国内经济持续改善，核心资产价格提升

——川财总量配资产系列深度之一

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **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

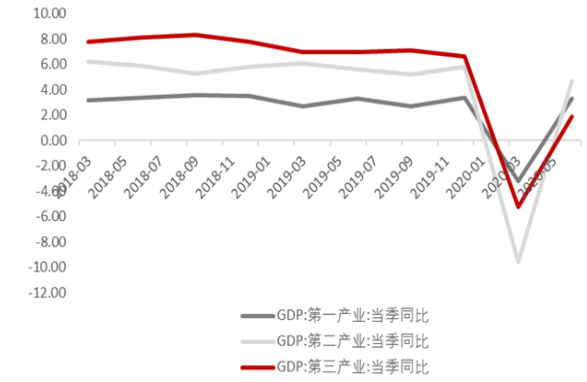
图 1：我国 GDP 率先转正 4
图 2：海外经济体 GDP 增速下滑 4
图 3：工业增速稳定回升 5
图 4：工业企业利润持续恢复 5
图 5：高技术产业恢复较高增速 5
图 6：新基建相关制造业维持高增速 5
图 7：固定资产完成额持续回暖 6
图 8：制造业降幅持续较大 6
图 9：基建投资增速持续修复 6
图 10：年内专项债资金余额仍然较大 6
图 11：1-7 月货币投放量基本恢复常态 7
图 12：年内专项债资金余额仍然较大 7
图 13：1-7 月货币投放量基本恢复常态 8
图 14：MLF 余额同比基本持平 8
图 15：中小银行同业存单发行量增加 11
图 16：中小行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

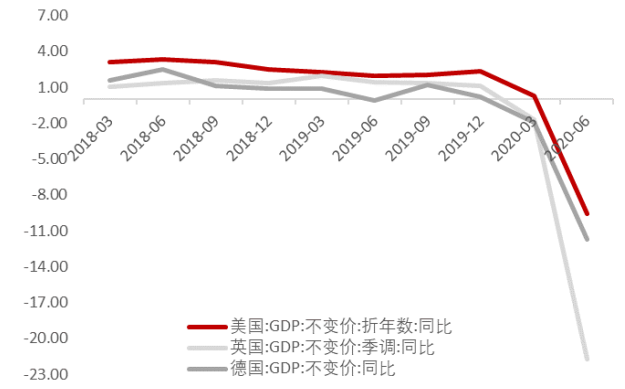
我国经济基本面持续修复，二季度 GDP 转正。二季度国内生产、投资及消费表现共同回暖，单季 GDP 由降转升，我国经济基本面率先修复，新老基建、国内大循环共同收效。分结构看，二季度我国工业生产率先转正，同比增速实现 4.7%，增速优于第三产业和第一产业；在扩内需政策持续加码的背景下，工业生产整体复苏强劲，第二产业实现率先发力。值得一提的是，在疫情防控的要求下，餐饮、娱乐等相关服务业复苏缓慢，但第三产业 GDP 增速已基本恢复正增长，年内有望持续改善。

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：%

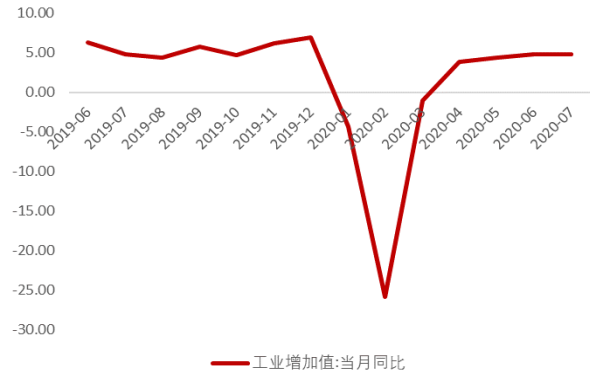
海外主要经济体 GDP 增速不佳。相比而言，二季度发达经济体 GDP 增速表现普遍不佳。例如，美国第二季度 GDP 年率下跌 32.9%，美国经济在第二季度出现下行与消费行业的低迷有关。新冠疫情下，在美国经济中占有重要地位的餐饮、旅行和零售等行业均受到一定程度的影响。此外，美国第二季度实际个人消费支出季率初值为-32.9%，为美国历年来最大的历史跌幅。

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。

“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



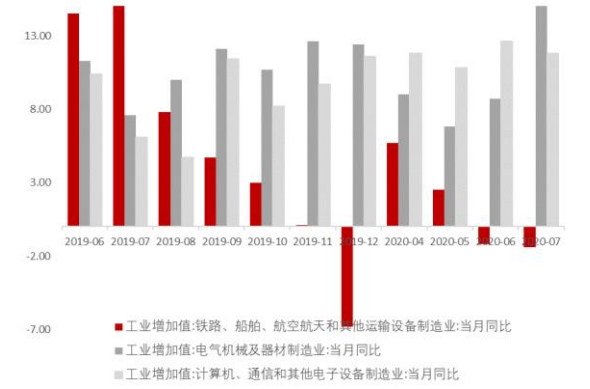
资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：%

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：%

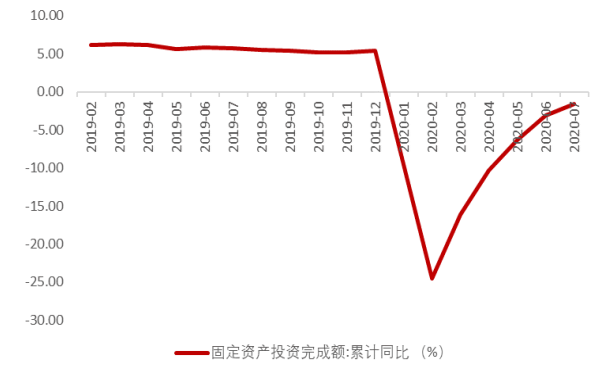
2.3 基建投资延续改善，内需为持续上行蓄力

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、投资意愿或较弱势。

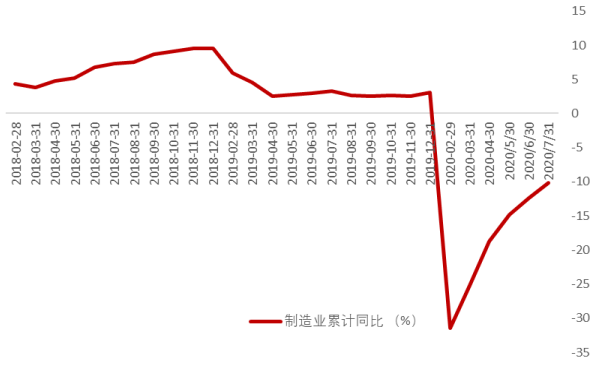
值得一提的是，当前政策端对制造业投资持续关注，7 月底政治局会议特别指出“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”，制造业投资有望提振。

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

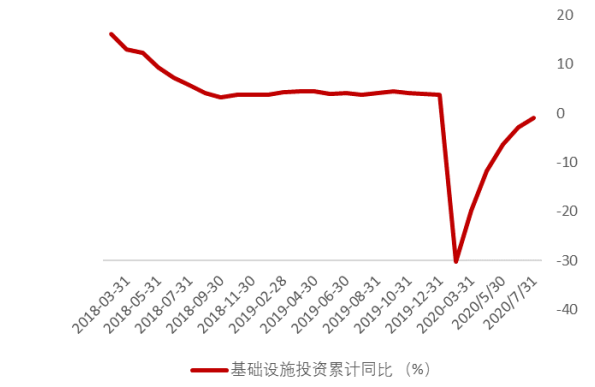
图 8： 制造业降幅持续较大



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：%

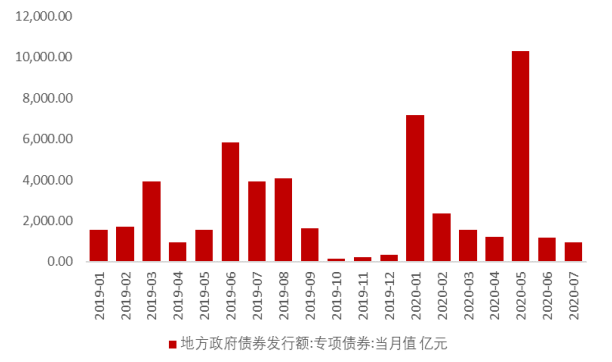
基建投资持续修复，后劲充足。从单月数据看，7 月我国基建投资累计同比下降 1%，降幅再度收窄 1.7 个百分点，水利、公共管理、运输投资增速持续改善，基建对国内经济的支撑明显，“国内大循环”趋势鲜明。

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%。

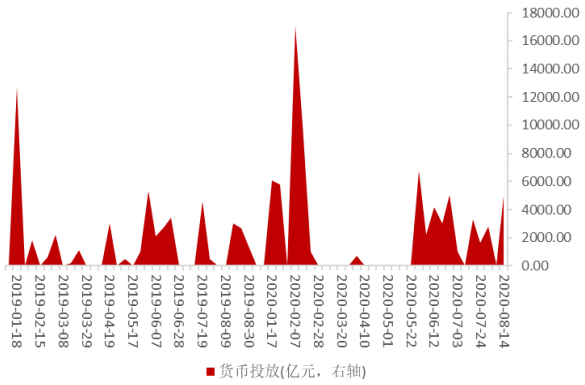
总体而言，传统基建支撑需求，“新基建”高速增长，国内大循环有望持续收效，经济修复后劲充足。经济基本面修复保障了人民币稳健的基本面，国内核心资产吸引力有望持续增强。

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

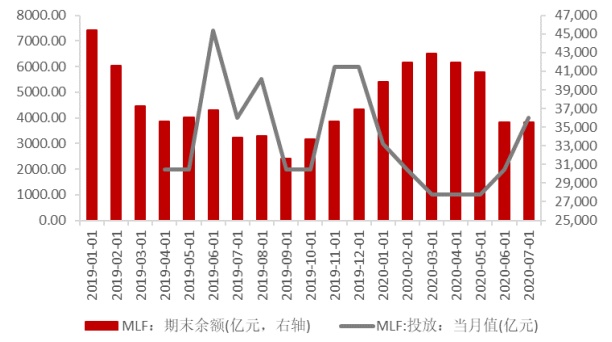
国内货币政策已回归常态。从总量的维度看，前 7 月央行货币总投放量与去年同期基本持平，4、5 月货币投放量明显减少，MLF 期末余额也与去年基本持平，二季度以来国内货币政策较为克制，货币政策恢复常态。

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



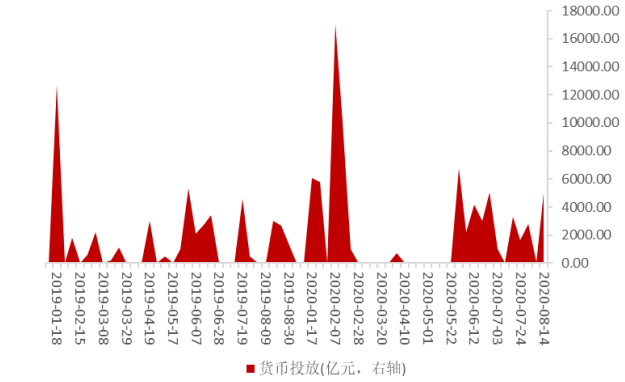
资料来源：Wind，川财证券研究所，单位：%

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

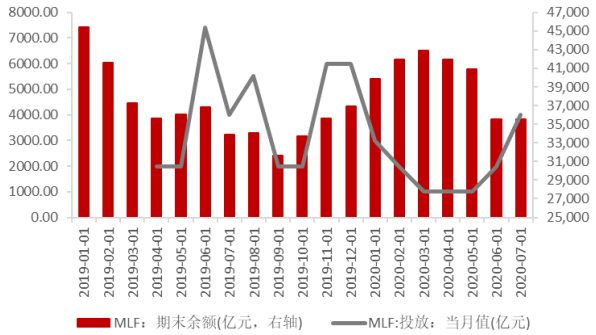
比上月扩大0.4个百分点，企业部门活期存款维持高位，印证后续企业再生产、投资意愿的持续较强。从需求角度看，M1、M2同比增速的剪刀差往往先于工业增加值及PPI数据的回暖，7月剪刀差小幅走扩，年内工业品需求有望持续回暖，国内货币政策稳需求功能较强。

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
对经济形势的表述	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，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变	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中向好、长期向好、高质量发展的基本面
	2. **世界经济陷入衰退，国内经济还面临不少挑战**	2. 世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多
政策基调	1. 稳健的货币政策更加灵活适度、**精准导向**；保持流动性合理充裕	1. 稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕
	2. 保持货币供应量和社会融资规模**合理增长**，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现**稳增长和**	2. 保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高

	防风险长期均衡	
	3. 综合运用并**创新多种货币政策工具（再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具）**，疏通货币政策传导机制（LPR）	3. 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务
	4. 有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的**“直达性”**	4. 发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用， 更好地服务实体经济
物价	1. 物价**涨幅总体下行**，不存在长期通胀或通缩的基础	1. 物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察
	2. 近期部分省份**汛情**可能给农产品生产运输造成一些影响，**发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，**加之全球疫情演进及防控措施对供应链、产业链的冲击还有不确定性，仍需对各种因素可能导致的**短期物价扰动**保持密切关注	2. 短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析但从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础
金融机构	1. 支持银行特别是中小银行**多渠道补充资本和完善治理**，加大不良贷款处置力度，增强金融机构的稳健性	1. 重点支持中小银行补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力
	2. 进一步推进金融机构改革，继续深化开发性、政策性金融机构改革，充分发挥开发性、政策性金融在支持经济结构转型和高质量发展中的作用	2. 进一步推进金融机构改革，继续推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案，更好发挥开发性、政策性金融机构的作用
	3. **以强化公司治理机制为核心，**持续深化商业银行和其他金融企业改革，**提高经营管理水平和风险控制能力**	3. 持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革
利率市场化	推动 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，**于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，**疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降	持续深化 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，用改革的办法促进社会融资成本进一步下行
金融市场	1. 加强金融市场基础设施统筹监管与互联互通，推进托管行与交易报告库建设，确保金融市场安全整体稳定和高效运行积极稳妥推动债券市场制度性、系统性开放，引入更多中长期投资者	1. 加强金融市场基础设施统筹监管与互联互通，推进托管行与交易报告库建设，确保金融市场整体稳定和安全高效运行积极稳妥推动债券市场制度性、系统性开放，引入更多中长期投资者
	2. 加强制度建设、完善债券市场管理制度，促进制度标准统一，提升债券市场效率	2. 加强金融债券管理制度建设，建立分层分类的储架式发行管理体系
	3. 支持民营企业发行债券融资	
	4. 坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制	

房地产	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，**坚持稳地价、稳房价、稳预期**，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，**实施好房地产金融审慎管理制度**	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性

数据来源：央行第二季度货币政策执行报告；川财证券研究所；

政治局会议强调“合理增长”，总量维持审慎。7 月 30 日中共中央政治局召开会议，在对下半年流动性环境的定调上指出，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，下半年流动性将继续维持合理充裕。

但值得一提的是，会议将“货币政策要更加灵活适度”作为对下半年货币政策的表述；结合会议此次对货币政策“精准导向”的要求，下半年我国仍将维持常规货币政策；预计在流动性保持合理充裕的背景下，定向降准等结构性货币政策值得期待。

央行贯彻对小微制造业倾斜，结构性货币政策功能凸显。8 月 3 日，央行召开下半年工作电视会议，对 7 月 30 日政治局会议要求贯彻落实。在对后续货币政策的表述上，央行下半年将引导货币政策更加灵活适度，实现货币政策的落地见效、精准导向。值得注意的是，会议此次提出，下半年要“综合运用多种货币政策工具”，为下半年“降成本”工作预留了空间；叠加央行此次会议对小微、制造业企业融资环境倾斜明显，结构性货币政策仍值得期待。

国常会再度强调宏观政策的针对性、有效性。8 月 17 日国务院常务会议召开，明确，要进一步强化宏观政策针对性、有效性，“放水养鱼，保住和培育市场主体”，财政对小微企业的倾斜明显。

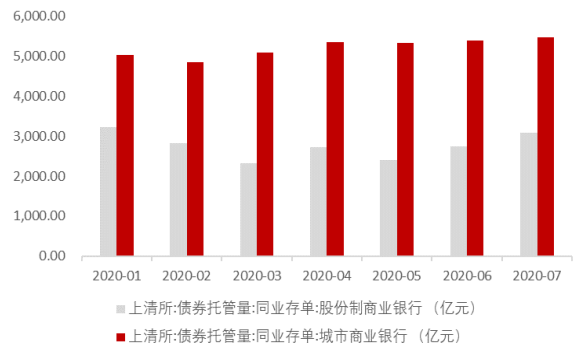
货币政策方面，国常会在强调不搞“大水漫灌”的同时，明确提出要有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，要求新增融资重点流向实体经济特别是小微企业，下半年财政、货币政策将进一步形成集成效应；叠加当前财政、银行体系等多方面资金需求均较大，结构性货币政策或将加速落地。

2.2.2 结构性货币政策是“稳增长”的要求

中小企业经营压力加大，需结构性货币政策补充。二季度以来，国内经济数据整体改善，基本面持续修复。但值得注意的是，7 月小型企业 PMI 指数仅为 48.6%，小微制造企业经营改善速度放缓。且从银行体系的资金需求看，当前银行体系超储率整体降低，中小行同业存单发行“量价其升”，中小银行

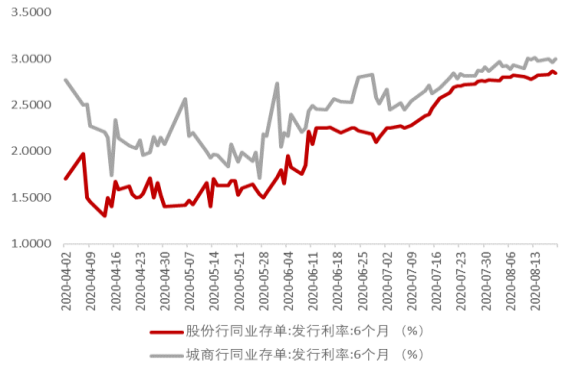
资金需求增长。考虑到中小银行是服务小微企业的中坚力量，股份行、城商行负债端需结构性货币政策补充。

图 15： 中小银行同业存单发行量增加



资料来源：wind，川财证券研究所

图 16： 中小行同业存单发行利率持续上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

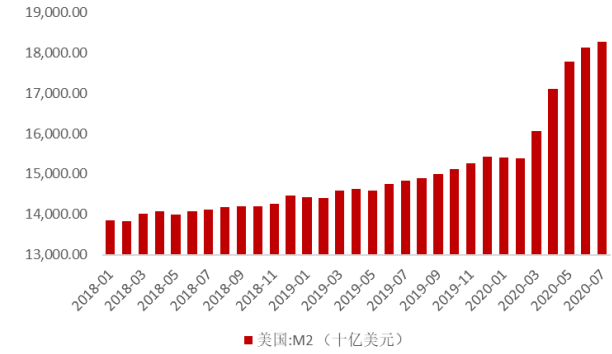
总体而言，下半年我国货币政策定力较强，总量仍保持合理充裕，结构性货币政策不影响人民币稳健的基本面，为国内核心资产价格增加韧性。

三、美元基本面弱势，利好国内核心资产

3.1 美联储政策超预期宽松，美元基本面孱弱

美联储采取超预期宽松政策。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，美元“世界货币”地位有所下降。在美联储的货币投放表现看，截至 7 月末，美国 M2 余额为 182,786 亿美元，同比上涨 23.30%，美联储货币环境持续宽松。值得一提的是，从基础货币投放的角度看，7 月末美联储基础货币余额为 4,700.4 亿美元，同比增长 44.17%，增长幅度显著高于广义货币投放量，一定程度代表美国经济活跃度降低，“超常规宽松”并未对美国经济活动产生提振作用。

图 17： 美联储货币供应量空前增加



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18： 美联储基础货币空前投放



资料来源：Wind，川财证券研究所

离岸美元市场需求较为宽松。尽管此前在市场避险情绪的催化下，海外市场出现“美元荒”，指数短期走强；但疫情期间，美联储对美元供应“非常规”充裕，欧洲成立复兴基金，此前离岸美元市场的“美元荒”明显缓解，欧日央行对美元互换的依赖性也有所降低，美元基本面持续走弱。

表格2. 3 月美联储紧急降息

	举措	联邦基金利率目标区间
3 月 3 日	降息 50bp	联邦基金利率目标区间降至 1.00%-1.25%
3 月 3 日	下调 IOER 50 个基点	超额准备金率为 1.1%
3 月 15 日	降息 100bp	联邦基金利率目标区间降至 1.00%-1.25%
3 月 23 日	美联储宣布启用包括 PMCCF、SMCCF、PPPLF 以及 main street loan 计划工具	“零利率+无限量 QE”的模式正式开启

数据来源：wind，川财证券研究所整理

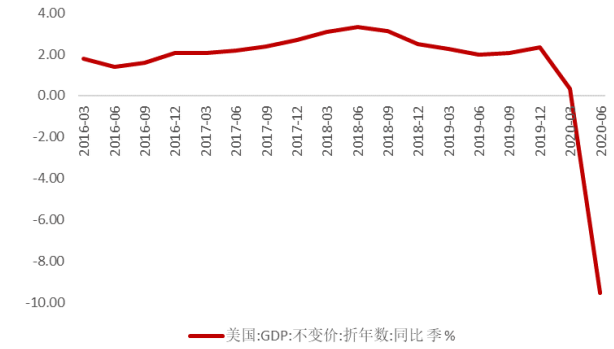
3.2 美国经济下行压力加大，美元储备功能弱化

美国消费数据持续疲弱。据海外宏观数据显示，7 月 30 日，美国公布了第二季度 GDP 数据，美国第二季度 GDP 折年率（季调）下跌 9.54%，创 1947 年以来最大降幅；在新冠疫情的影响下，在美国经济中占有重要地位的餐饮、旅行和零售等受到冲击，当季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，消费数据受冲击严重。

另据高频数据显示，当前美国消费活动仍较疲软。截至 8 月中旬，美国消费活动仍处于负增长，美红皮书商业零售销售同比增幅为-3.4%，美国零售活动较基准下滑 11%，美国消费持续低迷。且值得一提的是，二季度美国消费活动出现短暂修复，主要是由于美联储财政刺激政策对居民消费能力的持续补贴。

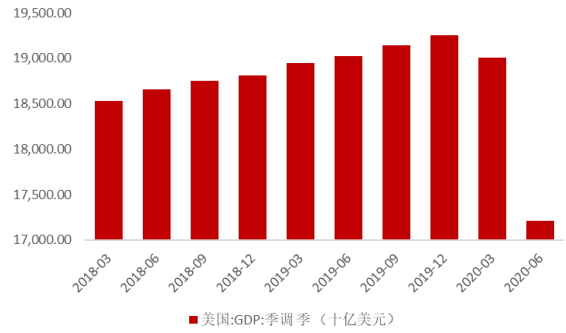
失业居高不下，美国经济上升动力待观察。从美国就业数据看，7 月美国非农数据低于预期，且高频数据方面，截至 8 月中旬，周度初领失业金人数仍然在 100 万左右，单周持续申领失业金人数也在 1000 万以上，美国失业影响短期或难以消除。

图 19： 美国 GDP 增速空前下行



资料来源：wind，川财证券研究所

图 20： 美国单季度 GDP 明显下降



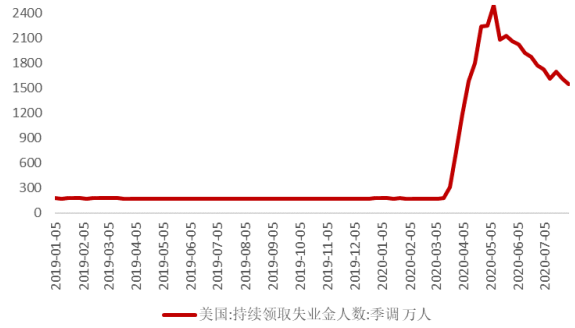
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 美国初请失业人数仍处高位



资料来源：wind，川财证券研究所

图 22： 美国单周领取失业金人数仍较多

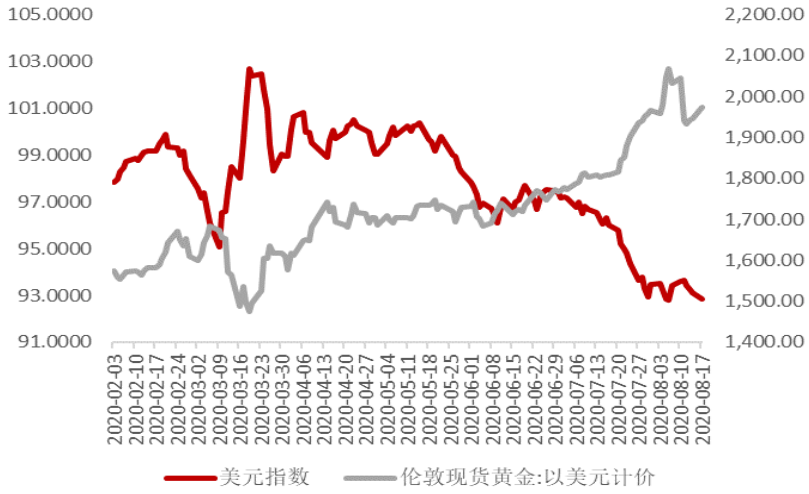


资料来源：Wind，川财证券研究所

就业是经济复苏的根本动力，截至 8 月中旬，美国经济数据整体疲弱，粗钢产量、炼油厂利用率等高频数据仍较弱势，仅在去年同期的 80%左右；叠加 6 月以来，美国疫情出现反弹，截至 8 月 20 日，美国新冠确诊人数已超 560 万，西、南部多州进入疫情灾难状态，且存在抗疫用品短缺、医疗设施不足等问题，美经济恢复面临较大阻力。

美经济下行压力加大，美元储备功能弱化。总体而言，当前市场对于美国经济基本面对美元的影响看法不一。依据美林时钟理论，在当前美国经济持续孱弱的背景下，美元应具备较为显著的储备功能。但当前美国疫情的持续蔓延，市场乃至民众对美元的信心均有走低，叠加美国以“MMT”方式大量投放流动性，美元避险属性趋于弱化。相较之下，投资者加大黄金投资力度，近期黄金价格显著上扬印证我们的观点。

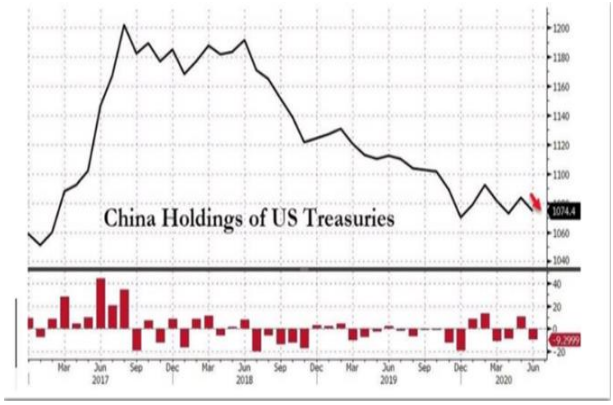
图 23： 美元基本面走弱，黄金价格相应上涨



资料来源：wind，川财证券研究所

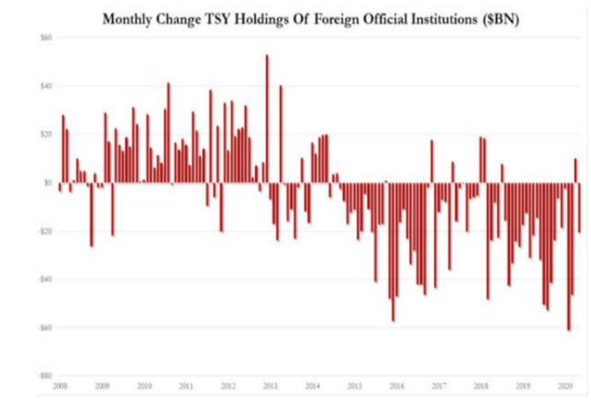
3.3 海外、国内资产价格中长期有望“此消彼长”

图 24： 我国减持部分美国国债



资料来源：wind，川财证券研究所

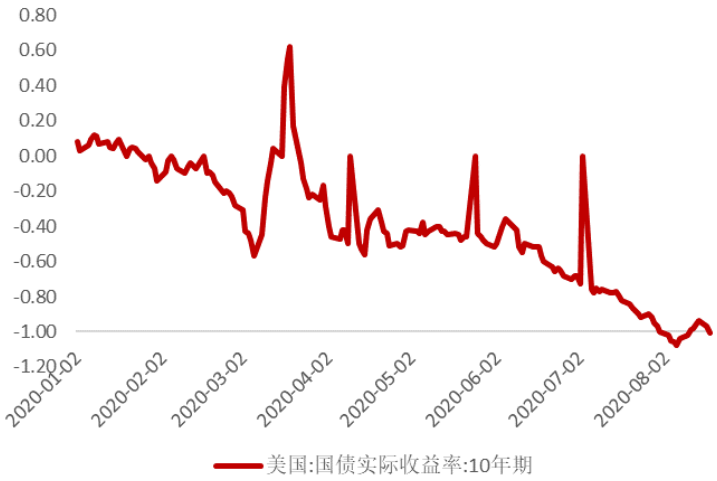
图 25： 国际投资者对美元资产的关注度下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

发达经济体利率趋异，美债吸引力有所下降。在新冠疫情和美元超发等多重影响下，美国债实际收益率持续下行；尽管美债在当前国际投资者的持仓债种中仍占据主导地位，但美债在全球范围的关注度有所下降，加拿大、西班牙等多个国家减持对美债的持仓。

图 26：美国债实际收益率持续下降



资料来源：wind，川财证券研究所

欧日国债收益率均有上行。相比之下，5 月以来，欧洲经济全面重启，疫情却并未如美国一样出现显著反弹。欧洲方面，欧盟委员会就欧元复兴基金计划达成一致，欧元区协同财政政策也迈出重要一步。在经济重启和疫情企稳的共同提振下，欧元区国债收益率有所抬升，一定程度上反映出欧洲投资者风险偏好提振。此外，基本面走强下的欧元也对美元指数下行也造成一定压力。

图 27：欧元区公债收益率出现上行



资料来源：wind，川财证券研究所

图 28：日本国债收益率有所抬头

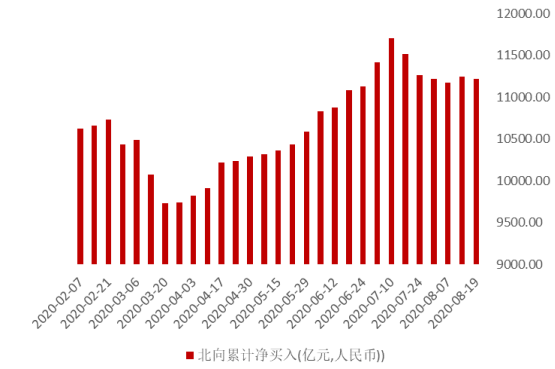


资料来源：Wind，川财证券研究所

境外机构对我国资产的关注度提升。以债券为例，2020 年上半年境外机构分别是国债和政金债的前 3 大增持机构，买入了国债和政金债增量的 17%和 15%。从持仓结构看，截至 2020 年 6 月，外资持仓在我国国债规模中占比为 9.1%，在政金债中占比为 3.8%,外资在我国债市中地位有所提升。

值得一提的是，7 月海外资金对我国债券的增持规模创历史新高，当月累计增持国债和政金债 1462.62 亿元，境外机构对我国主要债种的关注度持续加强。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。

图 29：北向资金持续净买入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 30：外资持续增持国内债券



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格3. 境外机构对我国主要债种的关注度加强

	国债		国开债	
投资者结构	7 月末	二季度以来增减	7 月末	二季度以来增减
政策性银行	1,128.85	17.94	113.50	20.10
商业银行	109,391.45	8,983.35	49,381.46	3,438.21
信用社	1,233.88	108.85	3,272.94	593.36
保险机构	3,928.64	311.20	4,648.66	131.35
证券公司	2,216.04	53.03	1,502.69	228.18
基金公司及基金会	73.15	-2.40	14.53	-0.50
其他金融机构	773.70	164.50	144.55	21.90
非法人产品	11,446.11	50.90	29,039.70	-11.68

商业银行理财产品	78.60	5.30	4,242.32	923.70
境外机构	15,386.83	1,438.75	4,583.72	1,326.97
其他	17,853.53	2,187.31	168.71	-15.60
柜台市场	66.58	-37.29	299.03	21.51

数据来源：wind，川财证券研究所整理

海外投资者在我国的证券投资渠道逐步畅通。国内政策积极引导金融市场的对外开放，沪股通、深股通及北向通、CIBM 等保障外资进入 A 股及银行间债券市场，外资后续在国内投资的渠道将更加通畅。

2019 年 9 月外管局决定取消 QFII 和 RQFII 的投资总额度限制，并通过取消单家境外机构投资者额度的备案和审批程序，为境外投资者在境内投资债券和股票提供便利。此外，为进一步减少境外投资者的境内投资限制，央行今年五月发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》明确实施“本外币一体化管理”，即允许合格投资者自主选择汇入资金币种，有望进一步增强国内核心资产的吸引力。

表格4. 近十年资本市场对外开放进程梳理

日期	发布机构	文件或措施	意义
2010 年 6 月	央行	《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》	我国债券市场首次正式对外开放。
2012 年 7 月	央行、外管局	《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	确定 QFII 资金的投资范围
2013 年 3 月	央行	关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	QFII、RQFII 获准进入银行间市场
2015 年 7 月	央行	关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事项的通知	境外央行、国际金融组织、主权财富基金获准进入国内债市，投资者进一步丰富

2016 年 12 月	深交所、联交所	深港通正式启动	交易结算活动遵守交易结算发生地市场的规定及业务规则
2018 年 6 月	外管局	《合格境外投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 资金汇出 20%的要求，增强境外投资者的境内投资意愿
2019 年 6 月	香港金融管理局	沪港通和深港通资金兑换优化安排	其北向通即沪股通和深股通的投资者可以通过指定的香港银行，以在岸价兑换人民币和进行外汇风险对冲
2019 年 9 月	外管局	取消 QFII 和 RQFII 的投资总额度限制，并通过取消单家境外机构投资者额度的备案和审批程序	为境外投资者在境内投资债券和股票提供便利
2020 年 5 月	央行、外管局	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。

资料来源：wind，川财证券研究所整理；

风险提示

外部市场冲击风险

外部市场发生黑天鹅事件造成剧烈波动

价格风险

主要工业原料超预期调整

需求风险

下游需求低于预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399