总量研究中心

总量之声 2020 年第 14 期电话会议

会议纪要

疫情出现反复，经济和市场也会出现反复吗？

- **宏观 邸鼎荣：近期货币政策的思路和对市场的含义。**央行近期重启 14 天逆回购旨在维护半年末流动性平稳，操作利率跟随下调符合预期。往前看，我们认为，货币政策虽然已经过了最宽松的时期，但降息仍然会有，预计 1 年期 MLF 将再下调 10bp 左右，LPR 利率也将相应下调。相对于货币政策“价”的宽松，更重要的是货币“量”的宽松。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。我们预计今年全年社融为 32-35 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 13%左右，相对去年明显提升。此外，预计今年再降准两次，为配合特别国债的发行，近期降准的可能性也明显提升。对市场的含义：A 股向上方向明确，利率债相对空间有限。

- **宏观 段小乐：美国新增病例再度回升，经济和市场会再走弱吗？**第一我们认为，四季度可能疫情仍处出现一些反复，但是这种反复不会对全球经济活动造成重大冲击，换句话来说，疫情对经济和社会冲击最严重的的时期已经过去，未来经济复苏的路径不会发生变化。第二，为了应对这次疫情冲击，全球政府都采取了较大力度的政策举措来进行应对。市场的流动性较之前大幅攀升，这势必会推升资产价格。短期来看，我们对国内 A 股依然相对乐观。未来风险偏好和企业盈利回升将对 A 股形成较大支撑，无风险利率难以对 A 股形成实质性利空。未来 1-2 个季度人民币汇率仍存在一定的升值压力，中美关系阶段性缓和和基本面都对人民币汇率形成支撑。铜价相对来说，上涨的确定性较高；原油的供给端仍存在一定的不确定性。

- **固收 张丽平：钢铁、煤炭、水泥行业债券看什么？**三个行业比较典型的共同特征有都属于强周期行业、产能利用率低，出现产能过剩的情况、属于重资产行业、受政策调控的影响比较大。在行业层面关注点有：1.产能化解工作的进行；2.行业内的竞争现状、产能过剩对行业利润水平的影响程度，进而对公司经营情况和偿债能力的影响；3.公司产能及产能利用率的情况，涉及的新增产能如何化解及是否违反监管政策。财务层面，主要关注资产质量、偿债能力和盈利能力。其次还要关注资产质量，流动资产方面，如应收账款及应收票据、其他应收款；非流动资产方面，如固定资产、无形资产及在建工程、长期股权投资及商誉。最后还有偿债能力、盈利能力等多个方面。

- **策略 艾熊峰：流动性宽松是当前 A 股最大的基本面。**3 月底以来 A 股的反弹核心推动力在于流动性宽松。市场在流动性方面存在一定的预期差，我们认为当前对央行“收水”的担忧为时过早。当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点。我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。主打内需板块：1）消费：商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等。2）基建：建材、建筑、机械等。重视外资主要配置的两大方面：1）基本面和流动性都比较好的大盘价值股；2）中国 A 股市场特有的稀缺标的。持续跟踪消费电子和房地产产业链的边际变化：比如苹果手机产业链订单的持续性和房地产调控政策的边际变化。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn
张丽平 联系人
zhang_lp@gjzq.com.cn
艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

一、宏观 邸鼎荣：近期货币政策的思路和对市场的含义

央行近期重启14天逆回购旨在维护半年末流动性平稳，操作利率跟随下调符合预期。继2月10日开展14天逆回购后，近期为该操作工具的再度重启。14天操作期限更长，且可以跨过半年末，有助于维护半年末流动性平稳，是重启该工具的原因之一。从利率来看，14天操作利率下调20bp，属于该操作工具利率跟随其他工具下调。回顾此前央行操作，上一次14天逆回购利率下调为2月3日。2月10日最后一次开展14天逆回购后，流动性投放主要通过7天逆回购、MLF、降准来实现。期间7天逆回购操作利率再度下调20bp至2.20%，1年期MLF利率从3.15%下调20bp至2.95%。此次四个月后再度重启14天逆回购，并降息20bp，相当于该政策工具利率的跟随下调。

往前看，货币政策“价”的下调空间仍然存在。我们认为，货币政策虽然已经过了最宽松的时期，但降息仍然会有，空间确实也有所收窄。我们预计1年期MLF将再下调10bp左右，LPR利率也将相应下调。

6月15日央行开展1年期MLF操作2000亿元，且利率维持2.95%不变，市场对于央行未来是否会进一步降息产生了疑问。我们认为，货币政策“价”的下调空间仍然存在。一方面，虽然当前国内外经济已经开始复苏，但部分地区疫情出现反复，复苏基础仍不牢固。国内方面，很明显的体现就是在基建、房地产投资快速修复的过程中，制造业投资修复明显更弱。因此，需要通过降息的方式来引导实体经济融资成本下降；另一方面，金融向实体经济让利是政策的重要方向之一，昨日国务院常务会议也明确表示“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”，“推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元”。金融向实体让利，一方面需要金融机构主动作为，另一方面还需要央行政策予以支持。因此，我们预计1年期MLF将再下调10bp左右，LPR利率也将相应下调。

相对于货币政策“价”的宽松，更重要的是货币“量”的宽松，我们预计今年全年社融为32-35万亿元，全年社融存量增速13%左右，相对去年明显提升。今年以来政策引导下货币“量”的扩张非常明显。一季度新增社融达到10.9万亿元（去年为8.2万亿元），4-5月新增社融6.1万亿元（去年为3.3万亿元）。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。我们预计今年全年社融为32-35万亿元（去年为25.6万亿元），全年社融存量增速13%左右，相对去年明显提升。此外，预计今年再降准两次，为配合特别国债的发行，近期降准的可能性也明显提升。

对市场的含义：A股向上方向明确，利率债相对空间有限。近期国内外疫情出现部分反复，风险偏好有所回落。但疫情对国内外经济、市场冲击最严重的时候均已过去，而且海外经济活动逐步放开，货币、财政大规模的刺激下，经济复苏方向是明确的。分歧点可能在于复苏的斜率，我们预计经济复苏超预期的可能性还是存在的，特别是市场对于外需的看法总体偏悲观的情况下。5月美国经济活动重新开放以后，部分数据表现也是非常好的，像零售，抵押贷款申请数据。如果海外经济复苏明显超预期，是存在预期差的。对于市场而言，这样的货币和经济环境，总体是相对有利于权益市场的；对于利率债则相对偏空，可能存在一些交易性机会，但幅度不会很大。如果经济复苏明显超预期，10年期国债存在阶段性升至3%可能。

二、宏观 段小乐：美国新增病例再度回升，经济和市场会再走弱吗？

今天主要向各位投资者汇报海内外疫情和经济的变化，下半年大类资产配置的一条主线，以及短期市场的观点这三个方面。

首先，短期中国和美国的疫情都存在一些反复，会对经济和市场产生什么样的影响呢？国内来看，北京最近的新增确诊病例人数再度出现反复，就在今天下午，北京一家工厂也发生疫情感染事件，最近的本土新增确诊病例人数再度出现攀升。但我们并不认为会导致疫情大规模的爆发，最近的局部疫情不会对全国的经济和社会活动产生重大影响，比如这次北京之外的经济和社会活动依然相对正常。海外来看，美国最近的新增确诊病例人数再度攀升，我们认为主要反映抗议活动导致的传播增加的情况。随着抗议活动的退潮，新增确诊病例人数应该会逐步回落。同时，我们也认为，四季度可能疫情仍处出现一些反复，但是这种反复不会对全球经济活动造成重大冲击，换句话来说，**疫情对经济和社会冲击最严重的的时期已经过去，未来经济复苏的路径不会发生变化。**

第二，为了应对这次疫情冲击，全球政府都采取了较大力度的政策举措来进行应对。以美国为例，美联储的资产负债表疫情后已经扩大了近 3 万亿美元，但是美国居民和私人企业的资产负债表并没有受到较大程度的损害。美国居民的资产负债表与美国股市相关性比较高。一季度，美股大幅下跌，美国居民的资产负债表也下降较大。但是目前，美股已经恢复到疫情前的高点，这也意味着美国居民的资产负债表已经恢复。同样的，美国私人企业这次没有明显的出清，私人部门债务仍在攀升。但是市场的流动性较之前大幅攀升，这势必会推升资产价格。未来可以遵循几条线索来追寻这条主线：第一条是全球央行资产负债表的扩张幅度、退出时点和节奏，第二条是股票的估值是否会抬升（目前美股估值已经接近历史高点），第三条是一些抗通胀属性的工业品价格是否会上涨（比如铜），第四条是房价（我们认为概率较小，国内是受到政策压制，海外是出于对次贷危机的记忆深刻）。

第三，短期来看，我们对国内 A 股依然相对乐观。未来风险偏好和企业盈利回升将对 A 股形成较大支撑，无风险利率难以对 A 股形成实质性利空。未来 1-2 个季度人民币汇率仍存在一定的升值压力，中美关系阶段性缓和和基本面都对人民币汇率形成支撑。铜价相对来说，上涨的确定性较高；原油的供给端仍存在一定的不确定性。

三、固收 张丽平：钢铁、煤炭、水泥行业债券看什么？

由于所处行业和业务模式的差异，不同的债券发行人在公司经营、财务报表等方面会具有一定的行业特征，因此在信用分析时针对不同行业也需要有特别的关注事项。公司债券发行覆盖行业较广，交易所在审核时会就其关注事项作出反馈意见，我们通过梳理交易所对不同行业发行人的反馈意见，总结具有行业共性的内容。这篇主要对钢铁、煤炭、水泥行业反馈意见的情况进行梳理。

三个行业比较典型的共同特征有都属于强周期行业、产能利用率低，出现产能过剩的情况、属于重资产行业、受政策调控的影响比较大。在行业层面关注点有：1.产能化解工作的进行；2.行业内的竞争现状、产能过剩对行业利润水平的影响程度，进而对公司经营情况和偿债能力的影响；3.公司产能及产能利用率的情况，涉及的新增产能如何化解及是否违反监管政策。

财务层面，主要关注资产质量、偿债能力和盈利能力。

资产质量方面，由于钢铁、煤炭、水泥行业往往是重资产行业，需重点关注以下几个科目。**流动资产方面，**需要关注：1.应收账款及应收票据：应收账款及

应收票据占比过大可能会出现流动资金短缺的情况，另一方面应收账款或应收票据有坏账的风险，增加企业资金和管理成本，需关注其回款情况。此外，若与关联方发生的应收账款或应收票据过高，则有虚增收入、输送利益的风险，需关注交易实质。2.其他应收款：非经营性款项占比过大，需特别关注款项性质以及对手方的回款能力与意愿，是否存在占用企业流动资金的风险；此外，与关联方的拆借款可能涉及关联方占用公司资金、侵占公司财产的情况。3.存货：钢铁、煤炭、水泥行业往往面临产品价格下降，因此需关注存货跌价准备计提的合理性与充分性，是否存在资产高估风险。

非流动资产方面，需要关注：1.固定资产、无形资产及在建工程：存量资产主要关注折旧（摊销）和资产减值损失计提的合理性和充分性，是否存在调节利润的意图，新增方面主要关注公司未来面临的资本支出压力，以及资产转固后对利润产生的影响，此外，还需关注新增产能是否符合监管要求，有无明确的产能消化措施。2.长期股权投资及商誉：主要关注其减值风险，以及减值计提的合理性和充分性。**此外还需要重点关注受限资产，**资产受限则说明资产的流动性较差，无法对债务形成保障。

偿债能力方面，关注点有：一是债务期限结构和融资结构，公司是否有债务集中偿付的压力以及融资渠道是否稳定；二是偿债资金来源以及偿债计划，此外还需要关注担保等或有负债的情况。

盈利能力方面，主要关注公司主营业务的造血能力，对于新涉足的业务，需要关注其经营风险、管理风险等。另外，对于投资收益、营业外收入等其他非主营业务收入较高的公司，需关注其盈利的可持续性；对于指标异乎寻常的变动，需保持警惕，关注其盈利的真实性。

其他特殊风险主要包括：实控人风险、重大资产重组风险、关联方交易风险、合规风险、重大安全生产责任风险、管理层变动风险等。

四、策略 艾熊峰：流动性宽松是当前 A 股最大的基本面

3 月底以来 A 股的反弹核心推动力在于流动性宽松。在美联储持续宽松政策的作用下，前期美元流动短缺风险得到了极大的缓和，此外全球主要国家央行均出台定向宽松政策以兜底信用风险。流动性的宽松的大背景下，一方面信用风险得到极大的抑制，另一方面资金面也是极其宽松，因此全球主要风险资产均有所反弹，A 股也不例外。

宽松的流动性是缓解企业现金流压力的必要条件，但需求疲软的情况下，企业在获得低成本的资金后，并没有动力进行资本开支，对于那些受疫情冲击相对不大的企业而言，资金空转的问题确实存在。我们从上市公司的情况来看，今年上半年（截止 6 月 20 日）A 股上市公司委托理财规模高达 3.28 万亿，创历史新高，较去年同期 2.28 万亿增长了 44%。这实际上反映了企业获取的资金并没有直接投入生产运营当中，那些现金流受冲击较小的企业进行套利活动的情形相对更为普遍。

市场在流动性方面存在一定的预期差，我们认为当前对央行“收水”的担忧为时过早。一方面，在经济全面复苏的拐点确认前，各国央行的宽松政策短期内不会逆转。近期美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。另一方面，正如前文所述，在需求疲软的情况下，流动宽松是维持企业现金流的必要条件，此外流动性宽松下企业进行资金套利的行为较为普遍，一旦流动性收紧，可能会引发又一次的流动性危机。

当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：首先，

下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值修复；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资流入中国资本市场或是未来 1-2 年的趋势。

我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。全球流动性宽松将持续一段时期，美元或金融新一轮的贬值周期，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。这次全球流动性环境和 2008 金融危机期间美联储第一次量化宽松后的情形最为相似，2008 年 11 月 QE1 之后，美元开启了贬值周期，全球资本风险偏好提升，此前流入美元资产的避险情绪得到扭转，开始持续流入新兴市场，推升新兴市场估值。

主打内需板块：1）消费：商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边际变化。商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分充分受益于行业集中度的提升；**2）基建：建材、建筑、机械等。**随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在 10%以上，建材、建筑和机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。供给端方面，建材、机械等行业库存压力较小，同时对海外供应链依赖度较低，供需基本都集中在本土市场，供给端结构相对优化。

重视外资主要配置的两大方面：1）基本面和流动性都比较好的大盘价值股；2）中国 A 股市场特有的稀缺标的。

持续跟踪消费电子和房地产产业链的边际变化：比如苹果手机产业链订单的持续性和房地产调控政策的边际变化。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

■ **投资评级的说明：**

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH