策略周报 股票投资策略简报

覆水难收：流动性宽松是最大的基本面

基本结论

- **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。
- **近期债市的大幅调整反映了市场对央行政策预期的混乱，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。
- **行业配置的三大思路：1）主打内需板块：**聚焦消费和基建中供需两端受益的行业，比如消费中的商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等，基建中的建材、建筑、机械等；**2）重视外资主要配置的两大方面：**一方面是基本面和流动性都比较好的大盘价值股，另一方面是中国 A 股市场特有的稀缺标的；3）**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：**政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、流动性宽松是当前 A 股最大的基本面 3
二、央行“收水”的预期差 4
三、A 股市场仍处在上行通道 4
四、行业配置的三大思路：主打内需板块 5
重要事件前瞻 5

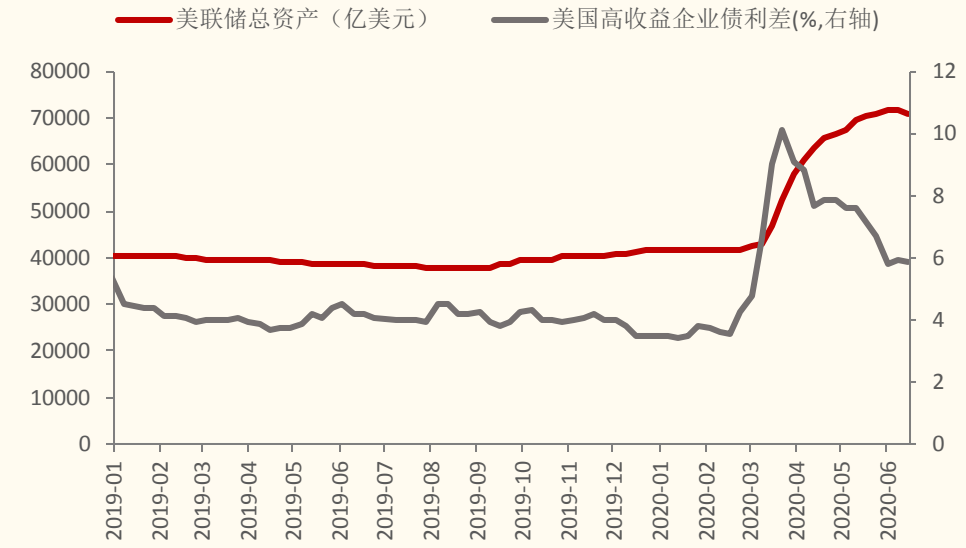
图表目录

图表 1：美联储总资产与高收益债利差 3
图表 2：今年上半年 A 股上市公司购买理财产品规模创新高 3
图表 3：中美利差与人民币汇率 4
图表 4： 2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场 5
图表 5：重要事件前瞻 6

一、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。

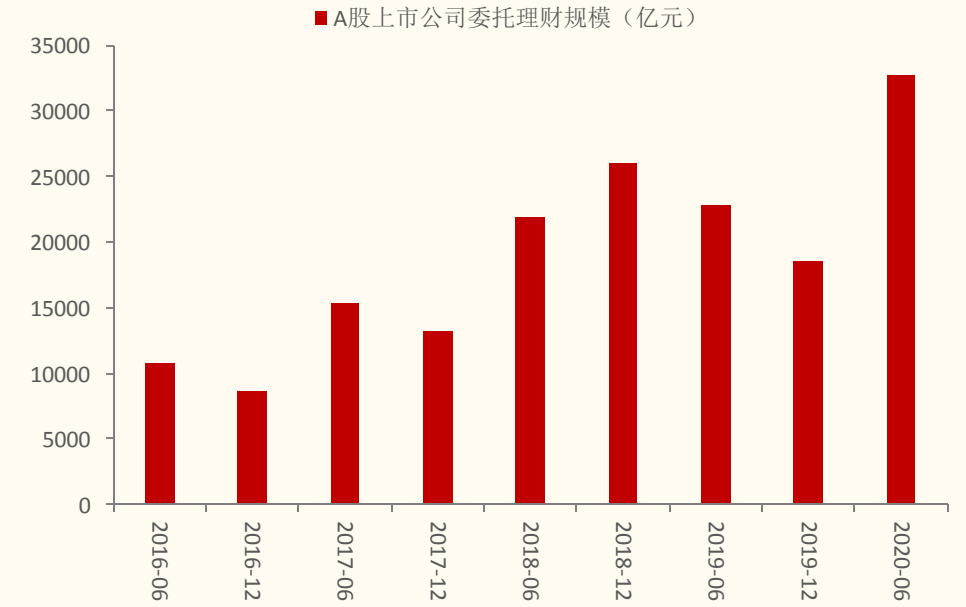
图表 1：美联储总资产与高收益债利差



来源：Wind、国金证券研究所

- **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。

图表 2：今年上半年 A 股上市公司购买理财产品规模创新高

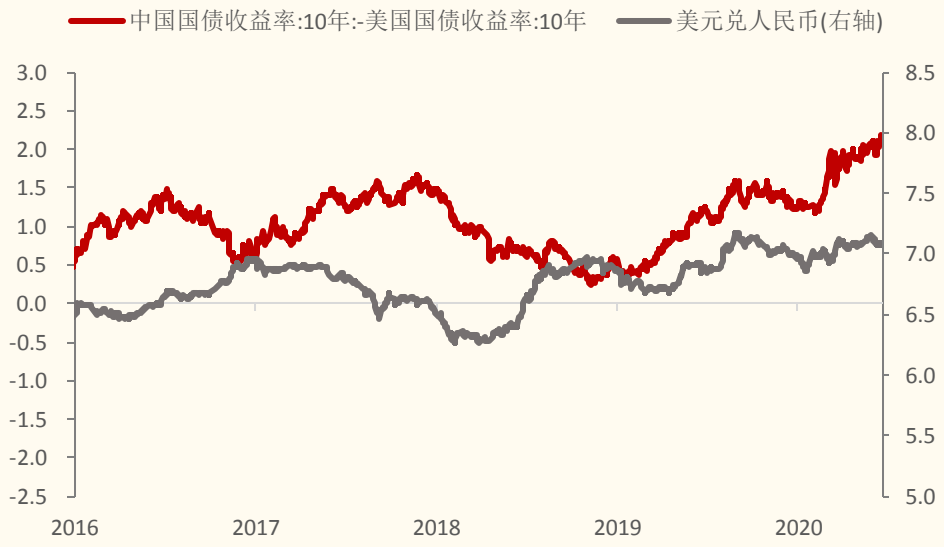


来源：Choice、国金证券研究所

二、央行“收水”的预期差

- **近期债市的大幅调整反映了市场对央行政策预期的混乱。**我们在 6 月 7 日的《债市大跌对 A 股意味着什么》报告中明确提出“货币政策的基调仍是宽松，后续流动性环境是宽货币和宽信用的组合”。核心原因是：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。此外，国内通胀没有后顾之忧，中国降息和降准仍存较大空间。后续特别国债和地方债等债券发行规模体量较大，央行将持续维护市场流动性稳定。
- **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。
- **6 月 17 日国常会提出“要综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，降准和降息已在路上。**降准方面，随着后续大量国债和专项债发行，央行会通过降准释放流动性协调。降息方面，央行在面对降低国内融资成本和人民币升值压力的国内外环境时，降息是大概率事件。一方面，决策层多次强调降低融资成本，央行后续将进一步引导 LPR 利率下降；另一方面，全球流动性宽松外资持续流入新兴市场，中美利差创历史新高，下半年人民币升值压力，央行为维持汇率稳定，同样会有降息需求。

图表 3：中美利差与人民币汇率



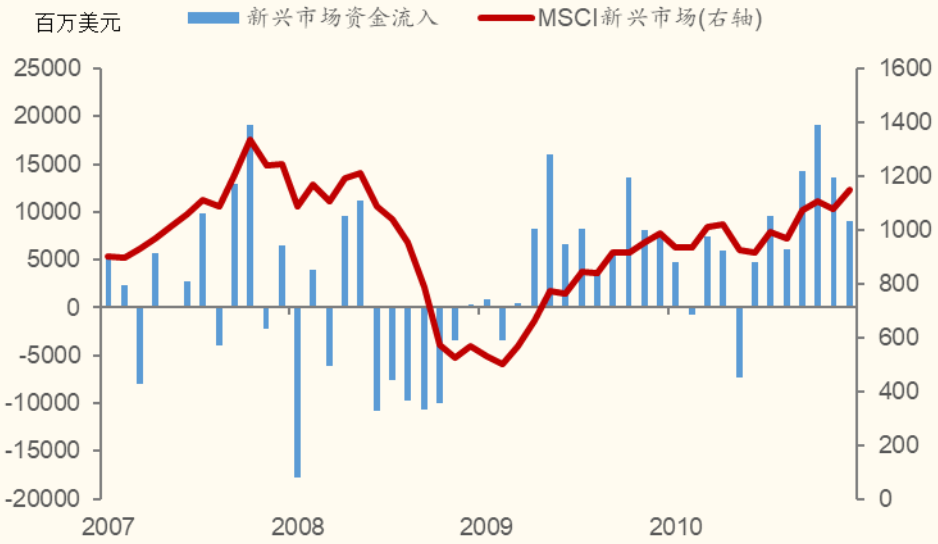
来源：Wind、国金证券研究所

三、A 股市场仍处在上行通道

- **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。

图表 4：2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场



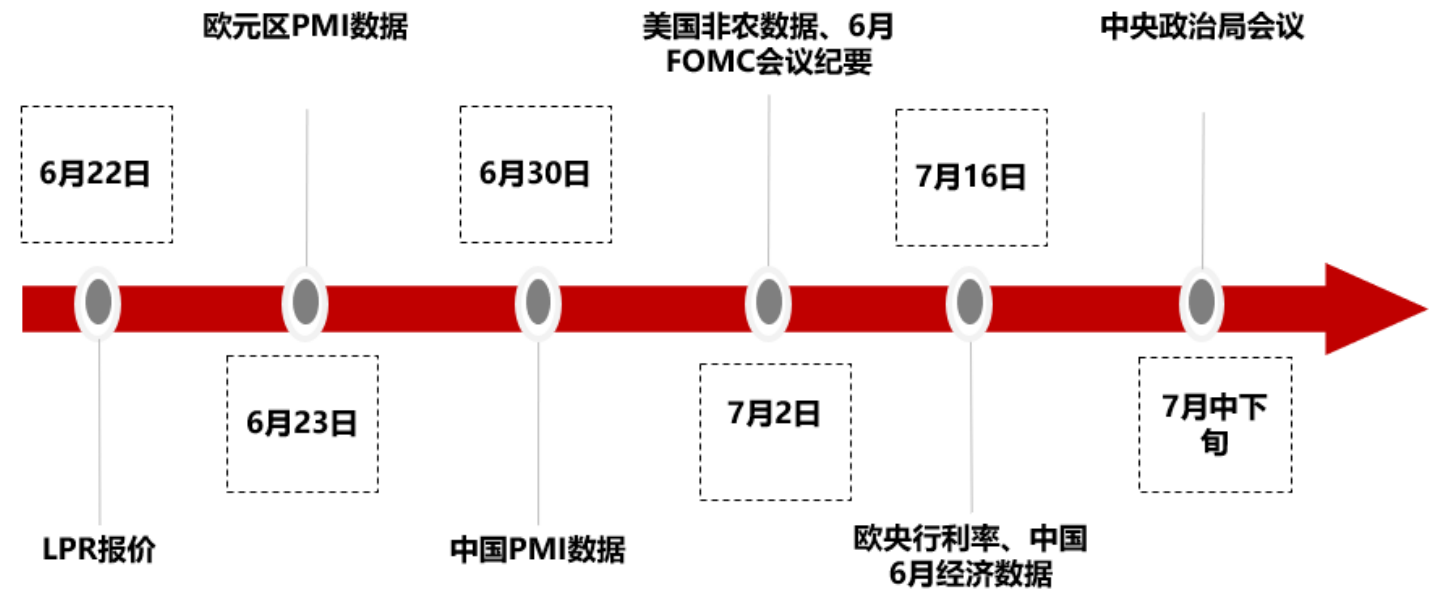
来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

四、行业配置的三大思路：主打内需板块

- **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。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：国金证券研究所

- **风险提示：**政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

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