【粤开晨报 0611】宏观：通缩加剧

2020 年 06 月 11 日 星期四

www.ykzq.com

责任编辑：康崇利
资格证书：S0300518060001
电话：010-66235635
邮箱：kangchongli@ykzq.com

两岸三地主要股指

指数	收盘	涨跌%
上证综指	2,943.75	-0.42
沪深 300	4,039.71	-0.18
深证成指	11,335.86	0.46
中小板指	7,439.58	0.71
创业板指	2,201.99	0.94
三板做市指	1,120.13	0.27
台湾加权指	11,720.16	0.71

国际主要股指

指数	收盘	涨跌%
道琼斯工业	27,272.3	-1.09
标普 500	3,207.18	-0.78
纳斯达克	9,953.75	0.29
富时 100	6,359.08	0.36
德国 DAX	12,617.99	-1.57
日经 225	23,124.95	0.14

主要商品期货

名称	收盘	涨跌%
纽约原油	33.58	3.77
COMEX 黄金	1,712.0	0.77
BDI 航运	714.0	2.29

主要外汇

外汇	收盘价	涨跌%
美元指数	96.38	-0.33
美元/人民币	7.07	-0.01
欧元/美元	1.07	0.08
美元/日元	110.72	0.02

资料来源：聚源

今 日 关 注

【重点报告推荐】

信用扩张加速（分析师：李奇霖、钟林楠）
通缩加剧（分析师：李奇霖、张德礼）

【两融数据与信息】

两融市场概况

【重点报告推荐】

信用扩张加速

信用扩张加速

2020 年 5 月，新增信贷 1.48 万亿，社融 3.19 万亿， 均超出市场预期。在较高的新增社融带动下， 社融存量增速从 12%上涨 0.5 个百分点至 12.5%，信用扩张继续加速。

为什么信用扩张在 5 月会继续加速呢？

第一，政策的压力，监督鼓励银行加大信用投放，这是主要原因。

一方面，银行现在在信贷层面有着较大的监管压力，根据银保监会和政府工作报告的要求，今年大型银行的小微普惠贷款同比增速要高于 40% ,对制造业企业的贷款要满足“五一三”任务 ,即全年制造业贷款余额增速不低于 5%，年末制造业中长期贷款占比比年初提高 1 个百分点，信用贷款余额增速不低于 3%。在这样的监管与政策压力下，银行会主动加大对企业信贷的供给。

另一方面，今年企业的融资成本出现了明显的下滑，一季度企业贷款加权利率为 5.08%，较去年同期下降近 60BP，债券融资成本在前期央行货币宽松的助力下更是跌到了近些年的新低（尽管最近出现调整，但仍然是低位）。在银行充裕的信用供给与低融资利率的推动下，企业无论是基于何种原因（套利或自身融资需求），举债融资的倾向都会比高利率环境下更强。

第二，经济基本面继续反弹恢复，部分企业的需求好转。5 月 PMI 指标显示目前国内经济继续恢复，新订单指数的上升、产成品库存下降、出厂价格的上涨表明 5 月经济的总需求在边际好转。

在度过疫情带来的不确定性环境后，需求的改善和具有确定性的未来，可能会让部分企业选择在较低利率的位置举债加杠杆。

而且，1-5 月份政府发了较大规模的专项债，由于疫情的影响基本结束，这些专项债配套的基建项目在逐渐落地，也给企业部门带去了需求。

第三，房地产加速恢复好转。

从高频数据看，房地产销售在快速恢复，30 大中城市房地产成交面积从 4 月份的-19%上涨到-2%左右。

这一方面是在疫情期间，很多城市的房价出现了较大的跌幅，在疫情结束后，有部分需求在房价处于低位时进场；另一方面是疫情期间，居民买房的需求被积压，因为疫情出门看房不方便，很多本来在前四个月买房的群体被推迟到 5 月。

在更强的房地产销售的带动下，房地产企业会加快融资拿地，补充土地库存，从而给企业部门的融资需求带来更多的增量，这一点我们可以从集合资金信托投向房地产领域规模增加上得到验证。

同时，房地产销售这一行为，本身是居民部门加杠杆的过程，会带动居民部门中长期贷款的回升，这一点我们从 5 月居民中长期贷款新增 4600 亿可以看出。

第四，线下消费继续好转，让更多居民增加信用卡贷款、消费贷款等短期贷款，从而使 5 月居民短期贷款大幅增加 2300 亿。

从原因来看，有两大因素。

一是相对往年，今年有更长的劳动节假期，尤其是，今年疫情让大家在家里呆了近三个月之后，出游消费的意愿会更强；

二是汽车消费在促进内需，推动汽车的消费的福利政策推动下，继续大幅好转，5 月乘用车的销量同比增速为 1.8%，较 4 月提升大约 7 个百分点。

第五，政府债券供给增多。提前下达的 1 万亿专项债要求在 5 月份发行完毕，叠加此前提前下发剩余的专项债额度、国债以及一般债发行额度，5 月政府债券发行额达到历史新高，为 1.14 万亿，对社融新增与存量增速有较大的拉动。

未来，我们认为社融增速与 M2 增速将继续保持在高位，宽信用将继续成为今年的主旋律。现在打击资金空转套利只是短期的扰动，不会改变信用扩张的大趋势。

近期打击资金空转套利之所以会对社融与信用扩张构成冲击，有两点原因。

一是有部分企业之所以愿意贷款，是因为贷款后能获得低成本的资金，用于购买更高利率的金融资产，比如今年增长非常快的结构化存款。一旦监管开始治理资金空转，那么这些因为资金空转套利而起的融资需求便会收缩。

二是央行为了配合打击资金空转套利，5 月以来显现出了鹰派的成色，债券市场因此出现了剧烈的调整，企业信用债融资受到冲击，5 月债券融资仅有 2900 亿，较 3-4 月的 9000 多亿大幅收缩。

对于这两点对信用的负面影响，我们认为短期确实存在，但不会是主要矛盾，今年的主要矛盾仍然在于信用扩张。

因为今年政府工作报告给全年定的基调是“让货币供应量和社融增速明显高于去年”。现在对资金空转套利的治理，只是中继任务，短期的纠偏，以避免“低利率资金空转”规模过大，导致“积重难返、金融市场大幅波动”，从而让信用扩张走在正确的路径上。

如果因为打击资金空转套利，使信用扩张的趋势反转为信用收缩，那与今年政策目标和要求是相悖的。如果真出现这种情况，那么政府的工作重心将重新转为宽信用。

而且按照我们之前的报告所述，我们认为现在经济的好转反弹是难以持续的，未来仍然需要政策积极宽信用，主动增加信用供给来护航经济。

央行现在也已经注意到债市收益率大幅调整对信用扩张的影响，货币政策边际收紧的趋势有暂缓的迹象。

这一点，我们可以从本周一央行首次主动披露 MLF 将在 15 日续作，安抚市场情绪中得到印证。

对债市而言，全年的主基调如果是宽信用，那么债券的趋势性机会便已经消失，关键要把握震荡的波段机会。

比如治理资金空转套利，如果真的带来了信用扩张速度的放缓，那么这可能正好会成为债市出现交易性机会的契机。

现在，导致债市调整的两大因素：货币政策再定价与经济的好转，第一点已经接近尾声，第二点从高频数据看，经济反弹的力度有所放缓，对债市的冲击也在减弱。

考虑到之前的利空已经被市场 price in 的差不多了，我们建议投资者可以考虑经济数据落地后的交易性机会。

风险提示

基本面回升超预期

分析师：李奇霖（执业编号：S0300517030002）、分析师：钟林楠（执业编号：S0300519110001）

通缩加剧

通缩加剧

在前期报告中，我们提示要防范通缩风险，并在 4 月的物价数据点评报告中，指出通缩趋势已经明确。站在当前这个时点，我们认为通缩的风险在进一步加剧。

首先，去库存仍然是企业面临的重点任务。4 月工业企业产成品存货累计同比，尽管从 14.9%下降到 10.6%，但仍然在两位数以上。如果再考虑到工业企业产成品库存是按价值统计的，会受价格的影响，在工业品通缩的情况下，工业品实际的库存规模，要比名义值高。

其次，目前的终端需求并不强。5 月官方 PMI 数据，呈现出生产强、库存下降、价格上涨的组合，这意味着短期的需求确实不弱。但需求恢复，主要由房地产和基建等贡献，消费和出口并不强，总的需求也很难说强劲。

最后，可贸易部门萎缩，劳动力向服务业转移，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

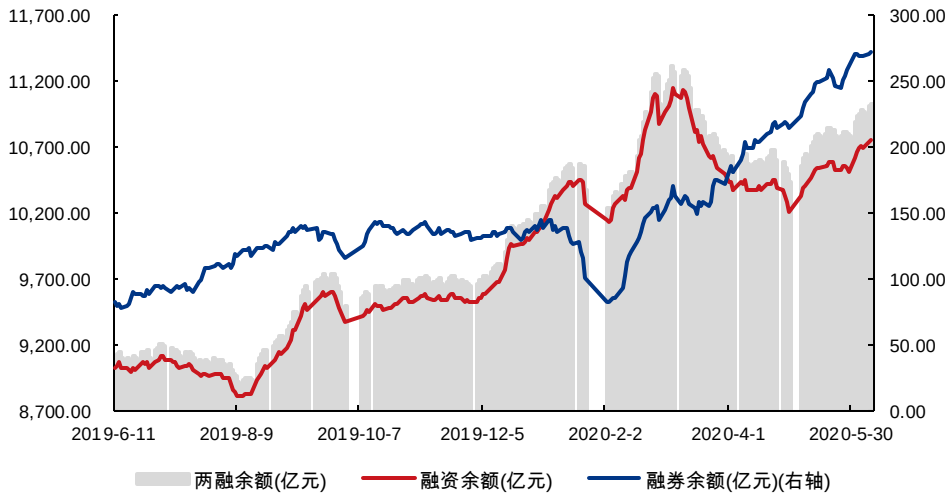
风险提示：

原油减产超预期

分析师：李奇霖（执业编号：S0300517030002）、分析师：张德礼（执业编号：S0300518110001）

【两融数据与信息】

图表1：两融市场概况



资料来源：聚源

图表2：两融净买入及净卖出个券排名

序号	证券代码	证券简称	融资余额变化(%)	序号	证券代码	证券简称	融券余额变化(%)
1	002400.SZ	省广集团	27.33	1	002657.SZ	中科金财	180,128.57
2	603198.SH	迎驾贡酒	25.45	2	300065.SZ	海 兰 信	20,590.0
3	601137.SH	博威合金	23.88	3	002726.SZ	龙大肉食	17,875.0
4	603456.SH	九洲药业	23.23	4	600035.SH	楚天高速	16,047.57
5	002925.SZ	盈趣科技	20.95	5	300339.SZ	润和软件	10,490.63
6	600233.SH	圆通速递	20.19	6	002262.SZ	恩华药业	8,713.96
7	688312.SH	燕麦科技	18.36	7	600129.SH	太极集团	6,139.49
8	002384.SZ	东山精密	17.94	8	002383.SZ	合众思壮	5,890.6
9	600986.SH	科达股份	16.64	9	300036.SZ	超图软件	5,709.65
10	300429.SZ	强力新材	14.49	10	300366.SZ	创意信息	5,662.69

资料来源：wind、粤开证券研究院

资料来源：聚源

（金融工程研究组）

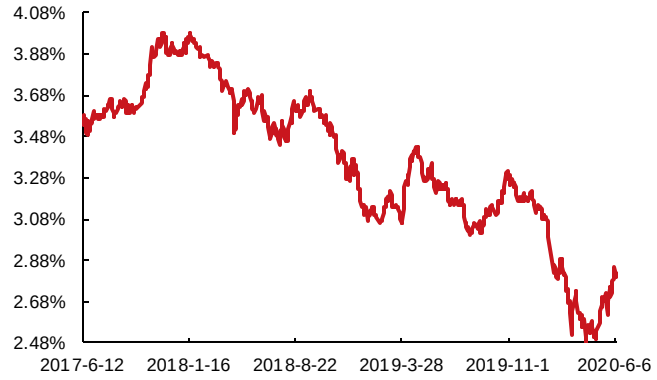
【数据快递】

图表3：中债国债收益率

名称	最新价	涨跌 BP（+/-）
国债收益率 1 年	2.068	0.0156
国债收益率 3 年	2.334	0.0332
国债收益率 5 年	2.513	0.0132
国债收益率 7 年	2.84	-0.01
国债收益率 10 年	2.82	0.017

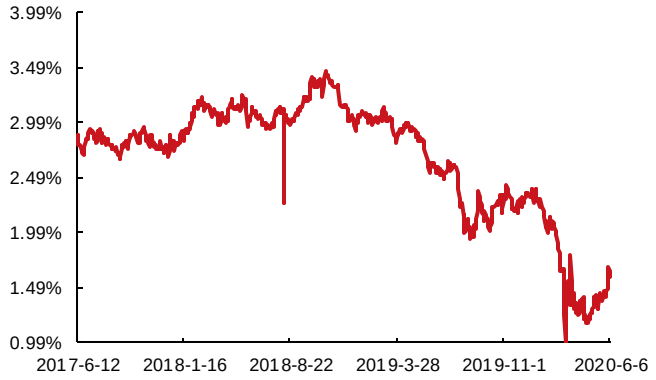
资料来源：聚源

图表4：中债 10 年国债收益率走势



资料来源：聚源

图表5：美国 30 年国债收益率走势



资料来源：聚源

图表6：中金所三大股指期货（含所有挂牌合约）

代码	名称	收盘价	涨跌(%)	基差	成交量	成交金额	持仓量
IC2012	中证 500 股指期货 2012	5,162.6	-0.16	452.64	3,925	4,049,487,200	22,817
IC2009	中证 500 股指期货 2009	5,324.4	-0.08	290.84	9,712	10,333,031,440	48,644
IC2007	中证 500 股指期货 2007	5,475.2	0.08	140.04	6,686	7,307,499,320	15,813
IC2006	中证 500 股指期货 2006	5,563.4	0.16	51.84	72,094	80,044,332,200	93,978
IC0Y03	中证 500 指数隔季连续	5,162.6	-0.16	452.64	3,925	4,049,487,200	22,817
IC0Y02	中证 500 指数下季连续	5,324.4	-0.08	290.84	9,712	10,333,031,440	48,644
IC0Y01	中证 500 指数下月连续	5,475.2	0.08	140.04	6,686	7,307,499,320	15,813
IC0Y00	中证 500 指数当月连续	5,563.4	0.16	51.84	72,094	80,044,332,200	93,978
IF2012	沪深 300 股指期货 2012	3,844.2	-0.28	195.51	1,652	1,905,100,920	7,392
IF2009	沪深 300 股指期货 2009	3,888.0	-0.15	151.71	7,090	8,263,124,340	31,381
IF2007	沪深 300 股指期货 2007	3,952.8	-0.01	86.91	7,369	8,726,300,940	21,058
IF2006	沪深 300 股指期货 2006	4,013.8	-0.01	25.91	62,926	75,686,463,060	77,319
IF0Y03	沪深隔季连续	3,844.2	-0.28	195.51	1,652	1,905,100,920	7,392
IF0Y02	沪深下季连续	3,888.0	-0.15	151.71	7,090	8,263,124,340	31,381
IF0Y01	沪深下月连续	3,952.8	-0.01	86.91	7,369	8,726,300,940	21,058
IF0Y00	沪深当月连续	4,013.8	-0.01	25.91	62,926	75,686,463,060	77,319
IH2012	上证 50 股指期	2,771.4	-0.54	137.08	1,169	973,796,520	5,070

代码	名称	收盘价	涨跌(%)	基差	成交量	成交金额	持仓量
	货 2012						
IH2009	上证 50 股指期货 2009	2,798.0	-0.46	110.48	4,178	3,512,986,140	17,618
IH2007	上证 50 股指期货 2007	2,844.8	-0.52	63.68	2,943	2,516,278,800	8,066
IH2006	上证 50 股指期货 2006	2,892.6	-0.45	15.88	23,178	20,141,893,380	31,263
IH0Y03	上证 50 指数隔季连续	2,771.4	-0.54	137.08	1,169	973,796,520	5,070
IH0Y02	上证 50 指数下季连续	2,798.0	-0.46	110.48	4,178	3,512,986,140	17,618
IH0Y01	上证 50 指数下月连续	2,844.8	-0.52	63.68	2,943	2,516,278,800	8,066
IH0Y00	上证 50 指数当月连续	2,892.6	-0.45	15.88	23,178	20,141,893,380	31,263

资料来源：聚源

分析师简介

康崇利，北京工业大学本科，2014 年 1 月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准 ,投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄浦区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com