总量研究中心

总量之声 2020 年第 6 期电话会议

会议纪要

财政赤字、中观看债与美股和 A 股观点如何？

- **宏观 边泉水：赤字率来自被动上升还是主动上调？第一，财政具有自动稳定器属性，经济下行将导致赤字率被动上升。**2020 年经济增长下行可能导致财政收入减少 0.76 万亿，财政收入同比至少下行 4 个百分点；财政支出相对刚性，同比可能保持不变甚至小幅上升。赤字率将被动上升至少 0.73 个百分点。**第二，重大疫情冲击下，财政需要主动作为，通过内需补外需。**海外疫情爆发且管控相对迟缓，可能影响我国第二、三季度经济增长，需要实施积极的财政政策主动扩大内需，以对冲外需下行的影响。主动赤字率将至少上调 0.3 个百分点。**第三，预计 2020 年一般财政预算赤字率可能定在 4%-5%之间。第四，为保证下半年 6%的经济增速目标，广义财政应发挥更加重要的作用。**

- **海外 段小乐：美股见底了吗？我们认为，美股底部已经出现的概率较高；但从策略的角度来看，当前的市场对应的是空单平仓，多单建仓或许仍需要等待。**第一，从整体上看，波动率下降和流动性抛售结束，意味着美股最恐慌的阶段已经过去了。第二，从基本面上看，市场对分子端企业盈利已经有所定价，无风险利率不存在上行风险，风险溢价有所回落。第三，但美股未来的上行空间仍受限。

- **固收 吴海峰：中观看债，哪些有压力？**根据我们从经营活动、投资活动、筹资活动、自由现金流和非受限货币资金五个维度对现金流状况的评分结果；**2019 年样本行业多数处于行业景气度第三阶段，包括电气设备、房地产、纺织服装、公用事业、国防军工、机械设备等行业，安全边际相对高，处于第一阶段的电子、钢铁、化工、轻工制造、商业贸易、休闲服务和有色金属行业，以及处于第二阶段的建筑材料、食品饮料、医药生物及综合行业的景气度相对较低，需关注其现金流风险。对于处于第四阶段的采掘、传媒行业因投资支出较大或外部融资规模逐年减少，现金流风险增大，预计景气度将下行至第一阶段。**

- **策略 李立峰：疫情之下如何看 2020 年 A 股企业盈利？我们使用了两个预测模型来对 2020 年 A 股盈利增速进行预测，**模型 1 是使用工业增加值、PPI 来对非金融 A 股营收增速、净利润率进行拟合并预测，进而得到净利润增速的预测值；模型 2 是根据全 A 净利润占名义 GDP 比例并结合名义 GDP 预测值来对 A 股盈利增速进行预测。**模型 1 预测得出 2020 年中性情况下，全 A、全 A（非金融）净利润增速分别为-2.08%、-7.10%；模型 2 预测得出 2020 年中性情况下，全 A、全 A（非金融）净利润增速分别为-0.59%、-3.93%。预计 2020 年全 A 净利润增速为-2.08%至-0.59%，全 A（非金融）净利润增速为-7.10%至-3.93%。**

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

吴海峰 联系人
wuhaifeng@gjzq.com.cn

李立峰 分析师 SAC 执业编号：S1130515040001
lilifeng@gjzq.com.cn

一、宏观边泉水：赤字率来自被动上升还是主动上调？

前期政治局会议已明确提出今年赤字率将会上调，但具体能到多少仍然不够清晰。我们认为财政赤字应分两个部分来看：一部分是由于经济下行导致的赤字率被动上升，是财政政策的自动稳定器属性；另一部分是财政扩张刺激经济增长带来的主动赤字。在海外疫情冲击外需的背景下，我国政策将由第一阶段疫情相关的救助政策转向第二阶段内需反补外需的经济刺激政策，而这更多体现在财政政策关于赤字率和广义财政的定调上。

第一，财政具有自动稳定器属性，经济下行将导致赤字率被动上升。

财政的自动稳定器作用体现在两个方面：一是税收与经济周期同向变化，且弹性更大，对经济周期起着抑制过热或缓解衰退的作用；二是转移支付与经济周期反向变化，能够影响居民可支配收入，进而稳定消费和需求。

从历史看，财政收入对经济增长的敏感度较高，而支出保持相对刚性，因此经济下行往往出现赤字率增大，印证了财政政策的逆周期性和稳定器属性。这其中除了自动稳定器的解释外，还有部分原因在于政策的主动扩张和逆周期调节，也就是，经济下行压力加大背景下，政府往往在支出端出台政策刺激需求，对冲部分经济下行压力，同时收入端减税降费、激发企业和市场活力。

粗略估算，2020 年经济增长下行可能导致财政收入减少 0.76 万亿，财政收入同比至少下行 4 个百分点；而财政支出相对刚性，同比可能保持不变甚至小幅上升。财政政策发挥自动稳定器的功能，带来赤字率被动上升至少 0.73 个百分点。

第二，重大疫情冲击下，财政需要主动作为，通过内需补外需。

历史看，无论是 2008 年金融危机还是 1998 年亚洲金融危机，我国财政政策均主动出手拉动需求增长。1998-2000 年，狭义赤字率由 1.1%升至 2.5%；2008-2009 年，赤字率由 0.4%升至 2.2%。

海外疫情爆发且管控相对迟缓，可能影响我国第二、三季度经济增长，需要实施积极的财政政策主动扩大内需，以对冲外需下行的影响。政策应从第一阶段疫情相关的救助政策转向第二阶段内需反补外需的经济刺激政策，例如基建等刺激需求的政策应主动作为。

第三，预计 2020 年一般财政预算赤字率可能定在 4%-5%之间。

从被动赤字角度看，由于经济增长下行导致赤字率被动上升。粗略估算，被动赤字的量将达到 0.76 万亿，赤字率升高 0.73 个百分点，所以仅被动赤字将使得 2020 年赤字率由 2.8%升至 3.6%。从主动赤字的角度看，收入端上，预计全年一般财政中减税降费规模 3000 亿以上，带来主动赤字率上调 0.3 个百分点；支出端上，除了疫情相关的财政支出外，还有对于消费、服务业、基础设施建设、就业和民生等领域的主动财政支出，这一部分更多可能由广义财政支出来承担。

我们预计，2020 年一般财政预算赤字率可能在 4%-5%之间，即在原来 2.8%的基础上，被动赤字率至少上调 0.73 个百分点，主动赤字率至少上调 0.3 个百分点，最终落在 4%-5%之间。当然，最终赤字率定在多少具体需要考虑主动赤字和广义财政（专项债、PSL、特别国债、国开债等）之间的平衡关系。如果后者量大，则赤字率可以低一些。

第四，为保证下半年 6%的经济增速目标，广义财政应发挥更加重要的作用。

如果说下半年经济增长希望保持在 6%左右的增速水平，那么仍需要财政货币政策发力。考虑到调整一般赤字率的空间受到被动赤字的挤压，影响相对有限，更重要的是广义财政扩张的力度。预计几个重要的广义财政工具，如地方政府专项债、特别国债、PSL，将分别发行 3.5 万亿、1 万亿以上以及 6000 亿以上。

二、海外段小乐：美股见底了吗？

从当前的疫情形势以及美联储和美国政府的应对来看，我们认为，美股底部已经出现的概率较高；但从策略的角度来看，当前的市场对应的是空单平仓，多单建仓或许仍需要等待。

第一，从整体上看，波动率下降和流动性抛售结束，意味着美股最恐慌的阶段已经过去了。前期我们重点关注的波动率指标 VIX 指数，已经跌至 30-40 的水平（较最高值 80%已经下跌 50%）；并且最近出现美股和波动率指数一起下跌的现象较多。波动率降下来意味着市场最恐慌的时点已经过去了。还有一点，最近美国的 Libor-OIS 利差有所下降，垃圾债信用利差也有所回落（尤其是美联储在上周宣布直接购买垃圾债之后），这些指标的下降意味着美国的流动性风险和信用风险都有所下降。综合来看，美股最恐慌的阶段已经过去，后续进入基本面定价阶段比较确定。

第二，从基本面上看，市场对分子端企业盈利已经有所定价，无风险利率不存在上行风险，风险溢价有所回落。分子端来看，我们可以用美国名义 GDP 增速来衡量美股的企业盈利。市场当前对美国 2 季度实际 GDP 增速的定价大概在-10%到-20%之间，以及疫情对经济的冲击仅限于 2 季度（下半年美国经济将明显恢复）；那么，如果最终数据接近这个区间，并且美国经济能够从下半年开始恢复，那么市场创新低的概率就不高。分母端来看，虽然受美联储会否加码宽松，引导美债收益率下行不确定，但是美债收益率短期并不存在大幅的上行风险；而风险溢价也从 3 月 23 日最高的 5.6%回落到最近的 4.4%。而且，后续如果不再发生流动性恐慌抛售和疫情大幅超预期得差的情形的话，流动性溢价应该不至于再次攀升到前期高点的水平。综合三个因素来看，美股底部出现的概率较高。

第三，但美股未来的上行空间仍受限。未来看，一方面，美国疫情的发展仍存在较高的不确定性，疫情对经济的冲击、尤其长期影响不确定性更高，在这些不确定性的约束下，风险溢价回落的幅度相对有限；另一方面，下半年仍存在较多的风险点。两个风险点值得关注，一是美国总统大选带来的政治风险，二是全球不同国家之间的竞争风险（例如中美关系等）。在这些不确定性和风险的约束下，预计美股的上行空间也相对有限。

三、固收吴海峰：中观看债，哪些有压力？

目前，已经披露 2019 年年报的上市公司数量占比已经超过 20%，我们以已披露年报的上市公司为样本，统计了各行业 2019 年在盈利能力、偿债能力和现金流状况三方面的表现，再结合我们之前的研究结果对样本各行业所处的景气度阶段进行了划分，并结合景气度与现金流打分情况，从中观层面对样本各行业现金流风险情况进行了一个粗略的判断。

首先，看下盈利、偿债和现金流情况。

盈利能力方面，2019 年各行业营收增速整体同比放缓，增速较高的行业包括传媒、房地产和农林牧渔行业，农林牧渔行业营收增速超过 20%，房地产行业增速 30%，传媒行业增速超过 40%；增速较低的包括化工、通信和轻工制造行业，同比增速低于 5%；各行业的营业利润率较上年同比回落，房地产、建筑材料行业营业利润率较高，接近 20%，建筑装饰和有色金属行业的营业利润率较低，均低于 5%；

偿债能力方面，2019 年各行业负债规模整体同比稳定，房地产、建筑装饰和公用事业行业资产负债率较高，债务负担较重，农林牧渔、食品饮料和纺织服装行业资产负债率水平相对较低；长期偿债能力方面，食品饮料和传媒行业长期偿债能力指标表现较好，“EBITDA/带息债务”指标大于 1，公用事业、建筑装饰和休闲服务行业长期偿债能力相对一般；短期偿债能力方面，食品饮料、传媒、纺织服装、医药生物和房地产行业短期偿债能力较强，“非受限货币资金/短期债务”指标值均大于 1，钢铁、有色金属、化工、公用事业和轻工制造行业短期偿债能力表现较弱；

现金流状况方面，2019 年各行业现金流以改善为主，建筑装饰、房地产行业 2019 年经营活动净现金流改善明显，采掘、商业贸易和钢铁行业经营活动净现金流则有一定幅度的下降；从资金缺口角度看，2019 年仅通信、休闲服务行业无现金流缺口，传媒、钢铁、建筑材料、房地产和建筑装饰行业现金流缺口较大；从各行业筹资活动产生的净现金流变动来看，2019 年采掘、通信、化工、休闲服务和农林牧渔等行业平均筹资活动产生的净现金流有所改善，建筑装饰、公用事业、建筑材料、交通运输和房地产等行业平均筹资活动产生的现金流净额有所下降，其中房地产行业受融资政策约束，外部融资规模下降明显；

第二，判断下行业景气度。

我们根据经营活动现金流、投资活动现金流和现金流缺口对各行业 2019 年所处的景气度阶段进行划分；引用我们在《哪些行业更安全？》报告中根据经营环境、现金流状况、偿债压力等因素我们将行业景气度划分四个阶段，其中第一阶段的特点是行业景气度下降，由于经营活动现金流无法支撑投资支出和债务偿还，债务被动上升；第二阶段因各企业调整生产投资支出战略，减少投资扩产支出，现金流缺口缓解，但偿债压力仍维持高位；第三阶段景气度复苏，经营活动现金流有所好转，而投资补库活动仍处于低位，现金流缺口较小乃至消失，各企业均主动降杠杆；第四阶段各企业再次调整投资支出战略，主动扩产能导致投资支出增加，现金流缺口开始增大，景气度下降，偿债风险上升；

根据我们的判断结果，与同样本 2018 年末行业景气度阶段相比，2018 年处于景气度第四阶段的部分行业向 2019 年第一、第二阶段迁移，以致 2019 年处于景气度第二、第三阶段的行业数量上升，处于第四景气度阶段的行业数则同比下降。处于第一阶段的行业经营活动产生的现金流净额减少而投资性现金流出增加，行业中资质偏弱的主体短期流动性承压；与之相对，处于第三景气度阶段的行业经营活动产生的现金流净额增加的同时现金流缺口减小，现金流状况及偿债能力改善。

最后，综合我们的判断框架，得出整体结论。

根据我们从经营活动、投资活动、筹资活动、自由现金流和非受限货币资金五个维度对现金流状况的评分结果；**2019 年样本行业多数处于行业景气度第三阶段，包括电气设备、房地产、纺织服装、公用事业、国防军工、机械设备等行业，安全边际相对高，处于第一阶段的电子、钢铁、化工、轻工制造、商业贸易、休闲服务和有色金属行业，以及处于第二阶段的建筑材料、食品饮料、医药生物及综合行业的景气度相对较低，需关注其现金流风险。对于处于第四阶段的采掘、传媒行业因投资支出较大或外部融资规模逐年减少，现金流风险增大，预计景气度将下行至第一阶段。**

四、策略 李立峰：疫情之下如何看 2020 年 A 股企业盈利？

新冠疫情从 1 月中下旬在我国开始快速扩散，全国范围内停工、停产，人员区域流动被严格限制，导致 1 月底至 3 月初我国国内投资、生产、消费处于几乎冻结的状态。尽管 3 月复工复产快速推进，国内经济开始逐渐恢复，但仍然难以弥补前两月疫情冲击下的缺口，一季度国内经济增速大概率为负。

定性来看，一季度国内经济活动停滞将导致 A 股业绩增速大幅下行；二季度逆周期政策开始发力，但外需断崖式下行对出口造成拖累，由于内需仍是主导，总体上二季度 A 股业绩增速将好于一季度；三季度海外疫情可能已经在一定程度上得到控制，全球性的刺激政策共振下，外需也开始逐步恢复，A 股业绩增速进一步回升；但由于疫情影响，包括商誉减值在内的资产减值规模将明显增长，并反映在年报当中，导致年报业绩增速再度回落。

我们使用了两个预测模型来对 2020 年 A 股盈利增速进行预测，模型 1 是使用工业增加值、PPI 来对非金融 A 股营收增速、净利润率进行拟合并预测，进而得到净利润增速的预测值；模型 2 是根据全 A 净利润占名义 GDP 比例并结合名义 GDP 预测值来对 A 股盈利增速进行预测。**模型 1 预测得出 2020 年中性情况下，全 A、全 A（非金融）净利润增速分别为-2.08%、-7.10%；模型 2 预测得出 2020 年中性情况下，全 A、全 A（非金融）净利润增速分别为-0.59%、-3.93%。**两个模型预测结果总体较为接近。

预计 2020 年全 A 净利润增速为-2.08%至-0.59%，全 A（非金融）净利润增速为-7.10%至-3.93%。

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