

**【宏观专题】**

# 三个细节看当下宏观——思想汇·第八期

## ❖ 一、金融领域：需要关注脱实向虚的重燃

目前脱实向虚和金融杠杆的个别衡量指标已经突破历史极值位：

**脱实向虚而言**，三月下旬 AA 一年期中短期票据利率（3.2%）相对一年期理财收益率（3.8%）出现倒挂且仍在加剧中，倒挂幅度已堪比 2015 年最深处。企业发债买理财已经有了确定性的套利空间，且套利空间仍在扩大中。

**金融杠杆而言**，三月下旬以来，随着超低短端资金利率的出现（低到 1% 以下），以隔夜回购交易量占比衡量的债市加杠杆行为已经创了历史新高。表明债市加杠杆成为了其主要的交易策略，而非资质下沉与加久期。

以上二者都表明，货币政策需面对的金融环境已经复杂化。三月中旬之前，货币政策的任务是“救死扶伤”，避免经济出现休克、流动性危机甚至金融危机，因此可以不顾一切的“宽松”。但当下环境已经发生变化，货币政策需要在控制脱实向虚、继续降低融资成本以及系统性杠杆的稳健性之间取得平衡。2015-2016 脱实向虚的后果直到今日仍未完全处理好，当年的一些疯狂行为仍历历在目，因此，央行需要做好全社会的宽松预期的管理和引导。

## ❖ 二、投资领域：固定资产投资规模的核减可能造成基建增速超预期

**基建投资 2020 年的同比增速=2020 年基建增量投资/2019 年基建投资规模。**分子明确加码，预计 2020 年新增基建投资资金有望达到 2-4 万亿（专项债 3.5 万亿左右，70% 用于基建；特别国债 5000-8000 亿用于基建）。

分子虽有分歧，但至少清晰，目前的关键在于分母的不清晰。目前整个资本市场都在用 18 万亿来代表 2019 年基建投资规模，但 2018、2019 连续两年统计局都停止公布了行业投资规模细项，只公布同比增速，这个数据是根据 2017 年最后一次公布的投资规模乘以两年同比推算出来的。但连续两年最大的统计环境就是挤水分（即核减），**基建核减掉了多少？这一点我们并不清楚。**

**这个细节有什么影响？**其实对 2019 年基建投资规模核减了，同比增速必然要高，但是二者相乘才是对于经济的拉动，这一点可能变化不大。但如果因为分母核减，而出现了超预期的基建增速，可能对社会预期的引导有偏差，相关部门和学者应该提早吹风和解释，避免不必要的舆论波动和资本市场波动。

## ❖ 三、跨境资本领域：当下跨境资本平稳的重要缓冲池是禁止出境游带来的

疫情发生后，跨境资本流动方面获得了一个“意外”的缓冲池——由于暂停出境游所带来的旅行逆差缩窄达 600 亿美金/季。这是疫情严重但是我国一季度整体跨境资本、结售汇以及外储大体平稳的重要原因之一，同时也是三月上旬全球离岸美元流动性危机的时候人民币相对贬的幅度最少的重要原因之一。

因此，对于出境游的放开或停止，这并不单单是一个文旅部的事情，这对金融市场也有重要影响，有两种考虑。1、求稳。在海内外经济和资本市场动荡完全消退之前，虽然所有的疫情管控措施都将随着疫情缓和而逐步放开，但最稳健的做法是最后放开出境游，这样为国内争取跨境资本平稳的时间稍长一些。2、尊重规律。如果疫情早已消退但最后很迟才放开出境游，很可能造成出境游的报复性反弹，从而加大的前后一个季度的资本波动，可能达到千亿美金幅度，因此出境游的放开不应太迟。

## ❖ 四、未来一个月，两大关注点

**第一，5 月 22 日的两会定调以及重要的逆周期参数的确定。**目前的市场预期赤字率 3.3%-3.5% 左右、专项债 3.5-3.6 万亿左右，特别国债预期分歧较大，赤字率和专项债如跳出预期区间将产生预期差效应，特别国债主要是预期落地；

**第二，6 月中美第一阶段贸易协议 review 释放的中美关系信号，如能展期和结构变化都算是非常难得的情绪利好；如不然，恐有表态上的情绪利空。**弱市之中更关注利空，因此下半年仍有风险偏好受中美关系压制的担忧。

## ❖ 风险提示：

海外疫情失控，逆周期调控不及预期。

### 华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

### 相关研究报告

《【华创宏观】当下海外问题的交流看法——疫世界资产观系列四》

2020-03-19

《【华创宏观】经济与资产这道多元方程如何求解？——3 月经济数据点评》

2020-04-17

《【华创宏观】拨备覆盖率下调意味着什么？——疫世界资产观系列九》

2020-04-23

《【华创宏观】2019 年为境内外证券投资的大进大出年——2020 年跨境资本季度跟踪第 2 期》

2020-05-05

## 投资主题

### 报告亮点

从三个细节入手把握宏观全局，重点提示金融、投资与跨境资本的三大领域的关注点：金融领域提示脱实向虚和金融杠杆的个别衡量指标已突破极值位；投资领域提示固定资产投资规模的核减可能造成基建增速超预期；跨境资本领域提示由于暂停出境游带来重要缓冲池。

### 投资逻辑

就三个细节分别给出政策建议，并提示未来一个月国内外的两大关注点。脱实向虚和金融杠杆的个别衡量指标已突破极值位，显示货币政策需面对的金融环境已经复杂化，需要在控制脱实向虚、继续降低融资成本以及系统性杠杆的稳健性之间取得平衡，央行需要做好全社会的宽松预期的管理和引导；固定资产投资规模的核减可能造成基建增速超预期，如果因为分母核减，而出现了超预期的基建增速，可能对社会预期的引导有偏差，相关部门和学者应该提早吹风和解释，避免不必要的舆论波动和资本市场波动；跨境资本领域由于暂停出境游带来重要缓冲池，因此对于出境游的放开或停止，并不单是文旅部的事情，对金融市场也有重要影响，具体有求稳和尊重规律两种考虑。最后站在当下时点，未来一个月国内重点关注 5 月 22 日的两会定调以及重要的逆周期参数的确定，海外重点关注 6 月中美第一阶段贸易协议 review 释放的中美关系信号。

# 目 录

一、金融领域：需要关注脱实向虚的重燃.....	5
二、投资领域：固定资产投资规模的核减可能造成基建增速超预期.....	5
三、跨境资本领域：当下跨境资本平稳的重要缓冲池是禁止出境游带来的 .....	6
四、未来一个月，两大关注点.....	6

# 图表目录

图表 1	AA 一年期中短期票据利率再次相对一年期理财收益率倒挂 .....	5
图表 2	以隔夜回购交易量占比衡量的债市加杠杆行为已创历史新高 .....	5

## 一、金融领域：需要关注脱实向虚的重燃

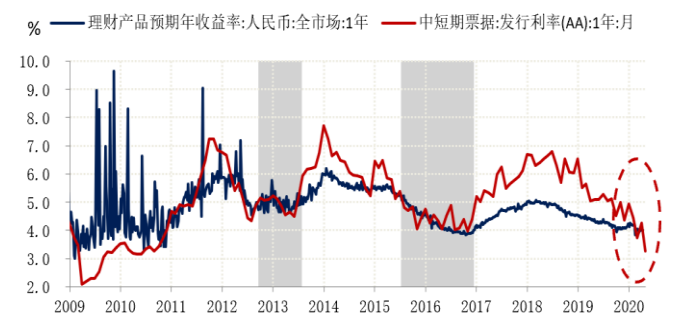
特别需要提示的是目前脱实向虚和金融杠杆的个别衡量指标已经突破历史极值位：

脱实向虚而言，三月下旬 AA 一年期中短期票据利率（3.2%）相对一年期理财收益率（3.8%）出现倒挂且仍在加剧中，倒挂幅度已堪比 2015 年最深处。也就是说企业发债买理财（同期限，根本没有期限错配风险）已经有了确定性的套利空间，且套利空间仍在扩大中。

金融杠杆而言，三月下旬以来，随着超低短端资金利率的出现（低到 1% 以下），通过隔夜回购交易量占全部回购交易量比例所衡量的债市加杠杆行为已经创了历史新高。表明债市加杠杆成为了其主要的交易策略，而非资质下沉与加久期。

以上二者都表明，货币政策需面对的金融环境已经复杂化。三月中旬之前，货币政策的任务是“救死扶伤”，避免经济出现休克、流动性危机甚至金融危机，因此可以不顾一切的“宽松”。但是当下的环境已经发生变化，货币政策需要在控制脱实向虚、继续降低融资成本以及系统性杠杆的稳健性之间取得平衡。2015-2016 脱实向虚的后果直到今日仍未完全处理好，当年的一些疯狂行为仍历历在目，因此，央行需要做好全社会的宽松预期的管理和引导。

图表 1 AA 一年期中短期票据利率再次相对一年期理财收益率倒挂



资料来源：WIND，华创证券

图表 2 以隔夜回购交易量占比衡量的债市加杠杆行为已创历史新高



资料来源：WIND，华创证券

## 二、投资领域：固定资产投资规模的核减可能造成基建增速超预期

基建投资 2020 年的同比增速=2020 年基建增量投资/2019 年基建投资规模。在这个公式中，分子是明确加码的，预计 2020 年新增基建投资资金有望达到 2-4 万亿（专项债 3.5 万亿左右，70% 用于基建；特别国债 5000-8000 亿用于基建），分子虽有分歧，但至少是清晰的，目前的关键在于分母的不清晰。目前整个资本市场都在用 18 万亿这个数据来代表 2019 年基建投资规模，但是 2018、2019 年连续两年统计局都停止公布了行业投资规模细项，只公布同比增速，这个数据是根据 2017 年最后一次公布的投资规模乘以两年同比推算出来的。

但是 2018、2019 年连续两年最大的统计环境就是挤水分（即核减）。按 2017 年固定资产规模 63 万亿，2018 年 5.9% 的增速，2019 年 5.4% 的增速，2019 年固定资产投资规模应该为 70.5 万亿，但是实际公布仅为 55.1 万亿，也就是固定资产投资总计核减掉了 15 万亿，那么基建核减掉了多少？这一点我们并不清楚。

这个细节有什么影响？其实对 2019 年基建投资规模核减了（它占 GDP 权重就低了），同比增速必然要高（一样的增量资金分子，分母变小了），但是二者相乘才是对于经济的拉动，这一点可能变化不大。但是值得注意的是，全社会和舆论对此并不会了解这么详细，如果因为分母核减，而出现了一个超预期比如 20% 左右的基建增速，这可能会对社会预期的引导有偏差，相关部门和学者应该提早吹风和解释，避免不必要的舆论波动和资本市场波动。



### 三、跨境资本领域：当下跨境资本平稳的重要缓冲池是禁止出境游带来的

疫情发生后，跨境资本流动方面获得了一个“意外”的缓冲池——由于暂停出境游所带来的旅行逆差缩窄达 600 亿美元/季。

中国的服务逆差每个季度近 800 亿美元，其中最大的一部分就是旅行逆差 600 亿美元，（即中国人出去旅游所花在国外的钱，本质是资本流出），出境游的暂停等于每个季度额外多了一个资本缓冲池（600 亿\*7 约等于 4000 亿人民币左右），这是疫情严重但是我国一季度整体跨境资本、结售汇以及外储大体平稳的重要原因之一，同时也是三月上旬全球离岸美元流动性危机的时候人民币相对贬的幅度最少的重要原因之一（正常时期，外汇储备的季度波动大概就是 200-400 亿美元；2019 年外资史诗级大幅增持中国资本市场，平均一个季度流入 600 亿美元左右；因此可知 600 亿美元体量不小）。

因此，对于出境游的放开或停止，这并不单单是一个文旅部的事情，这对金融市场也有重要影响，有两种考虑。

**1、求稳。**在海内外经济和资本市场动荡完全消退之前，虽然所有的疫情管控措施都将随着疫情缓和而逐步放开，但最稳健的做法是最后放开出境游，这样为国内争取跨境资本平稳的时间稍长一些。

**2、尊重规律。**另外一个视角，如果疫情早已消退但最后很迟才放开出境游，很可能造成出境游的报复性反弹，从而加大的前后一个季度的资本波动，可能达到千亿美金幅度，因此出境游的放开不应太迟。

政策到底选择哪一种，需要综合评估当时的国内外金融环境，但无论如何，出境游放开已经不是简单旅游行业的事了，需要纳入金融考量。

### 四、未来一个月，两大关注点

**第一，5 月 22 日的两会定调以及重要的逆周期参数的确定。**目前的市场预期比较清晰的是赤字率 3.3%-3.5% 左右、专项债 3.5-3.6 万亿左右，特别国债的预期分歧较大，赤字率和专项债的数字如跳出预期区间将会产生预期差效应，特别国债主要是预期落地；

**第二，6 月中美第一阶段贸易协议 review 释放的中美关系信号，如能展期和结构变化（两年增加 2000 亿美元进口总量不变，但今年少买一些，明年多买一些）都算是非常难得的情绪利好；如不然，恐有表态上的情绪利空。**基于今年美国大选+疫情冲击经济的交织背景下，特朗普可能的做法是在贸易协议上积极推进（做的好的需要成绩单——稳定经济外需同时获得中美两年谈判的阶段成果来助力大选），同时疫情问题上对华施压不断（做的不好的需要撇责——民粹主义下的政治泄压和撇责动能增强），弱市之中更关注利空，因此下半年仍有风险偏好受中美关系压制的担忧。

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500