

放水养鱼：预计全年新增社融 32—35 万亿元

引言：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。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，人民币资产吸引力提升。

一、今年货币“量”的宽松将非常明显，预计全年新增社融 32-35 万亿元

- **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（参见我们在 5 月 25 日报告《广义财政扩张对货币宽松的诉求更高》）。**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，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，货币“量”的宽松也将非常明显。
- **预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。**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《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。

二、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

- 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。
- 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。

三、对市场的意义：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

- **股市：A 股向上方向确定。**流动性充裕使得市场结构性特征更加明显；其次，当前 A 股风险溢价处于高位，随着经济复苏预期逐步加强，风险溢价也将有所回落，支撑 A 股整体估值；最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也对 A 股形成支撑。
- **债市：长端收益率上行风险加大，短端收益率下行空间有限。**疫情对国内外经济、市场冲击最严重的时候均已过去，叠加海外经济活动逐步开放，以及货币、财政大规模的刺激，经济复苏方向是明确的，但力度、节奏可能存在不确定。因此，长端利率上行风险加大；如果经济复苏明显超预期，10 年期国债存在阶段性升至 3%的可能。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，短端利率下行仍有空间但相对有限。

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
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

引言

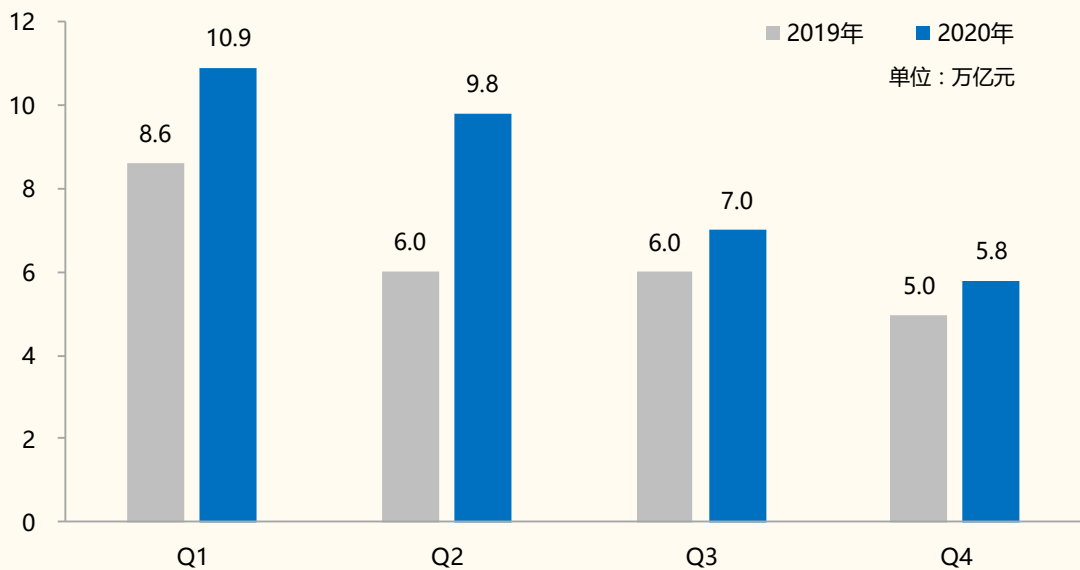
今年狭义财政（预算）扩张力度相对有限，但实际赤字、广义赤字仍将明显扩张。在这样的背景下，货币政策需要保持宽松，特别是“量”的宽松更加明显。我们预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。资本市场的流动性充裕，人民币资产吸引力提升。

一、今年货币“量”的宽松将非常明显，预计全年新增社融 32-35 万亿元

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（参见我们在 5 月 25 日报告《广义财政扩张对货币宽松的诉求更高》）。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。

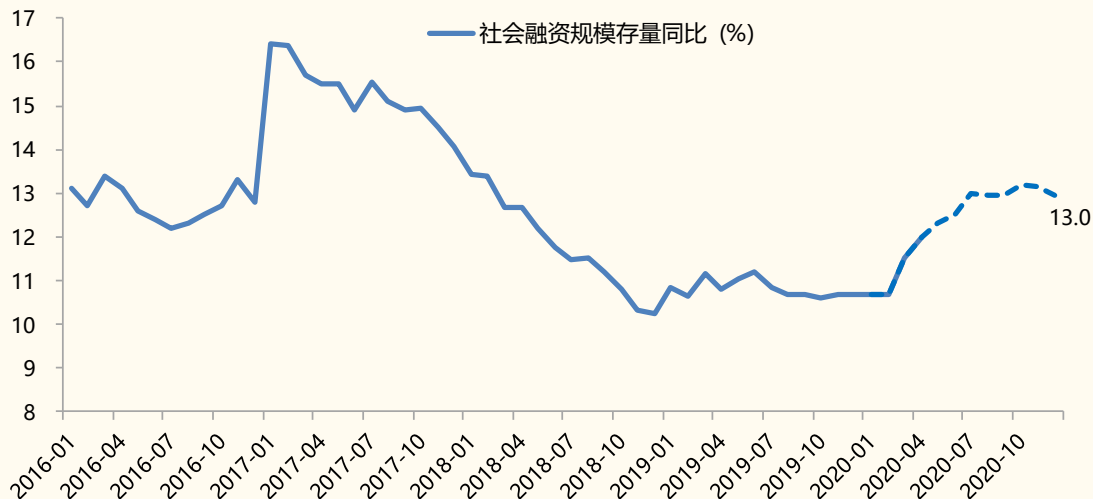
预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72% 下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，与此前财政、货币扩张时期不同的是，当前政策引导下货币“量”的扩张非常明显。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）。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），全年社融存量增速 13%左右，相对去年明显提升。

图表 1: 今年新增社融相对去年将大幅增加



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 预计全年社融存量增速 13%，相对去年明显提升



来源: Wind, 国金证券研究所

二、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

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。疫情发生以来，我国货币政策非常宽松，财政政策的发力点也在由前期的“救助”转向“内需反补外需”。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。总体来看，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，趋势向上。虽然1Q经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计2季度经济增长3%左右，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将是在二季度。可以看到，在广义财政、货币量的扩张支持下，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。

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。疫情发生以来，全球央行货币政策大幅宽松，主要央行资产负债表迅速扩张。美联储在迅速降息至零以后，启动一系列资产购买和贷款计划，资产负债表规模从 4.2 万亿美元扩张至 7.0 万亿美元，并且将进一步扩张；欧央行资产负债表规模从 4.7 万亿欧元扩张至 5.5 万亿欧元，日本央行资产负债表规模从 580 万亿日元扩张至 631 万亿日元。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，人民币资产吸引力提升。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，当前中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，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。

三、对股债的看法：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

（1）股市：流动性宽松、风险偏好提升、企业盈利改善三大因素合力支撑 A 股上行

A 股风险溢价处于高位，随着经济复苏预期逐步强化，风险偏好改善支撑 A 股估值。近期主要在中美关系、华为被制裁、疫情对内外需影响，未来不确定性较大对 A 股造成影响。但当前 A 股风险溢价处于高位，未来预计随经济复苏逐步回落。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。

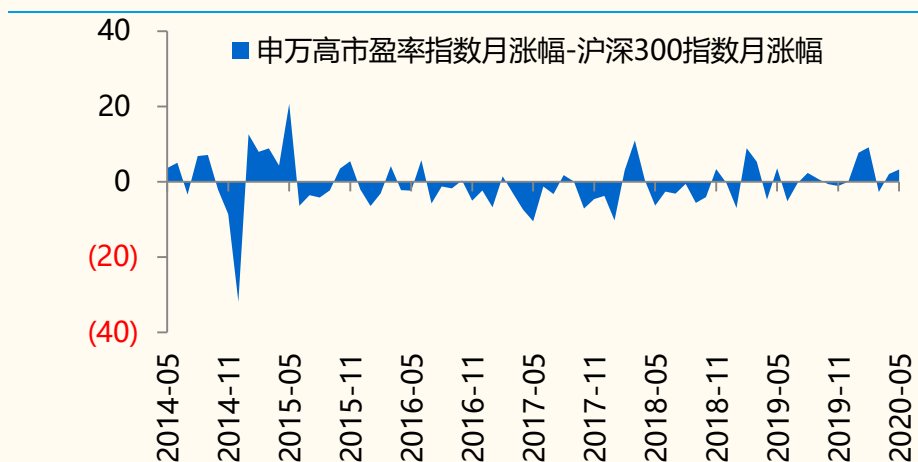
流动性宽松和企业盈利改善，也将对 A 股形成支撑。第一，经济增长实现 3% 的难度较大，必须依托一定的政策力度；第二，广义财政力度更大将对货币政策的需求更高。第三，为应对疫情全球央行极度宽松的货币政策趋势已经形成，当前谈宽松货币政策的退出还为时尚早，流动性宽松将对风险资产形成支撑。从全球来看，A 股资产具有较低估值、中国率先从疫情中走出也具有较高的比较优势，因此将受益于全球流动性宽松的格局。最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也将对 A 股形成支撑。

图表 3: A 股风险溢价处于高位, 将随经济复苏预期的加强逐步回落, 支撑 A 股估值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 市场风险偏好较低 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

(2) 债券: 长端收益率上行风险加大, 短端收益率下行空间有限

长端收益率上行风险加大。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以过去, 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, 长端利率上行风险加大; 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。**短端收益率下行空间有限。**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, 短端利率下行仍有空间但相对有限。

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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH