4%，影响CPI上涨约2.55个百分点，其中猪肉价格上涨81.7%，影响CPI上涨约1.98个百分点；水产品价格上涨3.7%，影响CPI上涨约0.07个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；受2019年同期高基数以及季节性因素影响，鲜果价格大幅下降19.3%，影响CPI下降约0.43个百分点；蛋类价格下降12.3%，影响CPI下降约0.08个百分点；鲜菜价格下降8.5%，影响CPI下降约0.22个百分点。

非食品中，七大类价格同比四涨三降。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨5.3%和2.2%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨2.1%和0.1%；交通和通信、居住、衣着价格分别下降5.1%、0.5%和0.4%。疫情带来的影响仍未消除，CPI结构分化的问题仍然较为明显。

环比方面，2020年5月CPI下降0.8%，降幅比上月收窄0.1个百分点。其中，食品烟酒类价格环比下降2.4%，影响CPI下

降约 0.77 个百分点。受天气转暖、供应增加以及生猪补栏等因素影响，食品中，鲜菜价格下降 12.5%，影响 CPI 下降约 0.33 个百分点；畜肉类价格下降 5.7%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，其中猪肉价格下降 8.1%，影响 CPI 下降约 0.37 个百分点；蛋类价格下降 4.1%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；鲜果价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；水产品价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。其他七大类价格环比两涨三平两降。其中，其他用品和服务、衣着价格分别上涨 0.5% 和 0.2%；生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健价格均持平；居住、交通和通信价格均下降 0.2%。

受疫情对需求的冲击和工业产品库存问题的影响，国内工业品价格继续走低，同比下降 3.7%。其中，生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.79 个百分点。其中，采掘工业价格下降 14.8%，原材料工业价格下降 9.9%，加工工业价格下降 2.4%。生活资料价格同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.14 个百分点。其中，食品价格上涨 2.9%，衣着价格下降 0.6%，一般日用品价格下降 0.2%，耐用消费品价格下降 1.7%。由此可见，PPI 结构分化问题仍然严重，生产资料价格的降幅扩大是 PPI 持续下行的主要原因。分行业看，主要行业价格降幅均有所扩大，其中，石油和天然气开采业价格

下降 57.6%，扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，扩大 0.9 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 8.8%，扩大 3.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，扩大 0.7 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，降幅收窄 1.6 个百分点。

环比方面，生产资料价格环比下降 0.5%，降幅比上月收窄 1.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.36 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.7%，原材料工业价格下降 1.1%，加工工业价格下降 0.2%。生活资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.07 个百分点。其中，食品价格下降 0.5%，衣着和一般日用品价格均下降 0.1%，耐用消费品价格下降 0.2%。分行业看，从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 1.6%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。此外，煤炭开采和洗

选业价格下降 2.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。从细分数据看，除和基建、房地产相关的中上游工业品价格有微幅回弹，主要工业品价格仍处于下行轨道，表明中国工业消费品需求严重不足，基建成为需求复苏的主要来源，石油价格虽然较上月探底回升，但石油相关行业产品价格的下行速度仍然较快，供给过剩的局面并未得到缓解，库存问题难以得到解决，疫情对需求端的冲击远未结束。预计未来 PPI 将处于持续下行的趋势中。

总体来看，2020 年 5 月 CPI 重回“2 时代”的主要原因在于食品类价格趋于稳定并开始下行。PPI 增速进一步下行则仍然受到需求疲软和库存问题的影响。

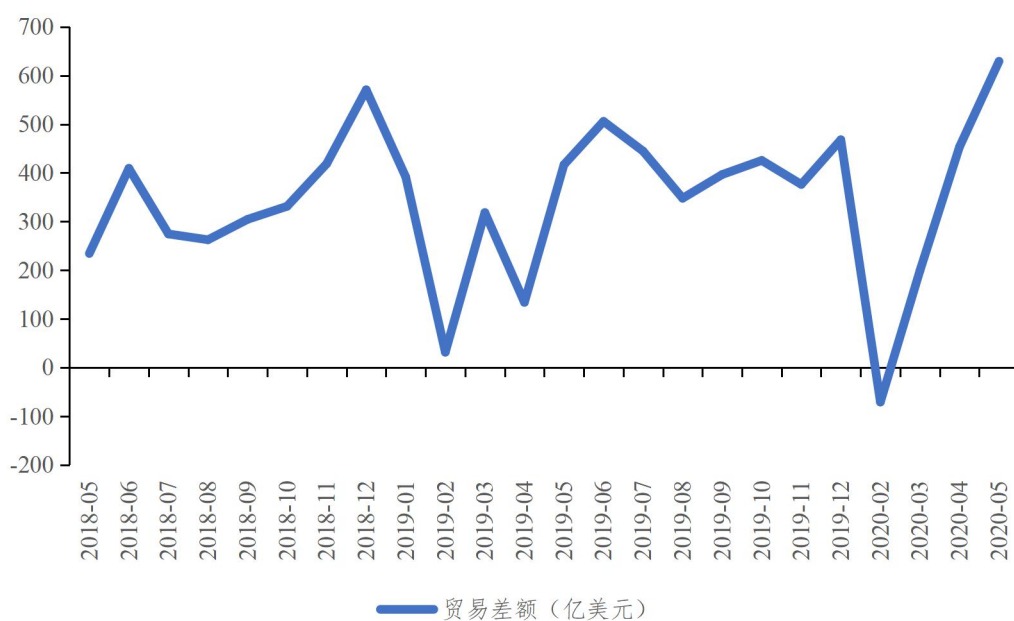
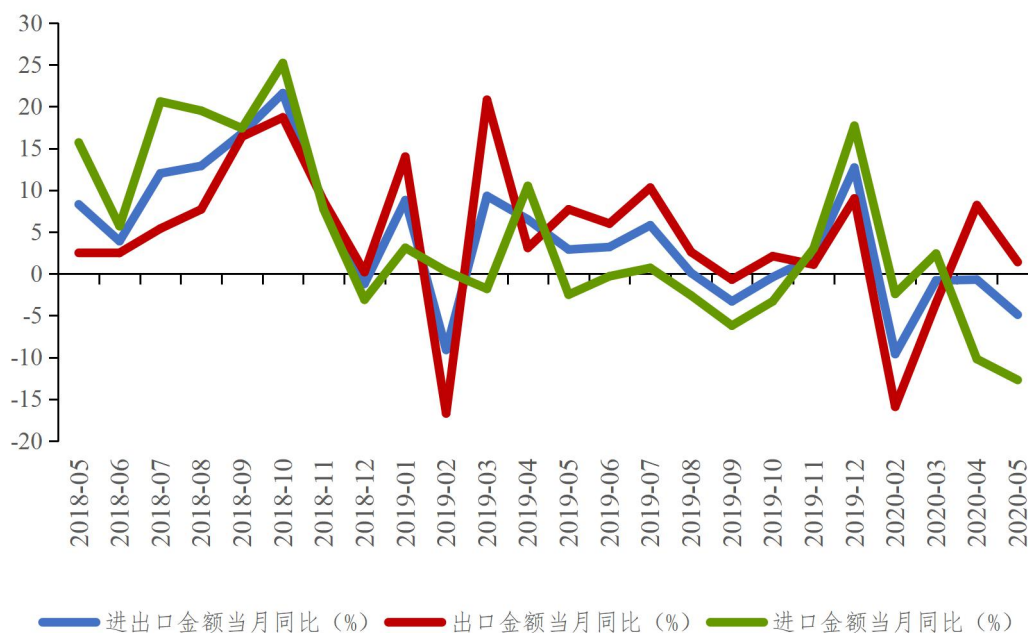
值得注意的是，供求关系对价格的影响往往考虑为短期因素，影响价格长期走势的决定性因素主要为货币供给，因为价格在反映产品自身价值的同时，也更多地反映了货币的价值，长期的物价走势分析应以货币发行为起点。一方面，《太和财经》五月刊通过分析货币供应（M1）增速与滞后四季度的 PPI 增速高度拟合的走势以及价格传导的通道发现，上游价格的波动是货币政策变化的直观体现，也是上游企业库存与产能的体现；受到上游库存与产能的波动，下游企业的生产成本会出现反应，最后叠加下游需求的波动，价格最终传导至终端，CPI 出现相应的变化。另一方面，从企业利润分配及产业结构差异的角度看，价格传导不畅同样值得长期关注。考虑到作为垄断行业的上游企业往往具有绝对的议价能力，在货币政策的扶持下，上游行业的利润得以回

