国元证券 GUOYUAN SECURITIES

深度报告

暖日晴风初破冻

—— 2020年下半年宏观经济展望与资产配置建议

证券研究报告 2020年7月27日

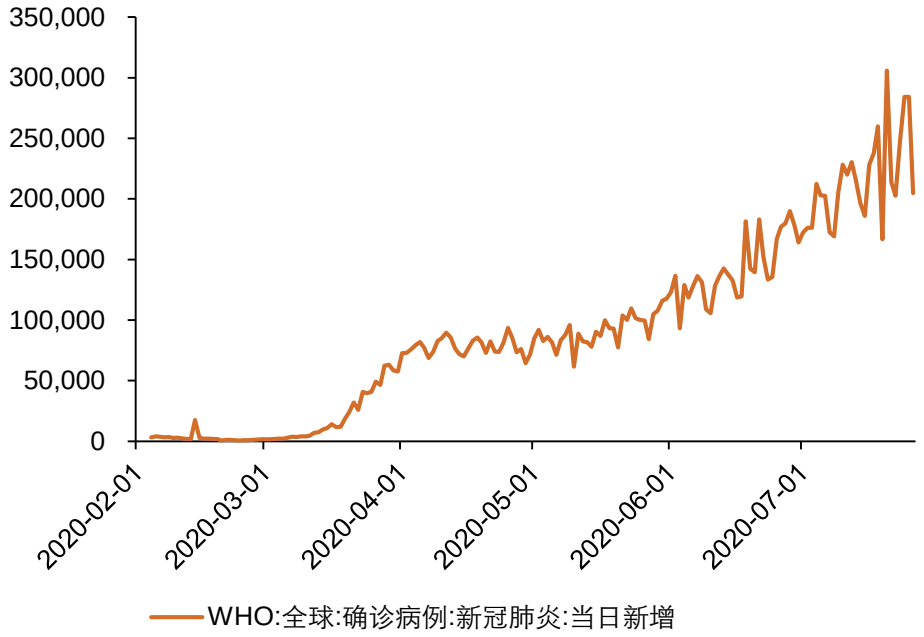
证券分析师: 徐颖
电话: 021-68880637-2184
E-MAIL: xuying@gyzq.com.cn
SAC执业资格证书编码:S0020520070001

- 新冠疫情仍在全球蔓延，新兴市场国家风险加大
- 工业快于服务业复苏，投资领先于消费恢复
- 财政刺激相对谨慎，货币政策进入观察期
- “经济内循环”与“国际国内双循环”
- 资产配置建议：股市优于债市，黄金长期仍看好

新冠疫情的全球蔓延

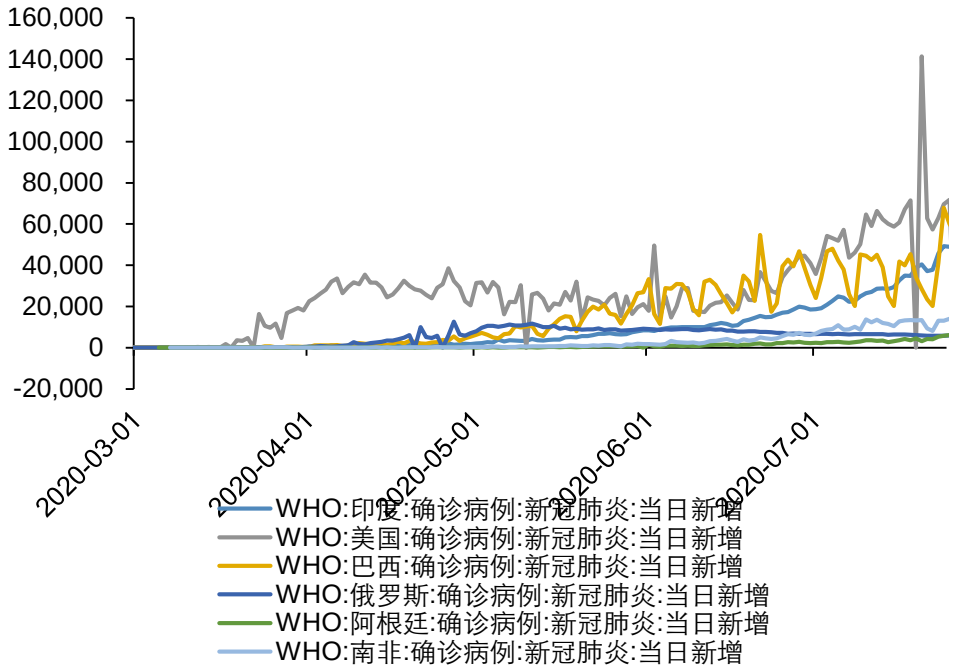
- 海外的新冠病毒疫情仍在扩大。
- 美国已经开启了疫情第二波。
- 新兴市场国家疫情风险加大。

图 1：全球新冠疫情仍在扩大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：美国疫情开启第二波，新兴市场开始加速

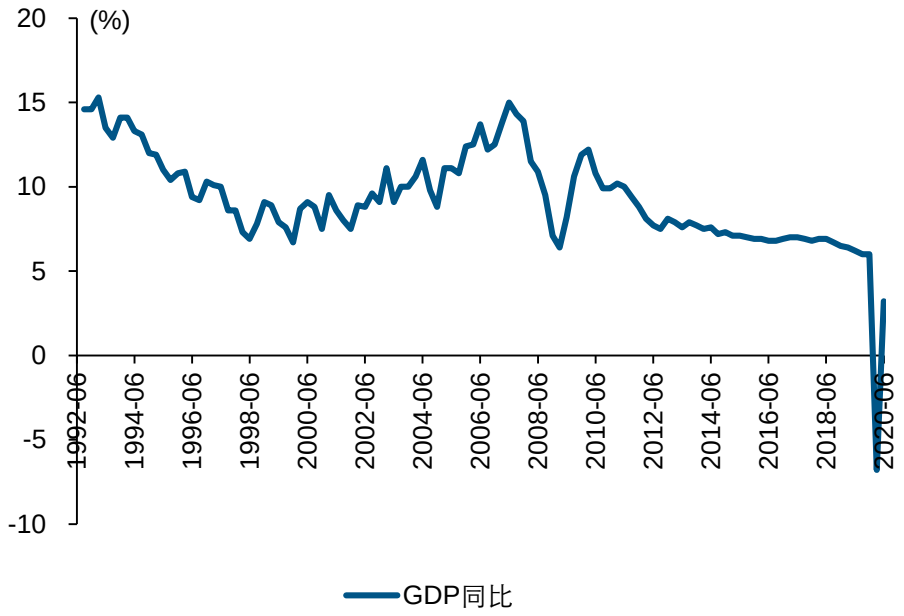


资料来源：Wind，国元证券研究所

工业快于服务业复苏

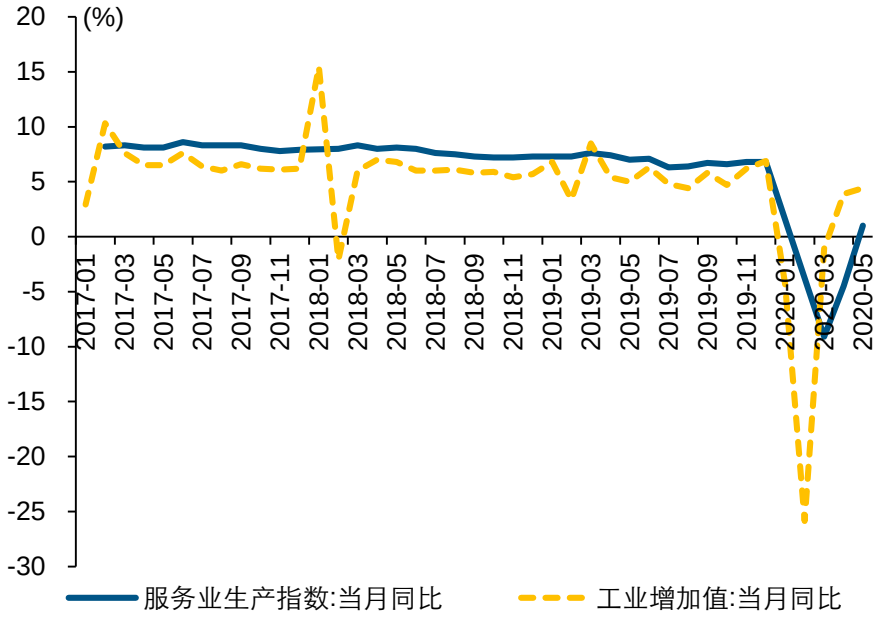
- 疫情对于国内经济的短期冲击已经过去。
- 工业增加值增速已经接近恢复到历史平均约6%水平。
- 服务业复苏较疫情前仍有较大差距。

图 3：二季度GDP同比增速3.2



资料来源：Wind，国元证券研究所

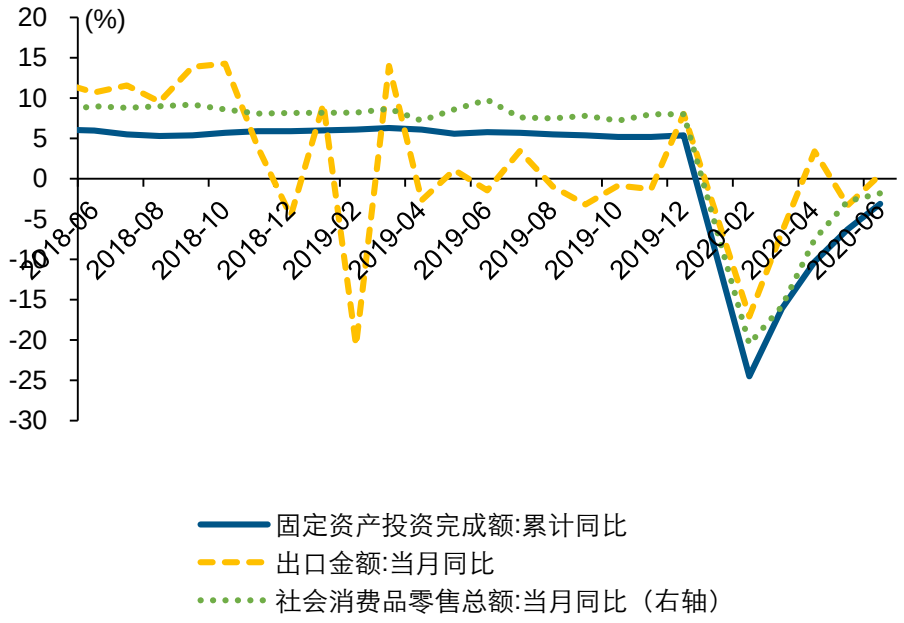
图 4：工业复苏程度好于服务业



资料来源：Wind，国元证券研究所

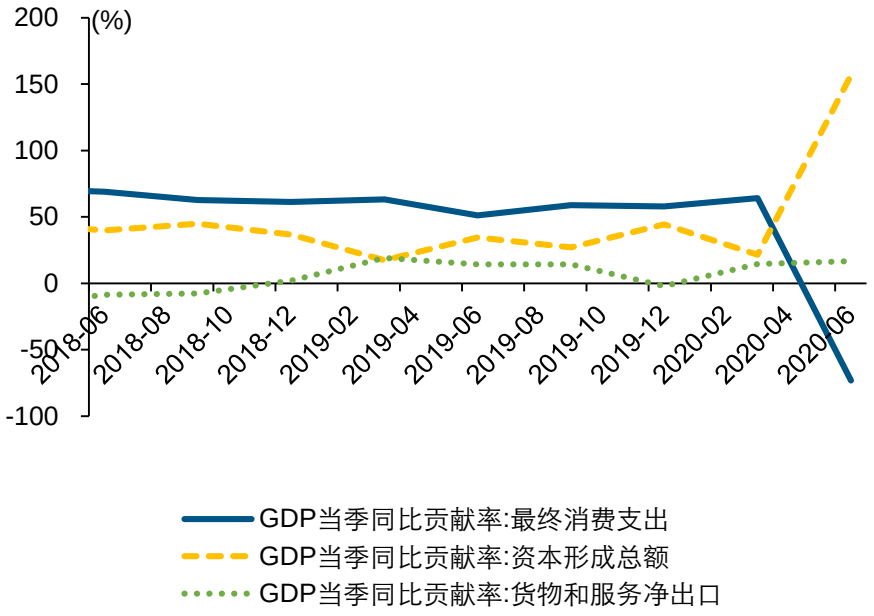
- 投资复苏状况好于消费。
- 二季度经济增长复苏主要来源于投资的修复。

图 5：投资、消费、出口同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：三大需求对GDP当季同比贡献率

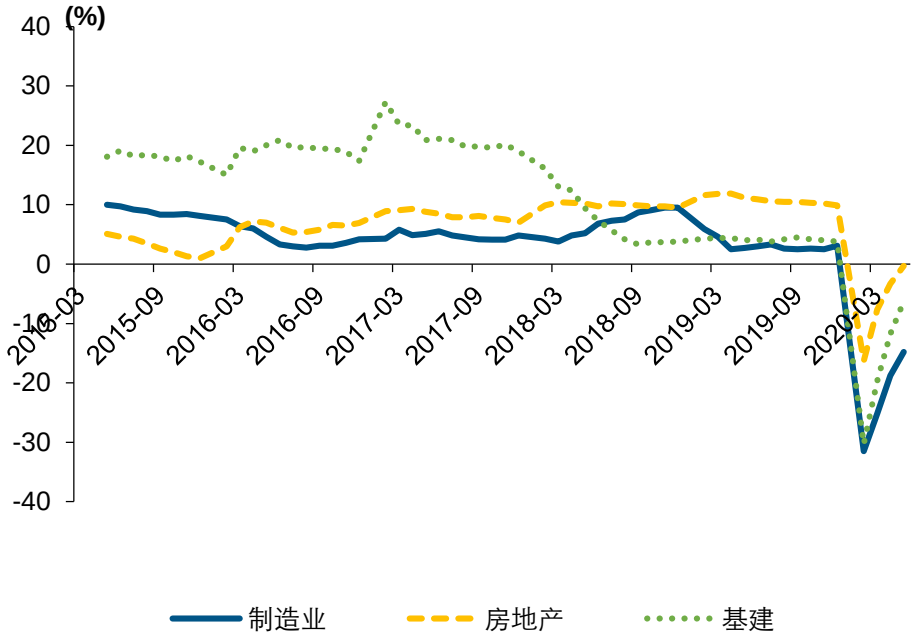


资料来源：Wind，国元证券研究所

基建投资复苏好于制造业投资

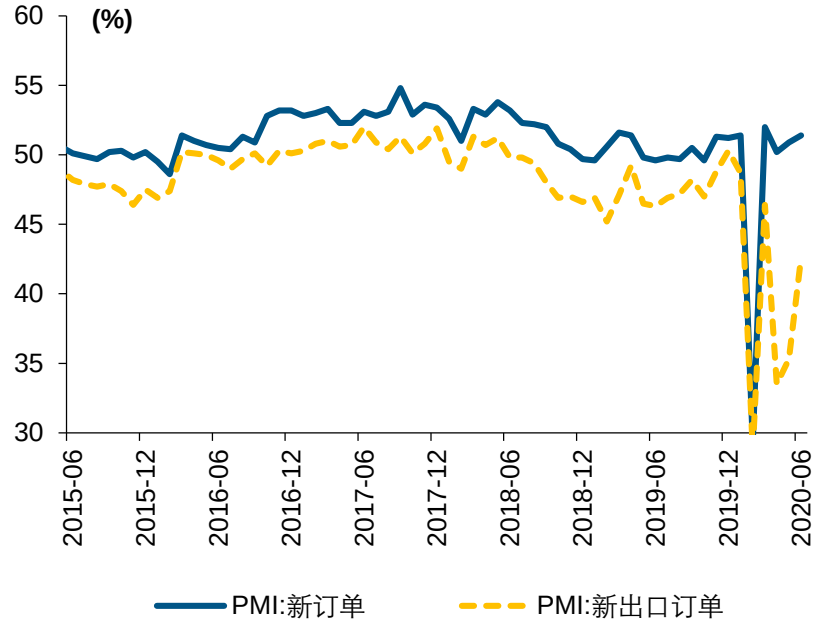
- 基建投资复苏好于制造业投资。
- 生产端的修复快于需求端。
- 外需的不确定性导致制造业企业扩产意愿不足。

图 7：制造业、房地产和基建投资增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：出口订单较弱压制了制造业整体需求

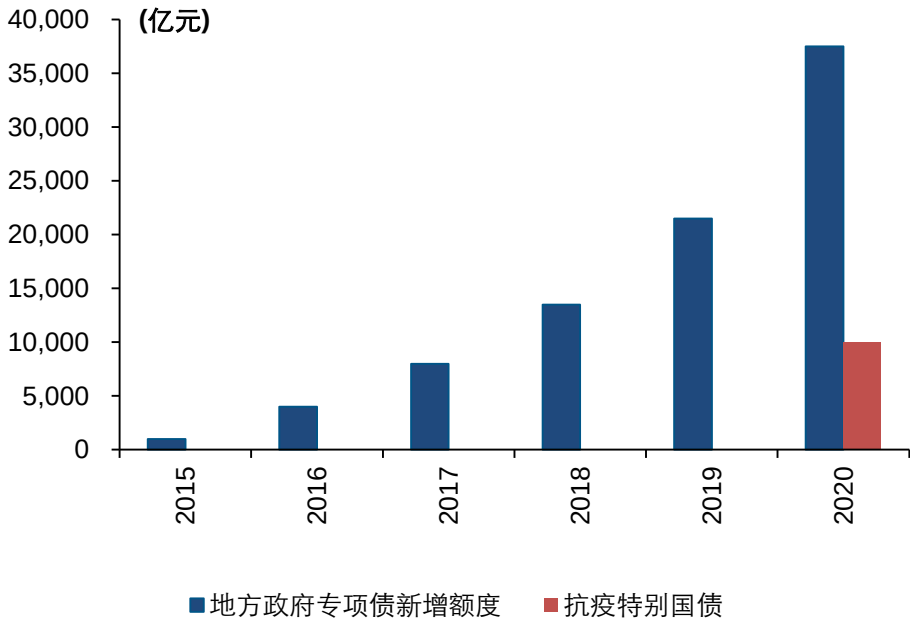


资料来源：Wind，国元证券研究所

预期未来基建增速较乐观

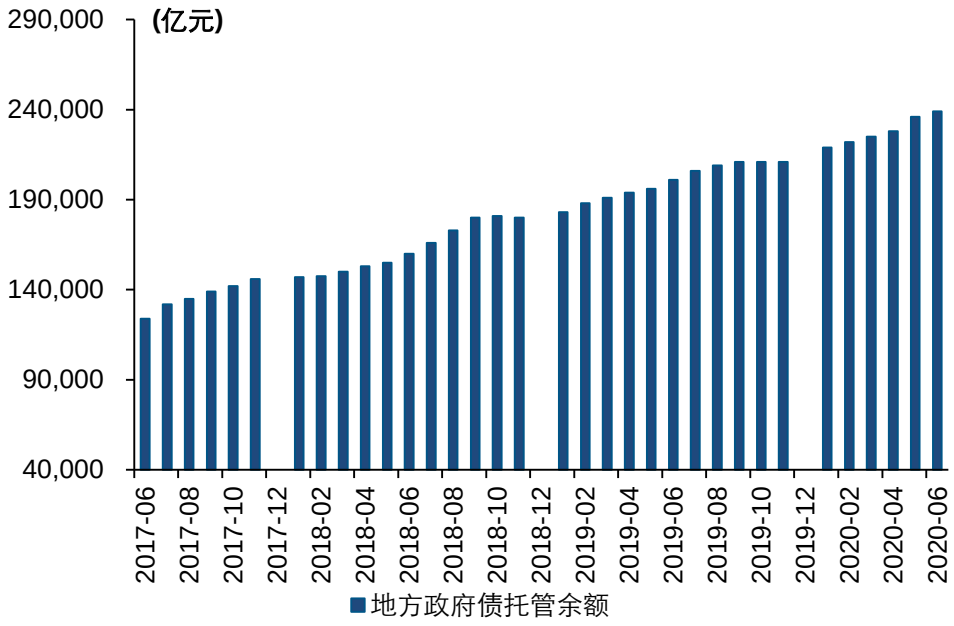
- 预期基建投资增速最为乐观，下半年有望实现10%以上增长。
- 政策资金支持：新增地方专项债额度3.75万亿元，较去年多增1.6万亿元，同时还有1万亿元特别国债额度。

图 9：新增地方专项债额度与抗疫特别国债额度



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：地方政府债托管余额

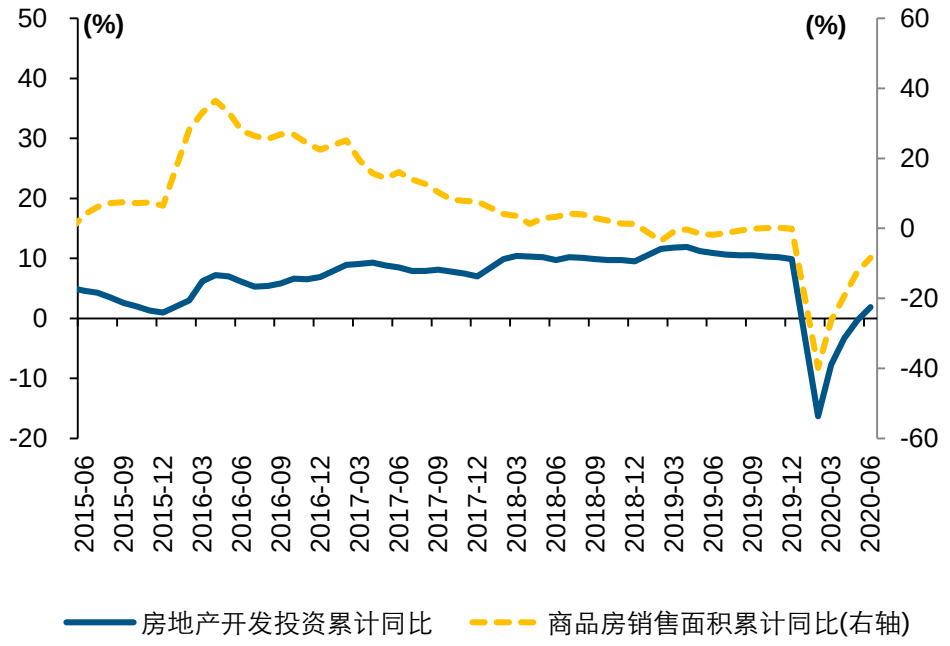


资料来源：Wind，国元证券研究所

房地产投资存韧性但结构分化

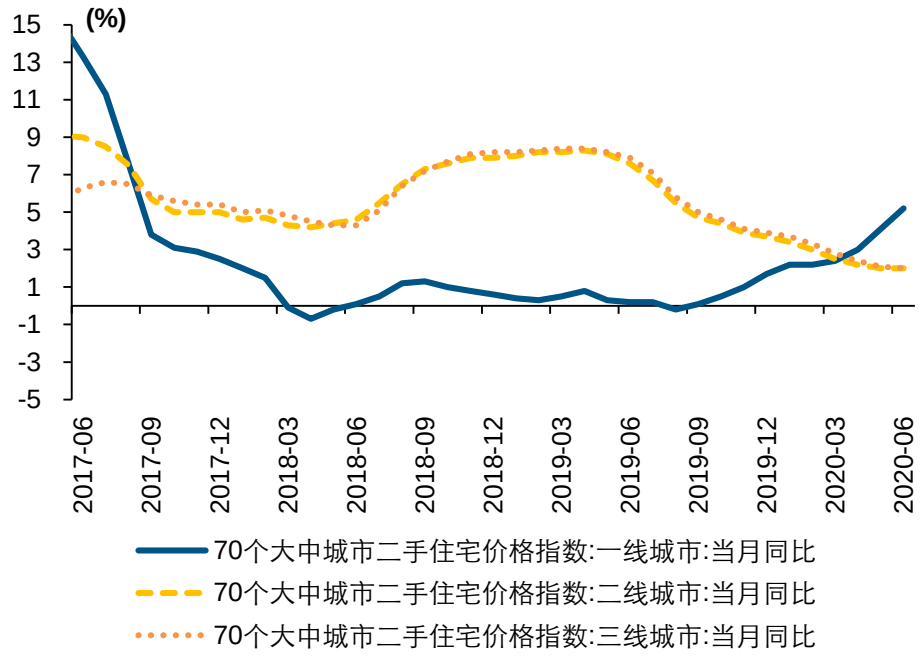
- 疫情后房地产销售复苏带动房地产投资恢复。
- 结构分化：疫情加剧了社会贫富差距，一线城市与二三线城市房价分化。
- 政策导向：延续“房住不炒”、“因城施策”。7月24日，中央召开房地产工作座谈会。

图 11：销售带动房地产投资恢复



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：一线城市与二三线城市房价分化

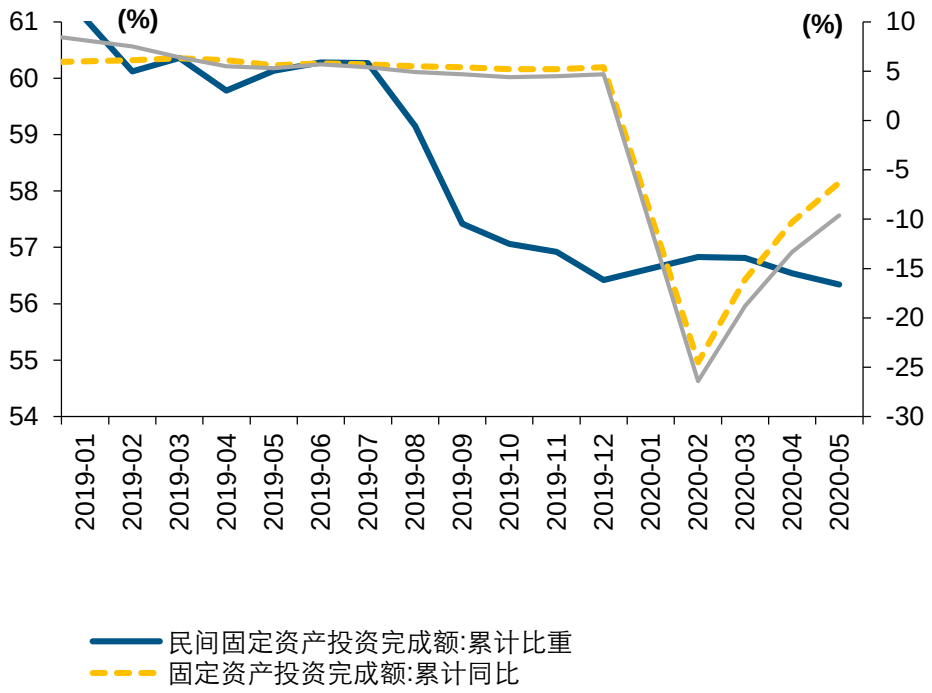


资料来源：Wind，国元证券研究所

民间投资增速持续低于总体投资增速

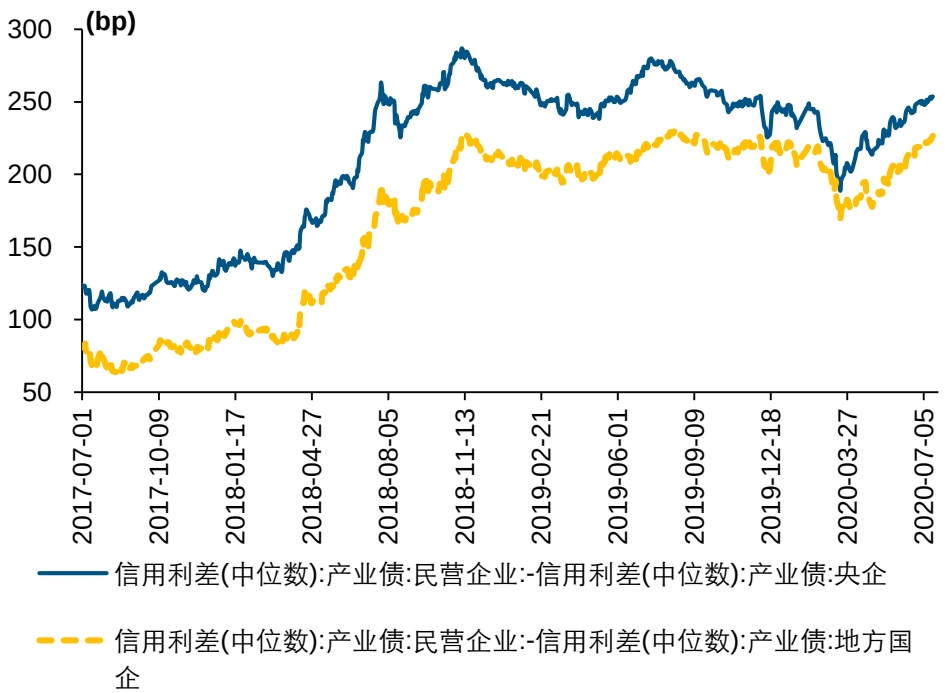
- 疫情以来，民间投资增速持续低于总体投资增速。
- 信用利差：虽然疫情以来公布了支持民企融资的政策，但是整体民企的信用利差仍然快速上升，回到了疫情前的水平。

图 13：民间投资增速持续低于总体投资增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：民企信用利差上升回到疫情前水平

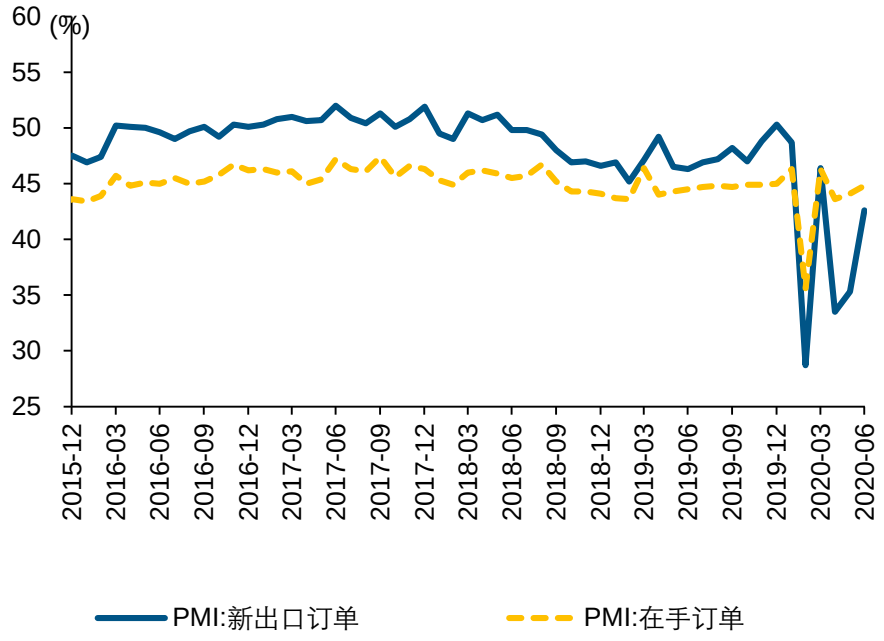


资料来源：Wind，国元证券研究所

出口前景尚不明朗

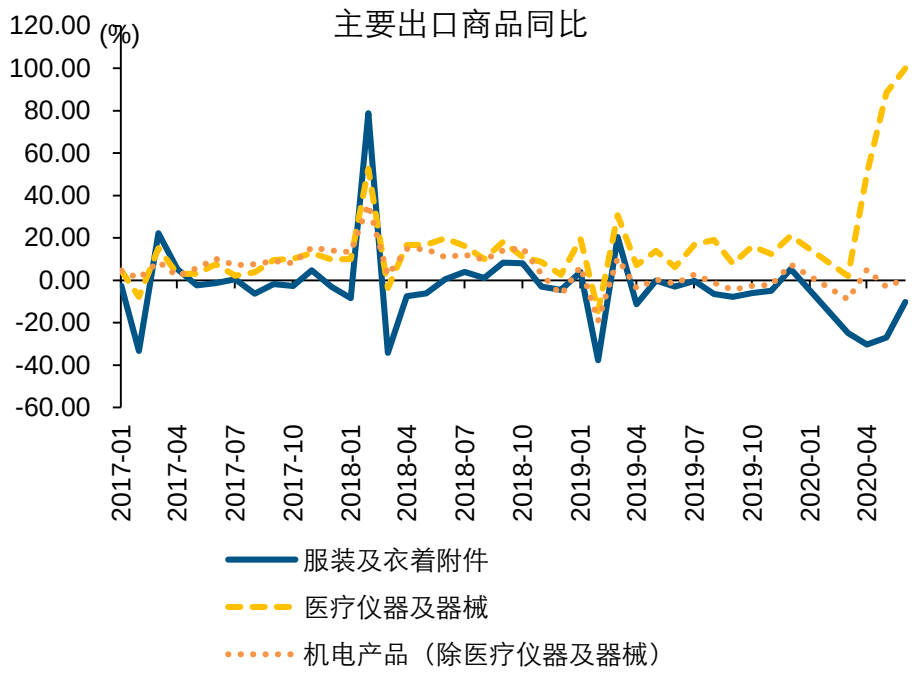
- 出口受海外疫情与复工节奏影响较大。今年以来，出口订单显示出了很大的波动。
- 疫情相关产品的高增长，对出口起到了很大支撑作用。
- 随着美国大选临近，中美关系仍面临波折。

图 15：新出口订单受疫情影响大幅波动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 16：疫情相关产品对出口起支撑作用

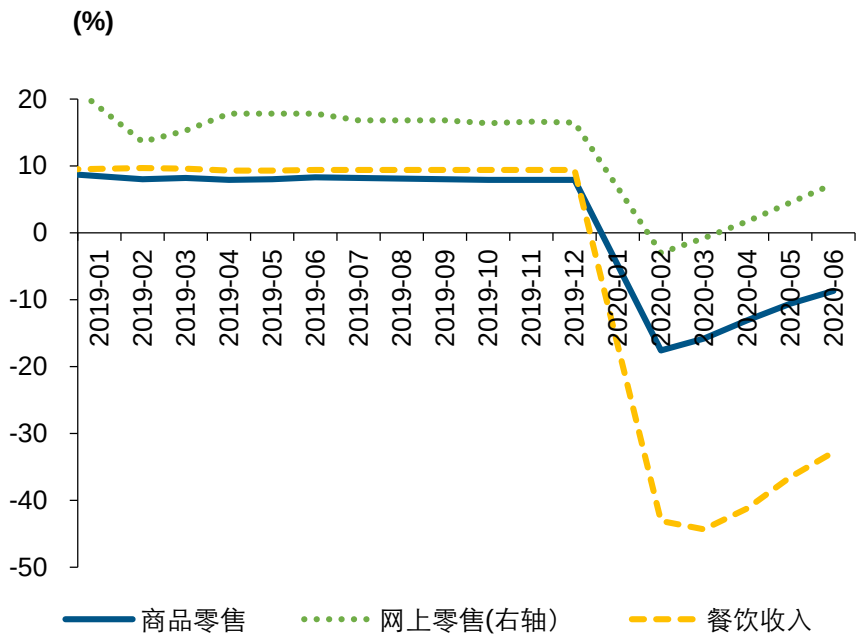


资料来源：Wind，国元证券研究所

消费恢复较为滞后且呈现结构分化

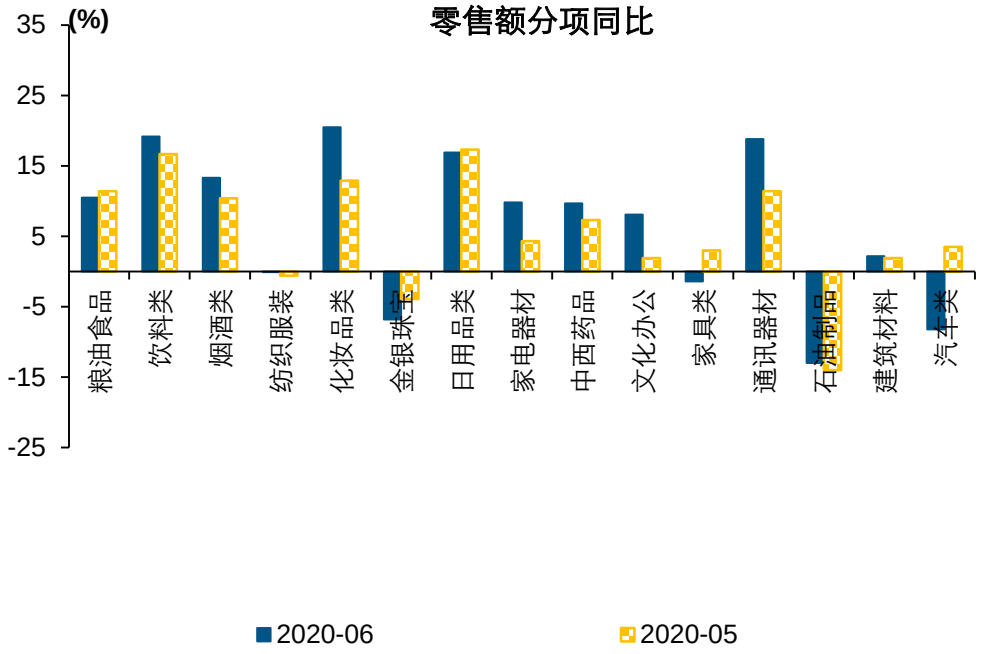
- 消费恢复滞后：非典时期消费用了两个季度才回到原先的增速中枢。
- 社会消费品网络零售恢复较快，餐饮消费恢复较慢。
- 必选消费好于可选消费：食品、日用品、化妆品、通讯器材（远程办公教学）

图 17：社会消费品零售总额分项累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：社会消费品零售额分项同比

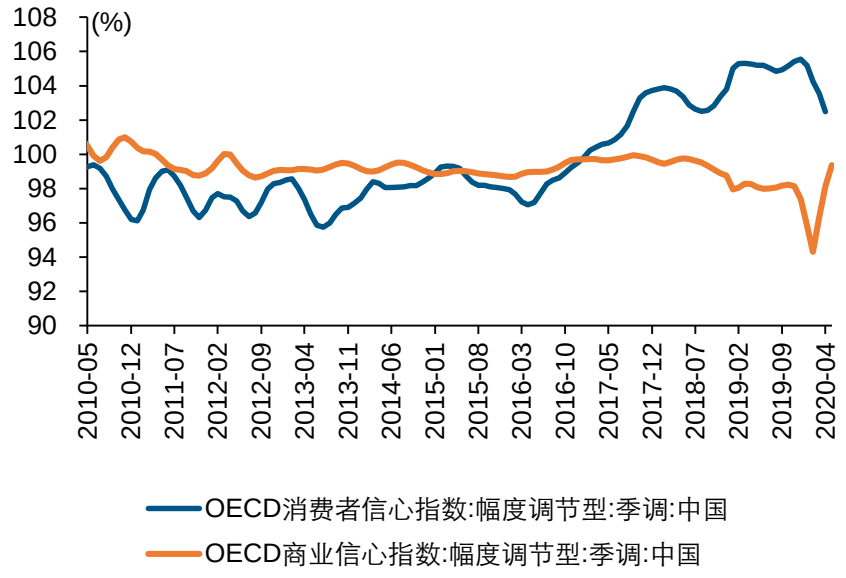


资料来源：Wind，国元证券研究所

消费疲软源于居民收入预期悲观

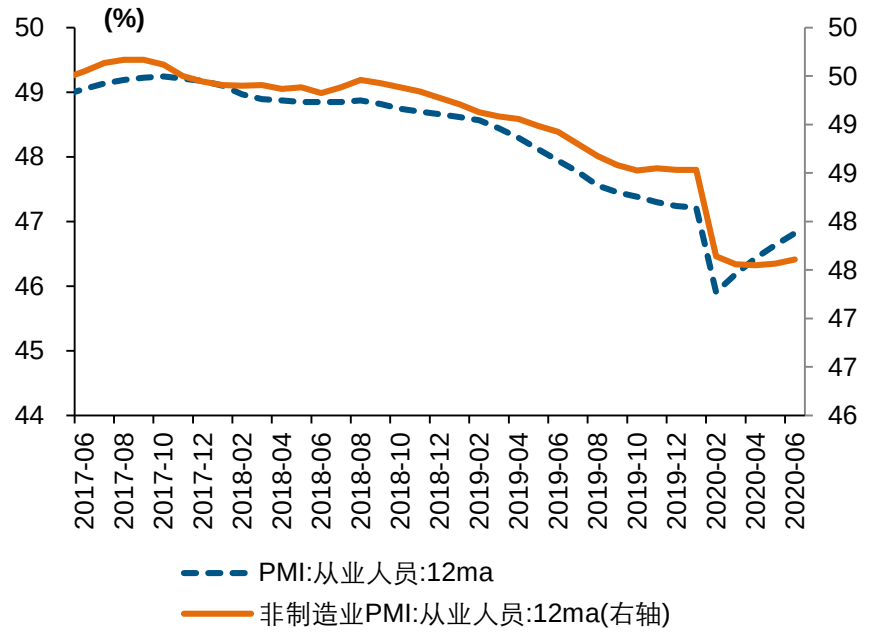
- 新冠疫情对于居民消费的冲击：企业裁员或降薪 ->居民收入减少 ->居民消费支出减少。
- 当前我国的财政刺激主要针对企业部门，缺乏对于居民部门的收入刺激政策，消费修复需要依靠居民自身的资产负债表修复。

图 19：消费者信心修复滞后于商业信心



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：制造业、非制造业PMI从业人员12月移动平均

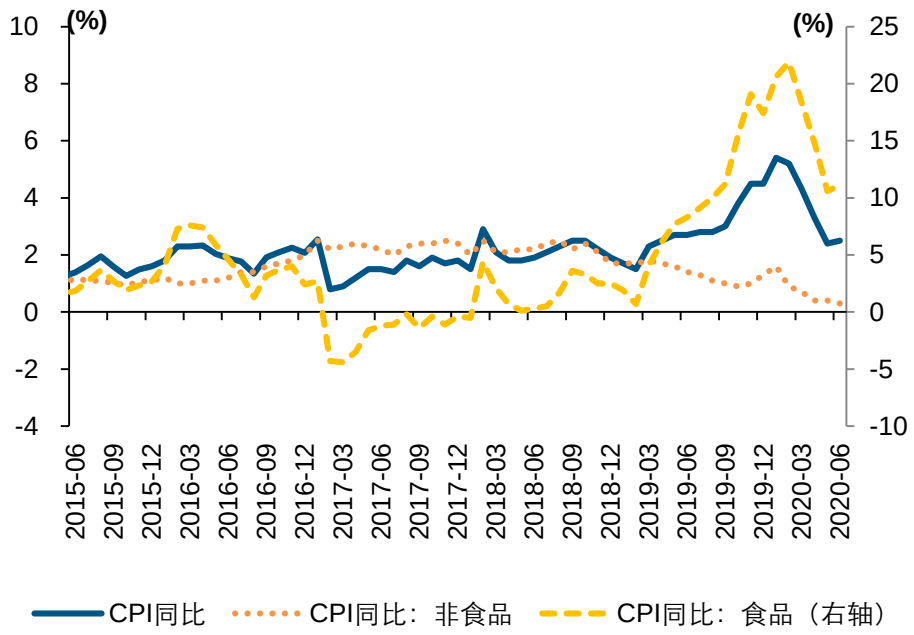


资料来源：Wind，国元证券研究所

通胀预期下行，PPI有望年内企稳

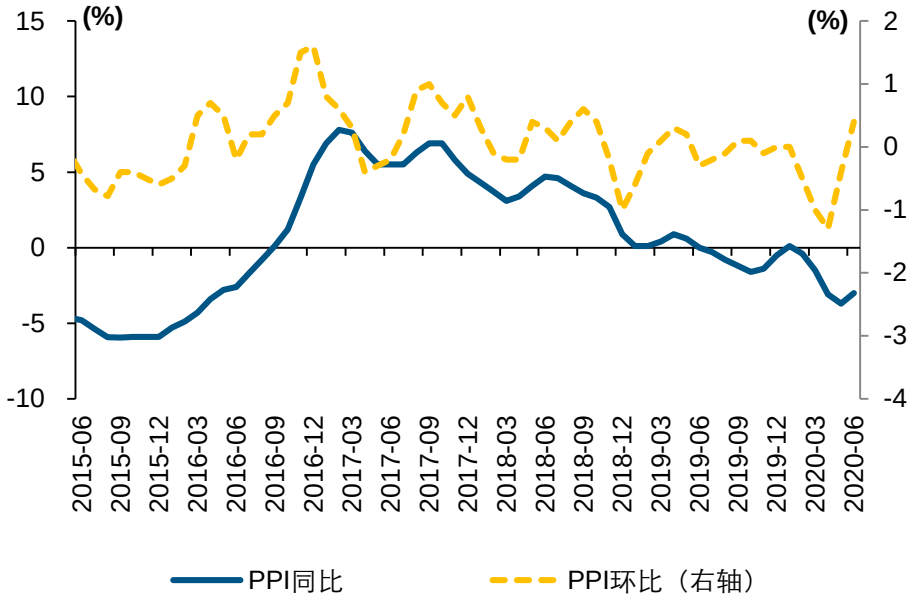
- 上半年CPI下行：食品与非食品共振下行。下半年CPI：食品价格下行驱动为主。
- PPI有望企稳，受全球货币宽松影响或小幅上行，但需求侧仍存制约因素。

图 21：CPI同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

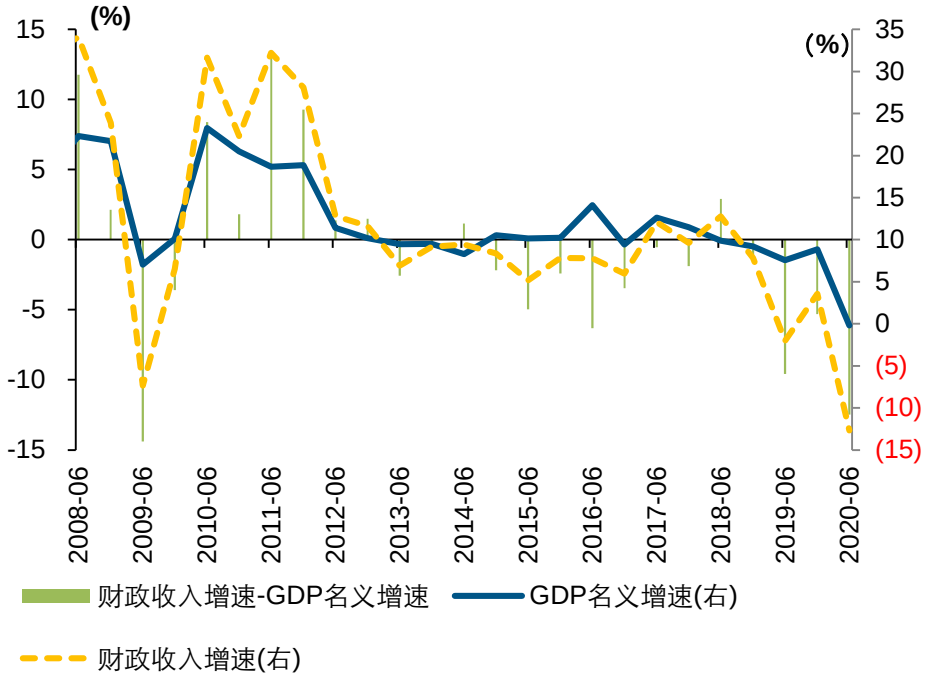
图 22：PPI同比与环比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

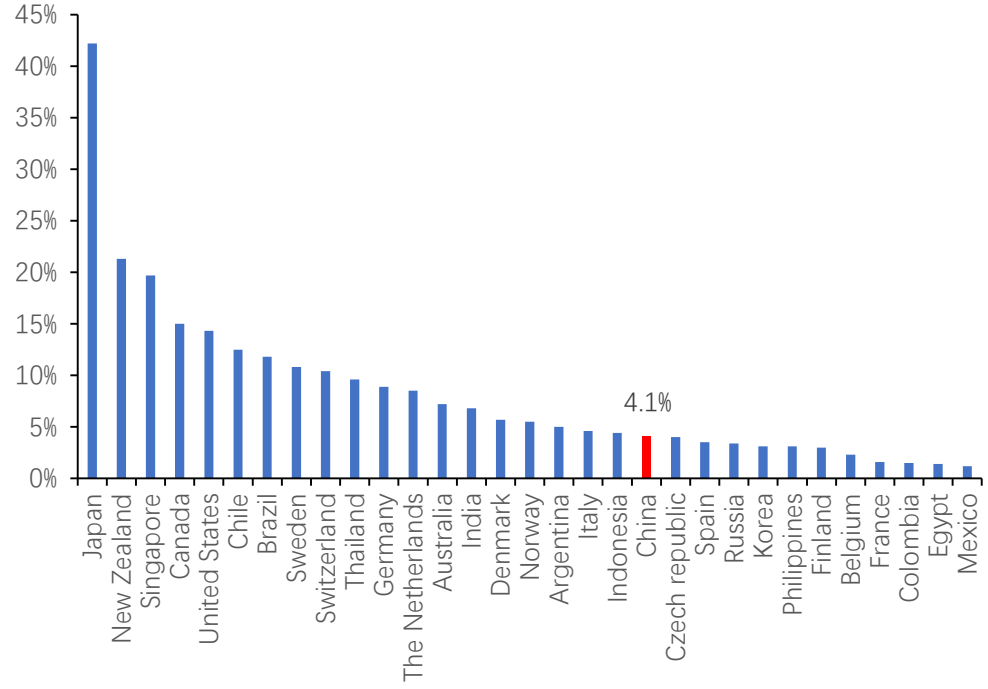
- 财政刺激相对谨慎：我国应对疫情的财政刺激规模小于大部分发达国家与疫情严重的发展中国家，为应对疫情长期化留有空间。
- 外部环境的高度不确定性与财政收入持续下滑的内部限制。

图 23：财政收入大幅下滑且持续低于GDP增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 24：各国财政刺激规模占GDP的比重

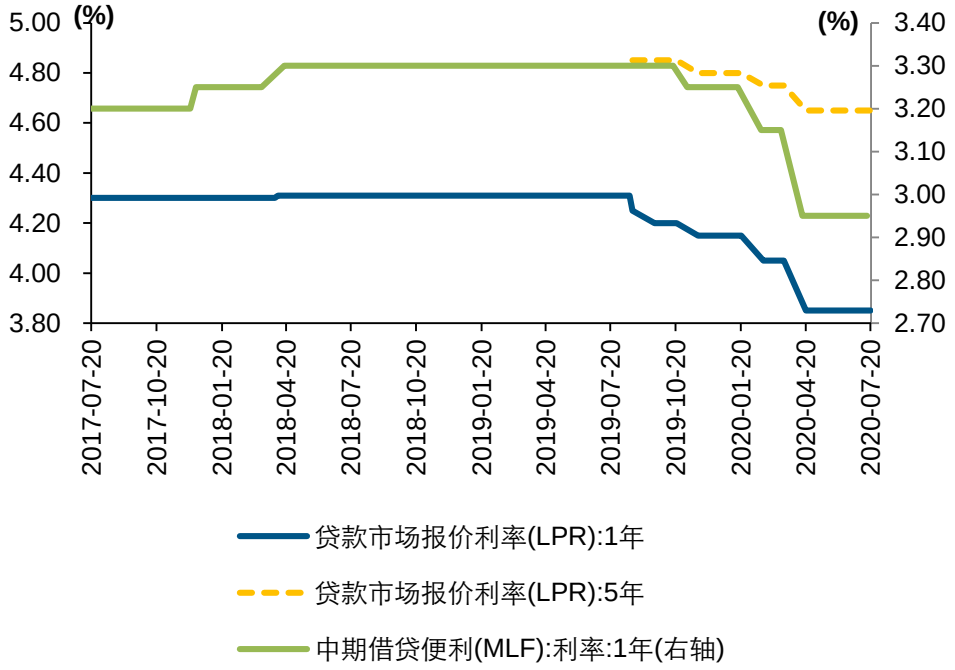


资料来源：Wind，国元证券研究所

货币政策进入观察期

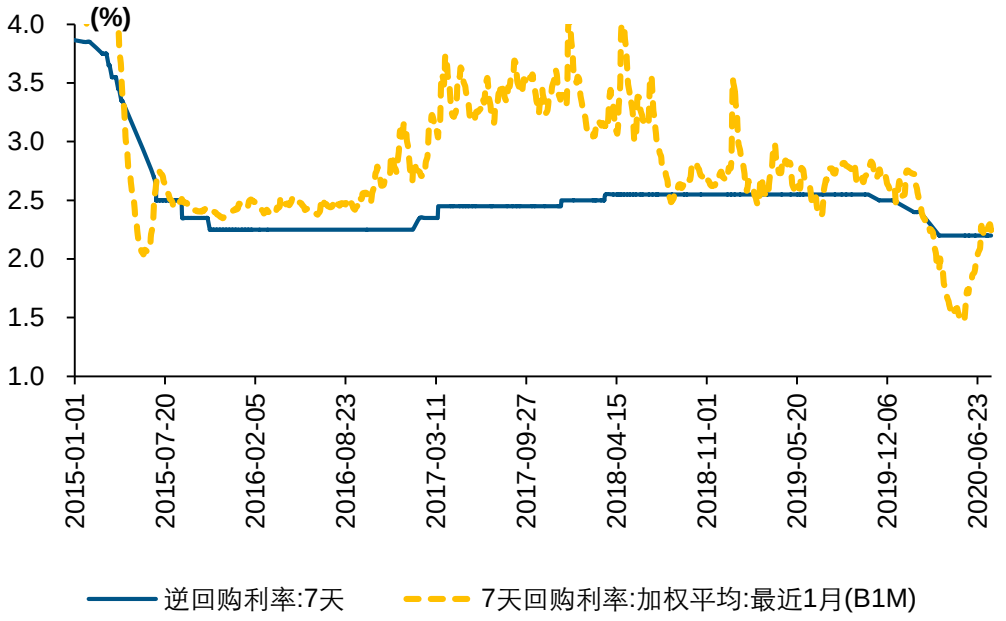
- 央行上半年多次调降LPR利率：1年期LPR调降了30BP，5年期LPR调降了15BP。
- 整体货币政策最宽松的时期已经过去，随着经济恢复，货币政策进入了观察期。
- 政策定向性：创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。

图 25：MLF与LPR利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：货币市场利率回升至公开市场逆回购利率附近



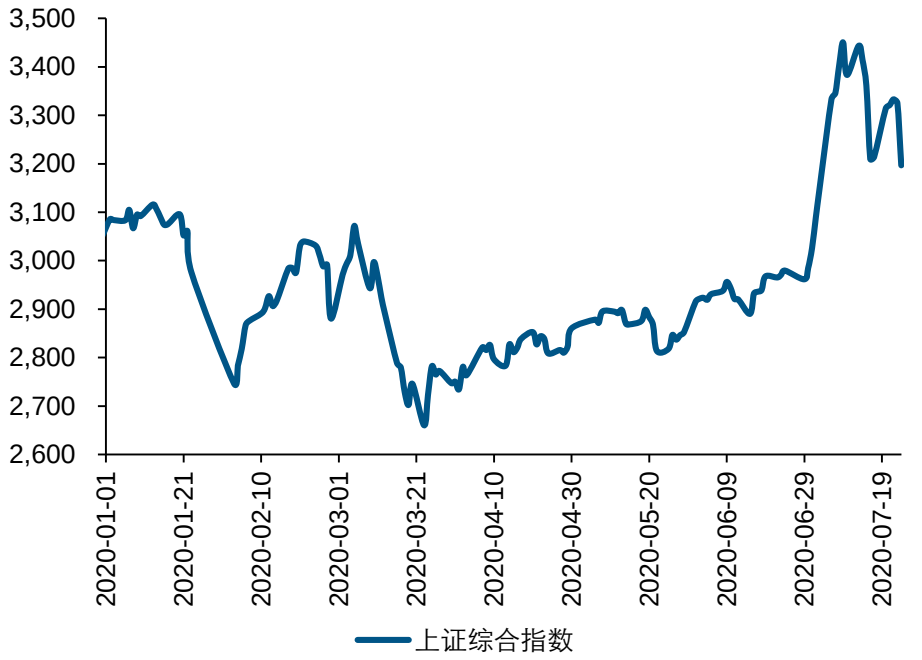
资料来源：Wind，国元证券研究所

“经济内循环”与“国际国内双循环”

- 两会期间，习近平总书记强调要“逐步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”。
- 外部环境限制：全球化放缓，贸易保护主义抬头，海外新冠疫情的长期化。
- 扩大内需：降低外向依赖，提升传统消费品质，拓展与数字经济结伴而行的新型消费领域。
- 提升供给：我国发挥供给优势，在产业链上对其他国家形成替代。（科技的自主可控、军工的自主可控)
- “两新一重”：新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通水利等重大工程建设，或将是未来完善基建领域投资的主要思路。
- 资本市场基础设施建设：提高直接融资比例，吸引中长期资金进入，提高定价效率。

- 符合去年底的判断：股市优于债市，黄金创历史新高。

图 27：2020年来上证综指涨幅约5%



资料来源：Wind，国元证券研究所

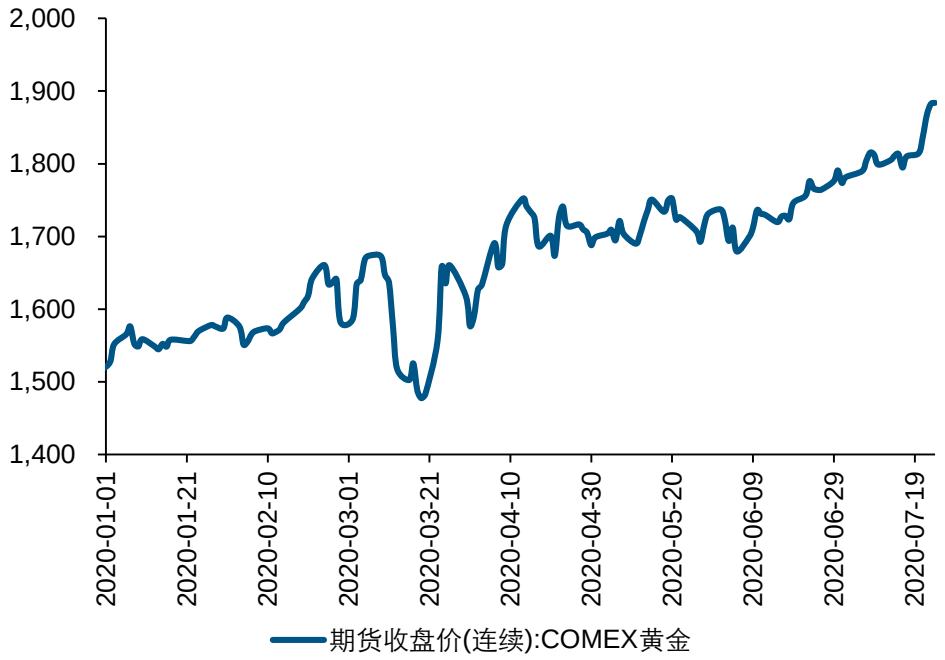
图 28：2020年来十年期国债利率下降约28BP



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 符合去年底的判断：股市优于债市，黄金创历史新高。

图 29：2020年来COMEX黄金涨幅约24%，接近历史新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：2020年来RJ/CRB商品指数跌幅约23%



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 股票的“性价比”优于债券：统计2002年以来A股与主要金融资产比价：截至7月24日，十年期国债收益率为2.86%，处于历史区间的8.2%分位；沪深300隐含收益率为6.34%，处于历史区间的23.9%分位；万得全A隐含收益率为4.79%，处于历史区间的45.9%分位。

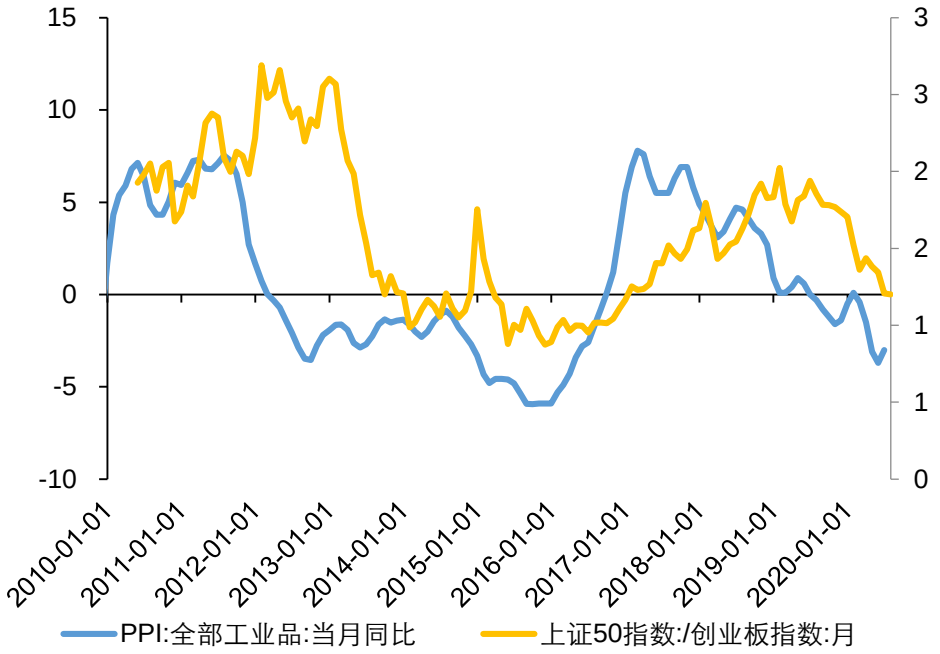
图 31：A股/主要金融资产比价



资料来源：Wind，国元证券研究所

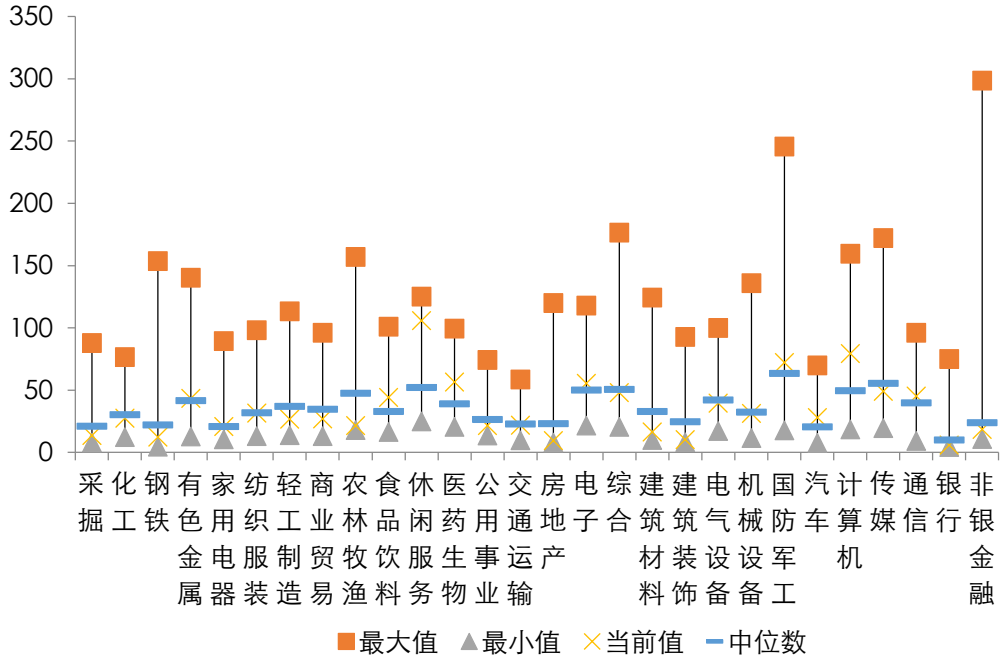
- A股整体结构性特征：资金集中抱团在计算机、生物医药、食品饮料等板块。
- 历史估值统计(PE)：计算机（94%分位）、生物医药（88%）、食品饮料（81%）；农林牧渔（1%）、房地产（6%）、建筑装饰（9%）、银行（11%）、建筑材料（14%）

图 32：PPI通常领先A股市场风格走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

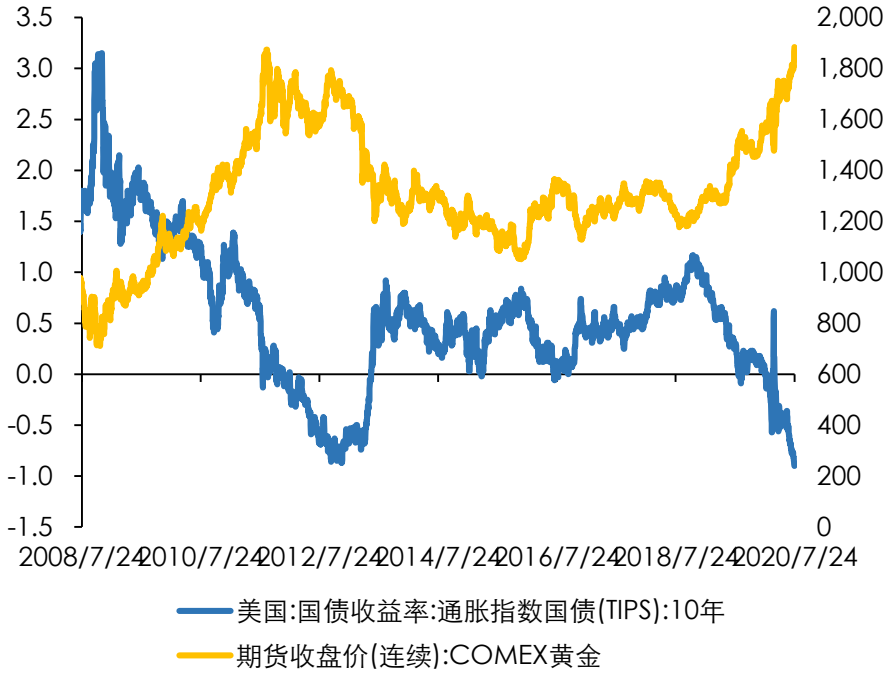
图 33：申万一级行业PE估值历史分布



资料来源：Wind，国元证券研究所

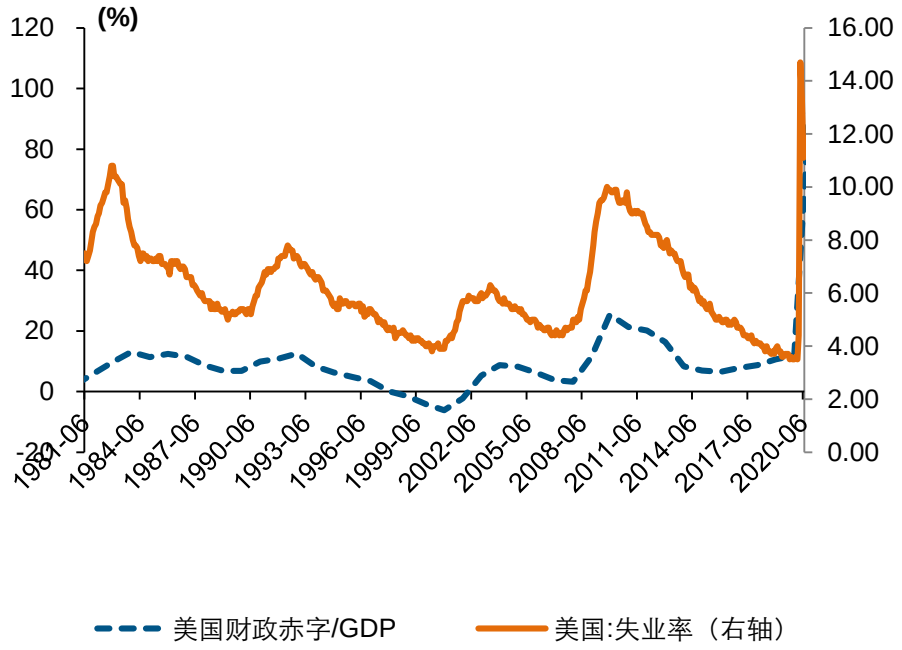
- 疫情加速了美国经济的衰退，伴随联储大规模扩表，美国实际收益率进入负区间，成为支撑金价的中期逻辑。
- 美元国际货币地位的弱化，全球信用货币大宽松，将成为支撑金价的长期逻辑。

图 34：美国实际利率与COMEX金价



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：美国财政赤字与失业率



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 新冠疫情仍在全球蔓延，美国已经进入疫情爆发第二波，新兴市场国家风险加大。
- 在有力控制住疫情的背景下，二季度国内经济增长复苏，呈现出明显分化的特征：工业快于服务业复苏，投资领先于消费恢复。出口前景尚不明朗，一定程度影响了制造业的复苏。基建投资前景最为乐观，房地产投资存韧性但调控政策未明显放松。受疫情冲击居民收入预期较为悲观，消费信心的恢复或要等到三季度。
- 预期下半年国内通胀下行，PPI有望年内企稳。
- 上半年财政大幅下滑，财政刺激较为谨慎，货币政策进入观察期。
- 习总书记提出要“逐步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”，预计政策将着力于扩大内需、自主可控、新基建与资本市场建设等领域。
- 大类资产的走势符合我们去年底的预判，预期年内股票市场的机会仍将优于债券市场，长期仍然看好黄金。

风险提示

- 新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险。

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn