国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

守战：“疫”无“返故”，覆“水”难收

——2H2020宏观经济、政策与大类资产配置展望

总量研究中心
宏观经济组
分析师：边泉水
执业编号：S1130516060001
分析师：段小乐
S1130518030001
荣、高翔

DATE： Jun 28 , 2020

主要结论

国金证券 SINOLINK SECURITIES

序言：人类与新冠病毒的相互斗争尚未结束。虽然新冠疫情对经济体系的短期冲击巨大，但我们需要拿着望远镜观察这场疫情的长期深远影响，它可能永久地改变了一些趋势性的东西，强化了21世纪科技创新的时代主题。借用谋略家刘伯温的守战思想，当下，需要在积极防守中寻求取胜的突破口，其中蕴含着巨大的投资机遇。

1、长期视角下，疫情改变了什么？首先，疫情催生并强化21世纪科技创新的时代主题；其次，疫情将长期改变人们的生活方式；第三，疫情导致全球化趋势不确定性上升、外部环境更加复杂和艰难；第四，疫情将加速中国告别老路、新经济模式逐渐取代旧增长模式的进程；第五，疫情加速行业集中度提升；第六，国际金融环境趋势性变化迹象更加明显。

2、疫情冲击：疫情对中国经济的短期冲击幅度大于长期影响。我在构建六因素分析框架分析疫情对经济的影响：包含外部两个变量（疫情本身的发展和应对政策反应与空间）和内部四个变量（居民部门、企业部门、政府部门和金融部门的资产负债表质量）。综合分析后，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期影响，下半年增长继续V型弱复苏。

3、宏观经济：基建与消费的“跷跷板”。全年实际GDP增速预计在2-3%之间，名义GDP增速在4-5%之间。疫情冲击下，我们认为消费回升的力度可能较弱，仍需要基建加大力度进行对冲；财政货币双扩张下，基建投资的资金来源并不会构成明显约束。

4、外部环境：全球天量刺激会引发资产泡沫还是通胀？疫情对全球经济增长的冲击可能是短期的，但全球天量和货币和财政刺激难以退出，疫情消退后私人部门资产负债表可能并未明显受损、中央政府资产负债表大幅扩张，这在初期将引发资产泡沫（股票估值上升），后期如果能够带来需求改善将导致工业品通胀上升。

5、大类资产：看好股票和抗通胀工业品（铜）。当前政策组合类似98-01年，宽财政、稳货币背景下，名义GDP回升带动A股上行概率较高。同时，疫情消退后的基本面改善对铜价形成支撑，但金融属性未被市场定价。

风险提示：疫情扩散速度和范围远超预期；政府应对措施和方法不当；部分行业受到负面影响远超预期。

目 录

序言：用望远镜看疫情----------P4

1、长期视角下，疫情改变了什么？ ----------P6

2、疫情冲击：疫情对中国经济的短期影响大于长期影响----------P25

3、宏观经济：基建与消费的“跷跷板”----------P44

4、外部环境：全球天量刺激会引发资产泡沫还是通胀？----------P62

5、大类资产：看好股票和抗通胀工业品（铜）----------P70



序言：用望远镜看疫情

序言：用望远镜看疫情

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **人类与新冠病毒的相互斗争尚未结束。**本次新冠疫情对人类的冲击仍然没有形成一个稳定的状态，新冠病毒与人类的平衡关系仍然没有形成。

- **“疫”无“返故”。**新冠疫情对经济体系的短期冲击巨大，但其长期影响更加深远，更加重要；这种长视角的思维对投资的意义更大。

- **守战，防守中寻求取胜的突破口。**

  1）未见可胜之势须守，稳定形势；

  2）修复疫情的冲击；

  3）突破，需求新的发展方向。



一、长期视角下，疫情改变了什么？

疫情将产生哪些长期的趋势性变化？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情将催生一个科技创新的时代。**疫情加剧了对于科技信息技术、生物技术、数字经济、健康产业等方面的需求。21世纪将是科技飞速发展的时点，是一个更加注重创新的世纪。
- **长期改变人们的生活方式。**例如，教育、办公、消费、娱乐、旅游、出行、社交等等方面。
- **全球化趋势不确定性上升，外部环境更加复杂和艰难。**首先，全球产业链分工格局可能被打破；其次，为保持我国产业链完整性，国产替代和产业链上下游延伸必将加速；最后，我国也将更加依赖内需对经济增长的拉动。
- **告别老路，新经济模式逐渐取代旧增长模式。**以科技创新和消费引领的新经济模式将取代以基建和房地产拉动的旧增长模式。
- **行业集中度提升，强者恒强趋势加速。**疫情影响下，中小企业经营困难，将加剧部分行业的出清，集中度提升加速。
- **国际金融环境趋势性变化迹象更加明显。**全球利率空间受到进一步压缩，央行货币政策空间越来越窄，美元全球储备货币的地位被趋弱。

资料来源：国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——对于信息技术的需求增强

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **多数文献指出：制度优势是我国成功应对疫情的重要因素。**
- **我们认为：另一个不容忽视的核心因素在于我国信息技术的高速发展。**信息通信等高新技术应用增强了我国信息获取能力、响应速度以及财富资源积累，这些是本次疫情得到控制的坚实后盾，也是后续复工复产有序进行的重要支撑。
- **疫情使人们更清楚地认识到科技发展的重要性。**未来，无论从政策还是从经济、金融、社会共识等多个方面，支持和推动科技创新和应用必要性和迫切性更加明显。

图表 信息技术的广泛应用是战胜疫情的核心因素之一

我国光纤用户渗透率达93%，4G用户达12.8亿，规模全球第一

5G商用加快推进，开通5G基站超过20万个

数字经济蓬勃发展，占GDP比重超过三分之一，成为创新驱动发展的主要动力

社会信息化向更高水平拓展，电子政务、智慧医疗、在线教育等新模式加快普及应用

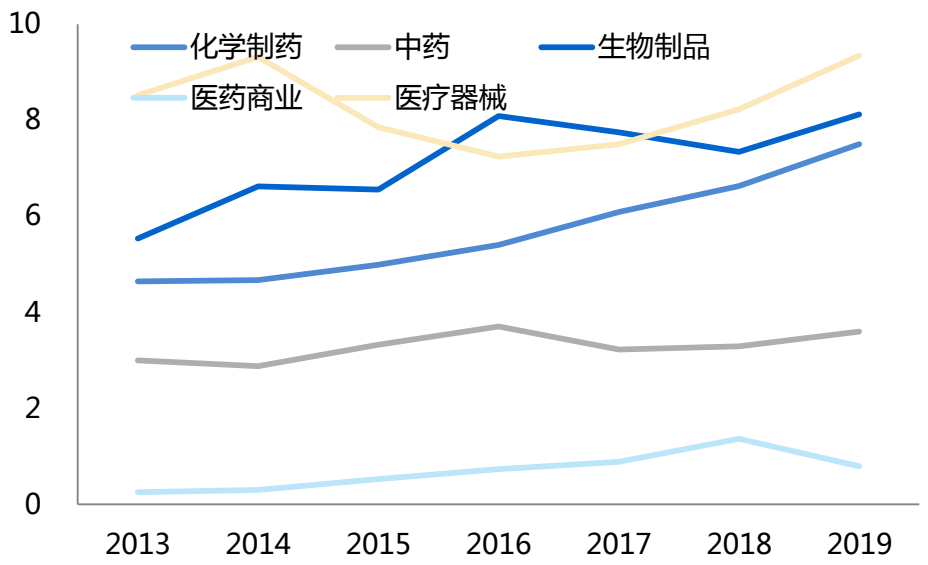
资料来源：公开资料，国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——对于生物医疗科技的重视度提高

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **生物疫苗研发等医疗科技的发展，是未来应对重大疫情的根基。**一个国家若拥有强大的生物疫苗研发实力，能够在较短时间内研发出新冠疫苗克制病毒传染，将减少大量社会经济损失和人员死亡。经过此次疫情，国家和社会充分认识到了生物医疗科技的重要性。
- **未来，各个国家为避免受到像新冠疫情等流行病毒的再次感染，也必将建立一个强大的生物医疗技术研发体系，用于支持病毒疫苗等医疗技术的研发。**

图表 医药生物上市公司研发投入占营业收入比重（%，算术平均）



资料来源：Wind，国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——数字经济渗透率加速提升

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情影响下，数字经济加速下沉，在多数行业和产业当中加速渗透。**
- **政策支持。**政策对于新基建的支持力度加大，7大新基建领域3项（大数据中心、人工智能和工业互联网）与数字经济相关。
- **数字经济能够优化生产要素的资源配置效率，同时也可以作为一种资本积累。**从技术上来说，随着计算能力的逐渐强大，数字经济能够大大降低企业或者产业之间的交易成本，从而带动效率提升。从资本积累的角度来说，数据成为企业最重要的资产，信息和如何使用信息是成功的关键。

图表 数字经济与工业经济的区别

区别	工业经济	数字经济	数字经济代表性企业
基础设施	铁公鸡	云网端	平台类：阿里巴巴、腾讯、百度；共享类：摩拜、滴滴；工业类：特斯拉汽车、西门子；社交类：新浪、腾讯；生活服务类：美团、大众点评、携程；文化类：抖音；电商类：阿里巴巴、京东
生产工具	机械工具	智能工具	
生产资料	物质和原材料	数据、数字化内容	
分工方式	线型分工	平台/网络协作	
生产模式	标准化、规模化	定制化、多样化	

资料来源：公开资料，国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——对于公共卫生管理系统的诉求提升

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **一个强大的公共卫生管理和应急系统对于人民安全具有重要作用，疫情之后国家必将加大公共卫生管理和响应系统的投入力度，使居民生命安全得到更大保障。这其中离不开通信、大数据、监测、人工智能等技术的发展。**
- 借助大数据、人工智能等高新技术的公共卫生和社会管理系统将获得更大发展，例如智慧城市等。

图表 公共卫生管理系统需求提升



资料来源：国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——大健康产业有望迎来加速发展

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情提高人们对于健康消费的重视程度，健康食品产业链，健康管理，健康服务产业或因此长期受益。**此次疫情爆发蔓延与食用野生动物，食品市场直接相关，同时暴露出居民日常生活的卫生陋习，从而引发人们对长期以来的消费和卫生观念的反思，并促进全社会对健康安全关注度大幅上升，更加注重加强自身防护和提高免疫力，对健康绿色产品和服务的需求显著增长。总结而言，疫情大大提升了人们对于健康食品产业链、健康管理、健康服务相关产业的需求。

图表 大健康产业规模预测

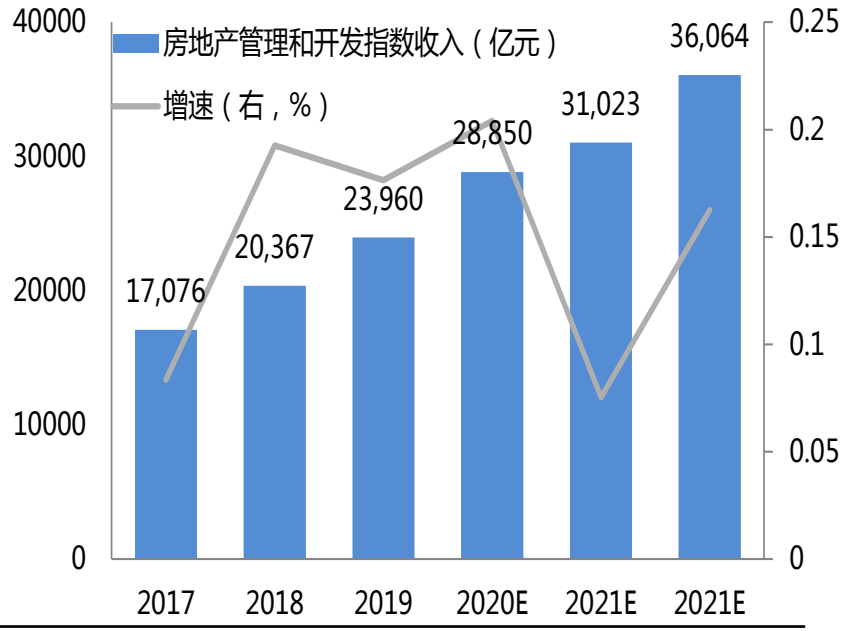


资料来源：公开资料，国金证券研究所

改变一：疫情将催生一个科技创新的时代
——物业管理迎来历史性发展机遇

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　房地产管理和开放收入增速上升



图表　物业管理的四个方向

- 加大物企实力与服务品牌的关注度，中小企业竞争力将进一步被弱化
- 物业服务要匹配疫情对人们心理和消费习惯的改变
- 智能化和科技化是物业管理新的发展方向
- 卫生、健康、安全、应急响应等将成为物业服务管理最重要的考量因素

- **物业管理能力的价值在新冠疫情下得到重视：**“封闭式管理”成为一种疫情来临时普遍的社区管理模式，小区管理成为居民安全的最后一道防线。未来，小区物业的应急防控体系逐渐清晰，物业管理服务的价值进一步受到人们的重视，物业企业也经历着一次专业化程度高低的检验。
- **长期看，优质的社区管理能力在应急和响应两方面越发重要：**紧急应变能力及服务能力将成为物管行业新的机遇和挑战。优质的社区管理，在无论刚需购房或者房地产投资时都将占到越来越重要的考虑位置。

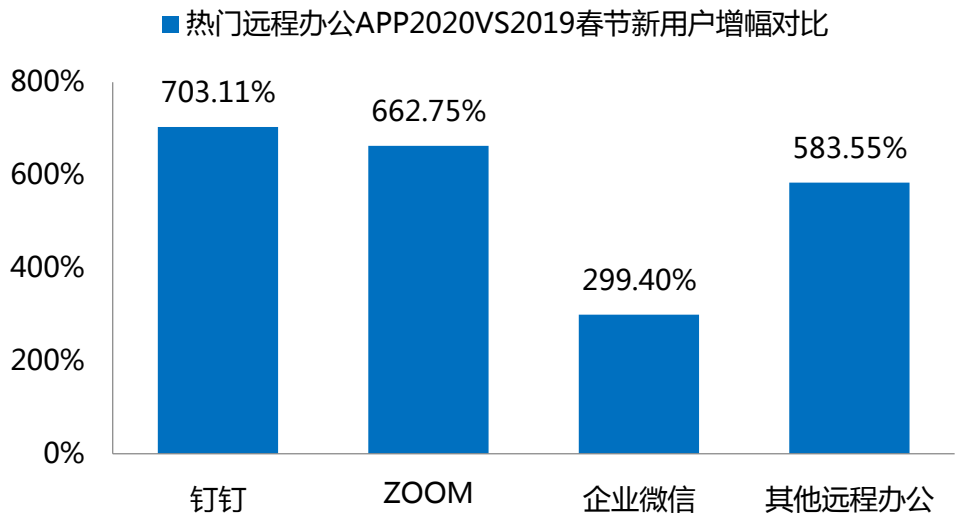
资料来源：Wind，国金证券研究所

改变二：长期性地改变人们的生活方式
——教育和办公方式的转变

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **网络教育和线上办公获得大范围推广。**人们因为疫情居家隔离，线上办公和网课教育被迫成为一种选择。通信技术的进步使得线上交互体验感较好，人们开始形成偏好。因此，疫情可能长期改变了教育和办公方式（由线下转变为线上）。

图表 远成办公APP用户激增

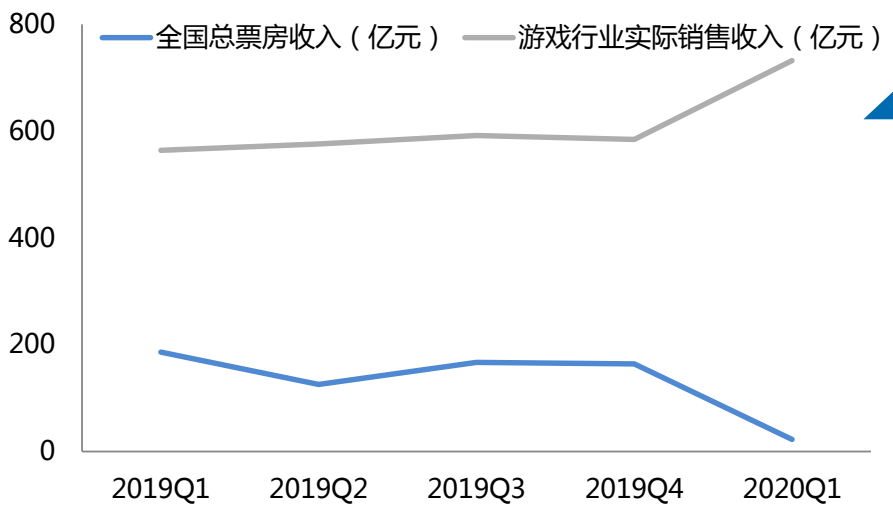


资料来源：公开资料，国金证券研究所

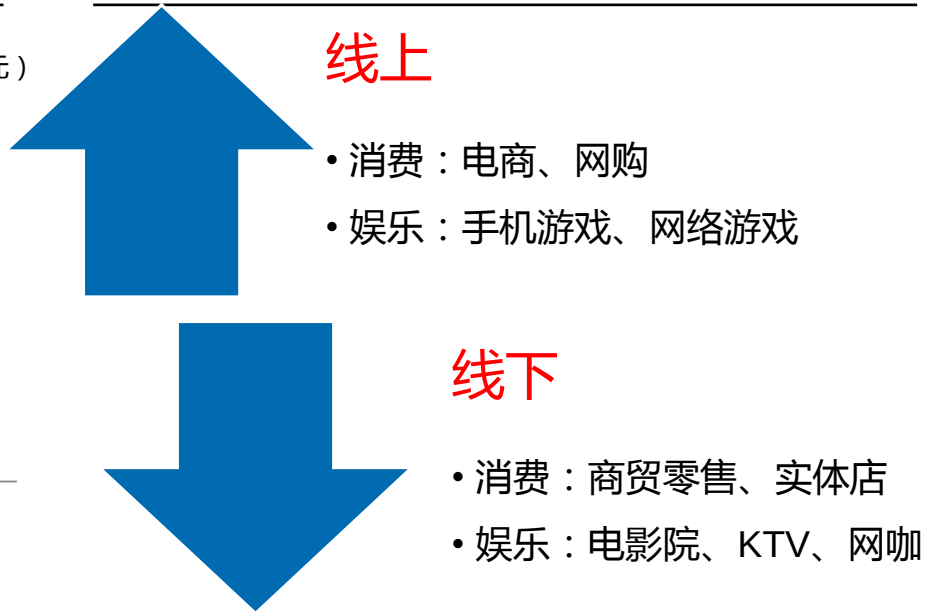
改变二：长期性地改变人们的生活方式
——消费和娱乐方式的转变

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　游戏收入上行，电影票房收入下行



图表　线下消费娱乐转至线上



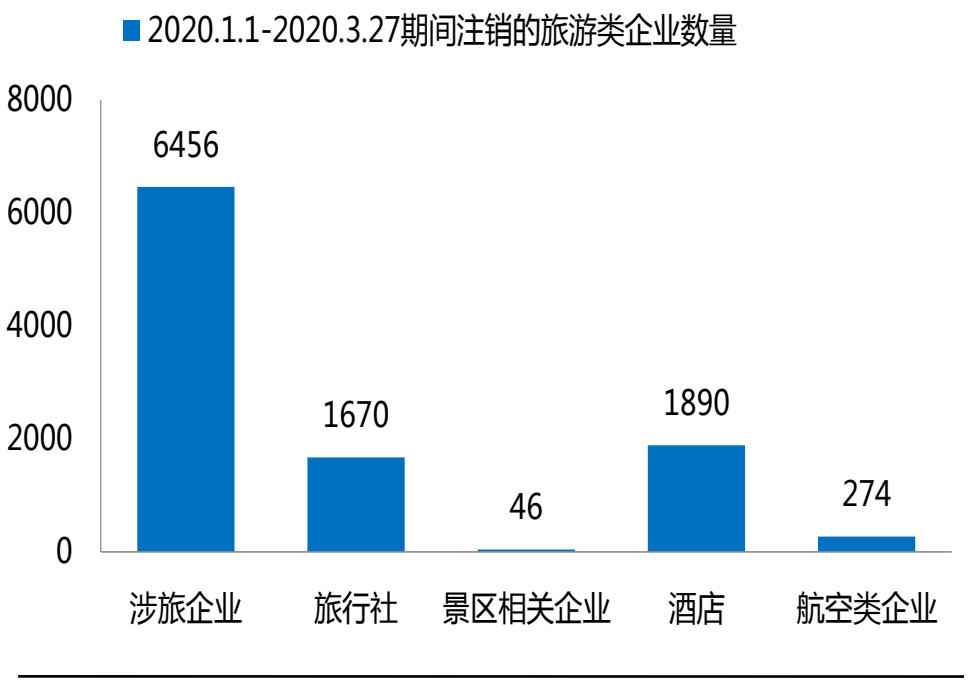
- **消费：**随着疫情发展,线下消费活动转移至线上,摆脱空间限制的数字经济消费模式优势凸显，获得发展新机遇。电商企业积极发挥平台优势，开拓货源、优化库存，长期化影响人们消费习惯。
- **娱乐：**因新冠病毒可能长期存在，聚集性娱乐消费可能受到长期影响。例如KTV、网咖等；而线上手机游戏、虚拟网络游戏将增多，例如王者荣耀、抖音等人均在线时长显著提升；传媒行业受疫情影响较大，例如电影院票房收入损失惨重。

资料来源：公开资料，国金证券研究所

改变二：长期性地改变人们的生活方式——出行、旅游和社交方式

- **出行**：公共交通的选择变少，例如航空、火车、公共汽车等。
- **旅游**：出国、出境旅游将大幅减少。
- **社交**：线下社交转移动线上社交，微信、QQ、今日头条的用户活跃度大幅提升。

图表 旅游行业景气度下降



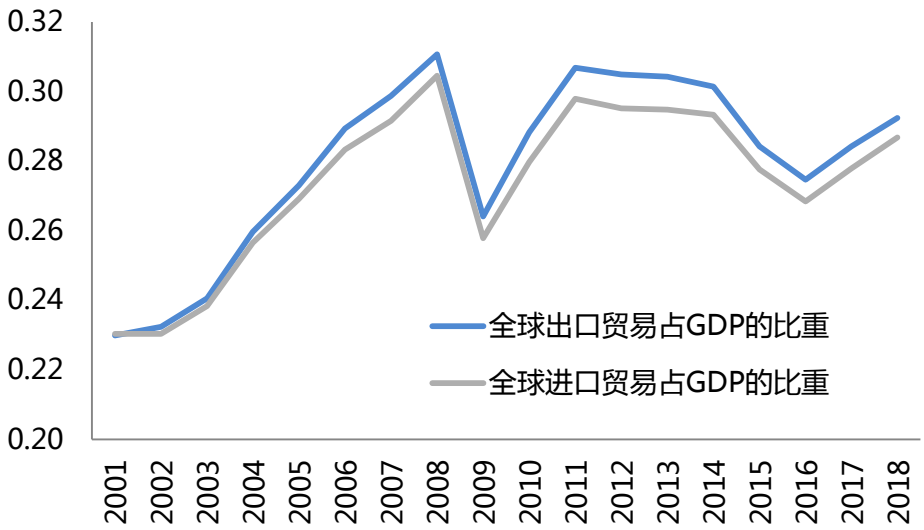
资料来源：公开资料，国金证券研究所

改变三：全球化趋势不确定性上升
——外部环境更加复杂和艰难

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **历史上，广义的全球化出现过6次。最近的一次是二战之后由美国主导的全球化。**历史整体呈现出“天下大势合久必分分久必合”的发展特点。
- **2015年后，全球进出口贸易占比GDP比重下降，由30%的水平降至27%，逆全球化趋势开始出现，各国贸易保护主义势力抬头。**
- **疫情加速了这一过程，各国以邻为壑，从相互合作关系走向相互竞争。**例如美国在多数产业的供应链上“去中国化”，导致一些国际资本离开中国。

图表 全球贸易占GDP比重下降



资料来源：Wind，国金证券研究所

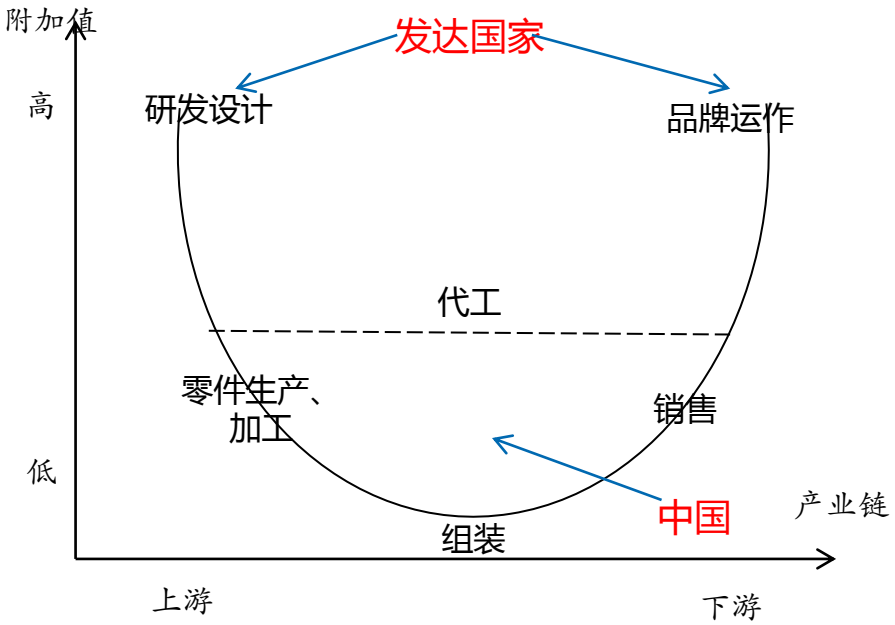
改变三：全球化趋势不确定性上升
——全球产业链分工格局被打破

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情影响下全球产业链分工格局发生重大变化，主要体现在四个方面：**

- 一些国家为使产业链完整，不被逆全球化和疫情导致的全球贸易流通受阻所拖累，将部分工厂迁回本国，保全产业链的完整性。
- 一些国家在涉及到民生、公共卫生、公共安全和必须消费品的产业链集群强烈依赖进口（例如口罩、医疗器械等防疫物资的生产），随着疫情的影响，这些国家将试图摆脱进口依赖。
- 高新技术产业链例如半导体产业链、汽车产业链、先进制造产业链等受到国外技术封锁而被阻断。
- 中国方面，疫情之下，对“产业链去中国化”、“从中国撤资”、“脱钩论”的担忧显现。

图表 我国在全球产业链位于中游制造，并积极努力向上下游发展



资料来源：国金证券研究所

改变三：全球化趋势不确定性上升
——我国国产替代和产业链上下游延伸将明显加速

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情导致贸易保护注意抬头，多数高端制造产业核心技术被国外封锁，**例如美国封锁华为海思芯片设计等。
- **高新技术和先进制造，特别是和5G等通信技术相关的产业链，包括基站、服务器和手机及其相关芯片板块，国内厂商国产替代和打通产业链上下游，这一趋势将越发明显。**
- **国家大基金主要投向集成电路方向相关企业，对被国外技术垄断“卡脖子”的半导体产业链相关环节的公司给予大力支持。未来投入力度将不断增大，显示国家实现产业链完整、国产替代的意志和决心。**

图表 国家大基金主要投资芯片领域

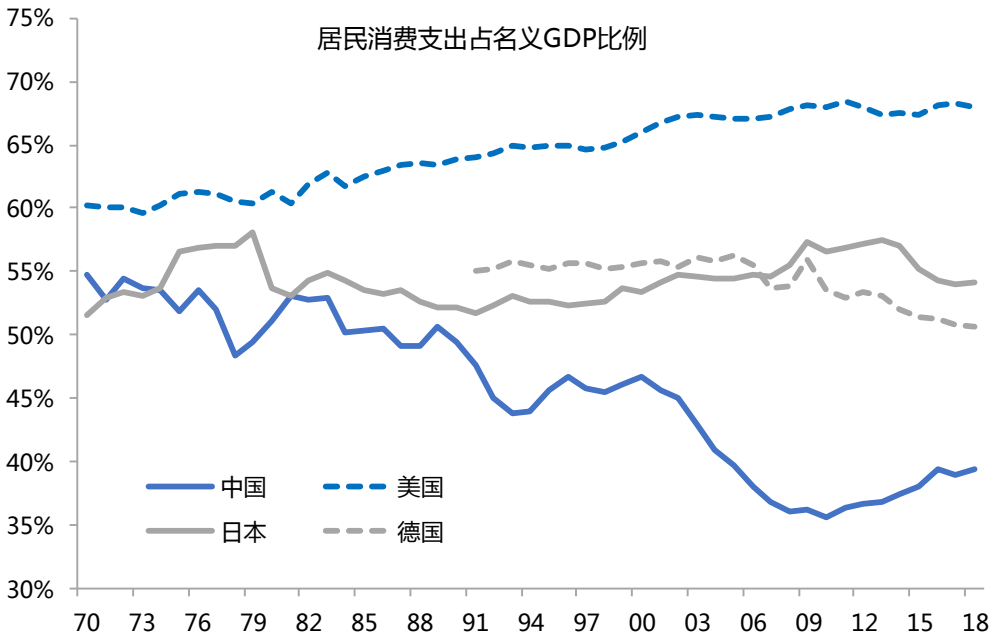
证券名称	行业	主营业务
紫光国微	信息技术	集成电路芯片设计和系统集成解决方案
瑞芯微	信息技术	集成电路及应用方案的设计、开发和销售
安集科技	材料	关键半导体材料的研发和产业化
赛微电子	信息技术	从事惯性、卫星、组合导航产品的研发、生产与销售
万业企业	房地产	房地产企业
景嘉微	工业	从事高可靠电子产品的研发、生产和销售，产品主要涉及图形显控、小型专用化雷达和其他三大领域
太极实业	工业	半导体业务、工程技术服务业务、光伏电站投资运营业务和材料业务
雅克科技	材料	电子半导体材料，深冷复合材料以及塑料助剂材料研发和生产
晶方科技	信息技术	开发与创新新技术，为客户提供可靠的，小型化，高性能和高性价比的半导体封装量产服务商
沪硅产业-U	信息技术	半导体硅片研发、制造及销售

资料来源：Wind，国金证券研究所

改变三：全球化趋势不确定性上升
——更加依赖内需对经济增长的拉动

- 从国际比较来看，2018年我国居民消费率为39.3%，与其他国家相比，美国（68.0%）、日本（54.1%）、德国（50.6%），我国居民消费率明显偏低。
- 从纵向来看，我国居民消费率低点为2010年（35.6%），此后虽然有所回升，但与历史数据相比，依然处于偏低的水平。
- **偏低的居民消费率，意味着未来消费潜力和空间大。逆全球化趋势下，我国将更加依赖内需对经济增长的拉动。**

图表 全球视角下，我国消费率明显偏低，内需空间较大

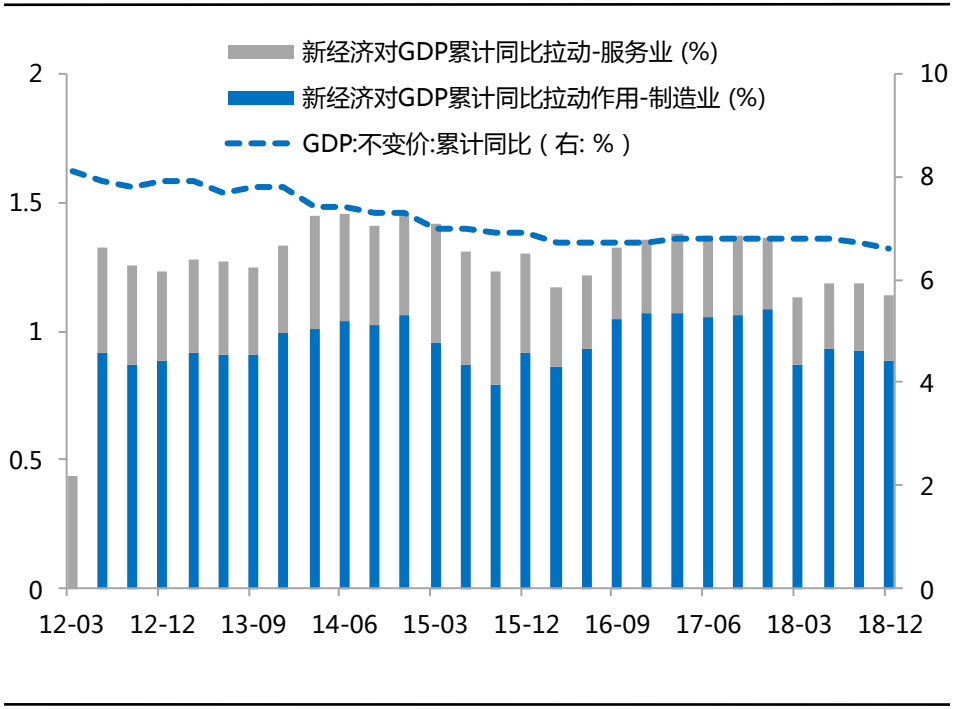


资料来源：Wind，国金证券研究所

改变四：告别老路，新经济模式逐渐取代旧增长模式

- **旧增长模式：拉动基建和房地产等固定资产投资的模式。**
- **新增长模式：以科技和消费主导的新兴产业在疫情期间逆势发展，未来空间打开。**典型的产业包括线上消费娱乐、直播带货、短视频、医疗服务、电商、在线教育、网课、线上办公、游戏等。
- 根据统计局数据，2018年新经济占GDP总量的16.1%，较前一年提升0.4个百分点。其中，新经济制造业占GDP总量的6.9%，新经济服务业占GDP总量的8.5%。
- 2018年，新经济对拉动实际GDP同比1.2个百分点，其中新经济制造业拉动0.9个百分点，新经济服务业拉动0.3个百分点。
- 虽然新经济在经济总规模中占比相对较小，但是对于经济的拉动作用是相对明显的。

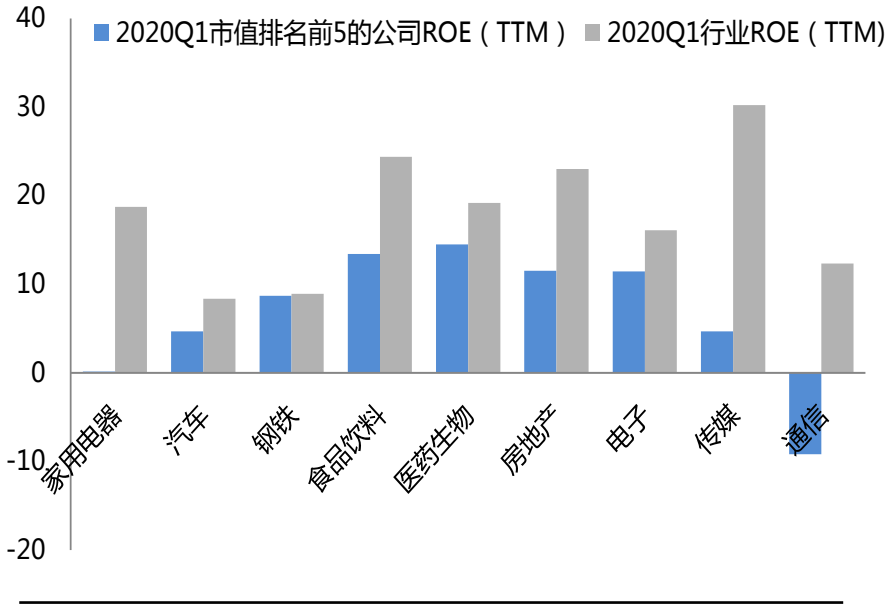
图表 全球贸易战GDP比重下降



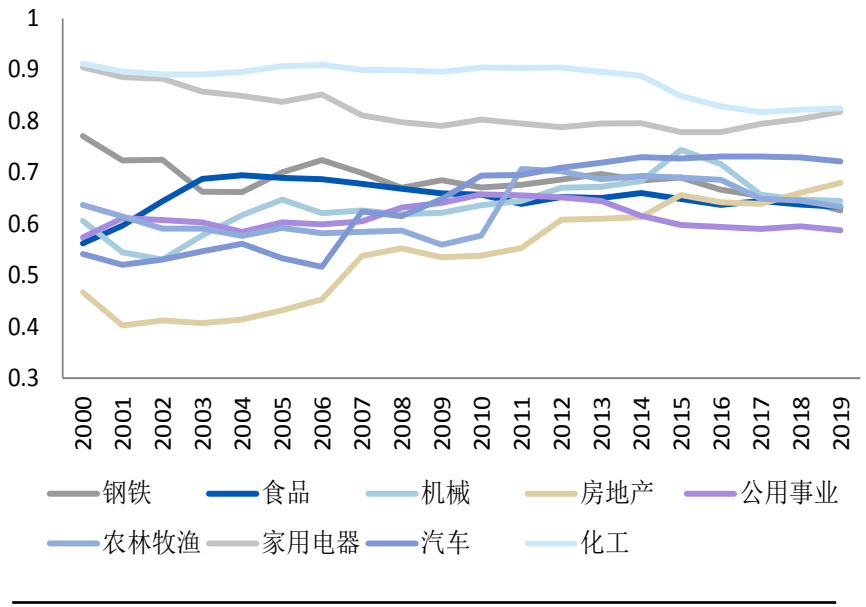
资料来源：Wind，国金证券研究所

改变五：行业集中度加速提升，强者恒强

图表　龙头公司盈利能力更强（%，算术平均）



图表　行业集中度CR10（营业收入）



- **疫情影响下，疫情影响下，中小企业经营困难，将加剧部分行业的出清，集中度提升加速。**
- 行业龙头公司往往拥有更高的盈利能力、更稳定的现金流和更健康的资产负债情况，因此其对抗外生风险的能力强于中小企业。
- 疫情影响下，龙头公司凭借规模优势得以生存，但小企业持续经营能力严重受损，不得不退出市场。因此，行业集中度将伴随着疫情持续存在、市场有限恢复而加速提升。

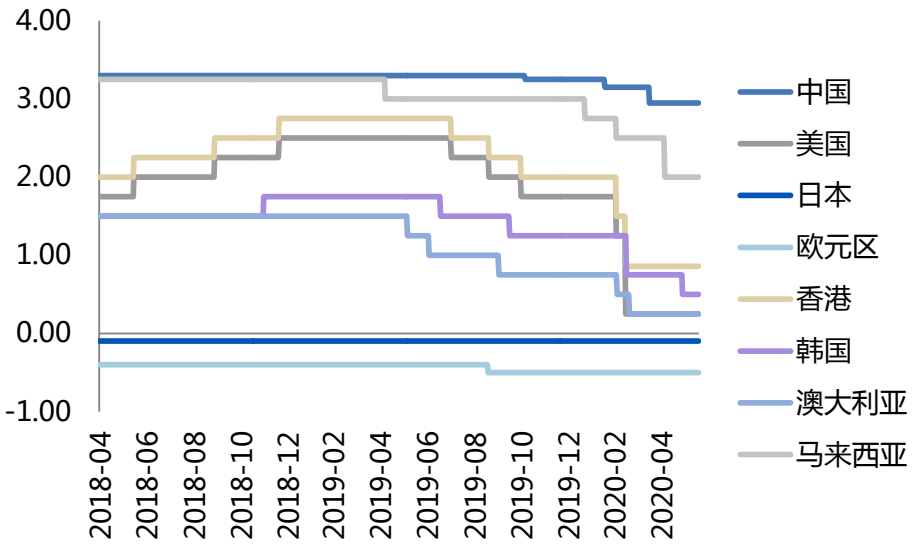
资料来源：Wind，国金证券研究所

改变六：国际金融环境发生趋势性变化
——全球利率空间进一步压缩，央行货币政策空间越来越窄

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情影响下，全球央行货币政策宽松，最终导致了全球利率空间进一步受到压缩。**
- 在未来疫情逐渐消退，经济明显复苏看到前，货币宽松的退出将是十分困难的。在全球大放水的前提下，全球利率已经接近零利率甚至负利率，疫情致使空间进一步被压缩。

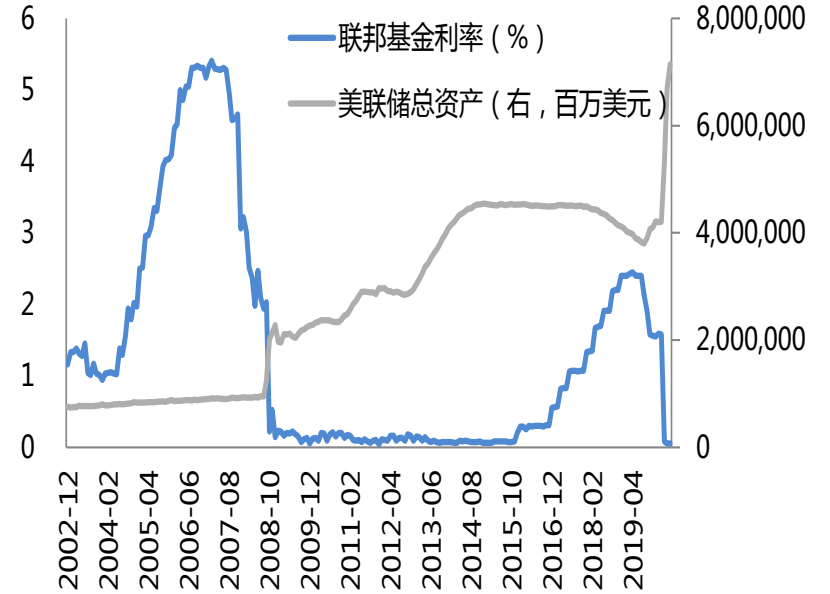
图表 全球央行政策利率下调



资料来源：Wind，国金证券研究所

改变六：国际金融环境发生趋势性变化
——美元国际货币地位趋弱

图表 美联储资产负债表极度扩张



图表 美元指数



- **美元作为国际储备货币，内在价值不断趋弱。**
- **疫情期间，美联储进行非常规货币政策操作，重回“零利率”、无限量化宽松，透支美元信用属性。**

资料来源：Wind，国金证券研究所



二、疫情冲击：疫情对中国经济的短期影响大于长期影响

疫情对中国经济的短期影响大于长期

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 疫情发生以来，如何准确分析新冠疫情对经济的影响变得非常困难，疫情对经济的影响是短期冲击多一些，还是长期冲击多一些，似乎也难以说清楚。基于这一目的，我们构建了一个疫情对经济冲击的六因素分析框架。
- 我们的模型包含内外部六个变量。首先包括两个外部因素，疫情本身的发展和应对政策反应与空间。其次，从内部因素看，还取决于其内部各经济主体本身资产负债的健康程度，包括居民部门、企业部门、政府部门和金融部门。
- 通过这六大因素，我们可以判断疫情冲击经济的严重程度。综合进行判断，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期影响。

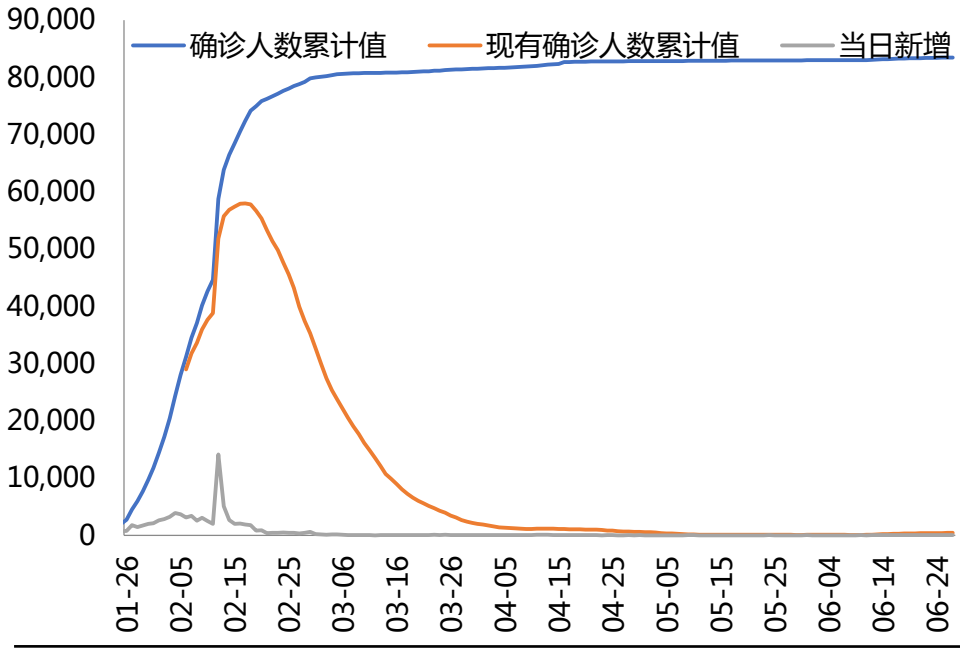
六因素模型	
1	外部因素：疫情本身的发展正在变得可控
2	外部因素：中国政策反应及时有效与空间相对较大
3	内部因素：居民部门储蓄率相对较高，但杠杆率攀升过快
4	内部因素：非金融企业部门杠杆率过高
5	内部因素：中央政府杠杆率偏低，具有较大加杠杆空间
6	内部因素：金融部门抵御系统性风险的能力较强

资料来源：Wind，国金证券研究所

因素一：疫情发展已经得到良好控制

- 截至6月11日，国内的疫情数据显示：累计确诊83064例，当日新增7例；境外输入1803例，新增6例；现存确诊63例。总体来看，国内疫情已得到良好控制。
- **整体来看，疫情影响还是偏向于短期**，在我国财政货币政策积极发力的前提下，经济增长边际改善，下半年经济增速将实现5%左右，全年经济增速2%左右。

图表 国内疫情已经得到良好控制（例）

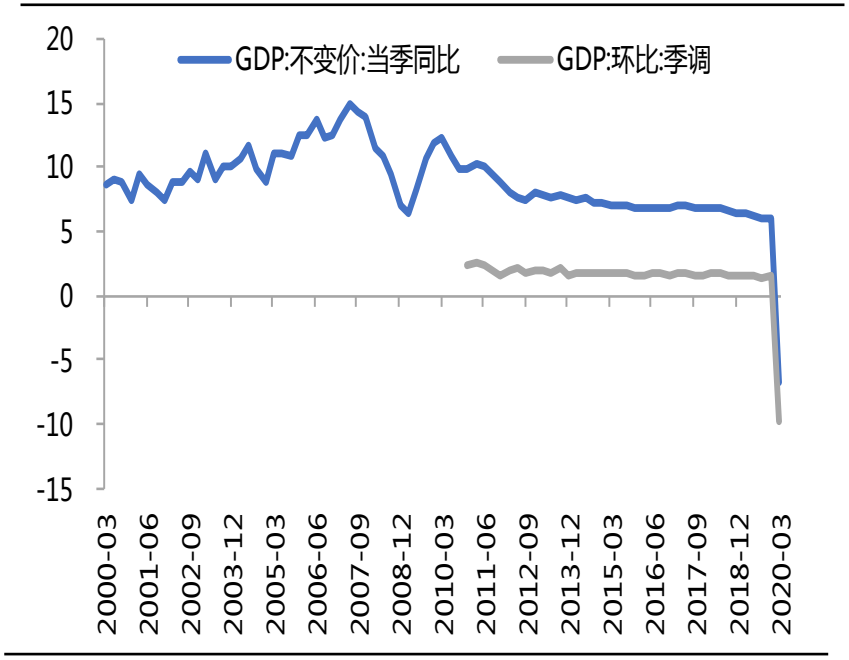


资料来源：Wind，国金证券研究所

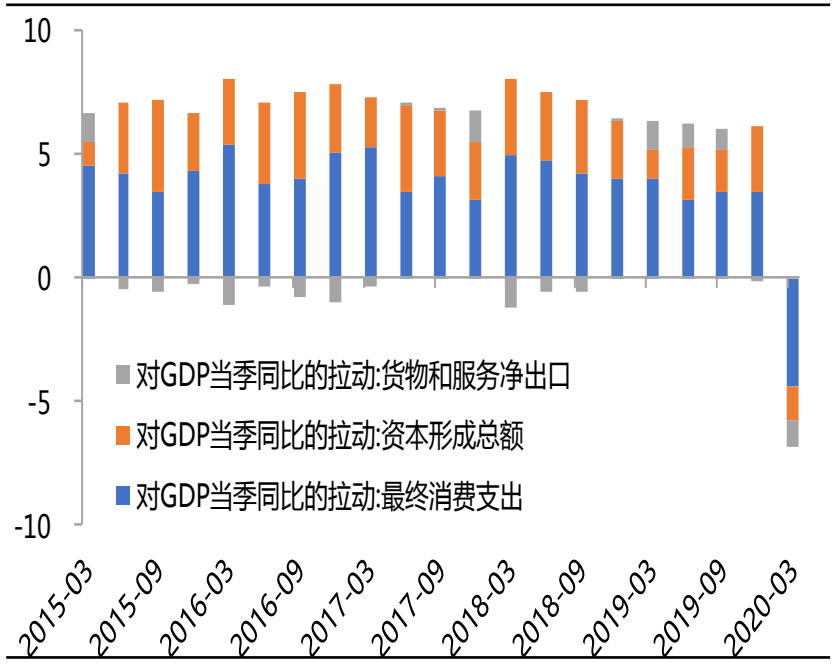
因素一：疫情发展已经得到良好控制
——疫情对国内一季度经济影响最大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 疫情对我国一季度经济造成严重负面影响（%）



图表 疫情对我国一季度经济造成严重负面影响（%）



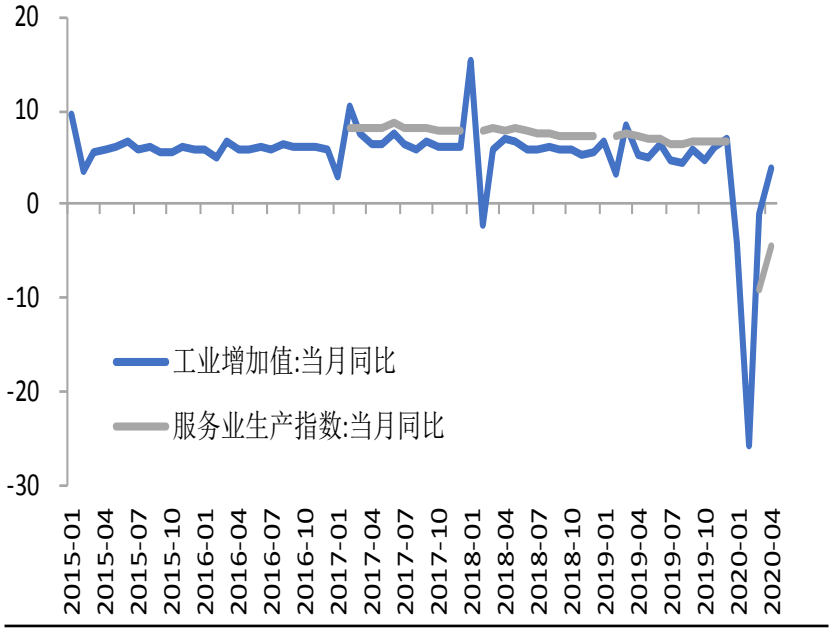
- 疫情对我国经济造成严重负面影响。Q1我国实际GDP同比-6.8%，为1992年统计季度GDP以来首次跌入负值，环比来看，Q1实际GDP环比-9.8%。
- 疫情影响下，消费活动陷入停滞，企业整体停工状态。支出角度来看，一季度最终消费支出拖累实际GDP 4.4个百分点，资本形成拖累实际GDP1.5个百分点，货物和服务净出口拖累实际GDP 1个百分点。

资料来源：Wind，国金证券研究所

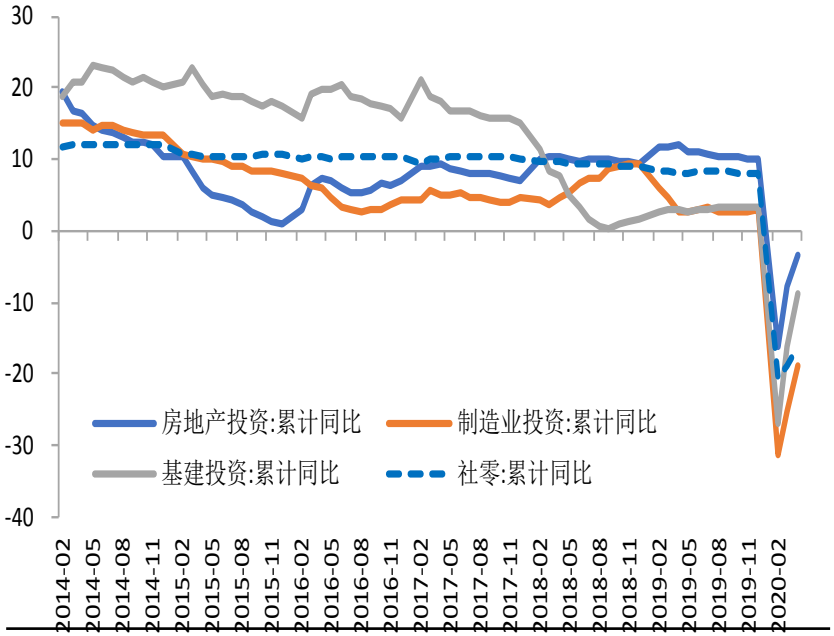
因素一：疫情发展已经得到良好控制
——当前国内经济复苏迹象明显

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 一季度严重冲击后，当前经济已经明显复苏



图表 一季度严重冲击后，当前经济已经明显复苏



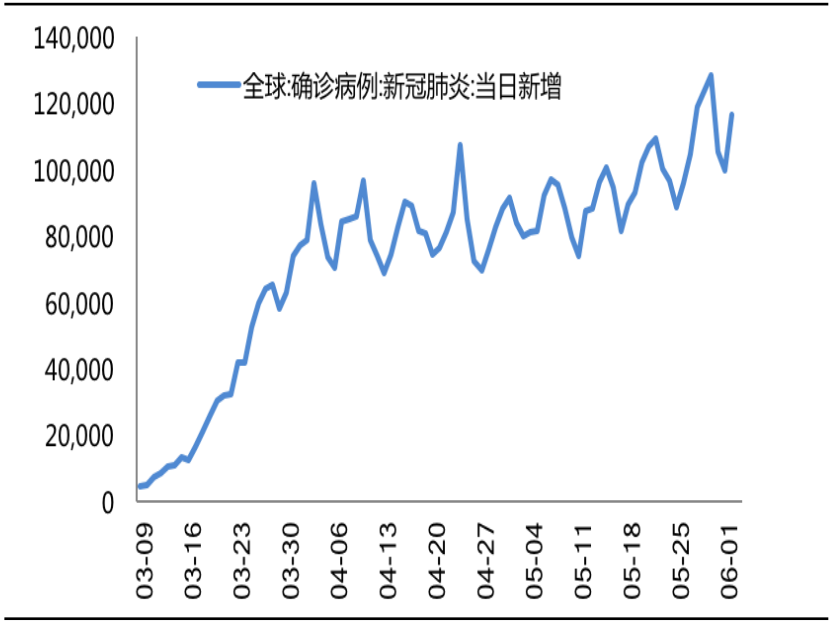
- 一季度严重冲击后，当前国内经济已经明显复苏。
- 从生产角度来看，4月工业增加同比升至3.9%，服务业生产指数同比升至-4.5%；支出角度来看，4月固定资产投资累计同比-10.3%，较2月回升14.2个百分点，其中，房地产投资同比升至-3.3%，制造业投资同比升至-18.8%，基建投资同比升至-8.8%。社零同比从2月低点-20.5%升至-16.2%，消费也在得到恢复。我们预计下半年经济增速5%左右，全年实现经济增长2%左右。

资料来源：Wind，国金证券研究所

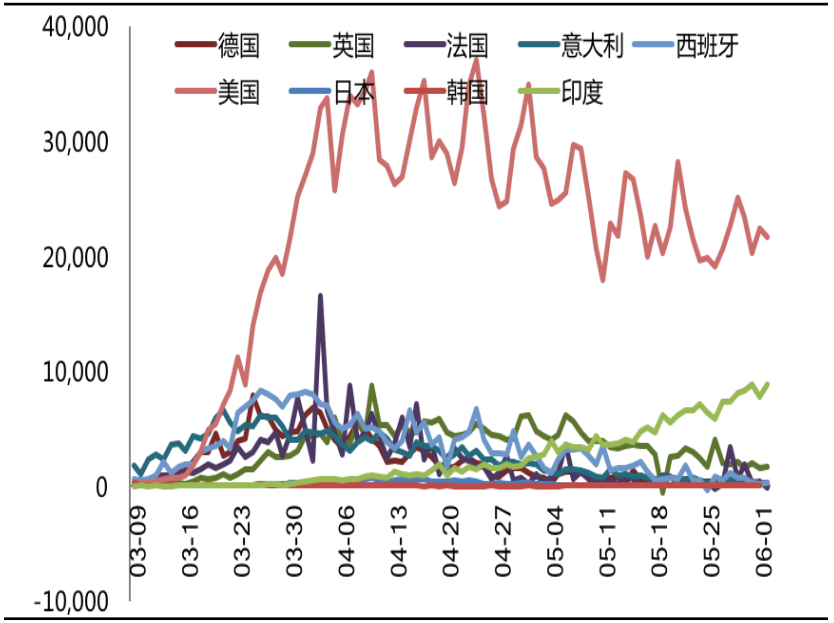
因素一：疫情发展已经得到良好控制
——海外疫情高峰期已经过去

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 海外疫情新增病例走势（例）



图表 全球主要国家每日新增病例变化情况（例）



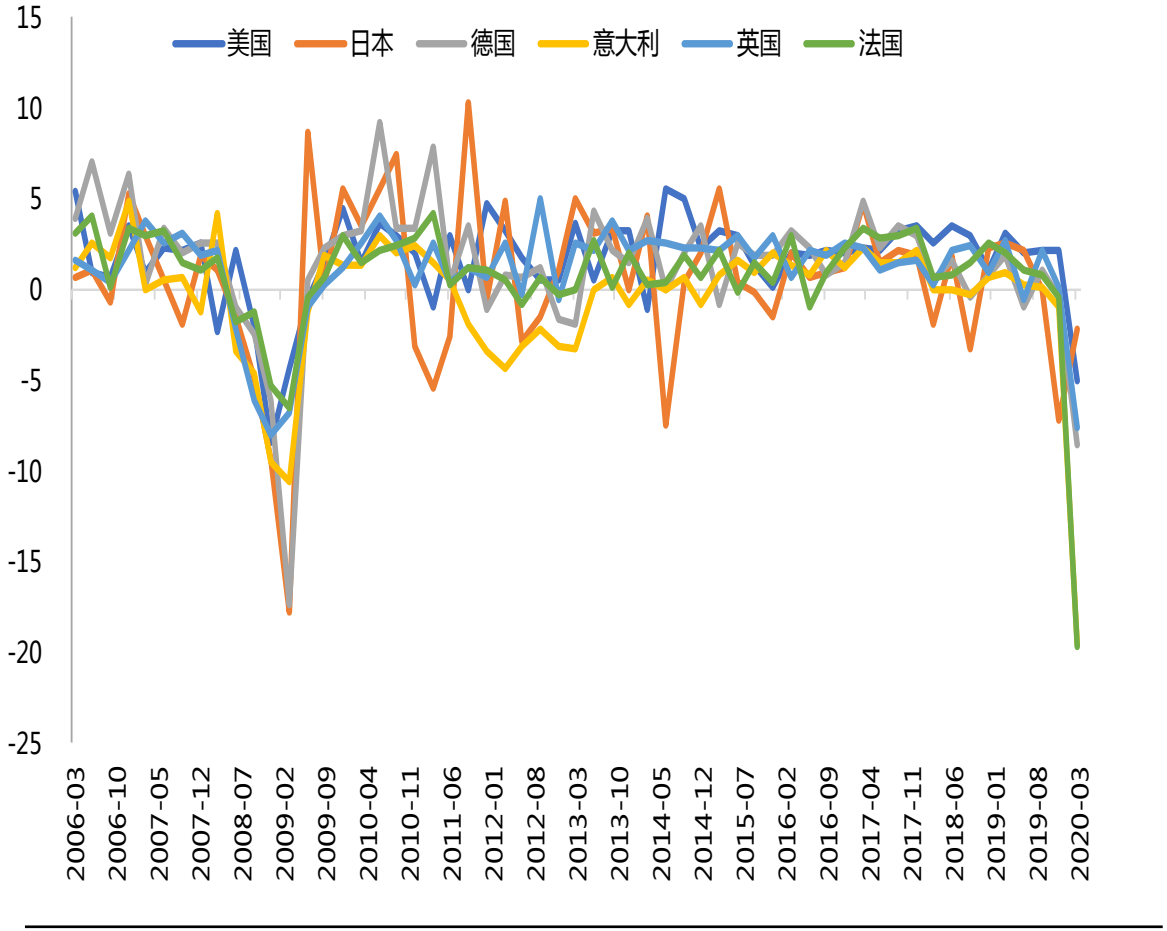
- 海外疫情高峰期已经过去，疫情在逐步得到控制。
- 截至北京时间6月11日，全球累计确诊新冠肺炎病例753万余例，累计死亡421499例。全球疫情持续蔓延，已有53个国家累计确诊均超1万例；13国累计确诊均超10万例；印度和秘鲁等国单日新增均现最大增幅。

资料来源：Wind，国金证券研究所

因素一：疫情发展已经得到良好控制
——疫情对全球经济造成冲击

- 疫情冲击下，全球主要国家经济增速大幅下滑，以实际GDP环比折年率来看，美国经济下滑5%，日本经济下滑2.2%，英国经济下滑7.7%，德国经济下滑8.6%，特别是欧元区中受疫情影响比较严重的国家，如意大利、西班牙经济下滑幅度相对更大，分别为-19.6%和-19.4%。
- 考虑到海外疫情发展相对我国的滞后性，海外二季度经济下滑幅度相对一季度将有所增大。

图表 疫情冲击下，海外经济大幅萎缩（实际GDP环比折年率%）

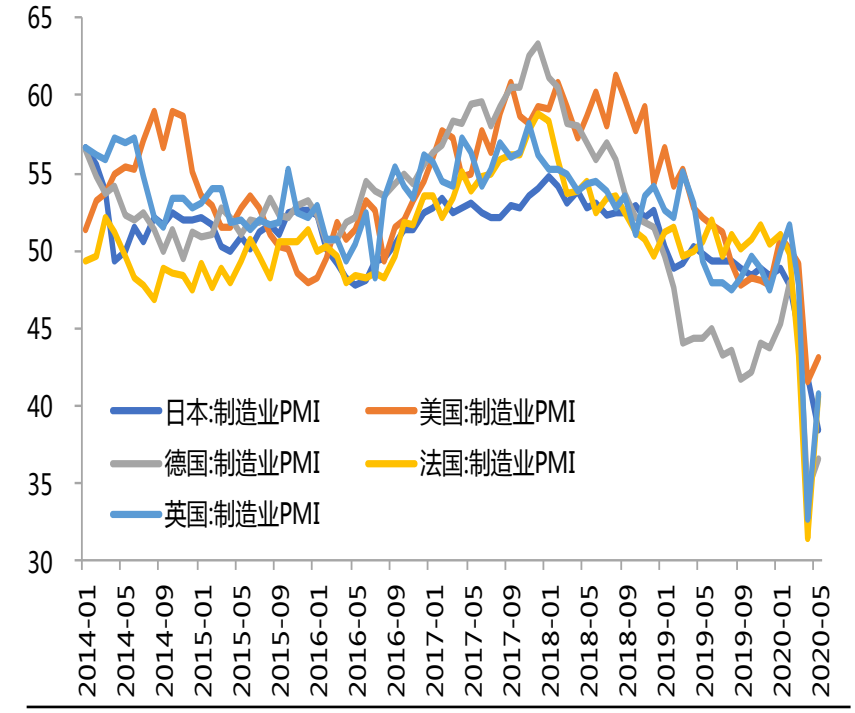


资料来源：Wind，国金证券研究所

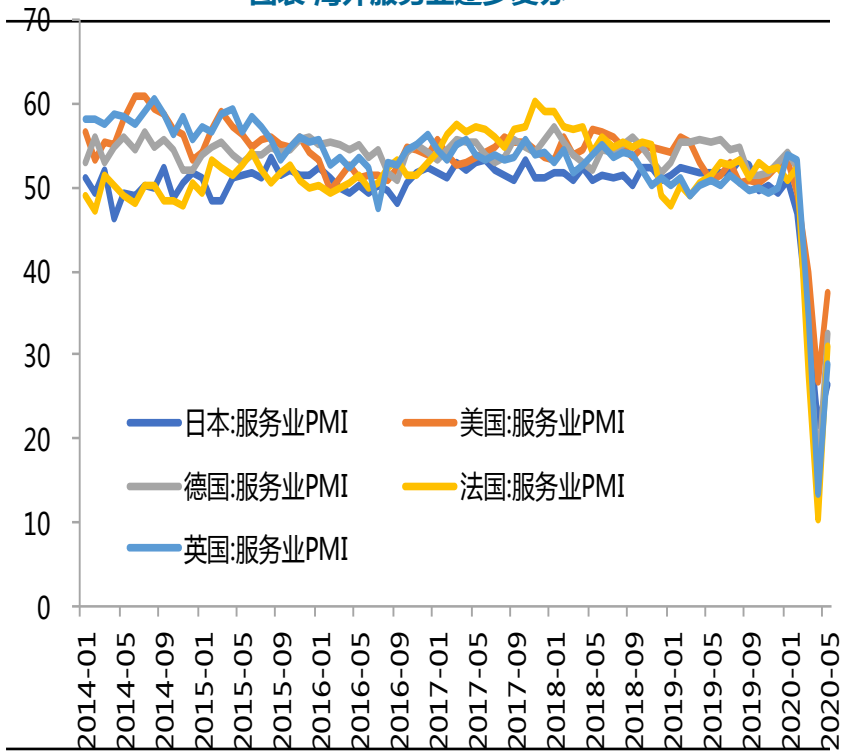
因素一：疫情发展已经得到良好控制
——海外经济活动正在逐步重启

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 海外制造业逐步复苏



图表 海外服务业逐步复苏



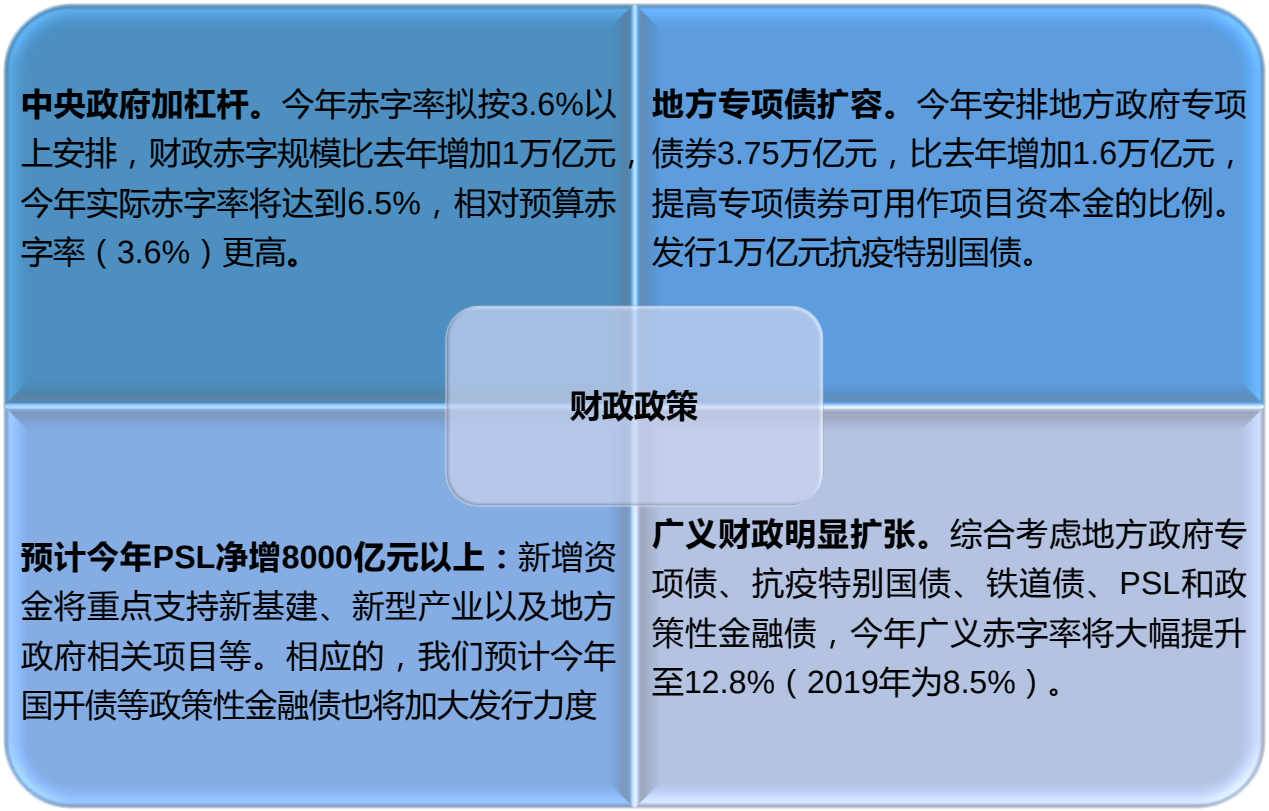
- 随着海外疫情高峰期的渡过，主要国家逐步开始重启经济，经济活动正在逐步复苏，特别是受到疫情冲击严重的服务业，在解除社交隔离以后，复苏明显。

资料来源：Wind，国金证券研究所

因素二：我国政策反应及时有效与空间相对较大
——财政政策从前期的“纾困”、“救助”转向“扩大需求”

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 财政政策从前期的“纾困”、“救助”转向下一阶段的“扩大需求”



- 前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向内需反补外需的经济刺激。

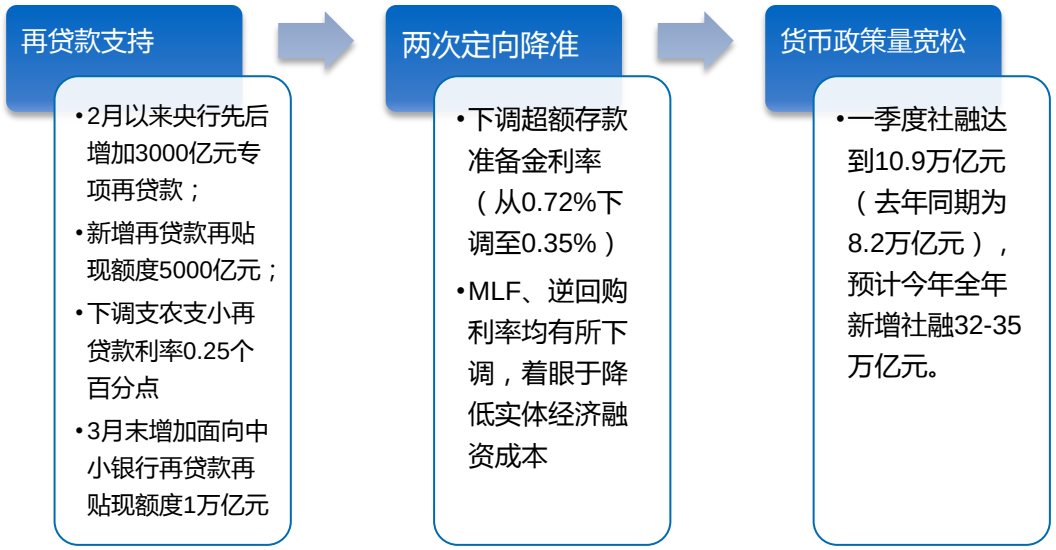
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素二：中国政策反应及时有效与空间相对较大
——货币政策及时宽松，货币量的宽松是重点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显。
- 往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。预计今年全年社融为32-35万亿元（去年为25.6万亿元），全年社融存量增速13%左右，相对去年明显提升。

图表 危机以来我国货币政策的宽松

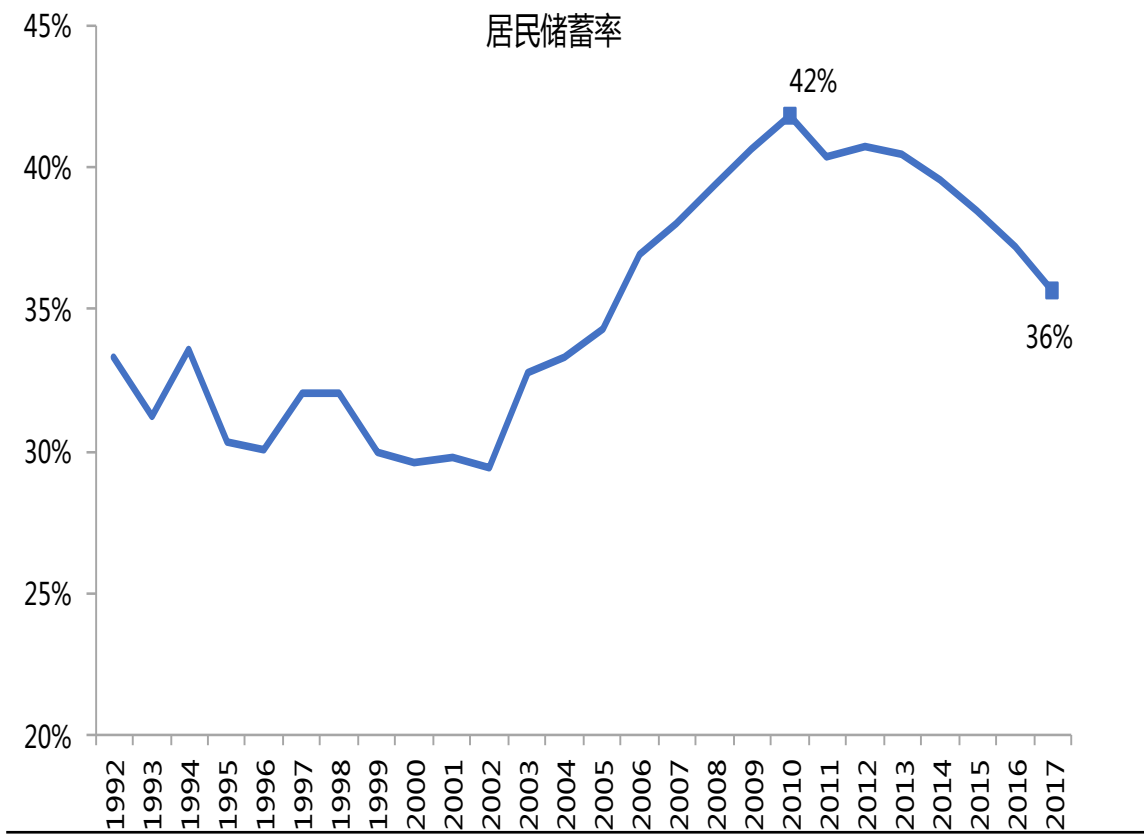


资料来源：Wind，国金证券研究所

因素三：居民部门储蓄率相对较高

- **2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量来看依然处于较高水平。**较高的储蓄率水平也对我国投资增长起到了一定的支撑作用。此外也从侧面体现了我国仍然处在由投资拉动经济到消费拉动经济的转变过程中，未来消费增长仍有较大潜力和空间。

图表 2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量依然处于较高水平

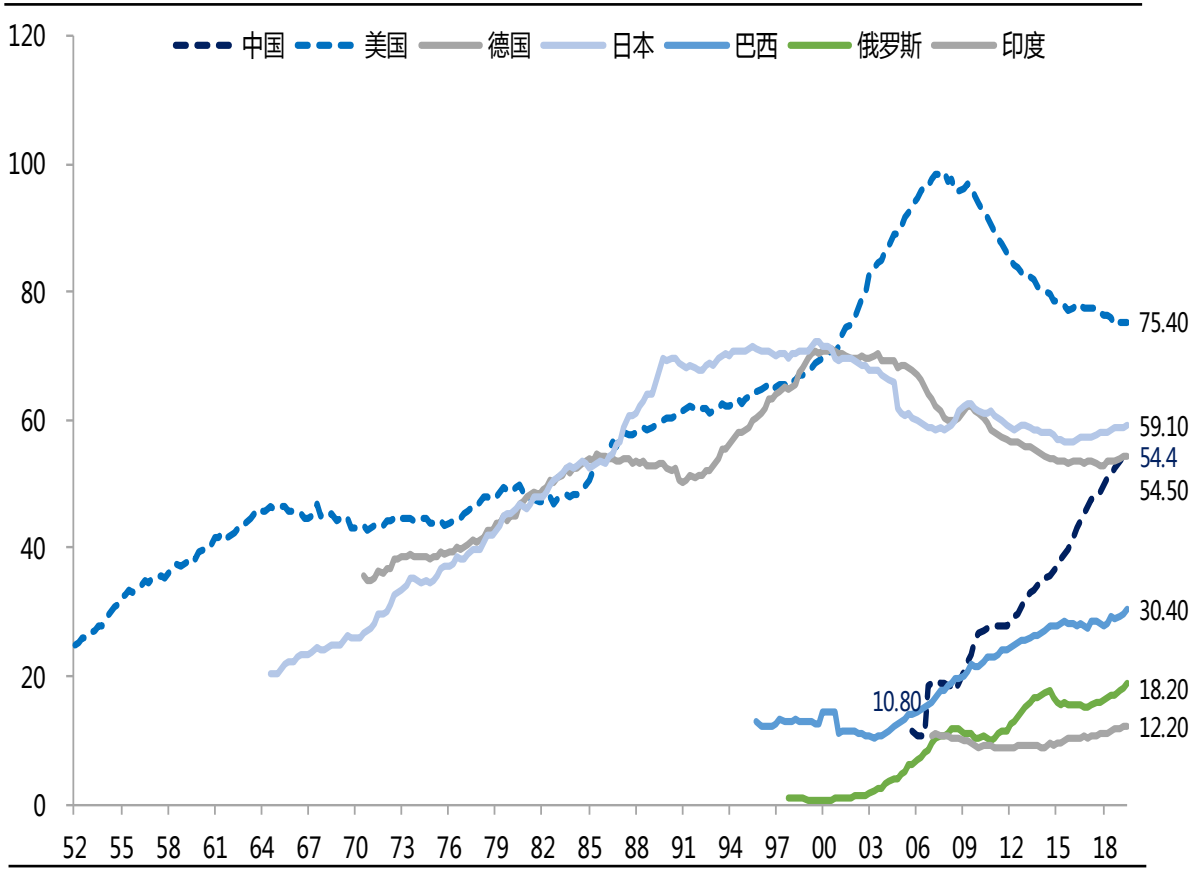


资料来源：Wind，国金证券研究所

因素三：但居民部门杠杆率攀升过快

- **近年来，我国居民部门杠杆率攀升过快，是需要注意的风险点。**我国居民部门杠杆率从1Q2006的10.8%增长至3Q2019年的54.4%，增长超过五倍，虽然目前杠杆水平远低于美国（75.2%），但已接近日本（58.6%），超过德国（54.3%），是需要注意的风险点。
- 房价的攀升与房地产市场的快速发展是居民杠杆率快速上升的重要原因。在经济正常运行中，促进消费增长、消费结构升级是推动经济增长的重要方面，居民杠杆率的适度提升有助于改善居民生活、刺激消费，但杠杆率过快增长则会在长期对消费形成挤出效应，不利于我国经济的平稳健康发展。

图表 近年来，我国居民部门杠杆率攀升过快，是需要注意的风险点（%）



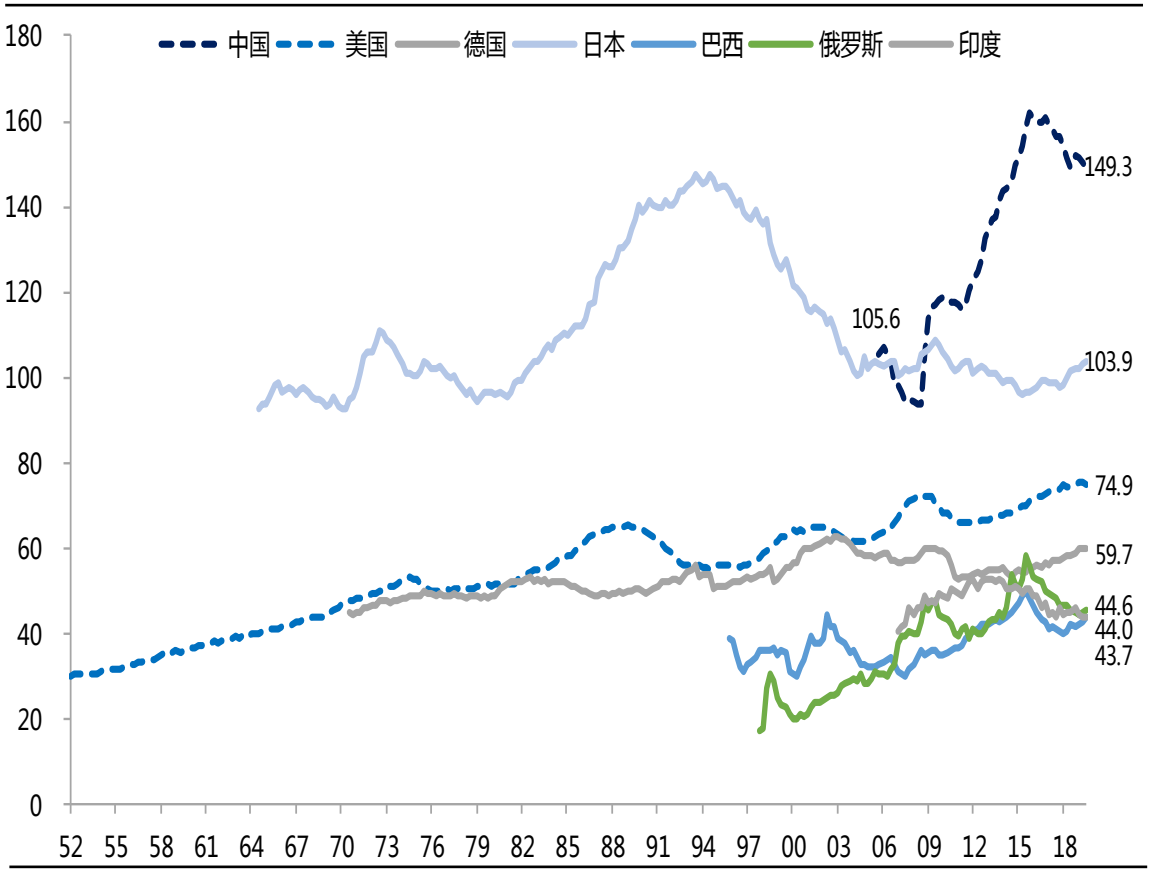
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素四：非金融企业部门杠杆率过高
——我国非金融企业部门杠杆率过高，是需要注意的风险点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **截至2019末，我国非金融企业杠杆率149%，在主要国家中处于高位**；一方面，我国非金融企业部门过高的杠杆率水平，与经济发展阶段有一定关系。从金融结构来看，我国企业重点依赖间接融资，在一定程度上导致了企业较高的债务规模。从发展阶段来看，部分国家如日本、韩国在高速发展阶段也存在非金融企业杠杆率快速上升的现象，这与我国当前发展阶段也是比较类似的。
- 另一方面，从全球比较来看，我国非金融企业部门杠杆率过高，可能在一定程度上对经济、金融系统的稳定产生负面影响，特别是在当前疫情冲击经济大幅走弱下，是需要关注的风险点。

图表 我国非金融企业部门杠杆率过高，是需要注意的风险点（%）



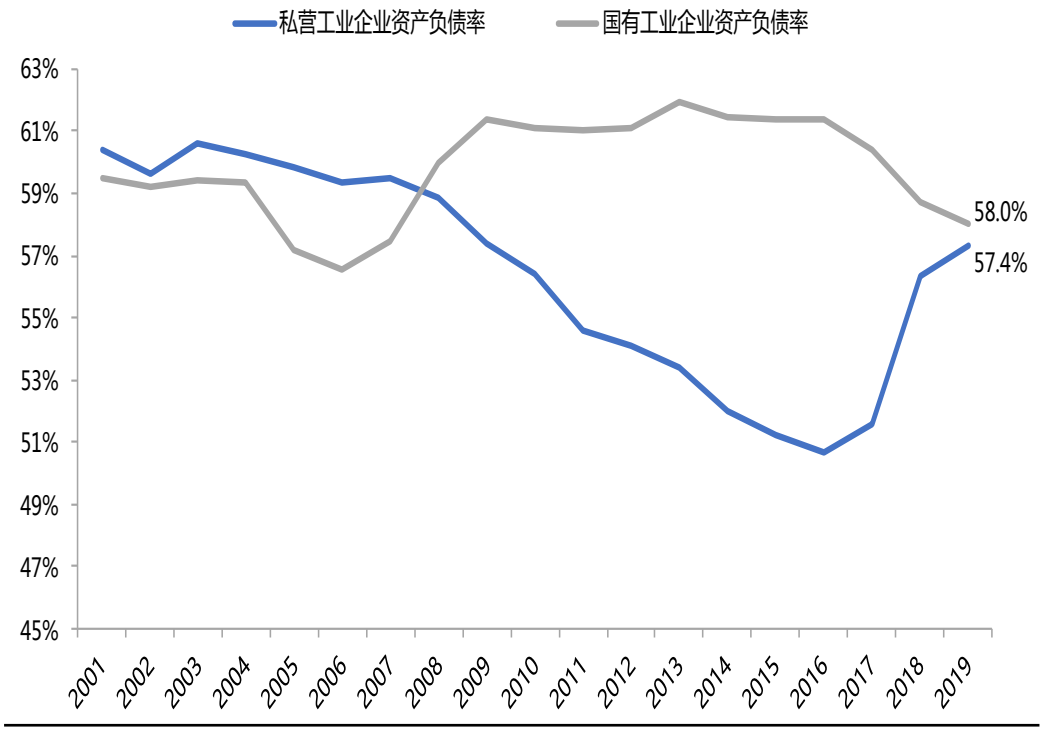
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素四：非金融企业部门杠杆率过高
——疫情冲击下民营企业受影响相对较大，需要保持关注

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 微观企业方面，近年来国有工业企业和私营工业企业杠杆率（资产负债率）从分化走向了收敛。疫情冲击下民营企业受影响相对较大，需要保持关注。
- 截至2019年末，国有工业企业资产负债率为58%，私营工业企业资产负债率为57%。国有企业集中于高资产和产能过剩行业是造成资产负债率较高的直接原因。
- 从信用利差角度来看，4月7日以来，央企、地方国企信用利差有所回落，但民营企业信用利差虽回落，但依然相对较高，反映了市场对民营企业可能面临困境的担忧。

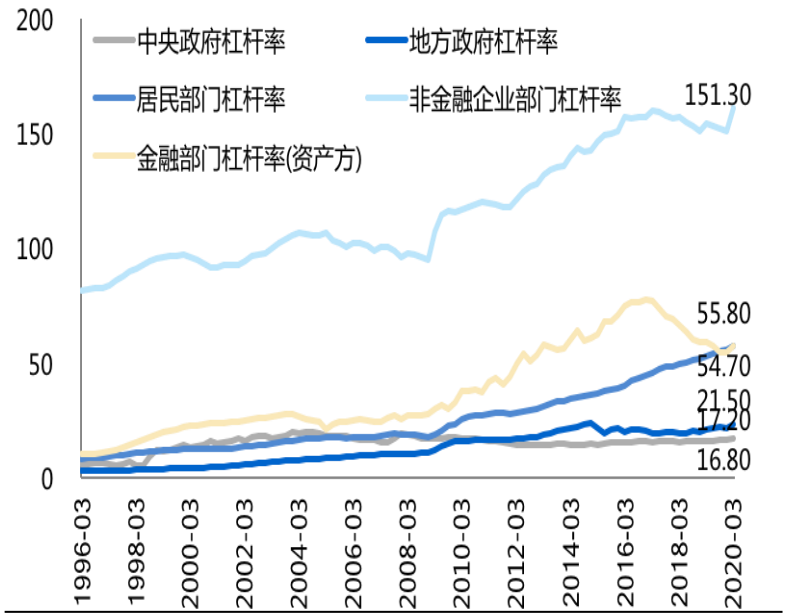
图表 国有工业企业和私营工业企业杠杆率（资产负债率）从分化走向收敛



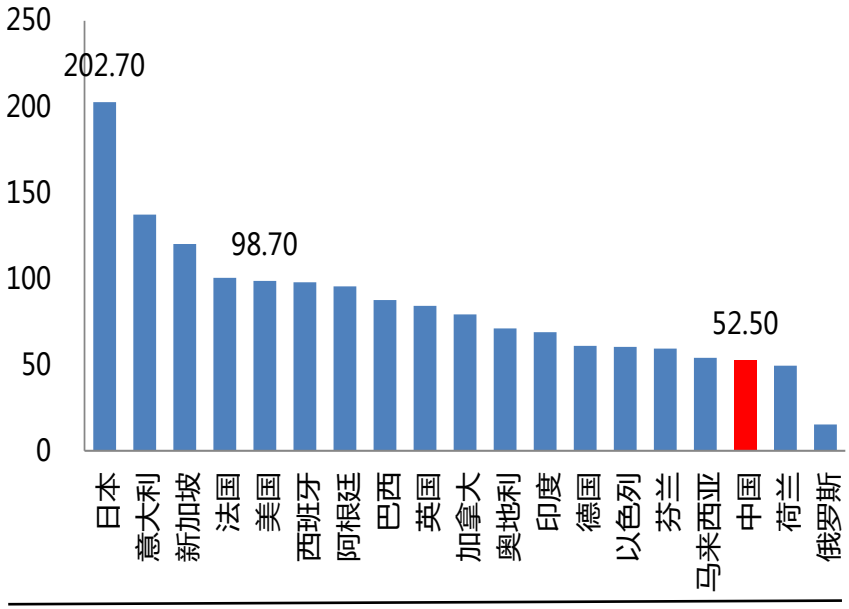
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素五：中央政府杠杆率较低

图表　政府杠杆率较低（%）



图表 中国政府杠杆率在国际中处于较低水平(%)

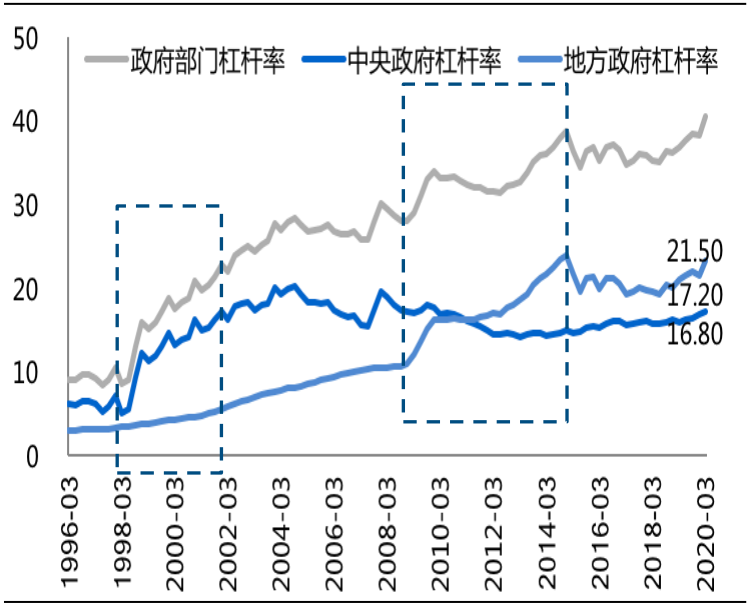


- **国内四部门结构比较：政府杠杆率较低，中央政府杠杆率最低，为16.8%。**从非金融企业、居民、金融和政府的杠杆率来看，2019年四季度中央政府杠杆率最低，只有16.8%，地方政府杠杆率其次，为21.5%。而非金融企业部门杠杆率达到151.3%，居民部门杠杆率也有55.8%，金融部门杠杆率54.7%。所以从内部结构比较来看，我国政府杠杆率较低。
- **国际比较：我国政府杠杆率在国际中处于较低水平。**根据国际清算银行的数据，2019年Q3我国政府杠杆率为52.5%，同期日本杠杆率202.7%，美国为98.7%，所有报告国平均水平79.9%，大多数国家政府杠杆率均高于中国。

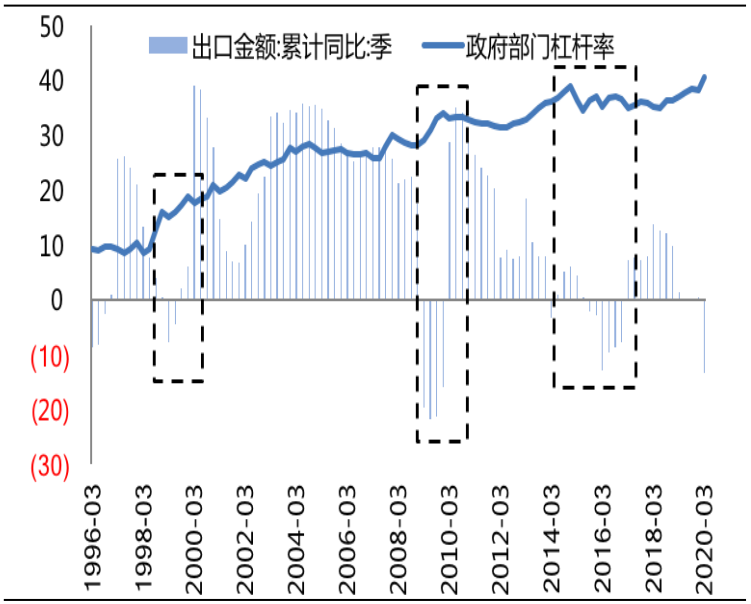
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素五：中央政府具有较大加杠杆空间

图表 中央政府杠杆率稳中有降，具有加杠杆空间（%）



图表 历史上，外需下行，政府杠杆率上升（%）



- **中央政府杠杆率自2008年以来几乎没有上升，一直处于稳中有降的趋势，具有加杠杆空间。**从历史数据来看，政府杠杆率由两次上升，分别发生于1998-2002年以及2008-2014年，分别为了应对亚洲金融危机和国际金融危机。
- **此外，历史当中，每出现外需失速下行，政府部门总是以加杠杆拉动内需的形式，对冲外需的下行。**本次海外疫情影响巨大，外需下行趋势较为明显，因此政府部门加杠杆的概率也较大。

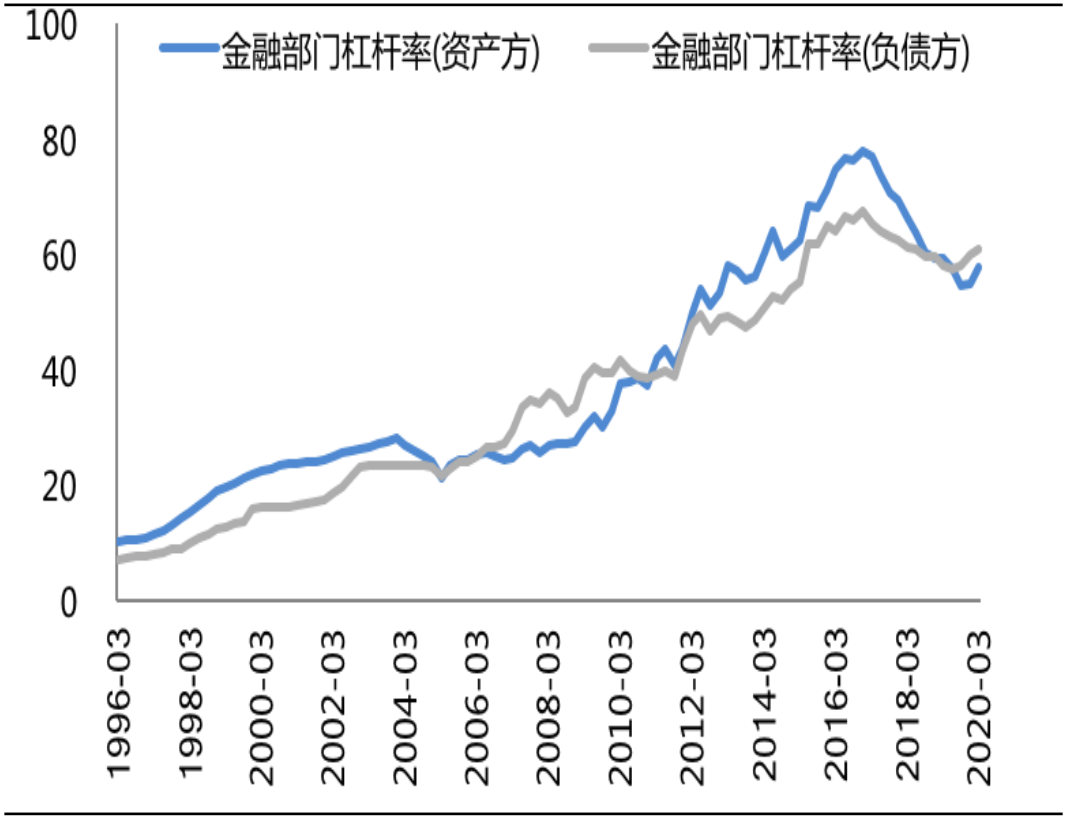
资料来源：Wind，国金证券研究所

因素六：金融部门抵御系统性风险的能力较强
——我国金融部门杠杆率下降，抵御系统性风险的能力较强

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 从杠杆率的角度看，在经历了前两年的金融部门资产负债两端去杠杆后，我国金融部门杠杆率下降，抵御系统性风险的能力较强。
- 2017-2019年，我国金融部门杠杆率无论是从负债方还是资产方都出现一定程度的下行，金融机构资产端的杠杆率由最高的77.9%降至57.6%，负债端杠杆率由最高65.9%降至57.5%。

图表 金融去杠杆导致金融部门杠杆率下行 (%)



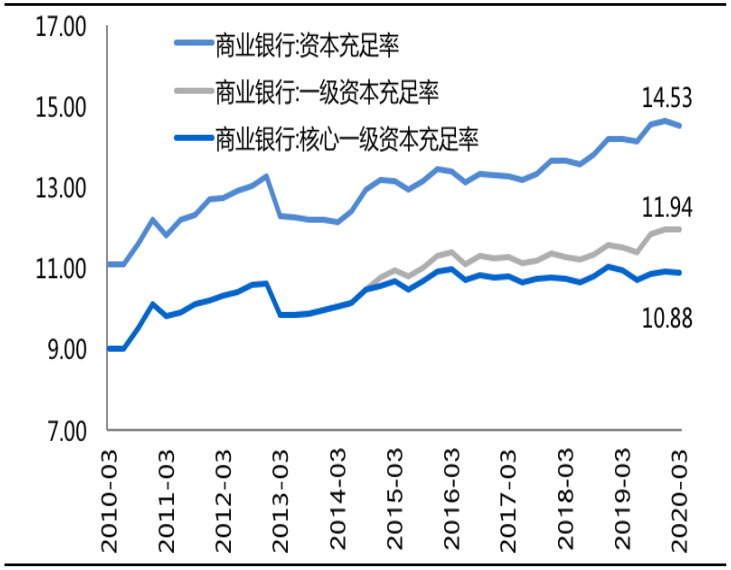
备注：金融部门站务从资产方统计为其他存款性公司对其他存款性公司债权和对其他金融机构债权；负债方统计为其他存款性公司对其他存款性公司负债、对其他金融性公司负债和债券发行

资料来源：Wind，国金证券研究所

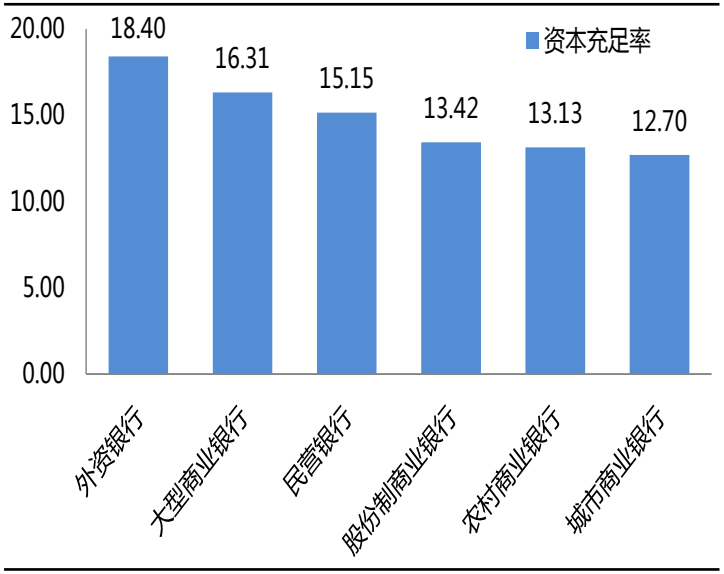
因素六：金融部门抵御系统性风险的能力较强
——我国金融机构资本充足率较高，抵御外生冲击的能力较强

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 我国商业银行资本充足率较高(%)



图表 我国商业银行资本充足率的结构(%)



- 截止2019年，我国商业银行资本充足率、一级资本充足率以及核心一级资本充足率分别为14.64%、11.95%以及10.92%，远远高于基本标准。
- 从我国银行结构上看，资本充足率最低是城市商业银行，最高的大型商业银行和外资行，资本充足率均在12.7%以上。因此，我国金融系统抵御外生冲击带来的能力是较强的。

资料来源：Wind，国金证券研究所

结论：疫情对中国经济的短期影响大于长期影响,下半年经济V型弱复苏

国金证券 SINOLINK SECURITIES

六因素模型	
1	外部因素：疫情本身的发展正在变得可控
2	外部因素：中国政策反应及时有效与空间相对较大
3	内部因素：居民部门储蓄率相对较高，但杠杆率攀升过快
4	内部因素：非金融企业部门杠杆率过高
5	内部因素：中央政府杠杆率偏低，具有较大加杠杆空间
6	内部因素：金融部门抵御系统性风险的能力较强

- **结论：疫情对中国经济的短期影响大于长期影响。**从外部的两个因素来看，海内外疫情对中国经济的影响有限，中国的政策空间较大、政策工具储备较多；从内部的四个因素来看，尽管中国地方政府和国有企业杠杆率较高，居民杠杆率近期有所上升，但整体风险可控；中央政府杠杆率明显偏低，具有较大的加杠杆能力；近期金融部门杠杆率下降，抵御系统性风险的能力较强。**综合以上分析，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期影响，下半年经济V型弱复苏。**

资料来源：Wind，国金证券研究所



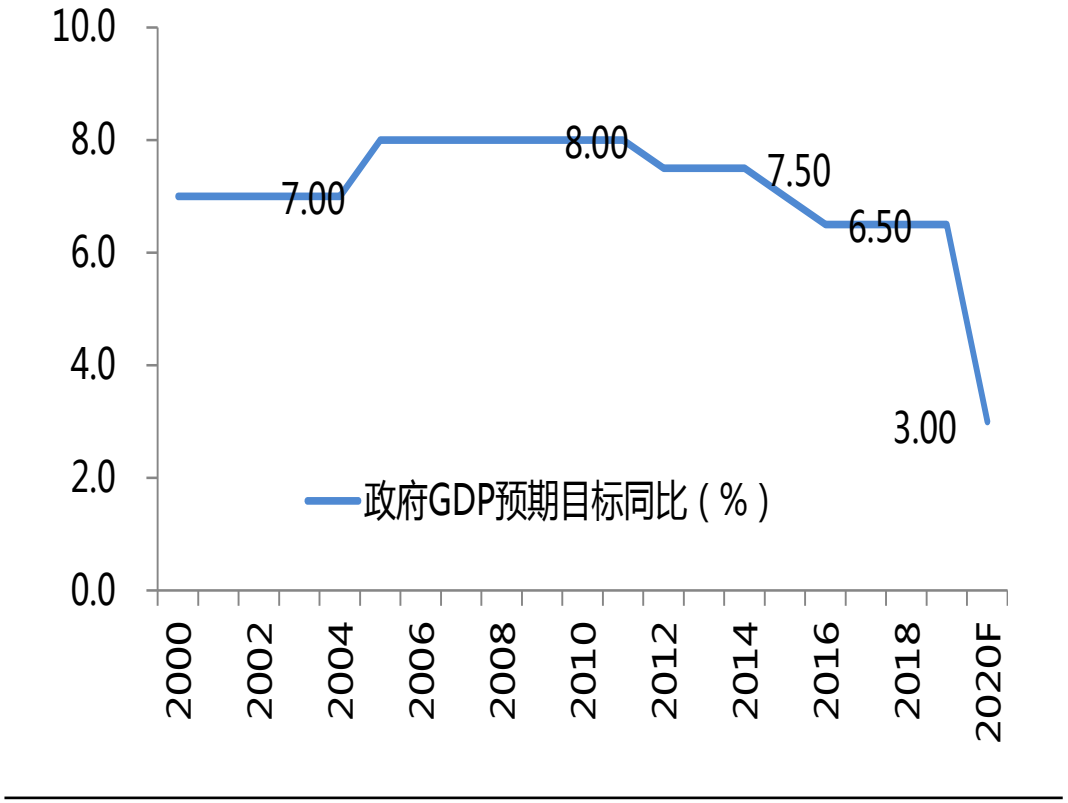
三、宏观经济：基建与消费的“跷跷板”

GDP：政府工作报告隐含的实际经济增长在3%以上

- **基于预算赤字率3.6%以上**，倒推名义GDP增长上限为5.4%。预计今年CPI为3.5%，PPI为-1.9%，综合来看平减指数为1.9%，因此全年隐含的实际经济增长上限为3.5%左右。

- **基于新增900万以上的就业目标**，在经济结构调整且政策在全力保就业的前提下，就业弹性系数可能在250-300万人之间（2019年就业弹性系数为220万人），那么隐含的实际经济增长为3.0-3.6%。

图表 政府隐含的实际经济增长在3%以上

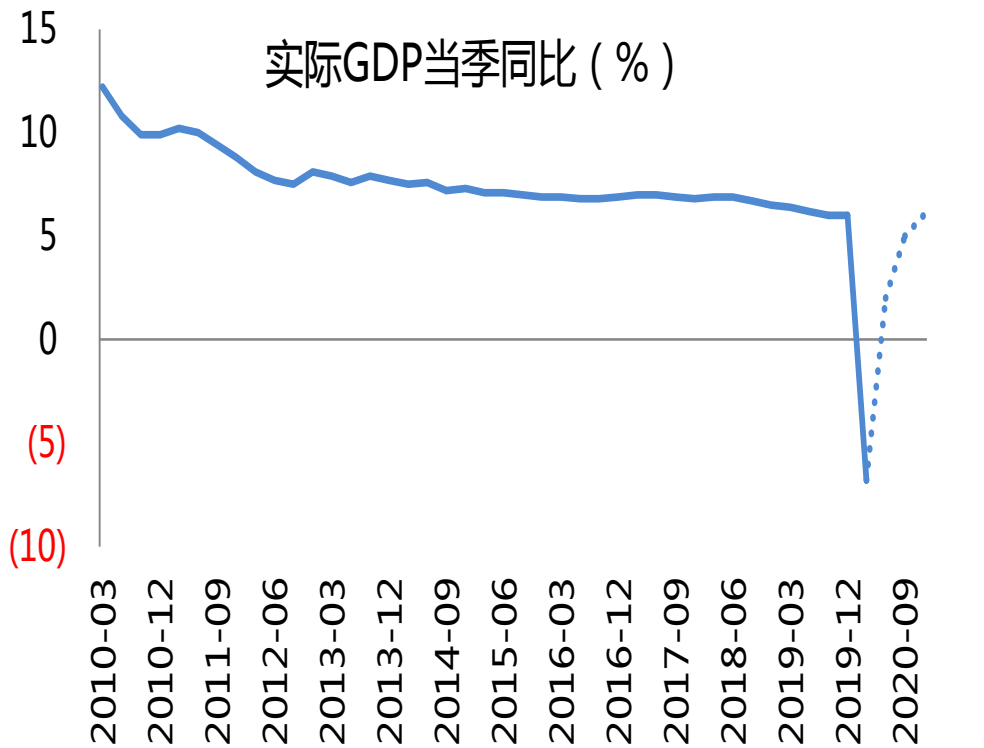


资料来源：Wind，国金证券研究所

实际GDP：2020年实际GDP增速可能在2-3%左右

- **2020年下半年短期增长的核心矛盾**：1、海外经济的衰退程度；2、外需下滑对我国经济和产业链造成的影响；3、政策对内需的拉动作用（消费和基建）。
- **我们认为**：1、外需衰退将导致出口和制造业下行较大；2、政策对基建的支撑力度较大，全年增速13%左右；3、房地产全年增速不会太差；4、消费增长具有内生性，虽有政府支撑但超过去年增速水平可能较难。
- **Q2-Q4经济增长：二季度2-3%，三季度5-5.5%，四季度5.5-6%，全年2-3%左右，更接近2%。**

图表 2020年实际GDP增速在2-3%左右



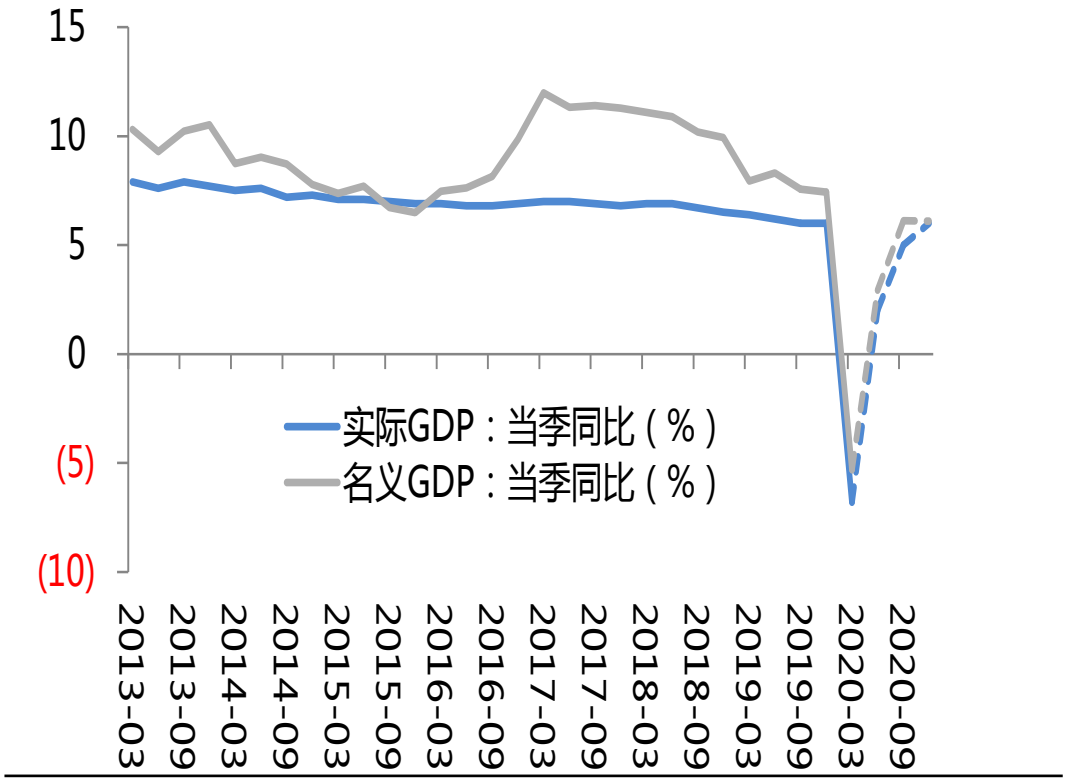
资料来源：Wind，国金证券研究所

名义GDP：2020年名义GDP增速可能在3.4%左右

- **回顾2020年Q1：**疫情影响下一季度名义GDP下行至-5.3%，实际GDP降至-6.8%，CPI高企，PPI陷入通缩。

- **展望2020年Q2-Q4：**实际GDP同比边际回升的趋势下，GDP平减指数减小。我们预计Q2-Q4名义GDP同比分别为3%、6%以及7%，全年增长4-5%。

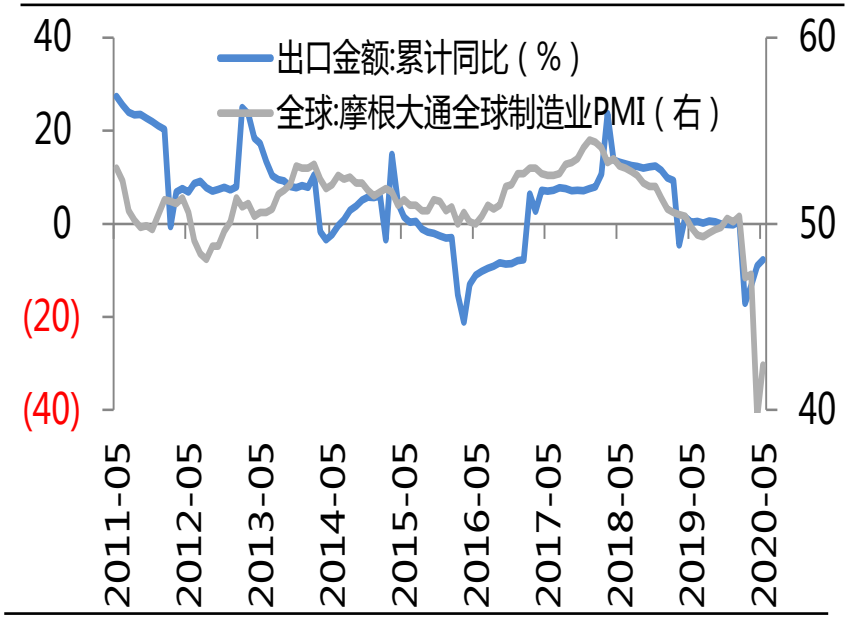
图表 2020年名义GDP增速可能在3.4%左右



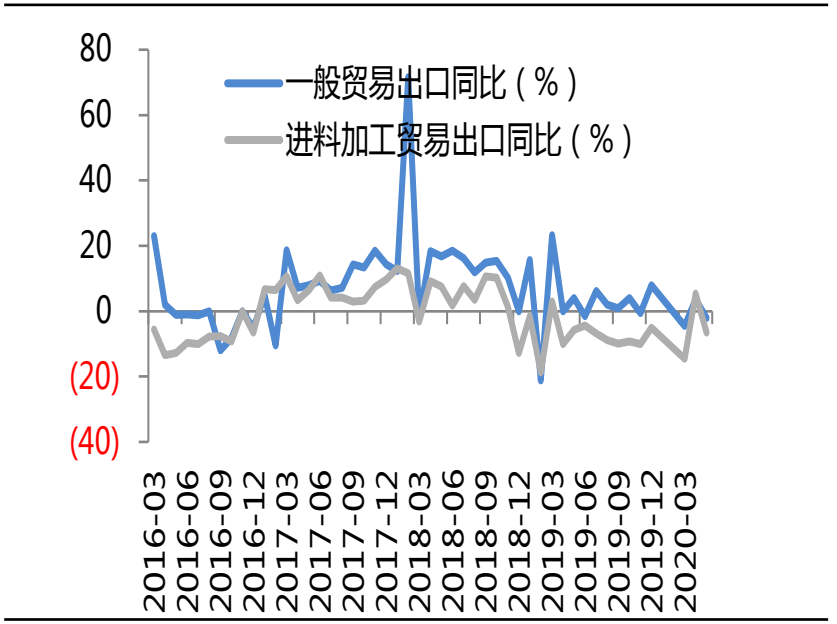
资料来源：Wind，国金证券研究所

出口：外需衰退将导致出口下行

图表　外需衰退将导致出口下行



图表　来料加工可能更差

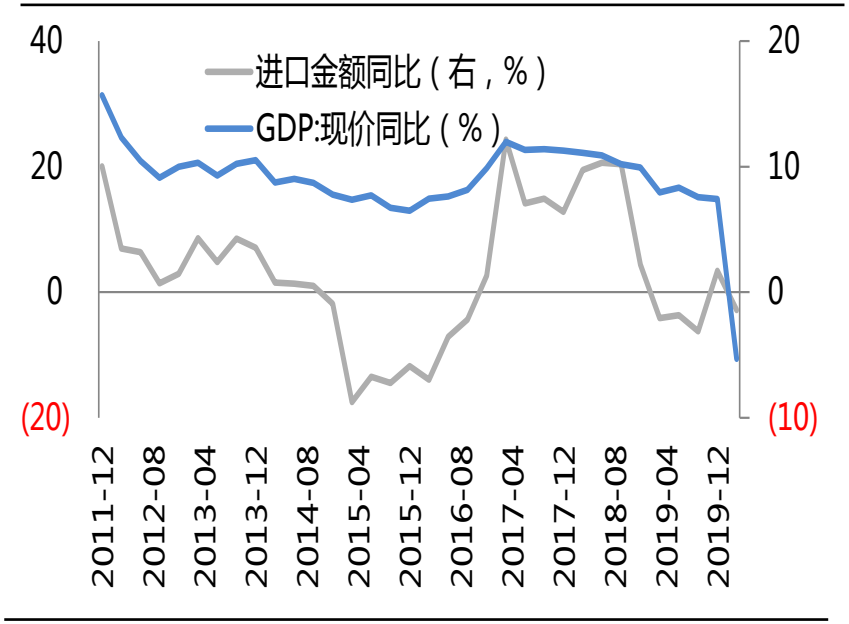


- **回顾2019上半年：1-5月出口当月同比先降后升（-17%升至-3.3%），疫情对出口的影响集中在供给端。**1-3月我国受疫情影响生产断供导致出口增速大幅下行，4-5月我国生产恢复，海外对防疫物资需求旺盛，导致出口表现较好。
- **展望2020下半年：出口回归需求影响。**我国率先复工复产，供给问题逐渐消除。海外受疫情冲击更大，出口将在外需衰退趋势下继续下行。

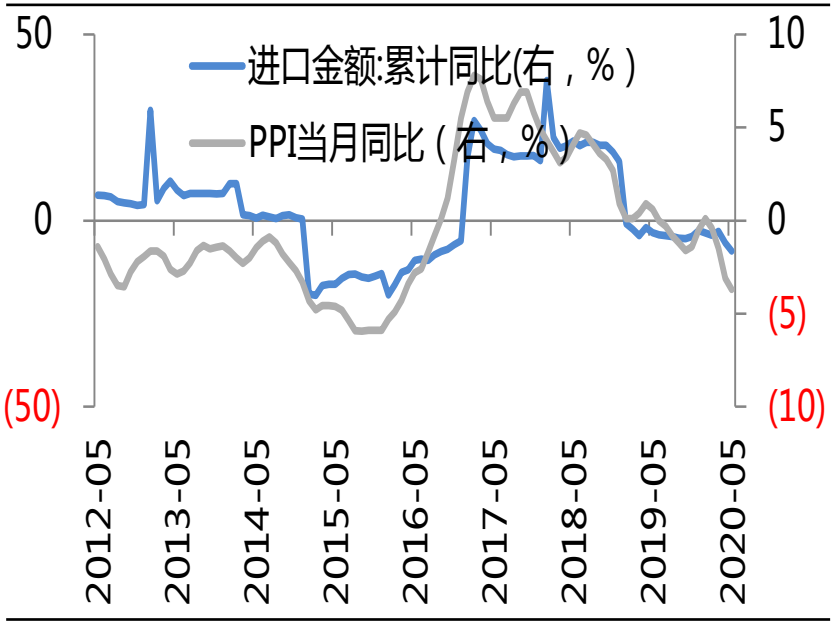
资料来源：USITC，Wind，国金证券研究所

进口：内需恢复拉动进口回升

图表　内需恢复拉动进口



图表　PPI带动进口改善



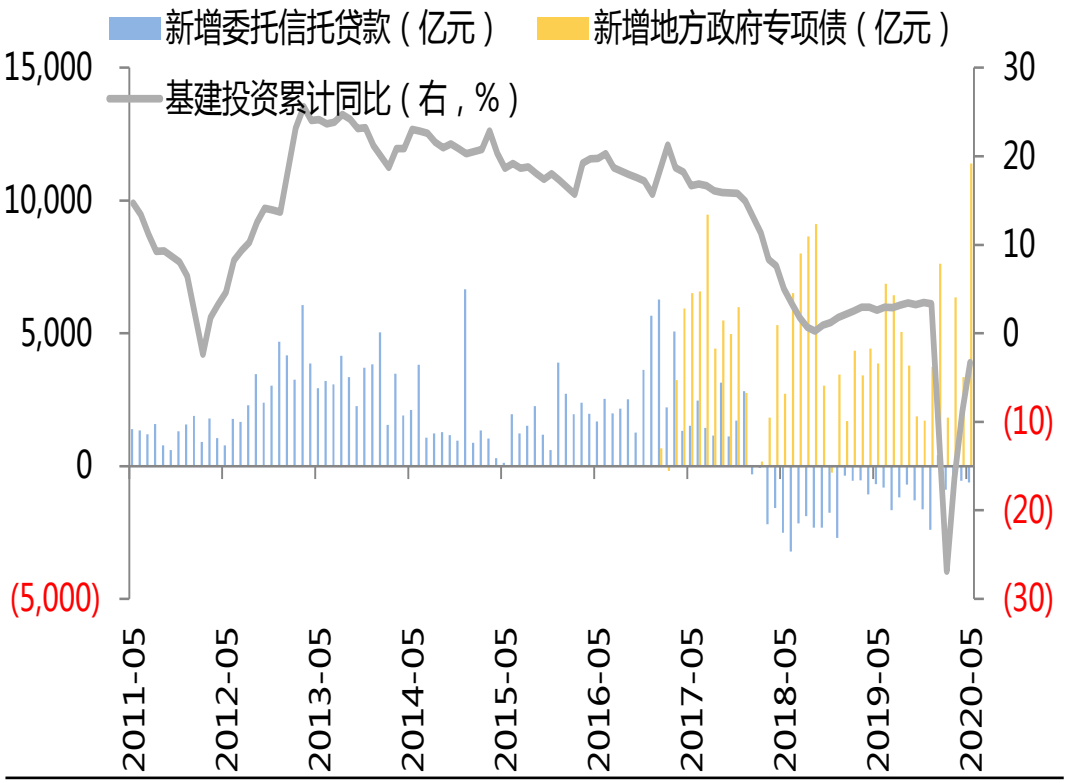
- **回顾2020上半年：1-5月进口当月同比先稳后降（-3.9%降至-16.7%），疫情对进口的影响集中在供给端。**1-3月疫情对海外生产影响不大，因此我国进口下滑幅度不大；4-5月海外疫情扩散，生产断供导致我国进口下滑较大。
- **展望2020下半年：进口回归需求影响。**5月以来海外逐步复工，供给端压制逐渐消退。国内需求方面，复工率逐渐回升、政策转向刺激经济，国内的生产和消费预计回升，进口将逐步回升。

资料来源：Wind，国金证券研究所

基建投资：政策力度加大，基建有望超预期

- **回顾2020上半年：**1-5月基建投资累计同比收窄（-26.9%收窄至-3.3%）.
- **展望2020下半年：广义财政力度加大，8.5万亿广义财政资金近6万亿用于基建，今年有望超预期，累计同比升至13%左右。**专项债3.75万亿，特别国债1万亿，狭义财政赤字3.75万亿一共8.5万亿支出，其中专项债3.75万亿、特别国债中7000亿、一般财政支出中央支出6000亿、地方支出9800亿，一共约6万亿投向基建。
- **担忧：**老旧城区改造项目无现金流；新基建量小（7000-8000亿）。

图表 政策支持，基建将大幅回升

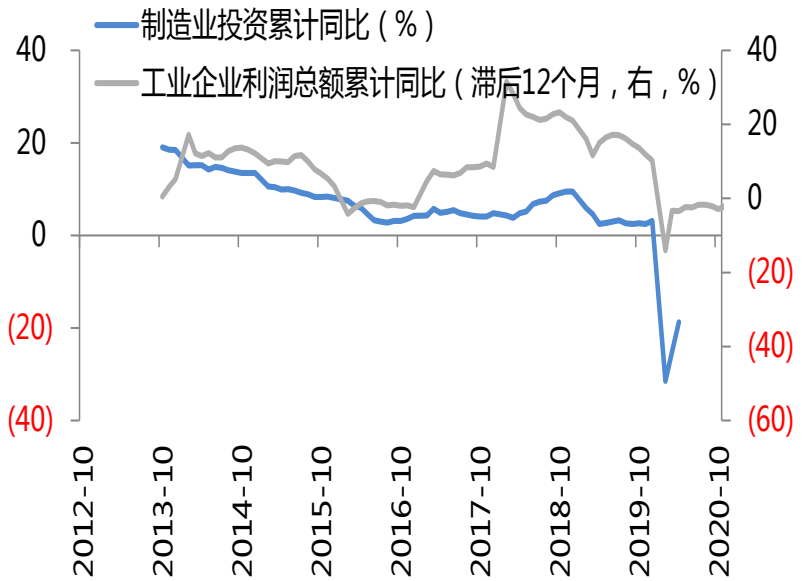


资料来源：Wind，国金证券研究所

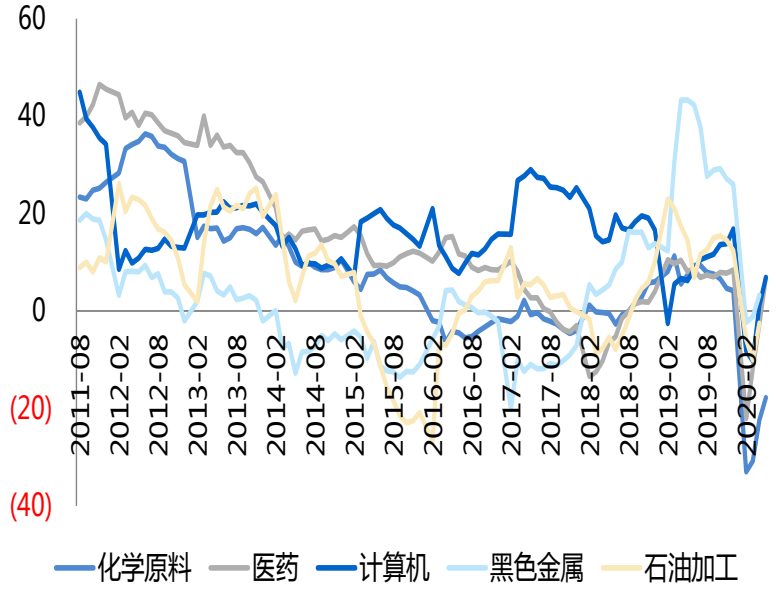
制造业投资：外需下行，2020年制造业投资恢复较慢

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　2020年制造业恢复可能较慢



图表　医药和计算机投资增速回升较快（%）

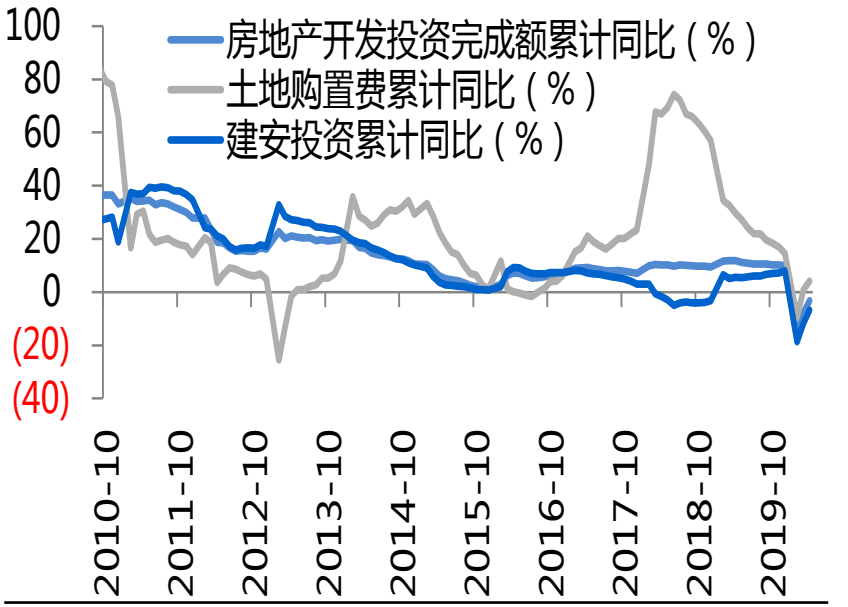


- **回顾2020上半年：1-5月制造业投资缓慢回升（-31%升至-14.8%）。**受疫情影响，制造业供应链受损严重，但跌幅逐渐收窄。从固定资产投资的角度看，计算机通信设备、医药恢复较好。装备制造业、通用专用设备恢复较差。
- **展望2020下半年：全年制造业恢复可能较慢。**受海外疫情影响，Q2外需可能下滑30%，出口交货值占整个工业增加值的比值在40%左右，初步估算拖累制造业12个百分点。下半年海外逐渐复工，制造业增速有望恢复至-8%左右。

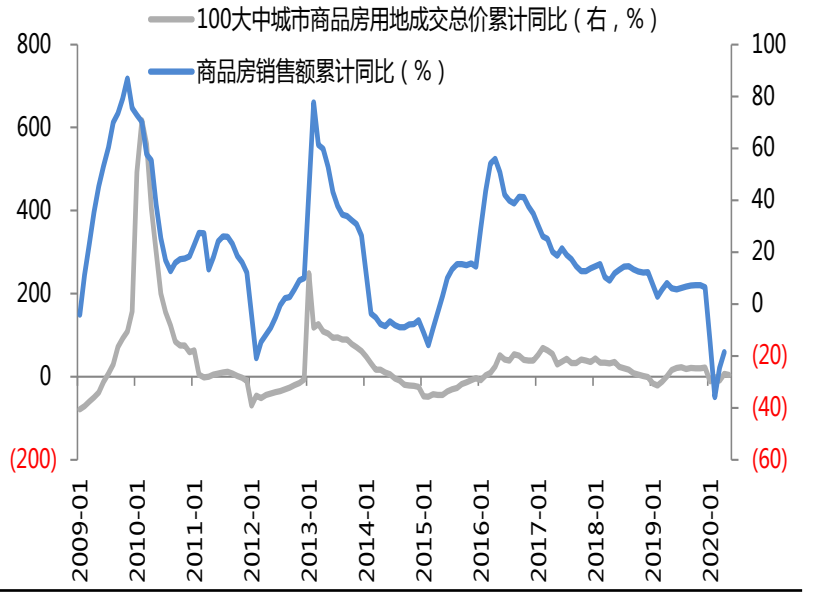
资料来源：Wind，国金证券研究所

房地产投资：房住不炒、需求难松，但供给端改善，全年正增长

图表　房地产投资保持正增长



图表　房地产销售仍较为低迷（%）



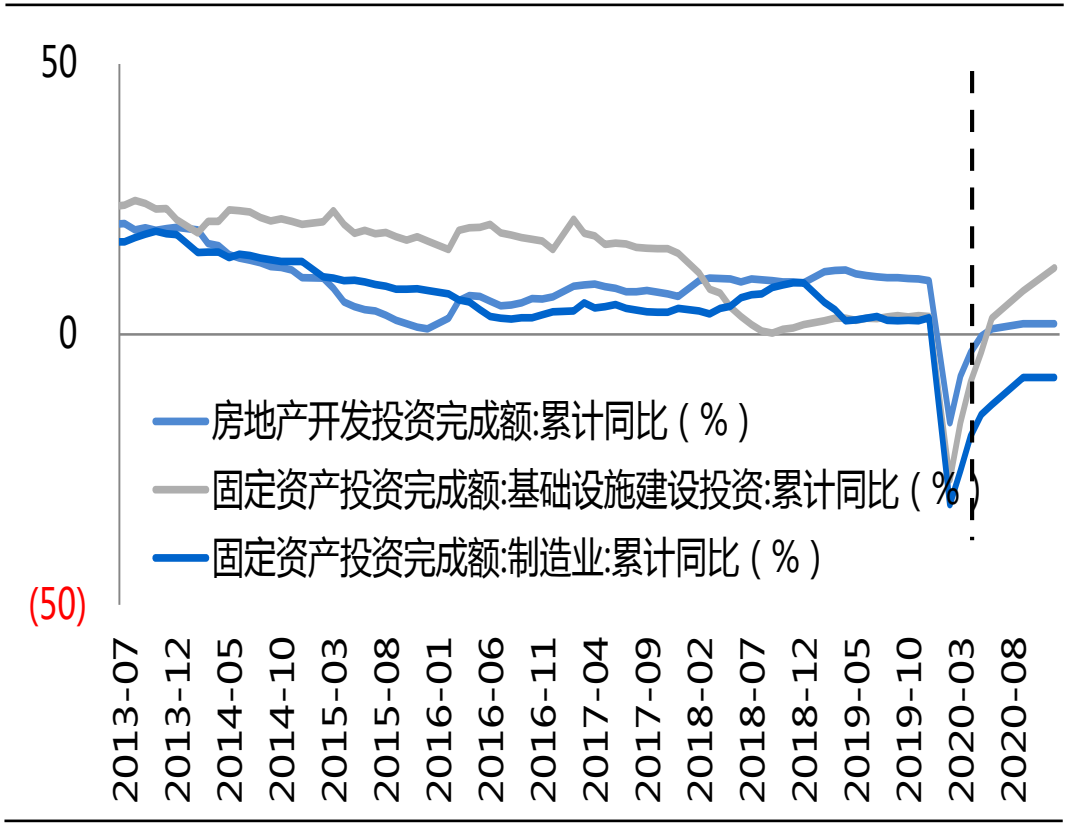
- **回顾2020上半年：三大投资中表现相对更大，土地购置费拉动比较明显，销售整体低迷。**1-5月房地产增速由-16.3%升至-0.3%，土地购置费增速3月转正，销售边际好转，但整体仍较为低迷。
- **展望2020下半年：需求端难以放松，但为稳定经济增长，融资端可能有所放松。**一方面是土地供给（政府税收收入下降，土地收入需求上升），另一方面是房地产融资（受益支持中小企业融资政策）。

资料来源：Wind，国金证券研究所

固定资产投资：基建明显上升，房地产支撑作用明显，外需拖累制造业

- **回顾2020上半年：1-5月固定资产累计同比-6.3%。**房地产投资（-3.3%）是主要支撑，基建投资（-8.8%）回升力度不足，制造业投资（-18.8%）是主要拖累。
- **展望2020下半年：预计全年固定资产投资增速在2%左右。**基建投资增速下半年将显著回升，预计13%左右；房地产投资全年保持稳定正增长，预计2%左右；制造业投资受外需影响，恢复较慢，全年可能负增长。

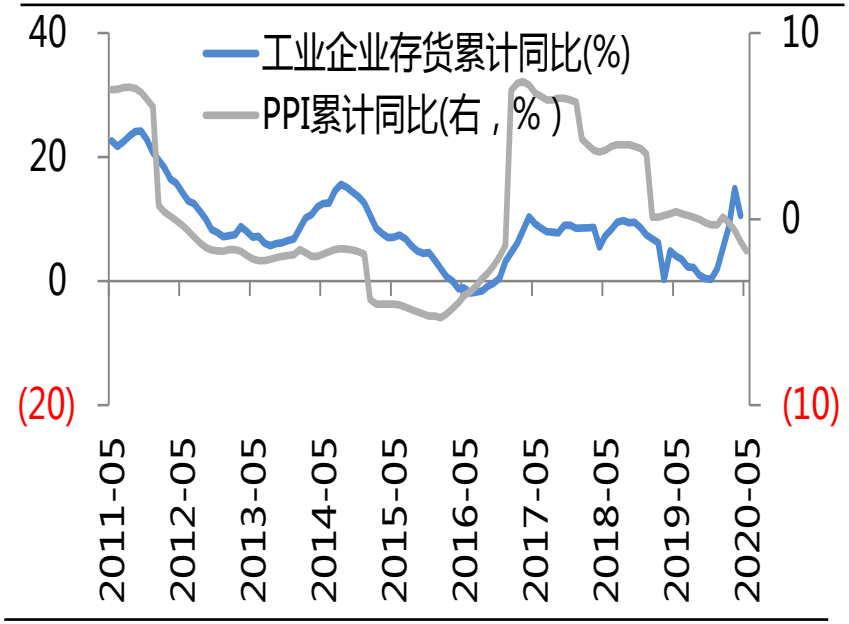
图表　预计全年固定资产投资增速2%左右



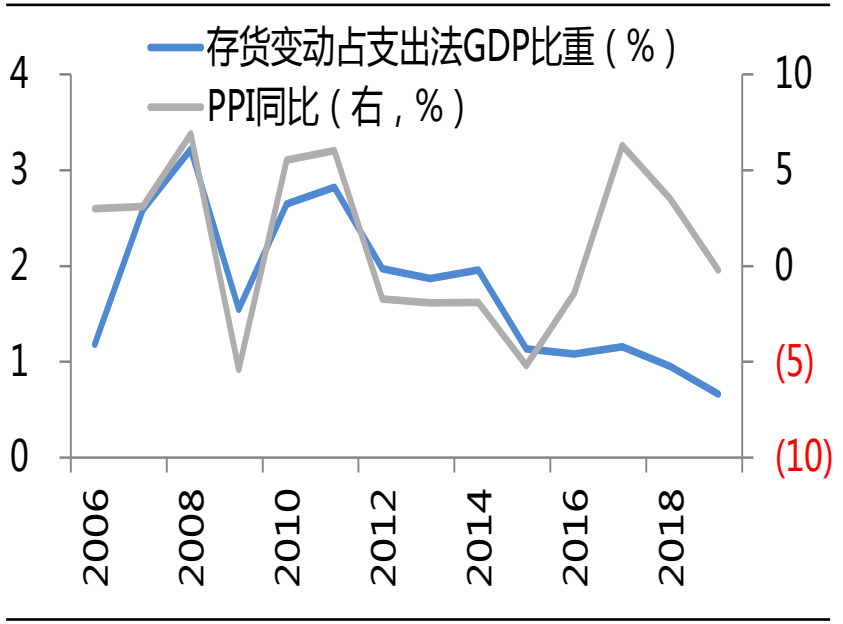
资料来源：Wind，国金证券研究所

存货变动：下半年PPI边际改善，库存从被动去库到主动补库

图表　PPI与存货累计同比走势基本一致



图表　PPI与存货变动占GDP比重走势基本一致

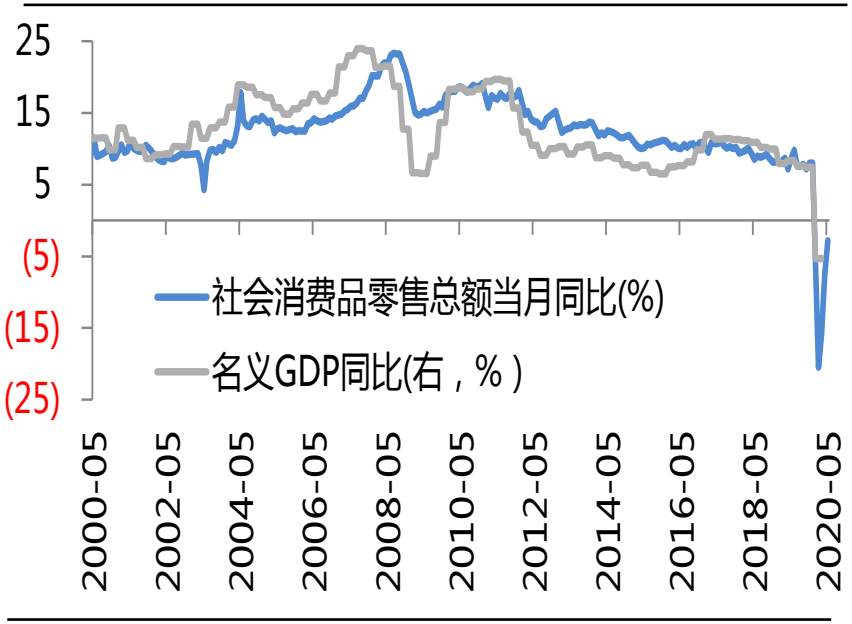


- **回顾2020上半年：**1-4月，受疫情影响，工业企业库存累计同比大幅上行后下行，企业在被动去库存中受到疫情扰动，被动积累了库存。
- **展望2020下半年：**国内需求企稳，海外复工，对工业品的需求开始上升，PPI同比在经历-3.7%的低点也将回升，企业将由被动去库存到主动补库存阶段，库存对GDP的贡献先降后升。

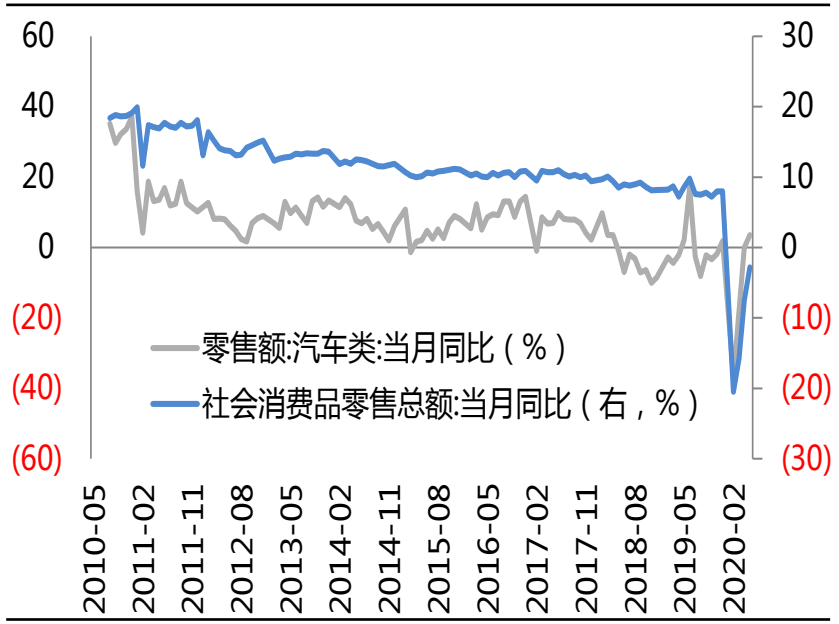
资料来源：Wind，国金证券研究所

社零：下半年回升趋势明显，但难以超过去年同期水平

图表　名义GDP上行带动社零回升



图表　汽车消费对社零影响较大

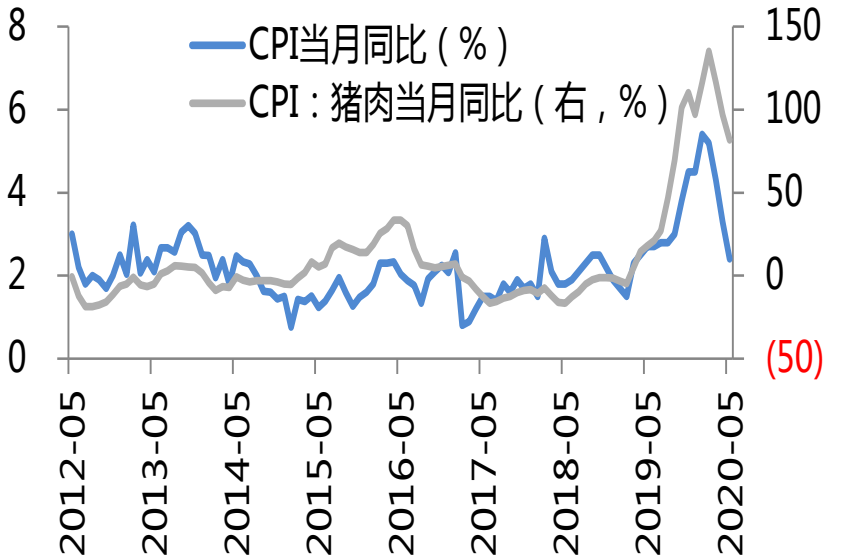


- **回顾2020上半年：**1-5月社零当月同比先降后升（-20.5%升至-2.8%），汽车、石油制品类、餐厅、旅游和服装等消费拖累比较明显，通讯和医药类消费改善较大。
- **展望2020下半年：消费回升趋势明显，但难以超过去年同期增速水平，全年可能稳定在2-3%水平。**向上支撑来自于政府消费、汽车及地产链条类消费；但名义GDP下降，居民收入下降可能导致餐厅、旅游、服装等消费难有明显起色。

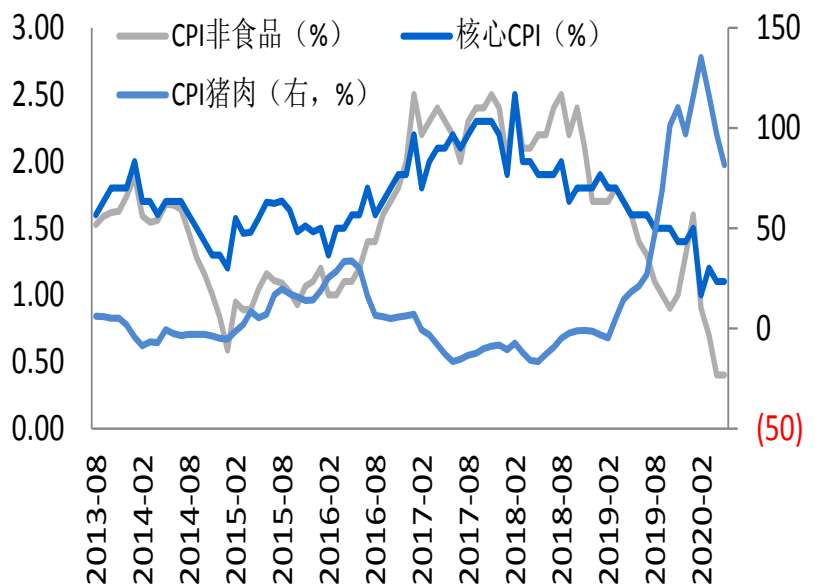
资料来源：Wind，国金证券研究所

CPI：下半年震荡下行，年末到1%左右，全年3%左右

图表　猪肉价格对CPI影响很大



图表 核心CPI和非食品CPI仍在低位

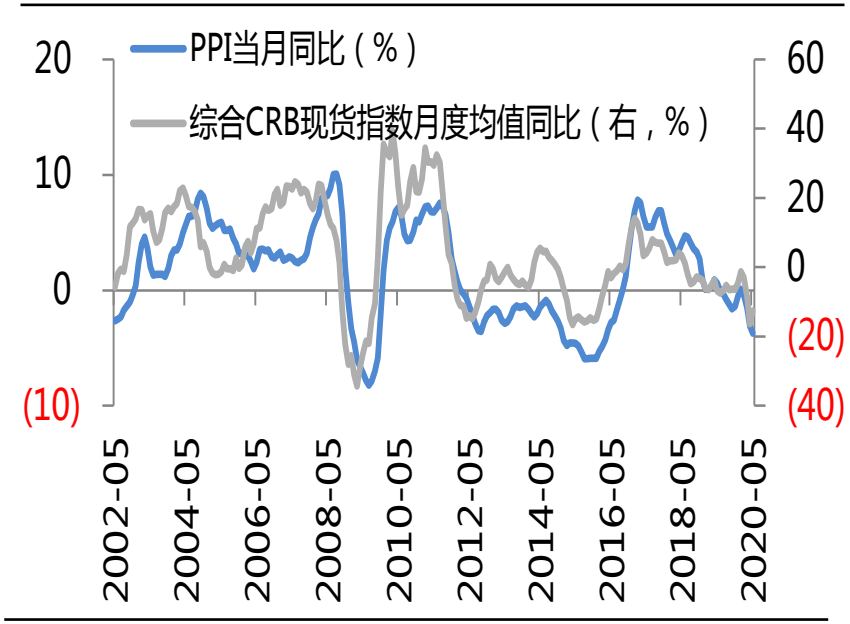


- **回顾2020上半年：**1-4月受疫情以及隔离措施影响CPI环比先升后降，其中必选消费（食品、生活用品等）供给定价价格先升后降，可选消费（衣着、通信、娱乐类等）是需求定价价格先降后升，叠加基数效应，CPI逐渐下降。
- **展望2020下半年：**猪肉价格稳定在40元/公斤高位震荡，蔬菜Q2环比季节性下跌，水果Q3环比季节性下跌，燃料价格随着原油波动，我们判断CPI未来三个季度同比分别是2.8%、2.4%和0.8%，全年CPI为2.7%左右。

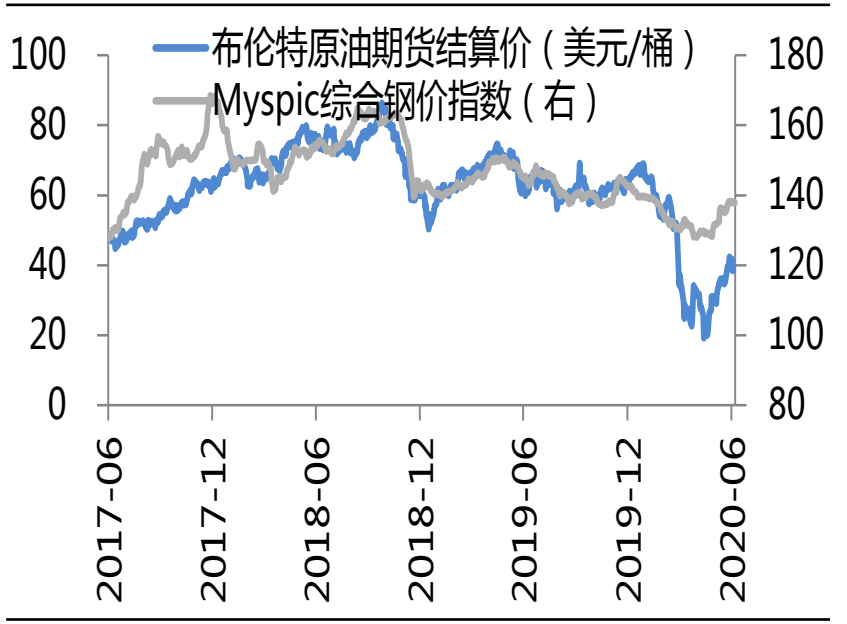
资料来源：Wind，国金证券研究所

PPI：下半年逐渐回升

图表　综合CRB略微领先于PPI



图表　原油和钢铁价格开始回升

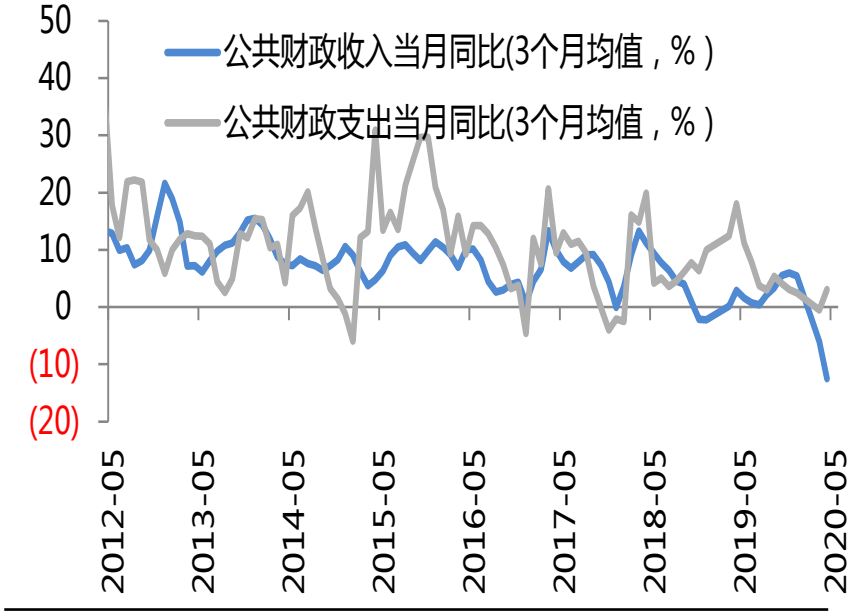


- **回顾2020上半年：疫情影响工业品需求，导致PPI陷入通缩。**1-5月PPI转负，跌幅扩大（0.1%降至-3.7%）
- **展望2020下半年：年内低点已现，下半年逐渐回升。**我们判断PPI后三个季度分别为-3.1%、-1.7%和-1.4%。

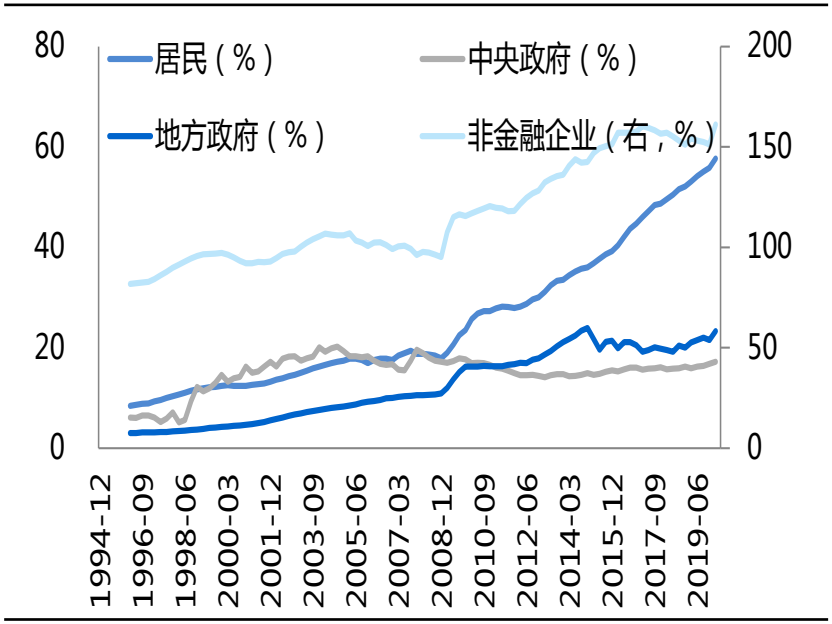
资料来源：Wind，国金证券研究所

财政政策：中央政府加杠杆，全年实际广义财政扩张11.5万亿

图表　财政收入下降，支出刚性



图表 中央政府具有加杠杆空间



- **回顾2020上半年：1-4月，财政收入累计同比-14.5%，支出同比-2.7%，实际赤字1.1万亿。**
- **展望2020下半年：专项债3.75万亿，抗疫特别国债1万亿，实际赤字规模6.76万亿**（3.76万亿预算赤字，另外3万亿预算稳定调节基金以及结转结余，正好对冲3万亿减负规模）。

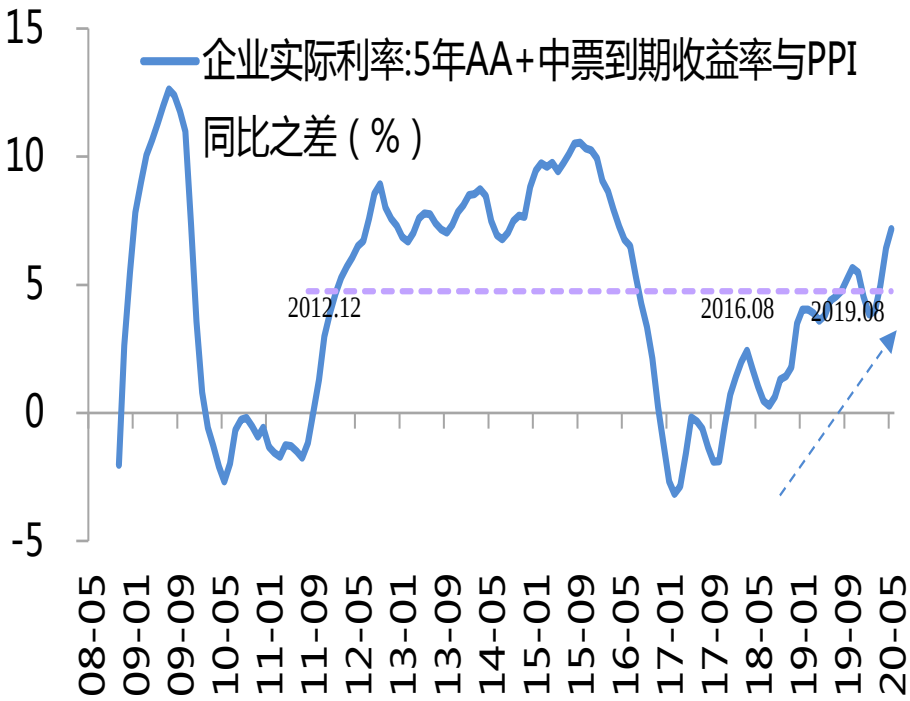
资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策：量的宽松重于价的宽松，预计全年社融32-35万亿

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **回顾2020上半年：**为应对疫情影响，从量上，3次降低存款准备金率释放1.75万亿长期资金；再贷款再贴现1.8万亿；从价上，降低7天逆回购、MLF等利率30bp至2.20%和2.95%。截止5月，新增社融规模17.3万亿（去年同期11.9万亿）。
- **展望2020下半年：量的宽松重于价的宽松。继续运用降准降息、再贷款等工具降低企业实际融资成本，预计全年社融32-35万亿。价的宽松制约减轻**：CPI重回3%以下，通胀掣肘减轻；全球央行降息；汇率升值；房价平稳。**量的宽松空间更大：**广义财政扩张对货币政策诉求上升；全球央行资产负债表扩张；M2和社融增速明显高于去年；放水养鱼。

图表 企业实际利率被动抬升

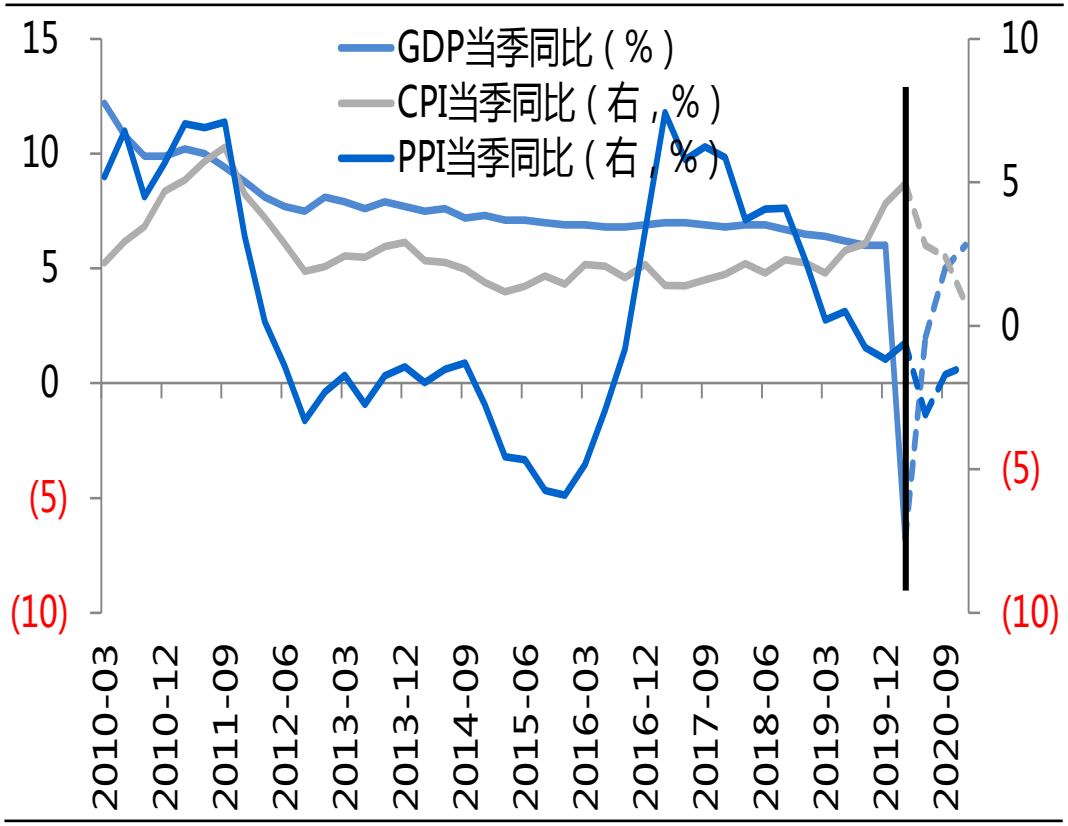


资料来源：Wind，国金证券研究所

预测：经济增速改善，CPI震荡下行，PPI逐季改善

- 预计GDP逐步改善，二季度仍有困难，下半年恢复潜在增长水平，全年GDP增速为2-3%。
- 预计CPI震荡下行，下半年运行区间3%以下，全年CPI同比为3.0%左右。
- 预计PPI边际改善，全年PPI同比为-1.8%左右。

图表 实际GDP增速仍处于下行阶段



资料来源：Wind，国金证券研究所

预测：2020年全年经济增长季度预测

国金证券 SINOLINK SECURITIES

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020F
实际GDP当季同比（%）	6.4	6.2	6.0	6.0	(6.8)	2.0	5.0	6.0	2.0
CPI当季同比（%）	1.8	2.6	2.9	4.3	5.0	2.8	2.4	0.8	2.8
PPI当季同比（%）	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.6)	(3.1)	(1.7)	(1.4)	(1.7)
名义GDP同比（%）	7.9	8.3	7.6	7.4	(5.3)	2.9	6.1	6.1	3.4
固定资产投资完成额累计同比（%）	6.3	5.8	5.4	5.4	(16.1)	(3.7)	(0.1)	1.7	1.7
基建（全口径）投资完成额累计同比（%）	3.0	3.0	3.4	3.3	(16.4)	3.0	8.0	12.3	12.3
房地产投资完成额累计同比（%）	11.8	10.9	10.5	9.9	(7.7)	1.0	1.0	2.0	2.0
制造业投资完成额累计同比（%）	4.6	3.0	2.5	3.1	(25.2)	(13.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
社会消费品零售总额当季同比（%）	8.3	8.6	7.6	7.8	(19.0)	2.0	12.0	12.0	2.4
M1同比（%）	4.6	4.4	3.4	4.4	5.0	7.0	8.0	9.0	9.0
M2同比（%）	8.6	8.5	8.4	8.7	10.1	11.0	12.0	13.0	13.0
新增人民币贷款（当季值，万亿）	6.3	3.7	3.9	3.0	7.1	5.4	5.0	4.2	21.6
新增社会融资规模（当季值，万亿）	8.6	6.0	6.0	5.0	11.1	9.7	7.8	6.4	35.0
社融余额同比（%）	11.2	11.2	10.7	10.7	11.5	12.8	13.5	14.0	14.0
人民币汇率（季度末值，%）	6.7	6.9	7.1	7.0	7.1	6.8	6.9	6.9	6.9
10年期中债国债到期收益率（季度末值，%）	3.1	3.2	3.1	3.1	2.6	2.8	2.9	2.9	2.9
DR007（季度末值，%）	2.7	2.6	2.9	2.7	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9

资料来源：Wind，国金证券研究所

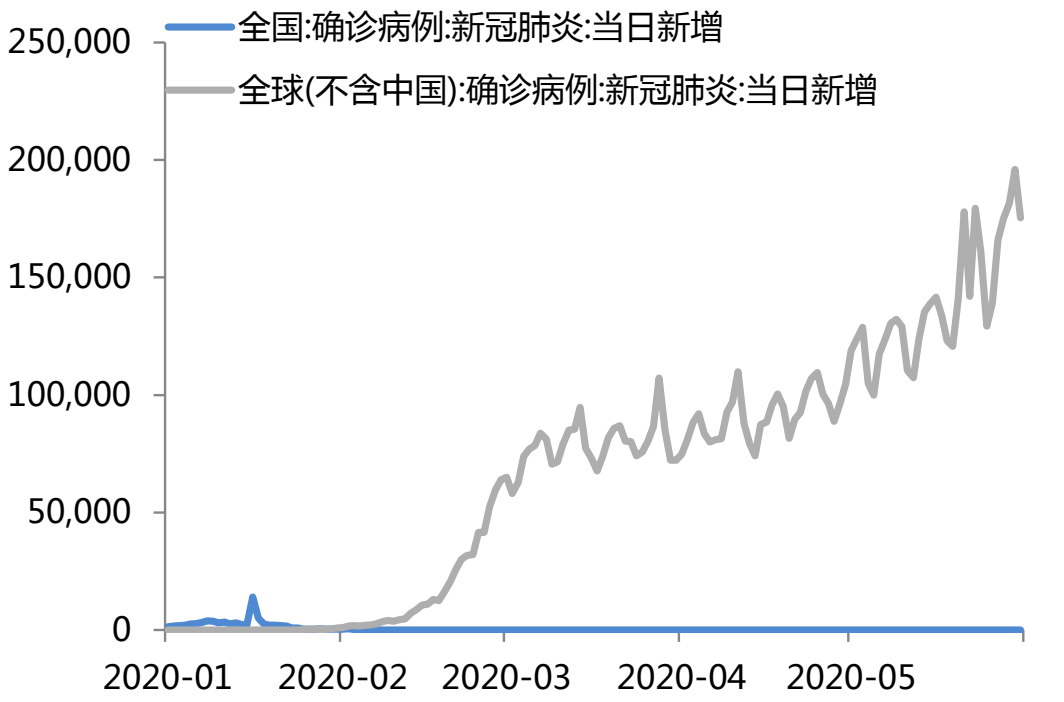


四、外部环境：全球天量刺激会引发资产泡沫还是通胀？

疫情：主要发达经济体（除美国）和中国的疫情已经基本得到控制

- 全球新增确诊病例人数仍在创新高。从全球整体来看，在巴西、印度等国家的带动下，全球新增确诊病例人数仍在创新高。
- 美国的新增确诊病例人数仍创新高。近期美国的抗议活动导致新增确诊病例人数回升。
- 欧日韩等国家的疫情已经基本得到控制。欧洲、日韩、越南、香港、澳大利亚等地区和国家的疫情已经基本得到控制。

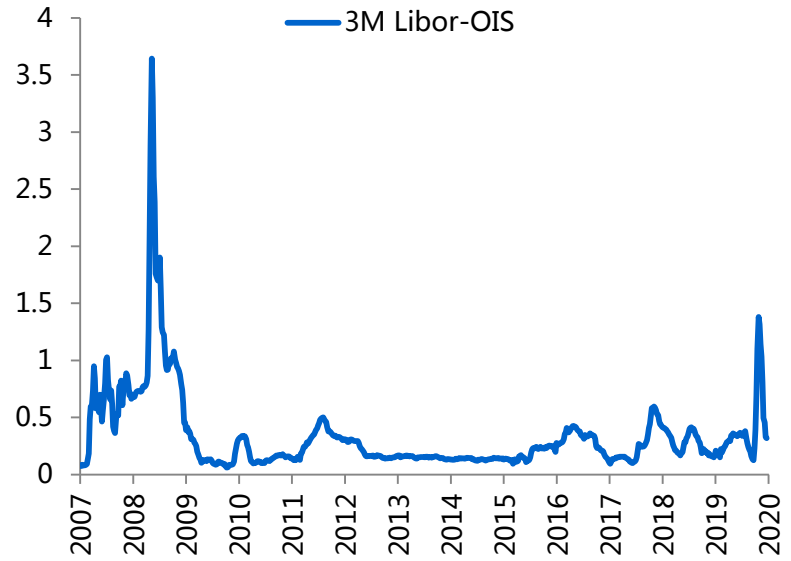
图表 全球新增确诊病例人数仍在创新高



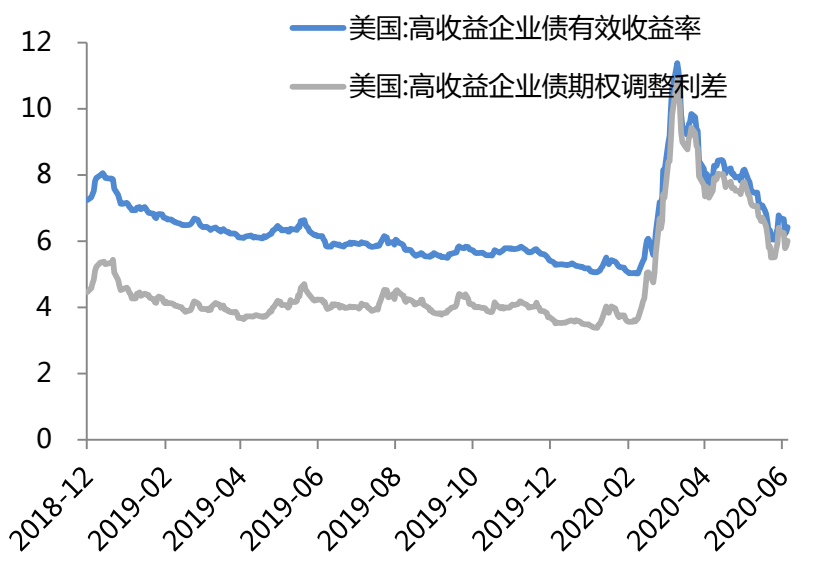
资料来源：Wind，国金证券研究所

美国：流动性风险和信用风险下降

图表 3个月Libor-OIS利差恢复至正常水平



图表 美国垃圾债收益率和信用利差回落



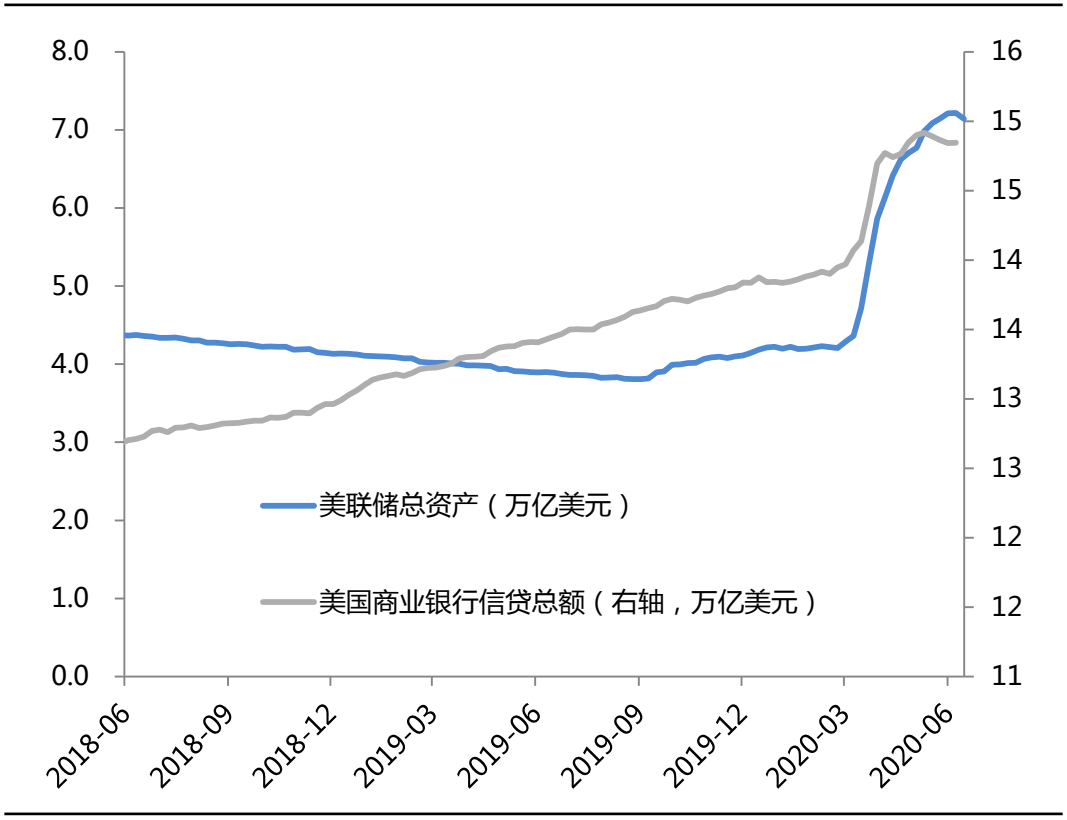
- 美联储快速、大规模的实施多项货币政策工具，缓解市场流动性风险和信用风险，衡量美元流动性的Libor-OIS利差已经回落至正常水平，衡量美国信用风险的垃圾债收益率和信用利差也从高点大幅回落。
- 美国的金融风险整体恢复至正常水平。芝加哥联储金融状况指数和圣路易斯联储金融压力指数均已回落至正常水平。

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

美联储：资产负债表大幅扩张

- 美联储展开无限量QE，直接购买垃圾债，并开展多项工具，向市场提供流动性，以对冲疫情带来的金融冲击。
- 美联储资产负债表快速大幅上升。截至2020年6月10日，美联储资产负债表升至7.22万亿美元。
- 美联储资产负债表的扩张，一方面缓解了美元的流动性风险和美国的信用风险，但另一方面也进一步滋生了资产泡沫。

图表 美联储和美国商业银行资产负债表大幅扩张

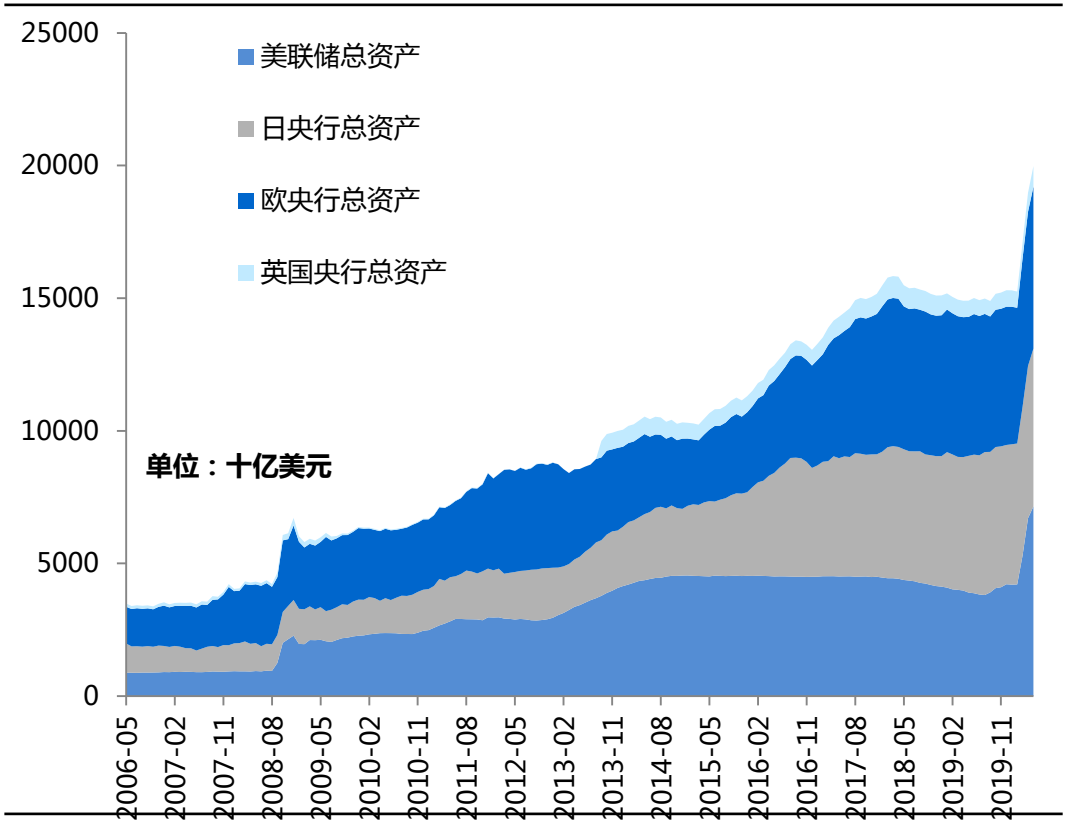


资料来源：Wind，国金证券研究所

全球主要央行：资产负债表均大幅扩张

- 欧央行：2020年2月-5月，欧央行总资产从51167亿美元升至61030亿美元。
- 日央行：2020年2月-5月，日央行资产负债表从53153亿美元升至59562亿美元。。
- 英国央行：2020年2月-5月，英国央行资产负债表从6122亿美元升至7758亿美元。

图表 欧美英日央行资产负债表加速扩张

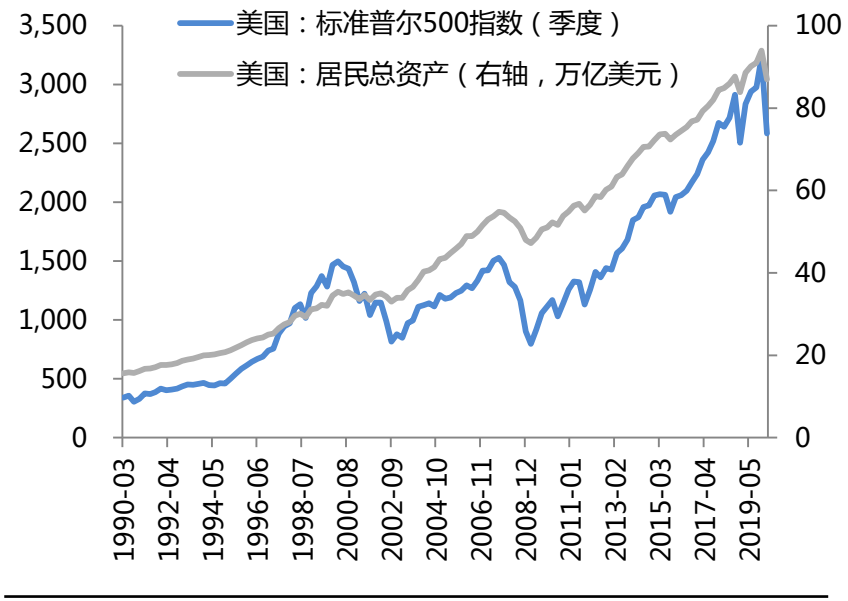


资料来源：Wind，国金证券研究所

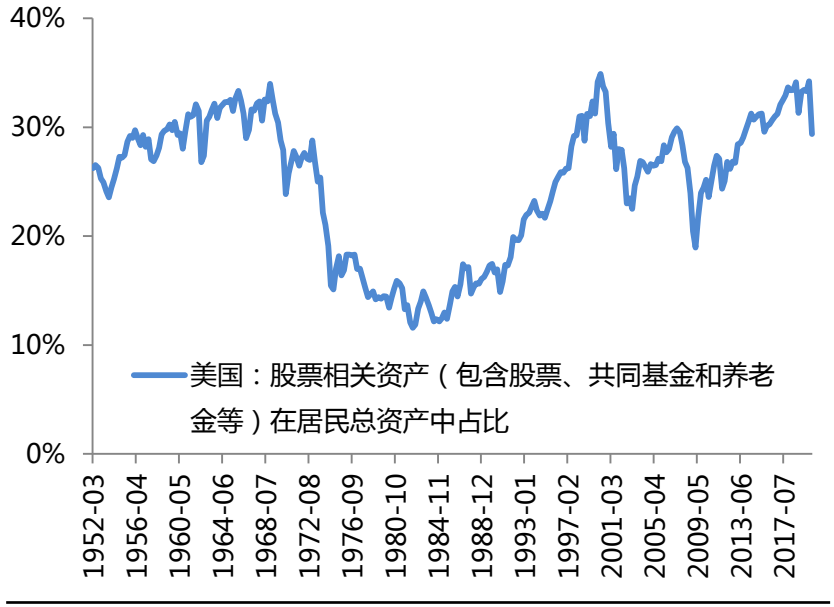
美国：美股回升至疫情前水平意味着美国居民资产负债表未受损

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 美国居民资产与美股走势高度正相关



图表 当前美国股票相关资产在居民资产中占比在30%左右



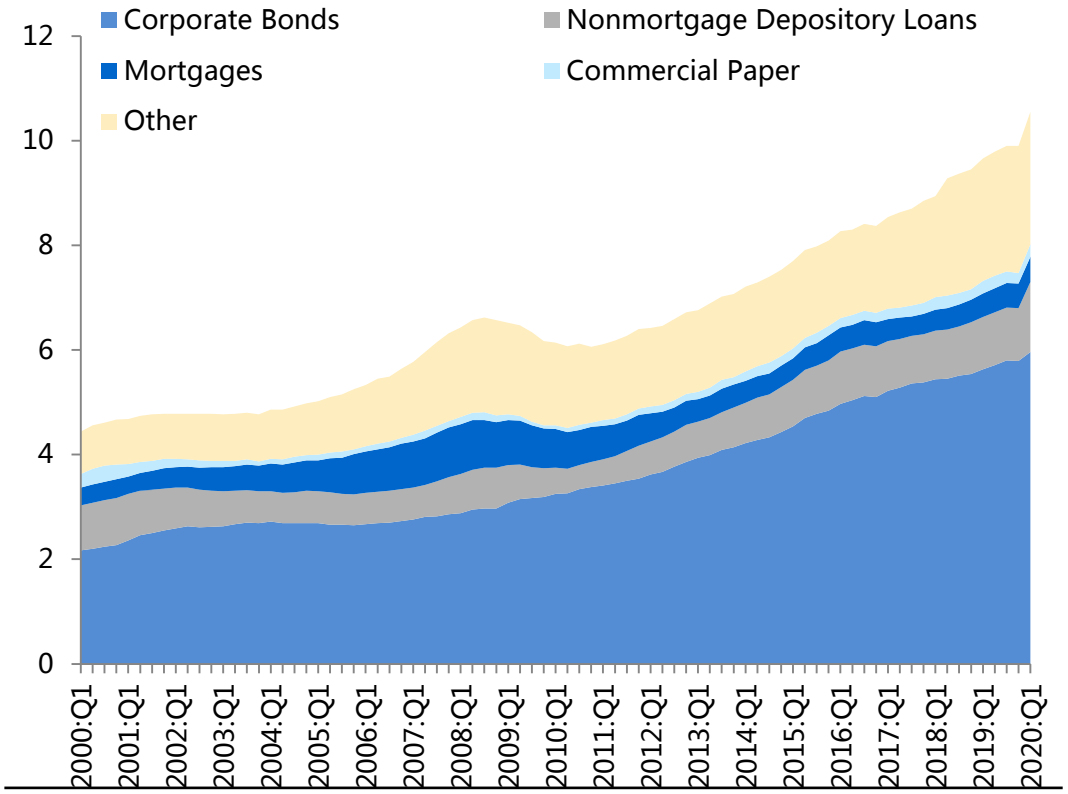
- 美国居民财富中相当大的一部分与美股相关。2020年1季度末，美股相关资产（股票、共同基金和养老金）在美国居民总资产当中占比为29.4%。
- 近期，随着美股回升至疫情前的高点，美国居民资产也基本恢复至疫情前的水平，也就是说美国居民部门资产负债表基本没有受损。

资料来源：美联储，国金证券研究所

美国：非金融企业债务不降反升

- 2008年次贷危机导致大量企业破产（出清），美国非金融企业债务下降；
- 如果本次疫情不会带来大规模的企业破产，那么美国私人企业的资产负债表可能也是扩张的。

图表 疫情冲击下美国私人非金融企业债务上升

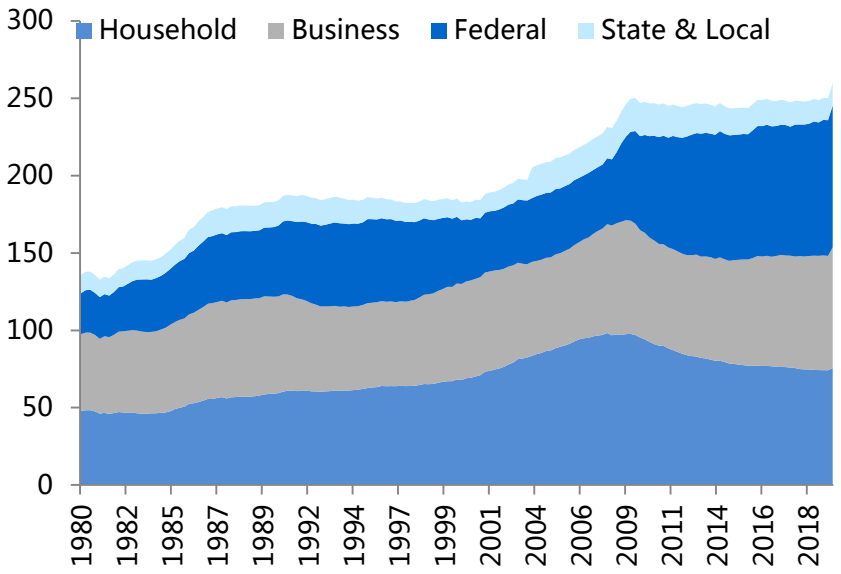


资料来源：美联储，国金证券研究所

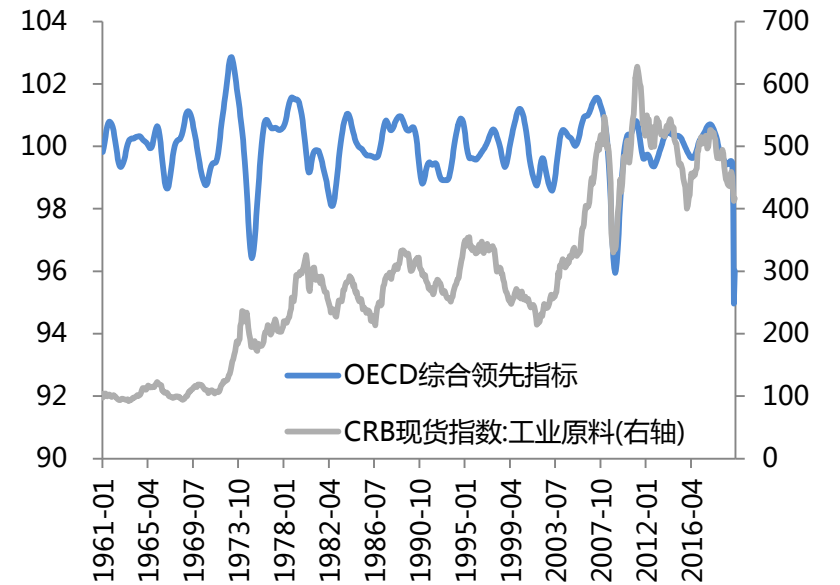
杠杆率：全球一起加杠杆的结果，先是股票估值的上升，接着是工业品的通胀（需要需求改善）

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 美国的杠杆率明显攀升



图表 通胀的上升需要看到需求的改善



- 为应对疫情，全球杠杆率明显攀升。不但美国，欧元区、日本、英国和中国的杠杆率均有所攀升。
- 这种杠杆率的回升，在初期带来股票估值的上升；后期，随着需求的恢复，工业品出现通胀的概率大幅攀升。

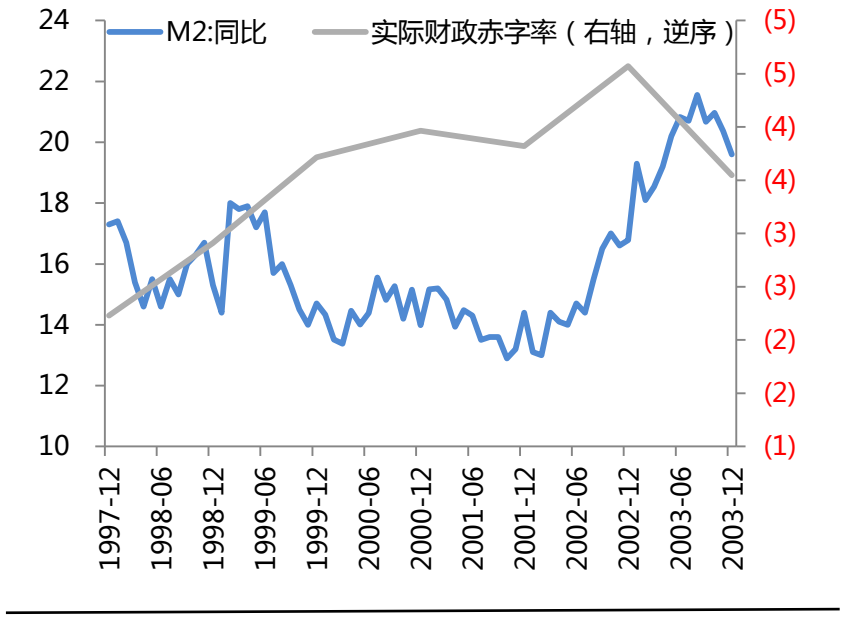
资料来源：美联储，Wind，国金证券研究所



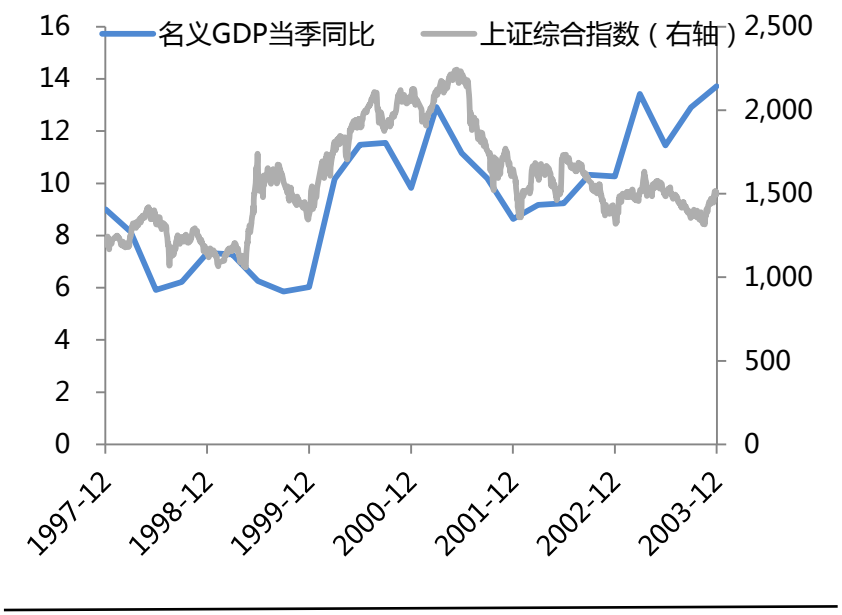
五、大类资产：看好股票和抗通胀工业品（铜）

回顾历史：1998-2001年的政策背景与当前类似（财政大幅扩张，货币相对稳定）

图表 1998-2001年财政扩张、货币趋稳



图表 1998-2001年名义GDP回升带动一波A股牛市



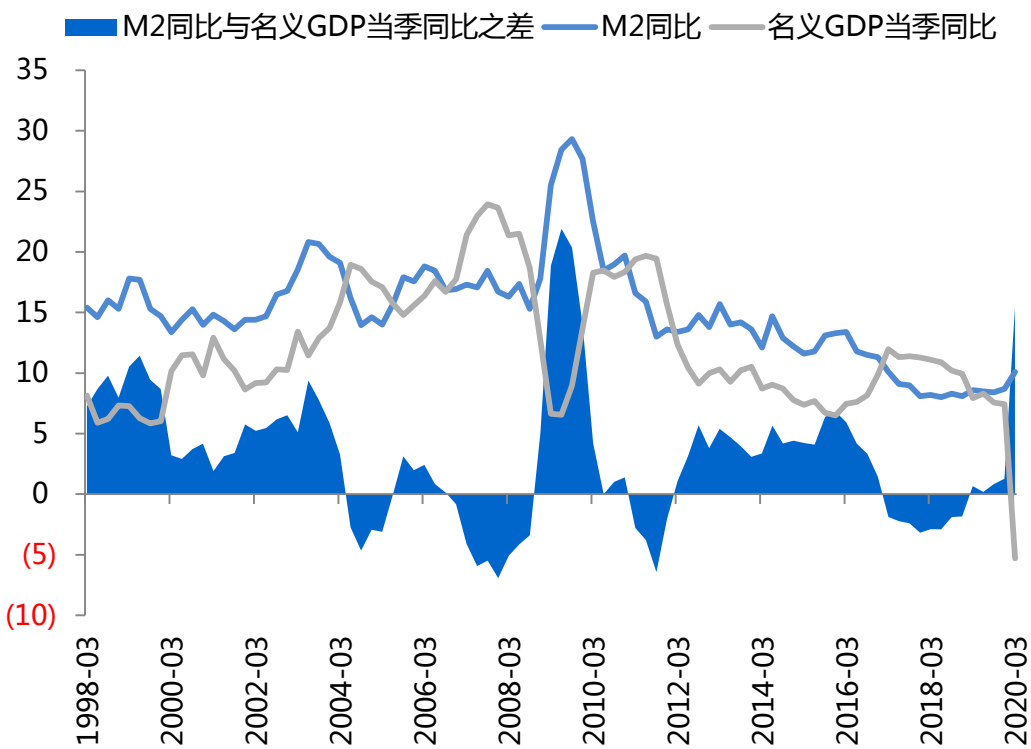
- 疫情冲击下，政策的应对组合与历史上1998-2001年类似：先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。
- 当时政策组合下，名义GDP逐季改善，带动资本市场出现一波涨幅较为客观的“牛市”。

资料来源：美联储，Wind，国金证券研究所

整体：从全面流动性驱动转向结构性盈利驱动

- 预期M2同比-名义GDP同比的逐季回落，1季度是年内流动性最为充沛的时期。
- 疫情下的非常规货币政策逐步退出。为对冲疫情对社会和经济的冲击，全球央行大幅宽松，向市场注入天量流动性。随着我国经济逐渐从疫情中恢复，货币政策的二级拐点逐步显现。
- 预计未来名义GDP逐步回升，M2同比保持相对稳定，M2同比-名义GDP同比逐季回落。

图表 M2同比-名义GDP同比在下半年逐季回落（%）

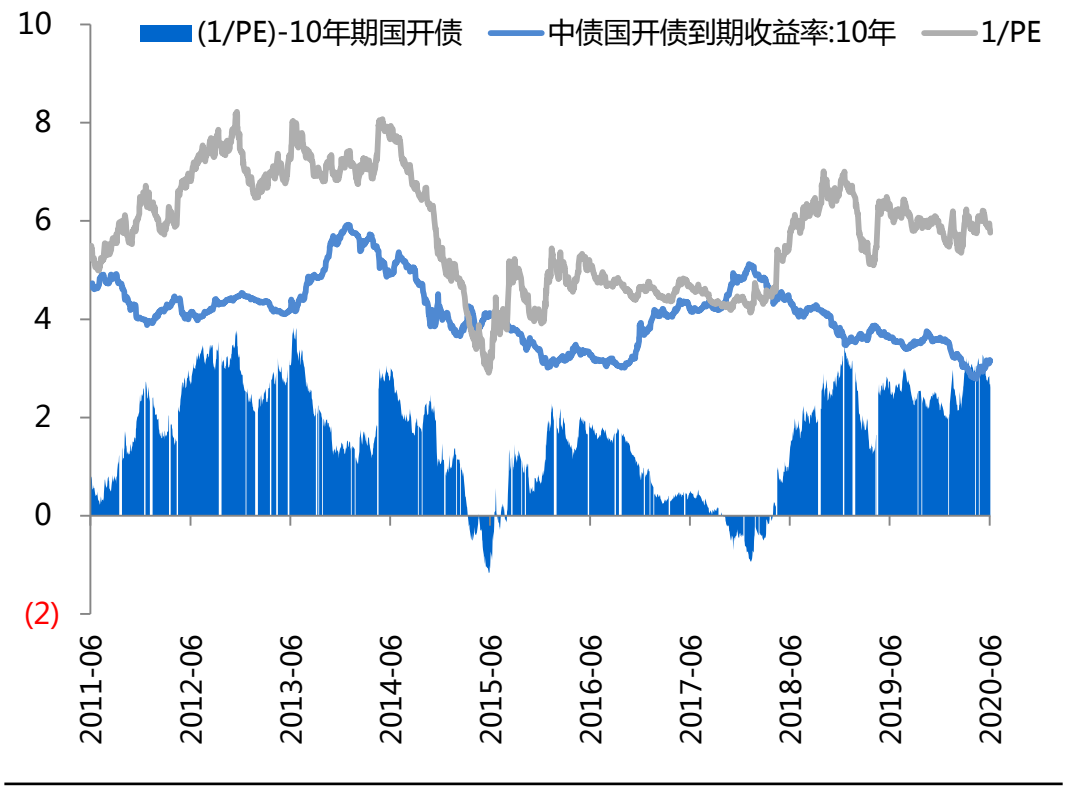


资料来源：Wind，国金证券研究所

相对估值：A股整体相对估值处于历史较低水平

- 用1/PE-10年期国开债收益率所代表的风险溢价来衡量股债相对估值。
- 当前A股的整体相对估值较债券而言，具备明显的比较优势（A股更便宜）。
- 预计2H2020风险溢价逐步回落。疫情的逐渐消退以及全球的复工复产的推进，将带来风险偏好的回升，从而推动风险溢价回落。

图表 A股风险溢价仍处于较高水平 (%)

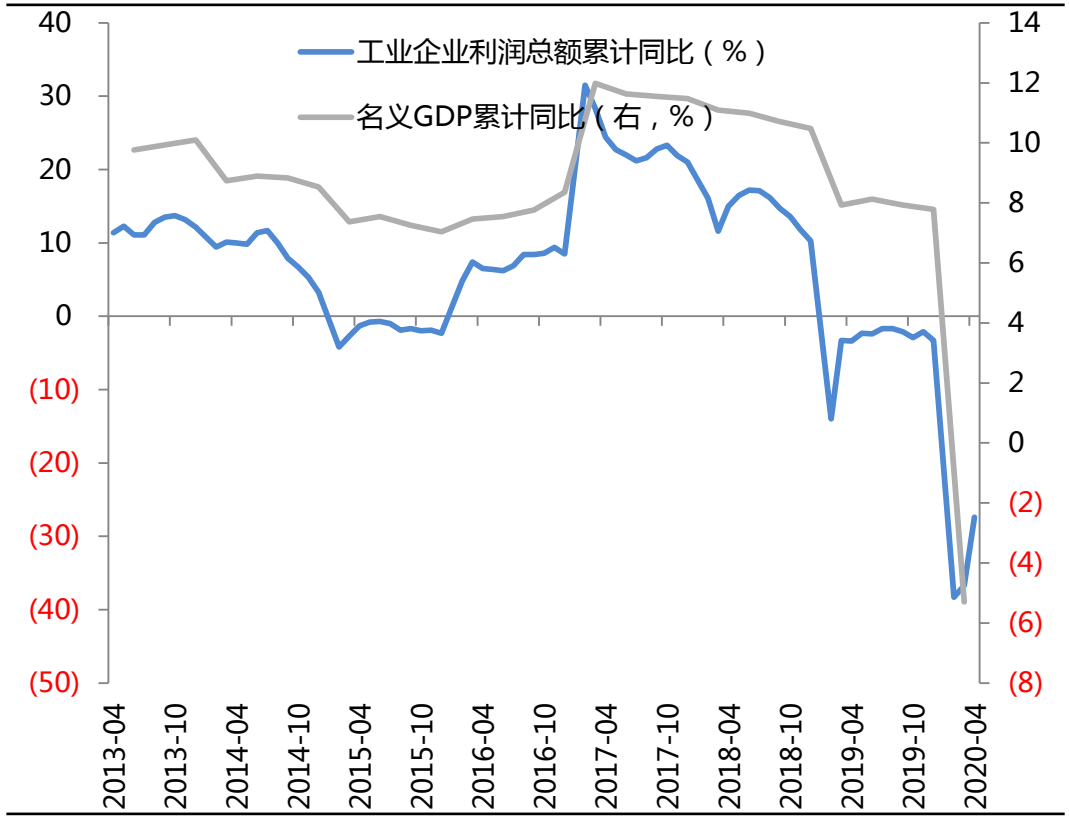


资料来源：Wind，国金证券研究所

A股分子端：总量上的企业利润逐步回升较为确定

- 疫情对国内企业利润的冲击最坏的时间主要在一季度，对出口企业的冲击主要在二季度；
- 宏观层面，名义GDP增速是利润的同步指标，而信用供给是名义GDP的领先指标。从2Q2020开始，名义GDP逐步上行的方向较为确定，这意味着企业盈利将逐渐边际改善。
- 下半年，海内外经济都将从疫情中恢复，名义GDP增速回升至正常水平的概率较高。这意味着总量上的企业利润逐步改善、恢复正常的路径较为清晰。

图表 名义GDP增速是利润的同步指标

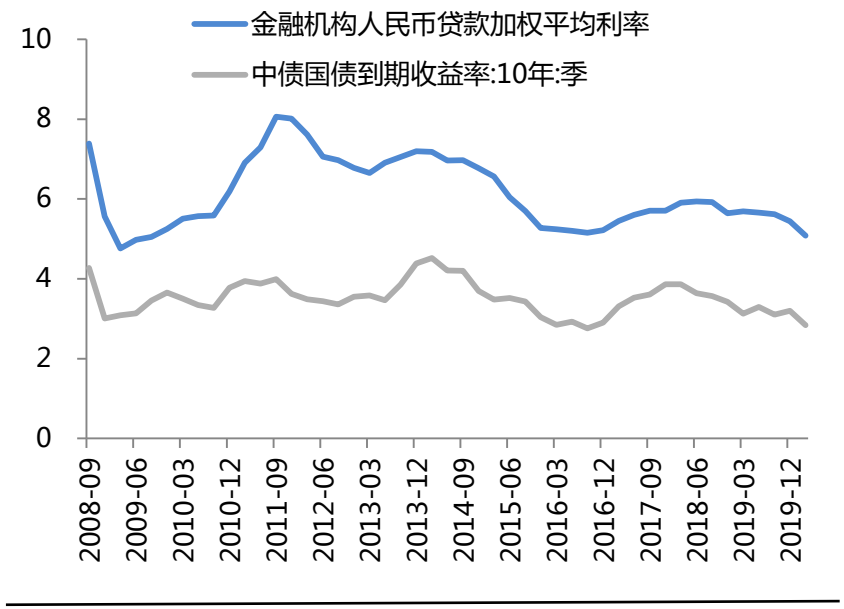


资料来源：Wind，国金证券研究所

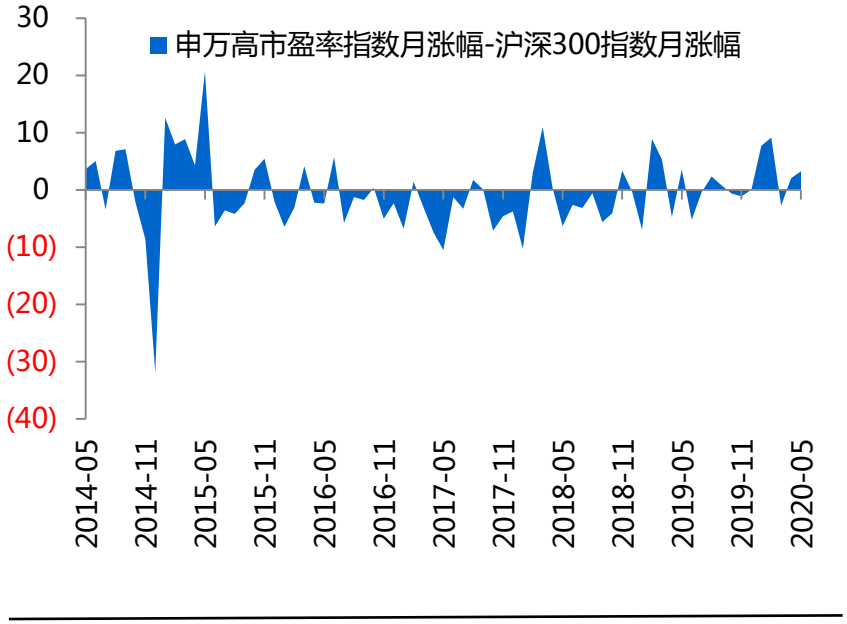
A股分母端：无风险利率进一步下行空间有限，但风险偏好回升

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 贷款利率和国债收益率中枢下移 (%)



图表 2Q2020风险偏好逐月回升

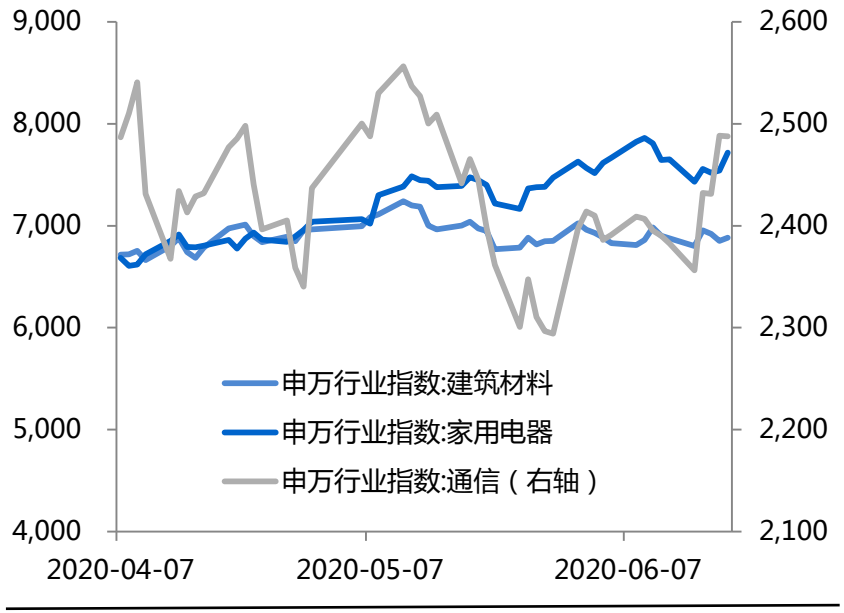


- 政策逐渐引导实际贷款利率下行，以及国债收益率的持续下降，贡献了分母端无风险利率的下降；但随着经济的逐步复苏以及货币政策二阶拐点的显现，10年期国债进一步下行空间有限，贷款加权利率仍存在一定下行空间。
- 市场情绪的观察指标——申万高市盈率月涨幅-沪深300月涨幅显示，在2020年的4-6月份逐月回升，意味着市场的风险偏好正在逐渐改善。
- 展望2H2020，预计随着疫情的逐渐消退和基本面的恢复，风险偏好仍将逐步回升。

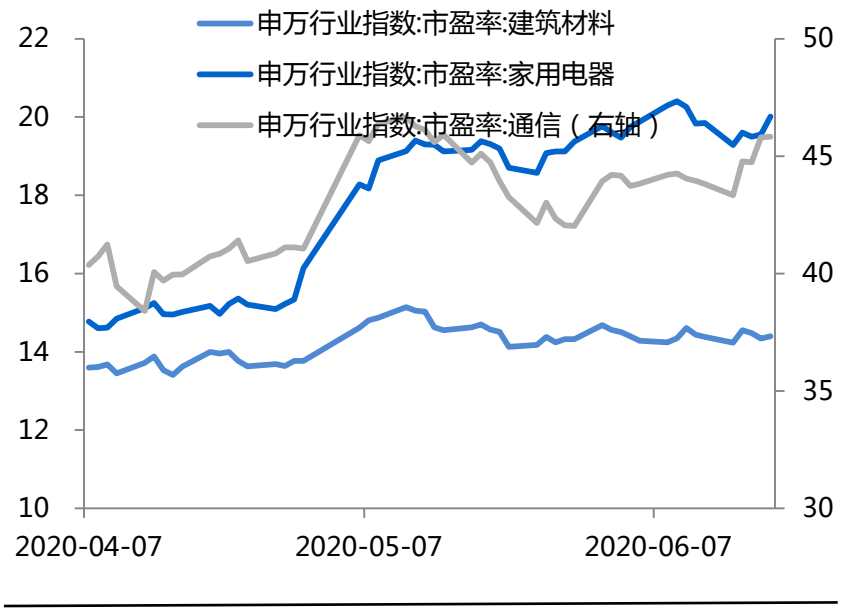
资料来源：Wind，国金证券研究所

A股结构：新基建和科技方向确定，周期和非银值得关注

图表 老基建、新基建和科技、传统消费走势有所分化



图表 科技的上涨短期来自估值提升



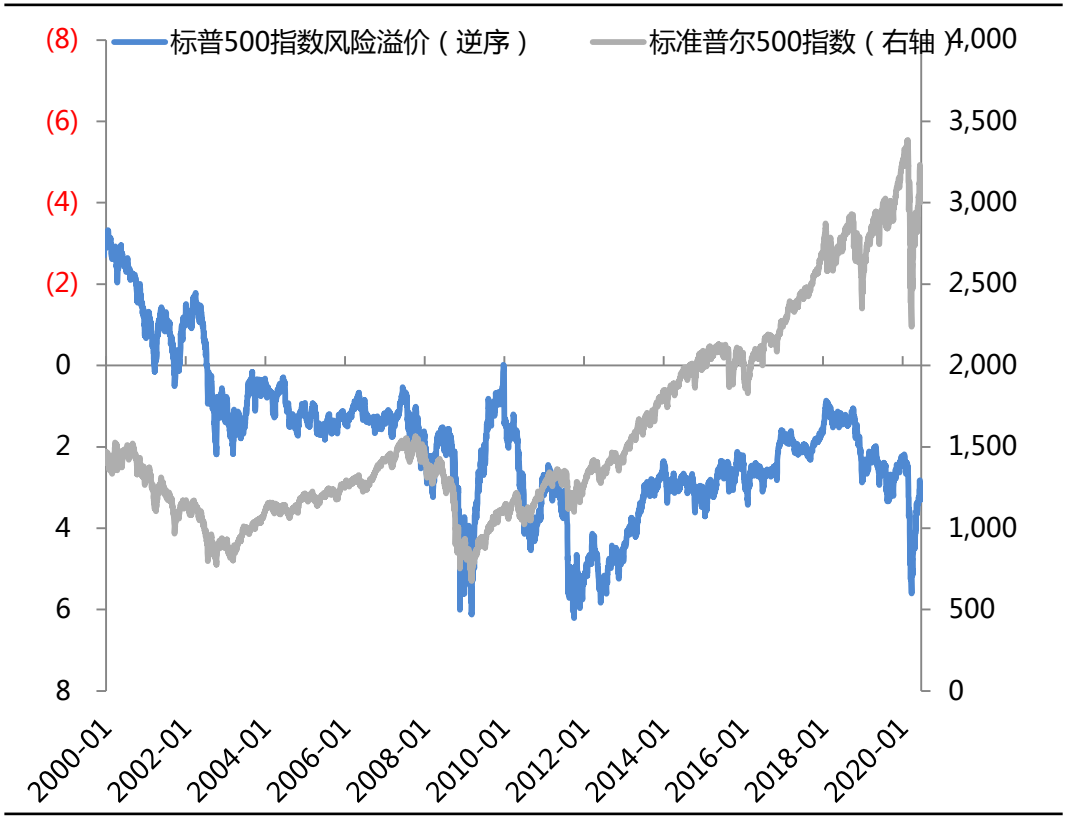
- 新基建和科技股属于政策支持的方向，整体估值中枢上移，且市场定价较为充分；
- 整体消费板块存在较大的分化，必需消费品前期涨幅较大、估值较高，但可选消费仍相对便宜；
- 消费整体承压背景下，基建投资力度可能超预期。后期基本金属、建筑建材、煤炭等传统基建相关的细分领域的投资机会值得关注；
- 随着风险偏好的回升，以及债券收益率的上行，券商和保险的投资机会值得留意。

资料来源：Wind，国金证券研究所

美股：流动性和风险偏好带来的估值提升形成支撑

- 美联储和美国政府的刺激政策，为美国市场提供了天量的流动性，这对短期美股上涨形成重要支撑。
- 美国经济和社会逐渐从疫情和抗议活动中的恢复，带来了风险偏好的回升。风险溢价的回落也对美股形成支撑。
- 美国经济从疫情中恢复的速度，以及美联储货币宽松的程度、退出的时机和速度，将决定未来美股的走势。
- 我们认为美股在2H2020将进一步上涨。

图表 标普500风险溢价逐步回落



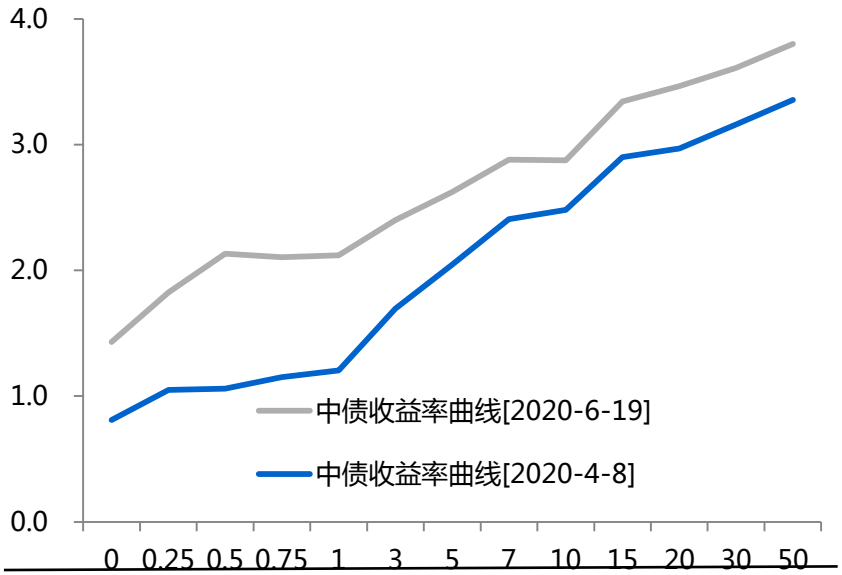
资料来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，国金证券研究所

中国国债：长端收益率下行空间有限

图表 利率债收益率受疫情冲击明显下行



图表 疫情消退背景下收益率曲线走向“熊陡”



- 2Q2020，中国经济逐步从疫情中恢复，货币政策宽松的主要发力点从“价”转向“量”，以及通胀预期和风险偏好的回升，带动长端债券收益率从低点大幅回升。
- 货币政策一阶拐点年内难以看到，短端利率仍有进一步下行空间，但长端开始回升，收益率曲线走向“熊陡”。
- 2H2020长端收益率难以大幅下行，但上行空间也相对有限，料在2.7-3.0%的区间震荡。

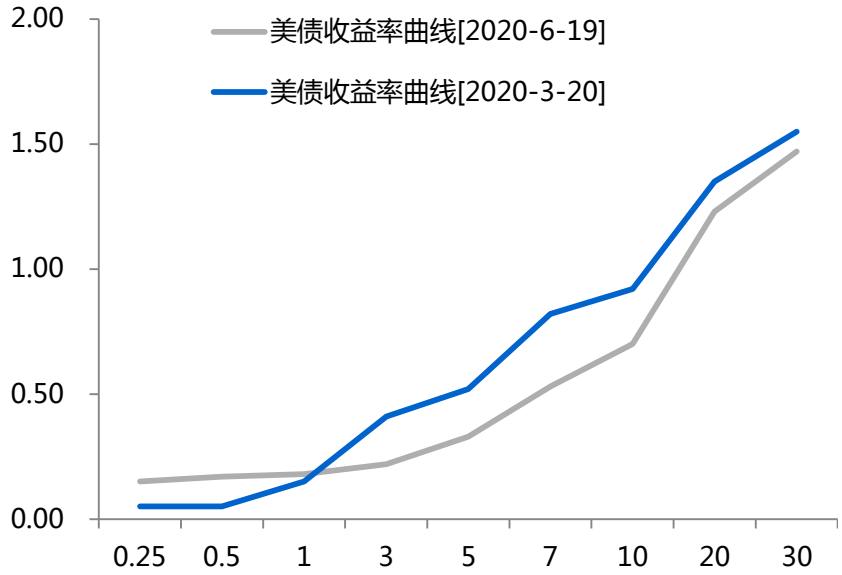
资料来源：Wind，国金证券研究所

美国国债：美联储超常宽松压低收益率

图表 美国10年期国债收益率保持低位、垃圾债信用利差回落



图表 美债收益率曲线倒挂问题有所缓解

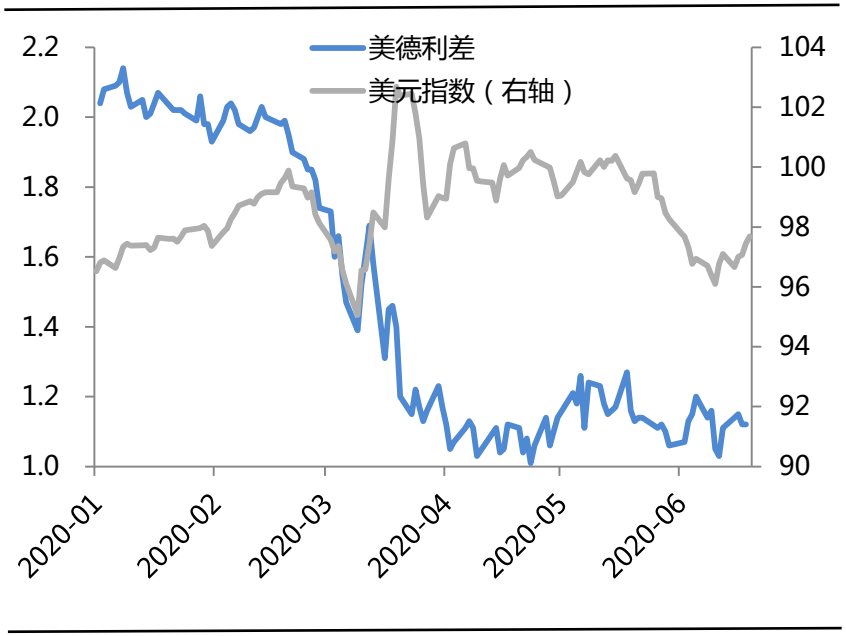


- 3月底，尽管美联储将利率降至零，并再度开展QE以及多项其他货币宽松举措提供流动性，但美元货币市场的流动性抛售依然导致美国10年期国债收益率出现小幅上行；同时美国垃圾债收益率和信用利差大幅上行。
- 随着美联储多种货币政策工具的实施（无限量QE和直接购买垃圾债等），美国金融风险大幅下降。
- 美债收益率曲线在美联储超常宽松政策支持下，走向“牛平”。

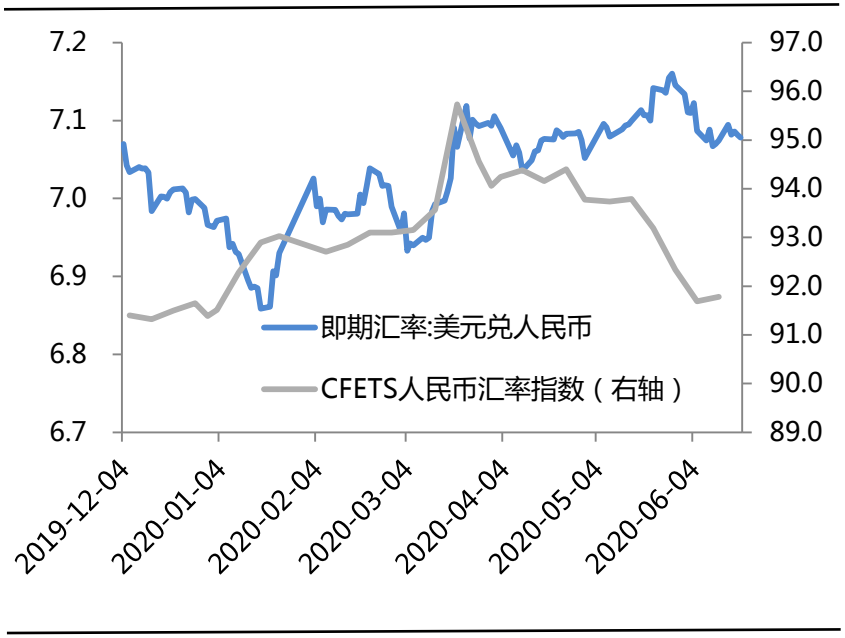
资料来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

汇率：美德利差对美元指数解释力下降，人民币存升值压力

图表 美德利差对美元指数的解释力度下降（%）



图表 近期人民币对非美货币贬值明显



- 从短期分析框架看，流动性危机背景下，利率抛补平价贡献汇率市场主要波动，导致利差成为驱动汇率变化的表面主要因素；
- 从深层次看，美股大幅下跌引发的赎回高增、疫情冲击下的基本面走弱、信用风险上升增加对现金的需求、美债收益率大幅下行引发的全球资产再定价，是美元指数前期走强的背后驱动力量。
- 我们预计，2H2020续美元指数可能在94-101之间保持区间震荡的格局，人民币小幅升值至6.90附近。

资料来源：Wind，国金证券研究所

工业品：需求改善对铜价和油价形成支撑，但原油供给面仍存在较高不确定性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 需求改善预期带来油价自低位的回升



图表 铜价与全球经济相关性依然较高



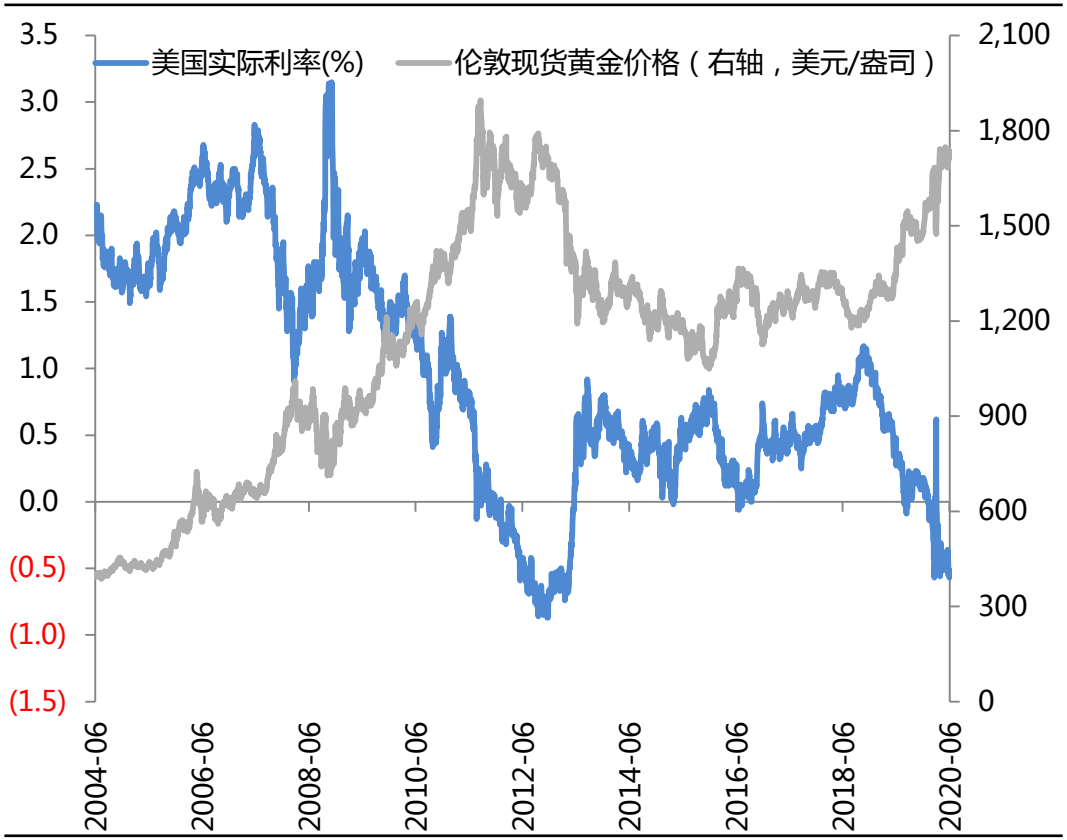
- 在“价格战”停息、需求逐步改善的背景下，油价自历史低位回升；未来随着疫情的消退，原油需求逐步改善较为确定，但供给面仍受到地缘政治、大国博弈、页岩油产量恢复、减产执行情况等诸多因素干扰，存在较高的不确定性。我们依然维持2H2020布伦特油价在20-45美元/桶区间运行的判断；
- 铜的供给面相对来说较为稳定，后期需求预计随着全球经济逐步改善而逐步回升，基本面对价格形成较为确定的支撑；同时，铜的金融属性也可能带来超预期的价格上行。

资料来源：Wind，国金证券研究所

黄金：风险偏好回升背景下，黄金的性价比回落

- 黄金价格在中期与美国实际利率负相关较强。驱动实际利率下行的力量逐渐从名义利率的下行，转变为通胀预期的回升，表现为黄金的抗通胀属性。在该阶段，黄金的性价比有所回落。
- 但黄金仍具备长期配置价值。从美元的信用货币属性来看，随着美联储再度转向扩表，以及美国双逆差的进一步上升，以美元计价的金价在长期仍将上涨。

图表 黄金的中期价格变化主要取决于美国实际利率走势

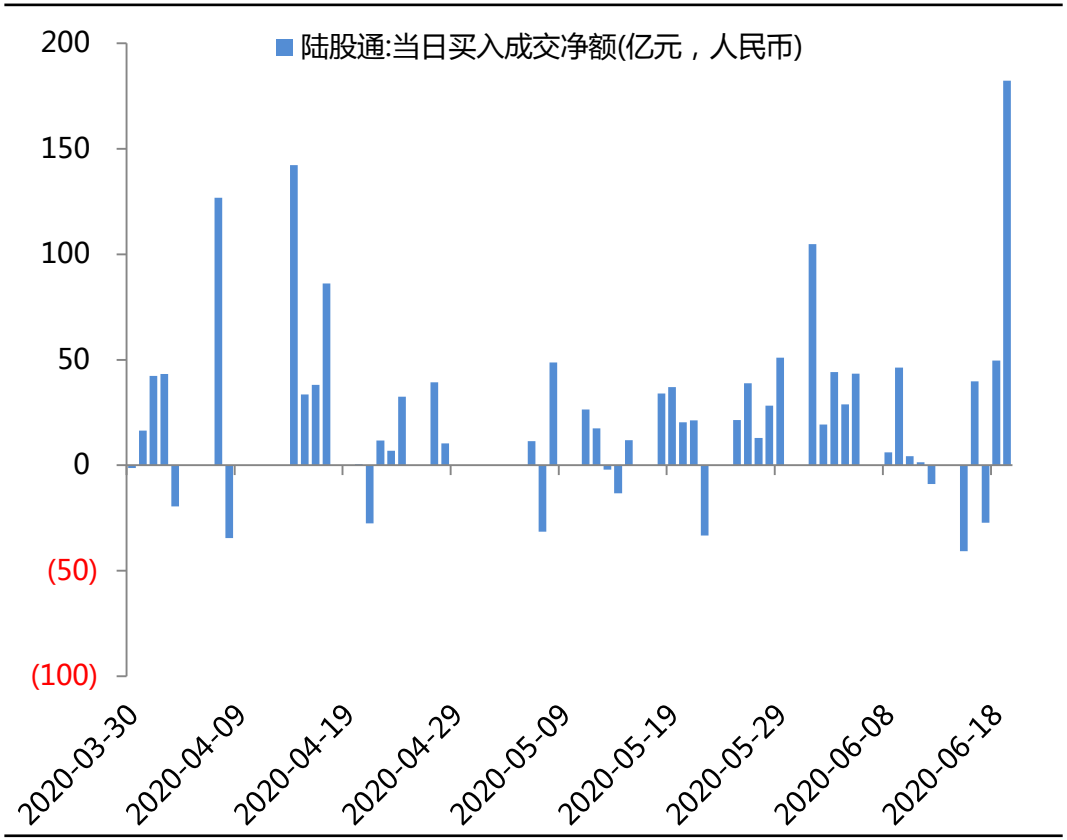


资料来源：Wind，国金证券研究所

确定性之一：中国资产具有比较优势

- A股在中国基本面恢复较快、汇率升值预期、对外开放力度加大、资本市场改革加快等因素影响下，对外资的吸引力明显上升，预计2H2020外资仍会加速流入A股。
- 中国国债收益率相对较高，而且资本市场逐渐开放，主权信用相对稳健，具有相对较高的配置价值。

图表 外资加速流入A股

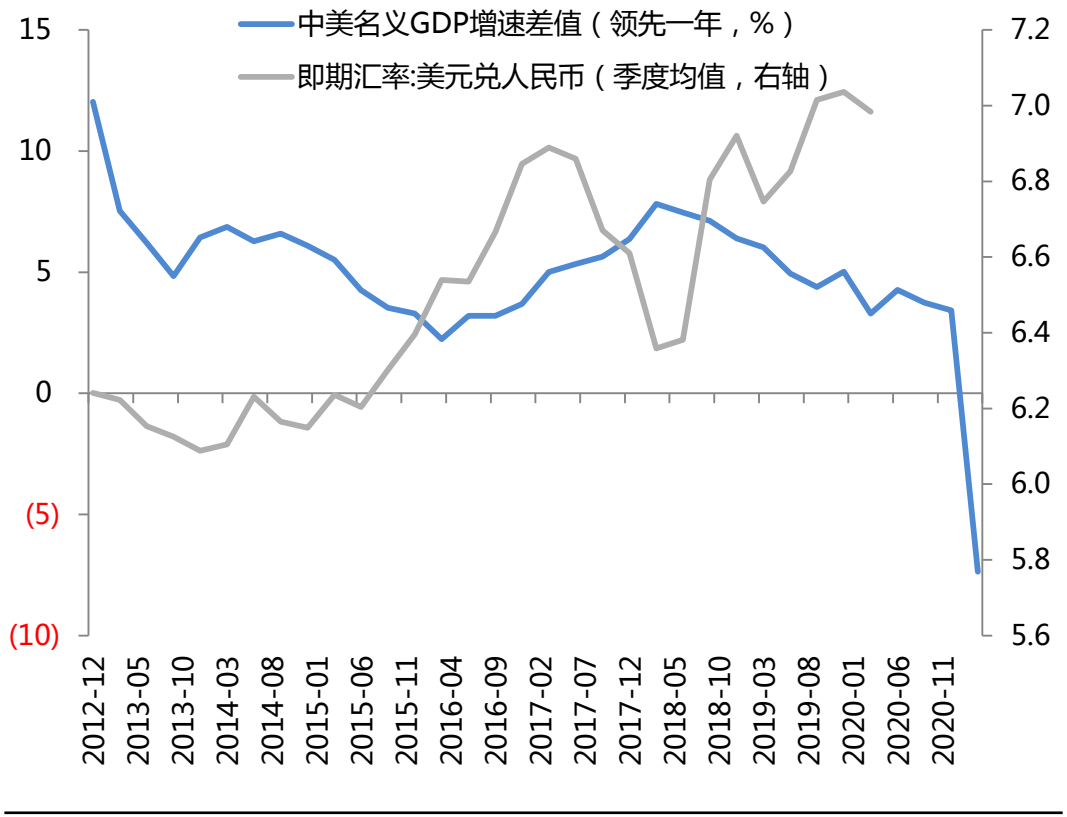


资料来源：Wind，国金证券研究所

确定性之二：人民币中期具有升值压力

- 短期来看，中美关系对汇率的扰动在美国总统大选前后可能影响不大（中美实质性对抗的概率下降）。
- 当从更长期的角度来看，汇率是由不同货币资产的预期收益率来决定的。简单用两个经济体的名义GDP增速差值来衡量预期收益率变化；从2Q2020开始，中美名义GDP增速将明显回升，从而从基本面对人民币汇率形成支撑，人民币汇率在中期具有升值压力。

图表 中美名义GDP增速差值领先汇率走势一年左右



资料来源：Wind，国金证券研究所

确定性之三：铜价上涨的确定性较高

- 可以用铜价与金价的比值来衡量短期的铜的金融属性强度（即一顿铜卖多少两黄金）。
- 从短期来看，铜金比在短期有所回升。
- 从长期来看，铜金比处于近30年的低点附近。
- 未来看，此次全球央行的天量QE可能难以退出，而这次疫情对全球许多部门的资产负债表损伤可能是暂时的，那么随着疫情的消退，铜的金融属性可能明显回升，从而支撑铜价超预期上行。

图表 铜价与金价的比值处于近30年的低点



资料来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。
本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。
本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。
根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。
此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2020/06/28

国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn