总量研究中心

总量之声 2020 年第 9 期电话会议

会议纪要

两会前瞻及相关资产配置建议

- **宏观 边泉水：2020 年两会前瞻——有限增长与中央政府加杠杆。**预计今年两会有两点值得重点关注：一是有限增长，二是中央政府加杠杆，具体两会前瞻包括八个方面内容：第一，淡化数量目标，提出保持经济增长在合理区间的定性说法；第二，全年有限增长下更注重稳就业、保民生；第三，延续货币宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松；第四，中央政府加杠杆，预算赤字率将明显上调；第五，适当增加政府消费，发挥公共消费的带动和牵引作用；第六，“房住不炒”政策不会改变，地产政策落脚点更多集中于供给端；第七，土地要素市场改革进入实施阶段；第八，预计 2020 年经济增速 2—3%。

- **大类资产 段小乐：A股乐观变得更加确定。**首先，自上而下的方向看两个指标：一是 M2 与名义 GDP 同比增速的差值，二是股权风险溢价，这两个指标都指向 A 股比较有利的方向。然后，从 DDM 模型的角度来看，三个因子都支撑 A 股上涨；具体结构上，我们认为两条主线值得关注，一是与新老基建相关的传统周期行业，二是跟风险偏好相关的券商板块。第三，我们认为人民币汇率兑美元仍存在一定的升值压力。第四，商品方面，建议大家关注基本金属。

- **固收 张丽平：信用利差走阔，然后呢？**这一轮债券牛市，信用利差和债券收益率走势相背离，我们总结了 4 点原因：第一，货币宽松对利率债更友好；第二，信用债供给大幅增加；第三，信用债花式违约的事件频发；第四，疫情对企业影响程度不确定性较高。我们认为未来信用利差会趋于收敛，主要是出于三方面的考虑：首先，流动性持续宽松会逐步影响到信用债；第二，从需求来看，信用债相对利率债的吸引力会更高一些；第三，一季报公布之后，企业受疫情影响的情况都可以具体量化分析，对投资人来说，把握也更大一些。

- **策略 艾熊峰：临近两会，行业配置聚焦内需。**内外部环境均有利于 A 股市场，站在当前时点，我们对 A 股市场并不悲观。首先，从外部环境来看，全球流动性宽松背景下，以 A 股为代表的新兴市场将受益于全球资本的流入。其次，从 A股自身来看，当前 A股估值仍存一定性价比，后续市场风险偏好将迎来修复。行业配置建议聚焦“消费+基建”等供需两端受益的行业：1）消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等；2）基建：建材、建筑、机械等。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

张丽平 联系人
zhang_lp@gjzq.com.cn

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

一、宏观边泉水：2020 年两会前瞻——有限增长与中央政府加杠杆

总体上，预计今年两会有两点值得重点关注：一是有限增长，二是中央政府加杠杆，具体两会前瞻包括八个方面内容：

（1）增长目标：淡化数量目标，提出保持经济增长在合理区间的定性说法

疫情冲击下一季度实际 GDP 同比增速降至-6.8%，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期，2 季度开始，经济会明显复苏，趋势向上。政府工作报告可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。但是并不意味着政府不重视经济增长，而是在多方面客观条件限制下，实现 6%左右潜在增速的增长不切实际，宏观经济政策也会面临巨大压力。在 1 季度抗疫、2 季度复工和纾困的情况下，政府可能着眼于下半年经济的稳定增长，即更大力度地稳增长，比如争取下半年经济增长在 5-6%之间。今年政策目标可能保障全年有限增长下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。随着 1 季度政治局经济形势分析会议和两会的召开，宏观政策的着力点将会从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。

（2）经济目标：全年有限增长下更注重稳就业、保民生

今年政策目标预计是保障全年有限增长下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。**稳就业的重点在于建筑业、制造业和服务业，尤其需要重点扶持中小微企业。**保民生需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。稳就业的具体政策包括：第一，第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑。第二，服务业近年就业弹性不断升高，可能是 2020 年稳就业的主要战场。细分领域中对公共管理、社保卫生、计算机、金融等行业的扶持力度加大的性价比更高。第三，以发放消费券等形式稳住消费服务业。第四，重点扶持中小微企业，保证其在疫情冲击下得以生存。第五，增加研究生、本科生扩招比例，或推迟毕业，从供给端减少新增就业人数。

（3）货币政策：延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松

当前关于货币政策的宽松取向，市场预期基本一致。4 月 17 日政治局会议提出，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”，可以看到，政治局会议关于货币政策的表述与市场预期方向一致。

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。**预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将有所下调，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。预计今年全年新增社融 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升。**

（4）财政政策：中央政府加杠杆，预算赤字率将明显上调

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向下一阶段内需反补外需的经济刺激，预计全年基建增速将达到 13%左右。根据社科院数据，1Q2020 我国政府部门杠杆率为 40.5%，居民部门杠杆率为 57.7%，非金融企业部门杠杆率为 161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府部门杠杆构成来看，1Q2020 中央政府杠杆率为 17.2%，地方政府杠杆率为 23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据 BIS 数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。**总体来看，我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是本轮积极财政政策的特征。**

首先，我们预计一般财政预算赤字率将至少上调至 3.5%以上，上调至 5%的可能性也存在。当然，最终赤字率的确定还需要综合考虑主动赤字和广义财政、准财政（专项债、特别国债、PSL、国开债等）之间的平衡关系，如果后者量大，赤字率可能会低一些。**但是需要注意的是，政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但是不能相互替代，均需扩张。因此，在预算赤字明显上调的同时，广义财政以及准财政工具也将发挥积极作用。其次，预计今年地方政府专项债发行在 3.50 万亿元左右，相较于去年至少增加 1 万亿元以上。此**

外，预计今年抗疫特别国债发行可能在 1 万亿元左右，可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力。最后，预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上。

（5）公共消费：适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用

政府消费占最终消费比重接近三成，且主要集中在社会公共服务方面，政府消费的增加可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。反之，如果公共消费支出过低，即医疗、教育、养老等方面的社会公共服务支出不足，居民面临的未来不确定性风险上升，将导致预防性储蓄增加，从而不利于居民消费潜力的释放和居民消费的提升。这也是适当增加公共消费支出的重要原因，**预计公共消费将主要集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。与此同时，增加政府消费也需要扩大一般预算支出，即狭义财政也需要有所扩张。**

（6）房地产政策：“房住不炒”政策不会改变，政策落脚点更多集中于供给端

“房住不炒”的政策不会改变，4 月 17 日政治局会议也作了明确说明“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。**我们认为，房地产需求端的政策难以明显放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为 2%左右。**

（7）要素市场：土地改革进入实施阶段

土地改革是改革开放的起点，在当下全面深化改革，构建更加完善的要素市场化配置体制的举措中，作为最基本的生产要素，土地要素的市场化配置仍然是改革的重中之重。

2020 年 3 月 30 日，国务院出台关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见，土地改革进入实施阶段。其中对于推进土地要素市场化配置提出四个方面的意见，分别是健全城乡统一的建设用地市场，深化产业用地市场化配置改革，鼓励盘活存量建设用地以及完善土地管理体制。短期来看，城乡二元结构，集体建设用地入市价格及收益分配的土地问题亟待解决，长期则需要关注扩大城市土地市场化出让，产业用地多元化供给，土地管理机制及政府角色转变等方面。比如加快集体建设用地入市、探索增加混合产业用地供给、运用市场机制盘活存量土地和低效用地、明确城乡建设用地指标使用应更多由省级政府负责等。土地要素市场化改革最核心的是提高土地使用效率，通过农村集体经营性建设用地入市等扩大集体土地权利，可以增加土地供给。同时还可以盘活存量土地，推动不同产业用地类型合理转换，提高土地使用效率。**当前土地改革进入实施阶段，有助于稳定房地产投资，增加住宅供给，增加农村居民财富收入。**

（8）增长预测：预计 2020 年经济增长 2—3%

对短期经济增长的判断，其问题主要集中在两个层面上：一是疫情下海外需求的衰退程度，二是国内宏观政策刺激内需的对冲力度。**我们预计今年实际 GDP 增速为 2-3%之间，其中 Q2 为 3%，Q3-Q4 分别为 5.5%和 6.0%。**

由于中央政府加杠杆，基建投资增速将升至 13%左右。房地产方面，需求端难以放松，但为稳定经济增长，融资端可能有所放松，预计全年房地产投资为 2%左右。制造业方面，疫情影响下，海外经济增长衰退概率较大。消费方面，二季度消费难以大幅回升。

