新时代证券-研究所晨报（20200629）

● 总量研究

宏观经济：全球通胀的弱回归

美国通胀回升但中枢下移。预防性储蓄增加、企业债务压力较大、贫富差距扩大等原因可能导致美国的通胀中枢低于疫情前。但疫情导致的企业僵尸化、“逆全球化”加深，可能使供给曲线无法恢复到疫情前。短期内随着产出缺口的收窄，中国 PPI 增速可能逐渐向 0 收敛。随着货币宽松措施落地，债券收益率将随之而下。3 月底之后，不仅大盘中枢上移，而且医药、消费、科技板块走出结构性牛市，“赚钱效应”将吸引更多的社会资金进入股市。与此同时，欧美实施负利率、零利率，货币环境宽松，融资成本较低，外资也将持续流入 A 股。

策略研究：资金将会继续推升股市

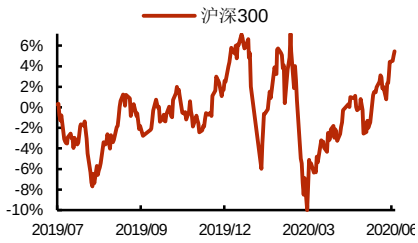
上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。不断增加的资金将会继续推升市场，三季度有可能比二季度更强。

风险提示：经济恢复不及预期或超预期；市场和经济基本面脱节。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
房地产	1.65%	纺织服装	-1.12%
家用电器	1.22%	国防军工	-0.96%
电子	0.99%	医药生物	-0.84%
银行	0.92%	钢铁	-0.7%
电气设备	0.85%	商业贸易	-0.57%

相关报告

《全球通胀的弱回归》2020-06-28
《资金将会继续推升股市》2020-06-28

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：全球通胀的弱回归 3
1.2、 策略研究：资金将会继续推升股市 3

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：全球通胀的弱回归

通货膨胀分析框架。本文的总供给-总需求模型中，新凯恩斯菲利普斯曲线是总供给方程，总需求方程由货币数量方程变化而来。疫情对通胀的影响可以分为三个阶段。第一阶段，疫情发生之后，供给曲线左移，但是需求曲线左移的程度大于供给曲线，最终通货膨胀下降、产出下降。第二阶段，随着疫情逐渐得到控制，供给能力先回复，产出上升，通货膨胀进一步下降，但下降幅度放缓。第三阶段，需求紧接着活跃起来，货币流通速度加快，总需求曲线右移，最终通货膨胀上升、产出增加。

美国通胀回升但中枢下移。基础货币投放到通货膨胀存在几个环节。首先，基础货币投放要来带动货币供应量上升。其次，货币流通速度要上去。疫情期间 M2 扩张，货币流通速度下去了，随着经济活动修复，货币流通速度将会上升，这将带来通货膨胀。但是预防性储蓄增加、企业债务压力较大、贫富差距扩大等原因可能导致美国的通胀中枢低于疫情前。疫情导致的企业僵尸化、“逆全球化”加深，可能使供给曲线无法恢复到疫情前，如果供给冲击比较严重，也不排除美国未来通胀中枢高于疫情前。

中国 PPI 通胀的短期回归。短期内随着产出缺口的收窄，PPI 增速可能逐渐向 0 收敛，由于刺激政策的滞后性，以及供给也在收窄，产出缺口可能下四季度转为正，PPI 增速转为正的，此后随着经济刺激效应的减弱，实际经济增速将下滑，产出缺口下降，最终需求和供给实现均衡，PPI 增速收敛到 0 附近。和 PPI 增速逐渐回升不同的是，高基数下下半年 CPI 增速中枢下行。

宽货币主导债券利率下行。由于缺乏金融工具、社会保障待完善、利率尚未完全市场化等原因，中国居民和企业行为决策对经济基本面反应迟钝，这就导致金融市场的资金供给和需求对经济基本面不是很敏感，中国债券收益率主要受央行货币政策的影响。三季度产出缺口不断收窄，在此期间货币需要保持宽度，四季度产出缺口有望实现正值，PPI 出现通胀，即使货币政策调整也是在四季度。随着货币宽松措施落地，债券收益率将随之而下。

货币宽松下的股市。M2 增速上升并不意味着资金一定会进入股市，M2 增速不上升也不意味着缺乏进入股市的资金。根据经验，只有当股市已经形成上涨趋势之后，在“赚钱效应”的吸引下，社会资金才会进入股市。3 月底之后，不仅大盘中枢上移，而且医药、消费、科技板块走出结构性牛市，“赚钱效应”将吸引更多的社会资金进入股市，近期偏股型基金发行规模上升就是证明，预计流动性在三季度将快速进入股市。与此同时，欧美实施负利率、零利率，货币环境宽松，融资成本较低，外资也将持续流入 A 股。由于消费、成长股前期上涨较快，估值偏高，而周期股估值相对较低，随着经济增速、企业利润的改善，市场风格确实存在转向周期股的可能，不过 2021 年周期企业盈利增速再次下滑是一个比较确定的事情，届时市场可能又转向长期逻辑，偏好消费和成长股。

风险提示：经济恢复不及预期或超预期；市场和经济基本面脱节。

1.2、 策略研究：资金将会继续推升股市

如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综

指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。不断增加的资金将会继续推升市场，三季度有可能比二季度更强。

（1）上半年 A 股的资金非常多。当下 A 股的资金格局非常好，2020 年上半年流入股市的资金已经快接近 2019 年全年的规模了（具体数据详见《2020 年下半年 A 股投资策略：增量资金已是趋势》）。

如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，股市总的流通市值（总供给）小幅抬升。与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。在指数没有大幅上涨的背景下，股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。

融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。外资最近 3 个月流入较快，整体流入速度和 2019 年差不多。

（2）未来的钱可能依然会继续流入。资金流入股市已经形成趋势，除非理财、房地产等资产收益出现“极为快速的上行”，否则这一趋势很难扭转。最近 2 个月国债利率大幅上行，我们认为这很难改变股市的相对风险收益比。一方面理财收益历史上波动主要跟随利率大趋势，而不是季度的波动。另一方面，利率的剧烈波动，会大幅增加固收型产品的波动率，本质其实是不利于居民持续增加配置的。

（3）短期策略：增量资金将会承接存量资金的调仓需求。从估值的角度看，部分板块确实有点贵，但考虑到股市整体估值不贵，而且资金还在不断增多，所以我们认为，股市中枢依然存在继续上行的可能。

行业配置建议：消费股继续持有，存量资金已经配置到高位，但可以期待增量资金的推升，消费可能会阶段性类似 2 月的半导体。科技股去年 Q4-今年 Q1 估值急速拉升，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，到了验证销量的时候了，关注新能源车、消费电子。金融股中，券商有趋势性的逻辑（金融创新），可以重点关注，是可能成为黑马的行业。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/