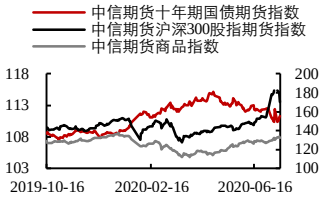
中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|资产配置专题报告

2020-07-16

6月经济数据点评：经济维持修复

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

报告要点

经济向好趋势进一步确认，地产修复速度最快，基建效果开始显现，制造业下游发力。预计股指上行仍有后劲，债市短期有望修复，商品宽幅震荡。

摘要：

二季度 GDP 同比 3.2%，6 月工业增加值同比 4.8%，经济向好趋势进一步确认。上半年经济增长主要还是靠第二产业拉动，第三产业恢复偏慢。按照一季度 GDP 增速-6.8%，二季度增速 3.2%估算，如果下半年经济增速超过 1.4%，则今年全年可以实现经济正增长；如果下半年维持二季度 3.2%的增速，则今年全年经济增速为 1%；如果下半年经济增速可以超预期的回到疫情前即 7%，则全年增速可达 3%。根据 IMF 最新经济展望，预计今年中国经济增速为 1%，明年增速大幅反弹至 8.2%，随后再次缓慢回落。

地产修复速度最快，基建效果开始显现，制造业下游发力。地产投资最具韧性，2 月跌幅最小，6 月率先翻正为 1.9%。考虑商品房销售维持高景气度，雨季结束后地产仍有赶工预期。6 月基建投资累计同比-2.7%，虽然仍然为负值，但反弹斜率最高。基建不同行业的修复出现分化，电力热力行业投资最快，水利环境投资修复速度偏慢。按照专项债资金时间推断，预计基建增速在 7 月雨季结束后会出现加速上行。制造业恢复明显慢于地产和基建，6 月累计同比-11.7%，不过制造业下游正在发力，汽车、家电、计算机、通信和其他电子设备制造业的数据明显改善。

我们认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会。权益方面，短期来看，在监管降温、情绪阶段过热的背景之下，市场难免反复，但当前增量市逻辑暂难证伪，股指上行仍有后劲，短期仍视为上行行情中的正常调整。债券的主导因素还在股市情绪，跷跷板效应明显。前期股市过快上涨，债市出现超跌，短期或随股市调整利率再次下行。不过中长期看，经济维持向上趋势，利率大趋势已经进入上行区间。商品方面，下半年整体是宽幅震荡格局，多为阶段性和结构性机会。多头的兑现窗口关注三季度，继续关注铜、螺纹和豆粕。黄金依然建议长期配置。

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策收紧。

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、经济向好进一步确认

二季度 GDP 同比 3.2%，6 月工业增加值同比 4.8%，经济向好趋势进一步确认。按照一季度 GDP 增速-6.8%，二季度增速 3.2%估算，如果下半年经济增速超过 1.4%，则今年全年可以实现经济正增长；如果下半年维持二季度 3.2%的增速，则今年全年经济增速为 1%；如果下半年经济增速可以超预期的回到疫情前即 7%，则全年增速可达 3%。根据 IMF 最新经济展望，预计今年中国经济增速为 1%，明年增速大幅反弹至 8.2%，随后再次缓慢回落。

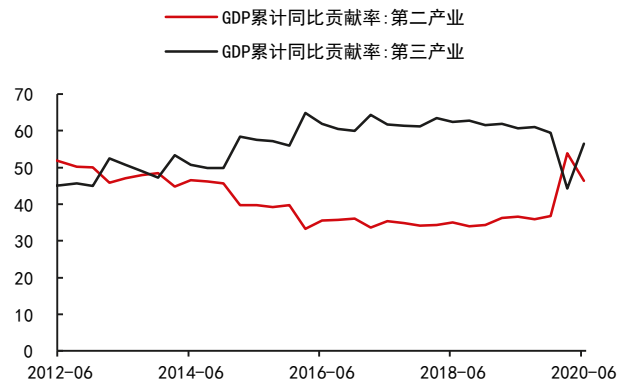
图1： 如果下半年经济增速维持在 3.2%，则全年 GDP 增速为 1%

GDP 增速情景假设			1		2		3	
	2020Q1	2020Q2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
GDP 不变价（亿元）	183,669.30	225,580.13	891,646	482,397	900,563	491,313	909,479	500,230
GDP 同比	-6.8%	3.2%	0%	1.4%	1%	3.2%	2%	5.1%
			4		5		6	
			2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
			918,395	509,146	927,312	518,063	936,228	526,979
			3%	7.0%	4%	8.9%	5%	10.7%

资料来源：Wind 中信期货研究部

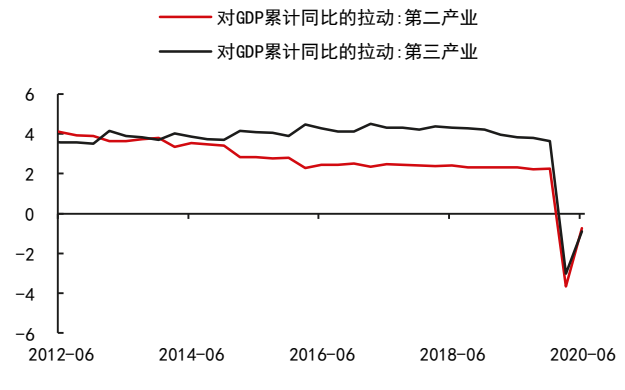
从经济结构看，第三产业的边际改善是二季度 GDP 累计同比的主要贡献，不过，上半年经济增长主要还是靠第二产业拉动，第三产业恢复偏慢。二季度第三产业对 GDP 累计同比的贡献率由 44.2%上升至 56.4%，第二产业的贡献率由 53.9%下降至 46.4%。上半年，第二产业和第三产业对 GDP 累计同比的拉动均为负增长，第一产业对 GDP 累计同比的拉动在二季度率先恢复至正数 0.04%。

图2： GDP 累计同比贡献率：第二产业和第三产业 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图3： 对 GDP 累计同比的拉动:第二产业和第三产业 单位:%



资料来源：Wind 中信期货研究部

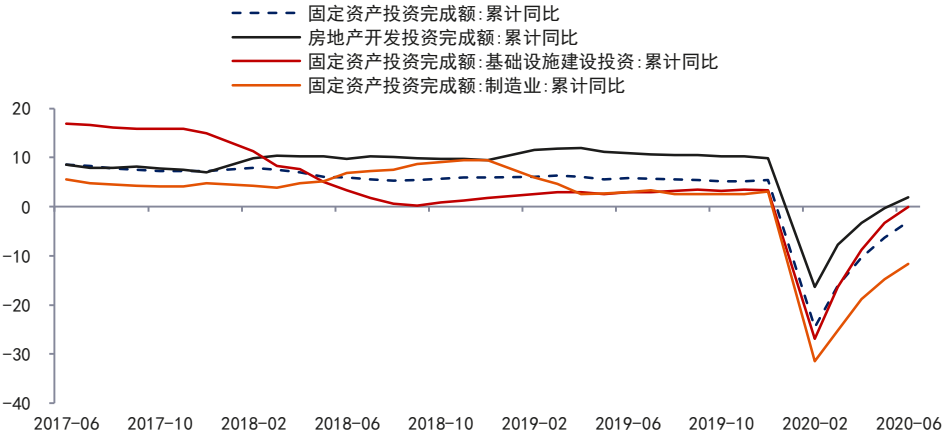
时间再拉长一些，未来 5 年中国经济增速或将先增后降，大趋势上从“高速”走进“中速”。（1）之前的高增速分别由人口和资本拉动：2001 年入世后的第一波经济高速增长受益于人口红利、廉价的劳动力成本；2010 年的第二波经济高速

增长受益于基建和地产的资本投资拉动。（2）当前，贸易红利边际上已经释放，房地产长期“房住不炒”，基建逆周期具有时效性。（3）未来 5 年，是实现“中国制造 2025”的关键时期，也是我国由全面建成小康社会向基本实现社会主义现代化迈进的“十四五”关键时期。我国经济转型升级，新一轮增速将由技术升级拉动，经济或将由之前的高速增长阶段走进中速发展阶段。

二、 地产修复速度最快，基建效果开始显现，制造业下游发力

6 月固定资产投资累计同比-3.1%，维持向上修复，斜率较前月略有放缓。

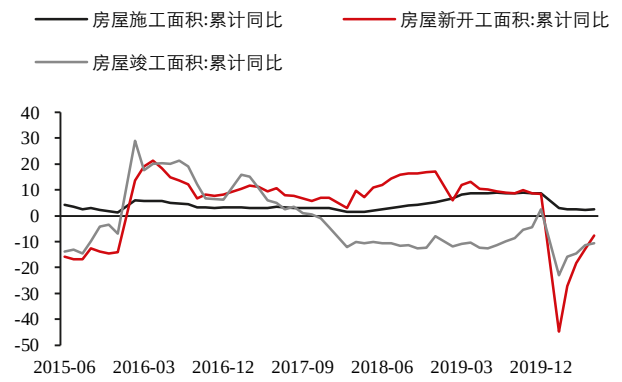
图4： 固定资产投资增速：地产投资增速 6 月同比率先翻正 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

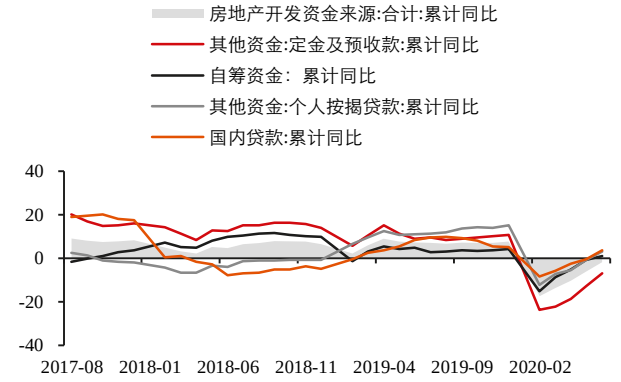
地产投资最具韧性，2 月跌幅最小，6 月率先翻正为 1.9%。6 月商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工数据都还在负值区间，但维持向上修复，而且 6 月房屋新开工面积跌幅收窄提速。地产的融资环境改善有助投资增长，从融资分项看，银行贷款和个人按揭贷款快速恢复是地产融资的主要拉动。暴雨天气是当前影响地产开工进度的主要因素，今年南方地区降雨超出往年同期，开工进度略有放缓。考虑商品房销售维持高景气度，雨季结束后地产仍有赶工预期。

图5： 地产开工意愿正在改善 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

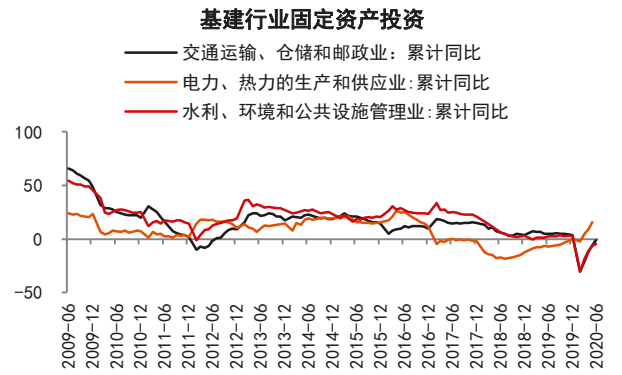
图6： 地产融资环境正在改善 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

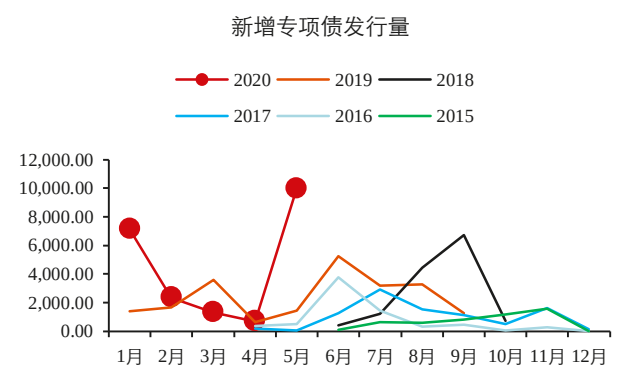
6 月基建投资累计同比-2.7%，虽然仍然为负值，但速度最快，显示基建较高景气度。疫情发生后，基建不同行业的修复出现分化，电力热力行业投资结束了前两年的弱势，几乎没有受到疫情影响，率先实现累计同比正增长；交通运输行业和水利环境投资则在 2 月出现显著跌幅，水利环境投资修复速度偏慢。专项债发行在 5 月放量，按照资金落地约 2 个月时间推断，预计基建增速在 7 月雨季结束后会出现加速上行。

图7： 基建投资存在行业差异 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

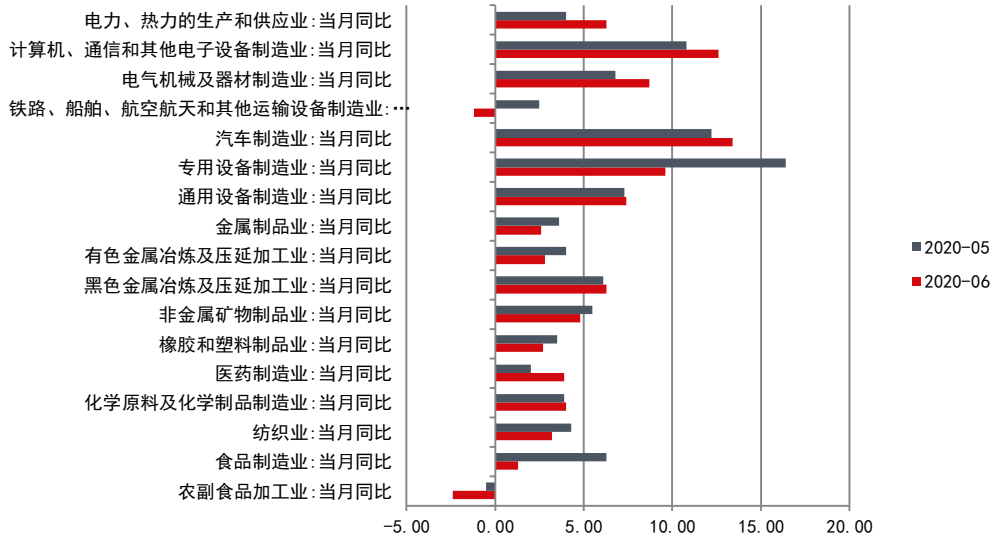
图8： 专项债效果预计在下半年开始显现 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

制造业恢复明显慢于地产和基建，6 月累计同比-11.7%，不过制造业下游正在发力。汽车 6 月底销量已经超过过去 3 年同期水平，销量回暖带动产量上升；家电产销伴随地产后周期效应增强，空调冰箱产销在夏季进入旺季。计算机、通信和其他电子设备制造业也维持较高景气度，6 月工业增加值同比 12.6%，与出口数据中增量拉动一致。今年全球疫情提升居家办公需求，二季度海外工厂关闭订单向国内转移，支撑计算机、通信和电子制造业快速复苏。

图9： 汽车制造业和计算机通信制造业 6 月工业增加值同比涨幅居前 单位：例



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、资产影响

我们偏向认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会，三季度相对积极，四季度略偏防守。

权益方面，内需修复仍是主要方向。7 月上旬股市快速拉升，低估值补涨逻辑配合大量资金连续进入，上证综指 2 周涨幅约 12%；进入 7 月中旬，在监管力度加强，上市公司密集减持，华为事件等因素下，市场出现大幅调整。不过，资金维持在每日万亿成交额高位，且基金爆款频出显示增量充裕。短期来看，在监管降温、情绪阶段过热的背景之下，市场难免反复，但当前增量市逻辑暂难证伪，股指上行仍有后劲，短期仍视为上行行情中的正常调整。

债券进入震荡格局，7 月债市的主导因素还在股市情绪，跷跷板效应明显。前期股市过快上涨，债市出现超跌，短期或随股市调整利率再次下行。不过中长期看，经济维持向上趋势，利率大趋势已经进入上行区间。

商品方面，下半年整体是宽幅震荡格局，多为阶段性和结构性机会。多头的兑现窗口关注三季度，继续关注铜、螺纹和豆粕。黄金依然建议长期配置。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com