国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

九局下半：经济复苏与政策退出的拉锯

——4Q2020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
执业编号：S1130518030001
联系人：邸鼎荣，杨一凡

DATE： Sep 29 , 2020

主要内容

- **九局下半的魅力在于“一切皆有可能”。**今年以来，疫情影响下，经济增长挖出“深坑后”四季度预计恢复潜在经济增长附近，那么，后续政策变化与经济复苏之间的拉锯将变得至关重要，将对资产价格产生较大影响。
- **后疫情时代，中美关系的演变对四季度政策和资产价格形成明显扰动。**中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”。但特朗普政府在四季度仍可能在经贸、技术和金融领域对中国采取新的措施，这将对中国的政策和全球的资产价格形成影响。
- **四季度如何应对经济复苏与政策退出之间的拉锯？**四季度中国实际GDP增速预计回归6%的潜在增速附近；基建仍有望发力，但全年增速预计低于预期；地产随着政策收紧，单月同比增速高点预计四季度出现；制造业投资剔除医药和计算机后依然疲弱；出口面临总量回升和结构贡献转向（中国对印度、巴西的替代出口放缓）之间的拉锯；消费主要受到汽车销售的拉动，后续恢复到疫情前水平较难。CPI剔除肉价影响后相对稳定，PPI四季度继续回升；积极财政政策落地实施，但货币政策边际是松是紧？
- **货币政策边际宽松三部曲。**货币政策进一步收紧的必要性下降，原因在于：PPI依然通缩状态、资金空转问题已经缓解、中美关系仍存不确定性、资金成本下降问题仍需解决。未来看，货币政策边际宽松预计分三步走：第一步，公布开始操作超量续作（8-9月已经实施）；第二步，定向降准50bp（预计10月中下旬概率较高）；第三步，降低MLF利率引导LPR利率下行。
- **资产价格处于“九局下半”，静待拐点显现。**总量上看，M2同比-名义GDP同比在4季度进一步收敛，资产价格可能出现拐点的概率较高；同时，股债相对估值处于中位数，两者价格未来走势不确定性较高。我们预计，A股可能在四季度整体震荡，短期探底后10月有望回升，但11月和12月仍不确定；中国利率债收益率上行空间已经不大；美股性价比下降；人民币汇率升值压力上升，美元指数短期见底；工业品金融属性支撑下降，黄金短期性价比下降。

资料来源：国金证券研究所

目 录

序言：九局下半的魅力在于“一切皆有可能”----------P4

1、后疫情时代，中美关系的演变----------P5

2、宏观经济：经济复苏和政策退出的拉锯----------P15

3、货币政策：边际宽松三部曲----------P28

4、大类资产：九局下半，静待拐点----------P38

序言：九局下半的魅力在于“一切皆有可能”

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **九局下半。**棒球一共打九局，“九局下半”虽然只有棒球比赛时间的1/18，但由于只要进攻方能够持续得分，就仍有理论上获胜的可能。“九局下半”的魅力在于，即使前17/18的时间一方领先，在剩下的1/18的时间另一方仍有获胜的概率。

- **影响资产价格的核心因子在于货币政策以及流动性的边际变化。**经济的恢复大概率符合预期，那么经济结构的恢复会是怎样？货币和流动性的边际变化又是怎样？这两点将成为影响资产价格变化的核心因子。

- **前三季度A股大幅上涨、债券先涨后跌，四季度股债是涨是跌仍存在较大变数。**A股部分行业估值较高，对利率和流动性的敏感性明显上升。债券收益率也存在较为一致的预期：货币不会加码宽松，随着经济和通胀的回升收益率仍将上行。

- **四季度如果股市下跌，降准降息的概率仍存。**当前复苏的经济对企业盈利和债券收益率均形成上行压力，但四季度可能出现的疫情复发、中美摩擦加剧以及经济结构和需求再度放缓的风险，可能令股市回调，货币政策再度转向宽松的概率依然存在。“九局下半”，前期的“领先”仍存在被扭转的可能。

资料来源：国金证券研究所



一、后疫情时代，中美关系的演变

中美摩擦之金融战：美国正在研究对中国的风险暴露

国金证券 SINOLINK SECURITIES

美国正在研究对中国的风险暴露（美联储和证交会等），主要结论如下：

- （1）金融联系比较广
- （2）美国银行和证券投资受到的冲击不大
- （3）最大的风险是间接风险：美国与英国和新加坡的联系紧密，二者与中国联系同样紧密
- （4）中美贸易收缩的影响比较大
- （5）中国经济下滑对美国经济造成影响

结论性意见：美国有能力对中国实施的制裁，且最终损失是非对称的，对中国负面影响更大。

图表 美国评估和研究对中国的风险暴露

美联储（FED）

- 发布：中美风险暴露报告、中美关联报告
- 结论：银行和证券投资受到冲击不大

证交会（SEC）

- 发布：对中国投资风险报告
- 结论：提示和警告对华投资风险

文章：**（1）Global Spillovers of a China Hard Landing（FED）；（2）Emerging Market Investments Entail Significant Disclosure, Financial Reporting and Other Risks; Remedies are Limited（SEC）。**

资料来源：Fed，Sec，国金证券研究所

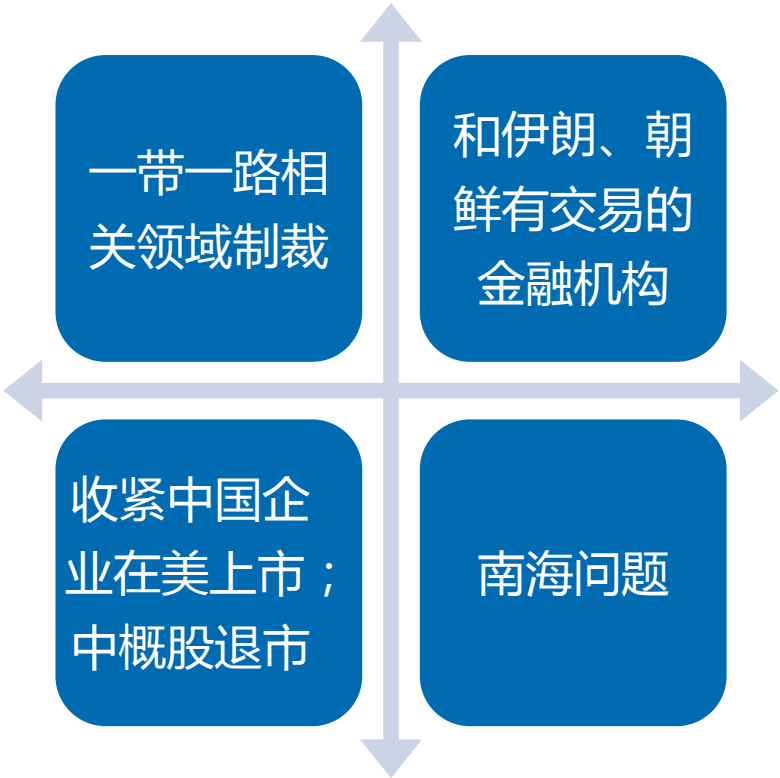
中美摩擦之金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

金融战总体结论：

- **（1）全面金融制裁不太可能，中期来看都不太可能。历史上来看都没有。全面制裁是伊朗和朝鲜。**
- **（2）部分金融制裁有可能：对股份制银行进行制裁，而对国有银行制裁比较慎重。**
- **（3）美方制裁是逐步升级，从小到大。**
- **（4）香港问题是本次制裁的切入点（新冷战的标志），主要是香港的金融制裁。**

图表 其他领域金融战



资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美摩擦之贸易战：中美关系仍存在不确定性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。**
- 但疫情发生以后，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压。
- **中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。**因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。

图表　近期中美冲突有所加剧

日期	中美关系
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
2020年2月21日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第一次排除清单。
2020年2月1日	中国国务院关税税则委员会宣布按照防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策；已加征税款予以退还。
2020年1月15日	签署中美第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

资料来源：Wind，国金证券研究所

中美摩擦之贸易战：第一阶段采购协议执行情况不理想

国金证券 SINOLINK SECURITIES

第一阶段采购实际执行情况在疫情的影响下不理想，预计今年如何努力，预定目标都无法达成。具体表现在下面几个方面：

- 1、**总体看，**货物贸易进展很不理想。1-5月实际进度只有45-46%。
- 2、**服务业**一季度相对好一些，完成预期目标的70%.
- 3、**农产品方面**：1-5月完成49%（美方统计39%），
- 4、**能源产品方面**：1-5月完成7%（美方统计完成18%），主要是价格下降幅度大，最终完不成。
- 5、**制成品方面，**预计今年很难完成。

图表 第一阶段协议贸易采购内容及其金额

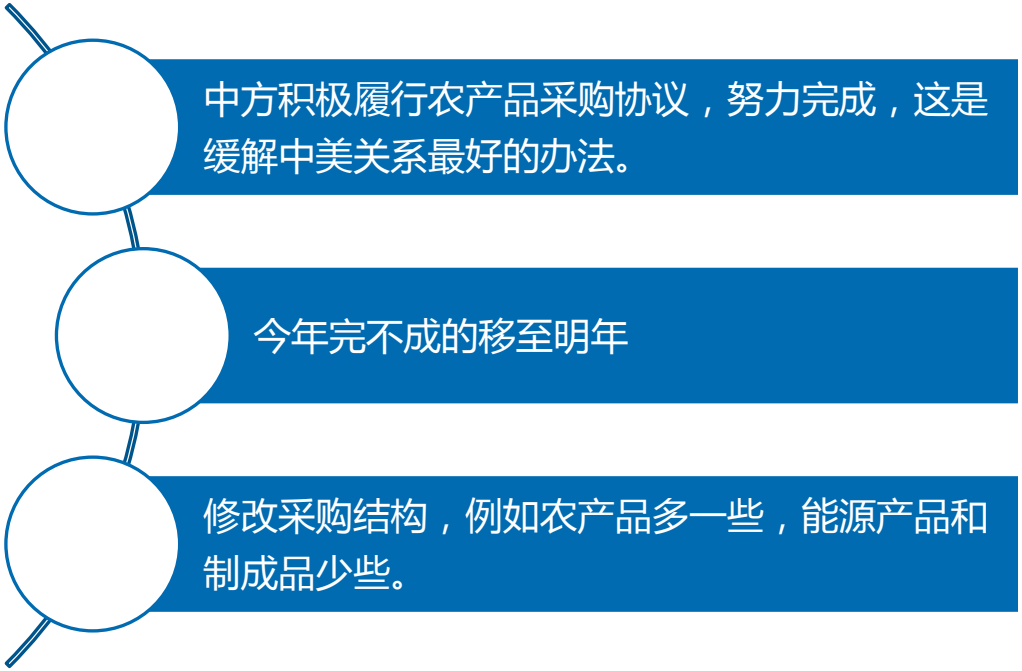
贸易采购项目	采购金额（亿美元）	
	2020	2021
服务业（知识产权使用费、商务旅行、金融服务等）	128	251
农产品（肉、谷物、海鲜、棉花等）	125	195
能源产品（原油、天然气、煤）	185	339
制成品（工业机械、电气设备、医药、汽车、钢铁等）	329	448
20-21年总额不少于较2017年基准金额增加不少于2000亿美元	767	1233

资料来源：财政部，国金证券研究所

中美摩擦之贸易战：贸易采购问题发酵可能在10月

- **发酵原因之一：**美方依然努力维持这一协议，希望中方继续采购，但今年在疫情的影响下基本是完不成的。
- **发酵原因之二：**第一阶段协议是特朗普竞选较为重要的砝码，美国政府高度关注。
- **大选投票（11月）前夕，特朗普政府更关注经济，而将协议完成不理想作为替罪羊。因此贸易采购问题可能在10月发酵，这是风险点，不排除恢复关税和新增关税的可能性。**

图表 中方可能的应对措施



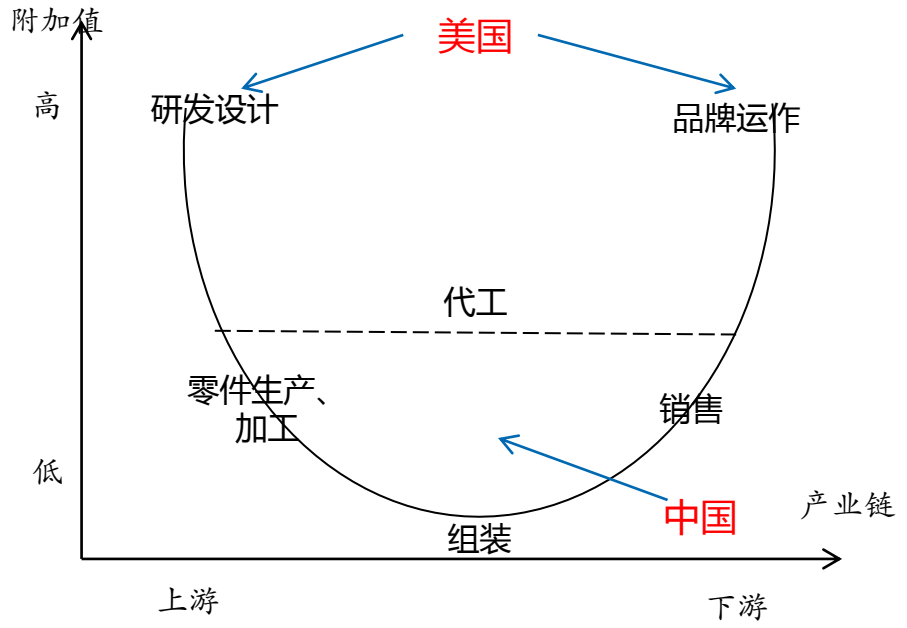
资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美摩擦之科技战：围绕新疆、南海、科技标准制定、专利等问题展开

科技战是中美斗争的核心，美方在科技方面的制裁主要表现在以下几个方面：

- **（1）新疆纺织企业被美国制裁；**
- **（2）南海问题相关企业成为重点打击的对象；**
- **（3）高科技领域，标准制定的争端，例如美方瞄准《中国标准2035》；**
- **（4）涉及专利窃取、假冒伪劣产品（输美的），尤其是互联网平台相关的，美国将全方位研究、调查和报告。**
- **（5）高新技术产业链例如芯片产业链、汽车产业链、先进制造产业链等受到美国技术封锁。**

图表 美国在科技产业链两端，对中国进行技术封锁



资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美关系未来走向探讨：中短期触底可期，长期形式依然严峻

- **中短期看，中美关系急速恶化，但我们认为触底可期。**原因在于：今年是大选年，民主党和共和党比谁对中国更严厉。大选之后，中美关系将稍有缓和，策略性缓和。
- **长期来看，无论是民主党还是共和党都会采取强硬措施。**

