

我们正站在两个周期的起点

西部宏观自上而下研究系列之四

核心结论

从复苏周期的角度来看，全球经济目前处于早周期的起点。1) 全球经济：由于疫情的影响，今年上半年全球经济陷入了一次比较深的衰退。随着各国相继解封，高频以及常规经济数据开始回升，全球经济开始进入早周期的复苏阶段。环比持续改善的大逻辑不变。2) 中国经济：率先复苏，领跑全球，但距离回到疫情前的水平仍然存在修复空间。具体来看，基建和地产是上半年支撑复苏的核心部门，而消费是经济增速的拖累项，但是随着疫情影响的逐渐消退，消费的恢复空间更大，预计在今年下半年会重新成为经济的主要贡献项。其中，地产链条和汽车行业销售需求已出现明显改善，石油化工和餐饮行业仍在弱复苏，未来有较大的恢复空间。

从全球宽松周期来看，预计各国央行在2022年之前都会继续保持宽松环境，支持风险资产价值提升。1) 货币政策宽松：由于全球经济至少要到2022年才能回到疫情前的水平，同时疫情反复也增加了复苏进度的不确定性，因此全球将会继续保持宽松的货币环境。信用环境放松，为企业加大投资、创造利润提供了健康的环境。同时下游消费者也会增加借贷和支出，因而权益市场上市公司业绩会迎来快速恢复增长，叠加复苏预期带来的估值提高，风险资产的价值将会显著提升。2) 财政政策宽松：我们预计下半年在发达国家还会有新的财政刺激政策。例如，美国薪酬保障计划7月有可能会推出新的法案进行资金补充。欧洲的7500亿欧元刺激计划中目前正在讨论细节问题。中国方面，今年我国地方专项债的预期目标为3.75万亿元，1-6月已经新发2.23万亿元，再加上7月待发行的7100亿元特别国债，今年下半年还有2.23万亿元左右的额度，与上半年基本持平。因此预计下半年基建作为逆周期调节手段，将会继续支持投资部门的复苏。3) 流动性充足：2020年5月美国、中国、日本、欧洲央行的M2同比增速分别为23.1%、11.1%、5.1%、9.1%，美国和日本的M2同比增速是2000年以来的最高，中国是2017年以来的最高值，欧洲央行是2008年金融危机结束以后至今的最高值。

站在两个周期的起点，我们坚定看好A股的表现，但也需要持续保持警惕。1) 从相对估值来看，A股明显低于美股。目前美股和A股二者的市盈率比值达到了1.7以上，和2014年相似，已经居于历史极值。未来经济复苏更加快速强劲的A股将迎来相对估值的提升，市盈率之比也将会回归均值。2) 从绝对估值来看，A股估值低于历史均值。沪深300指数的市盈率(TTM)目前为13.51倍，低于2005年至今的历史平均水平。3) 政策放开叠加A股低估值，将会带动外资加速流入。陆股通今年1-6月累计净流入1181.51亿元，超过去年同期的964亿元。

风险提示：政策转向收紧；中美关系；疫情超预期蔓延

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
 18548912118
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 陶冷
 15000831636
 taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配置？ 2020年6月29日

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展 2020年5月31日

索引

内容目录

一、经济复苏周期.....	4
1.1 全球	4
1.2 中国	4
1.3 大类资产表现.....	8
二、全球宽松周期.....	9
2.1 货币政策宽松.....	9
2.2 财政政策宽松.....	11
2.3 流动性周期	12
三、A股具备估值优势	13
3.1 相对估值	13
3.2 绝对估值	13
3.3 外资流入	14
四、风险因素分析.....	15
4.1 政策转向收紧.....	15
4.2 中美关系	15
4.3 海外疫情二次爆发	15

图表目录

图 1：主要经济体的经济增速（%）	4
图 2：IMF 对主要经济体 GDP 同比增速的预测（%）	4
图 3：中国制造业 PMI 连续四个月维持在 50 以上.....	5
图 4：中国经济仍然存在修复空间.....	5
图 5：经济恢复过程消费慢于生产	6
图 6：限额以上消费复苏好于限额以下	6
图 7：地产链条和汽车销售需求明显改善	6
图 8：石油制品与餐饮行业恢复缓慢	6
图 9：商品房销售回暖.....	7
图 10：中国出口增速持续超预期	7
图 11：5 月贸易顺差创历史最高纪录	7
图 12：对中国 GDP 增速的预测值	8
图 13：中美德 10 年期国债收益率.....	8
图 14：2020 年美股走势.....	9
图 15：2020 年 A 股走势.....	9

图 16: 美联储资产总额.....	9
图 17: 日本央行资产总额	10
图 18: 欧洲央行资产总额	10
图 19: 中国人民银行存款准备金率.....	10
图 20: 中国 LPR 报价利率	10
图 21: 美日欧的目标基准利率 (%)	11
图 22: 2020 年地方政府专项债计划目标为 3.75 万亿元.....	11
图 23: 2020 年上半年累计发行 2.23 万亿元.....	11
图 24: 中美日欧的 M2 同比增速 (%)	12
图 25: 我国信贷水平充足	12
图 26: 美股与 A 股的估值比例处于历史极值	13
图 27: 中美估值之比与沪深 300 指数	13
图 28: 沪深 300 指数 PE(TTM).....	13
图 29: 境外机构和个人持有的境内人民币股票资产	14
图 30: 境外机构和个人持有的境内人民币资产分类别占比.....	14
图 31: 陆股通当月买入成交净额 (亿元)	14

一、经济复苏周期

从全球经济以及中国经济自身这两个角度来看，我们目前处于早周期阶段。

1.1 全球

我们在6月底发布的报告《当下经济周期如何进行行业配置？——西部宏观自上而下研究系列之三》中提到过，根据经济周期的波动，也就是经济活动的增长率来区分，一个典型的经济周期有四个不同的阶段，分别为早、中、晚、经济衰退/下行期。

由于疫情的影响，今年上半年全球经济陷入了衰退。2020年一季度主要国家（除印度外）GDP均为负增长。2020年一季度，中国实际GDP同比下滑6.8%，是1992年有记录以来的最低水平；美国实际GDP环比下滑4.8%，是2008年四季度以来的最大下降幅度；欧元区实际GDP环比收缩3.8%，创下1995年有记录以来的最低水平。由于二季度欧美和新兴市场国家的疫情先后蔓延，经济活动受到严重影响，预计二季度海外经济体的GDP增速进一步下滑。

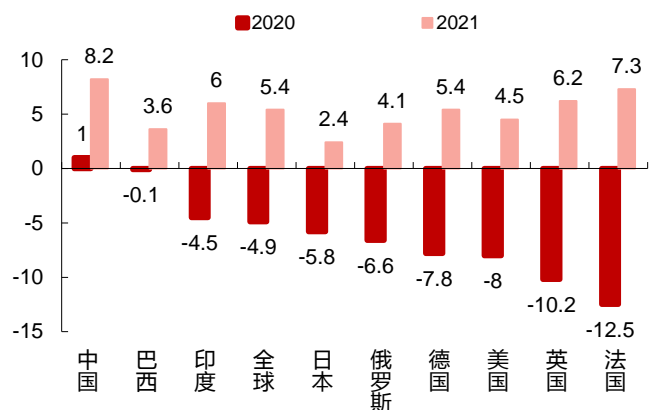
随着各国相继解封，高频以及常规经济数据开始回升，全球经济开始进入早周期的复苏阶段。环比持续改善的大逻辑不变，并且有相当大的复苏空间。经济从衰退中快速复苏，其典型特征是GDP、工业产值等指标由负增长转为正增长。在宽松的货币政策下，信用环境边际放松，为创造利润和加快盈利增长速度提供了健康的环境。商业库存处于低位，下游销售快速增长。根据IMF的世界经济展望，今年除了中国的GDP同比预计可以取得正增长以外，其他主要经济体均负增长，但由于今年下滑较多，2021年预计同比将会实现较大增长。

图1：主要经济体的经济增速（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：IMF对主要经济体GDP同比增速的预测（%）

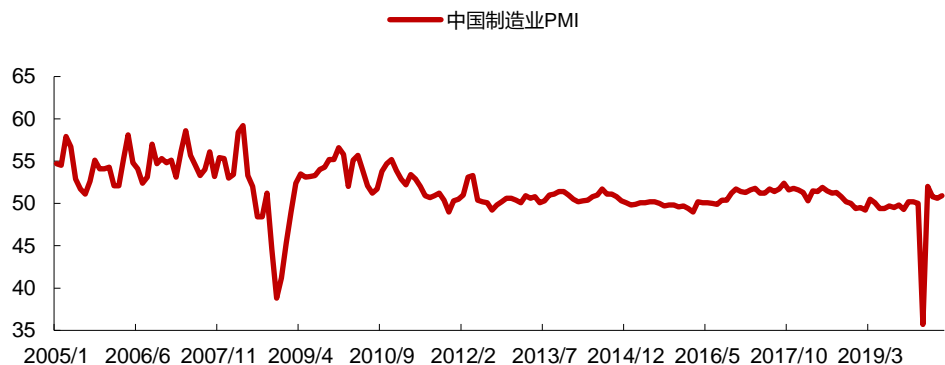


资料来源：IMF，西部证券研发中心

1.2 中国

中国经济率先复苏，领跑全球。中国制造业PMI已经连续四个月维持在50以上。3月PMI达到52，是2017年10月以来的最高值，主要是由于3月开始陆续复工，恢复速度最快。4-5月中国是主要经济体中唯一PMI保持在50以上的国家。6月中国制造业PMI为50.9，环比增长0.3个百分点，是2018年9月以来的次高值。

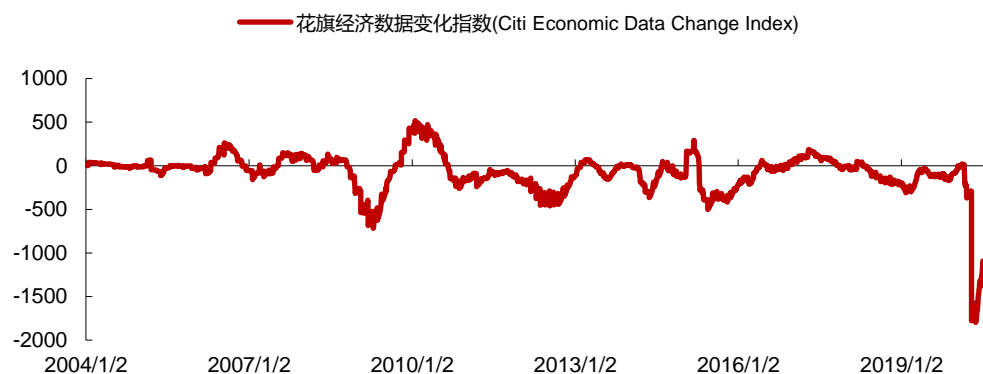
图 3：中国制造业 PMI 连续四个月维持在 50 以上



资料来源：WIND，西部证券研发中心

中国经济虽然率先复苏，但距离回到疫情前的水平，仍然存在修复空间。根据中国的花旗经济数据变化指数(Citi Economic Data Change Index)显示，2020年7月2日该指数为-1094，而6个月前的1月2日该指数为-64.9。

图 4：中国经济仍然存在修复空间

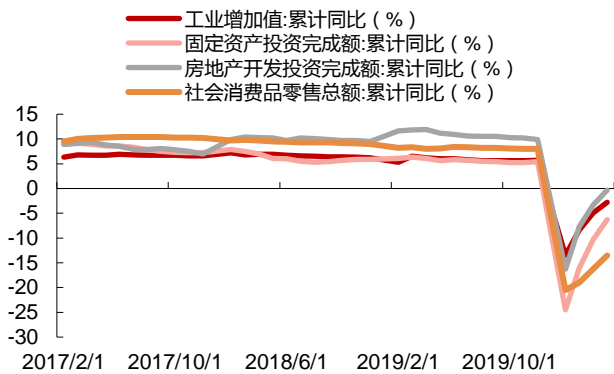


资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

从消费来看，预计今年上半年消费仍然是经济增速的拖累项，但是随着疫情影响的逐渐消退，消费的恢复空间更大，预计在今年下半年会重新成为经济的主要贡献项。2020年1-5月，我国工业增加值、固定资产投资、房地产开发投资和社会消费品零售总额累计同比下降2.8%、6.3%、0.3%、13.5%，消费的累计同比降幅最大。说明疫情对消费的影响比较大。2020年5月，限额以上消费品零售总额同比增幅已恢复到1.3%，而社会消费品零售总额当月同比仍然下降2.8%，说明限额以下的消费需求疲软，尚有修复空间。

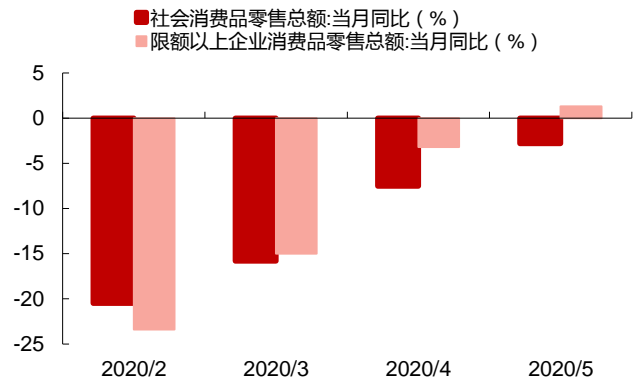
分行业来看，地产链条和汽车行业销售需求有明显改善，石油化工和餐饮行业是主要拖累项。5月建筑装饰材料零售额同比增长1.9%，家具零售额同比增长3%，家用电器零售额同比增长4.3%，汽车销量单月同比增长3.5%。相反，石油及相关制品零售额5月单月增速为-14%，餐饮业5月单月增速为-18.9%。

图 5：经济恢复过程消费慢于生产



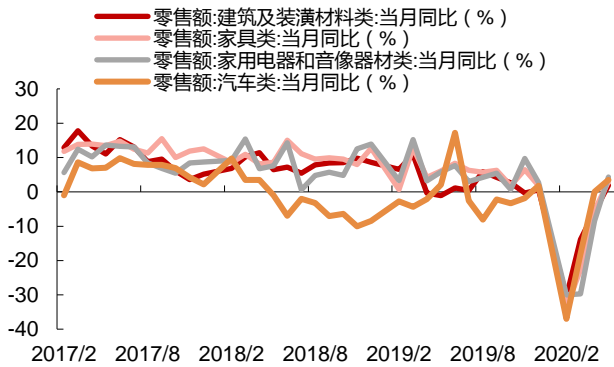
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：限额以上消费复苏好于限额以下



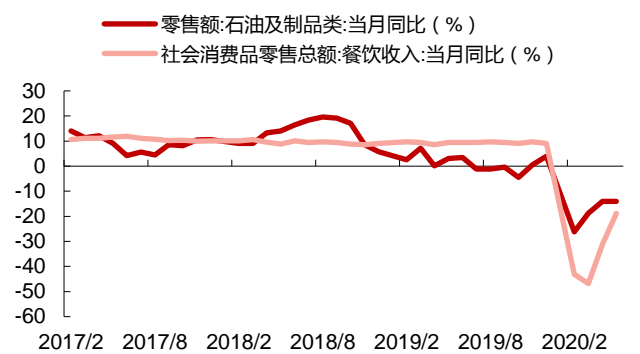
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：地产链条和汽车销售需求明显改善



资料来源：WIND，西部证券研发中心

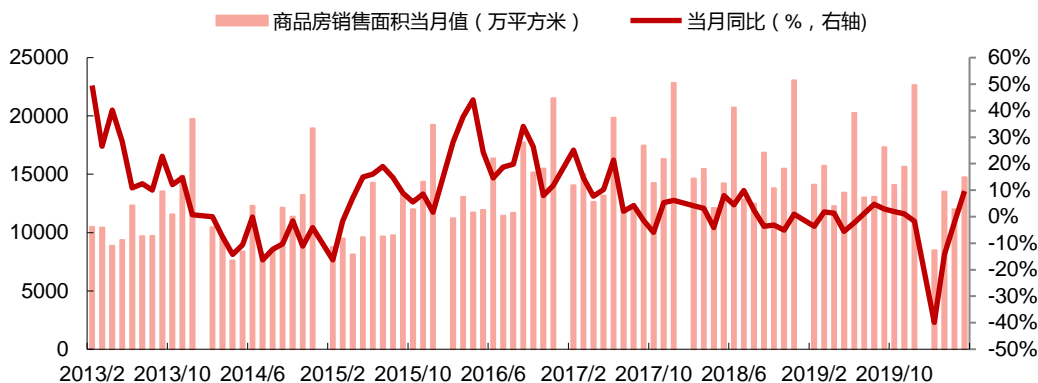
图 8：石油制品与餐饮行业恢复缓慢



资料来源：WIND，西部证券研发中心

从投资来看，基建和地产是上半年支撑复苏的核心部门，下半年仍有恢复空间。受益于财政政策资金到位支持，5 月基建投资增速继续反弹，单月同比增长约 10.9%，累计同比下滑 3.3%，环比上升 5.5 个百分点。地产产业链的表现印证了我们 5 月底的调研结论，即地产景气度全面复苏，其中地产销售面积单月同比增长 9.66%，较上月上升 11.8 个百分点，地产投资完成额单月同比增长 8.4%，较上月改善 1.6 个百分点。上一次地产销售单月增速首次超过 5%是在 15 年，之后 16-17 年迎来实体经济的复苏。

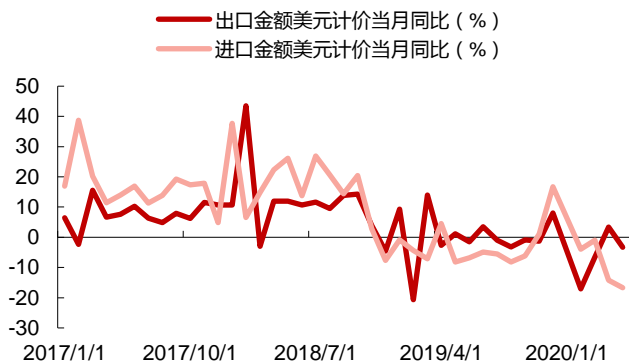
图 9：商品房销售回暖



资料来源：WIND，西部证券研发中心

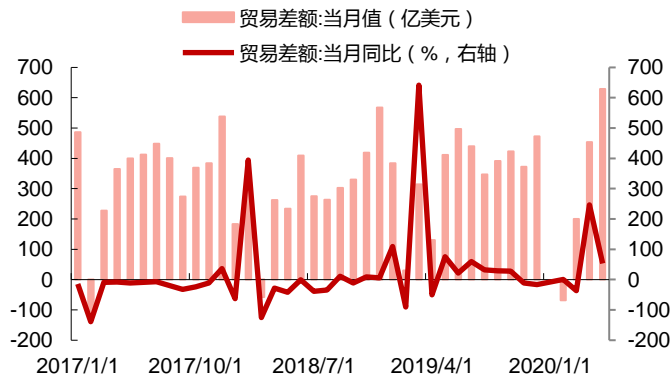
从对外贸易来看，中国更快的复工复产能够支撑出口的基本盘。5 月人民币计价的出口金额同比上升 1.4%，好于市场预期的-3.2%。美元计价的出口金额同比下降 3.3%，也好于市场预期的-6.5%。我国出口持续超出市场预期，一方面是由于防疫物资的出口，另一方面就是中国的复工复产在全球速度最快、质量最好。相形之下，虽然海外经济体陆续开始复工，但是复产节奏并不是特别强。由于海外供应链受到疫情影响，5 月的进口大幅下降，美元计价进口下降 16.7%，人民币计价下降 12.7%。因此，5 月中国的贸易顺差 629.3 亿美元，创下了历史最大的单月贸易顺差。此外，欧美经济逐渐重启，外需缓慢复苏，也会有利于我国的出口。

图 10：中国出口增速持续超预期



资料来源：WIND，西部证券研发中心

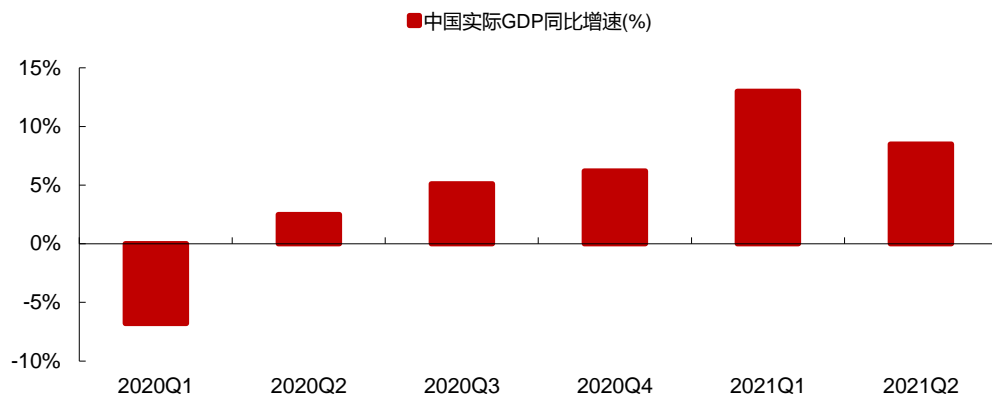
图 11：5 月贸易顺差创历史最高纪录



资料来源：WIND，西部证券研发中心

考虑到我国经济活动从 3 月开始呈现出的复苏好转态势，我们预计 2020Q2 我国 GDP 增速将转正，大约为 2.5%。由于 2020Q1 创下了 1992 年以来的新低，在“极低基数”的影响下，我们预计 2021Q1 的 GDP 增速有可能创下 2008 年金融危机以来的季度新高，预计可能达到 13%左右。

图 12: 对中国 GDP 增速的预测值



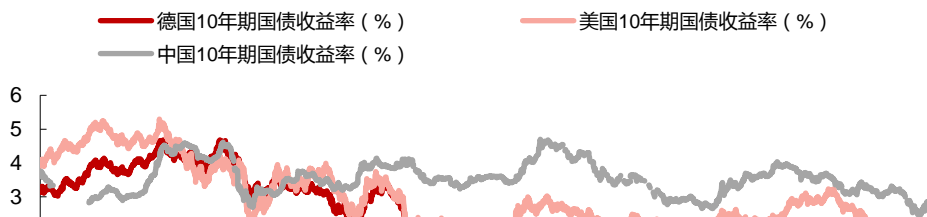
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

1.3 大类资产表现

大类资产的近期表现也反映了市场已经开始对经济复苏周期进行定价,但现在只是对经济底部已现进行定价,还没有反映对未来一年经济在早周期阶段的快速增长的预期。

从债券市场来看,中国、美国和德国的长债收益率已经见底,进入上行通道。我们在5月12日发布的报告《长债收益率开启上行周期》中指出,全球主要经济体(中国、美国和德国)的长债利率已经见底。在中美贸易不出现大幅恶化的前提下,中国和美国的长债的收益率正在开启上行周期。根据目前的情况来看,德国和美国的10年期国债收益率在3月的盘中分别达到-0.9%、0.31%的最低值,中国10年期国债收益率在4月达到2.47%的最低值。

图 13: 中美德 10 年期国债收益率



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_4105



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>