总量研究中心

总量之声 2020 年第 13 期电话会议

会议纪要

债市暴跌、美股新高，海内外经济和市场怎么看？

- **宏观 邸鼎荣：社融扩张的市场含义。**今年狭义财政（预算）扩张力度相对有限，但实际赤字、广义赤字仍将明显扩张。在这样的背景下，货币政策需要保持宽松，特别是“量”的宽松更加明显。预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。考虑当前政策、经济背景与国际环境，人民币资产吸引力上升。一方面，由于广义财政、货币“量”的扩张将明显，我国经济增速将逐季改善；相对于其他国家，经济改善的速度和幅度都较高，这从内部支持人民币资产。另一方面，在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，进一步提升人民币资产吸引力。具体资产而言，A 股向上方向确定，债券相对空间有限。

- **宏观 段小乐：海外经济和市场怎么看？**首先，海外经济形势最坏的时间已经过去了，这个是比较确认的。第二，海外资本市场表现如何？间接再回答另外一个问题，就是为何美股（比如纳斯达克指数）已经创出历史新高，而中国最先从疫情中恢复，反而距离前期高点仍存在一定距离。海外资本市场大幅回升的主要驱动并不是基本面，而是海外央行的大规模货币刺激、以及由此而来的财政货币化的刺激。尽管短期 A 股的涨幅可能不及海外股市，但未来上涨的动能更强、基本面更加坚实。第三，预计风险资产价格将回升。从前期释放的流动性以及信用改善的角度来看，如果资金没有能够流入实体，那么股票市场将明显受益；如果资金能够较快的流入实体，那么工业品价格将得到支撑。所以，无论哪个路径，风险资产预计都将得到明显的利好支持。

- **固收 周岳：**宽信用下，哪类资产表现好？如果按照社会融资规模存量同比增速的变化，2002 年以来我国一共经历了 5 轮比较完整信用周期，每轮周期大概历时 3-4 年。通过回顾历史上“宽信用”阶段的大类资产表现，我们注意到：整体上看，宽信用和股票市场、汇率市场的价格走势关联度不大；对于商品市场，宽信用带来的牛市行情几率较大；对于债券市场，宽信用并非意味着债市行情的结束，相反在初期长端利率仍有一定下降空间。“宽信用”初期，债市收益率仍将有所下行，这个与从“宽信用”传导到实体经济恢复存在时滞有关，此外，“宽信用”的效果也与货币政策的传导机制和实体经济所处的状态有关。在悲观情绪下，债市利率目前可能已有所超调，10Y 国债短期内会在 2.8-2.9%之间筑顶，但是后续仍然存在预期差的交易机会。

- **策略 艾熊峰：**债市暴跌对 A 股意味着什么？债市大跌主要原因在于市场对央行货币政策预期的混乱，叠加前期债市收益率下行较快，预期的混乱直接导致债市调整。我们认为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，一方面降息降准仍有较大空间，另一方面信用环境也是相对宽松。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。

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

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@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：社融扩张的市场含义

今年货币“量”的宽松更加明显，我们预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。资本市场的流动性充裕，人民币资产吸引力将明显提升。

此前我们在 5 月 25 日报告《广义财政扩张对货币宽松的诉求更高》提出广义财政扩张下，货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松更加明显。**首先看财政政策**，虽然今年预算赤字率相对较低，但实际赤字率将明显上升，我们预计今年实际赤字率将达到 6.5%（去年为 4.9%），综合考虑地方政府专项债、抗疫特别国债、铁道债、PSL 和政策性金融债，我们预计今年广义赤字率将大幅提升至 12.8%（2019 年为 8.5%）。

与之相对应的是，广义财政扩张的背景下，货币量的宽松也将非常明显。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。今年一季度新增社融达到 10.9 万亿元（去年同期为 8.2 万亿元），4 月新增社融 3.1 万亿元（去年同期为 1.7 万亿元），可以看到货币量的宽松是非常明显的，**往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低；“量”的宽松仍是政策的重点。预计今年全年社融为 32-35 万亿元（去年为 25.6 万亿元），四个季度分别为 10.9，9.8，7，5.8 万亿左右，全年社融存量增速 13%左右，相对去年明显提升。**

那么货币量的宽松，对于资本市场又有什么意义呢？疫情发生以来，我国货币政策非常宽松，财政政策也在由前期救助转向内需反补外需的经济刺激。疫情影响下我国一季度经济受到明显冲击，但经济最坏的时候已经过去。而且疫情对中国经济的影响短期大于长期，2 季度后，经济会明显复苏。下半年经济增速在 5%左右，全年实现经济增速 2%左右。与之相对的是，海外由于疫情发展阶段和政策应对相对滞后，在一季度受到冲击后，经济表现最差的时期是在二季度。我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。其次，在全球央行大幅宽松的情况下，下半年海外资金将加大向中国流动的力度。我国经济相对其他国家改善明显，也将推升人民币汇率温和升值，提升人民币资产吸引力。

具体市场而言：A 股向上方向确定，债券相对偏弱

A 股向上方向确定。当前 A 股风险溢价处于高位，将随经济复苏预期逐步回落，支撑 A 股估值。风险溢价可以从三个角度予以观察：一是（1/PE）-10 年期国债收益率，当前相对处于高位，表明市场风险偏好明显偏弱，即 A 股风险溢价较高，但近期已经有所回落，表明经济复苏预期带动下风险偏好正在改善;；二是从信用市场来看，民营企业信用利差虽处于高位，但也有所回落，表明风险偏好正在改善；三是从高市盈率股票相对于沪深 300 的涨幅来衡量，该值也显示风险偏好较低，也将逐步得到修复。此外，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也将对 A 股形成支撑。

债券相对偏弱。长端利率下行空间有限。近期长端利率的大幅上升，主要是对国内外经济复苏再定价。往前看，考虑到疫情对国内外经济冲击最严重的时候均已过去，叠加海外经济活动逐步渐进开放，以及货币、财政大规模经济刺激下，经济复苏方向是明确的，但力度、节奏可能存在不确定。总体来看，长端利率向上方向确定，下行空间有限，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。短端利率保持相对稳定。货币宽松方向确定下，短端利率难以大幅回升，考虑到市场已经对降准、降息部分定价，预计短端利率将保持相对稳定。

二、宏观 段小乐：海外经济和市场怎么看？

今天主要向各位投资者汇报海外经济形势、海外资本市场变化和大类资产变化这三个方面的观点。

首先，海外经济形势最坏的时间已经过去了，这个是比较确认的。从美国上周五公布的非农就业数据来看，新增非农就业人数已经出现超预期回升，失业率尽管存在部分失真问题，但作为滞后指标对经济和市场的影响也并不大；而且，从一些高频数据来看，美国的消费、工业生产都在进一步恢复，尽管抗议活动形成一定的干扰，但经济活动逐步恢复、经济增长逐步改善的方向没有分歧。另外，欧洲、日本、韩国等国家的经济活动也在加速恢复，部分国家的失业率甚至已经开始出现下降，工业生产和消费活动都在加速回升。因此，整体上看，海外经济加速改善的方向是比较确定的。

第二个问题，海外资本市场表现如何？间接再回答另外一个问题，就是为何美股（比如纳斯达克指数）已经创出历史新高，而中国最先从疫情中恢复，反而距离前期高点仍存在一定距离。海外资本市场大幅回升的主要驱动并不是基本面，而是海外央行的大规模货币刺激、以及由此而来的财政货币化的刺激。例如，美国的流动性风险已经消退，信用风险也在逐步下降，但是美联储的资产负债表从疫情前的 4 万亿美元左右，已经扩张至目前的 7 万亿美元。如果大规模的货币刺激，在还没有流入实体经济之前，大概率会推高股票的估值，从而带动股票市场上涨。同时，美国经济逐步从疫情中的恢复带来风险偏好的改善，进一步推升估值。所以，目前大部分海外股市的上涨都是政策刺激和风险偏好回升推动的估值上涨带动的。反观中国，这次无论是货币刺激还是财政刺激，力度相对来说都比较温和，决策层更加注重资金流入实体、降低实体融资成本，这虽然短期对股票估值的提振没有海外那么强，但是从长期来讲，更有利于上市公司的稳健、长期经营，更有利于分子端的企业盈利改善。所以，**尽管短期 A 股的涨幅可能不及海外股市，但未来上涨的动能更强、基本面更加坚实。**

第三，预计风险资产价格将回升。从前期释放的流动性以及信用改善的角度来看，如果资金没有能够流入实体，那么股票市场将明显受益；如果资金能够较快的流入实体，那么工业品价格将得到支撑。所以，无论哪个路径，风险资产预计都将得到明显的利好支持。利率债在这样的环境下，长端收益率面临较大的上行风险。同样的，黄金在通胀背景下，其表现可能反而不如铜等基本金属。另外，人民币汇率也值得关注，可能是观察风险偏好的一个指标。上周末人民币兑美元汇率的升值，意味着风险偏好的进一步回升。

三、固收 周岳：宽信用下，哪类资产表现好？

6 月初，央行创设了两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具1，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划2，进一步完善结构性货币政策工具体系。这两个工具的出台使得市场对于近期降准降息的预期大大降低，也增加了对货币政策从“宽货币”转向“宽信用”的担忧，成为了上周债市大幅调整的导火索。

从政策导向看，金融支持实体，降低实体企业，尤其是中小微企业的融资成本一直是近两年货币政策引导的方向，那么如果后续真的实现了“宽信用”，不同类别资产的表现会怎么样呢？

如果按照社会融资规模存量同比增速的变化，2002 年以来我国一共经历了 5 轮

[1] 来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-06/01/content_5516621.htm
[2] 来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-06/01/content_5516631.htm

比较完整信用周期，每轮周期大概历时 3-4 年。当然，如果从更短期的信用波动看，每一个大的信用周期内部其实还包括若干个小周期。不过从大类资产配置的角度考虑，小周期内的信用变化扰动性太强，投资参考意义不大。因此我们仅分析每一轮大的信用周期中，“宽信用”阶段下各种大类资产的收益表现。按照这个划分，2002.1-2003.8、2005.6-2007.10、2008.11-2010.1、2012.6-2013.4、2015.7-2017.7 是五个比较明显的“宽信用”阶段。

我们用上证综指、10Y 国债收益率、南华工业品价格指数、美元兑人民币中间价分别代表股票、债券、大宗商品、人民币汇率的价格走势，来观察历次“宽信用”阶段各类资产的表现。

股票市场：

从股指走势看，信用宽松对于股市的影响存在较大不确定性：5 次“宽信用”阶段，只有 2 次对应于牛市（2005.6-2007.10、2008.11-2010.1），1 次震荡行情，剩下 2 次在初期表现为熊市，后面尽管有所反弹但幅度也很有限。可见“宽信用”并非必然带来股票牛市。

债券市场：

从 10Y 国债走势看，信用宽松对于债市有确定性影响：5 次“宽信用”阶段，都出现了利率先下行，然后反弹或者走平的行情。每次“宽信用”阶段初期，利率都会有所下行，利率降幅最大出现在 2002.1-2002.6，5 个月时间内 10Y 国债收益率下降了 123BP，其次是 2005.6-2005.10、2015.7-2016.1 和 2008.11-2009.1 期间，收益率分别下降 98BP、89BP 和 38.99BP；而第四次“宽信用”阶段（2012.6-2013.4），利率波动区间较窄，初期收益率仅小幅下降 10BP。从社融和债市拐点来看，10Y 国债收益率走势滞后社融增速 1-2 季度左右，主要源于信用扩张领先于经济增长，而经济基本面预期是长端利率的核心影响因素。

商品市场：

南华工业品指数最早发布时间是 2004 年 6 月 1 日，因此这里我们只总结了 4 次“宽信用”阶段商品价格的表现。从南华工业品指数走势看，宽信用对于商品市场的影响较为有利：2005.6-2007.10、2008.11-2010.1 和 2015.7-2017.7 三个阶段，宽信用都伴随着大宗商品阶段性走牛；2012.6-2013.4 期间，商品市场价格波动较小，没有明显趋势。

外汇市场：

亚洲金融危机后，我国实行“钉住单一货币的固定钉住制”的汇率政策，收窄人民币汇率的浮动区间；2005 年 7 月起，我国汇率制度变更为参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度，人民币兑美元汇率逐渐升值；为了实现人民币汇率双向波动，2015 年 8 月央行宣布改革人民币汇率中间价报价机制，中间价报价参考上一日的银行间外汇市场收盘价。由于汇率受国际因素影响较大，叠加我国汇率形成机制不断变化，因此从美元兑人民币中间价的波动来看，信用增速和人民币汇率走势并没有表现出明显的关联。

通过回顾历史上“宽信用”阶段的大类资产表现，我们注意到：整体上看，宽信用和股票市场、汇率市场的价格走势关联度不大；对于商品市场，宽信用带来的牛市行情几率较大；对于债券市场，宽信用并非意味着债市行情的结束，相反在初期长端利率仍有一定下降空间。“宽信用”初期，债市收益率仍将有所下行，这个与从“宽信用”传导到实体经济恢复存在时滞有关，此外，“宽信用”的效果也与货币政策的传导机制和实体经济所处的状态有关。

央行两个直达实体经济的货币政策工具为何成为近期债市大幅调整的导火索？一是由于该类货币政策工具的出台，降低了对于近期降准降息的预期，二是考虑到社融和经济具有领先关系，根据盛松成先生的研究，社会融资规模增速领先一个季度与名义 GDP 增速相关系数为 0.34，领先两个季度时为 0.39，领先

三个季度时最高为 0.41，领先四个季度时降至 0.37 3，经济的回升也会给债市带来调整的压力。

目前债市悲观情绪较浓，经济趋势性修复，流动性边际收紧，“宽信用”预期升温，导致市场出现抛售。但是我们认为，“宽信用”的实施效果尚有待观察，并且“宽信用”也需要“宽货币”来保驾护航，“促使中小微企业综合融资成本明显降低”4意味着金融机构资金成本至少不会明显提高，否则将影响降低融资成本目标的实现，因此未来市场流动性仍将保持合理充裕。

在悲观情绪下，债市利率目前可能已有所超调，10Y 国债短期内会在 2.8-2.9%之间筑顶，但是后续仍然存在预期差的交易机会，如对基建投资预期过高，8、9 月 CPI 可能出现快速下行，受到海外经济影响，外需后续也面临较大压力，我们认为 6 月上中旬是加仓布局的时机，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。

四、策略 艾熊峰：债市暴跌对 A 股意味着什么？

债市大跌主要原因在于市场对央行货币政策预期的混乱，叠加前期债市收益率下行较快，预期的混乱直接导致债市调整。而引发市场对货币政策预期变化的主要事件是 6 月 1 日央行创设了两个新的货币政策工具，分别是普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，本质上是央行的流动性直达小微企业，精准的宽信用政策引发了市场对宽货币政策力度的担忧。

我们认为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，一方面降息降准仍有较大空间，另一方面信用环境也是相对宽松。1）货币方面，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。此外，油价维持低位，猪价逐步回落，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；2）信用方面，M2 与名义 GDP 增速差值处在极高点。叠加央行精准的信用扩张政策工具，后续信用环境的最大特征也是相对宽松。

历史上三次宽货币和宽信用流动性组合，这次类比 2008-2009 年的情形。我们用银行间回购利率来刻画货币政策，M2 与名义 GDP 增速差值来刻画信用环境，历史上 2008-2009 年、2012-2013 年、2015-2016 年是三次典型的宽货币和宽信用的流动性组合。在宽货币和宽信用流动性组合之下，我们可以看到 A 股市场整体估值均处在稳定和抬升阶段。本轮流动性环境我们认为和 2008-2009 年那次最为相似，一方面全球经济均面临较大的外部冲击，另一方面全球各国央行（特别是美联储）均采取了及其宽松的货币政策。

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。

[3] 参见盛松成：《社会融资规模指标的诞生和发展》，《中国金融》 2019 年 19 期
[4] 来源：http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4033015/index.html

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