二、大类资产 段小乐：A 股乐观变得更加确定

先从整体自上而下的方向看下大类资产配置，包括两个指标：一是 M2 与名义 GDP 同比增速的差值，二是股权风险溢价，就是 PE 的倒数减去十年期国债收益率。从第一个指标来看，一季度这个指标的数值一定是最高的，一方面 M2 同比增速比较高达到了 10.1%，另一方面名义 GDP 增速最低，疫情冲击下降到-5.3%，两者差值降到了接近 15%左右的水平，这是个什么水平呢，从历史上看，接近 2009 年一季度的水平。当然，2009 年之后这个指标是继续上升的，

现在来看，后面几个季度这个指标可能会逐渐回落，这也就意味着股债双牛的这种行情可能不会在后面几个季度出现了，大类资产价格后面应该会出现分化。从第二个指标来看，A 股的性价比明显比利率债要高。如果我们用 10 年期国开债收益率来计算，股权风险溢价在 3.1%的水平，3 月 5 日的低点在 2.2%的水平，也就是股票相对债券的配置价值还是比较明显的。

然后，从 DDM 模型的角度来看下 A 股。从分子端来看，名义 GDP 是总量利润的同比指标，那么后续企业利润逐季改善的路径应该是比较确定的。尽管海外疫情对出口，国内政策对内需都会形成一定的扰动，但是方向和节奏应该是比较确定的。从分母端来看，一方面，无风险利率下行的方向也是比较确定的，尽管我们认为货币政策宽松的二阶拐点可能已经看到了，但是 LPR 利率下行方向还是确定的，只是空间和幅度可能已经相对有限；另一方面，风险偏好还存在比较大的改善空间，无论从风险溢价的指标来看，还是从路演调研的角度来看，大家对整体 A 股的看法还是相对中性。所以，**整体上看，我们对 A 股还是保持相对乐观的判断。具体结构上，我们认为两条主线值得关注，一是与新老基建相关的传统周期行业，二是跟风险偏好相关的券商板块。**

第三，我们认为人民币汇率兑美元仍存在一定的升值压力。尽管短期中美关系对人民币汇率造成的一定的扰动，但是，从基本面上看，人民币兑美元升值的压力仍未完全释放，中美名义 GDP 增速差值对汇率的领先作用后续会逐渐体现。

第四，商品方面，建议大家关注基本金属。一方面，基本金属的供给相对刚性；另一方面，需求正在从疫情冲击的悲观定价中逐渐修复，尤其是如果基建投资存下超预期可能的话，需求方面改善力度可能会超预期。对于黄金价格的判断，我们维持一年左右涨至 1900 美元/盎司的判断，但后续会涨多少，要看美联储如何退出了。

三、固收张丽平：信用利差走阔，然后呢？

因为疫情的影响，加上流动性比较宽松，从年初开始到 4 月末，无风险收益率一路下行，2 月末开始，因为无风险利率下行速度明显要快于信用债的收益率，导致信用利差被动走阔，AAA 评级在 4 月初上到了最高点 75bp，比 2 月末上了大概 46bp，AA+评级和 AA 评级是在 4 月份末上到了最高点，分别是走阔了 51bp、70bp，都到了历史高位。从各个行业的表现情况来看，钢铁、采掘这种周期性的行业走阔幅度要普遍高于其他行业，医药生物、公用事业这种受影响的程度就相对比较小。

信用利差主要是由违约风险溢价、流动性溢价、期限溢价等因素构成的，在通常的情况下，信用利差和债券收益率相关性比较高，在债券牛市的时候，宽货币和宽信用的政策影响，信用利差的流动性溢价和违约风险溢价都会有减小，信用债收益率下的速度会比无风险收益率快一些，信用利差一般都会收窄。

在这一轮债券牛市，信用利差和债券收益率走势相背离的情况比较明显，我们主要总结了 4 点原因：

第一点，货币政策宽松对利率债是更友好的，利率债主要是赚取资本利得，对资金变化更敏感一些，在流动性比较宽松的时候，利率债先下，信用债当时的价格风险补偿不足，性价比不如利率债；

第二点，信用债供给大幅增加，因为这几个月信用债的发行价格屡创新低，发行人通过债券市场融资的意愿比较强，3 月信用债的净融资额达到 8800 多亿，创造了历史新高，4 月份净融资额也是超过了 8000 亿，同样是一个高点，供给比较多也是抑制信用债收益率下行速度一个原因；

第三点，近期发生了一些信用债花式违约的事件，包括远高实业、中融新大、如意、海航的债券展期，桑德工程、瓦房、华昌这些的债券置换，对投资人会有一些情绪上的影响；

第四点，因为疫情影响，多数企业都停工停产，一季度业绩肯定是受到了很大的影响，但是 3-4 月份是财报的空窗期，具体的影响程度不好量化，投资人也会保持一个观望的态度。

从历史的情况来看，无风险收益率和信用利差出现过多次背离，包括 08 年经济危机的时候，11 年的欧债危机，14 年信用债打破刚兑，并且出现了中证登调整质押率这样的黑天鹅事件，15 年过剩产能行业大面积的违约，18 年民企、上市公司集中违约影响了违约风险溢价，19 年 5 月份包商银行被托管的事件引发了信用分层，信用债质押受到了影响，在这些事件发生的时候，无风险利率和信用利差是出现了背离的，总结来看，**主要是有三点原因，一是在经济下行的初期，加上一些利好政策，资金面比较宽松，利率债反应比信用债更敏感，无风险利率下的速度比信用债要快，就会造成无风险利率下，信用利差走阔的情况；第二个原因是如果在资金面比较宽松，无风险利率下的时候，出现了违约多发，或者超预期的信用事件，造成信用利差走阔的情况；第三个原因是债券牛市期间出现了一些黑天鹅事件导致信用债流动性受到影响，影响信用债质押的流动性，导致信用利差没有随着无风险往下走。这次的信用利差走阔和经济危机时候有一些相似的地方，主要是前两个原因。**

从历史的情况看，信用利差被动走阔之后，会存在补涨的行情，一是流动性持续的宽松也会有助于信用利差修复；二是政策的目的一般是从宽货币向宽信用传导，债券的价值会从利率债传到信用债。

针对这次的情况，对于未来一段时间内信用利差的走势，我们认为是会有收敛的，主要是出于三方面的考虑：首先，流动性持续的宽松是会逐步影响到信用债的，在经济明显企稳之前，货币政策转向的可能性比较小，信用利差处在历史高位，对投资人来说是有一定吸引力的；**第二个原因，**每年在企业年报和一季报公布之后的 5、6 月份，发行人需要更新债券发行的材料，往往会有一段债券供给的空窗期，但是**从需求来看，目前信用债相对利率债的吸引力会更高一些**，供需格局的变化也会影响到信用债收益率下降的速度；最后**第三点**，目前年报**一季报公布之后，企业受疫情影响的情况都可以具体量化分析，对投资人来说，把握也更大一些。**

四、策略 艾熊峰：临近两会，行业配置聚焦内需

内外部环境均有利于 A 股市场，站在当前时点，我们对 A 股市场并不悲观。首先，从外部环境来看，全球流动性宽松背景下，以 A 股为代表的新兴市场将受益于全球资本的流入。从历史来看，每一轮的全球流动性宽松，新兴市场相对发达市场将持续受益于全球资本的流入以及弱势美元。A 股作为全球最大的新兴市场，在本轮全球流动性宽松下，将持续受益于外资的流入。从近期北上资金的流动我们也可以清晰看出，在经历了此前美元流动性短缺下外资的流出后，随着疫情缓和，外资正逐步回流 A 股。**其次，从 A 股自身来看，当前 A 股估值仍存一定性价比，后续市场风险偏好将迎来修复。**从股票风险溢价来看，当前 A 股股票风险溢价仍处在比较高的位置，也就是在疫情冲击下，当前市场风险偏好并不高，后续存在风险偏好修复的机会。

行业配置建议聚焦“消费+基建”等供需两端受益的行业：

1）消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等。疫情对消费类行业冲击较大，随着疫情缓和以及消费回补政策的刺激，行业将逐步走出低谷，客流量回升和消费意愿度提升将促进相关行业景气复苏。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。需求端方面，基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，预计在两会召开后，政策目标落地后，基建投资或将明显提速，建材、建筑和机械等基建相关的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。

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