策略周报 股票投资策略简报

债市大跌对 A 股意味着什么？

基本结论

- **近期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。**近期国内市场重要的变化是债市大幅向下调整，6 月 5 日一年期国债到期收益率较上周上升了 100bp，市场开始担心流动性收紧。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。

- **宽货币和宽信用流动性组合对股票市场估值有所支撑，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。

- **全球流动性外溢之下，对 A 股市场保持乐观，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。在外资持续流入的背景下，那些外资偏好的“业绩稳定的蓝筹股、A 股中海外稀缺标的”或在资金层面有所支撑。

- **在国内疫情缓和的背景下，内需行业恢复明显，特别是消费和基建产业链相关的行业，围绕内需扩张进行行业配置：左手消费，右手基建。**1）消费：商贸零售、休闲服务、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、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，受中美事件等外部影响较小。

- **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、债市大跌意味着流动性收紧？.....3
二、宽货币和宽信用流动性组合对股票市场估值有所支撑.....4
三、全球流动性外溢之下，对 A 股市场保持乐观.....5
四、行业配置：内需板块确定性较高.....5
重要事件前瞻.....6

图表目录

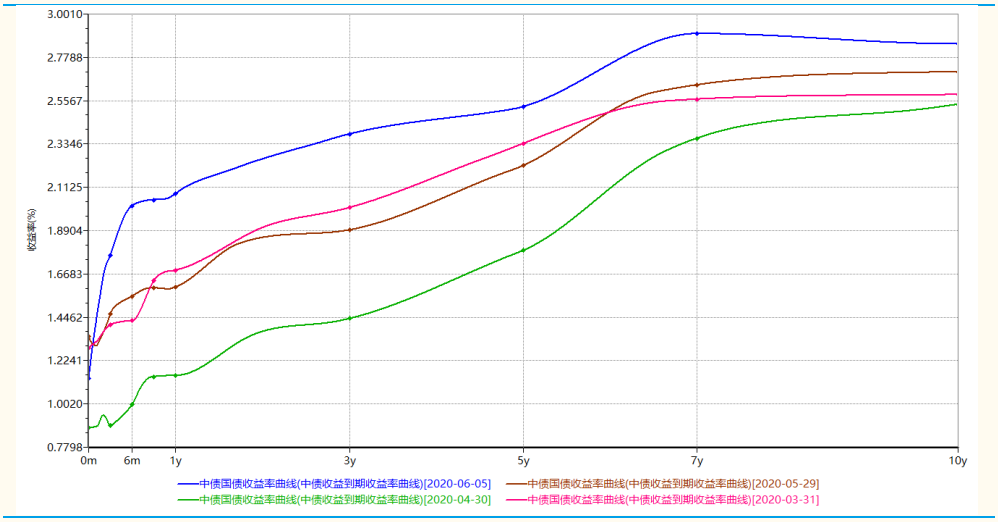
图表 1：中国国债收益率曲线.....3
图表 2：M2 与名义 GDP 增速差值处在极高点.....4
图表 3：历史上宽货币和宽信用组合.....4
图表 4：北上资金持续流入 A 股.....5
图表 5：重要事件前瞻.....6

一、债市大跌意味着流动性收紧？

- 近期国内市场重要的变化是债市大幅向下调整，6 月 5 日一年期国债到期收益率较上周上升了 100bp，市场开始担心流动性收紧。**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。

