

国内经济持续改善，核心资产价格提升



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——川财总量资产配置资产系列深度之一

❖ 报告结论

其一，当前人民币汇率的持续调升，具备较强的基本面基础。其二，当前我国经济复苏具备先发优势，流动性总量率先回归常态，投资价值洼地逐步形成，我国核心资产吸引力正持续增强。

❖ 国内经济复苏叠加常规货币政策，加固核心资产价格韧性

二季度我国 GDP 增速由降转升，国内经济增速率先修复。传统基建支撑需求，“新基建”高速增长，经济修复后劲充足。经济基本面修复保障了人民币稳健的基本面。货币政策层面，相较于国外，疫情期间我国始终维持常规化的货币政策。4 月以来，央行货币投放量已明显减少，前 7 月央行货币总投放量已与去年同期基本持平，MLF 期末余额也与去年基本持平，国内货币政策已逐步恢复常态。下半年尽管结构性政策仍存在一定空间，但央行在总量上的审慎态度不改，人民币基本面有望维持长期稳健。

❖ 疫情叠加货币超常宽松，美元基本面震荡

今年以来，为应对疫情，美联储以降息、量宽、贷款支持计划等方式维护流动性环境，但“超常规宽松”并未对美国国内需求产生应有提振。截至 7 月末，美联储基础货币投放同比增长 44.17%，增长幅度显著高于广义货币投放量，高于 M2 同比增速 21 个百分点，美国经济活跃度不增反降。

美国经济较大的下行压力，使得美元储备功能趋弱。但当前美国疫情持续蔓延，市场对美元的信心走低，叠加美国以“MMT”方式大量投放流动性，美元储备功能趋于弱化。在避险资产选择上，投资者转而加大对黄金投资力度；近期黄金价格整体显著上扬，印证我们的观点。

❖ 中长期海外、国内核心资产价格有望“此消彼长”

对比海外各国无风险收益率，发达经济体利率趋异，一方面，美国国债的实际收益率持续下行；另一方面，在疫情企稳的提振下，欧元区公债、日本国债收益率均有抬升，印证欧日市场风险偏好改善。尽管在当前国际投资者的持仓债种中，美国国债仍占据主导地位，但加拿大、西班牙多个国家 7 月均减持美国国债，以美债为代表的美元资产吸引力或有下降。

境外机构对我国资产的关注度持续提升。以债券为例，上半年境外机构已成为我国国债和政金债的前 3 大增持机构，7 月海外资金对我国债券的增持规模再创历史新高。股市方面，年内北向资金净买入也呈整体上升趋势。中长期国内核心资产价格具备持续上行的基础。

❖ 风险提示：外部市场冲击风险，下游需求持续低于预期。

📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部

川财一级行业 总量研究

川财二级行业 宏观经济

报告类别 宏观深度

报告时间 2020/8/21

📌 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

📌 联系人

陈琦

证书编号：S1100118120003
chenqi@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、经济基本面持续改善，国内核心资产吸引力增强.....	4
1.1 我国单季度 GDP 率先转正.....	4
2.2 工业生产旺盛，经济上行确定性较强.....	4
2.3 基建投资延续改善，内需为持续上行蓄力.....	5
二、国内货币政策维持韧性，人民币基本面稳定.....	7
2.1 货币政策保持常规，流动性维持合理充裕.....	7
2.2 货币政策总量谨慎，但为结构性政策保留空间.....	8
2.2.1 总量谨慎、监管部门明确结构性政策方向.....	8
2.2.2 结构性货币政策是“稳增长”的要求.....	10
三、美元基本面弱势，利好国内核心资产.....	11
3.1 美联储政策超预期宽松，美元基本面孱弱.....	11
3.2 美国经济下行压力加大，美元储备功能弱化.....	12
3.3 海外、国内资产价格中长期有望“此消彼长”.....	14
风险提示.....	19

图表目录

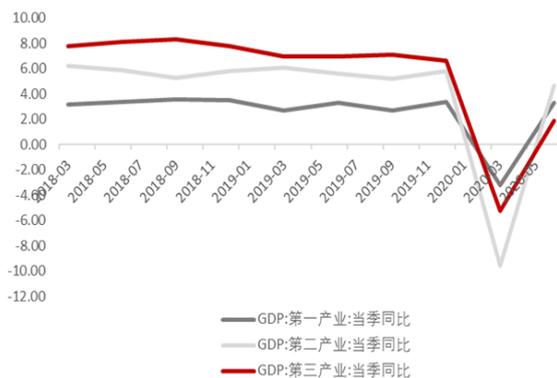
图 1: 我国 GDP 率先转正	4
图 2: 海外经济体 GDP 增速下滑	4
图 3: 工业增速稳定回升	5
图 4: 工业企业利润持续恢复	5
图 5: 高技术产业恢复较高增速	5
图 6: 新基建相关制造业维持高增速	5
图 7: 固定资产完成额持续回暖	6
图 8: 制造业降幅持续较大	6
图 9: 基建投资增速持续修复	6
图 10: 年内专项债资金余额仍然较大	6
图 11: 1-7 月货币投放量基本恢复常态	7
图 12: 年内专项债资金余额仍然较大	7
图 13: 1-7 月货币投放量基本恢复常态	8
图 14: MLF 余额同比基本持平	8
图 15: 中小银行同业存单发行量增加	11
图 16: 中小行同业存单发行利率持续上升	11
图 17: 美联储货币供应量空前增加	12
图 18: 美联储基础货币空前投放	12
图 19: 美国 GDP 增速空前下行	13
图 20: 美国单季度 GDP 明显下降	13
图 21: 美国初请失业人数仍处高位	13
图 22: 美国单周领取失业金人数仍较多	13
图 23: 美元基本面走弱, 黄金价格相应上涨	14
图 24: 我国减持部分美国国债	14
图 25: 国际投资者对美元资产的关注度下降	14
图 26: 美国债实际收益率持续下降	15
图 27: 欧元区公债收益率出现上行	15
图 28: 日本国债收益率有所抬头	15
图 29: 北向资金持续净买入	16
图 30: 外资持续增持国内债券	16

一、经济基本面持续改善，国内核心资产吸引力增强

1.1 我国单季度 GDP 率先转正

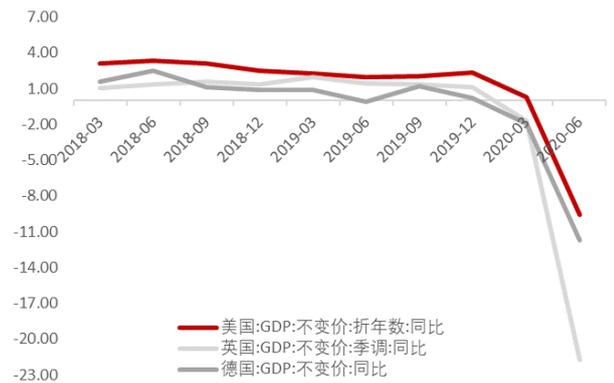
我国经济基本面持续修复，二季度 GDP 转正。二季度国内生产、投资及消费表现共同回暖，单季 GDP 由降转升，我国经济基本面率先修复，新老基建、国内大循环共同收效。分结构看，二季度我国工业生产率先转正，同比增速实现 4.7%，增速优于第三产业和第一产业；在扩内需政策持续加码的背景下，工业生产整体复苏强劲，第二产业实现率先发力。值得一提的是，在疫情防控的要求下，餐饮、娱乐等相关服务业复苏缓慢，但第三产业 GDP 增速已基本恢复正增长，年内有望持续改善。

图 1： 我国 GDP 率先转正



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 海外经济体 GDP 增速下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所，单位：%

海外主要经济体 GDP 增速不佳。相比而言，二季度发达经济体 GDP 增速表现普遍不佳。例如，美国第二季度 GDP 年率下跌 32.9%，美国经济在第二季度出现下行与消费行业的低迷有关。新冠疫情下，在美国经济中占有重要地位的餐饮、旅行和零售等行业均受到一定程度的影响。此外，美国第二季度实际个人消费支出季率初值为-32.9%，为美国历年来最大的历史跌幅。

2.2 工业生产旺盛，经济上行确定性较强

采矿业淡季拖累，但工业高增长趋势不改。从单月数据看，7月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与 6 月持平，制造业增速持续加快，采矿业当月增速转负。究其原因，7 月为采矿业传统淡季，在天气等季节性因素的影响下，采矿业开工或较缓慢。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

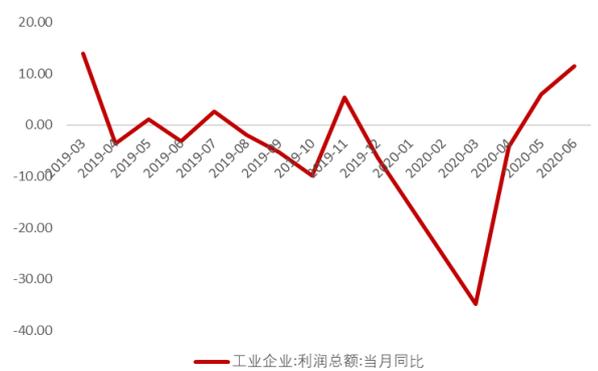
“老基建”支撑需求，“新基建”凸显高增长。“新老基建”仍是7月工业增长的重要支点，工业需求改善的大趋势不变。传统基建方面，7月周期品冶炼加工行业增加值延续较好表现，黑色、有色金属冶炼和压延工业增加值分别增长7.9%、2.6%；同时，7月钢材、水泥及有色金属产品增加值也维持较高增速，分别增长9.9%、3.6%和3.3%。新基建方面，7月高端制造行业增加值延续回暖，专用设备、电气机械和计算机、通信和其他电子设备制造业同比均维持较高增速，分别增长10.2%、15.6%和11.8%。从需求角度看，7月高新技术产品出口增速扩大至15.6%、机电产品出口增速扩大至10.2%，叠加政策对内需的提振，年内新兴产业高增速有望持续。

图 3： 工业增速稳定回升



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 4： 工业企业利润持续恢复



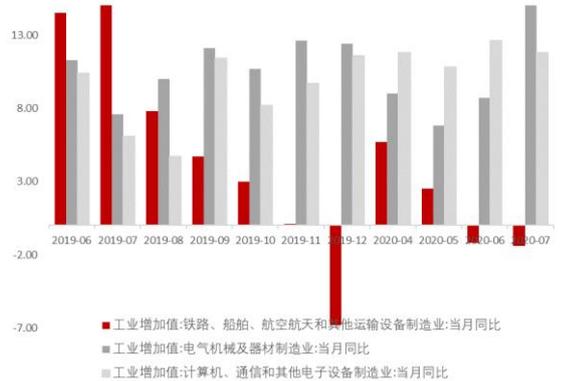
资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：%

图 5： 高技术产业恢复较高增速



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 6： 新基建相关制造业维持高增速



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：%

2.3 基建投资延续改善，内需为持续上行蓄力

外需弱势，制造业投资短期较为低迷。1-7月，全国固定资产投资329,214亿元，同比下降1.6%，降幅比1-6月收窄1.5个百分点。三大产业固定资产投资

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资延续改善,但制造业对第二产业的拖累仍存,工业投资仍待修复。具体来看,1-7月国内制造业投资同比下降10.2%,降幅环比有所收窄,但外需对传统制造业的经营预期仍有影响,企业的再生产、投资意愿或较弱。

值得一提的是,当前政策端对制造业投资持续关注,7月底政治局会议特别指出“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”,制造业投资有望提振。

图 7: 固定资产完成额持续回暖



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元

图 8: 制造业降幅持续较大



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所, 单位: %

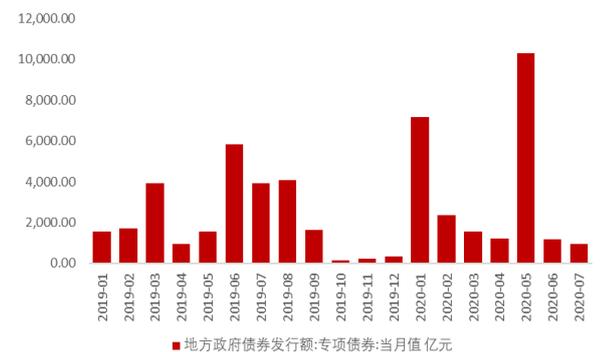
基建投资持续修复,后劲充足。从单月数据看,7月我国基建投资累计同比下降1%,降幅再度收窄1.7个百分点,水利、公共管理、运输投资增速持续改善,基建对国内经济的支撑明显,“国内大循环”趋势鲜明。

图 9: 基建投资增速持续修复



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元

图 10: 年内专项债资金余额仍然较大



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 单位: %

当前市场对基建的预期有所分歧,主要由于2018、2019年基建为GDP增速贡献仅在0.5%左右;因此基建研究仍需着眼总量。首先,在先导指标方面,据Wind梳理,7月国内挖掘机销量同比增长54.80%,连续4个月增速超过

50%，年内基建项目的动工节奏有望保持。资金端，年初以来，地方政府专项债投向优化，棚改专项债地位降低，60%以上的新增专项债投向“新老”基建领域，叠加抗疫特别国债的明显倾斜，全年基建投资增量为2.3万亿元，全年投资增速有望显著增长至13%。

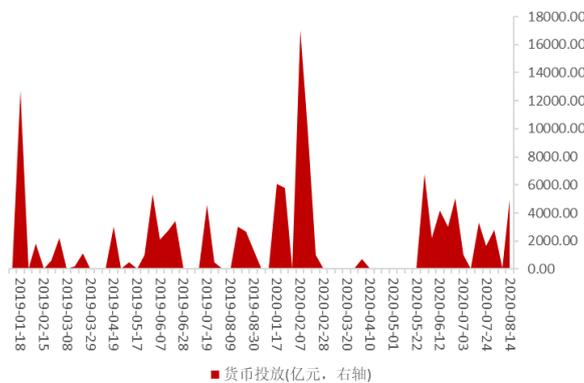
总体而言，传统基建支撑需求，“新基建”高速增长，国内大循环有望持续收效，经济修复后劲充足。经济基本面修复保障了人民币稳健的基本面，国内核心资产吸引力有望持续增强。

二、国内货币政策维持韧性，人民币基本面稳定

2.1 货币政策保持常规，流动性维持合理充裕

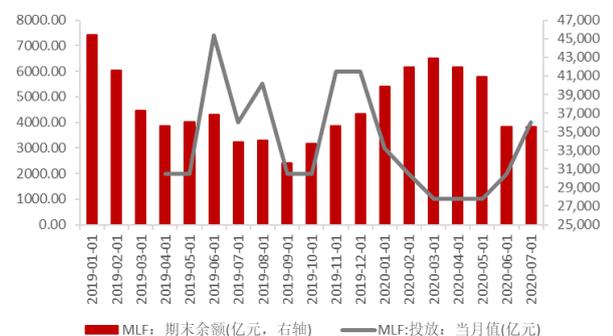
国内货币政策已回归常态。从总量的维度看，前7月央行货币总投放量与去年同期基本持平，4、5月货币投放量明显减少，MLF期末余额也与去年基本持平，二季度以来国内货币政策较为克制，货币政策恢复常态。

图 11：1-7 月货币投放量基本恢复常态



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 12：年内专项债资金余额仍然较大



资料来源：Wind，川财证券研究所，单位：%

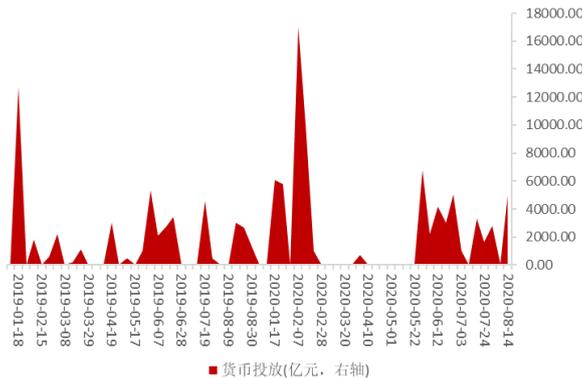
M1、M2 走势分化，政策倾向稳定需求。据7月央行数据，7月末M2余额为212.55万亿元，同比增长10.7%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高2.6个百分点；狭义货币(M1)余额59.12万亿元，同比增长6.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.4个和3.8个百分点；M1、M2同比增速走势有所分化。

M2同比增速为10.7%，较6月末下行0.4个百分点，但增速仍位于10%以上的高位，流动性环境延续合理充裕。M1方面，7月M1增速小幅加快，增幅

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

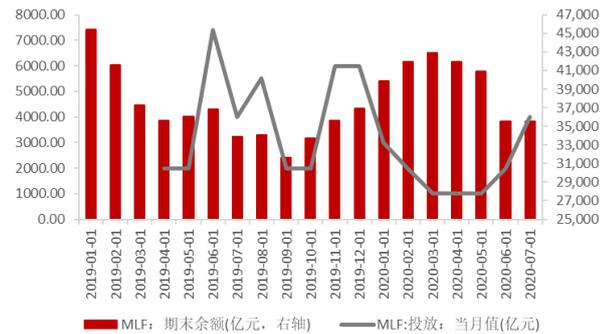
比上月扩大0.4个百分点,企业部门活期存款维持高位,印证后续企业再生产、投资意愿的持续较强。从需求角度看, M1、M2 同比增速的剪刀差往往先于工业增加值及 PPI 数据的回暖, 7 月剪刀差小幅走扩, 年内工业品需求有望持续回暖, 国内货币政策稳需求功能较强。

图 13: 1-7 月货币投放量基本恢复常态



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 14: MLF 余额同比基本持平



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 货币政策总量谨慎, 但为结构性政策保留空间

2.2.1 总量谨慎、监管部门明确结构性政策方向

表格1. 二季度货币政策执行报告表述趋于谨慎

	2020 年二季度	2020 年一季度
对经济形	1. 2020 年以来, 新冠肺炎疫情给我国经济社会发展带来严重冲击第二季度我国 GDP 同比增长 3.2%, 增速较第一季度回升 10 个百分点, 明显好于预期中长期看, 我国经济稳中向	1. 新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击但新冠肺炎疫情的影响是总体可控的, 短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳

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_3020

