

后疫情时代的中国经济形势

光期研究 叶燕武
2020年9月18日

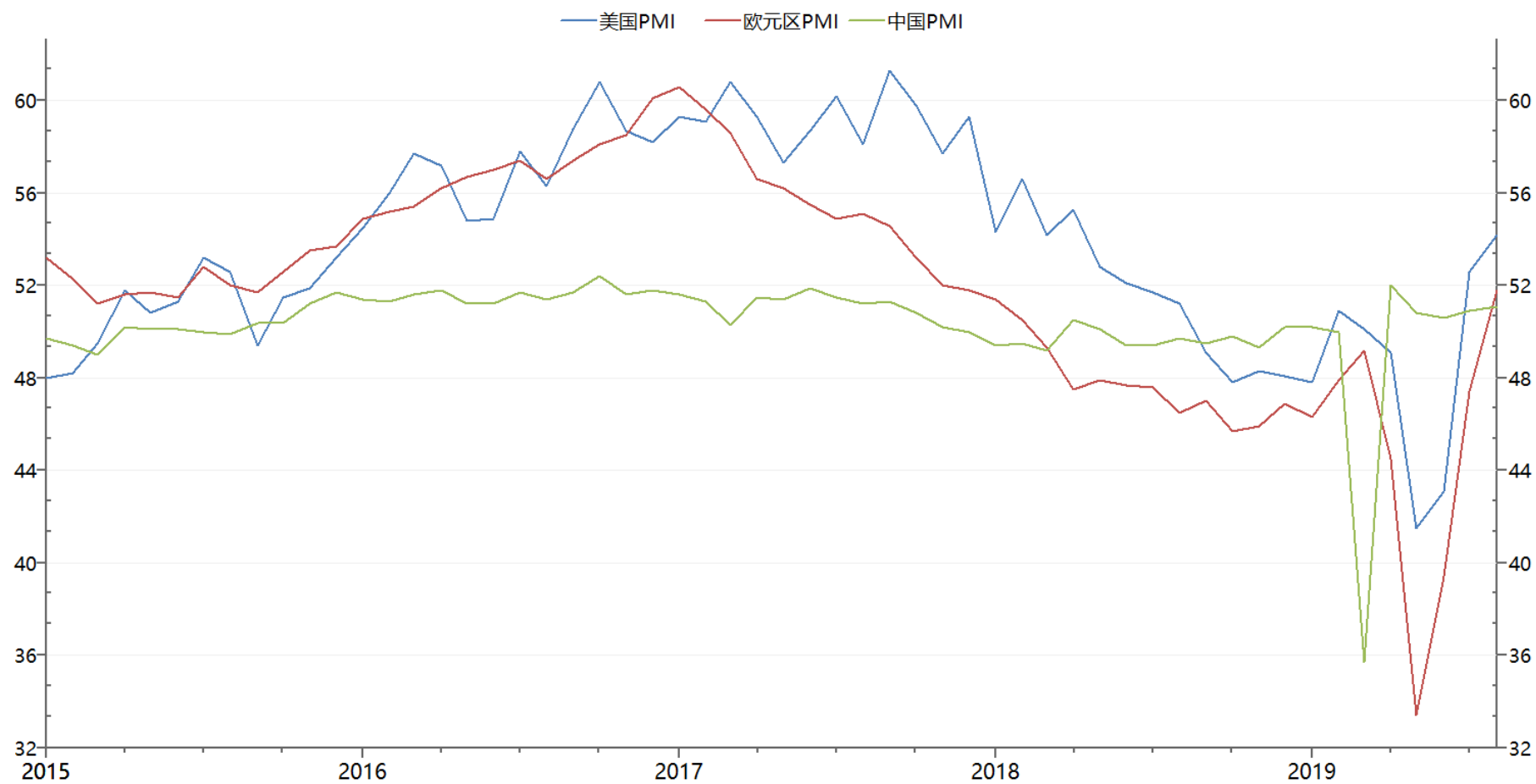
提纲

一、经济修复的持续性

二、市场运行的主逻辑

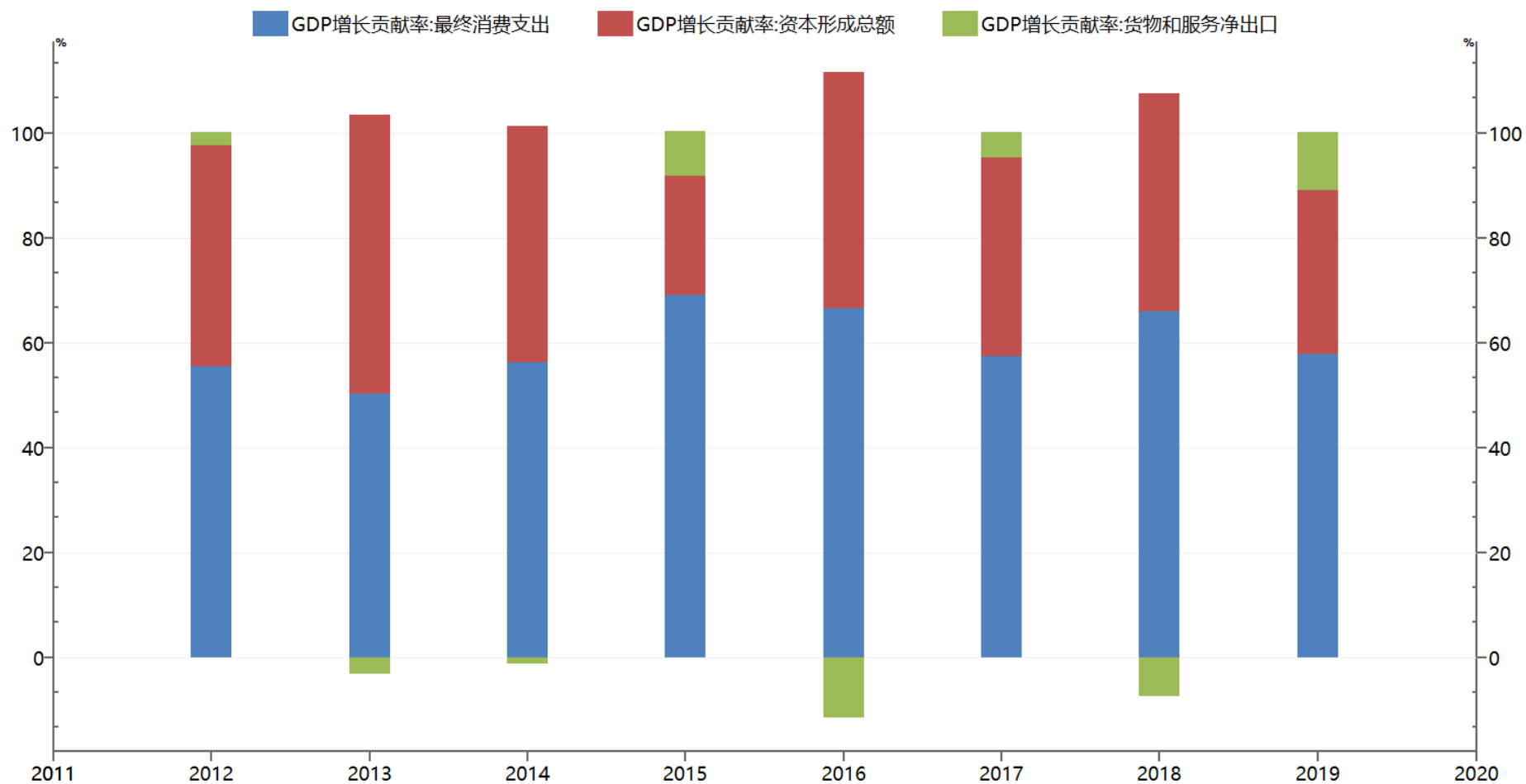
三、如何理解“双循环”

一、经济修复的持续性



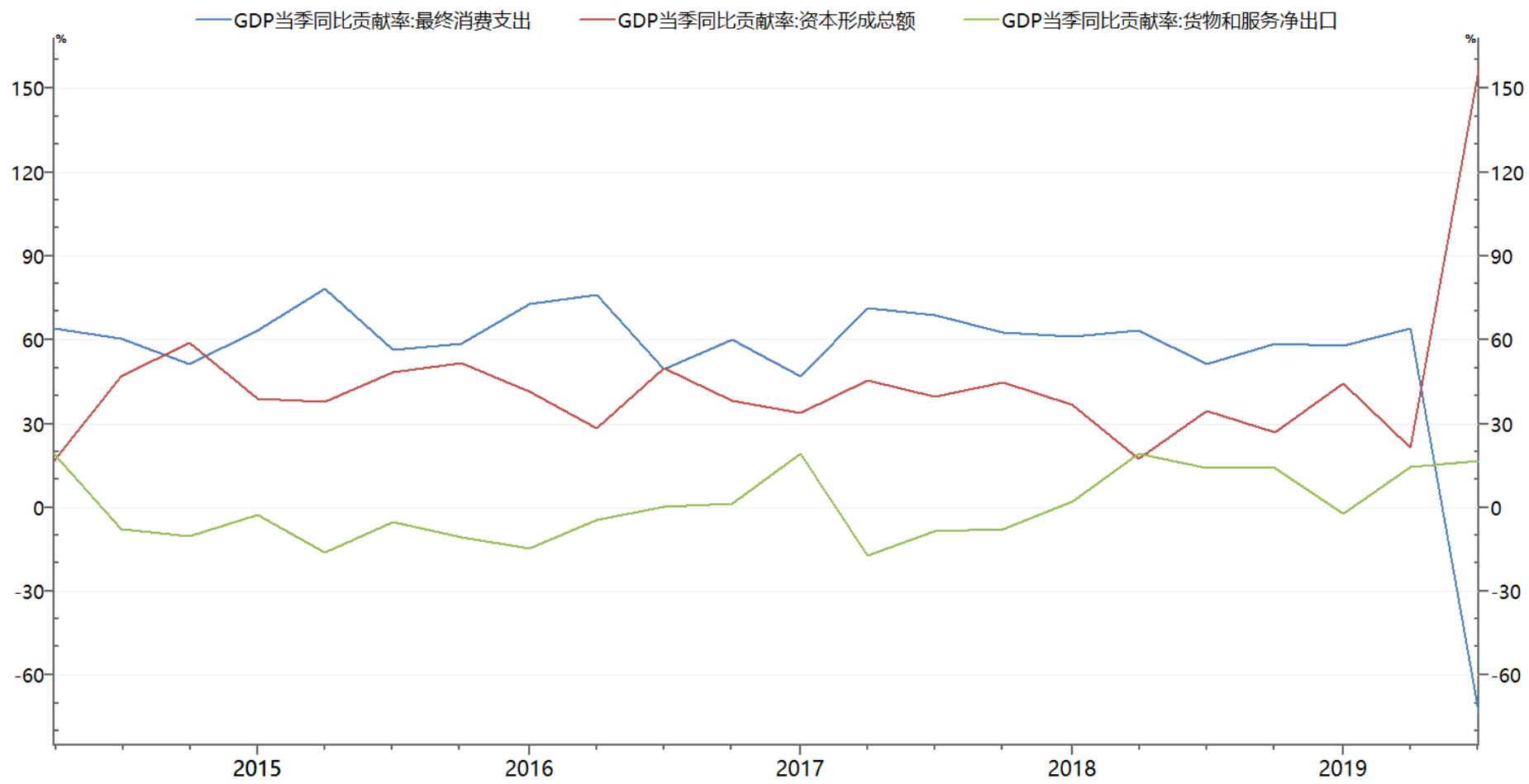
数据来源: Wind

1、结构差异决定了修复弹性



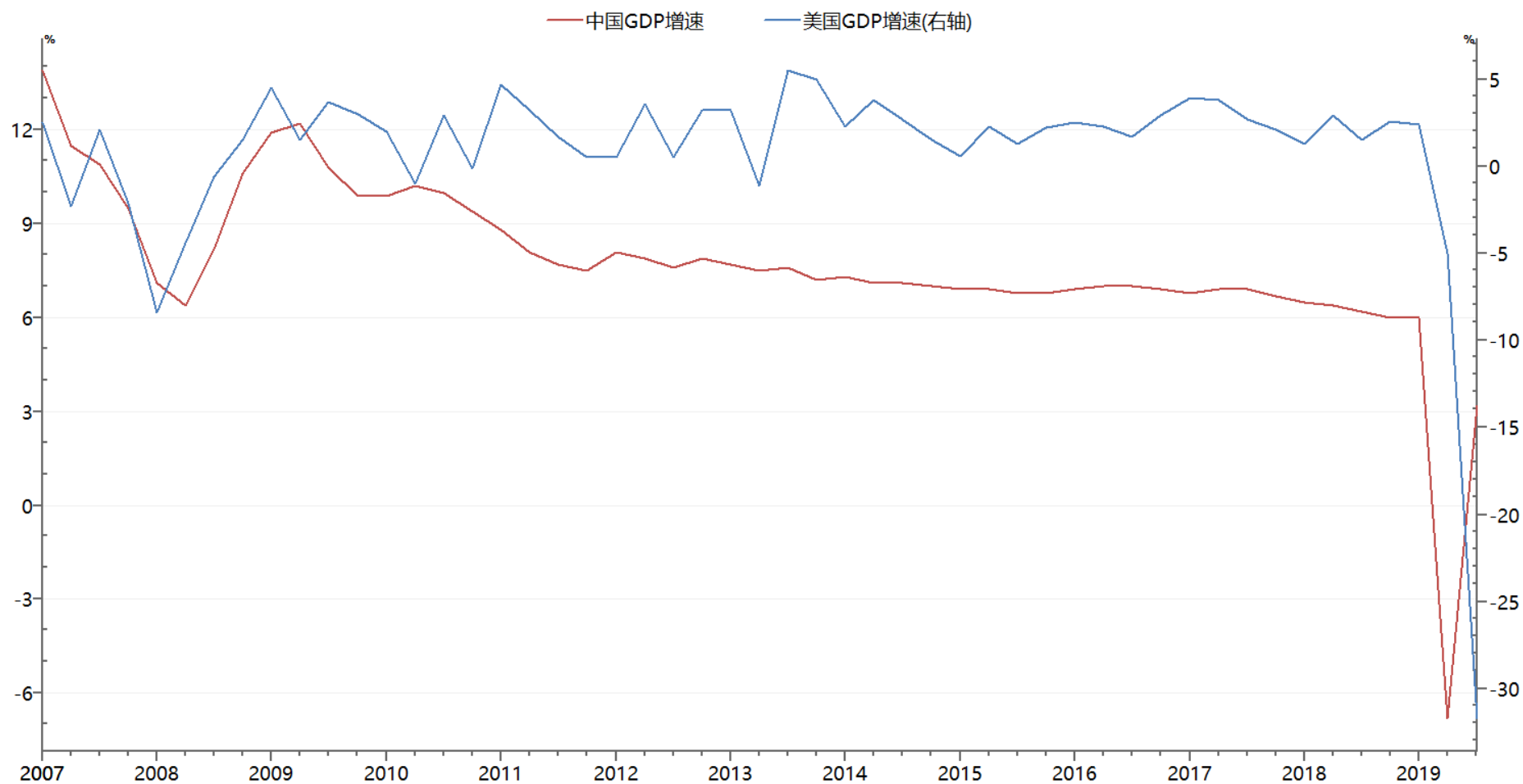
数据来源: Wind

1、结构差异决定了修复弹性



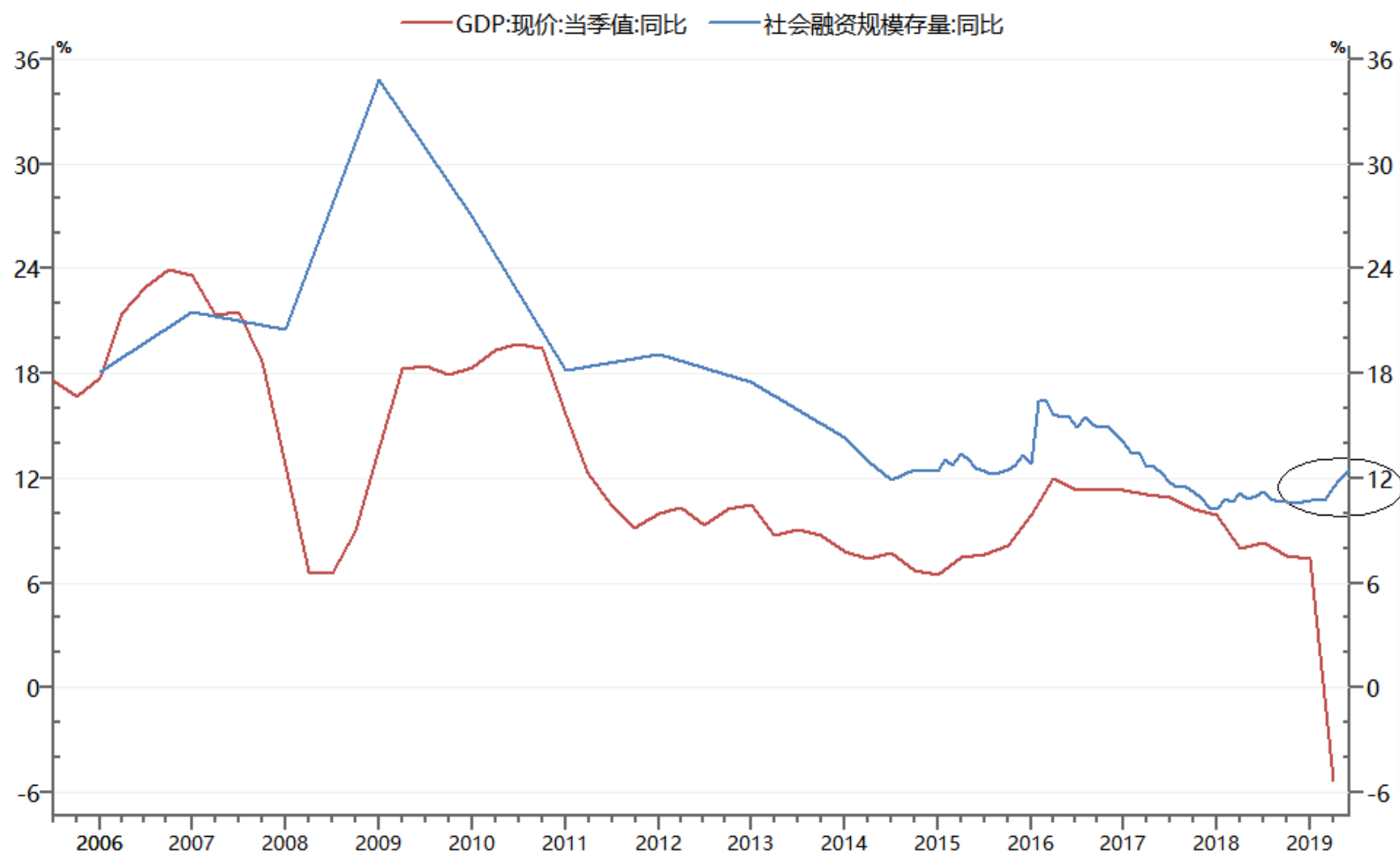
数据来源: Wind

1、结构差异决定了修复弹性



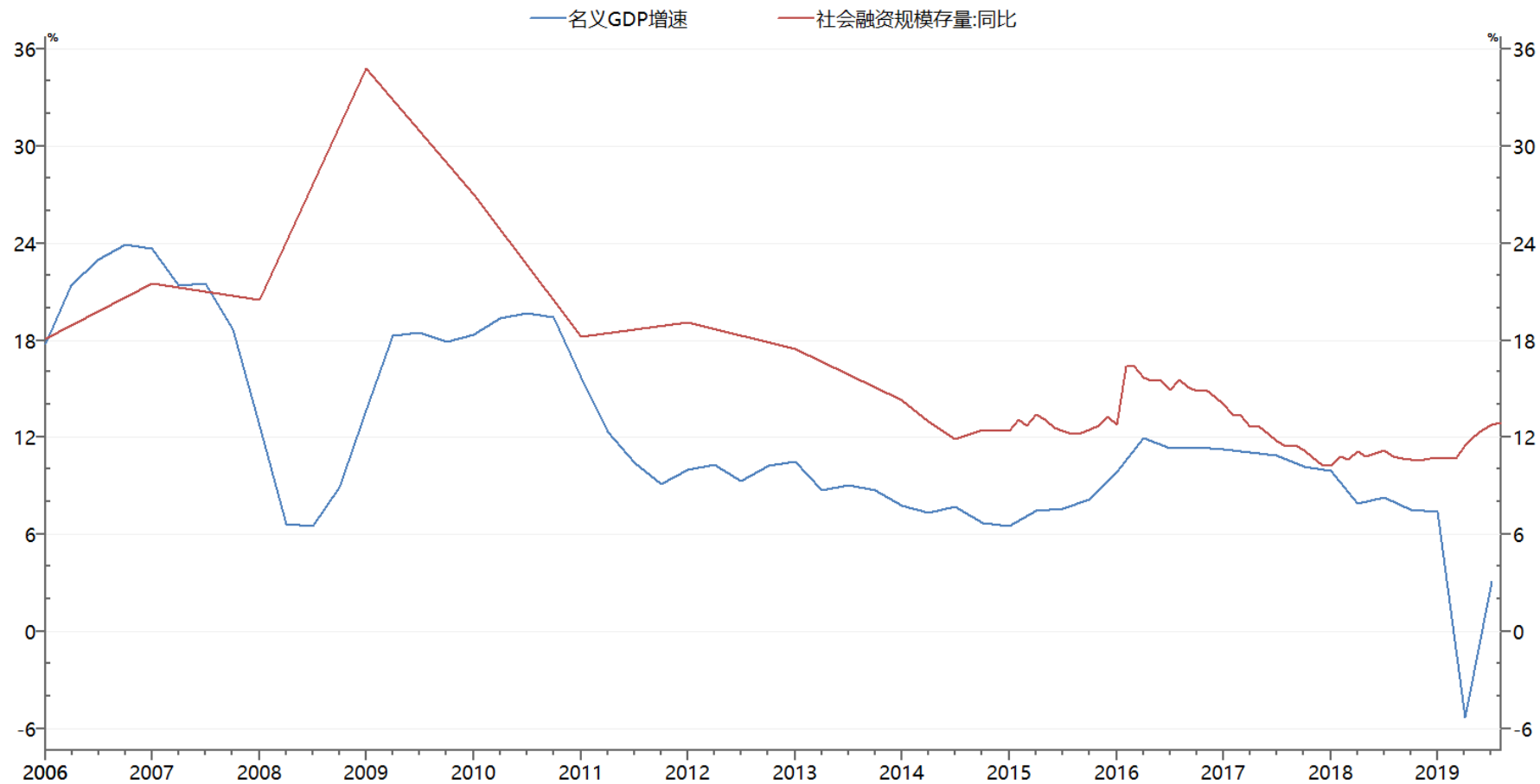
数据来源: Wind

2、信贷是驱动需求的核心变量



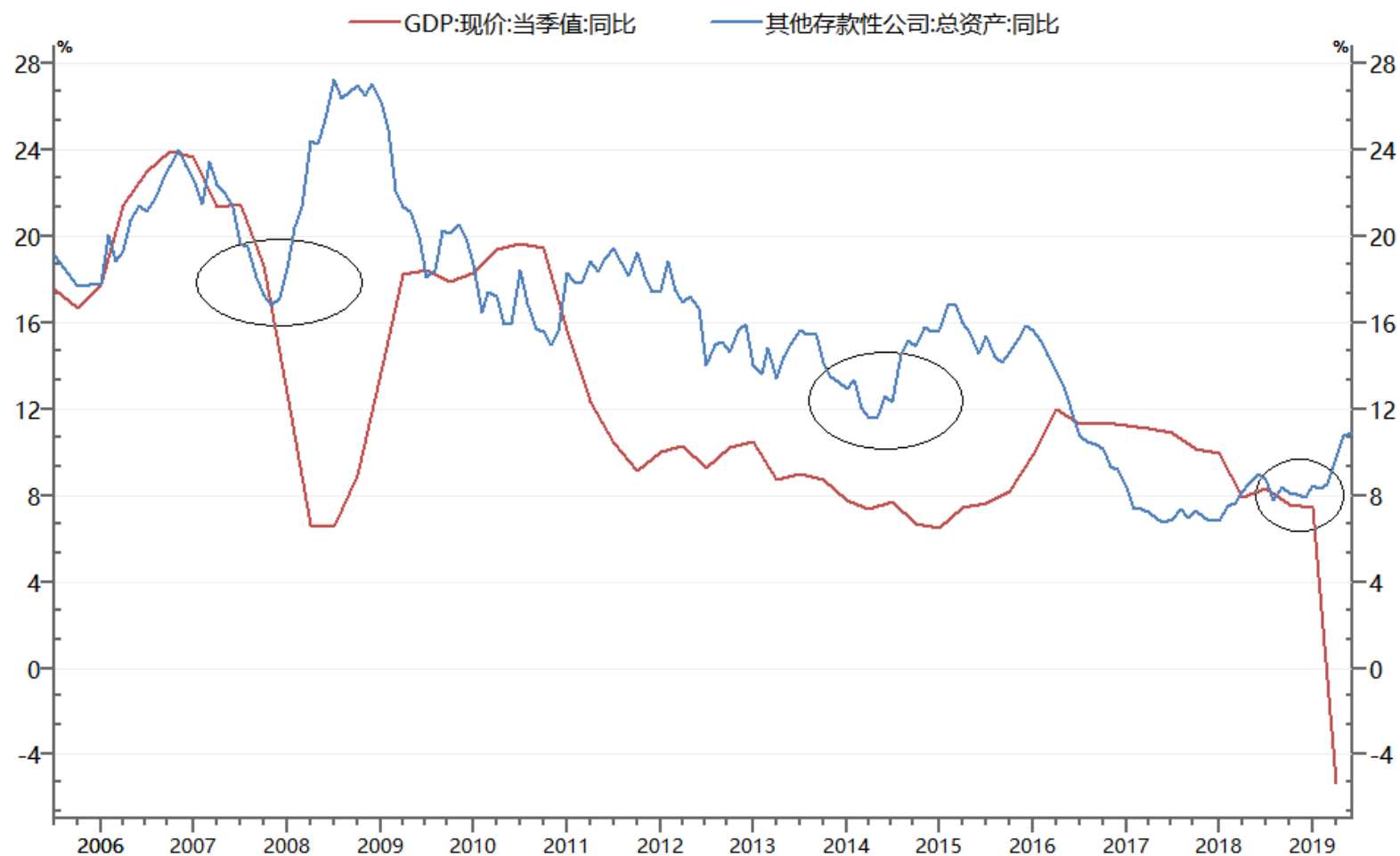
数据来源: Wind

2、信贷是驱动需求的核心变量



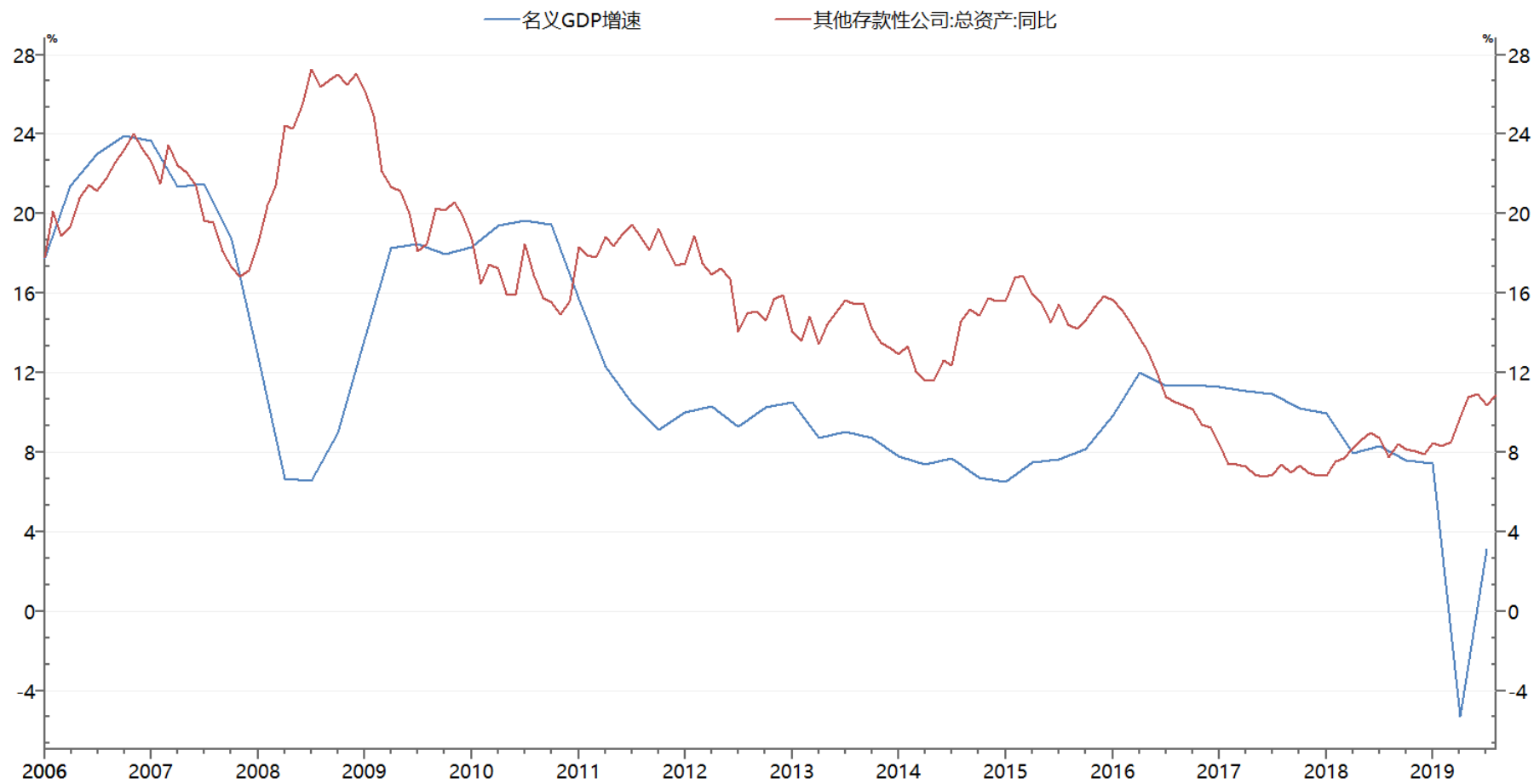
数据来源: Wind

2、信贷是驱动需求的核心变量



数据来源: Wind

2、信贷是驱动需求的核心变量



数据来源: Wind

2、信贷是驱动需求的核心变量

图表：专项债投向基建不同比例下的基建增速估算

专项债投向基建比例（%）	2020年基建投资增量（万亿）	2020年的基建投资增速（%）
30%	0.71	4.7
40%	1.08	7.2
50%	1.46	9.7
60%	1.83	12.1
70%	2.21	14.6
80%	2.58	17.1

资料来源：Wind，光大期货研究所

政府工作报告明确财政赤字规模比去年增加1万亿元，并发行1万亿元抗疫特别国债。2015-2019年基建投资预算内资金占财政支出比重约为10%-12%且保持上升趋势，若2020年保持12%的比重，则预计新增2万亿政府赤字中，带动基建投资的增量为1200亿。

综合来看，我们认为政策拉动下，2020年基建投资增量约为1.46万亿-1.83万亿，去年的基建投资（不含电力）规模为15.1万亿元，据此测算，全年基建投资增速约为9.7%-12.1%。

3、微观需求验证投资和消费反弹（光期研究 见微知著）

商品期货				金融期货
	郑商所	大商所	上期所	中金所
周期品 PPI	化工类 (PTA、甲醇、玻璃、 纯碱、尿素)	化工类 (LLDPE、PVC、PP) (EG、EB、液化石油气)	有色金属 (铜、铝、铅、锌、锡、 镍)	股指类 沪深300指数 上证50指数 中证500指数
			能源类 (原油、燃料油、沥青、 天然橡胶、20号胶)	
	黑色系 (动力煤、硅铁、锰 硅)	黑色系 (焦煤、焦炭、铁矿石)	黑色系 (螺纹钢、热轧卷板、线 材、不锈钢)	
			纸浆	
消费品 CPI	小麦类 (强麦、普麦)	玉米类 (玉米、玉米淀粉)	贵金属 (黄金、白银)	债券类 2年期国债 5年期国债 10年期国债
	水稻类 (早籼稻、晚籼稻、 粳稻)	豆类 (大豆、豆油、豆粕)		
		粳米		
	菜籽类 (油菜籽、菜籽油、 菜籽粕)	木材类 (胶合板、纤维板)		
	棉花、棉纱、白糖、 苹果、红枣	棕榈油、鸡蛋、生猪		

3、微观需求验证投资和消费反弹（光期研究 见微知著）

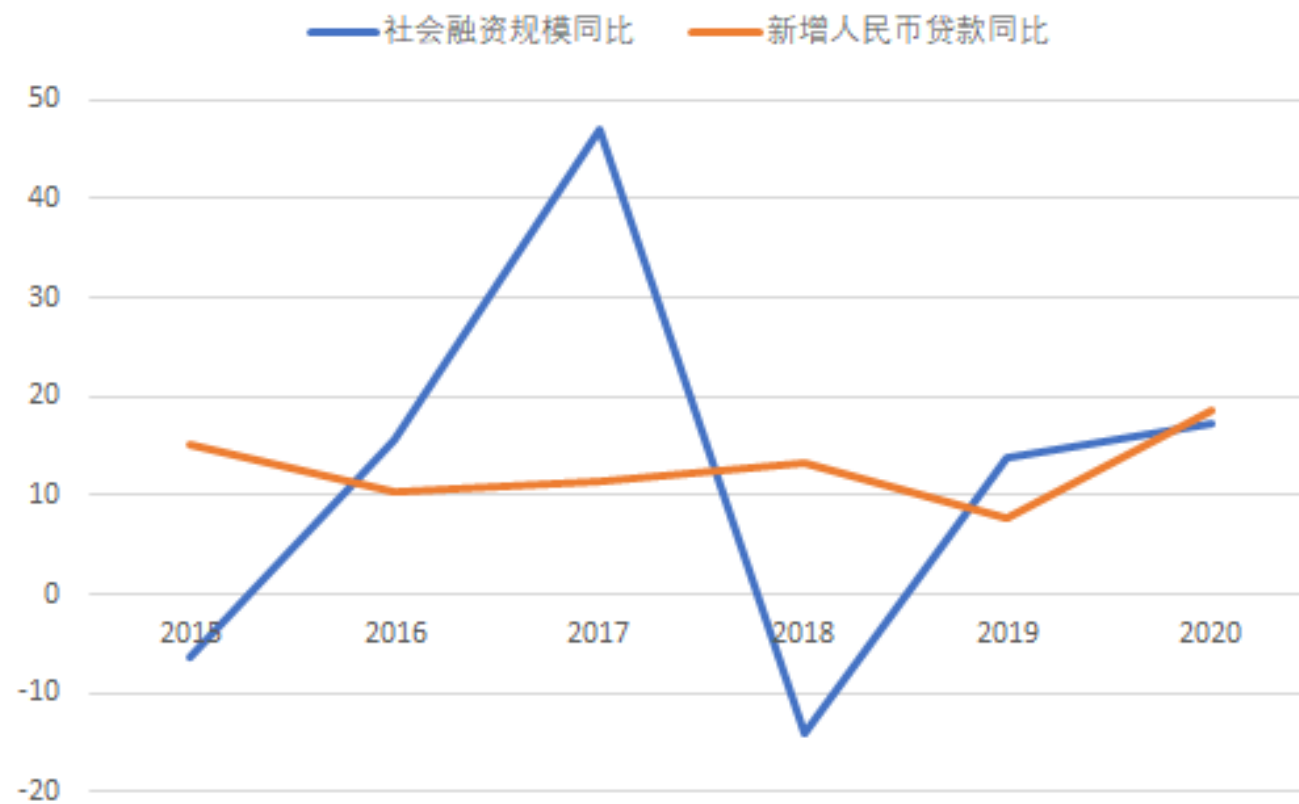
终端需求	商品用途占比
房地产	螺纹钢（65%）铜（9%）铝（35%）锌（53%）玻璃（70%）聚乙烯（13.5%管道）PVC（40%）
基建	螺纹钢（35%）PVC（30%）沥青（82%）
汽车	热卷（20%）锌（20%）铝（12%）天然橡胶（74%轮胎）玻璃（15%）
机械	热卷（62%）
电力	动力煤（65%火电）铜（46%电线电缆）铝（15%）
燃油	原油（54%成品油）燃料油（70%船舶）
家电	铜（14%）聚丙烯（10%）
纺织	棉花（99%）PTA（75%）MEG（81%）聚丙烯（13%）
日用包装	聚乙烯（25%）聚丙烯（24%）PTA（20%）
食用	大豆（81%）豆油（91%）棕榈油（75%）菜籽油（100%）生猪（100%）鸡蛋（100%）白糖（100%）
饲料	豆粕（97%）大豆（19%）菜粕（96%）玉米（71%）
	光大期货研究所整理

3、微观需求验证投资和消费反弹（光期研究 见微知著）

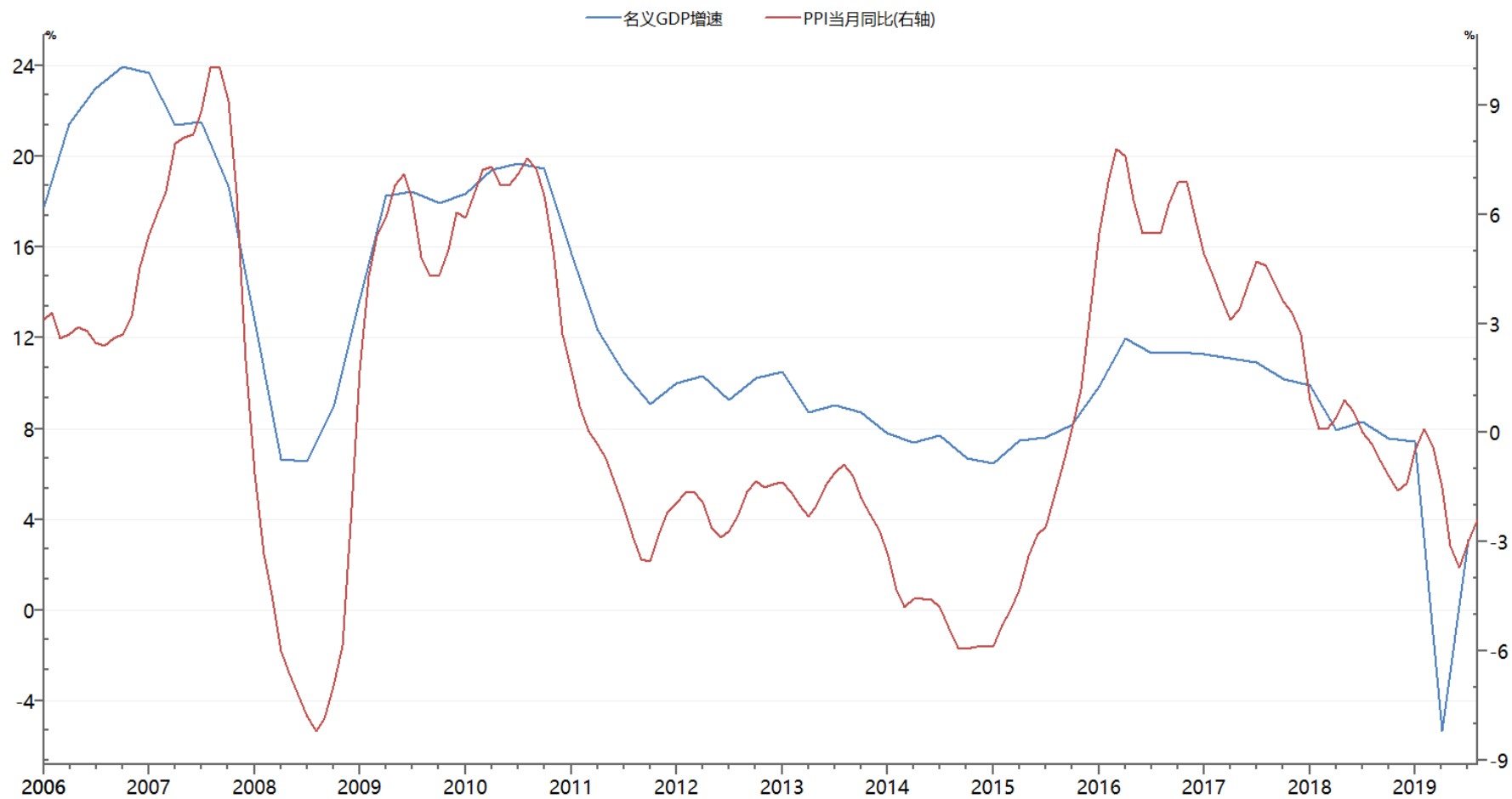


数据来源: Wind

二、市场运行的主逻辑

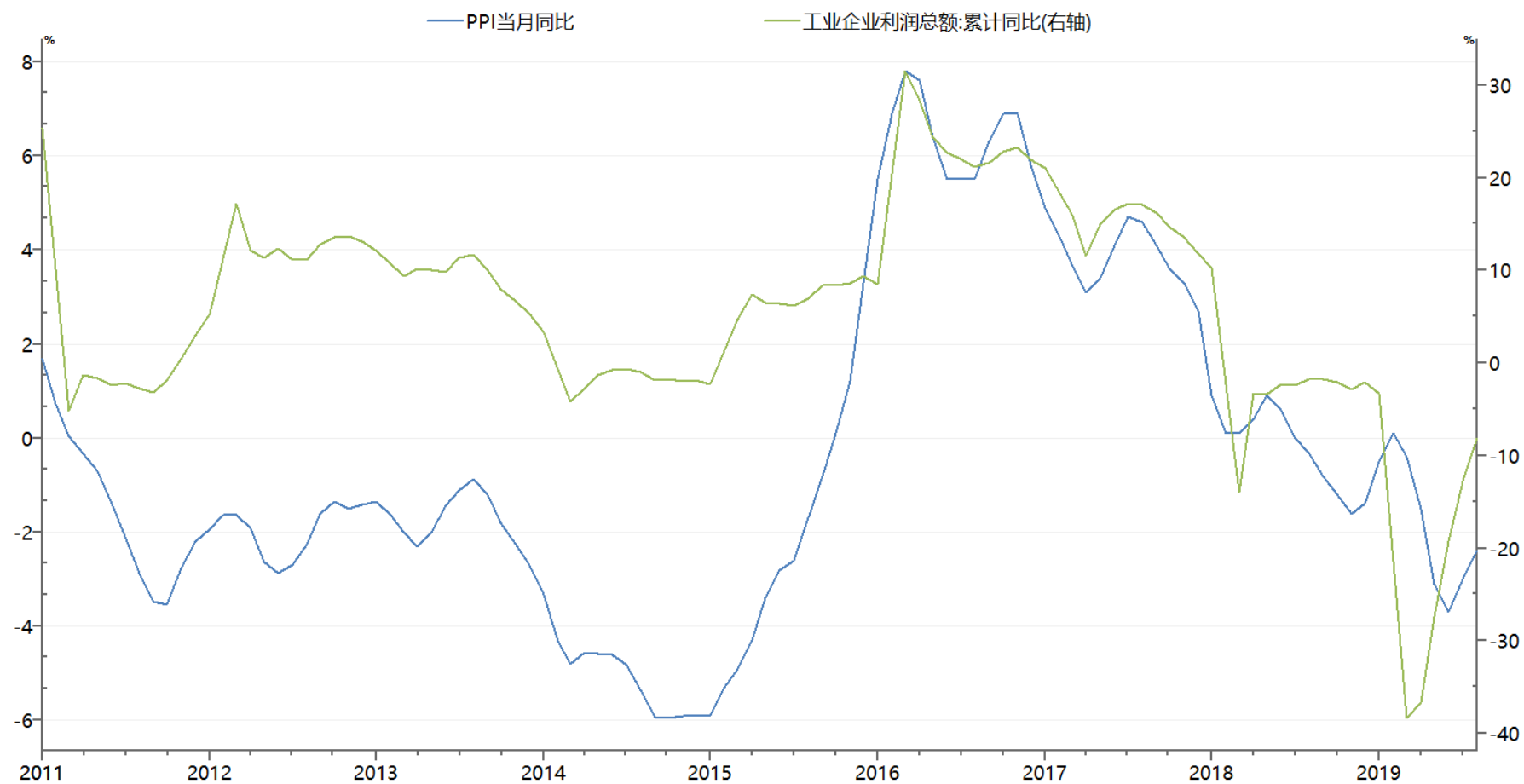


1、PPI企稳回升可期



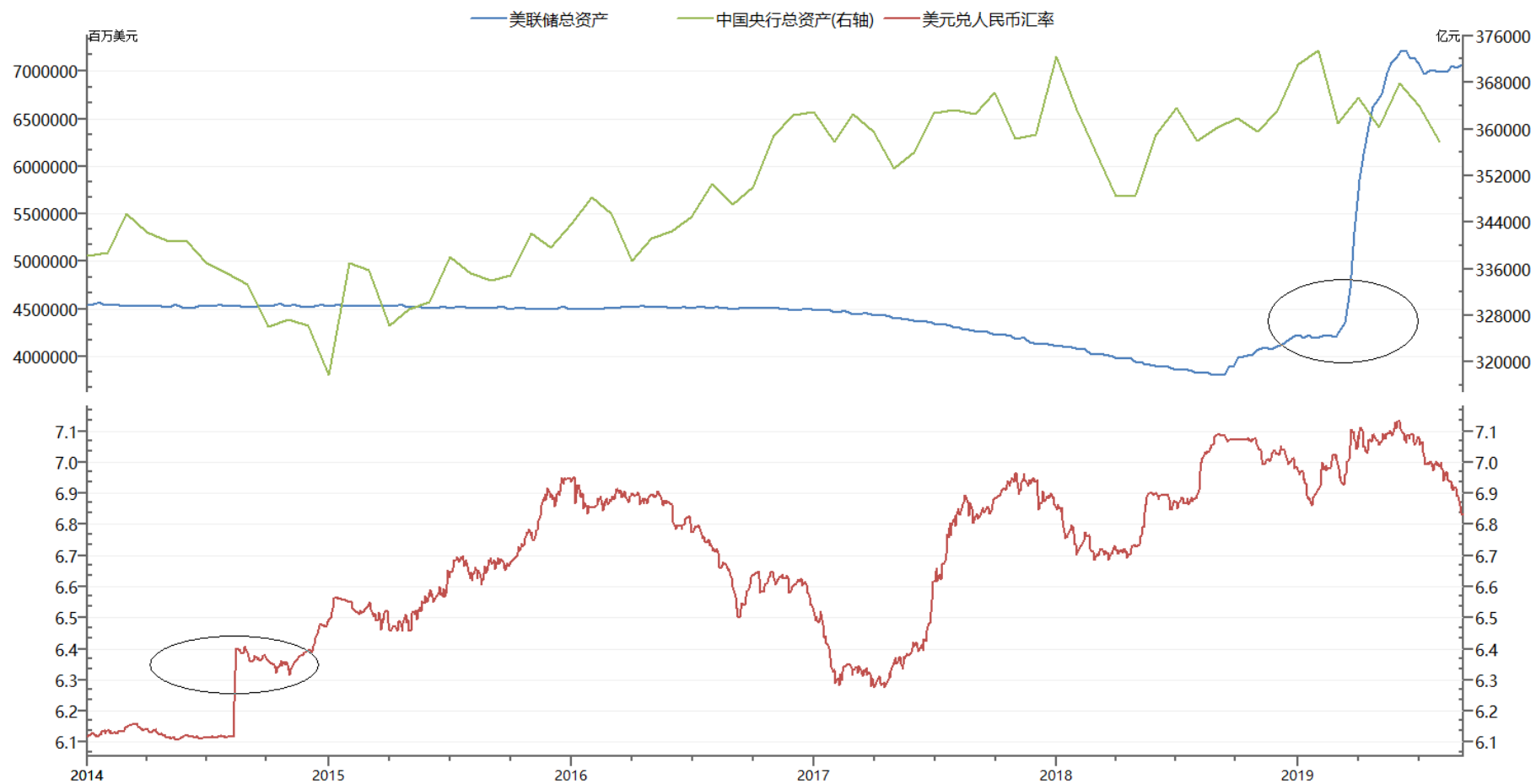
数据来源: Wind

1、PPI企稳回升可期



数据来源: Wind

2、美元走弱是大概率



数据来源: Wind

2、美元走弱是大概率

图表：拜登、特朗普主要主张的政策对比

候选人	拜登	特朗普
简介	民主党，曾任美国副总统，第三次参选，温和派	共和党，现任美国总统
竞选口号	Our Best Days Still Lie Ahead（最好的美国还在前方）	Keep America Great（让美国保持伟大）
经济	①提高最高个人所得税率到39.6%；②提高企业所得税率到28%；③提高资本利得税；④提高最低工资；⑤未来10年1.3万亿美元的基建投资计划	①减税2.0计划，考虑将中产阶级税率降至15%；②未来10年2万亿美元的基建投资计划
医疗	支持奥巴马医改的公私合营的平价医疗体系	任期内基本废除了奥巴马医改
教育	①增加联邦政府对低收入地区学校的资助；②根据收入水平削减学生贷款还款	削减教育领域的政府支出
贸易	①支持自由贸易，但也承诺修改贸易政策；②反对关税；③认为美国应与盟友共同制定应对中国的策略	①提倡美国优先，承诺促进美国制造业回流；②支持加征关税；③发动中美贸易战，考虑在大选后进行第二阶段谈判；④退出北美自贸协定及TPP
气候和能源	①清洁能源革命，未来十年1.7万亿美元联邦投资，加上州、地方和私人投资共计5万亿美元；②取消对化石燃料补贴，暂停新的联邦化石燃料租赁，禁止能源公司在近海钻井	①提倡美国优先能源计划，实现能源独立；②支持传统化石燃料能源，放松能源领域的政府监管；③对全球变暖持怀疑态度，废除奥巴马的清洁能源计划
监管	维护“多德-弗兰克”法案	放松金融监管，削弱“多德-弗兰克”法案和消费者保护法案

资料来源：Wind，光大期货研究所

3、人民币资产有吸引力



数据来源: Wind

3、人民币资产有吸引力



数据来源: Wind

三、如何理解“双循环”

会议指出，当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。

宏观研究团队简介

- 叶燕武，南开大学经济学硕士，现任光大期货研究所所长、光大集团特约研究员，历任混沌天成研究院院长，曾连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师。
- 谢钰，香港中文大学金融学硕士，现任光大期货研究所宏观分析师。
- 韩颖朗，加州大学戴维斯分校理学硕士，现任光大期货研究所股指分析师。
- 尚芳，厦门大学经济学硕士，现任光大期货研究所国债分析师。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。