图表 民主党和共和党对华政策本质区别

民主党（拜登）

- 侧重制度，可预期

共和党（特朗普）

- 侧重经济和金融，不好预期

资料来源：公开资料，国金证券研究所

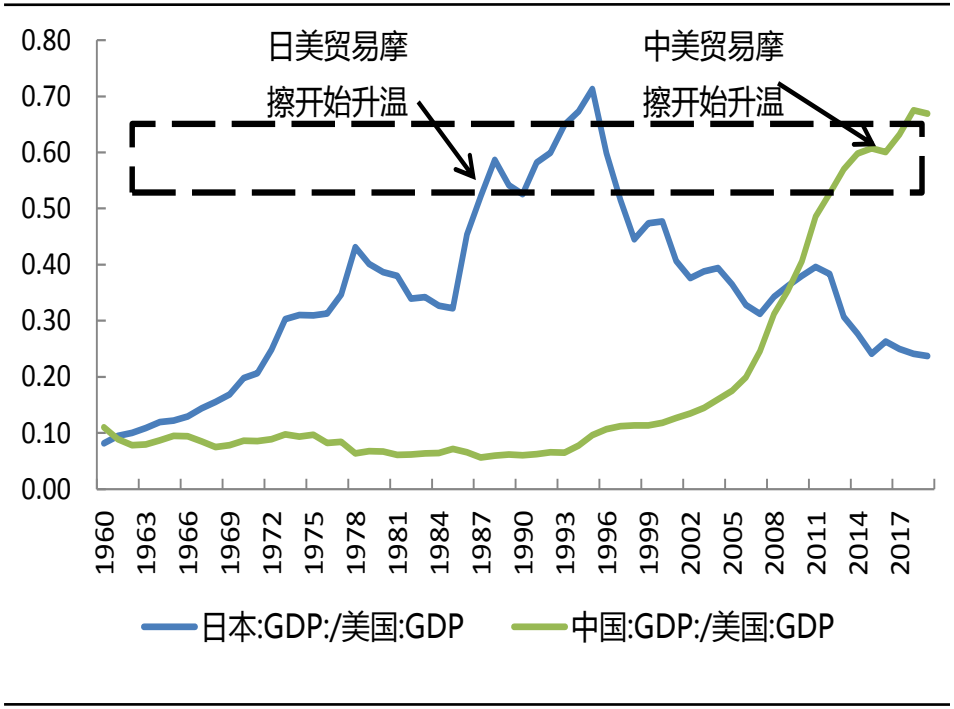
中美能否避免修昔底德陷阱？

- **修昔底德陷阱**：一个新崛起的大国必然会挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，两者的矛盾“多数”最终通过战争解决。
- **基辛格《世界秩序》**：中美是未来国际秩序的两大支柱。能否避免修昔底德陷阱取决于双方能否合作。
- **中美关系中短期不乐观：中美双方行为模式难以改变。**

美国：接触战略失败，新的战略框架尚未形成。

中国：主权还是经济发展？斗而不破的目标能否实现？

图表 当GDP总量占比达到美国55%-65%时，贸易摩擦开始升温



资料来源：Wind，国金证券研究所

“中美摩擦“与”美苏冷战”存在明显的不同

国金证券 SINOLINK SECURITIES

当前的中美摩擦与历史上的美苏冷战有以下几点不同：

- **美苏双方不能共存。**美苏双方的目标都是意图消灭对方，双方难以共存。当前中美摩擦，尽管美方仍保持“冷战思维”，但中方愿意同美方共同发展。
- **二战后美苏经济实力趋势不同。**二战后美国经济增速高于苏联，美国在全球经济中的占比不断上升。当前中国经济增速超过美国，中国在全球经济中的占比不断上升。
- **美苏的融合度相比当前的中美融合度明显偏低。**美苏冷战期间，美国和苏联的经济、政治、教育、文化等方面的融合度非常低，基本没有太多的交流。但是，当前中美在经济、政治、文化和教育方面的融合度比较高，中美完全脱钩带来的冲击是双方都无法承受的。

这三方面的不同意味着中美摩擦的结果将与美苏冷战不同。尽管短期中美摩擦仍有可能加剧，但是当中美双方发现对抗成本越来越高时，中美摩擦可能转向缓和。换句话说，我们认为，中美彻底走向“修昔底德陷阱”的概率不高。

资料来源：Wind，国金证券研究所

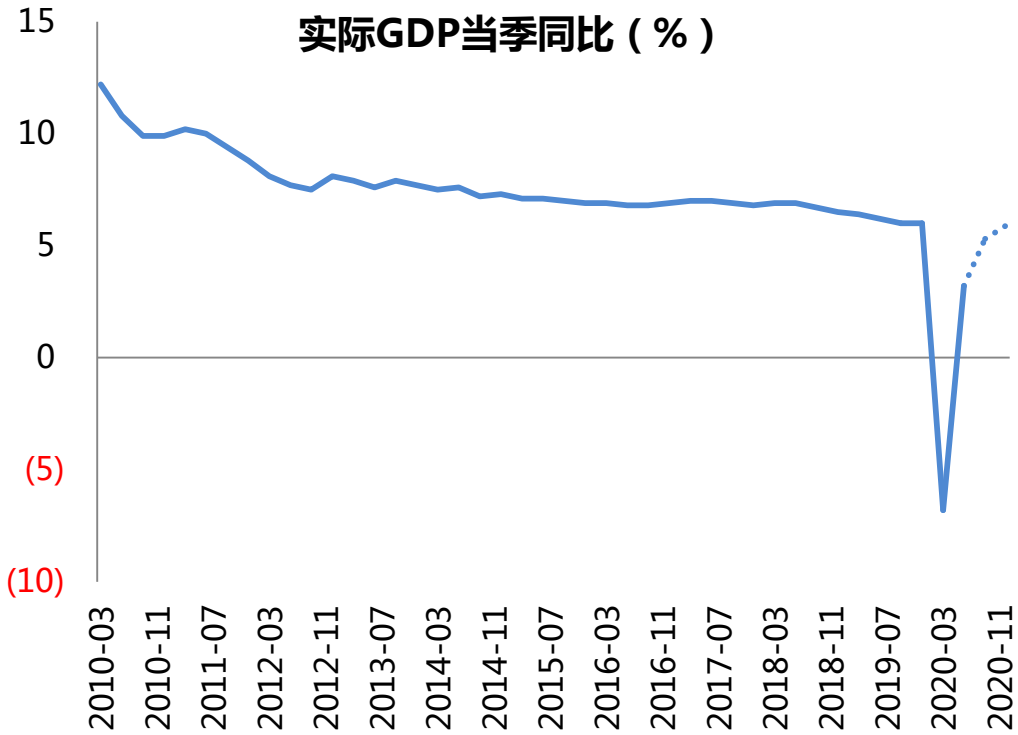


二、宏观经济：经济复苏和政策退出的拉锯

实际GDP：2020年实际GDP增速可能在2-3%左右

- **2020年4季度的核心矛盾**：1、海外经济的复苏节奏；2、消费的恢复和基建的放缓；3、政策退出对经济复苏的影响。
- **我们认为**：1、海外经济逐渐恢复的方向比较确定；2、基建增速低于我们年中的判断（13%）；3、房地产投资增速放缓；4、消费增长具有内生性，虽有政府支撑但恢复力度依然较弱。
- **Q3-Q4经济增长：三季度5-5.5%，四季度5.5-6%，全年2-3%左右。**

图表 2020年实际GDP增速在2-3%左右



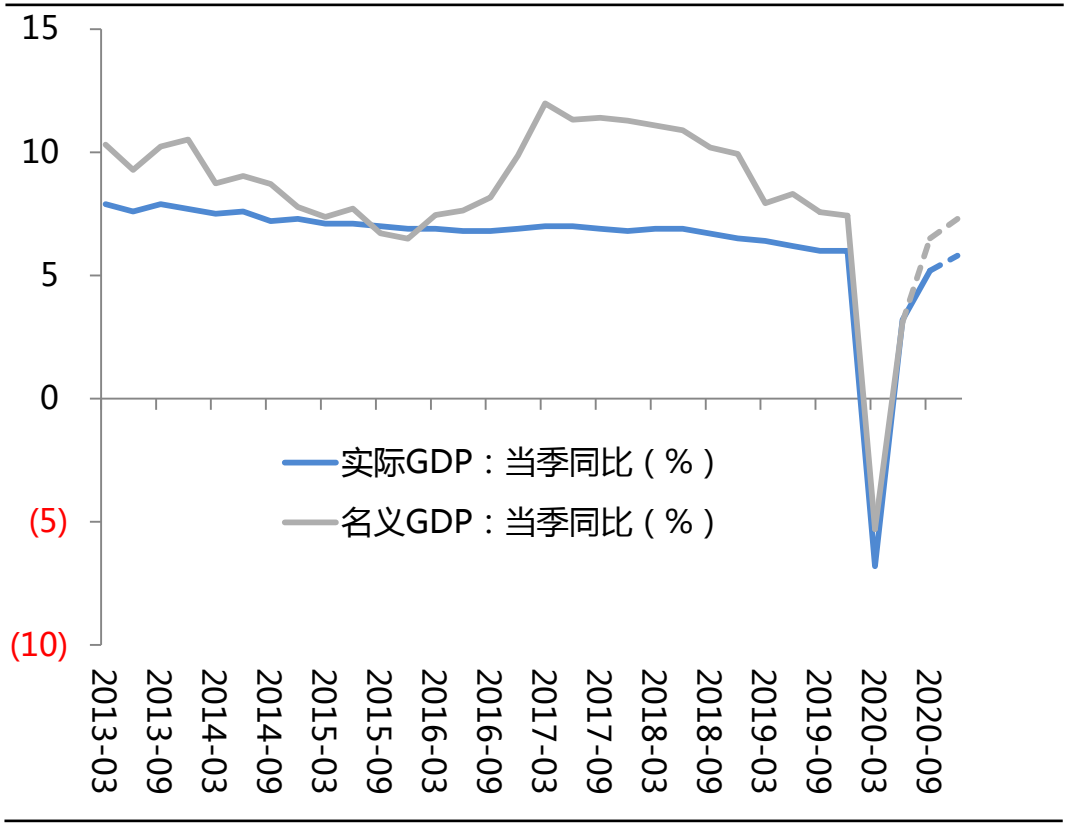
资料来源：Wind，国金证券研究所

名义GDP：2020年名义GDP增速可能在5-6%

- **回顾2020年上半年**：疫情影响下一季度名义GDP下行至-5.3%，二季度名义GDP回升至3.1，CPI高位回落，PPI从通缩中逐步恢复。

- **展望2020年Q3-Q4**：实际GDP同比边际回升的趋势下，GDP平减指数逐步回升。我们预计Q3-Q4名义GDP同比分别为6.5%、7.3%，全年增长5-6%。

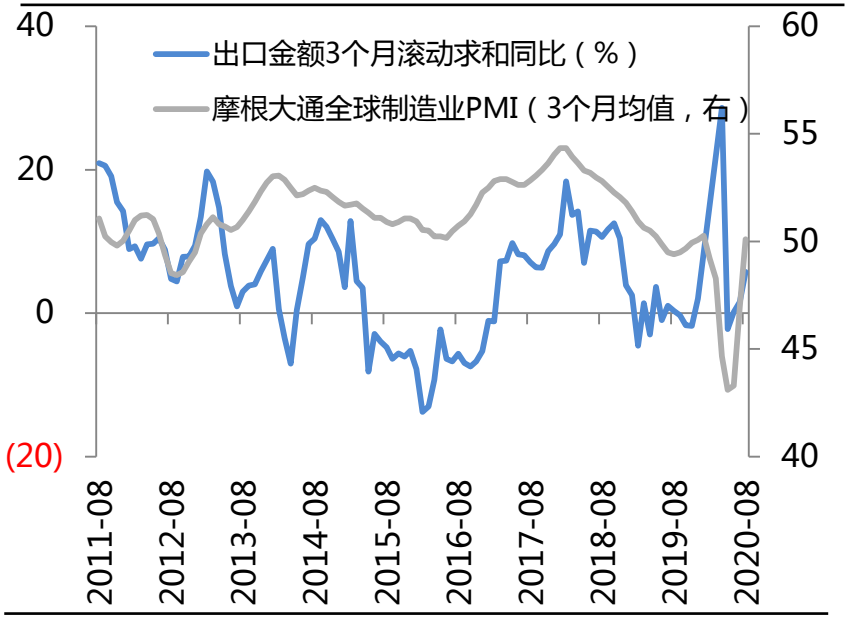
图表 2020年名义GDP增速可能在3.4%左右



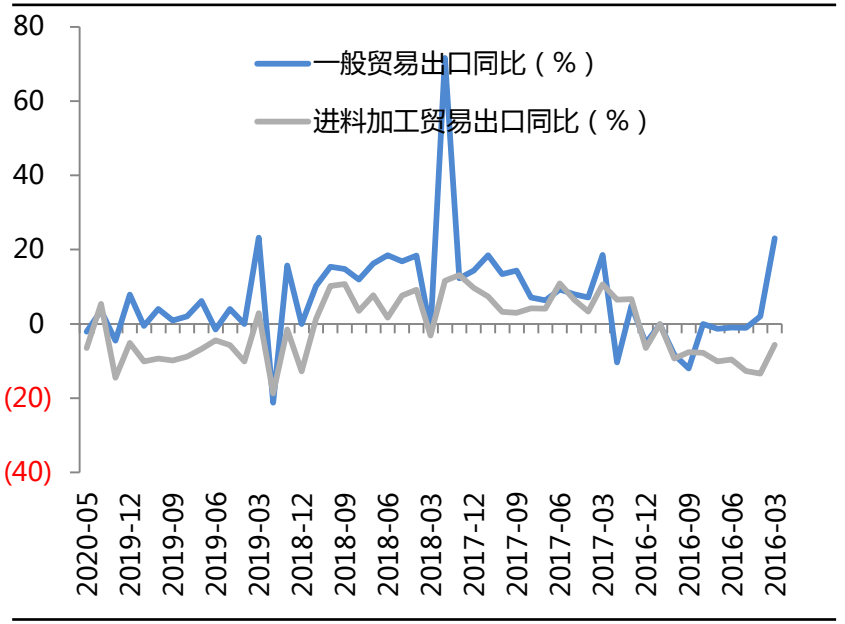
资料来源：Wind，国金证券研究所

出口：外需并没有想象的那么差

图表　外需对出口形成一定的向下压力



图表　来料加工可能更差

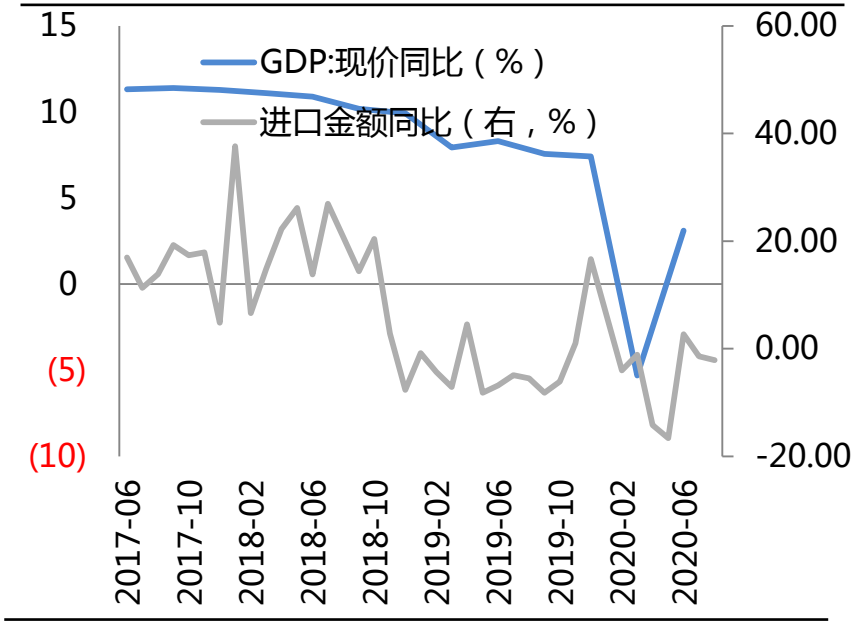


- **回顾2020年前8个月：1-8月出口当月同比先降后升（-17%升至9.5%），疫情对出口的影响集中在供给端。**1-3月我国受疫情影响生产断供导致出口增速大幅下行，4-5月我国生产恢复，海外对防疫物资需求旺盛，导致出口表现较好；6-8月海外经济逐渐重启，带动出口回升。
- **展望2020年4季度：出口逐渐恢正常。**我国率先复工复产，供给问题逐渐消除，海外生产恢复较慢带动我国出口超预期上升。随着海外生产的逐渐恢复，出口加速上升的概率下降。

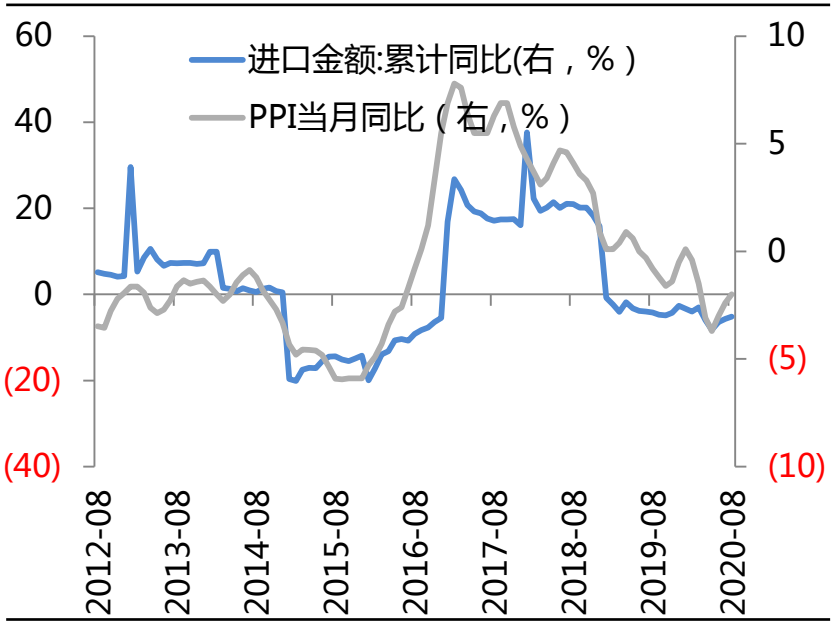
资料来源：USITC，Wind，国金证券研究所

进口：内需对进口的拉动尚不明显

图表　内需对进口的拉动还不明显



图表　PPI带动进口改善



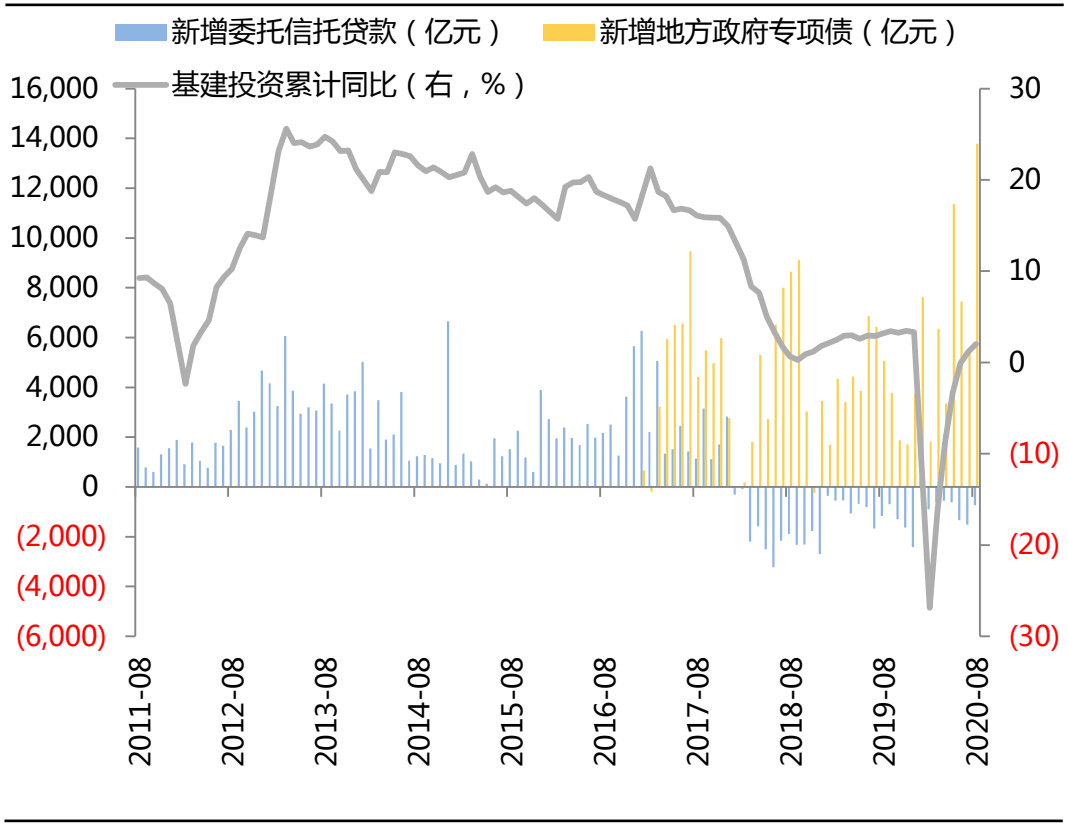
- **回顾2020前8个月：1-8月进口当月同比先降后升（-4.0%至-2.1%），疫情对进口的影响集中在供给端。**1-3月疫情对海外生产影响不大，因此我国进口下滑幅度不大；4-5月海外疫情扩散，生产断供导致我国进口下滑较大；6-8月国内生产进一步恢复，中美摩擦升温，进口不升反降。
- **展望2020年4季度：进口回归需求影响。**5月以来海外逐步复工，供给端压制逐渐消退。国内需求方面，复工率逐渐回升、政策转向刺激经济，国内的生产和消费预计回升，进口将逐步回升。

资料来源：Wind，国金证券研究所

基建投资：政策逐步落地，增速符合预期

- **回顾2020前8个月：**1-8月基建投资累计同比逐步回升（-26.9%回升至2.0%）.
- **展望2020年4季度：财政支持力度加大，8.5万亿广义财政资金近6万亿用于基建，累计同比升至10%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）。

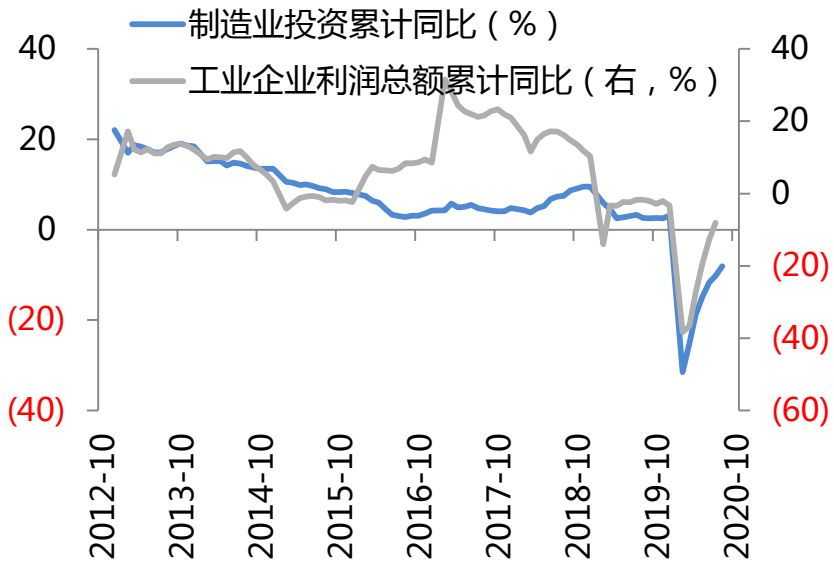
图表 政策支持落地，基建投资增速上升



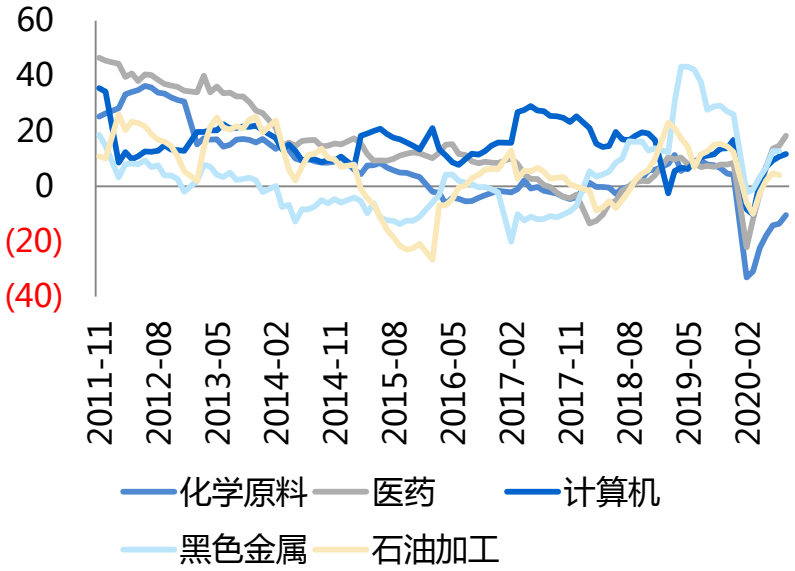
资料来源：Wind，国金证券研究所

制造业投资：外需拖累仍存，计算机、医药拉动明显

图表　2020年制造业恢复偏慢



图表　医药和计算机投资增速回升较快（%）

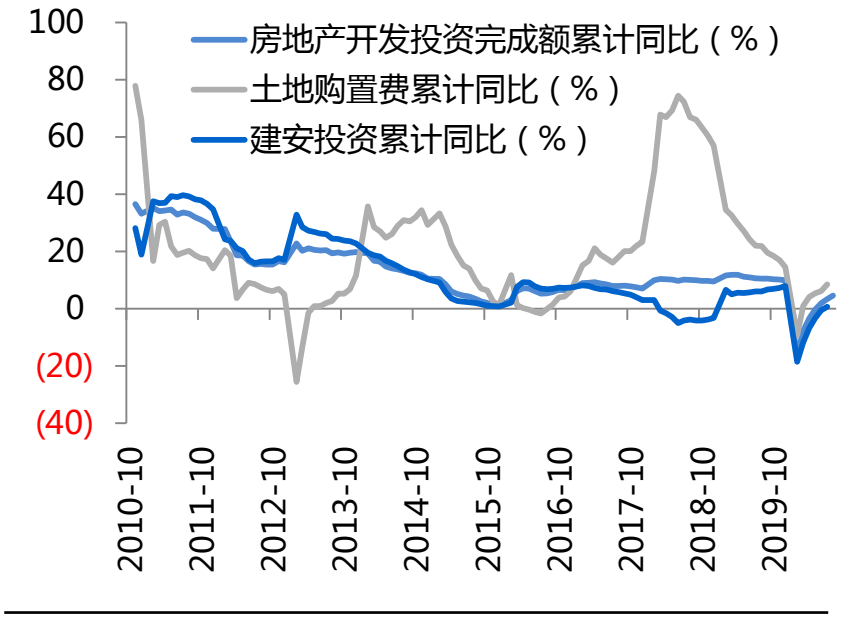


- **回顾2020年前8个月：1-8月制造业投资缓慢回升（-31.5%升至-8.1%）。**受疫情影响，制造业供应链受损严重，但跌幅逐渐收窄。从固定资产投资的角度看，计算机通信设备、医药恢复较好。装备制造业、通用专用设备恢复较差。
- **展望2020年4季度：制造业恢复依然受到外需拖累。**随着海外逐渐复工，制造业投资累计同比增速有望恢复至-5%左右。

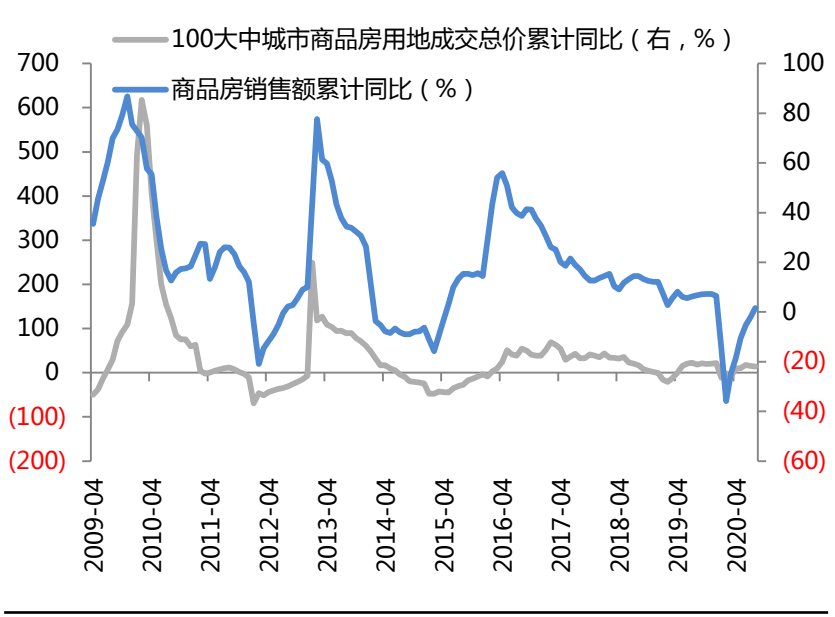
资料来源：Wind，国金证券研究所

房地产投资：政策再度转紧，增速拐点显现

图表　房地产投资增速较高



图表　房地产销售回升明显（%）



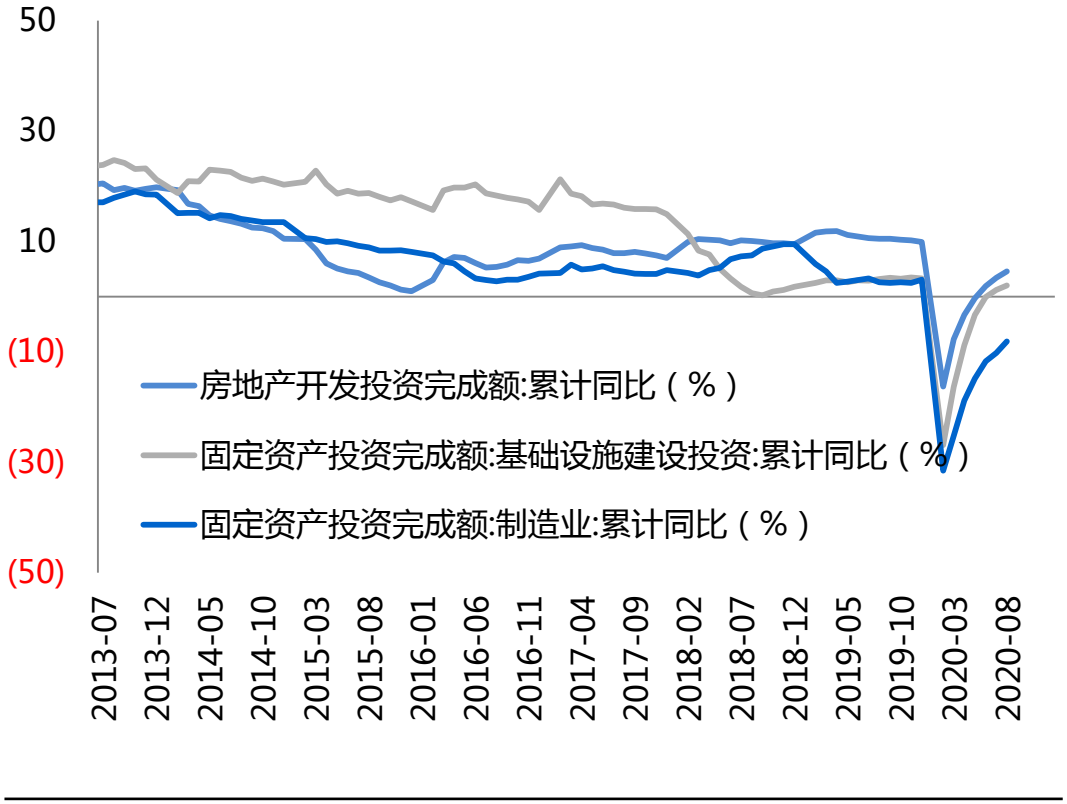
- **回顾2020年前8个月：三大投资中地产投资表现较强，销售回升明显。**1-8月房地产投资增速由-16.3%升至4.6%，土地购置费增速3月转正，销售大幅回升。
- **展望2020年4季度：融资端收紧对投资的影响逐渐显现。**一方面是房地产企业融资政策有所收紧、杠杆率需要下降，另一方面是整体流动性边际趋紧。

资料来源：Wind，国金证券研究所

固定资产投资：房地产支撑较强，制造业相对疲软

- **回顾2020年前8个月：1-8月固定资产累计同比-0.3%。**房地产投资（4.6%）是主要支撑，基建投资（2.0%）回升力度符合预期，制造业投资（-8.1%）是主要拖累。
- **展望2020年4季度：预计全年固定资产投资增速在2%左右。**基建投资增速4季度仍有回升空间，预计10%左右；房地产投资全年保持稳定正增长，预计7%左右；制造业投资受外需影响，恢复较慢，全年可能负增长。

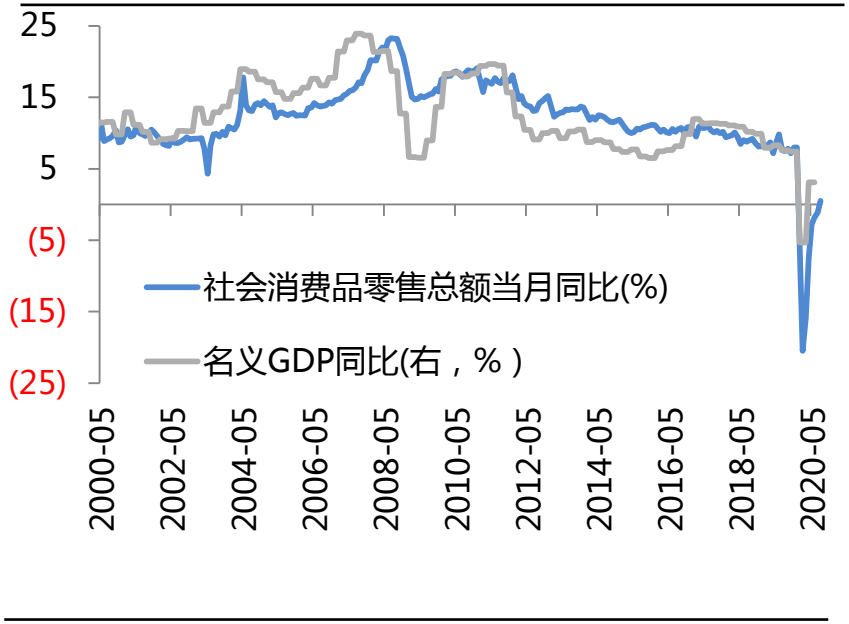
图表　预计全年固定资产投资增速2%左右



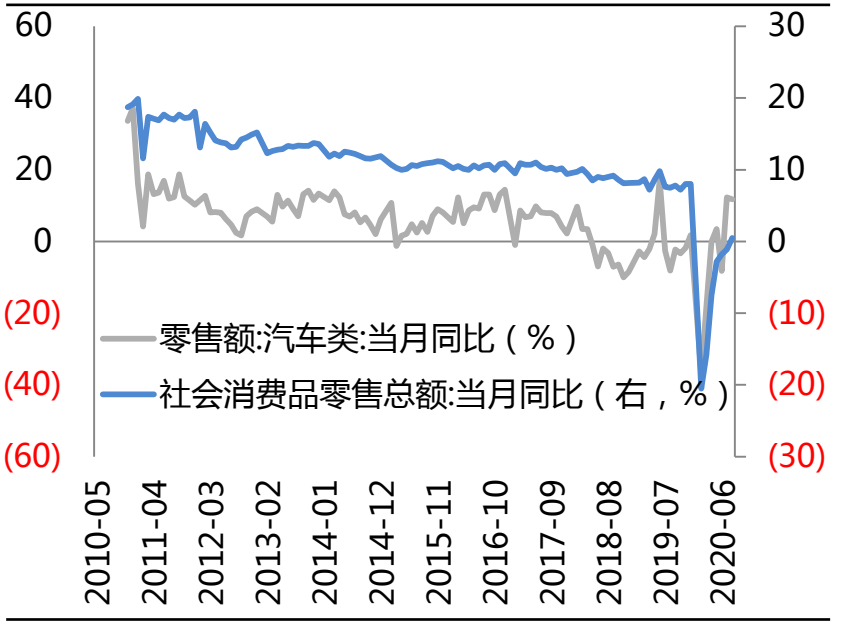
资料来源：Wind，国金证券研究所

社零：3季度回升趋势明显，但剔除汽车后依然疲软

图表　社零回升至正增长



图表　汽车消费对社零贡献较大

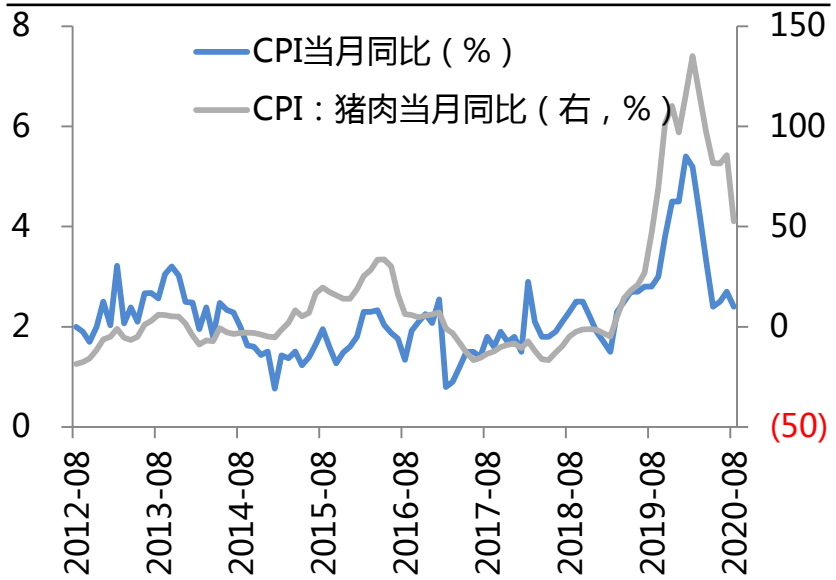


- **回顾2020年前8个月：**1-8月社零当月同比先降后升（-20.5%升至0.5%），石油制品类、餐厅、旅游和服装等消费拖累比较明显，汽车、通讯和医药类消费改善较大。
- **展望2020年4季度：消费回升趋势明显，但剔除汽车后依然相对疲软，全年可能稳定在2-3%水平。**向上支撑来自于政府消费、汽车及地产链条类消费；但名义GDP下降，居民收入下降可能导致餐厅、旅游、服装等消费难有明显起色。

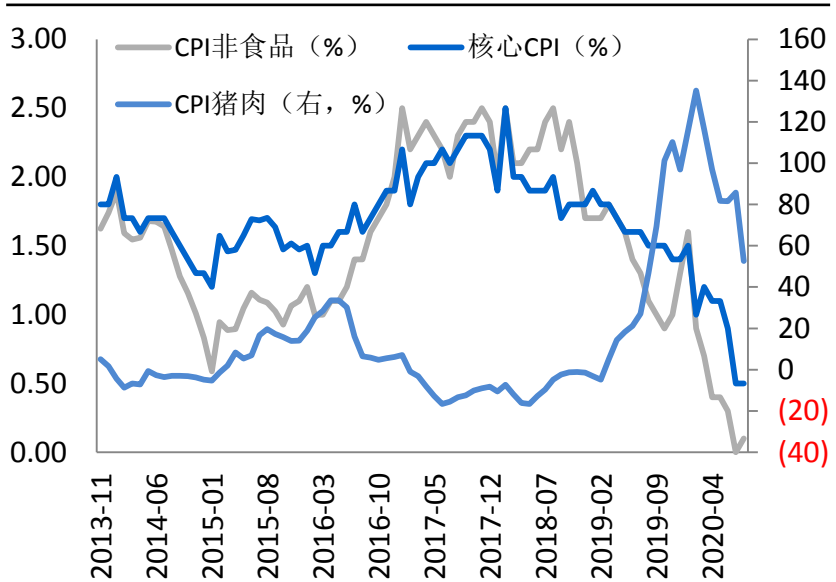
资料来源：Wind，国金证券研究所

CPI：4季度震荡下行，但核心CPI有所企稳

图表　猪肉价格对CPI影响很大



图表 核心CPI和非食品CPI企稳回升

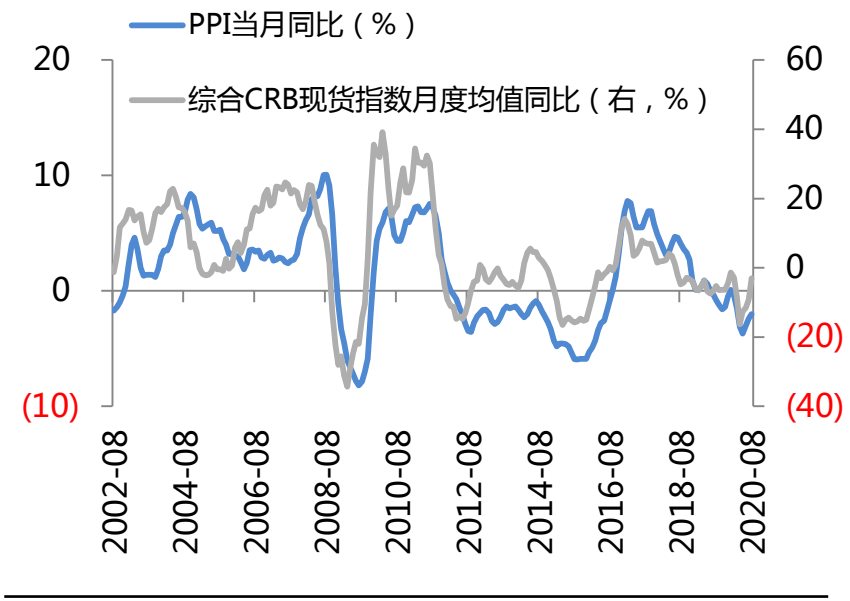


- **回顾2020年前8个月：**1-8月受疫情以及隔离措施影响CPI环比先升后降，其中必选消费（食品、生活用品等）供给定价价格先升后降，可选消费（衣着、通信、娱乐类等）是需求定价价格先降后升，叠加基数效应，CPI逐渐下降。
- **展望2020年4季度：**猪肉价格稳定在40元/公斤高位震荡，蔬菜Q2环比季节性下跌，水果Q3环比季节性下跌，燃料价格随着原油波动，我们判断CPI四季度同比在0.8%左右，全年CPI为2.7%左右。

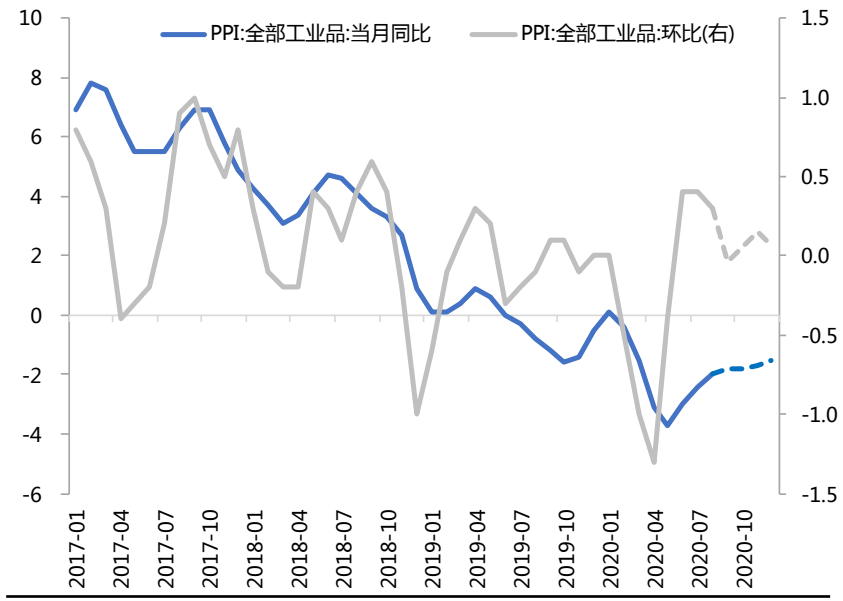
资料来源：Wind，国金证券研究所

PPI：4季度逐渐回升

图表　综合CRB略微领先于PPI



图表　PPI同比逐步改善

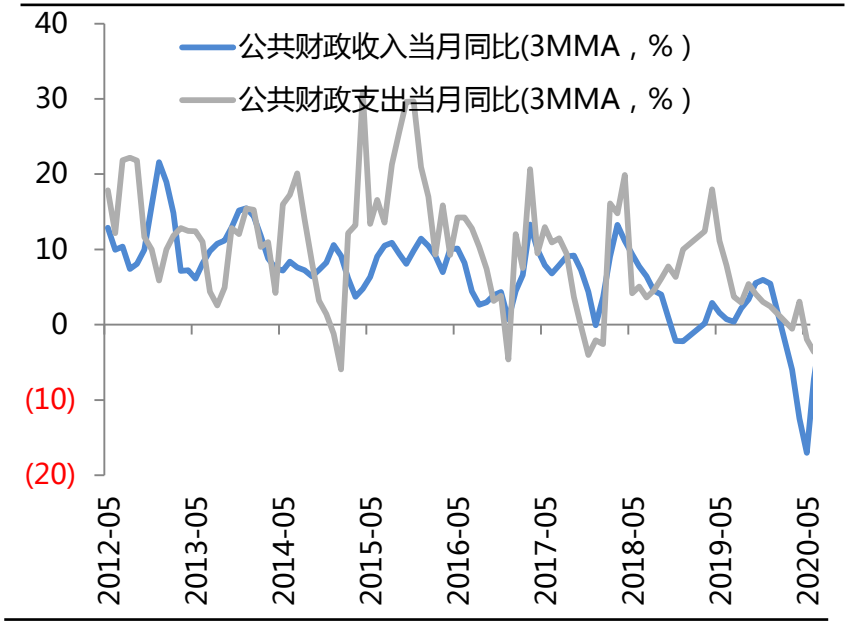


- **回顾2020年前8个月：疫情对工业品需求的影响开始逐渐消退，PPI逐渐从通缩中恢复。**1-5月PPI当月同比转负，跌幅扩大（0.1%降至-3.7%），随后6-8月PPI当月同比逐渐回升（-3.0%升至-2.0%）。
- **展望2020年4季度：逐渐回升。**我们判断PPI当月同比四季度在2.0%左右。

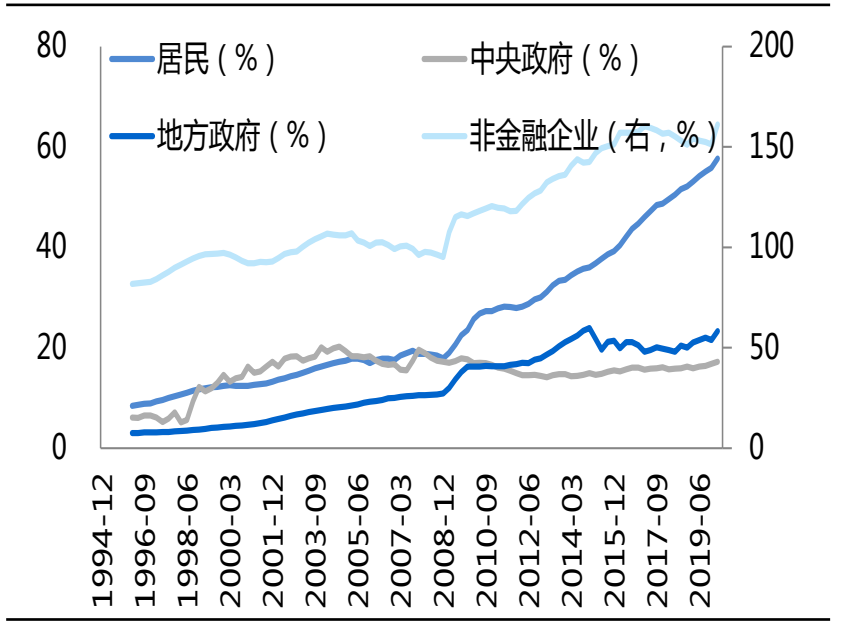
资料来源：Wind，国金证券研究所

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　财政收入拐点显现



图表 中央政府具有加杠杆空间



- **回顾2020年前7个月：1-7月，财政收入累计同比-8.7%，支出同比-3.2%，实际赤字1.9万亿。**
- **展望2020年4季度：债券发行剩余约3万亿。**

资料来源：Wind，国金证券研究所



三、货币政策：边际宽松三部曲

货币政策的边际收紧会持续到什么时候？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

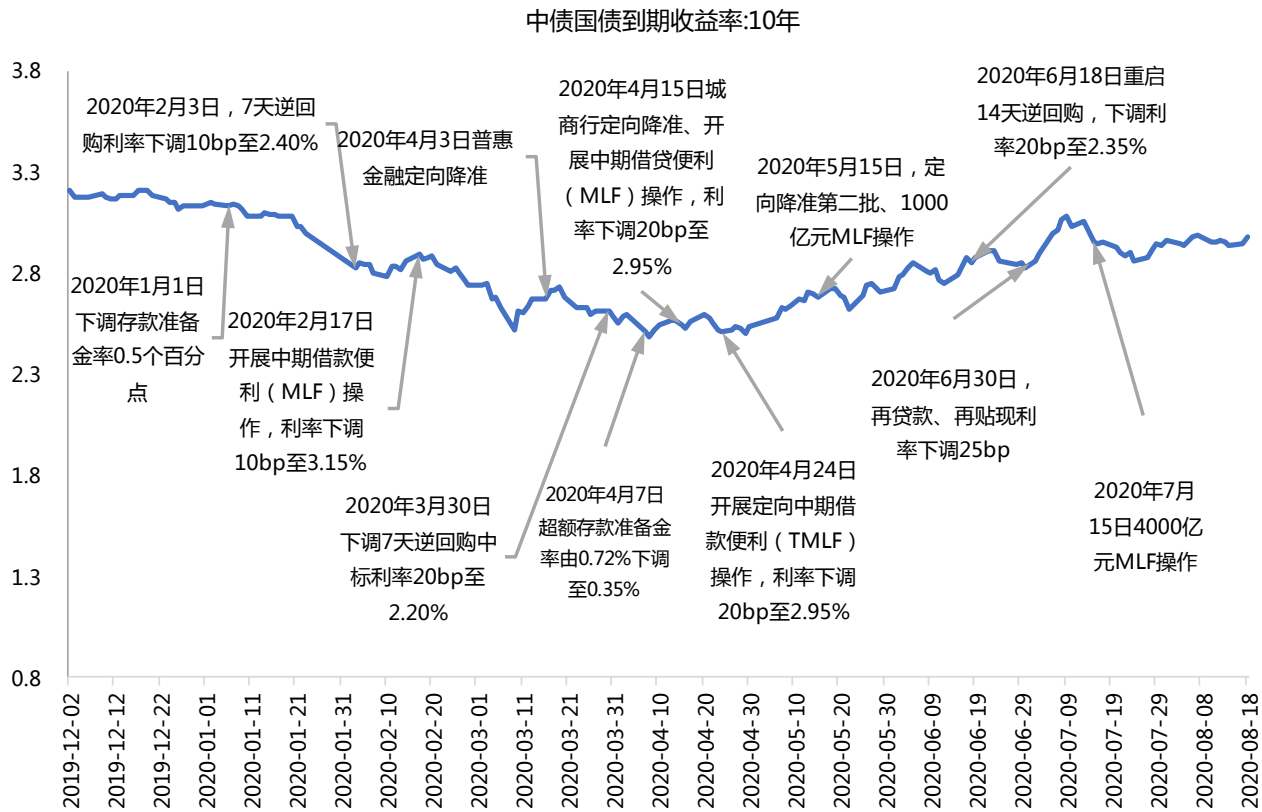
提出问题：

- 资金空转问题一直存在，为什么直到5月才引起决策层关注？

原因：

- 当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。
- 4月调低IOER利率，并不是像市场所预期的那样，打开了利率下降的空间。央行的目的是加大商业银行贷款的投放。
- 5月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态。但不会主动紧缩，从政策基调来看，依然呈现宽松态势。

图表　今年以来货币政策的调节（%）

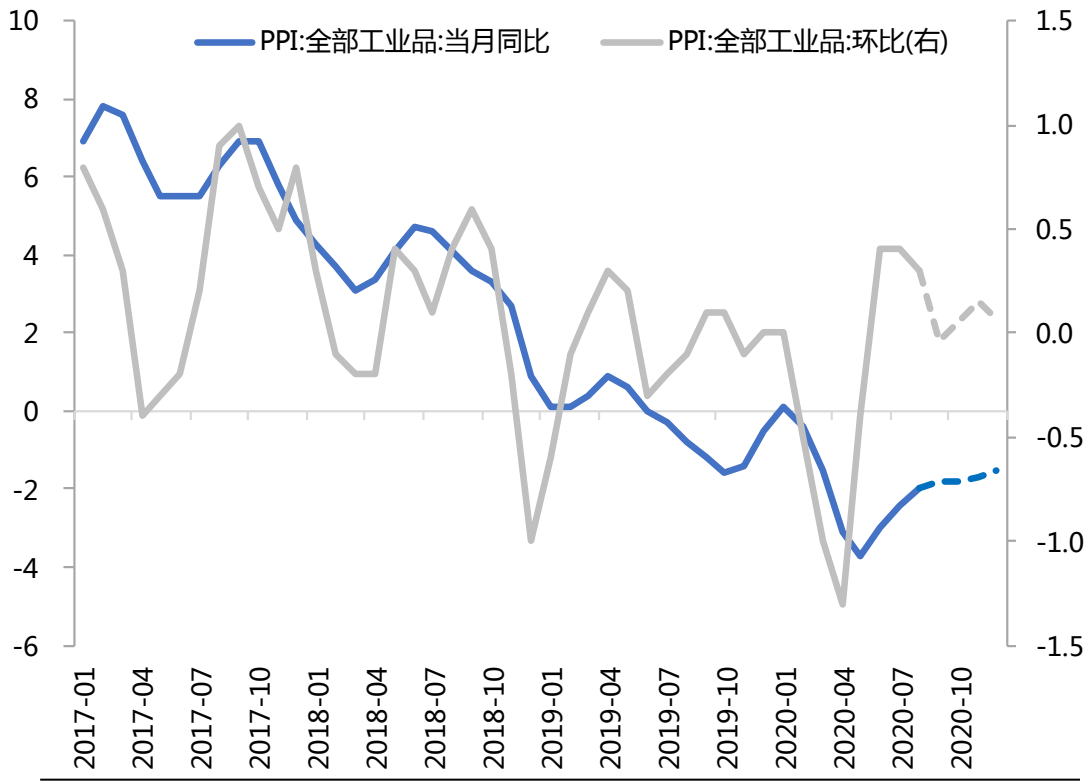


资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策难以持续边际收紧：PPI依然呈现通缩状态

- 经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。 4月以来我国经济复苏明显，但增长动能依然偏弱。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。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。
- 通胀角度来看，货币政策相对更加关注PPI，5月PPI同比触底回升，预计将继续改善，但全年依然呈现负增长状态，PPI并不存在通胀压力。（我们预计Q3和Q4 PPI同比分别为-1.7%和-1.4%。）

图表　今年PPI同比逐步改善，但预计仍是负值

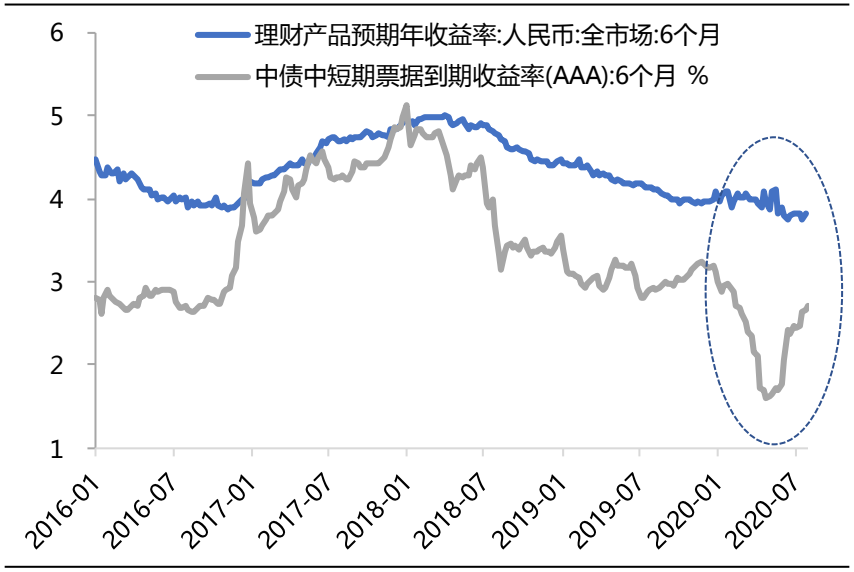


资料来源：Wind，国金证券研究所

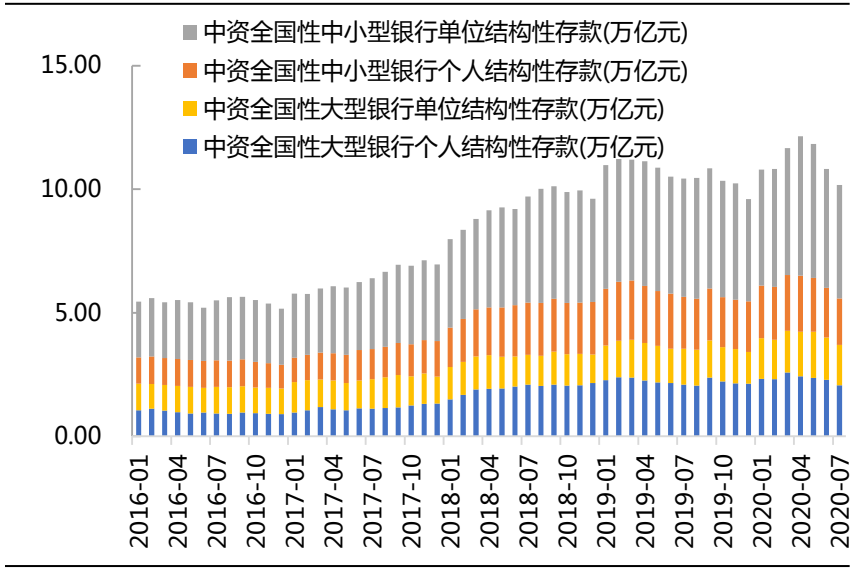
货币政策难以持续边际收紧：资金空转明显缓解

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　资金空转套利



图表　结构性存款规模上升



- 疫情冲击下，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，4月企业债券与理财产品利差大幅扩大，部分企业通过发行债券的方式获取资金，进而购买理财、结构性存款等产品，资金空转套利程度有所加大。
- **资金空转明显缓解。**近期，6个月理财产品预期收益率与相同期限企业中票利差收窄至90bp，回到年初水平，套利空间明显收窄。 5、6、7月结构性存款大幅下降，至7月底全国中资银行结构性存款余额约为10万亿元。

资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策难以持续边际收紧：中美关系存在不确定性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。
- 但疫情发生以后，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压。
- 中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。

图表　近期中美冲突有所加剧

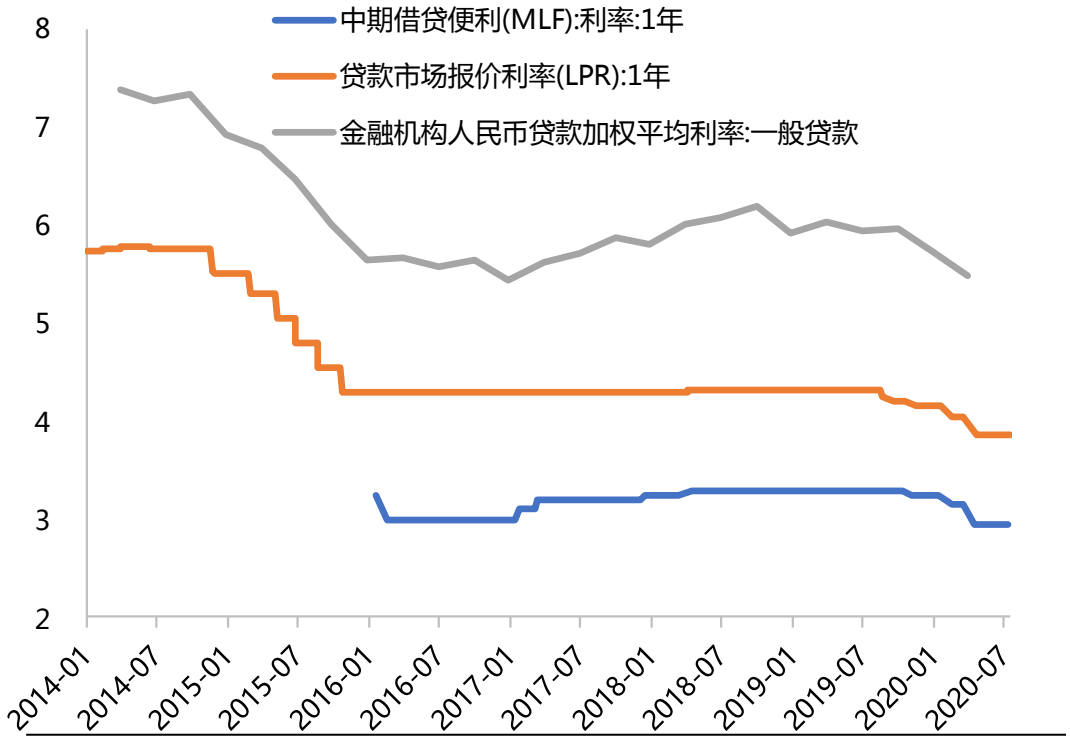
日期	中美关系
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
2020年2月21日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第一次排除清单。
2020年2月1日	中国国务院关税税则委员会宣布按照防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策；已加征税款予以退还。
2020年1月15日	签署中美第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策难以持续边际收紧：需引导资金成本下调

- 当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。
- 从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调，因此不会主动收紧。
- 金融系统让利1.5万亿元，属于站在银行角度（信贷供给端）来看，但能不能落实还需要看企业融资需求（信贷需求）。因此，货币政策还需要引导成本下降。

图表　引导资金成本下降

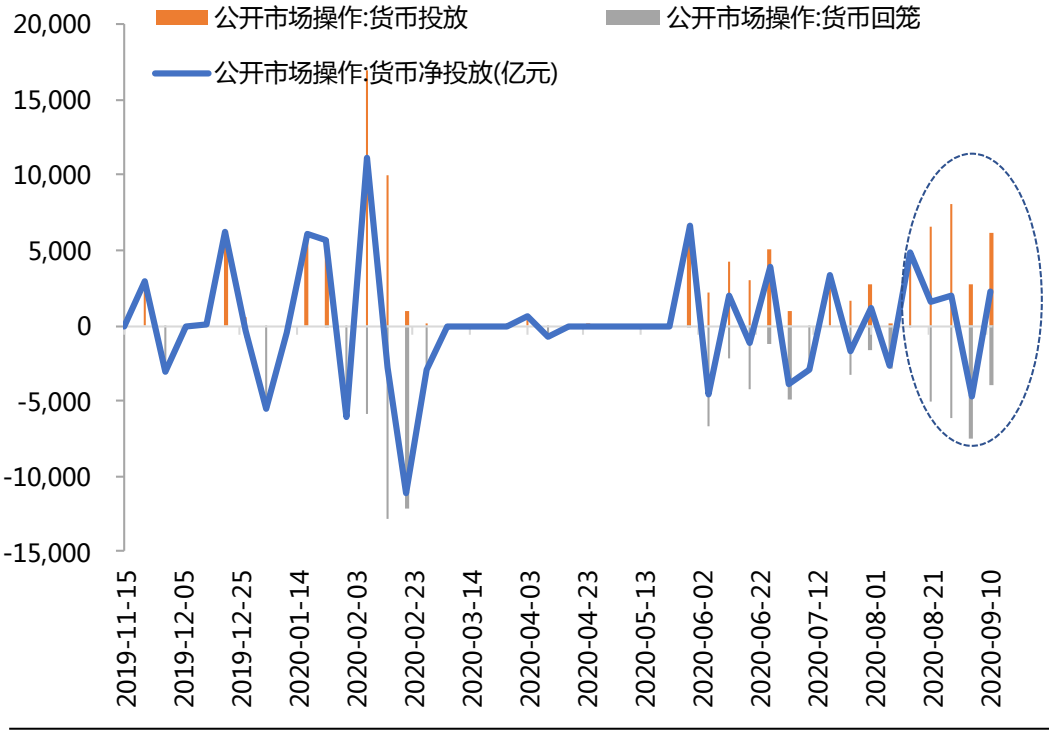


资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策边际宽松的三部曲： 公开市场足量操作

- **预计未来公开市场操作量会比较充足，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。**
- **近期央行公开市场操作足量提供流动性，可能意味着中长期流动性持续收紧的过程告一段落。**8月后三周，央行分别净投放流动性4900亿元、1600亿元和2000亿元。特别是8月17日MLF增量续作7000亿元。这是对当月两笔MLF到期的一次性续作，充分满足了金融机构的流动性需求，均意味着央行公开市场将足额操作，流动性将保持边际宽松。

图表　央行公开市场足量操作，超额对冲流动性到期

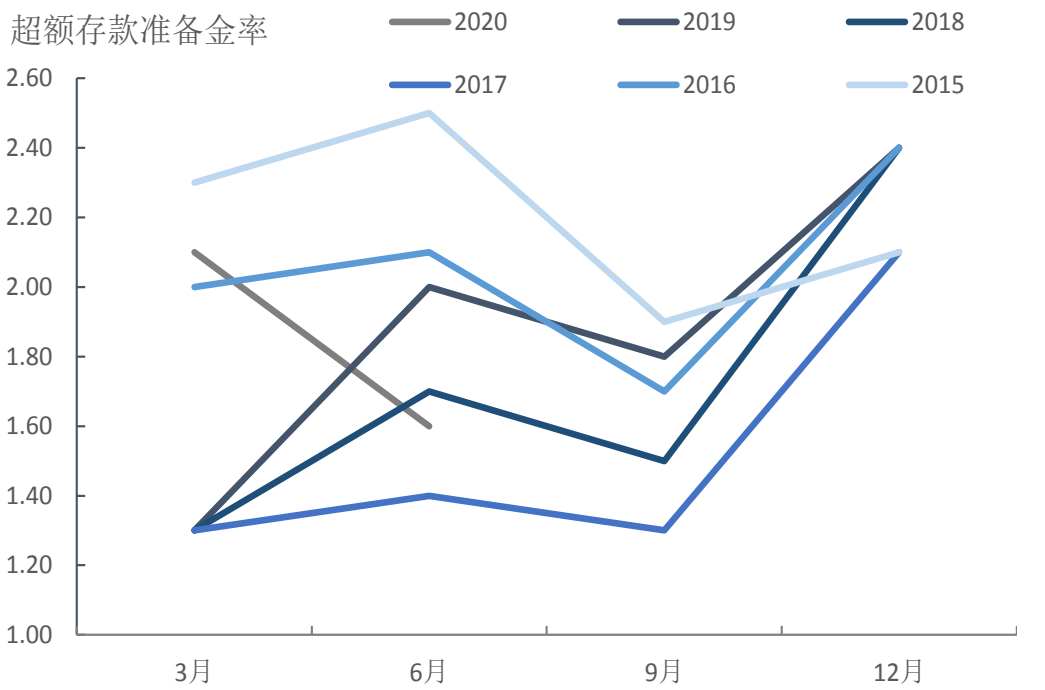


资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策边际宽松的三部曲：降准

- **预计再定向降准一次，幅度50bp。**
- **与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。**定向降准可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。
- **当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。**超储率的变化存在季节性，一般而言，一季度末和三季度末率偏低，二季度末和四季度末较高。今年则有所不同，超储率在一季度末达到2.1%，远高于过去三年一季度末1.3%的平均水平；二季度末，超储率降至1.6%，已经处于较低水平，预计三季度会进一步下降。

图表　今年二季度超储率反季节性回落（%）

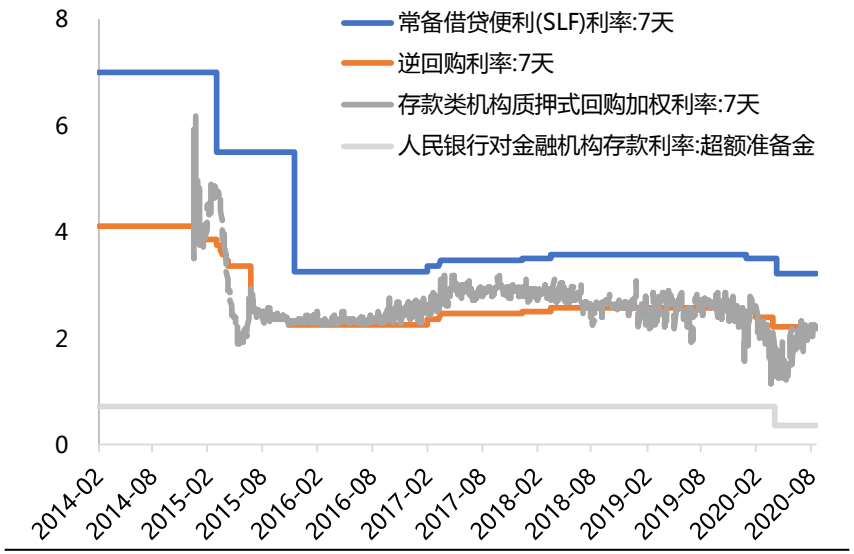


资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策边际宽松的三部曲：降息

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　利率走廊



图表　货币政策工具

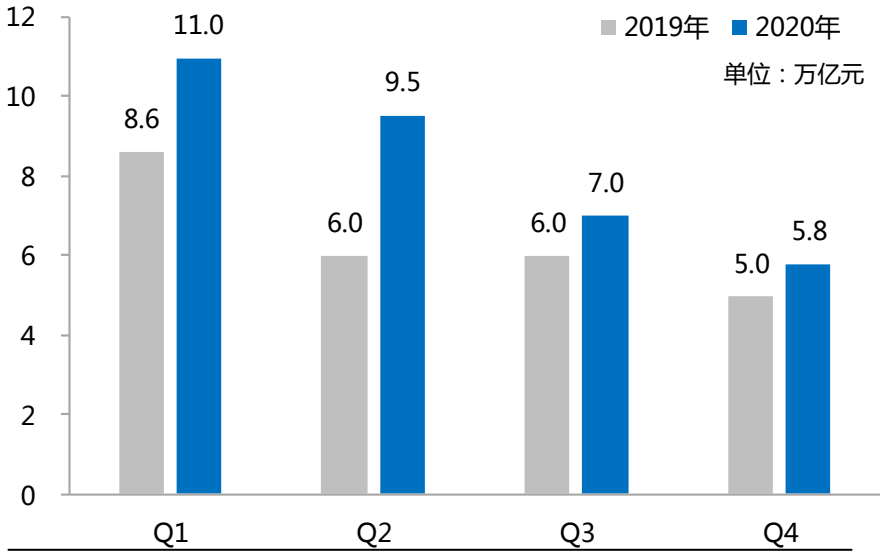
货币政策操作	央行资产方	央行负债方
逆回购，MLF，SLF，TMLF	对其他存款性公司债权	准备金
再贷款、再贴现	对其他存款性公司债权	准备金
CBS	对其他存款性公司债权	央行票据
存款准备金率	不变	准备金结构变动

- **会降息，MLF降息，但逆回购利率将保持不变。此外，不会出现加息的状况。**
- 当前我国新的政策工具相对丰富， 包括常备借贷便利（SLF），中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；2014年开始初步建立利率走廊，其中常备借贷便利（SLF）构成利率走廊上限，下限为超额准备金利率（IOER）；2019年初，创设央行票据互换工具（CBS），为银行发行永续债提供流动性支持。
- 为引导实体经济融资成本的下降，预计MLF利率存在5bp左右下降空间，相应的LPR利率也将有所下调。但逆回购、SLF、IOER利率下调可能性相对不大。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

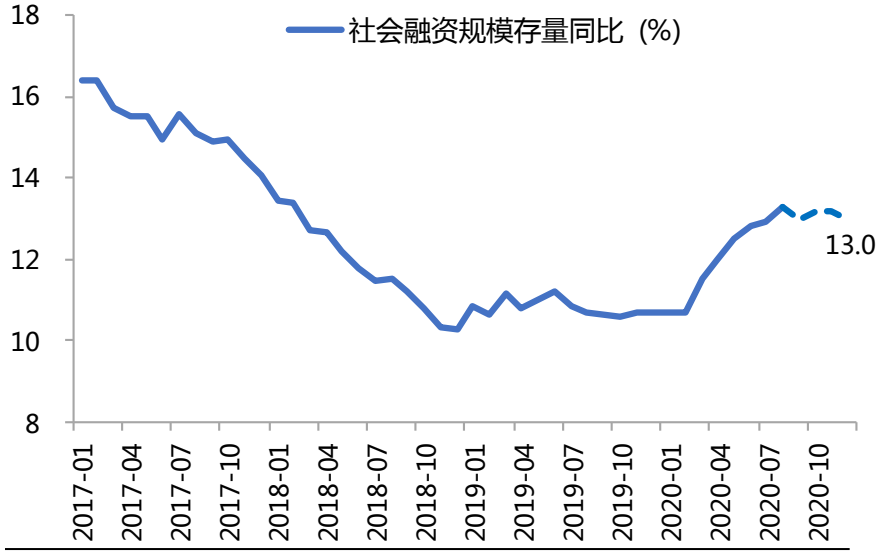
资料来源：Wind，国金证券研究所

货币量的宽松仍将比较明显

图表　2019年与今年新增社融对比



图表　社融增速



- **货币量的宽松仍将比较明显。**易纲行长讲到今年全年贷款新增预计近20万亿、社融规模增量超过30万亿，很长一段时期我们政策当局已经不再提出货币数量目标，今年对于信贷、社融目标的说明，传达了货币政策宽松的总基调。
- 今年前八个月新增社融25.4万亿元（去年为17.3万亿元），实际上，货币量与价是一个硬币的两面，伴随着量的扩张，信贷价格也将保持相对低位，也有助于实体经济融资成本的降低。我们预计全年新增社融32-35万亿元，社融增速在当前水平仍将继续上升，此后小幅回落，预计全年增速13%左右。

资料来源：Wind，国金证券研究所

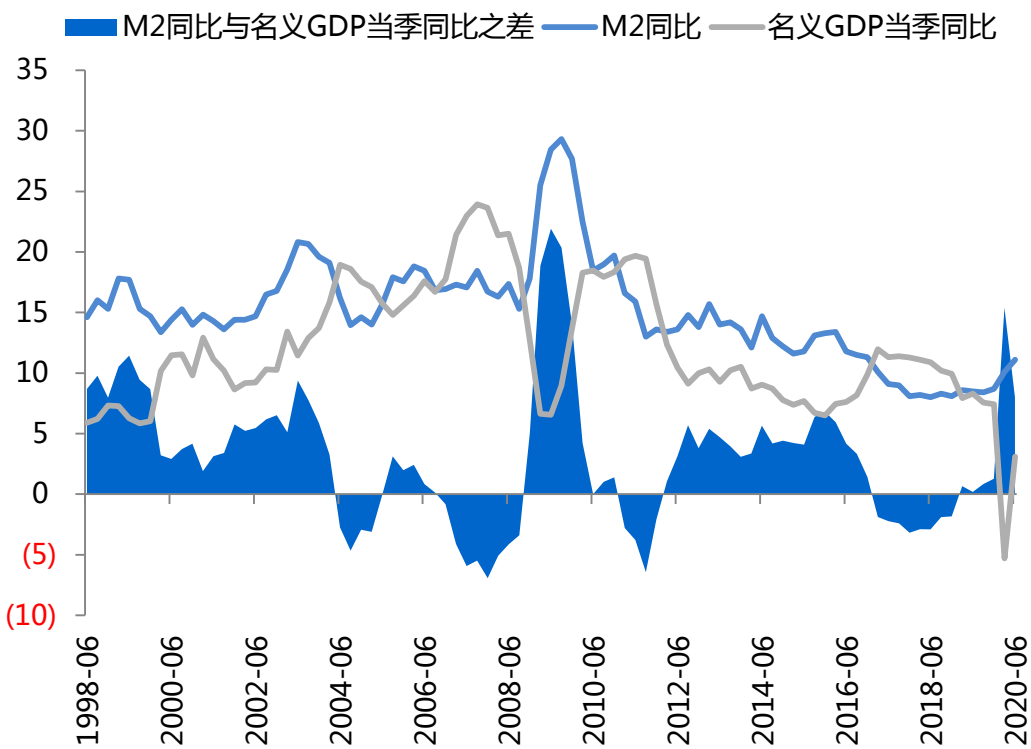


四、大类资产：九局下半，静待拐点

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同比进一步收敛，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，货币政策边际趋紧。
- 预计4季度名义GDP继续回升，M2同比保持相对稳定，M2同比-名义GDP同比进一步回落。

图表 M2同比-名义GDP同比在4季度进一步回落（%）

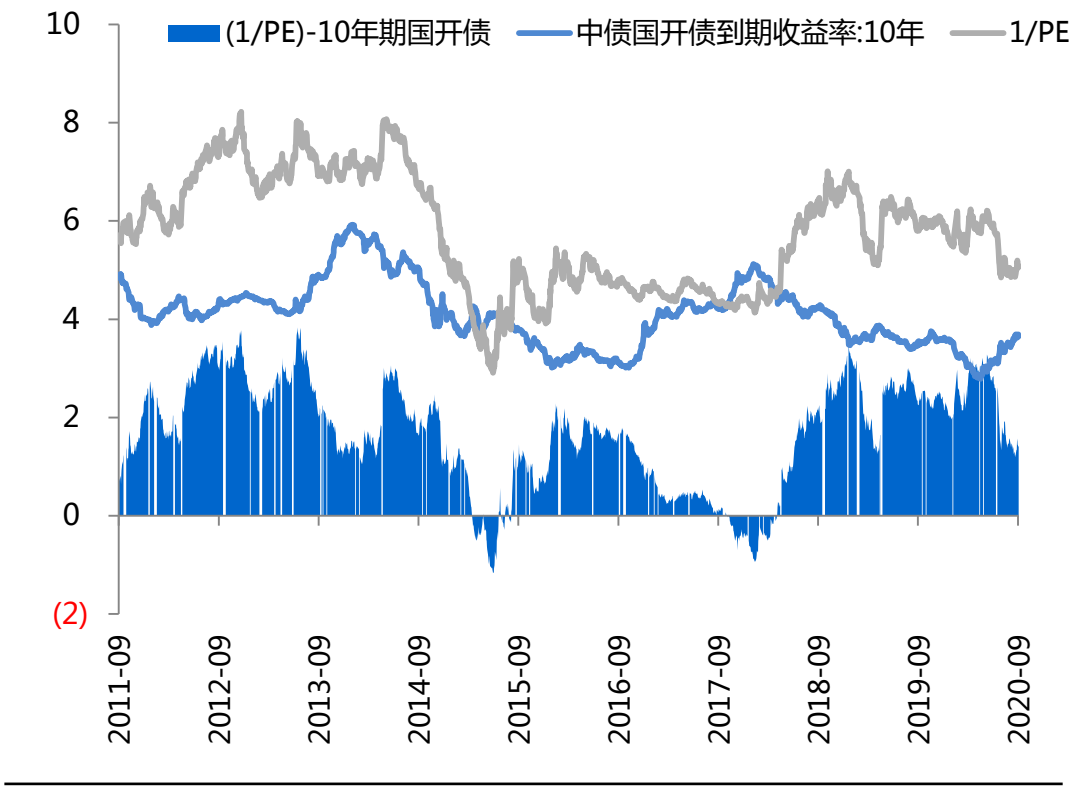


资料来源：Wind，国金证券研究所

相对估值：A股和利率债相对估值处于中位数

- 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，处于中位数水平。**
- 预计4季度风险溢价相对平稳。流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升。

图表 A股风险溢价处于中位数水平 (%)

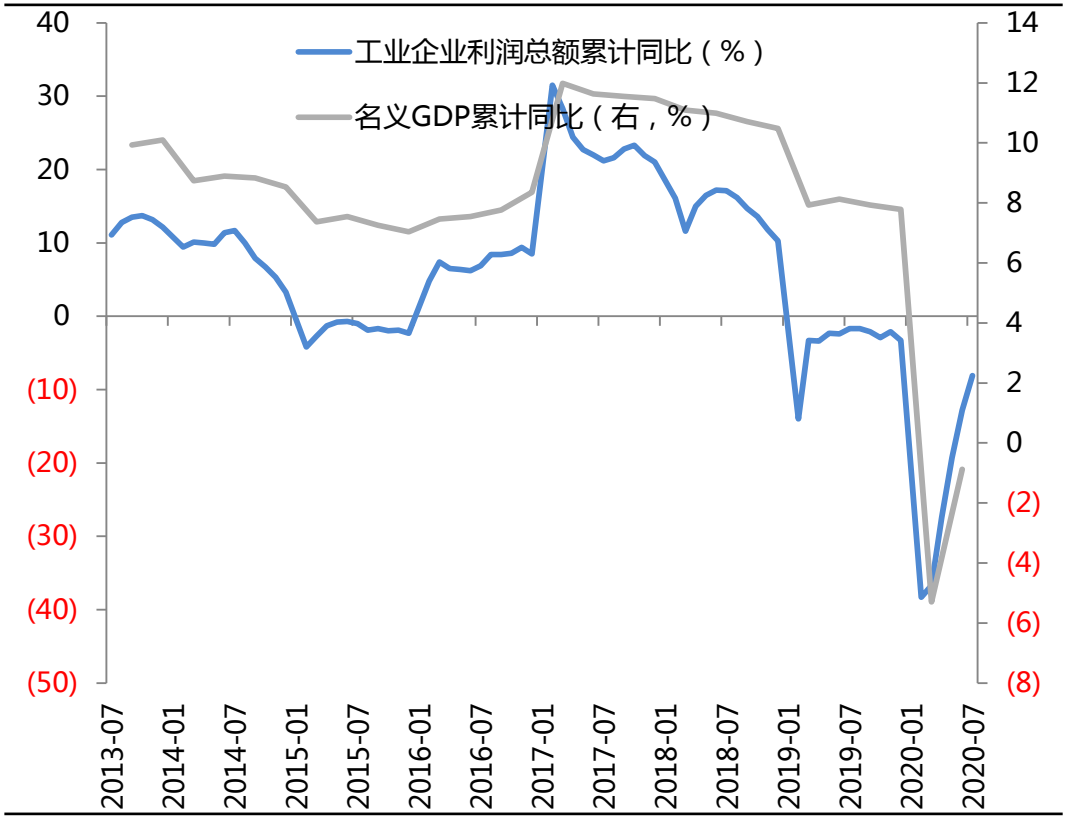


资料来源：Wind，国金证券研究所

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。
- 4季度，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改善的路径较为清晰。

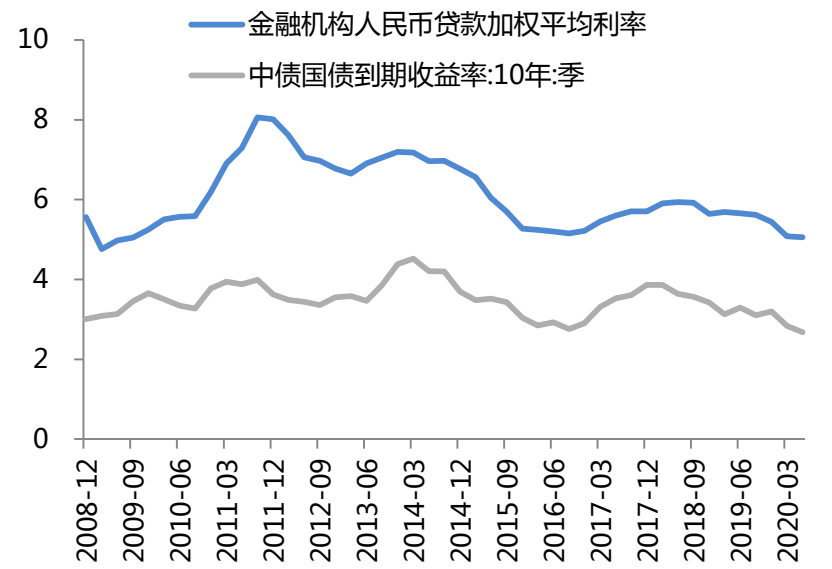
图表 名义GDP增速是利润的同步指标



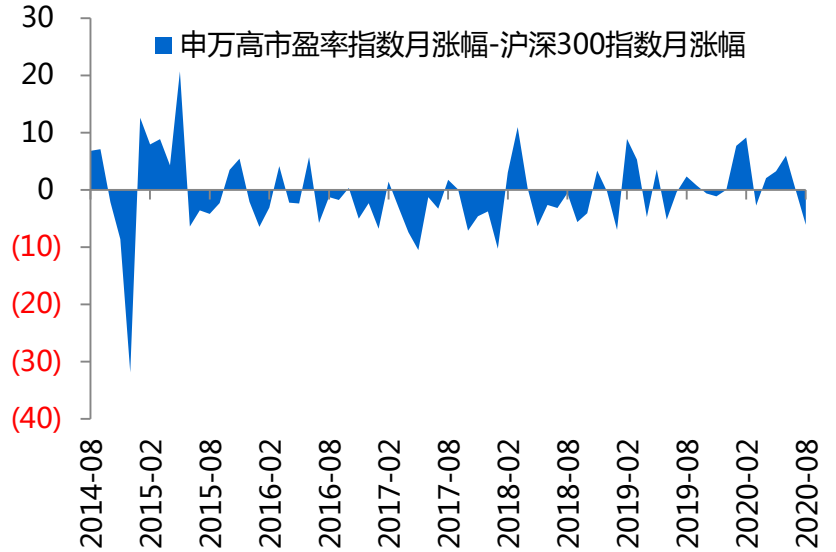
资料来源：Wind，国金证券研究所

A股分母端：无风险利率转向上行，风险偏好相对稳定

图表 贷款利率下降空间收窄、国债收益率转向上行 (%)



图表 3Q2020风险偏好回落

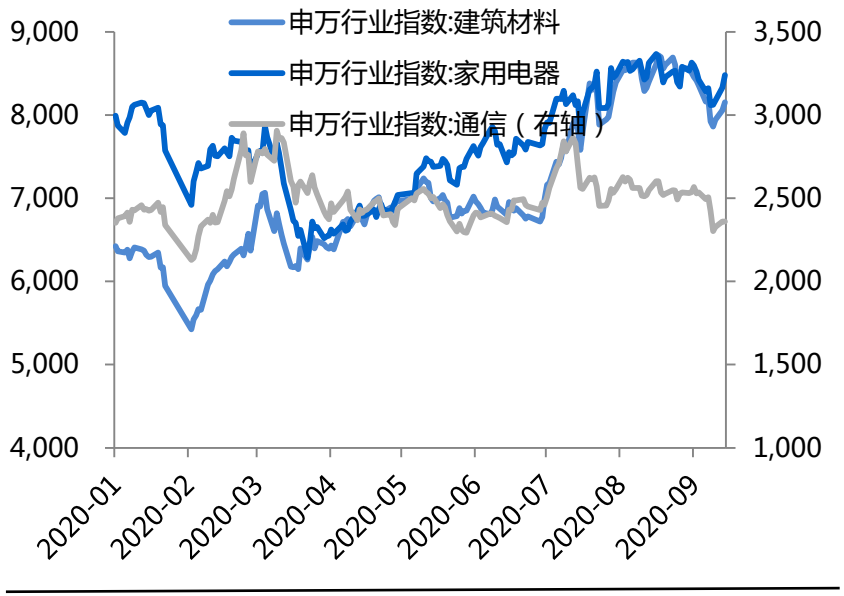


- 政策逐渐引导实际贷款利率下行，以及国债收益率的持续下降，贡献了分母端无风险利率的下降；但随着经济的逐步复苏以及货币政策二阶拐点的显现，10年期国债收益率转向上行，贷款加权利率下行空间收窄。
- 市场情绪的观察指标——申万高市盈率月涨幅-沪深300月涨幅显示，在2020年的7-8月份逐月回升，意味着市场的风险偏好有所下降。
- **展望4Q2020，经济的恢复和政策的退出形成拉锯，风险偏好趋于稳定，预计A股整体震荡；但如果货币转向宽松，估值有望再度得到支撑，市场有望再度走强。**

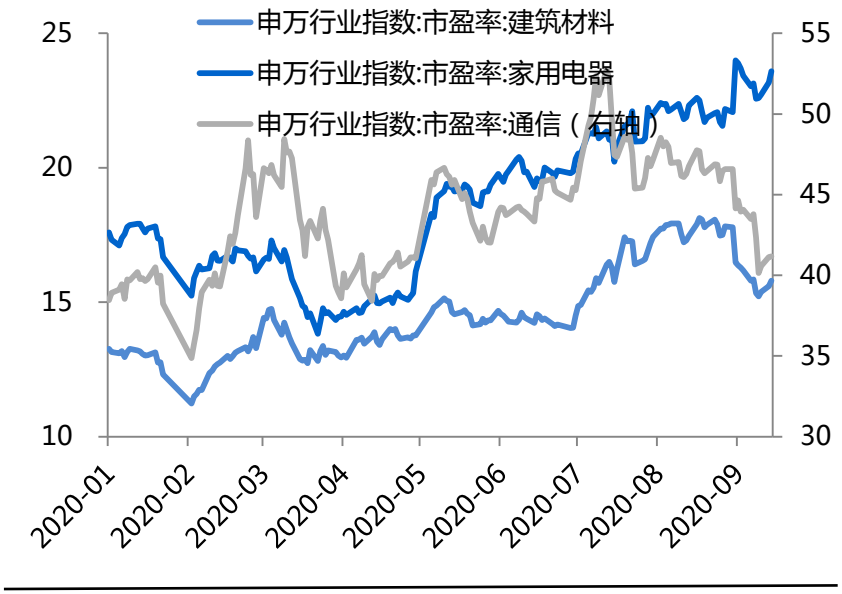
资料来源：Wind，国金证券研究所

A股结构：新基建和科技定价充分，低估值周期股值得关注

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



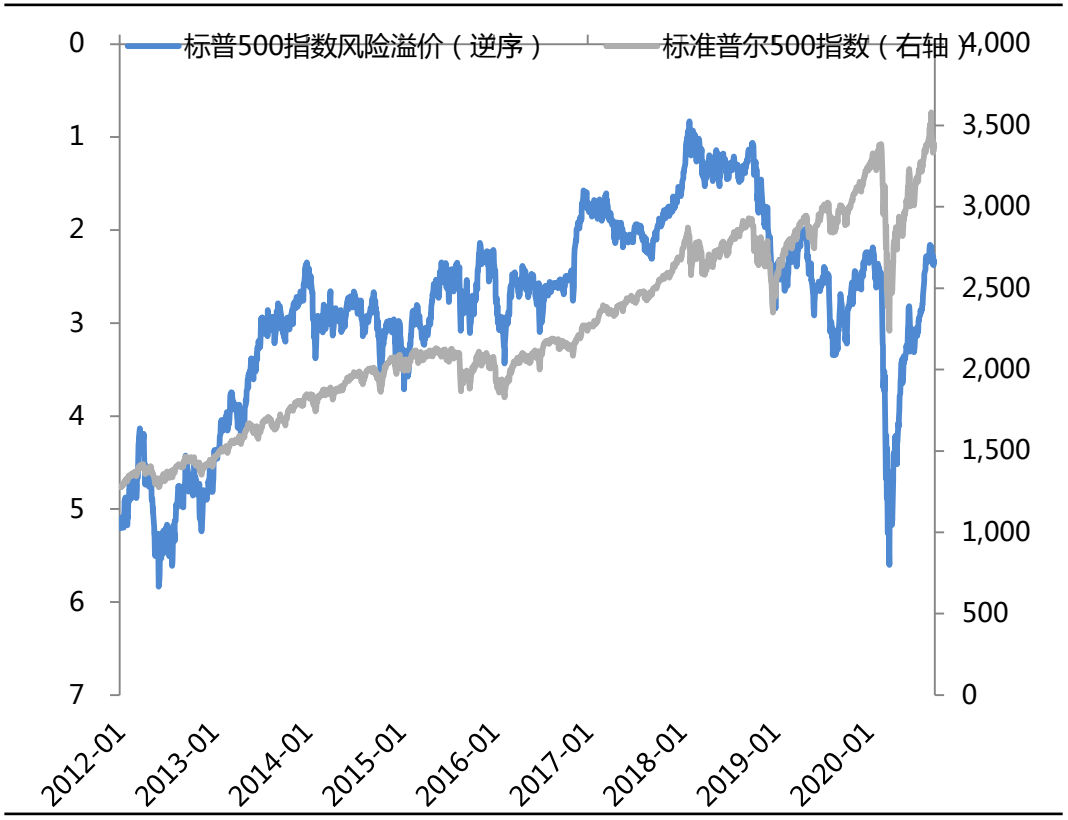
- **新基建和科技股属于政策支持的方向，整体估值中枢上移，市场定价充分；**
- 整体消费板块存在较大的分化，必需消费品前期涨幅较大、估值较高，但可选消费仍相对便宜；
- 流动性边际趋紧背景下，低估值高分红标的受到青睐；
- 随着债券收益率的上行，保险的投资机会值得留意。

资料来源：Wind，国金证券研究所

美股：流动性和盈利的贡献开始分化，收益风险比下降

- **随着美联储货币政策二阶拐点的显现，流动性对美股的支撑开始告一段落。**
- 随着美国经济和社会逐渐从疫情和抗议活动中的恢复，企业盈利开始逐渐上行。
- 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4Q2020保持震荡的概率较高。

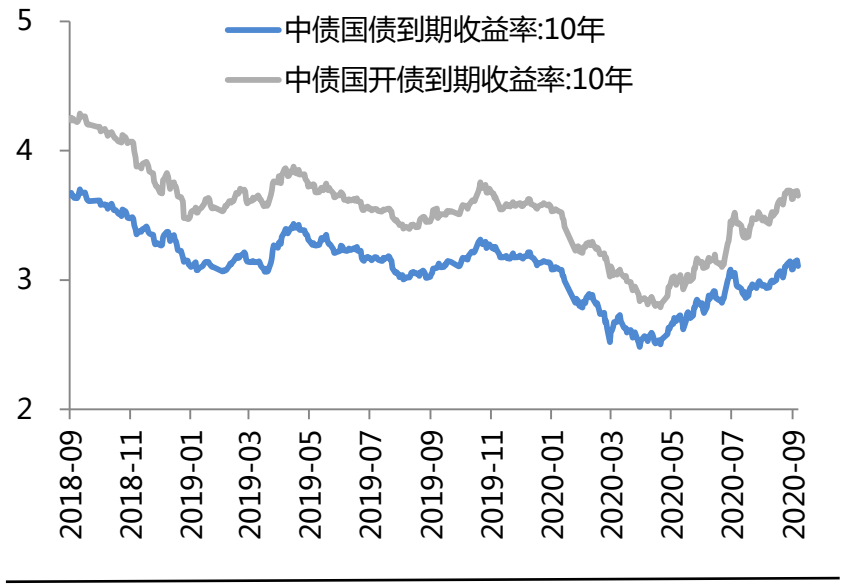
图表 标普500风险溢价回落



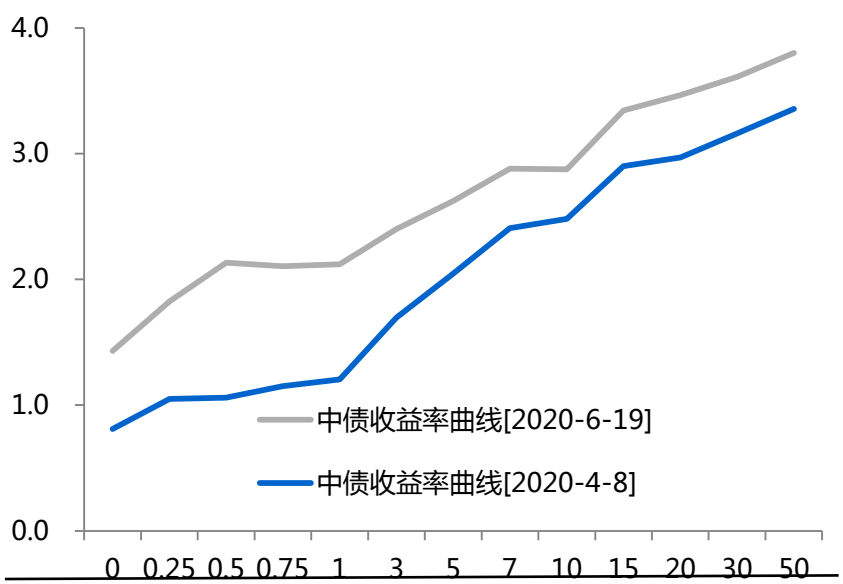
资料来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，国金证券研究所

中国国债：长端收益率进一步上行空间不大

图表 政策退出导致利率债收益率回升



图表 疫情消退背景下收益率曲线走向“熊陡”



- **2020年5-8月，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。**
- 4Q2020长端收益率进一步上行空间不大。

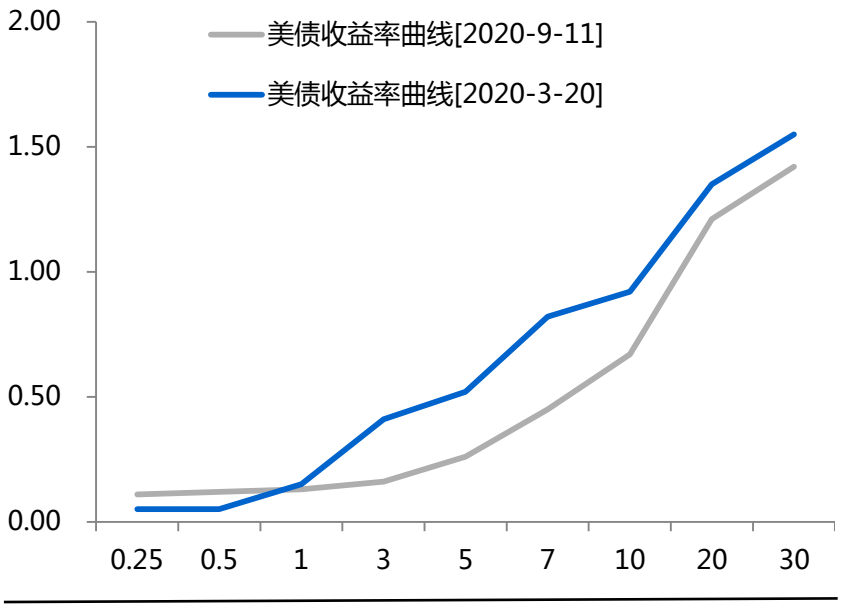
资料来源：Wind，国金证券研究所

美国国债：美联储货币宽松二阶拐点显现

图表 美国10年期国债收益率低位回升、垃圾债信用利差回落



图表 美债收益率曲线走向陡峭

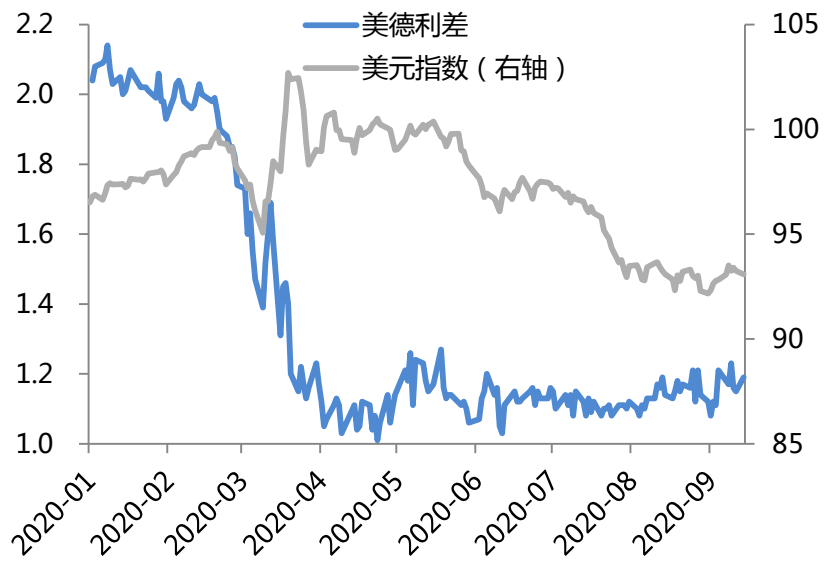


- 3月底，尽管美联储将利率降至零，并再度开展QE以及多项其他货币宽松举措提供流动性，但美元货币市场的流动性抛售依然导致美国10年期国债收益率出现小幅上行；同时美国垃圾债收益率和信用利差大幅上行。
- **美联储多种货币政策工具的实施（无限量QE和直接购买垃圾债等），令美国金融风险大幅下降。**
- 随着美联储货币政策二阶拐点的显现，以及美国经济的逐渐恢复，美债收益率曲线走向陡峭。

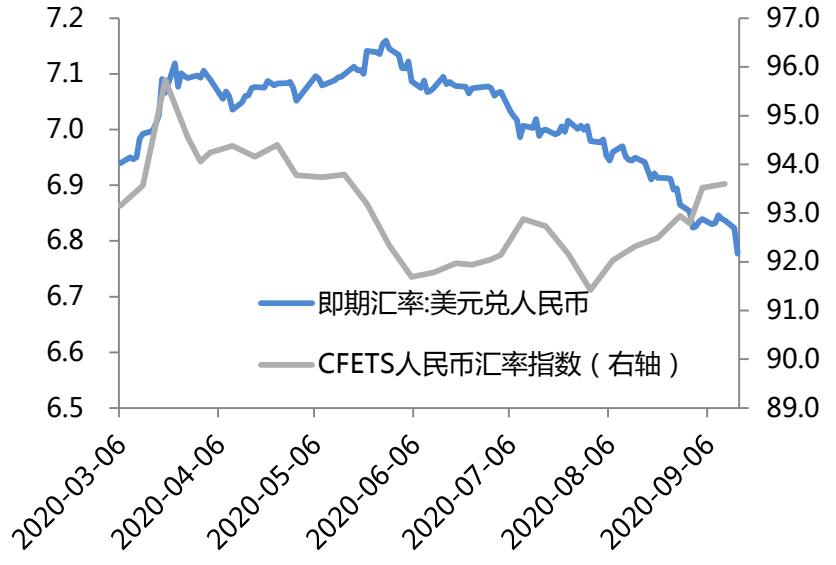
资料来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

汇率：美德利差对美元指数解释力下降，人民币升值压力加大

图表 美德利差对美元指数的解释力度下降（%）



图表 近期人民币升值压力加大

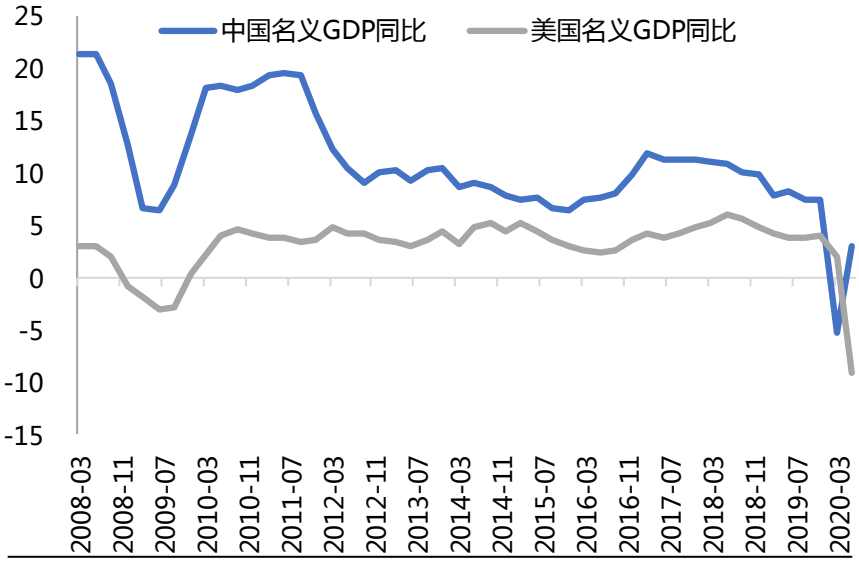


- **从短期分析框架看，**流动性危机背景下，利率抛补平价贡献汇率市场主要波动，导致利差成为驱动汇率变化的表面主要因素；
- **从深层次看，**美股大幅下跌引发的赎回高增、疫情冲击下的基本面走弱、信用风险上升增加对现金的需求、美债收益率大幅下行引发的全球资产再定价，是美元指数前期走强的背后驱动力量。
- 我们预计，4Q2020续美元指数将温和反弹，人民币汇率在6.75-6.85区间波动。

资料来源：Wind，国金证券研究所

汇率：中美经济与利差是人民币温和升值的重要支撑

图表　中国经济复苏节奏、力度相对强于美国（%）



图表　中美利差相对处于高位（%）

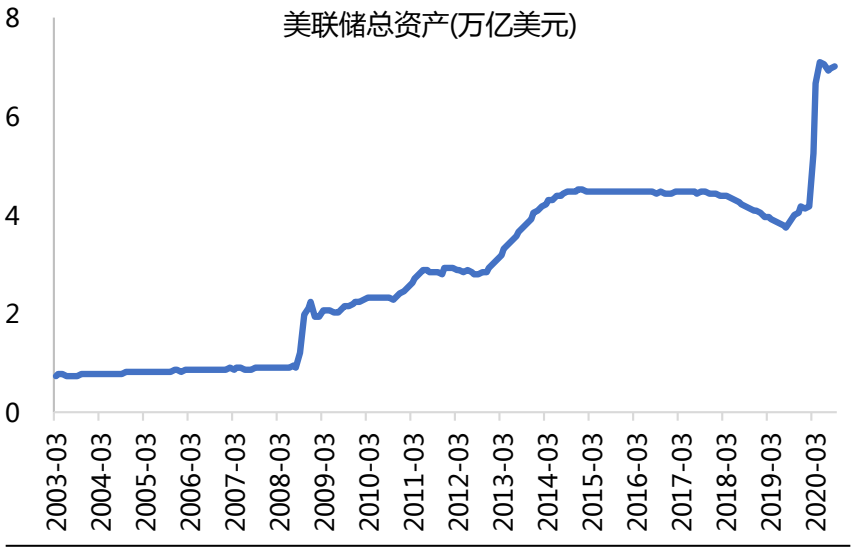


- **预计人民币汇率将温和升值，范围在6.8-7.0之间，不会对货币政策的调整形成制约。**
- 一方面，从中美经济基本面来看，我国疫情冲击相对更早，经济复苏节奏和力度相对优于美国，是支撑人民币温和升值的因素之一；
- 另一方面，当前中美利差保持相对高位，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素。

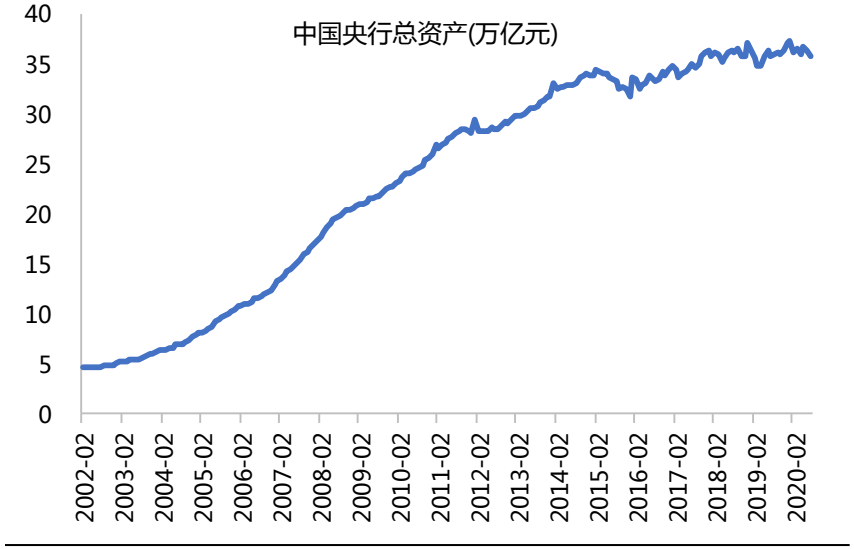
资料来源：Wind，国金证券研究所

汇率：人民币温和升值使我国货币政策空间相对更足

图表　今年美联储资产负债表迅速扩张



图表　我国央行资产负债表保持相对稳定



- **我国货币政策空间相对更足，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素。**
- **为应对疫情冲击，美联储重启QE，资产负债表规模大幅扩张。反观我国，央行资产负债表规模保持相对平稳。**
- 背后的逻辑在于，中美货币政策应对存在差异，美国由于政策利率已经降至零，只能通过QE的方式压低长端利率；我国货币政策空间相对更足，一方面通过降准、逆回购释放流动性，另一方面，通过降息降低资金价格。

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，但金融层面的支撑有所减弱

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。我们预计4Q2020布伦特油价在40-50美元/桶区间运行；
- 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；不过，铜的金融属性对价格的支撑有所减弱。

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

风险提示

- 疫情再度爆发，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；
- 部分行业受到疫情和中美摩擦的负面影响远超预期。

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

2020/09/28



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn