

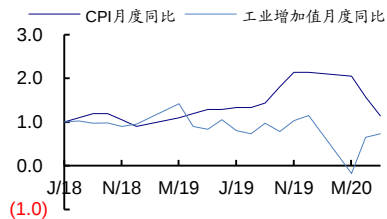
证券研究报告—动态报告

宏观经济

2020 年中期宏观经济报告

2020 年 07 月 04 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-6.30
社零总额当月同比	-2.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《宏观经济月报: 经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼》——2020-06-01
 《宏观经济月报: 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾》——2020-06-18
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 债市略显鸡肋, 股票、商品值得期待》——2020-06-03

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

复苏未尽

● 二季度回溯: 福兮祸所伏, 祸兮福所倚

回顾来看, 我们认为二季度经济的演变有两点超预期:

(1) 疫情的反复略超预期。

(2) 消费的补偿性增长低于我们的预期, 从而导致二季度 GDP 恢复的力度低于先前预期。

回顾二季度国内和海外资产价格变化, 有以下三个特点:

(1) 风险资产强, 而避险资产弱。

(2) 从各类资产依次转折的顺序来看, 股市最先触底回升, 商品其次, 利率(债券)和汇率次之。

(3) 从全球范围来看, 得益于国内疫情得到有效控制, 中国各类资产的变化要领先于全球。

二季度宏观变化: 经济的补偿性增长+货币政策的预期纠偏

● 核心逻辑: 名义增长率的方向

在我们日常交易中, 我们经常会关注各种各样的事件和因素, 并判断这些事件和因素对于各类资产价格的影响, 包括疫情反复、中美摩擦、政策波动、情绪摇摆和风险偏好等。如果在分析未来资产价格变化时, 把上述每一个因素都纳入分析框架的话, 未免太过复杂, 也没有必要。仔细分析这些事件和因素的影响, 可以发现落脚点始终是判断未来名义经济增长率的方向, 名义经济增长率的方向才是引发各类资产价格变化的核心。无论是否发生危机, 金融资产价格变化方向的变化逻辑都是稳定的, 其核心是名义经济增速的方向变化。

● 经济预期展望: 复苏依然在路上

(1) 实际 GDP 增速方面, 二季度 GDP 增速将在 4-5% 左右, 下半年实际 GDP 增速将上升至 7-8% 左右;

(2) 居民消费价格指数(CPI)方面, 三季度 CPI 增速将保持在 2.5-2.8% 之间, 四季度有望回落至 2% 以下;

(3) 生产价格指数(PPI)方面, PPI 同比将脱离最低点, 未来将持续回升; 其环比增速将转正。

● 大类资产配置建议: 股强债弱应犹在

首先在宏观经济及政策方面, 后续组合为经济复苏依旧+政策稳定, 历史类似时期为 2009 年和 2016 年。根据大类资产配置框架来看, 我们当前依然处于美林时钟的第二象限, “货币+信用”风火轮的第一象限, 在上述象限中, 风险类资产的表现是最优的。股票和商品均处于上升周期中, 且在基建周期的刺激下, 商品在未来的表现可能会强于股市。

而在避险资产(债券)方面, 三季度债券市场在名义增速回升牵引下依然会承受压力, 预计 10 年国债利率有望回升到 3.0-3.1%, 压力最大的时期是 8-9 月份。不过, 值得注意的是, 中国利率的中枢很可能已经下降了, 2000-2014 年, 需求侧管理是经济核心, 10 年国债中枢是 3.5%; 2015 年以来, 供给侧管理是经济核心, 10 年国债利率中枢是 3.1-3.2%。

内容目录

二季度回溯：福兮祸所伏，祸兮福所倚	4
春季策略会观点回溯	4
二季度各大类资产回顾：福兮祸所伏，祸兮福所倚	7
二季度宏观变化：经济的补偿性增长+货币政策的预期纠偏	9
核心逻辑：名义增长率的方向	12
名义经济增速的方向（而非幅度）是核心	12
历史经验：“补偿性”是灾后经济变化最确定性的因素	13
经济预期展望：复苏依然在路上	17
名义经济增速升势未尽	17
宏观基本面展望：复苏依旧在路上	19
大类资产配置建议：股强债弱应犹在	20
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 5 月国内工业增加值同比增速接近 2019 年的水平	5
图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平	5
图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平	6
图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平	6
图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长	7
图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平	7
图 7: 近一年中国股、债、商三大类指数变化	8
图 8: 近一年美股、美债利率走势	8
图 9: 近一年美元指数、原油价格走势	9
图 10: 制造业 PMI 走势	9
图 11: 2002-2010 年国内居民收入与消费同比增速一览	10
图 12: 货币市场加权利率、OMO、银行存款利率与超额存款准备金利率走势	11
图 13: 货币市场加权利率与 OMO 利率走势	11
图 14: 名义经济增速的方向 (而非幅度) 是核心	12
图 15: 名义增速与国债利率走势	13
图 16: 国债利率与上证综合指数走势	13
图 17: 2003 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览	15
图 18: 2003 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览	15
图 19: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	16
图 20: 名义经济增速月度模拟一览	17
图 21: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	17
图 22: 可支配收入与消费支出	18
图 23: 典型高新技术产业固定资产投资占整体制造业比重	18
图 24: 不同产业 (高技术与其它) 制造业产能投资增速	19
图 25: 美林时钟式的大类资产配置框架	20
图 26: 货币+信用风火轮大类资产配置框架	21

二季度回溯：福兮祸所伏，祸兮福所倚

春季策略会观点回溯

首先回顾一下我们在春季策略会的观点，在 2020 年一季度，我们对国内经济的基本判断与结论如下：

1. 在疫情假设方面，我们认为一季度中国疫情趋于尾声，二季度海外疫情趋于尾声；
2. 后期宏观组合是“货币宽松延续（OMO 利率下调）+经济基本面回升”（例如 2009 和 2016 年）；
3. 中国经济最差的时期已经过去，二季度将迎来恢复式增速上行（外需虽弱，但是足以被恢复的消费和具有补偿增长的投资所对冲），预计二季度 GDP 增速在 7% 附近。这是最差的时期，是从幅度来看，经济增速创出了无法想象的历史新低；这是最好的时期，因为从变化方向来看，这是经济增速上升的起点；
4. 金融资产的定价依然跟随名义经济增长的方向而变化。风险类资产已经度过了最差的时期、避险类资产已经度过了最好的时期；

回顾来看，我们认为二季度经济的演变有两点超预期：

（1）疫情的反复略超预期。国内疫情的确已经趋于尾声，尽管北京在 6 月有爆发小规模疫情，但已得到控制；但国外疫情确实有所反复，国外单日新增病例不断创新高。其中，美国在开放经济活动之后，疫情已经出现二次爆发；印度、巴西疫情始终未得到有效控制。

（2）消费的补偿性增长低于我们的预期，从而导致二季度 GDP 恢复的力度低于先前预期。

具体来看，今年 1 月新冠肺炎疫情开始在国内爆发，2 月国内整体经济深度停摆，3 月随着国内疫情缓和，国内经济运行逐渐向正常状态靠拢。

从工业生产角度来看，3、4 月国内生产恢复非常快，但 5 月工业增加值同比为 4.4%，同比增速仅较 4 月抬升 0.5 个百分点，仍低于疫情前 2019 年 5.7% 的水平约 1.3 个百分点。

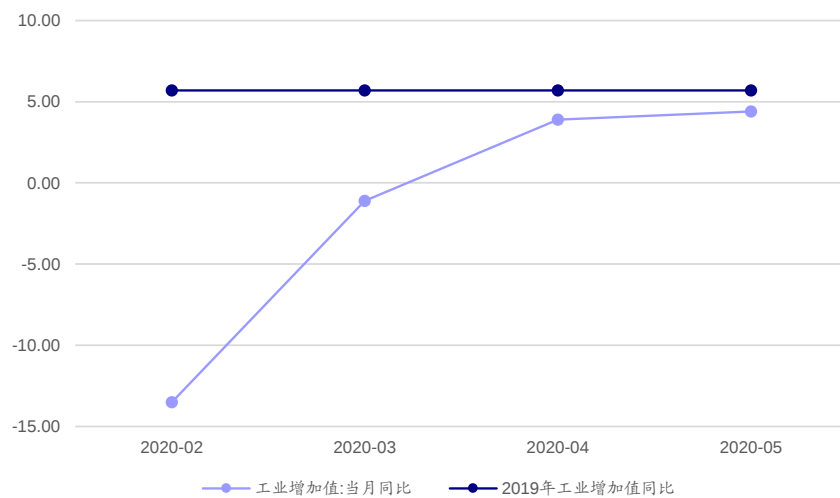
从需求端来看，5 月固定资产投资同比增 3.9%，较 4 月抬升 3.2 个百分点，低于疫情前 2019 年 5.4% 的水平约 1.5 个百分点；5 月社会消费品零售总额同比为 -2.8%，较 4 月抬升 4.7 个百分点，低于疫情前 2019 年 8.0% 的水平约 10.8 个百分点；5 月出口同比增 1.4%，较 4 月回落 6.7 个百分点，低于疫情前 2019 年 5.0% 的水平约 3.6 个百分点；5 月进口同比为 -12.7%，较 4 月回落 2.5 个百分点，低于疫情前 2019 年 1.7% 的水平约 14.4 个百分点。

以疫情前 2019 年全年同比为基准，则 5 月需求端各项经济增长指标表现最差的无疑是社会消费品零售总额和进口，二者同比增速低于疫情前 2019 年同比水平的幅度分别高达 10.8、14.4 个百分点。

此外，固定资产投资各分项中，制造业投资同比明显低于疫情前 2019 年的同比水平。5 月房地产与基建投资合并金额同比为 9.8%，高于疫情前 2019 年同比水平约 3.8 个百分点，而制造业投资 5 月同比为 -5.3%，低于疫情前 2019 年同比水平约 8.4 个百分点。

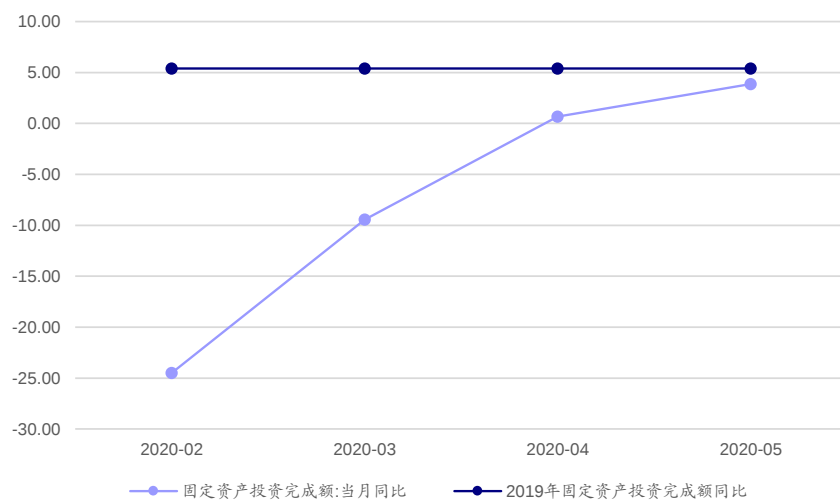
考虑到进口、制造业投资均与国内消费的关系非常密切，进口与制造业投资的低迷或主要是国内消费低迷所导致。

图 1: 5 月国内工业增加值同比增速接近 2019 年的水平



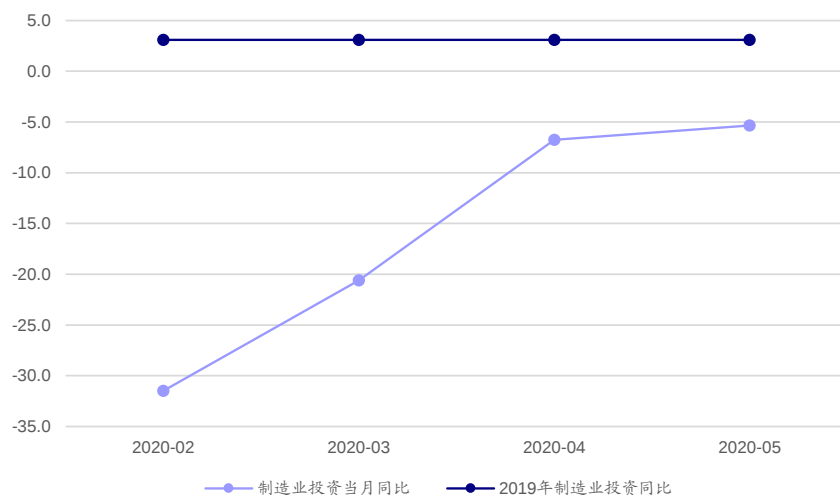
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平



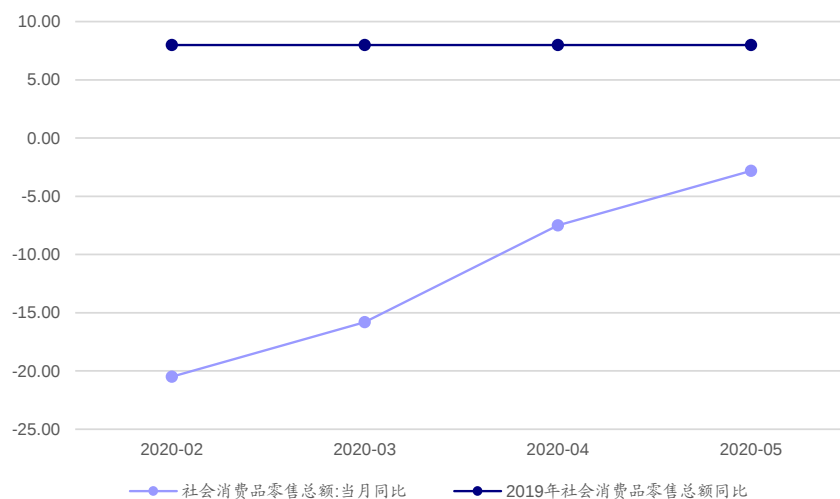
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平



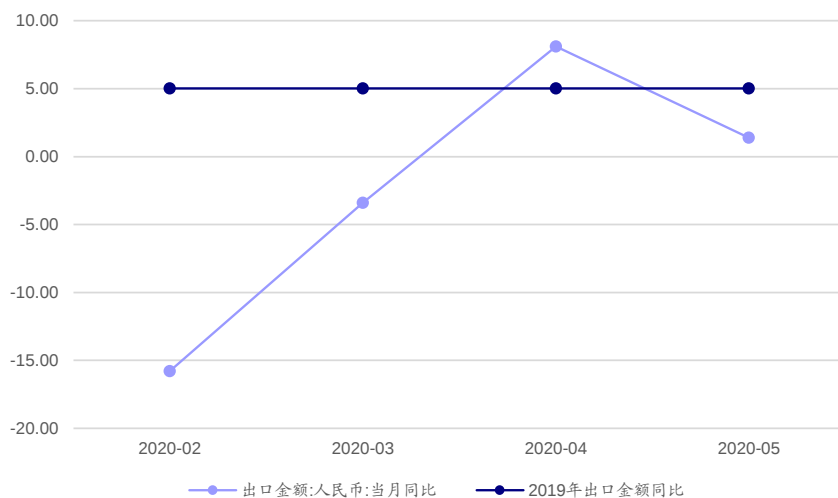
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平



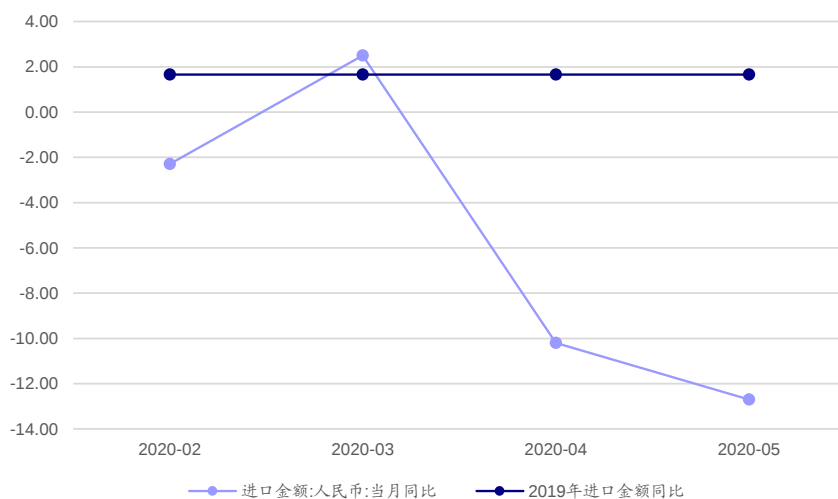
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

二季度各大类资产回顾: 福兮祸所伏, 祸兮福所倚

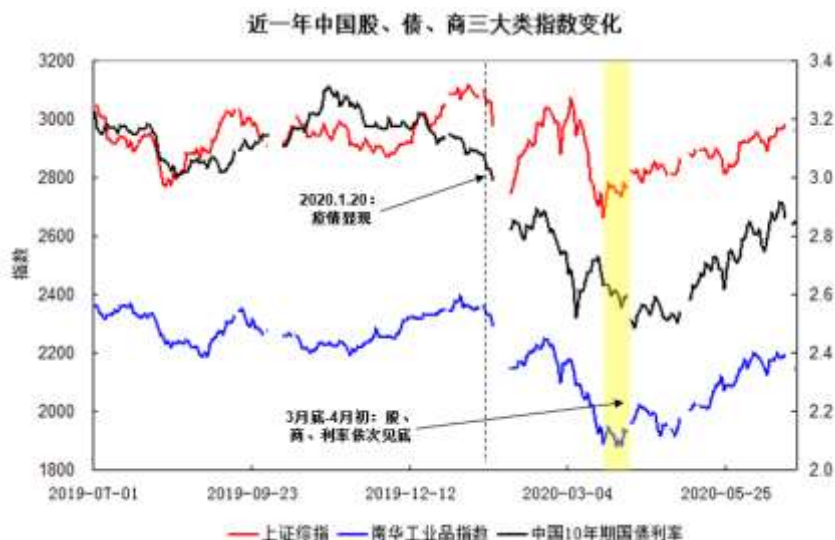
回顾二季度国内和海外资产价格变化, 有以下三个特点:

(1) 风险资产强, 而避险资产弱。在国内疫情得到有效控制、经济逐步恢复的情况下, 股票、商品等风险资产由底部不断上升; 而在货币政策由极度宽松转向边际收紧的过程中, 以债券为代表的避险资产冲高回落, 其在二季度的表现相对偏弱。

(2) 从各类资产依次转折的顺序来看, 股市最先触底回升, 商品其次, 利率(债券)和汇率次之。

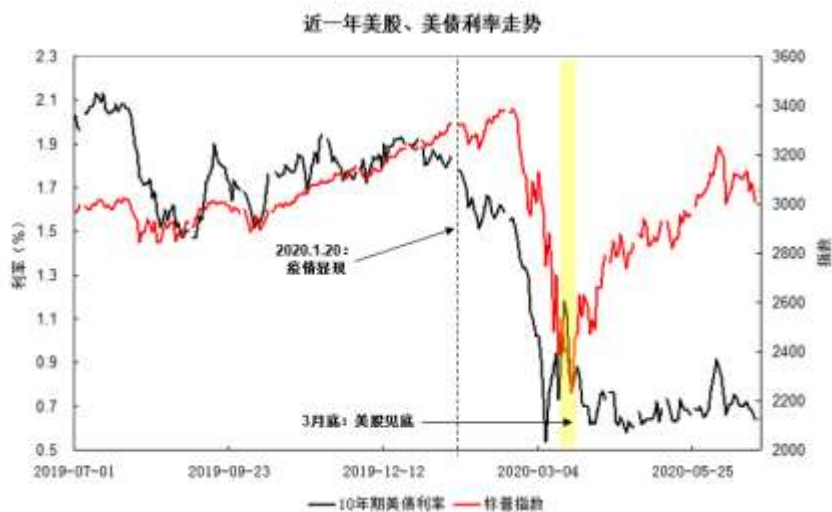
(3) 从全球范围来看, 得益于国内疫情得到有效控制, 中国各类资产的变化要领先于全球。

图 7：近一年中国股、债、商三大类指数变化



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：近一年美股、美债利率走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4133

