

2020 年一季度宏观经济运行分析与展望

(2020 年 4 月)

中央国债登记结算有限责任公司中债研发中心

东方金诚国际信用评估有限公司研究发展部

突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济运行造成较大影响，一季度 GDP 同比负增，国际国内环境愈加错综复杂。但在逆周期调节政策的有力对冲下，复工复产加快推进，3 月份主要经济指标呈现回升势头，降幅明显收窄。一季度，三驾马车同比负增，GDP 增速下行，但基建投资明显发力，线上消费占比提升，贸易顺差大幅收窄。价格方面，食品价格带动 CPI 加速上涨，PPI 降幅有所扩大，人民币汇率在双向波动中基本稳定。财政、货币、金融政策充分发挥托底作用，社会政策首提“六保”，全力支持疫情防控，确保我国经济金融平稳运行，推动生产生活有序恢复。

展望二季度，GDP 增速有望回正，预计投资、消费同比小幅增加，贸易顺差收敛态势仍将持续。CPI 同比涨幅料将回落，PPI 仍同比负增，人民币对美元稳中有升。建议财政政策在推动“三支箭”落地的基础上，侧重扩大公共消费；运用总量货币政策工具维持相对较阔的信用条件，兼顾结构性工具应对结构性冲击，金融政策既要支持商业银行多渠道补充资金，同时应注意呵护前期防风险成果。

目录

一、宏观经济运行状况.....	- 4 -
(一) 国内生产总值.....	- 4 -
(二) 固定资产投资.....	- 6 -
(四) 消费.....	- 8 -
(五) 进出口.....	- 9 -
(六) 物价.....	- 10 -
(七) 汇率.....	- 11 -
二、宏观经济政策.....	- 12 -
(一) 财政政策.....	- 13 -
(二) 信贷与货币政策.....	- 14 -
(三) 金融政策.....	- 17 -
(四) 社会政策.....	- 18 -
三、2020 年二季度宏观经济展望.....	- 18 -
四、2020 年二季度宏观政策建议.....	- 21 -
(一) 财政政策.....	- 21 -
(二) 货币政策.....	- 21 -
(三) 金融政策.....	- 22 -

一、宏观经济运行状况

(一) 国内生产总值

新冠肺炎疫情全面冲击经济，GDP 同比负增。据初步核算，2020 年一季度，我国国内生产总值（GDP）同比下降 6.8%，增速较上季度和上年同期分别下滑 12.8 和 13.2 个百分点，基本符合市场普遍预期。

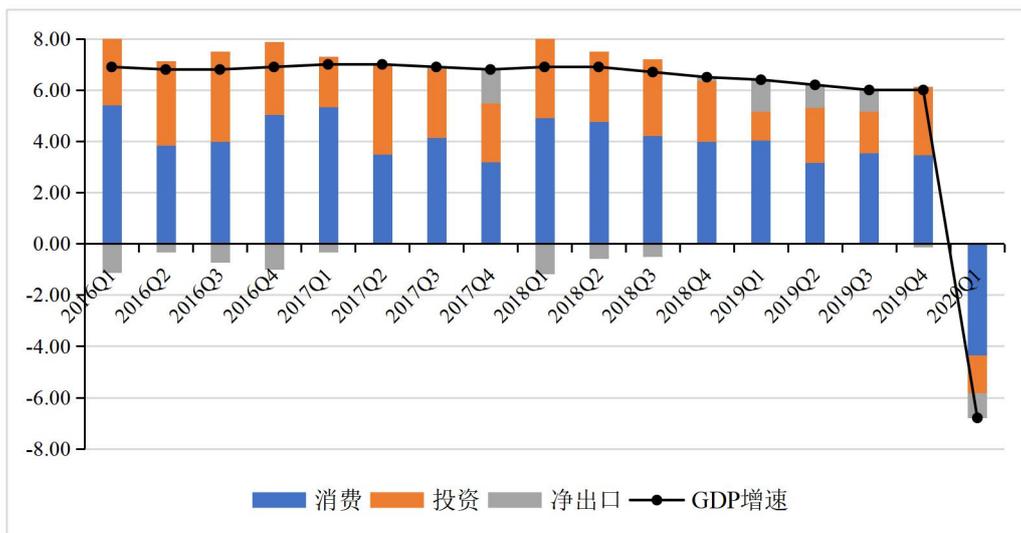


图 1-1 GDP 当季同比增速负增 “三驾马车” 同时下拉

资料来源：WIND

分月看，1 月下旬起，新冠疫情对国内供需两端形成严重冲击，1-2 月工业生产、投资、消费、净出口等经济指标同比大幅负增；3 月国内疫情得到有效防控，宏观政策逆周期调节效果显现，但海外疫情迅速升级，一方面，“外方输入、内防反弹”压力不减，持续制约国内供需；另一方面，全球经济下行压力加大，外需萎缩。因此，3 月各项经济指标虽较 1-2 月有较大幅度反弹，但普遍仍同比负增。

消费下滑对 GDP 的拖累最为显著。三驾马车方面，疫情对消费的负面冲击最为明显。一季度，消费、投资、净出口分别拖累 GDP 增速 4.36、1.5、0.98 个百分点。并且，消费对 GDP 的贡献

率为-64%。

生产停滞严重拖累第二产业，线上消费增强第三产业韧性。三次产业方面，疫情叠加春节，导致物流停滞、大量制造业企业停工、建筑施工项目推迟，第二产业同比下降近 10%。线上购物、娱乐、办公等行业逆势增长，在一定程度上对冲了交通、旅游等服务业遭受的冲击，使得第三产业 GDP 实际同比下降幅度好于宏观经济整体表现，显示服务业转型增强了行业的抗冲击韧性。

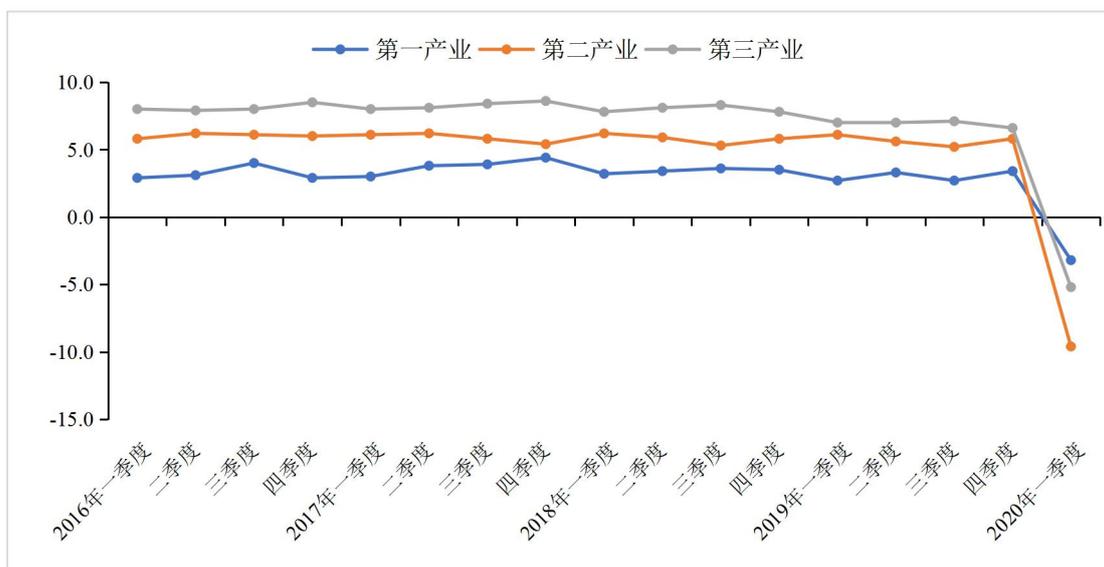


图 1-2 一季度三次产业同比实际增速均大幅下行 (%)

资料来源：WIND

复工复产延迟和需求下滑冲击工业生产，3月明显恢复。一季度，全国规模以上工业增加值同比，增速较上年同期下滑近 15 个百分点。受疫情影响，节后复产延迟、用工困难、物流受阻，生产端景气度严重受挫，且需求端下滑进一步加剧了疫情对工业生产的负面影响。1-2 月工业增加值累计同比为两位数负增。3 月以来，国内疫情得到有效防控，各地加快推进复工复产，加上前期积压需求有所回补，工业生产“深蹲起跳”，当月工业增加值同比降幅较 1-2 月收窄逾 12 个百分点。但受 3 月海外疫情快

速蔓延、主要消费市场美欧成为疫情中心、国内人员流动和内需反弹仍未完全恢复等影响，当月工业增加值仍未回到正增。

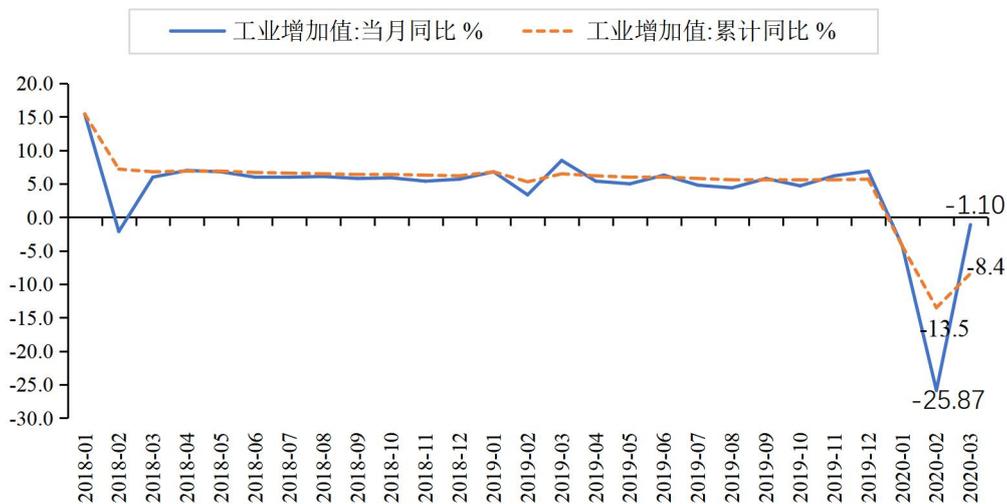


图 1-3 规模以上工业增加值同比增速创新低 (%)

资料来源：WIND

(二) 固定资产投资

固定资产投资同比负增，3月降幅明显收窄。一季度全国固定资产投资累计同比下降16.1%，增速较上年同期下滑22.4个百分点，三大类投资均同比负增。主要原因是，节后复工明显延迟，拖累基建和房地产投资。此外，企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等因素，也削弱了制造业企业的投资意愿和能力。3月复工进程明显加快，各类企业融资规模大幅上升，一季度企业新增融资比上年同期多出近1万亿元。值得一提的是，3月三大类投资与2月相比均不同程度改善，带动固定资产投资增速反弹。3月全国固定资产投资同比降幅较1-2月大幅反弹近14个百分点。

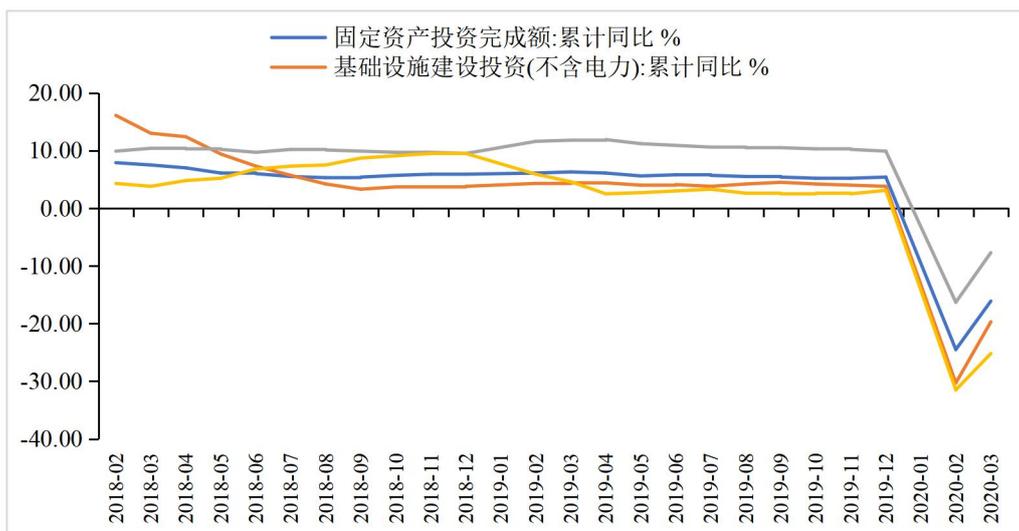


图 1-4 固定资产投资及三类主要投资累计同比增速均在 3 月反弹

资料来源：WIND

逆周期调节推动基建投资发力。一季度，基建投资（不含电力）累计同比下降约 20%，大幅低于上年同期值，但较前两月月降幅收窄逾 10 个百分点。

3 月基建投资回暖受到两方面带动。各地基建项目复工进度明显加快，政策加大逆周期调节力度，基建投资成为主要发力点。一季度主要投向基建领域的地方专项债发行规模达 1.1 万亿元，较上年同期大幅增加 66.7%。

制造业投资信心受到明显冲击。1-3 月，制造业投资同比下降 25.2%，增速较上年同期下滑 29.8 个百分点。人员返岗率和企业复工率较低，限制了企业投资活动；同时企业收入和盈利不佳，现金流受到影响，加之市场需求前景减弱，进一步制约了企业投资意愿和能力。

3 月制造业投资有所好转，但当月仍同比下降 20.6%，低于固定资产投资整体水平。主要原因在于，制造业以民营企业为主，出口导向特征较为明显。3 月以来宏观政策逆周期调节力度加大，以民企为主的中小微企业信贷融资大幅增长，但这些资金仍以流

动性救急为主，在 PPI 通缩、海外疫情严峻的预期下，民企投资信心仍然不足。同时值得指出的是，疫情并未打断我国制造业转型升级进程。1-3 月高技术制造业投资同比降幅远低于制造业投资整体水平，其中计算机及办公设备制造业投资更逆势同比增长 3.2%。

房地产投资 3 月率先转正。一季度，工人返岗困难、销售和回款不畅导致房企开复工受到影响，加上土地供需受到抑制，导致房地产开发投资同比增速较上年同期下滑 19.5 个百分点。但 3 月受房企融资环境明显好转、房贷利率下行提振投资预期的影响，房地产投资明显恢复，当月房地产开发投资同比增速为 1.2%，在三大类投资中率先转正。

（四）消费

消费活动受限、收入增速下滑，社零同比大幅负增。疫情之下，商铺延期开业、居民出行不便、交通物流不畅，导致消费活动明显受限。一季度，社会消费品零售总额（以下简称社零）实际同比下降 22.0%，较上年同期大幅下滑近 29 个百分点。从下滑幅度看，疫情对除粮油、食品以外的各类商品消费造成普遍冲击，对汽车等可选消费品的影响明显大于必需品。一定程度上反映出疫情拖累收入增长，进一步限制了居民的消费意愿和能力

线上消费占比提升。一季度，网上商品和服务零售额同比降幅明显小于社零总体，实物商品网上零售额占社零比重较上年同期和上年全年均出现上升。3 月 13 日，国家发改委等 23 个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出鼓励线上线下融合等新消费模式，大力发展“互联

网+社会服务”消费模式，促进各项服务消费线上线下融合发展，这进一步增加了线上消费等新型消费模式的未来发展空间。

（五）进出口

疫情对出口影响大于进口，贸易顺差同比大幅收窄。以美元计价，一季度我国货物贸易进出口总额同比下降 8.4%，降幅较上年同期扩大 7.2 个百分点。其中，出口额下降 13.3%，增速较上年同期下滑 14.7 个百分点；进口额下降 2.9%，降幅较上年同期收窄 1.2 个百分点。由于出口增速大幅下行，一季度我国对外贸易顺差累计同比下降 81.9%。

出口供需两端受疫情冲击，3 月降幅超预期收窄。一季度，企业复工复产延期对国内供应链造成严重冲击，加上 2 月下旬以来疫情全球化扩散冲击外部需求，从需求端对我国出口贸易带来负面影响。疫情扰乱了此前中美贸易摩擦阶段性缓和以及全球经济增长动能边际增强带来的出口贸易修复势头。3 月，出口贸易额同比降幅较 1-2 月明显收窄，主因国内疫情有效控制带动供应链逐步恢复、前期积压出口订单集中出货的影响。但疫情在海外加速蔓延，供给恢复和前期需求回补带来的出口数据改善恐难持续。

疫情对进口影响相对较小。企业复工延期和消费活动放缓也对进口增长有所抑制。1-2 月我国进口额累计同比下降 4.0%，降幅较上年同期扩大 1.6 个百分点。3 月国内生产消费逐步好转，前期积压需求开始释放，尤其是供给端恢复提振了产业链配套进口需求，带动进口增速回升，并较上年全年微幅扩大 0.2 个百分点。在一季度大宗商品价格走低的情况下，我国进口增速依然平

稳，展现出了较强的内需韧性。

（六）物价

食品和非食品价格“剪刀差”进一步扩大。一季度CPI累计同比上涨4.9%，涨幅高于上年同期和上年全年。其中，食品和非食品价格“剪刀差”继续走阔：食品价格累计同比上涨20.3%，大幅高于上年同期值2.2%和上年全年值9.2%；非食品价格上涨1.1%，低于上年同期值1.7%和上年全年值1.4%。疫情对CPI产生了非对称、结构性的影响，食品需求刚性尽显，非食品（特别是非必需品）消费受限，二者价格背离趋大。

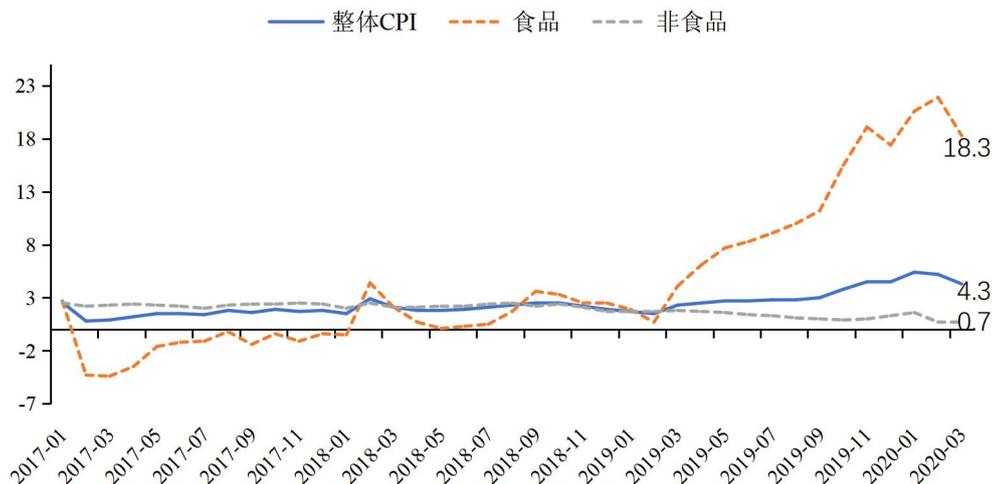


图 1-11 食品和非食品价格“剪刀差”进一步扩大

资料来源：WIND

疫情冲击总需求叠加国际大宗商品价格走低，PPI 通缩压力加大。一季度，PPI 累计同比下跌 0.6%，低于上年同期值 0.2% 和上年全年值 -0.3%。其中，1 月受低基数和中上游工业品新涨价动能普遍增强影响，PPI 同比涨幅时隔半年首度转正至 0.1%。2-3 月，在企业生产投资及工地开工停滞、终端消费活动低迷、国际大宗商品价格走低的共同影响下，工业品价格继续承压，PPI 同比再度转负。

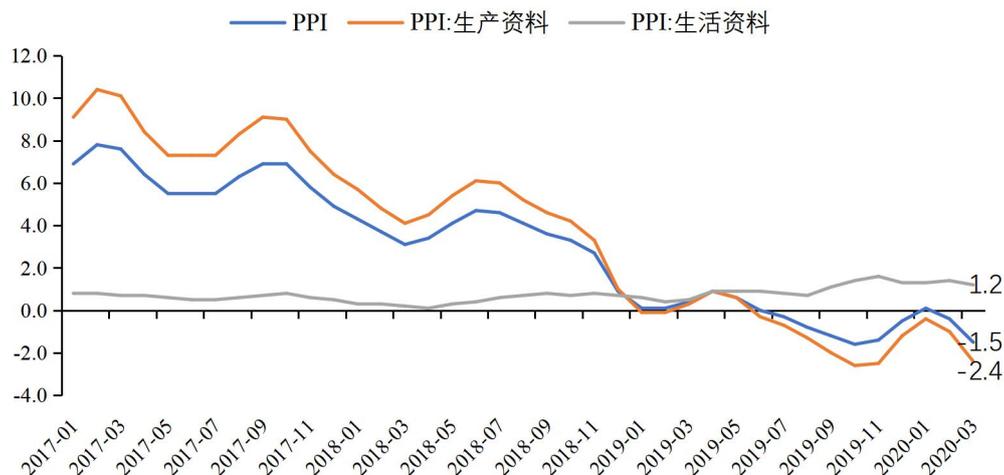


图 1-13 PPI 增速低位徘徊 (%)

资料来源：WIND

从大类看，一季度生产资料 PPI 累计同比下跌 1.3%，生活资料 PPI 累计同比上涨 1.3%，高于上年同期值 0.5%和上年全年值 0.4%。这反映出疫情对中上游原材料和工业品需求和价格冲击更为直接，尤其是原油价格暴跌对生产资料价格的下拉作用明显。生活必需品的刚性需求虽对下游生活资料价格形成支撑，但上游价格持续下跌将逐步向下游传导。

(七) 汇率

人民币对美元汇率波动上行，美元指数冲破整数关口。一季度，人民币对美元先升后贬。1月，人民币对美元延续去年末升值走势，春节前汇率中间价一度创下 2019 年三季度以来最低。节后受新冠疫情影响，人民币有所贬值并再度“破 7”。随着新冠疫情在全球快速蔓延，金融市场避险情绪升温，美元指数迅速走高，突破 100 整数位心理关口并创 2017 年以来最高纪录。带动人民币对美元出现较大幅度贬值。

需要指出的是，尽管人民币对美元有所贬值，但在美元指数明显上升的情况下，人民币汇率在双向波动中保持基本稳定，在

全球货币中相对稳健，表现出较强的韧性。同时，我国跨境资金流动总体稳定，这更加印证了当前我国汇率市场化改革稳步推进、成效不断显现、市场主体心态愈发成熟的事实。

CFETS 人民币汇率指数震荡上行。一季度，CFETS 人民币汇率指数总体延续上升态势。1月，随着中美贸易协定达成、供给侧结构性改革深入推进，市场对我国经济预期偏乐观，支撑CFETS 人民币汇率指数走高。2月，新冠疫情对我国经济带来严重冲击，但CFETS 人民币汇率指数相对稳定，在小幅下跌后保持平稳。3月，受到国际国内新冠疫情形势变化和金融市场情绪影响，CFETS 人民币汇率指数先升后降。

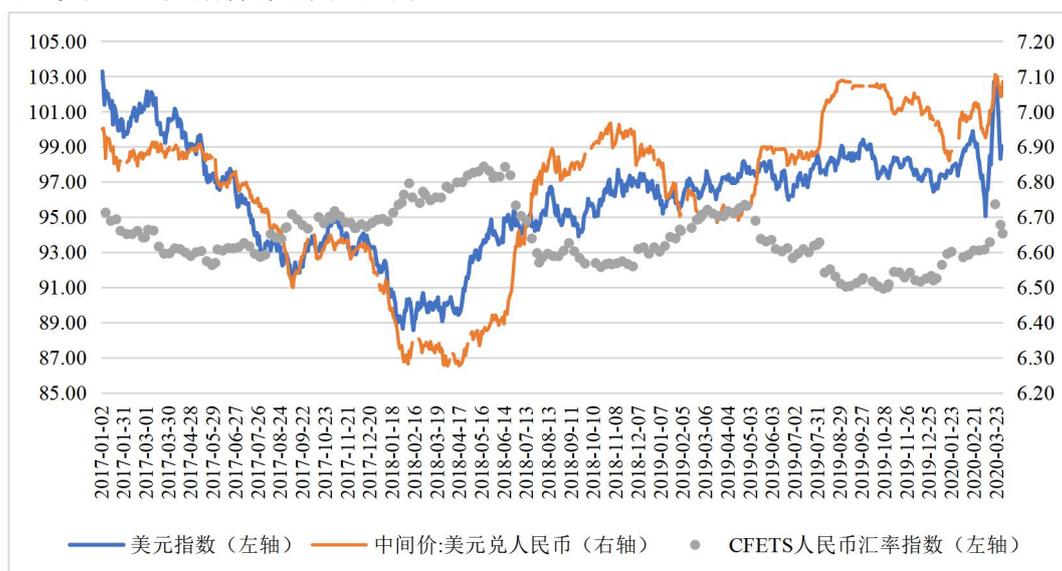


图 1-15 一季度人民币汇率双向波动明显

资料来源: WIND

二、宏观经济政策

一季度，受新冠肺炎疫情冲击，我国经济承压运行。财政、货币、金融政策“稳”字当先，确保做好“六稳”工作，果断采取一系列宏观支持政策，进一步扩张逆周期调控政策，聚力支持疫情防控，有序推动复工复产，呵护实体经济发展，维护宏观经

济和金融市场平稳运行。同时，社会政策围绕“六保”，切实发挥托底作用，全力对冲疫情对社会和民生等的负面影响。

（一）财政政策

财政“三支箭”落地，全力支持经济社会发展和疫情防控要求。3月27日，中央政治局会议就积极的财政政策做出明确指示，适当提高赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债规模均被提及，广义财政空间打开。一季度，专项债扩容规模空前、节奏前移明显。两次下达提前批额度合计1.29万亿元，旨在发挥积极财政政策撬动投资、对冲疫情消极影响的逆周期作用。与此同时优化专项债资金投向，将重点领域扩大至公共卫生、应急医疗救治、老旧小区改造等方面，体现防疫需要和投资领域变化。截至季末，全国发行新增地方政府专项债券1.08万亿元，同比增长超60%，预计约提前两个月完成计划发行任务。此外，特别国债定位已明确为“抗疫特别国债”。考虑到疫情导致“两会”推迟召开，故今年的赤字率安排尚未明确，预计财政政策的边际扩张幅度将视后续疫情影响及经济发展需要而定。

一般公共预算收支双降，财政运行面临“紧平衡”。1-3月累计，全国一般公共预算收入同比下降约14%，支出同比下降近6%，均不及上年同期。整体税收收入同比下降超30%，除个人所得税、印花税小幅正增外，其他所有税种收入均为下降，其中第一大税种增值税同比下降23.6%。

财政收入下降明显，既反映出疫情对税基的拖累作用，表现为住宿餐饮、交通运输、文化体育娱乐等与疫情关系密切行业税收降幅较大，同时还有积极财政政策主动为之的结果，包括对防

疫保供、企业纾困、复工复产等采取的减免税和缓交税等措施，合计拉低全国财政收入增幅约 10 个百分点。此外，3 月 CPI 高位回落，油价暴跌等因素加剧国内 PPI 通缩，导致价格因素也对税收产生一定下拉。支出方面，中央一般公共预算支出增长 3.7%，体现出中央财政积极发力对冲疫情影响的成效，并且与防疫直接相关的卫生健康支出也保持正增，领跑各项支出项目。同时，社保就业支出降幅较小（-0.7%），表明财政政策全力支持稳就业和民生。此外，因疫情影响经济活动和项目开工，一季度基建领域支出增速明显较低，三大类基建支出增速均为负增长。

各级财政进一步挖潜，积极打开财政空间。多渠道盘活资源，积极盘活政府性基金土地出让收入增速转正，带动政府性基金收入改善；专项债发力支撑政府性基金支出同比高增。

（二）信贷与货币政策

保持流动性合理充裕，引导市场利率稳步下降。一季度，人民银行通过降准、OMO、MLF 及 LPR 降息、再贷款再贴现等货币政策工具释放长期流动性 2 万亿元。多轮定向降准后金融机构存款准备金率降至较低水平，尤其是农村金融机构的法定存款准备金率降到了 6% 的历史最低水平。

与此同时，货币政策传导效果明显改善。从数据看，一方面，代表金融机构之间融资成本的货币市场利率中枢同比降幅明显，银行间市场 7 天质押式回购加权利率和存款类机构质押式回购加权利率（DR007）季内均值分别为 2.11% 和 2.33%，分别较上年全年均值降低 42bp 和 34bp。另一方面，代表实体企业融资成本的市场利率也出现一定下降。据人民银行数据，与上年高点相比，

今年以来金融机构一般贷款利率下降了 26bp，其中 3 月份单月更是下降了 60bp。截至一季度末，1 年期贷款市场报价利率(LPR)较上年 8 月改革前下降了 26bp；1 年期中债企业债到期收益率（AAA）和中债中短期票据到期收益率均呈明显下行走势，一季度末均降至 2.5%以下，创 2009 年 10 月以来的最低水平。

适度扩大信贷投放规模，推动信用条件走阔。今年一季度货币政策执行报告明确提出，以适度的货币增长支持高质量发展，这表明在当前疫情冲击经济的特殊时期，货币供应量增速有望较上年小幅增加，且人民币贷款仍是较主要的投放渠道。3 月末，广义货币（M2）余额同比增速超 10%，为 2017 年 3 月以来最高增长水平，金融机构各类贷款（非金融机构，短贷及票据融资、中长期）的同比增速和增量均有提高，恰印证了这一点。此外，防疫阶段性成效、生产活动逐步恢复，也从需求端对金融数据产生一定提振。上述两方面因素使得一季度后期出现“信贷回补”。

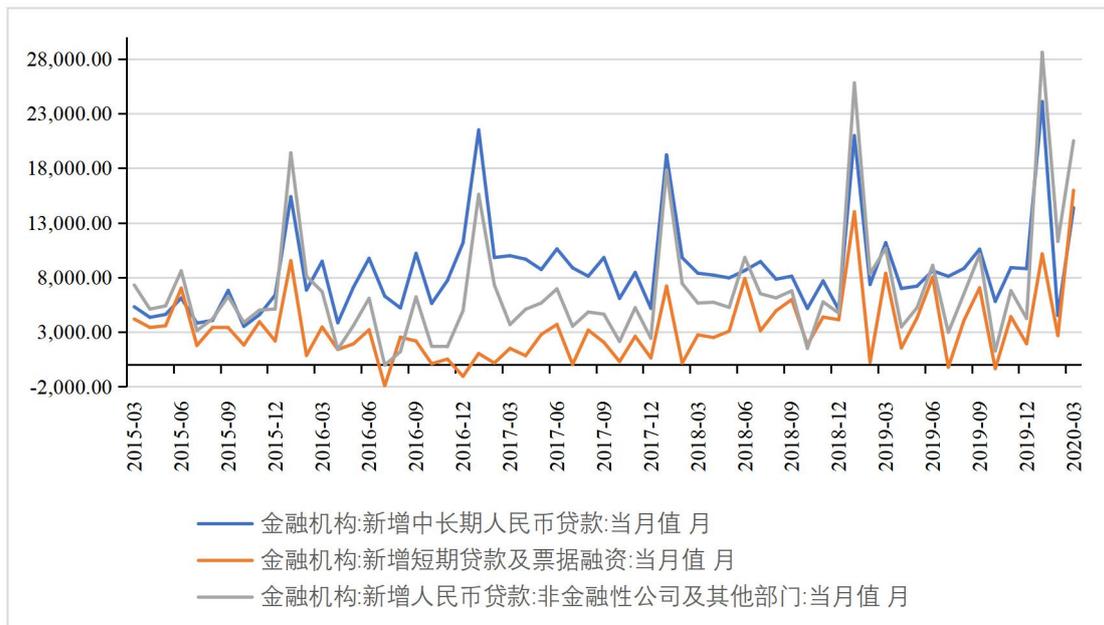


图 2-1 一季度新增信贷规模处于历史高位 3 月份短贷及票据增量显著

资料来源：WIND

需要指出的是，一季度金融机构新增短贷及票据融资超 2.8 万亿元，同比多增近 6200 亿元，这表明通过短期贷款输送流动性支持，是疫情当前金融机构支持企业正常经营的重要且必要手段。中长期信贷累计 4.3 万亿元，同比增速较上年末及上年同期均明显提升，这主要与 3 月起新老基建投资“双轮驱动”有关。

视防疫需要和实体部门融资需求，实现社融规模高增与结构改善。总量方面，初步统计，一季度新增社融规模累计高达 11.08 万亿元，较上年同期高出近 2.5 万亿元，季末社融存量同比增速也高于上年末及上年同期。考虑到社融存量增速往往领先于宏观经济表现（工业增加值增速、GDP 增速）约 1 到 2 个季度，故预计一季度社融高增对宏观经济的拉动作用应在二、三季度逐渐显现。分月看，3 月新增社融规模及增速显著高于前两月，其中前者更达到创纪录的历史高位（5.15 万亿元），表明一季度实体部门的融资需求基本取决于疫情防控形势和生产活动恢复进度。

结构方面，贷款和债券是一季度社融高增的主要贡献项目，二者合计在新增社融中占比超 85%。2 月下旬至 3 月中旬，我国企业复工复产稳步推进，同时海外疫情尚未暴发，需求窗口打开带动企业中长期信贷恢复。银行间市场流动性相对宽松、市场利率持续下降、实施注册制等因素，利好企业债券融资，一季度非金融企业债券净融资近 1.8 万亿元，超过上年全年总规模的一半，其中 3 月企业债净融资规模创单月最高水平。为落实积极的财政政策实施，一季度地方政府专项债发行力度显著加大，净融资约 1 万亿元，同比增加超 4700 亿元。实体部门直接融资力度有所加大，一季度新增社融中，企业债、股票和未贴现的银行承兑汇

票合计占比超 17%，为十年来的较高水平。人民银行通过再贴现等政策，有力引导金融机构加大对企业流动性的支持，加上票据融资的便利性和可获得性较高，一季度票据融资总体供需两旺。

（三）金融政策

引导金融体系全力支持疫情防控。一方面，加大与财政、货币政策的防疫协调配合。金融机构大力支持地方政府债券融资，确保提前下达的专项债额度发得出、用得快。适时适度下调 LPR 报价，促进疏通货币政策传导渠道、实体经济融资成本下降。另一方面，充分发挥金融服务功能，多渠道支持金融防疫工作。一季度，商业银行积极认购地方政府疫情防控专项债；政策性银行、商业银行等金融机构大力发行金融债券募集资金，投向疫情防控和受疫情影响的企业，并通过债券承销、资产证券化、应收账款质押融资等方式帮助缓解企业流动性压力；保险机构依托保险保障功能积极发挥社会稳定器作用；金融基础设施通过开辟发行“绿色通道”、简化线上流程等方式，全力为疫情防控金融债、企业债、公司债、地方政府专项债等服务支持。

以“结构性”的金融支持服务防疫需要。聚焦优化防疫领域金融服务，包括优先确保卫生防疫、医药产品制造及采购、公共卫生基础设施建设等方面的融资需要。加大对产业链协同方面的资金支持力度，通过支持核心企业融资，带动上下游企业渡过难关。优化信贷支持的期限结构，依托票据融资、短期贷款等缓解企业流动性压力，同时完善续贷政策，适度增加中长期贷款，为企业增加投资提供资金保障。强化银行保险机构对稳外贸的作用，与境外金融机构开展合作，优化对外贸型企业的跨境金融服务。

确保国内金融市场总体平稳运行。受疫情冲击，一季度全球金融市场剧烈动荡；与境外相比，国内股债汇市保持平稳。债市整体利率持续震荡下行，与上年末相比，中债1年期和10年期国债收益率下降约70BP，1年期中债企业债到期收益率（AAA）和中债中短期票据收益率则下降超100BP；我国债市的国际吸引力不断增强，一季度境外投资者净增持境内债券规模同比增近50%。受风险偏好降低等影响，股市指数震荡下跌，但跌幅明显低于其他主要国家市场。人民币汇率围绕“7”双向小幅浮动，市场预期平稳，一季度各月国内银行代客结售汇持续顺差，且顺差高于上年同期。

（四）社会政策

新冠疫情是新中国成立以来传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的重大突发公共卫生事件，对我国的公共卫生体系、公共消费、就业等产生较大冲击。因此，“六保”的社会政策也在政治局会议上首次明确提出。

一季度后期，政策在复工复产的基础上有序推进“复商复市”，以期推动生活秩序回归常态。一方面，积极发挥政府支出的社会乘数效应，通过向居民发放“消费券”来激活线下消费、餐饮等，支撑相关产业逐步恢复。另一方面，打好就业组合拳。例如，地方政府与企业联合组织线上招聘、包车集中运送春节返乡工人返岗，落实社保费减免、稳岗返还等措施。

三、2020年二季度宏观经济展望

GDP增速有望回正，海外疫情走向是最大不确定因素。展望二季度，国内消费和投资有望延续3月以来的反弹势头，季度

GDP 同比增速有望转正。考虑到二季度海外疫情仍处高发期，我国出口将面临严峻挑战，二季度经济恐难恢复至 6.0%左右的潜在增长水平，初步判断季度 GDP 有望实现 3.0%左右的增长。下半年若全球疫情得到有效控制，国内逆周期政策效果充分显现，消费和投资或现超过近年平均水平的大幅反弹。反之，若下半年拉美、非洲和南亚等地区出现本次疫情的第三波高峰，则国内防控措施难以全面撤回，疫情对宏观经济的冲击也将继续。

投资方面，随着逆周期政策效果逐步显现，二季度基建投资增速将出现一定幅度的正增长；伴随房地产销售端大幅回升，房企资金压力缓解，在房贷利率持续走低预期下，房地产投资增速将逐步回归正常水平；当前支持制造业中长期投资已位居宏观政策优先位置，二季度制造业投资增速有望转正，但制造业投资信心恢复还需要一段时间，短期内恐难大幅增长。

消费方面，国内后疫情阶段的补偿性消费以及各地不断加码的促消费措施，将带动二季度社零增速回升转正。但海外疫情高发和收入增速下滑仍在一定程度上制约居民消费活动恢复和消费信心回升。预计二季度社零累计增速或在 4.0%左右。

进出口方面，海外疫情升级和欧美各国管控措施收紧，对全球产业链供应链造成冲击，加之前期积压订单集中出运量下滑，短期内我国出口面临较大下行压力，3月出口降幅收敛趋势恐难持续。当前国内逆周期调节力度明显增大，以新基建为代表的投资端发力，提振进口需求，加上中美经贸协定确认的贸易采购要求，未来进口支撑强于出口，贸易顺差同比收敛态势还将持续。这也意味着接下来稳定国内经济运行需要着力扩大内需。

CPI 同比料将回落，PPI 仍将同比负增。高频数据显示猪瘟疫情影响进入缓和阶段，后续猪肉价格有望继续走低。但受疫情全球蔓延影响，越南、泰国等粮食出口大国开始实施粮食出口限制措施，导致近期国际粮价有所上涨。不过，考虑到我国粮食自给率高、库存充裕，国内粮价出现大幅波动的可能性不大。非食品价格方面，疫情稳定后居民商品、服务消费需求逐步恢复，非食品价格同比涨幅将保持稳定。二季度核心 CPI 或将保持 1.2% 左右的偏低水平，通胀货币政策的掣肘作用有限。

PPI 方面，伴随国内逆周期调节力度加码，基建投资料将提速。但在海外疫情蔓延、国内防控措施无法完全撤回的情况下，基建发力难以弥补总需求萎缩，供需平衡仍需时间恢复。同时，欧佩克+达成的历史性减产协议将从 5 月 1 日起正式执行，将在一定程度上安抚市场情绪，但考虑到全球石油需求大幅萎缩叠加高位库存，国际油价短期难有明显反弹；加之去年同期基数走高，预计短期内油价同比仍将处在 40% 以上的深跌区间。由此，二季度 PPI 同比料将继续负增。

人民币对美元或稳中有升。疫情的发展及其对经济社会的冲击，是短期内影响人民币对美元汇率的关键因素。3 月人民币波动属于被动式调整，主要由全球美元流动性危机下美元回流推动美元强势走高导致。从长期看，人民币汇率仍取决于我国经济基本面。近期国内疫情防控形势持续向好，复工复产加速推进，本外币利差仍处合适区间，外汇市场成熟度不断提升，外汇储备充足稳定，全球资本在短期回撤后将再度流入，共同对人民币汇率稳定形成有力支持。由此，预计二季度随着我国经济快速复苏，

人民币对美元将收敛回升。

四、2020 年二季度宏观政策建议

（一）财政政策

稳步推动财政“三支箭”落地。一是适当提高中央财政赤字率，加强对地方“六保”工作的财力支持。二是专项债发行和使用要把握好节奏。由于从发行到产生实际拉动效果往往需要一定时间，故预计提前下达政策的效果将从二季度开始逐步显现，要避免这部分超 2 万亿元的额度在二季度出现“投资拥挤”，造成使用低效或浪费。第三，考虑到特别国债不计入政府赤字而是纳入中央政府性基金预算，故可依托抗疫特别国债资金，设立一些针对重点领域的基金，以充分发挥“四两拨千斤”的作用。

可考虑适度扩大公共消费。一是可将财政支出由传统的公共投资转为公共消费，以同时实现托底经济和提高社会治理能效的双重目的。二是提高公共消费需渐次开展、量力而行。在部分领域，公共消费和居民消费是此消彼长的替代关系，建议当前应以社会性公共消费（医疗、廉租房、基础教育）为重点。同时，今年财政面临紧平衡，可在不增加整体财政收入的基础上，调整公共消费与公共投资的比例，以实现前者规模的扩大。

（二）货币政策

继续保持相对较阔的信用条件。出于对冲疫情、稳增长等考虑，二季度货币政策宜延续流动性相对宽松态势，必要时仍需采取数量型工具。此外，除传统信贷渠道外，也应依托注册制的利好，进一步推动直接融资规模上升，切实降低企业融资成本。考虑到二季度名义 GDP 增速大概率低于往年同期，二季度信用条件

将处于较阔状态。与此同时，建议货币政策对国内 CPI 和人民币汇率保持关注。

用好结构性货币政策工具。目前，我国已基本形成相对丰富的结构性货币政策篮子，能够根据形势及时为经济和金融提供长、中、短期流动性。二季度疫情对实体部门冲击的结构性、行业性特征仍较为显著，同时出于防风险、支持民营小微企业等的考虑，建议二季度货币政策应以结构性为主线，着力提高货币政策的有效性。

（三）金融政策

支持商业银行多渠道补充资金。如前所述，当前市场贷款利率处于相对低位，但银行负债成本具有一定刚性。一是建议继续通过完善 MPA 考核、发行永续债和二级资本债等方式帮助银行补充资本。二是在二季度债市大概率牛市的背景下，可适当鼓励银行等金融机构加大债券投资，以债券投资盈利缓解负债端的刚性约束。

呵护前期防风险的成果。一是防止再走同业业务过度扩张、忽视风险管理的老路。若存款利率和货币市场利率之间的利差长时间维持相对较阔态势，需警惕相关风险。二是疫情冲击之下，杠杆率出现正常的上升在所难免，叠加相对宽松的流动性环境，二季度可能会有部分资金过度留向股市、房地产等，应坚定“房住不炒”的基本原则，切实做好相关领域引导和监管。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。