暖。然而，上游企业的复苏却是以下游企业利润的萎缩为代价的，这主要是因为下游企业多为民营、小微企业，其定价能力十分有限。在面对当前国内消费者疲弱的需求以及严峻的国际贸易形势时，下游企业同样缺乏定价能力。同时，考虑到下游一些企业自身的产品同质化，相对较弱的竞争能力正在限制着利润边际。

综上，考虑到疫情的负面影响与国际市场持续低迷，宽信用、宽货币的货币政策将大概率持续，因此货币供应增速不可能大幅收敛，在当前结构型通缩尚未结束背景下，太和财经认为在需求不足的情况下，货币型通胀无缝衔接结构性通缩的风险需要受到关注。同时，被动接受上游定价的下游企业无法通过自身的定价能力决定终端的价格，需求的波动成为影响CPI走势的重要因素。在当前需求不足的背景下，预计CPI下行空间仍然存在，而上游价格将受货币供给的增加率先出现回弹。

2. 贸易疲弱或将延续全年。2020年1-5月全国进出口总额为11.54万亿元人民币，比去年同期下降4.9%。其中，出口6.20万亿元，同比下降4.7%；进口5.34万亿元，同比下降5.2%；按美元计，2020年1-5月，中国进出口总额1.6万亿美元，下降8.0%。其中，出口8849.9亿美元，下降7.7%；进口6200.5亿美元，下降8.2%。2020年5月单月，中国进出口总额2.46万亿元，同比下降4.9%，其中，出口1.46万亿元，增长1.4%；进口1.01万亿元，下降12.7%，贸易顺差4427.5亿元，增加60.6%；按美元计，2020年5月中国进出口总额3507亿美元，同比下降9.3%；其中，出口2068.1亿美元，

同比下降3.3%；进口1438.9亿美元，同比下降16.7%；贸易顺差629.3亿美元，增加52.9%。



从2020年5月贸易数据看，“时间差”对贸易数据的支撑效应逐渐减弱，尤其是从累计数据来看，2020年前5个月进出口数据下滑的走势体现出全球需求出现的“危机”比预期更为严重。

在出口方面，2020年5月出口数据虽然回落较大，但仍然超过市场预期。从去年同期数据可以看出，2019年5月的出口总额为1.44万亿元，环比增长10.4%，与2019年4月的低基数形成对比，这表明去年同期的高基数成为本次出口数据出现回落的一大因素。同时，中国替代了其他疫情较为严重的国家的一些商品生产，出口数据因此得以持续增长；然而，由于其他被替代国家的复产复工进程正在缓慢进行，这种替代效应将难以持续，本次数据的回落也印证了太和财经“替代效应不足以构成长期出口数据回弹的支撑”的判断。同时值得注意的是，通过2020年1-5月的累计出口数据可以看出，其持续下滑趋势印证了全球需求短期难以提振。

另一方面，进口数据降幅扩大，再次印证了太和财经“短期内国内需求回升困难”的预判，同时，进口同样受困于国内库存问题，叠加多项大宗商品价格走低，使得进口总额进一步下滑。具体来看，铁矿砂、原油、煤、天然气、大豆等商品进口量增加，大宗商品进口均价以下跌为主。2020年1-5月，中国进口铁矿砂4.45亿吨，增加5.1%，进口均价为每吨629元，上涨6.7%；原油2.16亿吨，增加5.2%，进口均价为每吨2567.4元，下跌21.2%；煤1.49亿吨，增加16.8%，进口均价为每吨503.4元，下跌4.7%；天然气4012万吨，增加1.9%，进口均价为每吨2642.1元，下跌14.7%；大豆3388.3万吨，增加6.8%，进口均价为每吨2770.2元，下跌1.7%；成品油1340.3万吨，减少9.3%，进口均价为每吨3037.2元，下跌

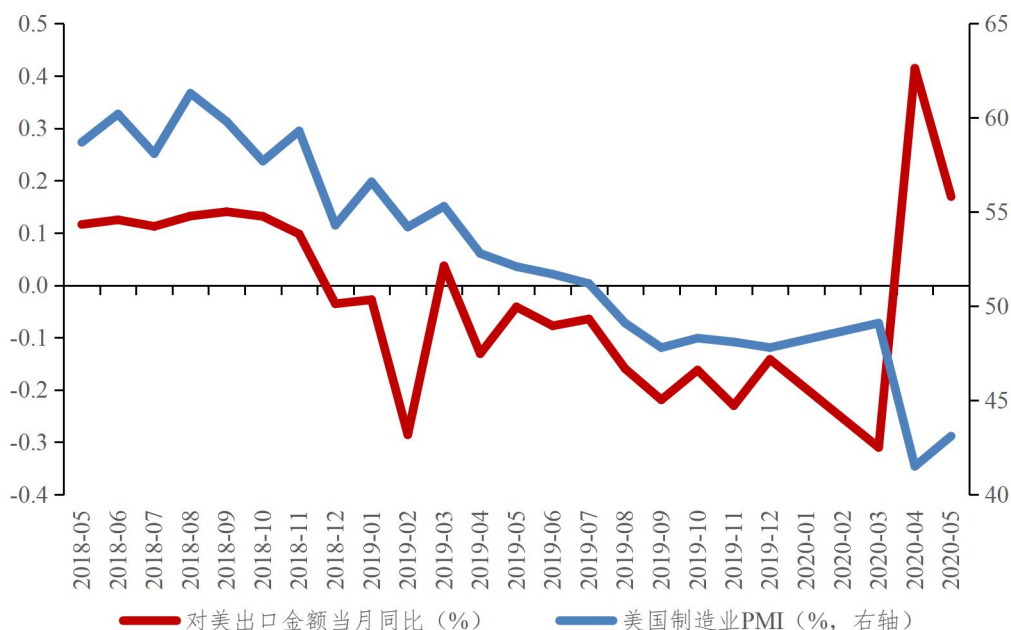
18.3%；钢材546.4万吨，增加12%，进口均价为每吨7043.6元，下跌13.9%；未锻轧铜及铜材218.5万吨，增加12.4%，进口均价为每吨4.3万元，下跌6.3%。此外，机电产品进口2.36万亿元，下降0.9%；其中集成电路2011.5亿个，增加27.3%，价值8794.3亿元，增长14.5%；汽车（含底盘）27.8万辆，减少36.9%，价值928.8亿元，下降31.3%。

分国别来看，2020年1-5月的贸易结构延续了今年第一季度的结构。其中，对欧盟、美国和日本等传统贸易伙伴的进出口下降，对东盟进出口同比有所增长。**2020年1-5月，东盟成为我国第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值1.7万亿元，增长4.2%，占我国外贸总值的14.7%。**其中，我国对东盟出口9366.2亿元，增长2.8%；自东盟进口7598.6亿元，增长6%；对东盟贸易顺差1767.6亿元，减少9%。欧盟为我国第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为1.61万亿元，下降4.4%，占我国外贸总值的13.9%。其中，我国对欧盟出口9688.2亿元，下降1%；自欧盟进口6373.2亿元，下降9%；对欧盟贸易顺差3315亿元，增加19.1%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为1.29万亿元，下降9.8%，占我国外贸总值的11.1%。其中，我国对美国出口9643.9亿元，下降11.4%；自美国进口3218.4亿元，下降4.5%；对美贸易顺差6425.5亿元，减少14.5%。日本为我国第四大贸易伙伴，中日贸易总值为8463.6亿元，下降0.3%，占我国外贸总值的7.3%。其中，对日本出口3961亿元，增长1.6%；自日本进口4502.6亿元，下降1.8%；对日贸易

逆差541.4亿元，减少21.1%。同期，中国对“一带一路”沿线国家合计进出口2.76万亿元，增长0.9%，占我国外贸总值的30.4%，比重提升1.7个百分点。

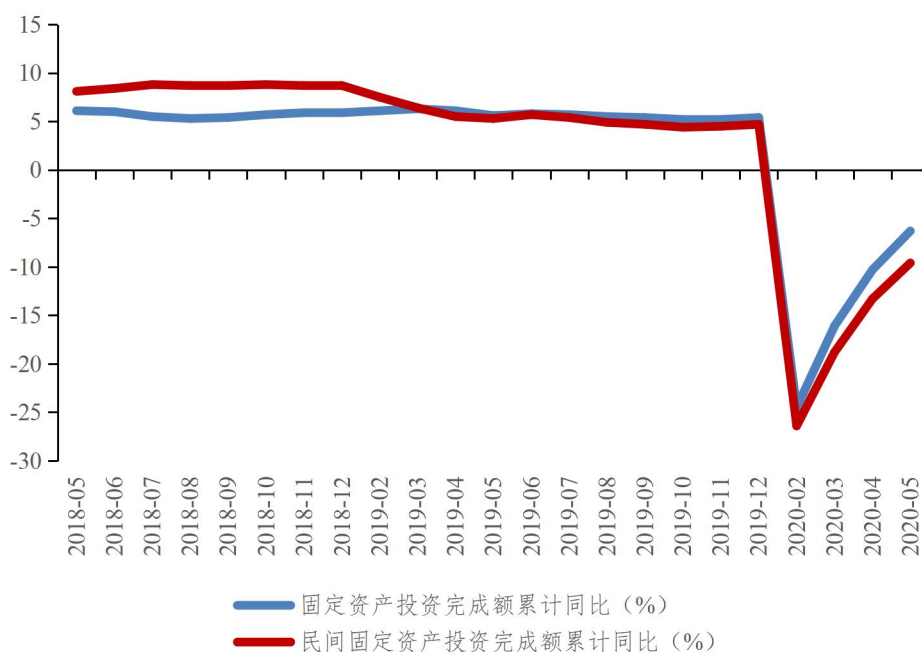
由于全球疫情难言结束，全球需求恢复遥遥无期；另一方面，国内需求已转换至消费，基建对需求的拉动边际递减，导致库存问题越来越突出。观察数据，无论是按人民币计还是按美元计，中国2020年1-5月的出口与进口均受到了不同程度的影响，2020年5月单月的出口数据也出现了大幅回落，如果未来中国贸易伙伴的疫情得以控制，“替代效应”将逐步消除，外需的回暖也仍需时日；如果国外疫情难以控制，全球需求的回暖则遥遥无期，贸易链的长期断裂与产业链的缓慢转移叠加，中国未来贸易环境更迭将加快企业的转型，贸易的不确定性持续增大。

事实上，中国外贸数据与美国PMI关联性较强，但考虑到中美经贸关联性走弱将改变30年来的强关联性，预测中国对外贸易走势的难度将越来越大。短期看，中国出口数据主要与外需和汇率有关。考虑到2020年以来人民币兑换美元汇率较为稳定，一直在较窄区间微幅波动，因此中国的对外贸易基本不受汇率变化的影响。



考虑到当前美国、欧盟等重要贸易伙伴的需求严重不足，在人民币汇率相对稳定的背景下，如果全球疫情蔓延态势迟迟不能好转，负面因素或将长期存在。太和财经预判2020年前三个季度，世界经济都将处于全球需求疲软的背景下，预计需求的持续疲软对全球贸易链的冲击不仅会给中国出口造成不可忽视的影响，进口商品价格的持续走低也会令中国未来的进口难以回暖。

3. 投资显出缓冲作用。2020年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）199194亿元，同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄4.0个百分点。其中，民间固定资产投资112232亿元，下降9.6%，降幅收窄3.7个百分点。从环比速度看，5月份固定资产投资（不含农户）增长5.87%。



中国正逐渐从疫情的负面影响中恢复过来，自2020年1-3月的触底后，投资继续稳步回升。分产业看，2020年1-5月份，第一产业投资5634亿元，同比持平；第二产业投资60469亿元，下降11.8%，降幅收窄4.2个百分点；第三产业投资133091亿元，下降3.9%，降幅收窄3.9个百分点。随着疫情在国内得到基本遏制，第一产业固定投资数据正在逐渐回升，甚至迅速恢复到同期水平。

第二产业中，工业投资同比下降10.9%，降幅比1-4月份收窄4.2个百分点。分项来看，采矿业投资下降8.7%，降幅收窄0.5个百分点；制造业投资下降14.8%，降幅收窄4.0个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长13.8%，增速提高6.2个百分点。早已出现的内需疲软，叠加疫情和中美贸易摩擦带来的外需衰退，使得第二产业投资增速回弹能力较弱。全国已基本复工复产，电力、热力、燃气及水生产和供应业保持增长；但制造业

投资总体增速的回弹压力较大，具体表现在国内疫情控制后化学原料和化学制品制造业等相关投资退潮，交通运输设备制造业等相关投资受全球疫情影响，短期内持续走低。

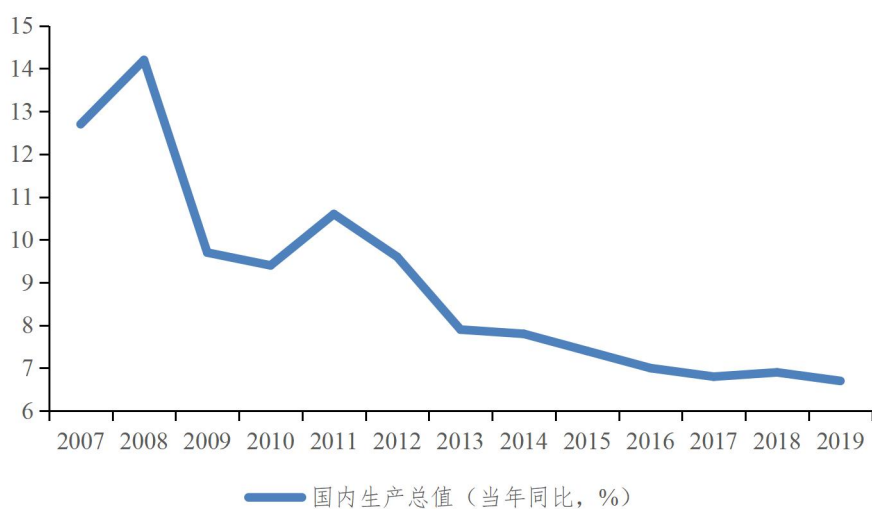
第三产业中，基建投资仍然承受较大压力。具体来看，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄5.5个百分点。其中，水利管理业投资下降2.0%，降幅收窄4.0个百分点；公共设施管理业投资下降8.3%，降幅收窄5.3个百分点；道路运输业投资下降2.9%，降幅收窄6.5个百分点；铁路运输业投资下降8.8%，降幅收窄7.3个百分点。

房地产开发投资降幅继续收窄，各项细分指标均不同程度回升。2020年1-5月份，全国房地产开发投资45920亿元，同比下降0.3%，降幅比1-4月份收窄3.0个百分点。其中，住宅投资33765亿元，同比持平，1-4月份为下降2.8%。具体而言，房屋新开工面积69533万平方米，下降12.8%，降幅收窄5.6个百分点；企业土地购置面积4752万平方米，同比下降8.1%，降幅比1-4月份收窄3.9个百分点；土地成交价款2429亿元，增长7.1%，增速提高0.2个百分点。商品房销售面积48703万平方米，同比下降12.3%，降幅比1-4月份收窄7.0个百分点。同时，房地产企业融资环境持续好转，房地产开发企业到位资金62654亿元，同比下降6.1%，降幅比1-4月份收窄4.3个百分点。

在第一季度经济数据严重下滑的背景下，房地产投资显现出较大的韧性，其对于企业信贷以及居民贷款造成的挤压效应很难

在短期内得到改善。房地产投资在国内疫情基本控制的情况下，作为一个持续对冲工具的效应正逐渐显现。

首先，从投资的长期走势看，剔除疫情影响，中国投资增速近年来仍是逐渐下降的。由于曾一度奉行“三驾马车”理论，即通过刺激居民消费、政府投资、公司出口三个维度促进经济增长，政府加大基建投资、央行降准降息成为了促进经济增长的常用模式。经过2009年、2012年两轮4万亿刺激后，总体投资额过剩，投资效率急速下滑，投资的边际收益递减。银行不愿贷款给企业投资；企业的投资效率下滑，以致一部分企业资不抵债、入不敷出（投资收益不足以支付杠杆利息），从而使一部分企业债务累积，只能变卖资产去杠杆；企业的资产负债表衰退以及借钱投资的意愿下降，使企业更没有能力去维持高的投资增速。



其次，投资的短期波动，可从政策和全球贸易链两方面去看。政策方面，政府增加投资托底以促进经济增长，其中，以增加基础设施建设投资为主要手段（如修铁路、修公路、造机场等），

但受到两个主要因素约束：其一是挤出效应，再者是政府自身财政能力的约束。为了加大投资，而且往往是非营利的基础设施投资建设，政府部门的债务也快速积累，尤其是地方财政（往往缺乏追加投资的能力）。随着疫情的逐步稳定，以及中央一系列稳投资政策的落地实施，太和财经仍然认为，中国的投资力度将不断加大，投资短期下降的局面将逐步扭转；但总体而言，面对政策投资基建对投资的拉动作用越来越小、政府投资基建的能力也越来越弱的现状，需要新的方法来促进经济健康持续增长。

此外，政府目前在新兴投资领域提出一系列热门概念，如“新基建”、5G等，希望拉动民间投资。太和财经认为，刚刚起步的“新基建”市场规模还未达到独当一面的程度，这些新兴领域投资与以往由政府（基建）投资相比，换汤不换药，本质都是投资驱动经济增长，虽然在GDP大幅下滑的背景下，“新基建”投资可能在短期内起到一定程度的缓冲作用，但从长远来看，考虑到内外需求很难在短期复苏，如果因为盲目投资导致债务累积等问题，那么新基建将引发旧问题重现。因此，投资新兴行业是一个方向，但不能盲从。简言之，通过加大投入来提高产出，进而促进经济增长的方式是不可持续的；而健康可持续的经济增长，可以通过改善生产效率、提升生产技术水平或改变生产的组织方式实现。

另一个影响短期波动的方面，就是全球贸易链的恢复进程，在当前，外生冲击主要是受全球疫情暴发和中美贸易摩擦的影响。

受到全球疫情带来的持续性影响，除人民币计出口增长率小幅回升外，无论是按人民币计还是按美元计，中国2020年5月出口与进口均继续受到不同程度的负面影响。考虑疫情全球范围内的蔓延与暴发，太和财经维持2020年前三个季度都将与全球需求疲软相随的预判，而需求的持续疲软对全球贸易链的冲击预计将不少于12个月。

出口部门企业的投资也受到较大压力。从中美贸易来看，美国现为中国第三大贸易伙伴。2020年5月，中美贸易总值为1.29万亿元，下降9.8%，占我国外贸总值的11.1%。其中，中国对美国出口9643.9亿元，下降11.4%；自美国进口3218.4亿元，下降4.5%；对美贸易顺差6425.5亿元，减少14.5%。中美贸易摩擦对中国企业订单的负面影响较大，进而导致相关出口企业投资意愿下滑、能力受挫。

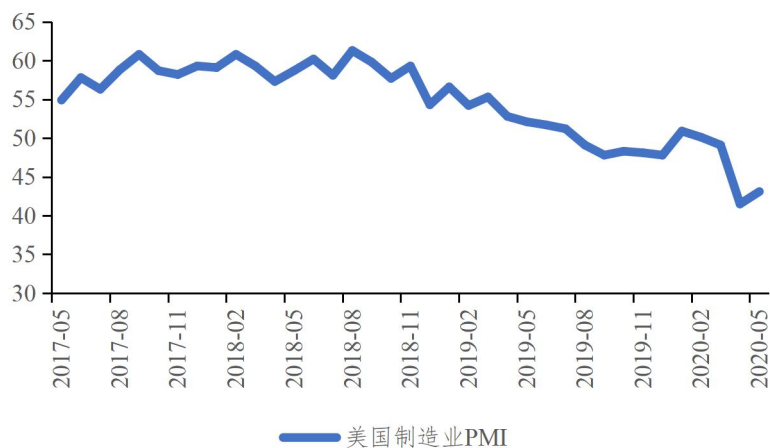
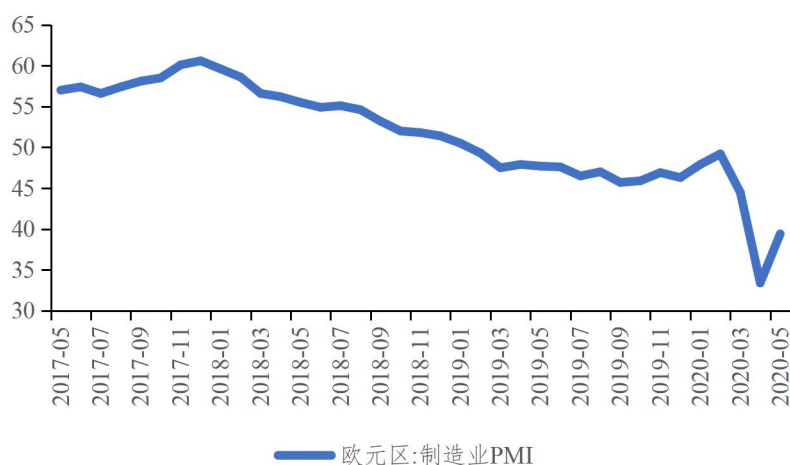
另一方面，尽管美国进一步加强了对华技术封锁，如以涉疆事务为借口将33家中国公司及机构列入实体清单（其中不乏高科技研发机构），又如华为“孟晚舟引渡案”受到不公正裁决，但2020年5月，中国高新技术产业投资仍持续且明显在逆境中增长。如果能够借此契机，找到除房地产以及基建投资之外新的经济增长点，高新技术产业方面的投资将成为更为健康并可能有合理回报的一项投资。

中美贸易摩擦，叠加全球疫情暴发，使得中国出口企业国际订单下滑，短期内会对中国出口部门企业造成很大的负面冲击，

减少企业投资意愿、挫伤企业投资能力。但太和财经认为，因为中国在国际市场上有综合成本优势，国际供应链格局会改变，但不会有本质上的逆转。逆全球化是短期冲击，逆全球化向区域化的转变将是长期过程。因此短期看虽然负面，但只要企业做好准备，度过这个阶段，从长远来看，这并不会改变中国的贸易地位、供应链地位。

（二）全球宏观经济预判

1. 欧美制造业难改颓势。根据ISM与Markit公布的数据，2020年5月美国制造业PMI为43.1，欧元区制造业PMI为39.4。全球两大经济体的制造业PMI均位于荣枯线下。



欧美两大经济体的制造业PMI均有所回弹，但仍然大幅低于荣枯线，表明疫情对于欧元区与美国的影响严峻，制造业生产经营活动仍然无法得到改善，全球经济的恢复遥遥无期。太和财经将从供需两端重点分析美国制造业的细化数据。

从供给端来看，美国制造业的生产意愿在疫情暴发前就已经开始慢慢减弱。从2019年开始美国制造业PMI产出指数便基本呈现出逐月递减的趋势，并在2019年8月下行至荣枯线下。疫情在美国全面暴发后，2020年4月的生产指数仅为27.5，生产活动几近停滞。同时，与中国库存被动累积的情况有所不同，美国企业复产复工进程远远滞后于中国，其制造业在没有新订单的情况下补库存意愿严重不足，新订单指数和订单库存指数均持续位于荣枯线下便是最好证明。一方面，由于美国需求不足的问题长期存在，加上美国制造业回流本国的情况不及预期，从而导致供给端的作用持续低迷。另一方面，疫情暴发后，本就产业空心化、无心生产的制造业受到了更为严重的打击，导致其生产活动更加难以恢复。

从需求端来看，整体而言，在全球需求持续走弱的背景下，以美国为代表的西方经济体并没有出现类似中国“需求恢复慢于生产”的矛盾现象，其需求端的受阻不仅仅归因于疫情影响，生产供给端的持续低迷一直限制着需求。从细分数据看，2020年4月与5月美国的新订单指数仅为27.1和31.8，降至近5年来的最低水平。可见，疫情对于需求的制约是导致美国制造业无法获得新

订单的主要原因，但从历史数据来看，从2019年开始，美国制造业新订单指数、进口指数与产出指数的走势十分一致，均呈现逐月下滑的趋势。这表明，美国制造业从2019年年初就受困于国内债务问题高企、中美经贸摩擦等不利因素，需求端被动受阻的现象在疫情之前已经出现，而本次疫情则使美国需求端的问题集中爆发。同时值得注意的是，2020年年初位于荣枯线上的新出口订单指数也在2020年3月开始降至荣枯线下且持续下行，这不仅表明全球需求难以回暖，也展示出受到疫情严重影响的美国制造业无法满足海外订单的困境。

与中国疫情早期状况相似，欧美疫情的影响远未消除，2020年5月欧元区、美国制造业PMI继续低于荣枯线下。但与中国供给端显著回升不同，欧美各国PMI的供给端和需求端均呈现出明显的颓势，其经济复苏进程难以步入正轨。在欧美地区内需持续走弱、复产复工进程艰难的背景下，供需两端将同步抑制未来制造业PMI。

一方面，如果欧美复产复工进程难以快速展开（事实上，疫情控制的不利局面也限制复工复产的全面展开），供给端的生产意愿将迟迟不能得到提振。从美国的数据可以看出，美国经济持续位于收缩区间，即使未来复产复工进程加速，由于欧美经济体供给端的“常态”本身就是持续收缩，其对于PMI以及经济的推动作用十分有限，叠加内外需求的持续疲软，未来经济复苏的情况十分堪忧。另一方面，考虑到全球疫情的影响，外需仍处于持

续衰退状态，即使中国需求率先缓慢恢复，贸易链的持续断裂也使得欧美经济体难以从外需方面得到缓冲，2020年疫情暴发后出口数据的持续回落就是最好证明。实际上，疫情影响率先消退的经济体对于欧美出口的“替代效应”将对欧美地区的出口带来不利影响，因此，新出口订单在未来将进一步承压。

实际上，太和财经在《凤凰涅槃——2019-2020年度经济、金融市场回顾与展望》中就做出了“2020年美国仍将大概率进行降息，以防止潜在的‘黑天鹅事件’发生”的预判，在疫情的影响下，美国基准利率已经接近0，而更为宽松的货币政策也在陆续推出，然而利用更多的债务解决债务问题难以从根本上提振经济，随着税改等政策红利逐步消失，债务积聚所带来的隐患也必定会在美国、欧洲制造业中爆发出来。

2. 全球贸易或将让渡于区域贸易。在后全球化时代，全球贸易链在疫情的冲击下发生了显著的变化。传统的进口大国与出口大国地位发生悄然的改变，传统的贸易链正在改变，“全球化”时代下的贸易链正被疫情改写。全球贸易将从“全产业链分工贸易链”向“全功能性贸易链”转变。

首先，贸易链“牵连”产业链。具有历史意义的事件在2020年发生，中国的贸易数据显示，2020年1-5月的数据显示东盟地区超过美国、欧盟、日本，成为中国第一大商品贸易伙伴地区。中国与东盟地区国家的贸易逐步由简单的“原料-产成品”贸易关系向“原料-中间产品-产成品”复杂产业链贸易关系加速转变，

中国与东盟的贸易链与产业链深度融合。

太和财经曾指出制造业从中国外迁到东南亚，是因为东盟国家劳动力价格较低，开展劳动密集型产业具有比较优势。随着信息化时代的发展，尤其是5G革命开始以来，低技能劳动作为生产要素的重要性逐渐降低。根据麦肯锡的报告，2019年全球仅有18%的商品贸易由劳动成本套利所驱动，而且从2009年至2019年这10年间，这一比例逐年降低，从29%将至18%。因此，制造业的迁移逻辑并不是简单的寻求那些劳动力成本更低的国家和地区，反而是企业越来越倾向于在邻近消费市场的地方开展生产。尤其是在电子产品、机器人、电动车这三个技术密集领域，中国与东盟的区域产业链融合有较大的空间。

例如在电子产品领域，中国20年前就将半导体列为战略性新兴产业，2010年将新一代信息技术列为七大支柱产业之一，2014年为战略性新兴产业集成电路产业融资220亿美元，2018年又设立另一只规模约470亿美元的投资基金。中国目前的半导体消费占全球总额的比例高达45%，巨大的投资与广阔的市场吸引了产业链各个企业的目光。例如越南和马来西亚就从产业链贸易中获得较大收益，因为这两个国家已经拥有戴尔和三星等大公司的生产设施，技术员工的培养也逐步走上正轨，生产端与需求端的距离也较近。这些优势自然将把当地高技术企业“嵌入”到新的产业链分布中。

贸易摩擦与疫情加速重塑全球贸易格局。中美贸易摩擦已经断断续续、时好时坏持续了两年多的时间，不断升级与愈演愈烈

是“主基调”。美国从各个层面加强对中国和中国制造的封堵，这已经是不争的事实，没有必要对中美关系抱任何幻想。加之当前疫情全球泛滥，对贸易链和产业链的打击非常沉重，产业回流将不可避免。虽然美国“制造业回流战略”实施了有10年之久，一直雷声大雨点小，但疫情将成为产业回流的“催化剂”，加速制造业回流的速度。疫情让美国、欧洲国家意识到，“封城”乃至“封国”这样的小概率事件却能对其经济造成一击致命的效果。

欧美企业必然会做好更充分的准备，将部分甚至大部分企业撤回国内对冲疫情风险，或者在中国之外布局制造业产业链，对冲贸易摩擦风险。因此，全球贸易格局重塑将加快，全球产业链将向区域产业链分布过渡。美国全球制造业咨询公司科尔尼（Kearney）发布报告称，最近5年美国公司回流指数正在呈现出显著变化，尤其在2019年，美国公司正在大规模撤离中国，而新冠病毒将加速这一过程。同时，报告也指出中国多元化指数（China Diversification Index, CDI）也在加速变化，数据显示美国制造业进口地从中国转移到其他亚洲国家，其中东南亚较小的国家是受益者，尤其是越南的受益最多。

结合区域产业链的调整，中美、中欧、中日等传统全球化之下的强贸易伙伴关系将会发生变化。产业回流与区域产业链的重建将改变近30年来的全球贸易格局，全球贸易领域将发生三个显著的变化：一是贸易全球化趋势将逐步向贸易区域化转变；二是单一产业或单一产业链布局将向全产业链布局转变；三是贸易比

较优势比拼将向综合成本优势比拼转变。

三、金融市场走势预判

(一) 中美货币政策预判

1. 中国货币政策不会“矫枉过正”。中国货币政策在本月继续边际收紧，央行数次公开市场操作及表态均偏“鹰”。2020年5月专项债出现天量发行，央行未降息而仅以公开市场操作（OMO）对冲流动性；同时近期创设两个直达实体经济工具支持小微企业。在“赤字货币化”讨论大热的背景下，央行始终强调不希望资金空转并整治了结构性存款等现象。6月中旬，央行宣布特别国债市场化发行，继续在MLF和OMO等操作上缩量续做，流动性并未明显配合国债发行。易纲行长在近期的陆家嘴论坛上甚至提及退出政策，超出市场预期。

中长期来看，保就业构成了实际的“增长锚”，内需恢复缓慢且持续性待观察，外需仍不乐观。虽然央行未在财政政策方面予以流动性呵护，但在后疫情时代的背景下，央行的政策至少不具备偏紧的基础。当下的边际收紧更侧重回收在经济中空转的过剩流动性，宽信用依然是下半年的主题，宽信用期间利率少有大大幅上行的基础。

2. 美联储“火力”全开。2020年6月11日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）6月议息会议后发布的点阵图显示美联储不考虑在2022年之前加息，鲍威尔在会议前后多个场合表示美国经济复苏需要较长时间，美联储不会给单独个别数据予以较大权重，

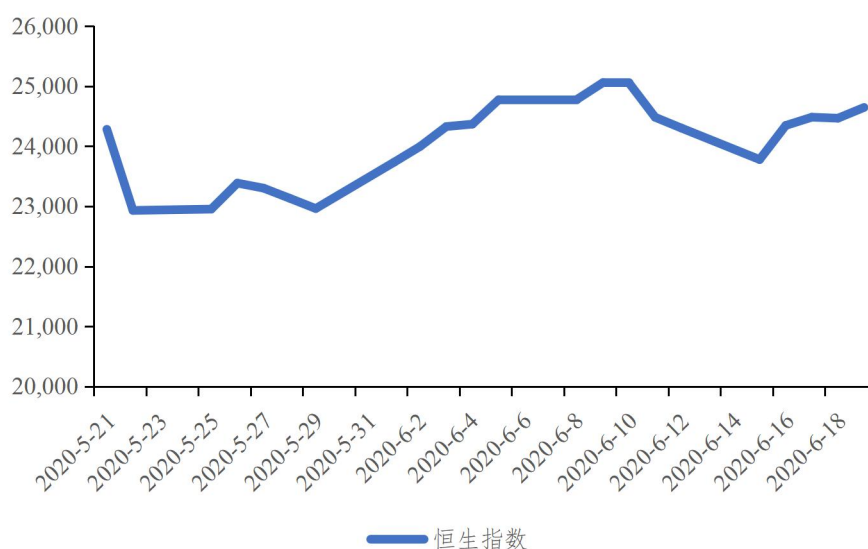
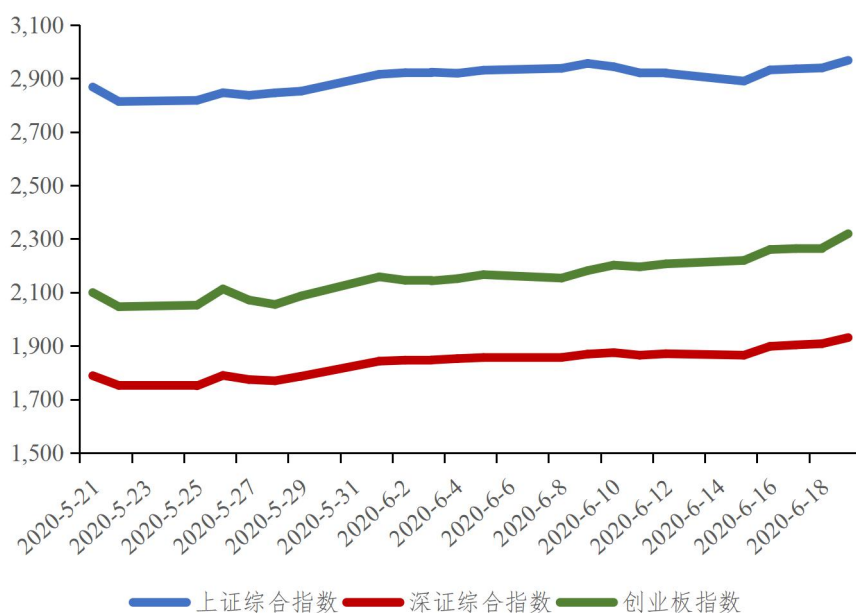
如果经济未回到疫情前水平，联储不会考虑贸然紧缩，会继续用全方位的工具来为私人部门提供缓冲。美联储迄今为止使用的宽松政策工具对市场的风险偏好产生了明显的提振，与此同时多次表达悲观的经济预期，货币政策将滞后于收益率曲线。这样的预期管理有助于压低市场的复苏预期，创造出一定的预期差从而托底金融市场，不至于再度造成流动性恐慌。而反复强调货币政策思路，清晰地向市场传达宽松的信号也意在不断给市场情绪定心丸。

美联储可能面对的政策风险是市场过度预期宽松政策，从而提早消耗政策工具的效力。例如，虽然美联储多次重申暂时不会考虑负利率，但利率期货市场已然开始交易负利率政策，其逻辑也在于美联储的工具箱里所剩无几，负利率和收益率曲线控制是为数不多的选项。可以肯定的是：在美国经济复苏以前，美债收益率将持续维持在低位。疫情期间迅速增长的债务规模和再融资压力无法承受利率中枢在短期内的上移。

（二）金融市场走势预判

1. 国内股票市场涨势可期。2020年6月以来，A股、港股都呈现震荡上行的态势，但是不同板块有所分化，其中创业板指已经越过年初高点，并创下近4年以来的新高，但是上证指数和恒生指数依然低于年初水平。其原因主要有以下几点：**首先**，上证指数、恒生指数的权重股以传统经济为主，尤其是金融股，传统经济周期性较强，受疫情影响较大，因此恢复速度较慢。**其次**，

上证指数的编制规则不合理，不能完全反映股市的情况；最后，创业板指代表的新经济更具有活力，受疫情影响较小，在美股纳斯达克指数创新高的影响下，市场情绪乐观。因此，目前 A 股、港股的估值已经得到一定的修复。



但是，值得指出的是，A 股、港股的股市涨幅较为温和，有着较强的经济基本面支撑。一方面，在世界范围内，中国率先控制住疫情，率先实现了生产生活的基本正常化。另一方面，中国

央行并没有采取饮鸩止渴的非常规货币政策，在货币政策工具的选择方面较为理智，经济、金融系统泡沫较少，这与一些发达国家经济体形成了鲜明的对比。

相比于其他世界重要经济体，港股、A股依然有着较大的投资价值。短期看，随着货币融资增速的回升，经济通胀、企业盈利将有望改善；长远看，随着中国股市的改革、中概股的回归逐步推进，A股、港股将涌现大量的优秀公司，吸纳更多的社会资金和境外资金，从而形成良性循环。因此，太和财经对中国股市较为乐观，认为当前投资A股、港股恰逢其时。

2. 中国债券市场维持“箱体震荡”。2020年6月，在央行转“鹰”、经济边际回暖的背景下，国内债市收益率继续震荡上行。6月1日晚间央行推出两个宽信用的创新工具：普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划，债市随后大跌，认为央行已从宽货币转为宽信用，如果以上两个工具作为常设工具，将对利率债市场有较大影响，央行可以直达底层宽信用。6月15日MLF利率未降，缩量续做2000亿，尾盘传来特别国债发行方案的消息后国债收益率迅速上行8bp。特别国债采用相对市场化的发行方式，且央行并无任何配套措施配合发行，反而不断回笼流动性，市场对此再度恐慌。6月18日易纲行长在陆家嘴论坛上表示“总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，郭树清主席认为美联储政策过于“内向”，有可能侵蚀全球金融稳定基础，也很可能会透支美元和美国信用。中国不会“大水漫灌”，

不考虑负利率。此消息一出，国债收益率再度上行。

在经历经济边际复苏和政策收紧之后，国债收益率已经回到一个合适的区间，资金空转的现象也随着短端收益率的上行已经得到整治。国债收益率正在形成一个新的“上有顶、下有底”的中枢区间，央行在本轮疫情冲击中始终较为克制，但此时判断经济已经全面复苏甚至过热又为时过早。“上有顶”是由于相比较疫情前整体经济情况尚未恢复，海外疫情此起彼伏，国内依然有局部暴发的现象，消费娱乐和制造业均未完全恢复。“下有底”是因为最差的时期已经过去，海外已经开始逐步复工，国内大部分行业已基本恢复正常，短期内很难再见到前期收益率的低点水平。在国外央行大幅宽松的背景下，中国央行可能不会贸然立即紧缩，逆向的货币政策不利于汇率和实体经济的复苏。目前和2016年的宏观环境不可同日而语，经济远未到过热需要新一轮供给侧改革的地步。

3. 投资型复苏拉动大宗商品行情。2020年5月国内商品价格全线反弹，黑色系商品“一枝独秀”，上涨12%；有色和农产品涨幅相对较小，分别上涨2.4%和0.8%。中国经济持续复苏，叠加需求回补和部分刺激政策前倾，工业生产较强，经济数据不断超预期。5月发电煤耗增长亮眼，但数据的边际高点可能即将到来。首先两会未设全年增长目标，以“六保”及促改革代替强刺激和保增长。国内生产虽然继续修复，工业生产增速年内首次转正、利润修复；且投资、消费、出口均保持回升，但CPI、PPI仍有下

行压力，5月PPI环比降幅收窄，但同比继续下降。当前需求改善不排除有前期订单积压及赶工因素，外需则受到防疫物资需求大增拉动，商品价格的可持续性有待观察。**其次**，国内货币政策和流动性亦是决定商品价格的重要因素之一，现阶段货币政策正处于边际收紧期间，若整体货币政策偏向宽松且利率“上有顶、下有底”，这样的宏观环境对商品市场相对温和中性。**最后**，拉美等商品出口国的疫情也是现阶段影响国内商品价格的重要因素。

贵金属方面，黄金和白银5月至6月维持窄幅震荡走势，在美股等风险资产强劲反弹的背景下黄金的避险功能始终受到抑制，但得益于市场对复苏的乐观预期，通胀预期的温和回升，实际利率有所下降，抵消了避险方面的拖累。贵金属的长期逻辑依然未变，不论风险资产走势如何，贵金属将受益于避险需求和通胀预期的双重因素，在中长期依然具备配置价值。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超
太和智库研究员 张家瑞
太和智库研究员 欧阳睿

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。