新时代证券 New Times Securities

新时代证券-研究所晨报（20200612）

● 总量研究

宏观经济：回不去的美元利率——2020 年 6 月美联储议息会议点评

美联储预计长期维持低利率。6 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估相较 4 月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到 2022 年，因此美国将长期处于低利率水平。未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券的持有量，以维持市场平稳运转，支持信贷流向家庭和企业。随着美国经济逐渐修复，美联储未来可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期的影响。这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。

● 行业研究

社融增速继续回升，结构持续改善，M1M2 剪刀差收窄——央行 5 月金融数据点评

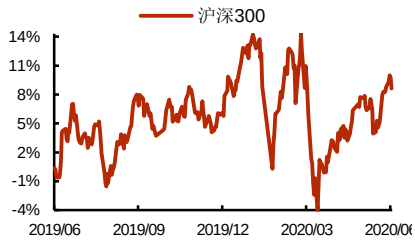
居民部门短贷和企业中长期贷款显著增加，推动信贷增速继续回升。从贷款结构来看，中长期贷款占比回升 8.9 个百分点。分部门来看，居民部门信贷得到显著修复，企业短贷逐步恢复。信贷和政府融资增加推动 5 月社融创 2018 年 4 月以来新高。2020 年 5 月社融增量为 3.19 万亿元，比 2019 年同期多 1.48 万亿元，新口径下，社融增速回升至 12.5%，增速比上月末和 2019 年同期高 0.5 个和 1.47 个百分点：一是信贷占比显著回升。二是非标融资连续三个月实现正增长。三是直接融资发力。四是专项债推动下政府债券净融资显著回升。M1M2 剪刀差收窄：5 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点，M1 同比增长 6.8%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点，M2 增速回升的主要原因：一是疫情期间央行货币政策依然维持宽松，叠加定向降准落地和再贷款再贴现 1.8 万亿额度逐步落地，支持了商业银行信用派生能力；二是企业和财政存款大幅增加。投资建议：监管部门加强对结构性存款的压降和监管，有助于防止金融空转和套利，创新直达实体经济的货币政策工具，宽信用效果更加显著，利好普惠金融投放力度较大的城商行和农商行。

风险提示：经济恢复超出美联储预期。

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

张美慧（联系人）
zhangmeihui@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090011

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
电气设备	1.03%	农林牧渔	-3.34%
汽车	0.89%	家用电器	-2.11%
计算机	0.63%	食品饮料	-1.65%
有色金属	0.62%	轻工制造	-1.39%
传媒	0.33%	非银金融	-1.27%

相关报告

《回不去的美元利率》2020-06-11

《社融增速继续回升，结构持续改善，M1M2 剪刀差收窄》2020-06-10

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：回不去的美元利率——2020 年 6 月美联储议息会议点评 3
2、 行业研究 4
2.1、 社融增速继续回升，结构持续改善，M1M2 剪刀差收窄——央行 5 月金融数据点评 4

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：回不去的美元利率——2020 年 6 月美联储议息会议点评

美联储预计长期维持低利率。6 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估相较 4 月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储表示，冠状病毒的爆发正在美国和世界各地造成巨大的人道和经济困难。病毒流行和为保护公众健康而采取的措施已导致经济活动急剧下降和失业人数激增，需求疲软和油价大幅下跌抑制了物价通胀。过去一段时间里金融状况有所改善，部分反映出支持经济和支持信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。

美联储在会议声明中表示，持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到 2022 年，因此美国将长期处于低利率水平。未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券的持有量，以维持市场平稳运转，支持信贷流向家庭和企业。

在经济预测方面，美联储对 2020 年美国 GDP 增速中性预测为-6.5%，对 2020 年美国失业率中性预测为 9.3%，对 2020 年美国核心 PCE 通胀的预测为 1.0%。

难以回到过去的美元利率。随着美国经济逐渐修复，美联储未来可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期的影响。一方面，低利率环境下，美国企业的杠杆率也大幅提升，即使未来美国经济好转，美联储也不敢贸然加息。另一方面，此次疫情还可能增加美国居民的预防性储蓄，进而使自然利率低于疫情前，也使未来美国政策利率短期无法回到以前。

后疫情时代的全球美元流动性变化。美联储未来可能较长时间地维持低利率，即使加息也难以快速恢复到疫情前的水平，这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。次贷危机后，美国和欧洲、日本的利差扩大，这催生了套利活动，如果美国利率也向低利率转变，那么这种套利模式可能会减少。在经济周期正常情况下，这种套利的减少会带来美元需求下降，美元会走弱。但是当全球经济处于衰退或者发生经济政治风险时，由于美国利率已处于低位，再降息的空间不大，美元作为避险货币将得到强化，美元就会更加强势。长期而言，美国等一些国家的技术进步率高于欧日，人口结构也好于欧日，长期自然利率是高于 0 的，同样没必要实施负政策利率。未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。这个货币的利率必须高于美元，而且发行该货币的国家需要资本可以自由流动、货币可以自由兑换、资产的流动性较高。

风险提示：经济恢复超出美联储预期。

2、 行业研究

2.1、 社融增速继续回升，结构持续改善，M1M2 剪刀差收窄——央行 5 月金融数据点评

居民部门短贷和企业中长期贷款显著增加，推动信贷增速继续回升。5 月人民币贷款新增 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元，贷款余额同比增长 13.2%，环比回升 0.1 个百分点。从贷款结构来看，中长期贷款占比回升 8.9 个百分点。分部门来看，居民部门信贷得到显著修复，企业短贷逐步恢复。5 月居民部门贷款增加 7043 亿元，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款也显著回升，不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能。其中，在消费贷拉动下，居民部门短期贷款增加 2381 亿元，比 2019 年同期多增 433 亿元；中长期贷款增加 4662 亿元，比 2019 年同期少增 15 亿，可见居民购房意愿和需求已经逐步恢复到疫情之前的水平；企业中长期贷款增加 5305 亿元，比 2019 年同期多增 2781 亿元；5 月企业通过票据融资增加 1586 亿元，比 2019 年同期多增 454 亿元，环比 4 月回落 2324 亿元。

信贷和政府融资增加推动 5 月社融创 2018 年 4 月以来新高。2020 年 5 月社融增量为 3.19 万亿元，比 2019 年同期多 1.48 万亿元，新口径下，社融增速回升至 12.5%，增速比上月末和 2019 年同期高 0.5 个和 1.47 个百分点：一是信贷占比显著回升。5 月对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.4%，同比提高 0.4 个百分点。二是非标融资连续三个月实现正增长。2020 年 5 月非标融资增加 226 亿元，比 2019 年同期增加 1677.39 亿元，其中，作为票据市场的主力，5 月银行承兑汇票大幅回升，增加 836 亿元，同比多增 1604 亿元，是非标回升的主要推手。三是直接融资发力，企业债券净融资 2971 亿元，同比多增 1938 亿元；非金融企业境内股票融资 353 亿元，同比多增 94 亿元。四是专项债推动下政府债券净融资显著回升。5 月当月政府债券净融资 1.14 万亿元，同比多增 7505 亿元。

M1M2 剪刀差收窄：5 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点，M1 同比增长 6.8%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点，M2 增速回升的主要原因：一是疫情期间央行货币政策依然维持宽松，叠加定向降准落地和再贷款再贴现 1.8 万亿额度逐步落地，支持了商业银行信用派生能力；二是企业和财政存款大幅增加：5 月专项债发行力度较大，政府存款出现激增，当月财政存款新增 1.31 万亿元，同比多增 8251 亿元，企业结构性存款和贷款也呈现双高特征，其中企业存款增加 8054 亿元，说明主动投资意愿下降，可能存在通过低息贷款后增加结构性存款的套利行为，因此在实体经济低迷利润增速下降背景下，企业投资意愿不强，导致 M1M2 剪刀差收窄。M0 同比增长 9.5%，增速环比回落 0.7 个百分点，说明央行在主动回笼基础货币。

投资建议：监管部门加强对结构性存款的压降和监管，有助于防止金融空转和套利，创新直达实体经济的货币政策工具，宽信用效果更加显著，利好普惠金融投放力度较大的城商行和农商行。目前，监管部门压降商业银行的结构性存款，一方面有助于压降结构性存款票据短债等形成的套利和资金空转，避免因为“放水过多”造成“浑水摸鱼”的现象；另一方面有助于降低中小银行的负债成本，尤其是表内竞争性存款的成本下降，从而缓解中小银行的负债压力，建议关注受政策利好的城商行和农商行。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期； 疫情超市场预期。

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/