图表 1：中国国债收益率曲线



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：M2 与名义 GDP 增速差值处在极高点

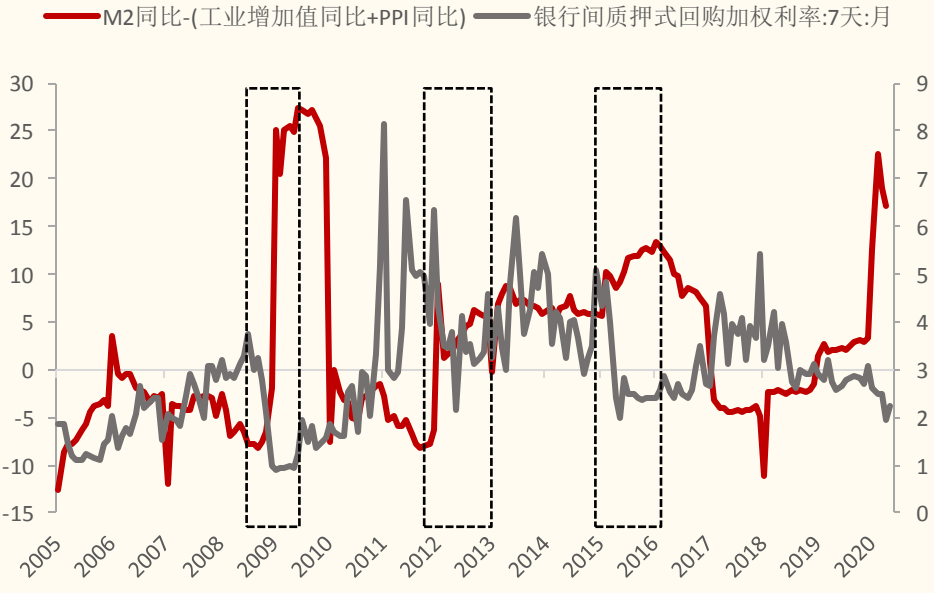


来源：*Wind*、国金证券研究所

二、宽货币和宽信用流动性组合对股票市场估值有所支撑

- **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。

图表 3：历史上宽货币和宽信用组合



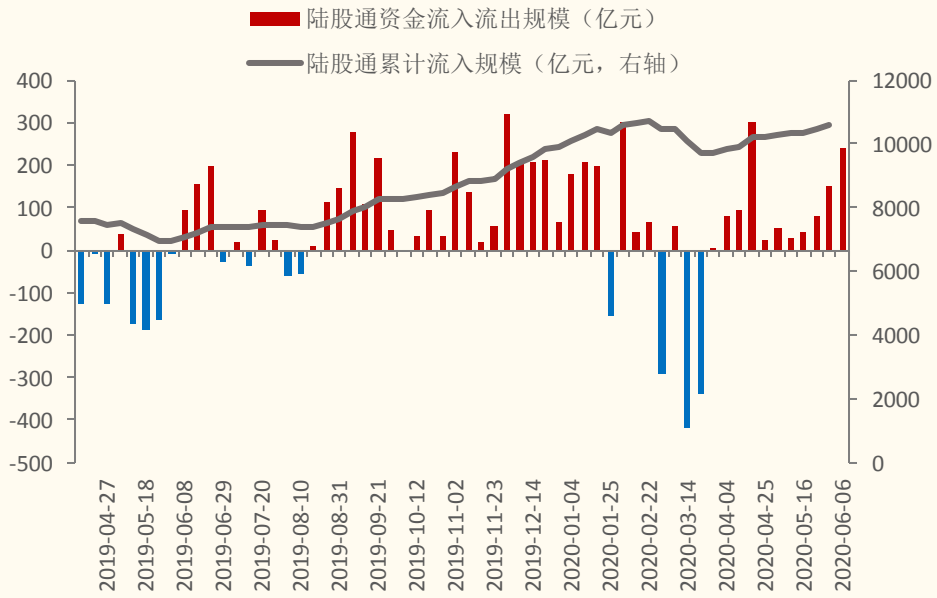
说明：工业增加值增速与 PPI 增速和近似为名义 GDP 增速

来源：Wind、国金证券研究所

三、全球流动性外溢之下，对 A 股市场保持乐观

- **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。
- **特别强调的是，全球流动性宽松将持续一段时期，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。**在美联储宽松的政策下，前期美元流动性短缺的局面得到缓解。随着市场避险情绪缓解，风险偏好的提升，全球资金将逐渐流入新兴市场。此外，流动性宽松背景下，美元贬值预期会持续加强新兴市场资金的流入。中国作为最大的新兴市场，外资回流中国将是长期趋势。
- 从北上资金的流向也可以看出，3 月份北上资金有所流出，但此后资金开始大幅度回流 A 股，尽管期间人民币有一定的贬值，但外资回流的趋势不改。**在外资持续流入的背景下，那些外资偏好的“业绩稳定的蓝筹股、A 股中海外稀缺标的”或在资金层面有所支撑。**

图表 4：北上资金持续流入 A 股



来源：Wind、国金证券研究所

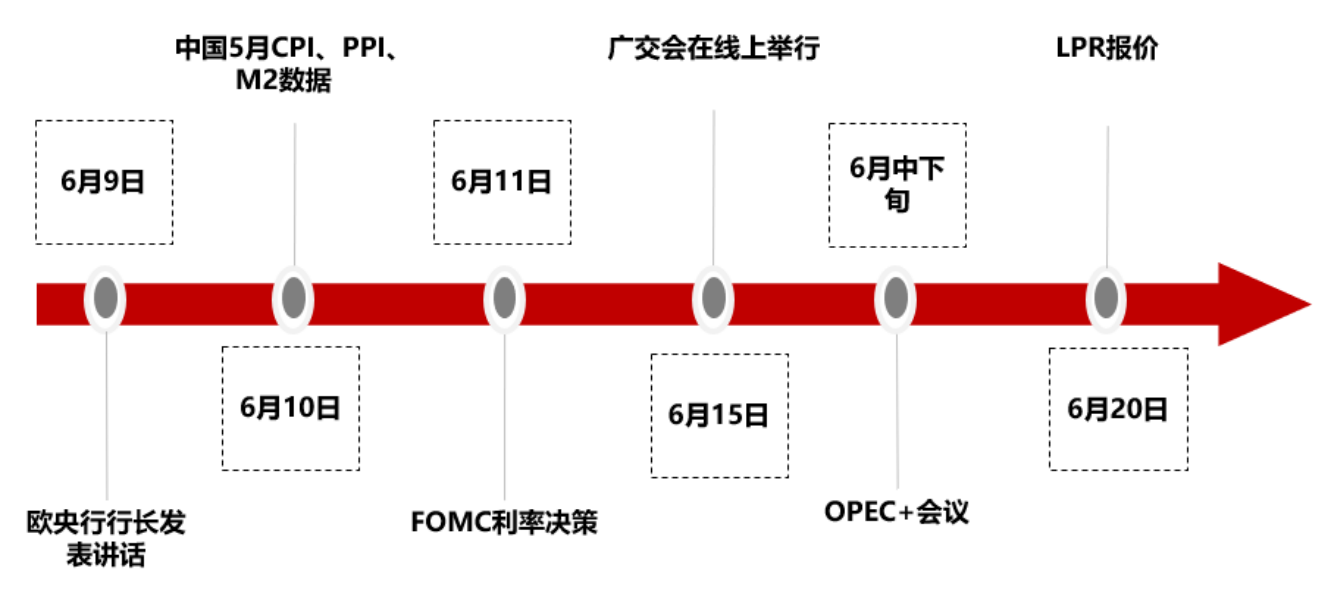
四、行业配置：内需板块确定性较高

- 今年政府工作报告中明确了政策基调是保就业和稳企业，扩大内需以保就业的诉求较强，政策发力的两大方向分别是消费回升和基建投资。在国内疫情缓和的背景下，内需行业恢复明显，特别是消费和基建产业链相关的行业。围绕内需扩张进行行业配置：左手消费，右手基建。
- **1）消费：商贸零售、休闲服务、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、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，预计去年基建投资在 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，受中美事件等外部影响较小。

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