

分析师: 杨震宇

登记编码: S0730519050001

yangzy1@ccnew.com 021-50586725

基本面修复到位+政策回归常态, 建议股债均衡配置

——大类资产配置专题

证券研究报告-大类资产配置专题

发布日期: 2020年08月18日

相关研究

- 1 《策略报告: 金融股大涨 沪指突破 3400 点-市场分析》 2020-08-17
- 2 《策略报告: 波动率周期震荡阶段, 行业轮动“扩容”-A 股策略》 2020-08-16
- 3 《策略报告: 精选层发行放缓, 混合交易业务加紧推进-新三板精选层发行与转板周跟踪》 2020-08-14
- 4 《策略报告: 银行保险推动 A 股先抑后扬-市场分析》 2020-08-14
- 5 《策略报告: 防御板块走强 A 股缩量震荡-市场分析》 2020-08-13

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **国内宏观: 疫情后强劲复苏, 金融周期边际收敛** 疫情后, 我国经济表现出较强的自我修复韧劲, 不仅 GDP 增速恢复至正值, 消费、投资和对外贸易增速均不同程度地收窄跌幅; 工业企业利润总额增速回升, 并进入疫情后的库存去化阶段; 食品、医药等行业已经实现利润增速回正, 食品保持高库存, 计算机等信息技术进入去库存, 交通运输和公用事业出现补库存等, 未来库存分化现象值得关注; 我国通胀率自高位回落企稳, 但结构性通胀问题愈演愈烈, 掣肘货币政策空间; M1M2 增速回升, 社融数据在政策强力作用下表现较好, 但随着政策回归常态, 金融周期将向经济周期收敛; 地产投资在需求带动下持续复苏, 人民币在疫情后持续升值, 外汇储备稳定, 人民币资产外部定价环境较为有利等。
- **国外宏观: 疫情后全球需求修复, 高负债将影响后续经济表现** 疫情冲击着全球经济, 经济表现下降, 失业率激增。但是 4 月后全球需求明显修复, 失业率下降, PMI 显著回升。但与此同时, 在宽松货币政策作用下, 全球负债水平在原有基础上继续攀升。伴随全球经济政策逐步退出疫情状态, 各国削减对美债等资产配置, 全球负债问题将逐渐凸显, 会影响未来经济和资本市场运行。
- **资产配置: 经济修复到位政策回归常态, 权益和债券资产均衡配置** 当前国内宏观面已经处于疫情后基本面修复的尾声, 周期性因素将逐步占据主导, 政治局会议定调政策将随之回归常态。因此新增需求将表现出边际回落, 经济结构性变化带动股市估值分化, 权益市场短期内将进入震荡市, 表现为多行业轮动格局; 全球央行保持低利率政策, 基本面修复和供给端对债市的冲击边际放缓。但高负债环境下企业违约概率上升, 外部信用利差超调会引起后市收益率反弹施压国内债市。预计权益和债券资产将处于均衡状态。在经济修复渐进到位情况下, 通胀率预期继续回升, 实际利率将继续下行, 黄金价格还有机会回到高位; 原油供需两端持续修复, 铜价由贴水转入升水状态, 受制于需求端后续增长乏力, 预计原油和铜等大宗商品价格将进入震荡区间。因此我们建议可以由多配股票减配债券转入短期内战术性股债均衡配置, 标配原油、铜, 多配黄金。

风险提示: 经济政策和数据超预期、流动性超预期收紧、中美谈判出现重大挫折, 疫情发展超预期

内容目录

1. 国内宏观：疫情后强劲复苏，金融周期边际收敛.....	4
2. 国外宏观：疫情后全球需求修复，高负债将影响后续经济表现	11
3. 资产配置：经济修复到位政策回归常态，权益和债券资产均衡配置	15

图表目录

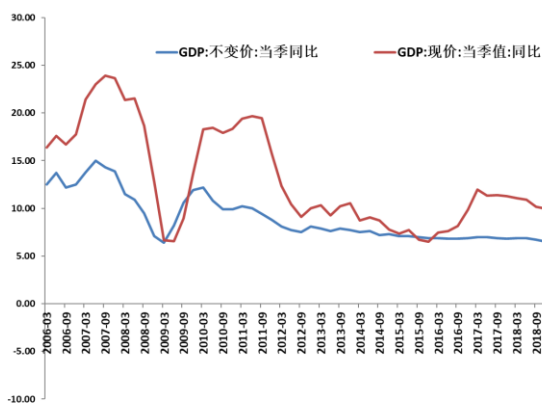
图 1: 实际 GDP 和名义 GDP 增速回升.....	4
图 2: 工业增加值增速结构性回升	4
图 3 上半年“三驾马车”V 字走势.....	5
图 4 新出口订单 PMI 修复较为显著	5
图 5: 疫情导致库存周期暂时切换向累库	6
图 6: 分行业库存周期将逐步分化.....	6
图 7 地产销售和投资增速回暖.....	6
图 8 5 月地产成交增速快速回升，土地溢价率稳定	6
图 9: 新开工面积增速开始超过竣工面积增速.....	7
图 10: 开工率持续回升	7
图 11 7 月 CPI 和 PPI 增速回暖	7
图 12 我国结构性通胀问题愈演愈烈	7
图 13 M1M2 增速回升.....	8
图 14 社融各分项全面回暖.....	8
图 15 高利差状态下人民币汇率表现稳健	9
图 16 外汇储备和外汇占款增速稳定	9
图 17 国外每天新增病例数变化.....	11
图 18 国外死亡和治愈累计病例数	11
图 19 美日欧 PMI 触底迅速反弹.....	11
图 20 通胀率迟到 7 月方显回升.....	11
图 21 美联储资产负债率占比直线冲高.....	14
图 22 美联储资产负债表规模边际收缩	14
图 23 美国债务水平显著上升	14
图 24 其他国家购买美债意愿明显下降.....	14
图 25 股债性价比处于均衡状态.....	16
图 26 美债利差和 VIX 指数稳定	16
图 27 当前市场进入第三轮震荡期	17
图 28 下半年是地方债发行的“淡季”.....	18
图 29 信用利差持续回落.....	18
图 30 黄金价格走势与隐含通胀率预期变化较为一致	19
图 31 实际利率快速下行是黄金助涨因素	19
图 32 原油供需两端修复上行	19
图 33 铜贴水显著修复	19
表 1: 工业企业净利润分行业表现	5
表 2: 7 月社融数据一览.....	8
表 3: 最新宏观数据一览.....	10

表 4: 各国失业率数据一览	12
表 5: 主要国家或地区基准利率变化	13
表 6: 以下为本次重磅会议涉及的八大要点	15
表 7: 今年逐月大类资产表现	16

1. 国内宏观：疫情后强劲复苏，金融周期边际收敛

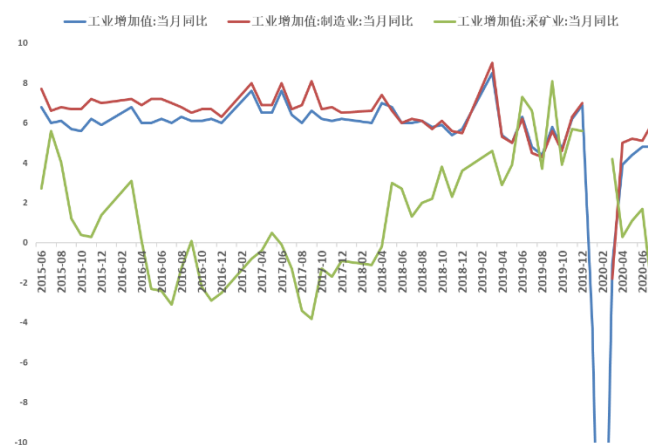
疫情复苏期内我国经济表现强势，各项指标迅速回升。今年我国宏观经济受疫情影响较为明显，但由于我国疫情控制得力，4月份开始经济处于疫情后的恢复期内，反映在经济数据上表现出强劲的回升。如一季度GDP增速下降至-6.8%，但二季度GDP增速快速回升至3.2%，表现出较强的韧性；2月官方PMI仅35.7%，随后3月份便强势回归52%，7月份为51.1%；2月工业增加值同比增速仅-25%，3月迅速收窄至-1.1%，6月份已经回升至4.8%；1-2月我国工业企业利润累计同比增速为-38%，1-6月已经收窄至-12.8%；6-7月工业增加值同比增速连续保持在4.8%水平，其中7月制造业增加值增速升高至6%，采掘业回落至-2.6%，生产修复的结构性特征越来越明显。

图 1：实际 GDP 和名义 GDP 增速回升



资料来源：Wind，中原证券

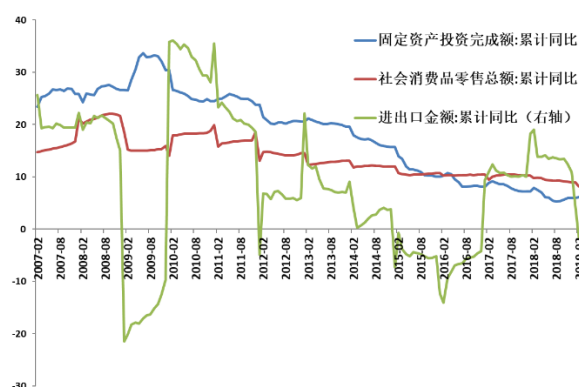
图 2：工业增加值增速结构性回升



资料来源：Wind，中原证券

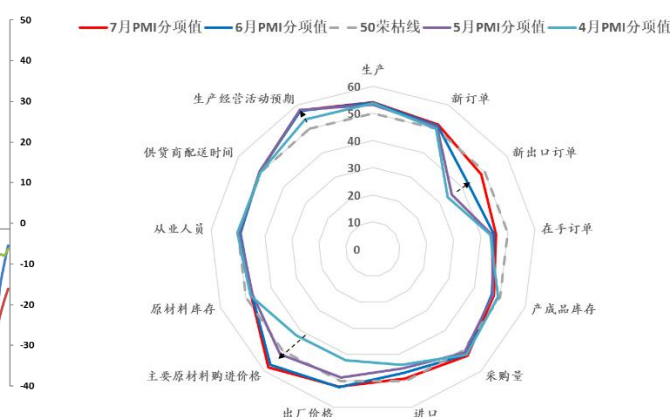
复苏期内，我国投资增速复苏快于消费和对外贸易，显现政策强力作用效果。在总量回升过程中，我国经济的“三驾马车”表现出不同程度的恢复态势。其中固定资产投资累计同比增速从2月-24%回升至6月份的-3.1%；社会消费总额累计同比增速从2月的-20.5%回升至6月份的-11.4%；进出口金额从2月份的-11%回升至7月份的-4.8%（疫情发生前为-3%以内），投资复苏进程快于消费和对外贸易，主要是由于消费和对外贸易受制于内外需恢复进展和疫情控制程度，而国内在疫情后历次政治局会议和国务院常务会议中均部署相关抗疫工作以及疫情后经济恢复工作，尤其是强调加大基础设施建设投资力度，尽快形成实物工作量，推动投资水平更快恢复。但需要注意的是，7月份新订单出口PMI修复较快，外需实际表现会好于预期，对外贸易增速不必过于悲观。

图 3 上半年“三驾马车”V字走势



资料来源：Wind，中原证券

图 4 新出口订单 PMI 修复较为显著



资料来源：Wind，中原证券

工业企业开始显现出去库，疫情后短周期有望逐步呈现复苏期内的库存分化。疫情发生后，我国工业企业库存增速迅速攀升，从疫情前库存增速低点迅速反弹至前库存周期高点上方，经济被动补库非常明显。分行业来看，本轮疫情造成的补库存最明显的不是上游制造业，而是计算机、通信和其他电子设备制造业，食品、钢铁、公用事业依次补库；而采掘业和交通运输在疫情期间反而显现出去库存；4 月开始，主要行业均显现库存去化，仅食品制造业库存在高位运行；5 月份以来公用事业和交通运输显现库存回升。

表 1：工业企业净利润分行业表现

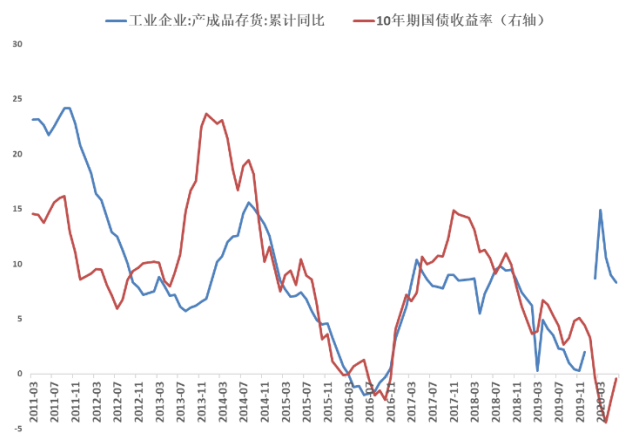
	工业企业	国有控股企业	私营工业企业	采矿业	制造业	食品	汽车	医药	纺织
2020年4月	-27.40%	-46.00%	-17.20%	-35.20%	-26.80%	-13.00%	-52.10%	-7.40%	-19.80%
2020年5月	-19.30%	-39.30%	-11.00%	-43.60%	-16.60%	-2.50%	-33.50%	-0.50%	-10.30%
2020年6月	-12.80%	-28.50%	-8.40%	-41.70%	-9.80%	4.00%	-20.70%	2.10%	-5.60%
	煤炭开选	黑色金属采选	黑色金属冶炼及压延加工	有色金属冶炼及压延加工	通用设备	专用设备	运输设备	电气机械	电子设备
2020年4月	-27.00%	40.30%	-60.40%	-40.30%	-17.60%	-3.10%	-11.70%	-22.90%	15.00%
2020年5月	-31.20%	20.90%	-57.20%	-43.70%	-6.50%	16.60%	-6.50%	-11.60%	34.70%
2020年6月	-31.20%	24.20%	-40.30%	-29.40%	-1.10%	20.70%	-4.80%	-6.40%	27.20%
	酒类	纺织服装	家具	造纸	化学制品	橡胶塑料	电热	燃气	水
2020年4月	-8.90%	-34.80%	-37.20%	5.50%	-48.00%	-11.90%	-27.00%	-1.70%	-31.90%
2020年5月	-9.60%	-29.20%	-36.30%	5.60%	-38.60%	3.60%	-19.50%	3.70%	-16.50%
2020年6月	-2.90%	-27.40%	-29.90%	0.00%	-32.20%	14.00%	-9.50%	-4.00%	-8.10%

资料来源：Wind，中原证券

从工业企业盈利表现来看，大部分行业均呈现出利润增速回升：其中食品、医药、专用设备、橡胶塑料等行业利润总额同比增速已经由负转正；黑色金属和有色金属冶炼及压延加工业降速持续收窄；黑色金属采选业和电子设备利润保持双位数增长；疫情后行业普遍业绩表现好转，但抗周期行业和成长行业业绩表现独立性较强。

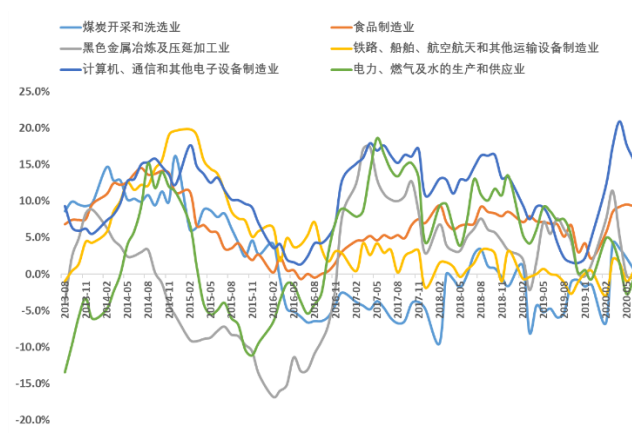
因此下游需求已经开始推动需求低弹性行业补库。我们判断从整体上而言，受制于疫情后部分需求阶段性收缩以及外需的萎缩，叠加疫情期间快速累库的影响，半年内经济将重新进入库存去化阶段。但在其中，由于需求的分化和对经济环境变化敏感性的差异，导致部分刚需行业将很快进入补库存周期，行业间库存周期分化将逐渐突出。

图 5：疫情导致库存周期暂时切换向累库



资料来源：Wind，中原证券

图 6：分行业库存周期将逐步分化



资料来源：Wind，中原证券

下游需求带动上游地产投资增速回升，政策调控周期内仍看好未来地产投资的表现。今年疫情发生后，地产成交量一度直线下降，3 月 100 大城市成交数量同比增速为-20%；4 月以来地产交投活跃度明显回升，土地溢价率亦紧随提升。5 月 100 大城市成交数量同比增速达到 70%，7 月亦有 41%，月内平均土地溢价率保持在 15%以上；交投活跃度反映在地产销售数据上。房地产销售额累计同增速由 1-2 月的-35.9%收窄至 1-6 月份的-5.4%。在需求端回暖带动下，地产投资增速亦显现回升。房地产开发投资完成额同比增速已经由 2 月份-16.3%回到 6 月的 1.9%，实现正增长。3 月份以来新开工面积增速追赶竣工面积，6 月份新开工面积已经超过竣工面积，表明地产投资已经进入扩张区域。

图 7 地产销售和地产投资增速回暖

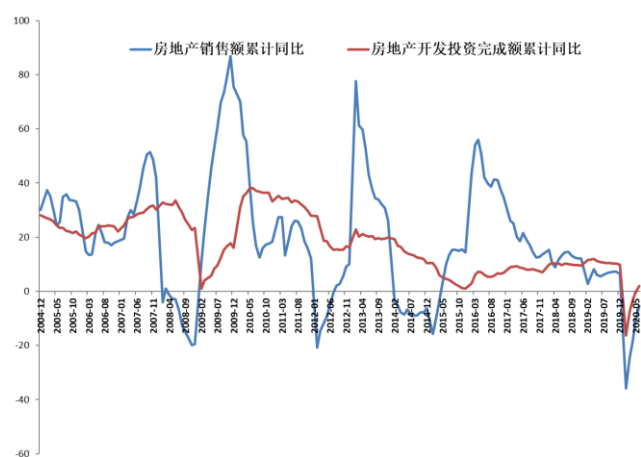
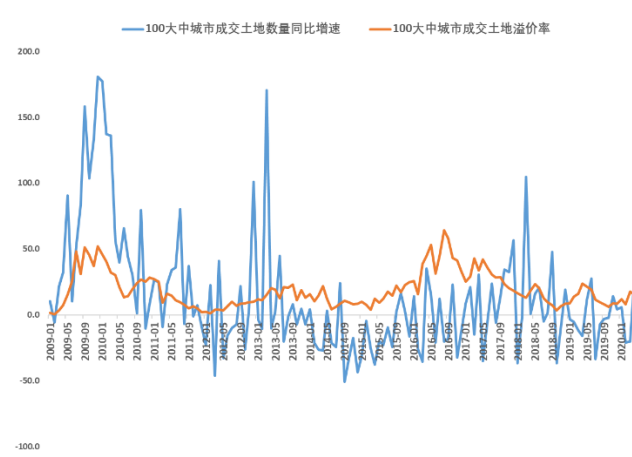


图 8 5 月地产成交增速快速回升，土地溢价率稳定



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

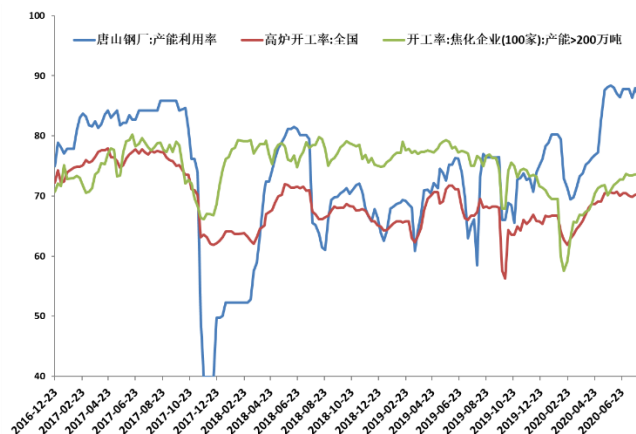
地产投资的活跃还表现在上中游开工率显著回暖, 唐山钢厂开工率、焦炉开工率等均已经恢复甚至超过疫情前的高点。疫情期间, 中央召开数次政治局会议, 并未提及房地产问题, 市场一度认为疫情当前地产调控会有所放松; 7 月末政治局会议全面部署疫情后经济工作, 重点强调“房住不炒”不放松。因此预计下半年地产投资将在政策调控和需求带动作用下缓慢回升。

图 9: 新开工面积增速开始超过竣工面积增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 开工率持续回升



资料来源: Wind, 中原证券

通胀率见底回升, 但结构性通胀愈演愈烈, 影响货币政策作用空间。疫情期间由于需求的急剧收缩, 造成国内 CPI 增速在 2 月份伴随猪肉价格达到顶点而运行至 5.2% 后持续回落至 5 月的 2.4%, PPI 增速伴随原油价格一度探底 -3.7%; 6 月在需求复苏、原材料价格企稳带动下, CPI 和 PPI 增速双双回升。但 CPI 的结构性通胀问题愈演愈烈, 其中食品项 CPI 增速保持在 10% 以上, 同期非食品项 CPI 增速已经自 2018 年以来持续回落至 7 月份的 0%。通胀率的结构性问题会掣肘我国货币政策的作用, 并导致货币政策必须以结构性工具为主, 避免食品项 CPI 的冲高造成社会恩格尔系数的上升, 影响居民生活质量和消费能力的释放。

图 11 7 月 CPI 和 PPI 增速回暖

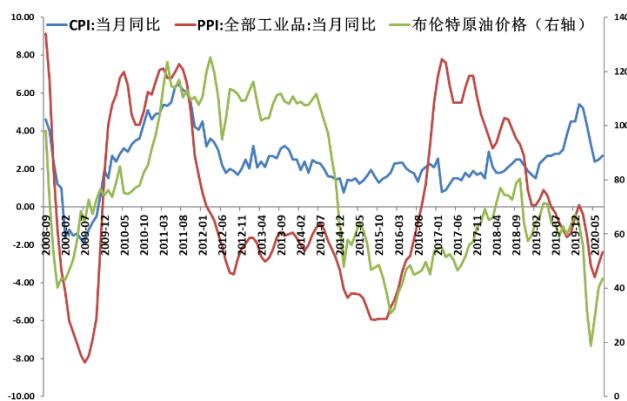
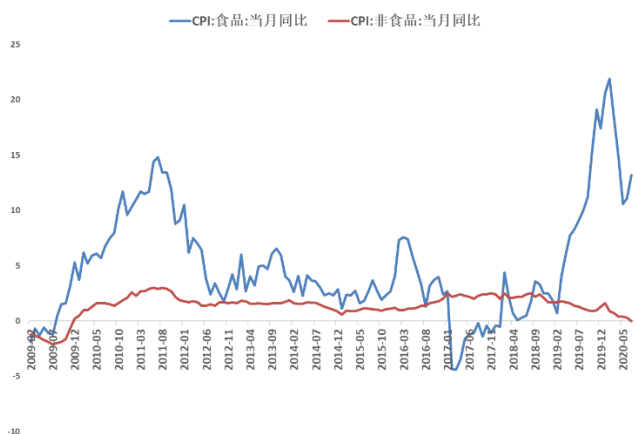


图 12 我国结构性通胀问题愈演愈烈

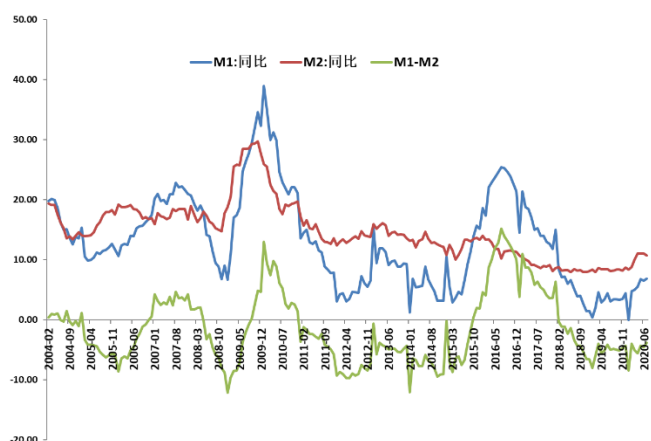


资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

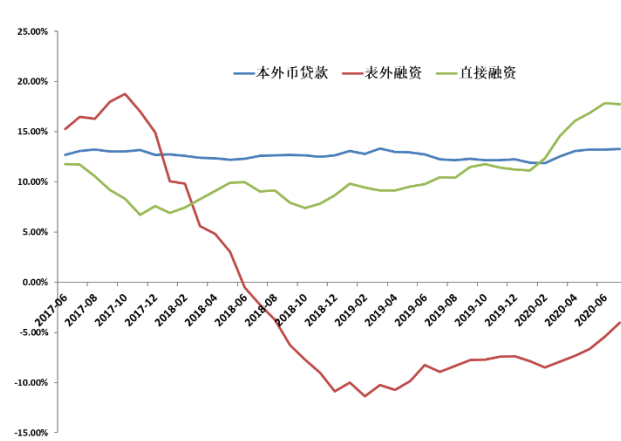
疫情期间逆周期政策推动金融周期表现出超调, 下半年货币供给增速料将回落, 金融周期将向经济周期回归。疫情期间我国加大货币政策逆周期调节力度, 除了定向降准等传统工具外, 还推出多项直达实体经济的货币政策创新工具。在政策强力作用下, M1 和 M2 同比增速结束了此前持续下行, 已经于3月份开始回升。截止7月M1和M2同比增速分别为6.9%和10.7%, 二者剪刀差环比6月有所收敛。同时社融数据表现较好, 贷款存量、表外融资存量和直接融资存量增速疫情后均不同程度上升。表明企业和政府贷款存款增长超过家庭部门, 直接融资增速好于间接融资, 金融周期的超经济周期表现主要由于政策逆周期作用的结果, 实际经济内生融资需求恢复较为缓慢, 杠杆进一步向政府和类政府的企业部门集中。

图 13 M1M2 增速回升



资料来源: Wind, 中原证券

图 14 社融各分项全面回暖



资料来源: Wind, 中原证券

表 2: 7 月社融数据一览

指标简称	单位	最新值	更新至	环比变化	同比增长	去年同期增长	近1年
社会融资规模	亿元	16900	2020-07	-17442.00	4027.89	-5509.83	
新增人民币贷款	亿元	10200	2020-07	-8829.00	2113.93	-4775.08	

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_3073

