中美经济的错配，和双方潜在的监管思路

——当前大类资产配置建议和潜在的风险

报告要点：

- **中美经济的错配依然非常明显**

从 2018 年开始，中国经济周期与美国经济周期开始了背离，这种背离除了在经济指标，波动率指标，市场情绪指标上有所体现之外。它背后的逻辑是中美两国货币政策和监管思路的背离。如果说 2016 年秋季-2017 年秋季人民银行还在和联储一起实行较为紧缩的货币政策，在 2018 年春季贸易战影响逐渐扩大之后，中国人民银行的思路和联储开始出现分歧，人民银行在 2018 年春季开始宽松货币政策，尝试开启从宽货币向宽信用的传导，而联储在 2018 年冬天才开始宽松货币政策。

- **国内市场在宽货币向宽信用转变，风险点在于经济基本面存疑**

人民银行当前在支持实体经济和防范金融风险中寻找平衡，在短期流动性充足和长期偿付性危机风险中寻找平衡。

当前人民银行的思路应该是，经济数据环比改善的环境下，M2-GDP 的差值将不会继续扩大，如果发生黑天鹅事件，则保证短期流动性充足，而对于长期的债务持有比较谨慎的态度。

- **国外市场正在积累经济后周期的偿付性风险，利好之处在于负利率政策和 MMT 的超预期的可能**

与人民银行类似，联储当前也在两难抉择中，冠状病毒的冲击让联储重新使用 QE 工具，但当前联储在放缓购债和应对不确定性中摇摆。YCC（Yield Curve Control）的设想更像是一个权宜之计，可以预见不久后联储依然要直面缩表还是扩表的抉择。

而一旦下半年经济预期开始转弱，联储可能会以 YCC 的尝试开始，而一旦无法逆转颓势，我们认为联储依然会推行激进的 QE 政策。

- **低市净率股票，资源类股票，贵金属股票可能成为公约数**

我们认为当前对于经济的悲观看法是有依据的，但忽视了货币当局对于资产价格的呵护诉求，以联储为首的美日欧央行实际上已经放弃了曾经的货币政策纪律，MMT 理论于其说是一种创新，更像是一种总结。有鉴于此我们一方面认为波动率放大的可能性依然存在，一方面对于资产价格并不悲观，正如 1996 年当格林斯潘说出非理性繁荣时，7 年之后纳斯达克指数印证了他当时的真知灼见，但换个角度理解，不合理的资产价格和经济基本面可以背离七年之久。

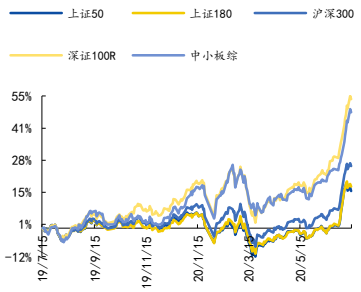
综合风险和长期估值水平，我们认为当前低市净率股票有望修复长期的折价，另一方面，低市净率的资源股尤其是贵金属股票有望在低通胀低波动率市场中持续受益于高波动率预期和高通胀预期。

风险提示：货币政策纪律恢复，短端利率上行。经济波动的程度超过货币当局所能承受的限度。

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13996.46
沪深 300：	4806.69
中小盘指：	4700.33
创业板指：	2858.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 房倩倩
执业证书编号 S0020520040001
邮箱 fangqianqian@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1892

联系人 陈大鹏
邮箱 chendapeng_sh@gyqz.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.中美经济周期的错配依然非常明显 3
1.1 中国经济周期相对领先，无论经济指标抑或是波动率指标都是如此。 3
1.2 美国经济周期相对落后，同时 1996-2000 年偿付性危机的魅影犹存。 5
2.回首看人民银行的危机应对思路 7
2.1 宽货币-宽信用的传导有时候是一个“受迫”的过程 7
2.2 货币投放与实际 GDP 的差距可能已经越过了峰值 8
3.联储的两难 10
3.1 昔日夭折的缩表尝试和今日的 YCC 设想 10
4.投资建议及风险 10
4.1 长期看好低市净率股票的修复，中短期看好资源股的修复 10

图表目录

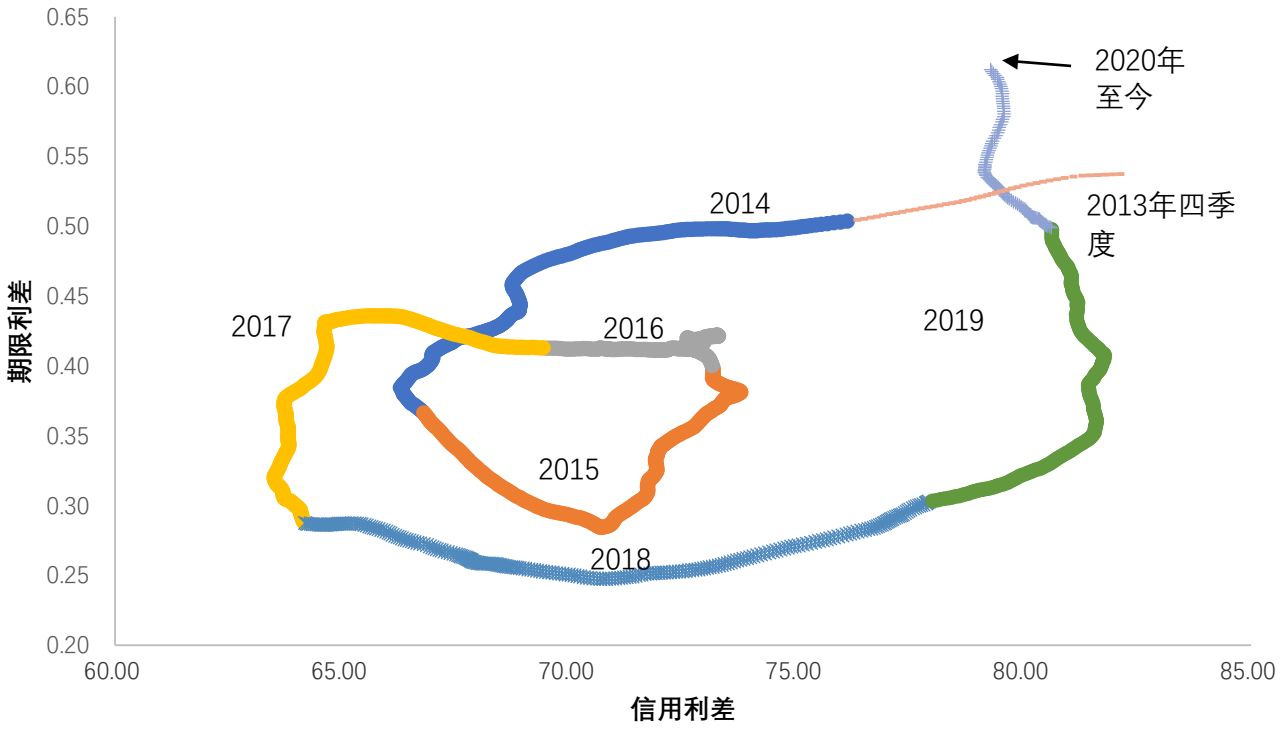
图 1：中国经济周期图 3
图 2：中国先行指标，同步指标图 4
图 3：地产销售数据与 M1 的高相关度，在 2016 年之后被打破 4
图 4：国债期货的上行趋势从 2018 年 2 月开始 5
图 5：美国经济周期更类似末期而非初期 5
图 6：当前的情况与 1996-1998 年的情况有类似之处 6
图 7：美国价值股和成长股的比价关系也更类似 2000 年之前的情形 6
图 8：M1 在 2019 年的上行迟缓 7
图 9：工业企业利润在 2016 年的反弹 8
图 10：M2 与 GDP 的差值 8
图 11：债市的调整 9
图 12：M2 数据近两个月的走平 9
图 13：联储资产负债表规模 10
图 14：中国对于 M2 的控制尝试 10
图 16：格林斯潘的预言和纳斯达克的修复 11

1.中美经济周期的错配依然非常明显

1.1 中国经济周期相对领先，无论经济指标抑或是波动率指标都是如此。

从 2018 年开始，中国经济周期与美国经济周期开始了背离，这种背离除了在经济指标，波动率指标，市场情绪指标上有所体现之外。它背后的逻辑是中美两国货币政策和监管思路的背离。如果说 2016 年秋季-2017 年秋季人民银行还在和联储一起实行较为紧缩的货币政策，在 2018 年春季贸易战影响逐渐扩大之后，中国人民银行的思路和联储开始出现分歧，人民银行在 2018 年春季开始宽松货币政策，尝试开启从宽货币向宽信用的传导，而联储在 2018 年冬天才开始宽松货币政策。

图 1：中国经济周期图



资料来源：Wind，国元证券研究所

从波动率周期看，当前中国经济周期正处在较为早期的位置。而如果从经济指标来看，我们也可以得出类似的结论。

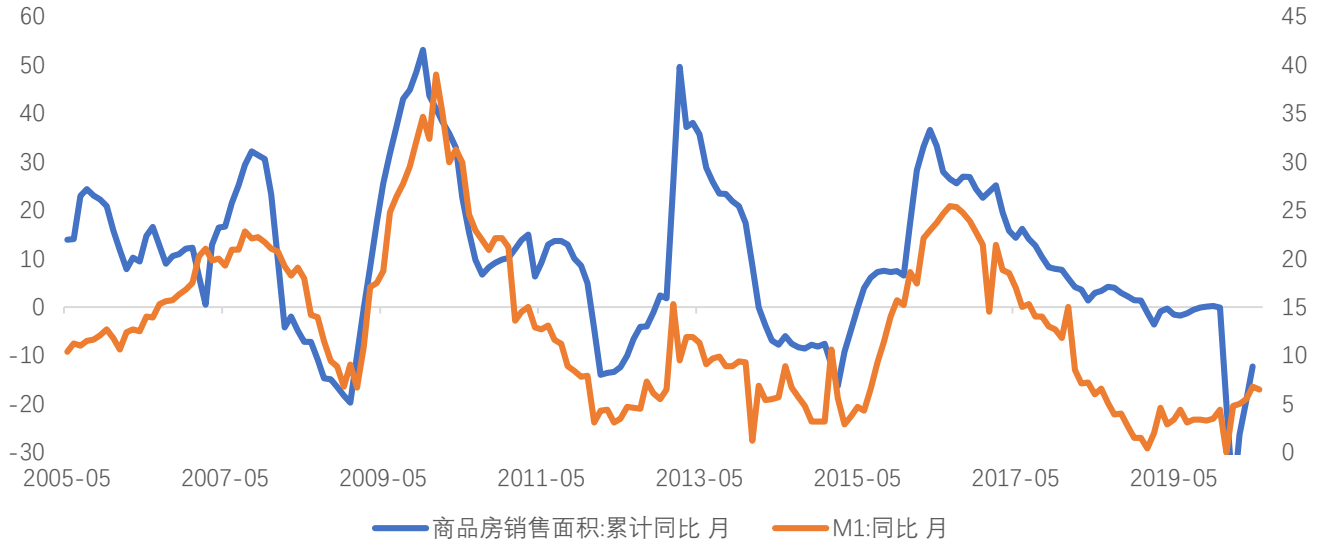
图 2：中国先行指标，同步指标图



资料来源：Wind，国元证券研究所

如此我们并不难理解人民银行当前的态度，宽货币向宽信用的转变从历史上看往往有 8-10 个月的时滞，可以说 2018 年春天的货币市场宽松在 2018 年 12 月成功转化成了 M1 的见底反弹。但随之而来的 2019 年全年 M1 孱弱的走势意味着“房住不炒”政策削弱了历史上 M1 与地产销售的高相关度。

图 3：地产销售数据与 M1 的高相关度，在 2016 年之后被打破



资料来源：Wind，国元证券研究所

此时人民银行的难题在于，2018 年春季开始的货币政策宽松已经延续了超过 24 个月，但信用市场的宽松在失去了地产的助力下依然乏力。如何更有效地将流动性驱逐到信用市场成为了当前的宏观看点。

图 4：国债期货的上行趋势从 2018 年 2 月开始

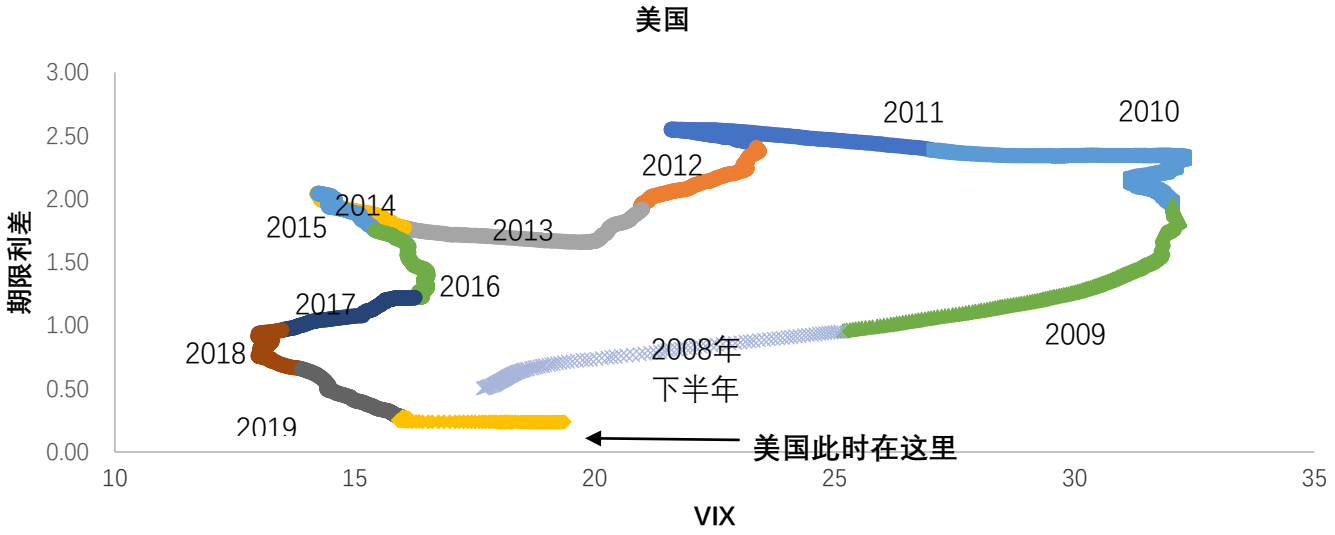


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 美国经济周期相对落后，同时 1996-2000 年偿付性危机的魅影犹存。

与中国形成鲜明对比的是，即便 NBER（National Bureau of Economic Research）在六月将年初定义为萧条，美国的经济周期也更类似末期而非初期。

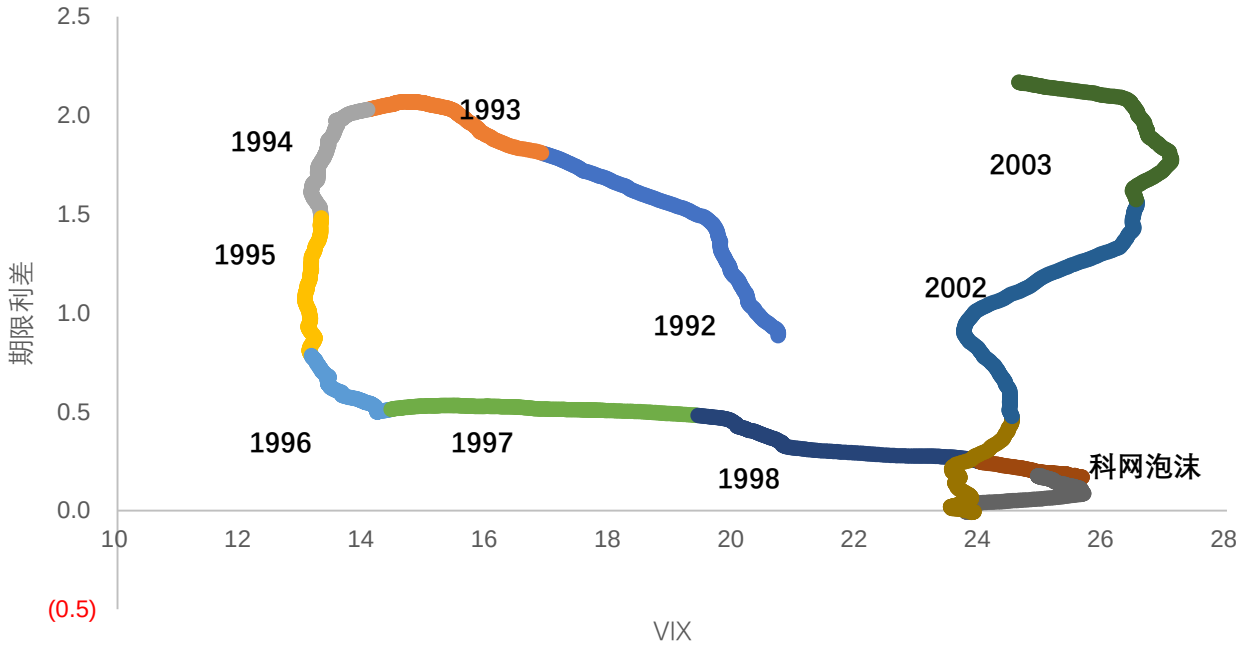
图 5：美国经济周期更类似末期而非初期



资料来源：Wind，国元证券研究所

而这与 1996-2000 年的情况更为类似。

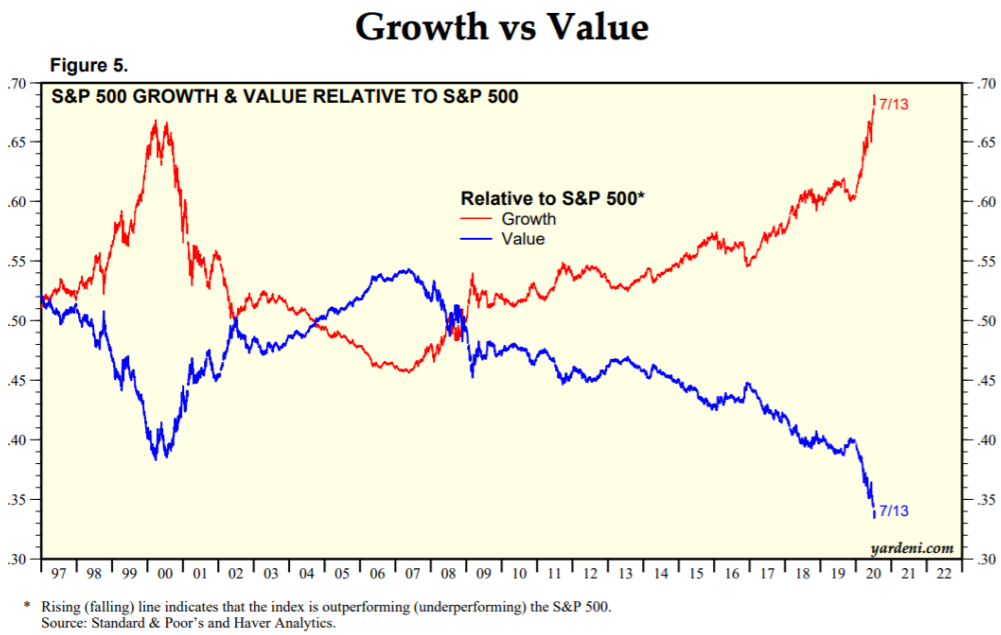
图 6：当前的情况与 1996-1998 年的情况有类似之处



资料来源：Wind，国元证券研究所

值得注意的是，当前美国价值股与成长股的背离也更类似 1996-2000 年的周期。

图 7：美国价值股和成长股的比价关系也更类似 2000 年之前的情形



资料来源：Wind，国元证券研究所

综上所述，当前中美两国在经济周期上所处的位置截然相反，我们认为这是大类资产配置决策中值得注意的现象。

2.回首看人民银行的危机应对思路

人民银行当前在支持实体经济和防范金融风险中寻找平衡，在短期流动性充足和长期偿付性危机风险中寻找平衡。

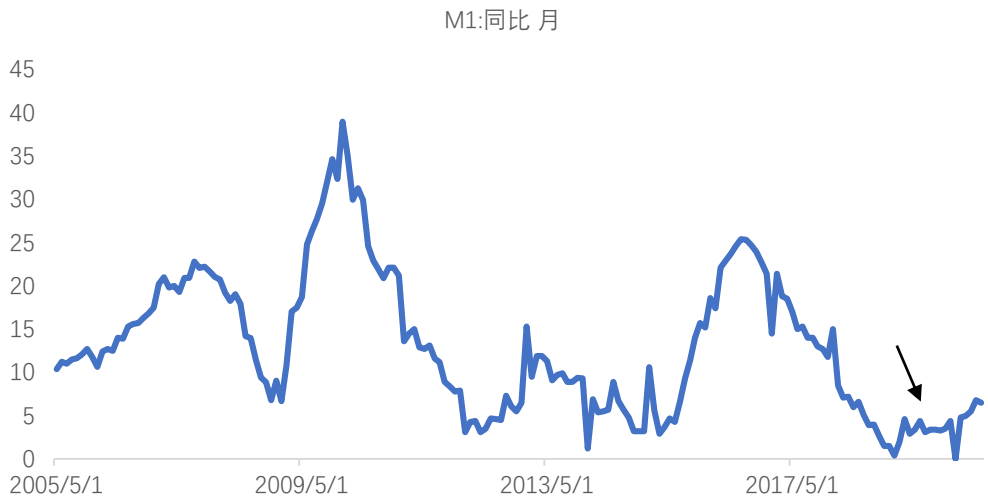
2.1 宽货币-宽信用的传导有时候是一个“受迫”的过程

在疫情的冲击下，金融对于实体企业的支持被摆在了一个空前重要的位置上，这种支持的形式在经济周期中经常被描述为宽信用。金融机构承担信用风险向实体企业提供信贷支持。

货币向信用的传导有时是经济预期的自我实现：经济先行指标见底 - 央行对于经济的预期转好 – 货币政策宽松预期消退 – 资金开始寻找更高的回报率 – 经济同步指标反弹。

可以说，这种传导过程，在经济先行指标见底的时候就已经开始，直到经济同步指标反弹得到确认。很多时候我们会把经济同步指标的好转当作是宽信用的象征，但实际上宽货币-宽信用的过程本身并不会自然发生。例如 2019 年全年 M1 数据的低迷。

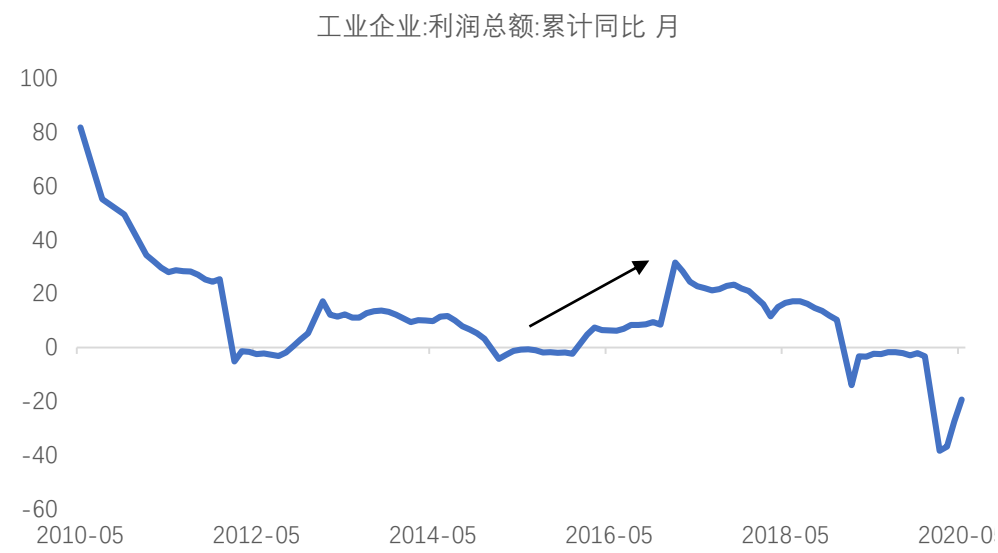
图 8：M1 在 2019 年的上行迟缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

这种时候人民银行的态度转变就变得非常关键，一如 2016 年年底，在供给侧改革的大背景下，工业企业利润在 2016 年年初出现反弹，但这种经济上的复苏确认与债市的拐点并不同步，换句话说，即便经济复苏已经出现，债市投资者在感受到货币政策预期的转变之前可能也不会全情投入到宽信用的过程中。

图 9：工业企业利润在 2016 年的反弹

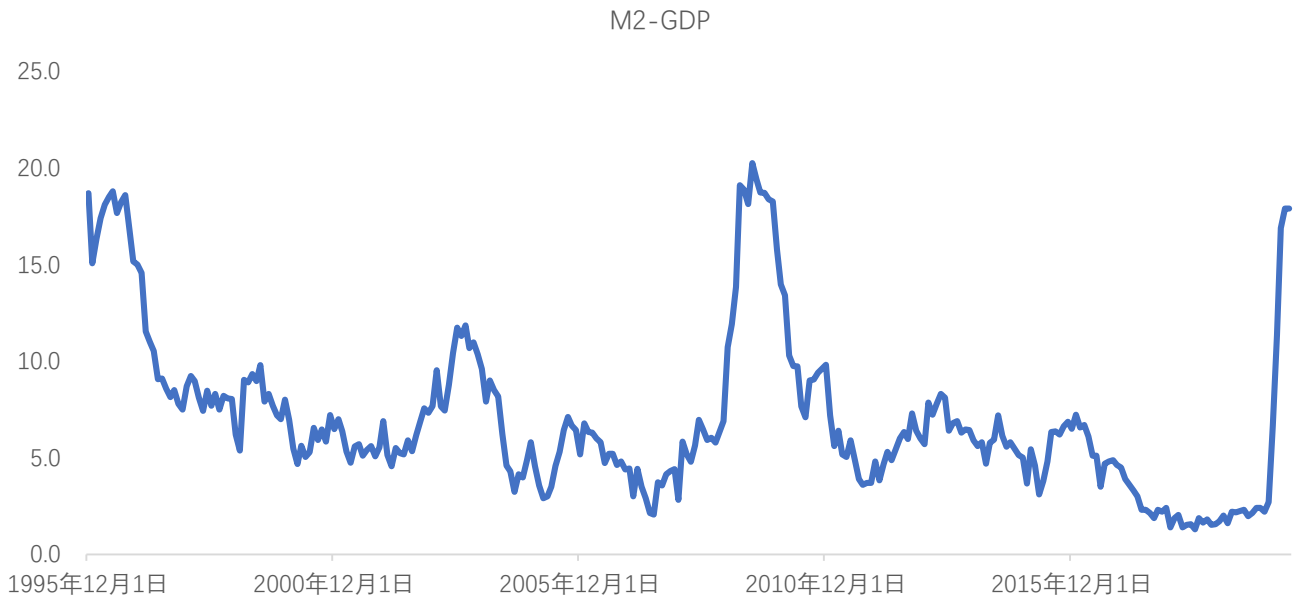


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 货币投放与实际 GDP 的差距可能已经越过了峰值

2020 年两会工作报告中对于今年的货币增速提出了一定要求，并且遵循了之前的管理范式，将货币投放速度与实际 GDP 增速挂钩。

图 10：M2 与 GDP 的差值



资料来源：Wind，国元证券研究所

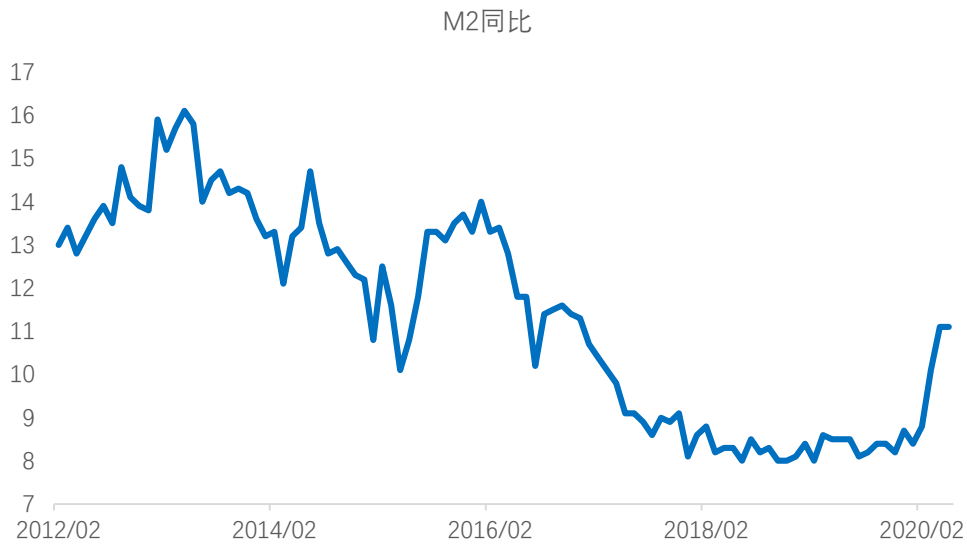
在进入 5 月之后，人民银行对于货币投放的态度趋于审慎，因此我们同时看到了 M2 数据的走平和债市的调整。

图 11：债市的调整



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：M2 数据近两个月的走平



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们认为，**当前人民银行的思路应该是，经济数据环比改善的环境下，M2-GDP 的差值将不会继续扩大，如果发生黑天鹅事件，则保证短期流动性充足，而对于长期的债务持有比较谨慎的态度。**

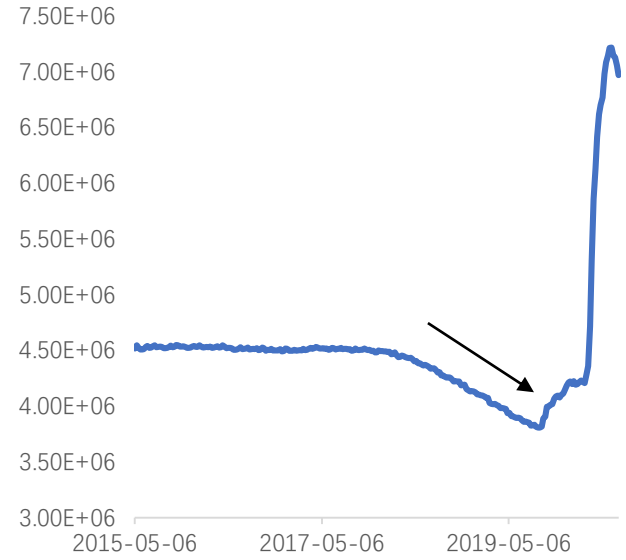
3.联储的两难

与人民银行类似，联储当前也在两难抉择中，冠状病毒的冲击让联储重新使用 QE 工具，但当前联储在放缓购债和应对不确定性中摇摆。YCC（Yield Curve Control）的设想更像是一个权宜之计，可以预见不久后联储依然要直面缩表还是扩表的抉择。

3.1 昔日夭折的缩表尝试和今日的 YCC 设想

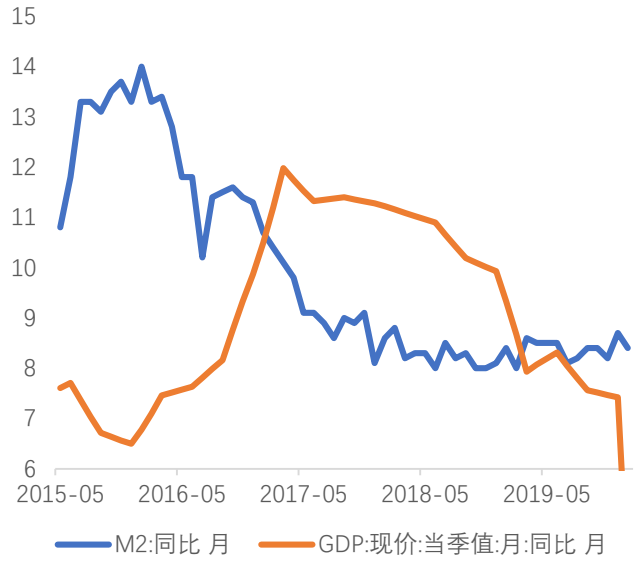
我们认为当前联储确实有实行 YCC 的意愿，2018 年联储缩表的尝试失败之后，联储需要一个新的工具，在扩表步伐缓慢之后继续维持对于国债收益率曲线的控制。2020 年 1 月 15 日前后的市场动荡已经让联储认识到自身行为对市场的影响。

图 13：联储资产负债表规模



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：中国对于 M2 的控制尝试



资料来源：Wind，国元证券研究所

正如前文所说，与中国经济周期不同的是，美国依然具有周期末期的特征，同时价值股和成长股也达到了 2000 年前后的极值附近，不难理解联储依然注重防风险的态度。在否认了负利率之后，QE 已经成为了仅剩的有效工具。

而一旦下半年经济预期开始转弱，联储可能会以 YCC 的尝试开始，而一旦无法逆转颓势，我们认为联储依然会推行激进的 QE 政策。

4.投资建议及风险

4.1 长期看好低市净率股票的修复，中短期看好资源股的修复

我们认为当前对于经济的悲观看法是有依据的，但忽视了货币当局对于资产价格的呵护诉求，以联储为首的美日欧央行实际上已经放弃了曾经的货币政策纪律，MMT 理论于其说是一种创新，更像是一种总结。有鉴于此我们一方面认为波动率放大的可能性依然存在，一方面对于资产价格并不悲观，正如 1996 年当格林斯潘说出非理性繁荣时，7 年之后纳斯达克指数应证了他当时的真知灼见，但换个角度理解，不合理

的资产价格和经济基本面可以背离七年之久。

图 15：格林斯潘的预言和纳斯达克的修复



资料来源：Wind，国元证券研究所

综合风险和长期估值水平，我们认为当前低市净率股票有望如图 15 所示修复长期的折价，另一方面，低市净率的资源股尤其是贵金属股票有望在低通胀低波动率市场中持续受益于高波动率预期和高通胀预期。

上述判断的风险在于全球货币当局鹰派超预期，货币政策纪律恢复，短端利率上行。经济波动的程度超过货币当局所能承受的限度。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188