

这一轮：“放水”难复苏 ——债牛或许还有 1-2 年

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 【晨会聚焦】新冠病毒疫苗是怎么设计并开展临床试验？

2 【中泰金属|Cobalt20】Sherritt：为增强现金流转让 Ambatovy 股权，Q1 产量同比回落 6%；撤回 20 年产量指引

3 基于筹码浮盈率的行业动量因子构建

投资要点

- 在新冠疫情冲击下，政策快速放松，社融、M2 指标大幅反弹，近期高频经济指标也明显向好，是不是经济要持续复苏、开启新一轮上行周期了？
- 我们认为其实很难，这一轮经济周期和 09 年、12 年、15 年都完全不同，尽管部分指标在回升，但也有核心指标在持续回落，而企业融资的高增长，恰恰证明了经济下行压力。未来 1-2 年内我们面临更多的，恐怕还是经济下行压力。
- 在房地产市场压力还没有变得非常大，强刺激房地产的政策再度出台之前，谈经济见底、谈复苏恐怕都言之过早。从这个角度看，债券市场至少还有 1-2 年的牛市。
- **1、经济回升、社融高增，像是要强劲复苏。**今年新冠疫情爆发后，我国货币加快宽松，金融体系发挥出了“类财政”的功能，金融指标大幅反弹，近两月实体经济的指标也大幅回升。是不是要开启经济复苏进程了呢？
- **2、这一轮有何不同？居民并未开启加杠杆。**虽然政府和企业部门在大力加杠杆，但居民部门的贷款增速并没有回升，反而还在进一步下降，M1 增速还在低位，这些指标都体现了房地产市场的均值回归压力。09 年、12 年、15 年每一轮经济复苏，都是有房地产参与的，这一轮恐怕也不例外。
- **3、企业融资高增：恰是因为经济下行。**尽管近期企业部门融资增速大幅抬升，但我国企业的融资行为和其他经济体不同，完全是逆周期的。企业融资高增长，经济大多数时候都是下行的，关键要看企业为什么要加杠杆，很多时候往往都是因为需求不好，被动加杠杆。
- **4、这一轮债牛：或许还有 1-2 年。**所以这一轮经济周期和以往任何一轮都是不一样的：房地产处于下行大周期中；政策空间没有那么大；新冠疫情的中长期影响。这一轮尽管在“放水”，但经济很难复苏。而且在未来 1-2 年内，恐怕都很难看到经济持续复苏迹象，更多是应对经济下行压力。
- **风险提示：中美问题，新冠疫情，经济下行，政策变动。**

内容目录

| | |
|----------------------------|-----|
| 1、经济回升、社融高增，像是要强劲复苏。 | 3 - |
| 2、这一轮有何不同？居民并未开启加杠杆。 | 4 - |
| 3、企业融资高增：恰是因为经济下行。 | 5 - |
| 4、这一轮债牛：或许还有 1-2 年。 | 7 - |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|-----|
| 图表 1：融资和货币增速大幅反弹（%） | 3 - |
| 图表 2：发电量增速大幅反弹（%） | 4 - |
| 图表 3：居民部门的贷款增速继续下行（%） | 4 - |
| 图表 4：居民部门的贷款增速继续下行（%） | 5 - |
| 图表 5：我国核心物价指数从 2018 年就已经开始下行（%） | 5 - |
| 图表 6：我国的企业融资是逆周期的（%） | 6 - |
| 图表 7：我国的居民融资是顺周期的（%） | 6 - |
| 图表 8：美国的企业和居民融资都是顺周期的（%） | 6 - |
| 图表 9：我国居民和企业部门的融资具有“此起彼伏”特征（%） | 7 - |
| 图表 10：前 4 个月财政缺口同比扩大 1.4 万亿（万亿） | 8 - |
| 图表 11：发电耗煤日度同比增速（%） | 8 - |

在新冠疫情冲击下，政策快速放松，社融、M2 指标大幅反弹，近期高频经济指标也明显向好，是不是经济要持续复苏、开启新一轮上行周期了？

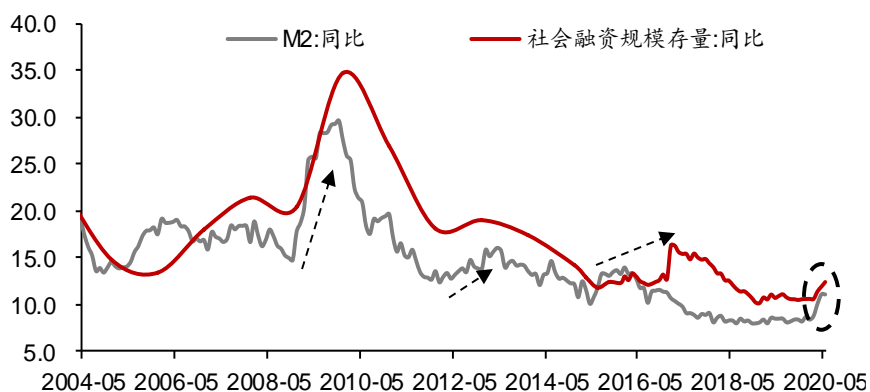
我们认为其实很难，这一轮经济周期和 09 年、12 年、15 年都完全不同，尽管部分指标在回升，但也有核心指标在持续回落，而企业融资的高增长，恰恰证明了经济的下行压力。未来 1-2 年内我们面临更多的，恐怕还是经济的下行压力。

在房地产市场压力还没有变得非常大，强刺激房地产的政策再度出台之前，谈经济见底、谈复苏恐怕都言之过早。从这个角度看，债券市场至少还有 1-2 年的牛市。

1、经济回升、社融高增，像是要强劲复苏。

今年新冠疫情爆发后，我国货币加快宽松，金融体系发挥出了“类财政”的功能，金融指标大幅反弹。社融存量增速从去年的 10.7% 大幅跳升至 5 月份的 12.5%，M2 增速从 8.7% 跳升至 11.1%。以往每一轮经济周期的触底反弹，金融数据往往都是领先指标，09 年、12 年、15 年均是如此。

图表 1：融资和货币增速大幅反弹（%）



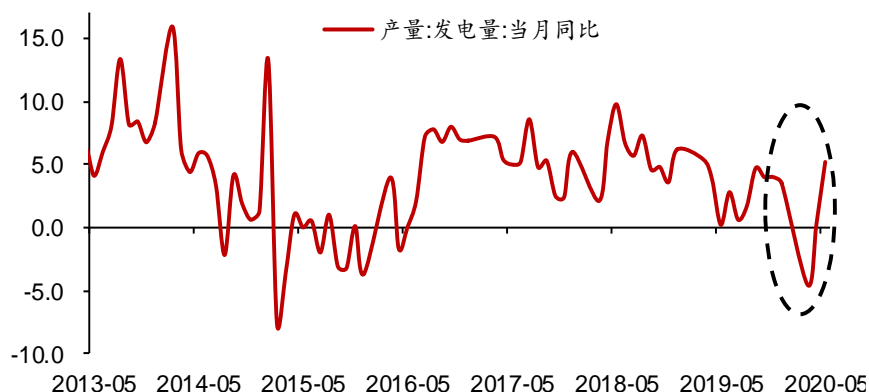
来源：Wind，中泰证券研究所

与此同时，近两月实体经济的指标也大幅回升。例如，根据国家发展改革委公布的数据，5 月前 20 天我国发电量同比增速达到了 5.2%，而 4 月的增速只有 0.3%，3 月的增速为 -4.6%。去年没有疫情冲击的时候，我国全年的发电量增速也只有 3.5%。

5 月份我国汽车销量增速也实现了由负转正，百强房企商品房销售金额增速在 4 月转正后，5 月份进一步上升至 12.2%。

从各种高频数据来看，5 月份的经济数据可以说会确定性的大幅改善。

图表 2：发电量增速大幅反弹 (%)



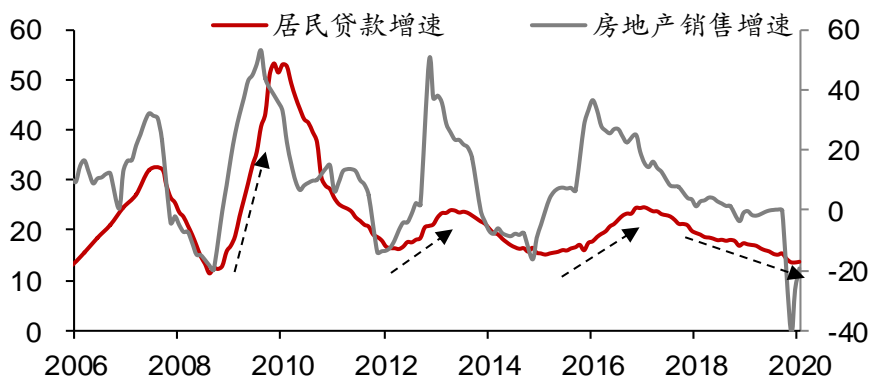
来源：Wind，中泰证券研究所

2、这一轮有何不同？居民并未开启加杠杆。

金融数据持续高增长，经济数据短期向好，让大家有一种 09 年、12 年、15 年经济复苏的感觉，是不是经济要开启持续上行的周期呢？如果仔细研究下就会发现，有一些数据和之前的复苏周期并不太一样。

虽然政府和企业部门在大力加杠杆，但居民部门的贷款增速并没有回升，反而还在进一步下降。而居民贷款最主要的用途还是买房，所以历史上居民杠杆变化都和房地产销售情况高度相关。居民加杠杆速度放缓，说明了房地产市场并没有那么好。

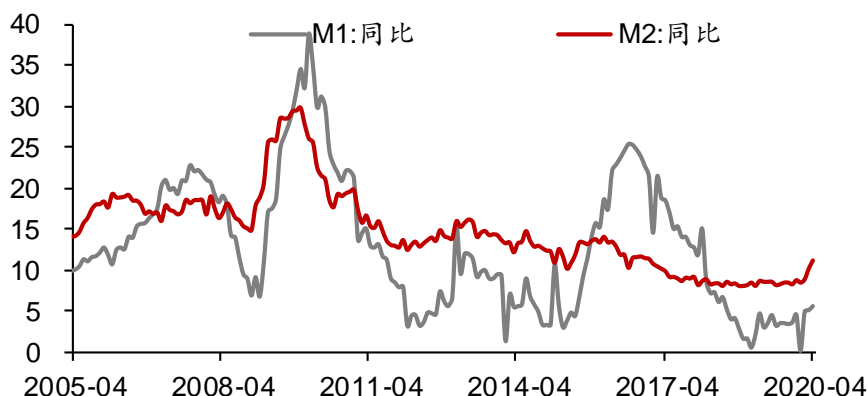
图表 3：居民部门的贷款增速继续下行 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

另一个不太一致的数据是 M1 的增速。尽管 M2 增速维持在 11.1% 的高位，但 M1 增速只回升到 6.8%。M1 是企业活期存款的重要反映指标，从历史上来看，我国 M1 走势和房地产销售高度相关，说明房地产销售提供的资金变化，是企业现金流波动的主导力量。

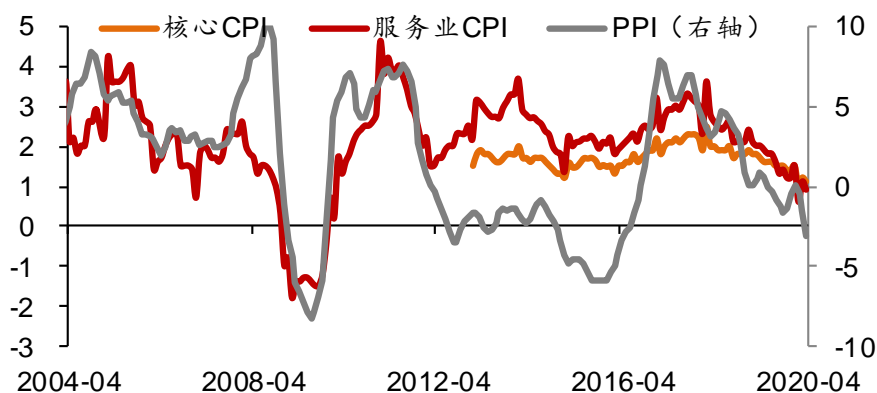
图表 4：居民部门的贷款增速继续下行（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

无论是居民贷款增速的下滑，还是 M1 的低增长，很大程度上体现的还是我国房地产市场的调整压力。我们在之前报告中已经反复强调，由于过去几年中小城市需求过度透支，未来房地产市场将面临较大的均值回归压力。本轮房地产市场的调整从 2018 年就开始了，虽然由于因城施策，不同城市出现周期错位，但方向依然在向下。我国宏观经济的数量 and 价格指标也都是从 2018 年开始下行的，主要还是来自于房地产市场的降温。

图表 5：我国核心物价指数从 2018 年就已经开始下行（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

如果房地产在下行，那么我们能够迎来一波没有房地产参与的宏观经济复苏周期吗？其实很难。居民财富、金融体系、财政等都和房地产领域高度相关，经济中抛开房地产就是出口，而出口今年肯定很弱，所以很难找到其它足够大、足够强的动力。09 年、12 年、15 年每一轮经济复苏，都是有房地产参与的，这一轮恐怕也不会例外。

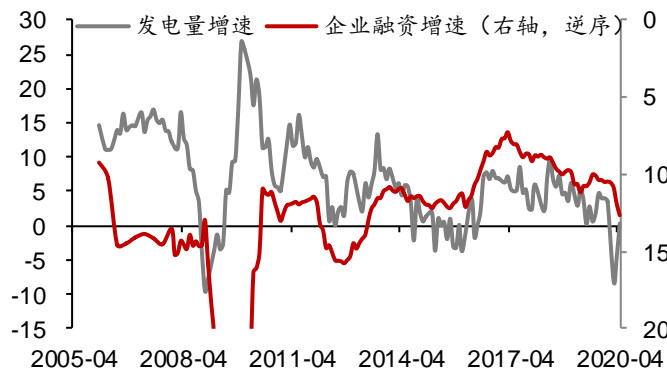
3、企业融资高增：恰是因为经济下行。

尽管近期企业部门融资增速大幅抬升，但如果我们仔细对比下数据，就

会发现，我国企业的融资行为完全是逆周期的。也就是说，经济好的时候，企业融资放缓；经济不好的时候，企业融资反而会加快。

这和居民部门形成鲜明对比，居民部门的融资行为是顺周期的，经济好的时候，居民融资速度快；经济不好的时候，居民融资速度慢。

图表 6：我国的企业融资是逆周期的（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

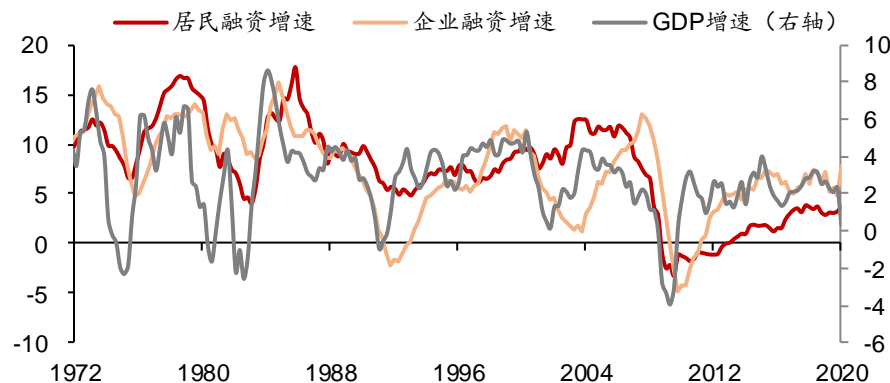
图表 7：我国的居民融资是顺周期的（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

而对比下其他国家的情况，美国居民和企业部门的融资行为都是顺周期的，只有政府融资具有明显的逆周期特征。

图表 8：美国的企业和居民融资都是顺周期的（%）



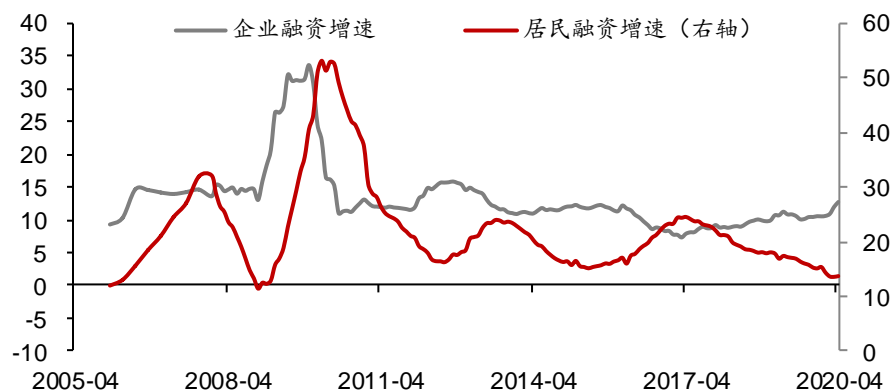
来源：Wind，中泰证券研究所

那么为何我国企业部门的融资具有逆周期性呢？一个可能的原因是，我国经济中存在大量的国有企业、城投公司，当经济不好的时候，这些主体承担起逆周期托底经济的功能，比如城投公司加快基建相关融资；而当经济处于上行周期的时候，政策稳经济的必要性就下降了。也许正是由于一部分企业的融资行为和政府类似，导致整体的企业融资行为具有了逆周期的特点。

另一个可能的原因是房地产市场的影响。我国每一轮经济周期的上行和下行都是和房地产市场高度相关的，当房地产市场处于上行周期的时候，居民部门大量加杠杆，房地产企业获得了大量商品房销售的现金流，对外部融资的依赖度明显降低，加杠杆速度就会放缓；当房地产市场处于

下行周期时，居民加杠杆速度放缓，经济周期下行，而房地产企业的经营现金流减少，更加依赖外部融资，加杠杆速度加快。

图表 9：我国居民和企业部门的融资具有“此起彼伏”特征（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

但无论是哪一种原因，企业融资的高增长，都对应的是经济的下行周期，而不是上行周期。如果是第一个原因，企业融资高增长恰恰说明了实体经济下行压力大，而从历史经验来看，单靠逆周期稳增长的措施是很难让经济稳定下来的，必须依赖房地产。如果是第二个原因，房地产处于下行周期，居民加杠杆增速放缓，企业部门被动加杠杆。

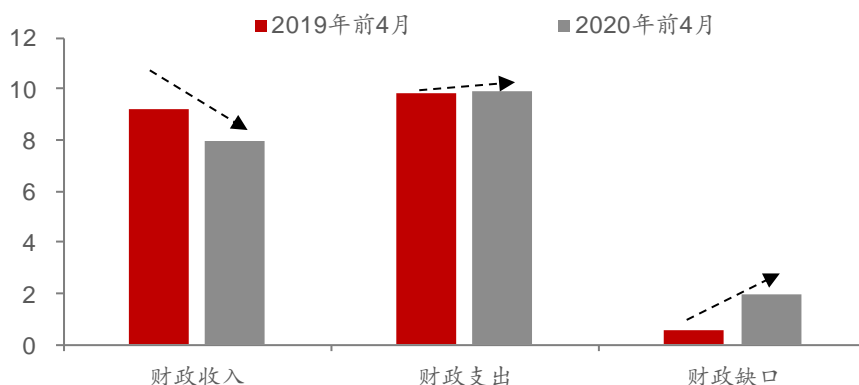
所以并不能说企业融资高增长，经济就一定会向好，关键要看企业为什么要加杠杆，是因为需求大好吗？很多时候往往都是被动加杠杆。如果经济本身的需求没那么好，企业加再多杠杆都无法提振需求。而经济需求看什么，还是看房地产，看居民加杠杆的快慢。而这一次，明显居民面临去杠杆的压力，需求端可能起不来。

4、这一轮债牛：或许还有 1-2 年。

所以这一轮经济周期和以往任何一轮都是不一样的。第一点，房地产处于下行大周期中。近期资金宽松、伴随人才政策变化，部分核心城市房价仍有较大支撑，但大多数中小城市房地产市场都面临巨大均值回归压力。而 09 年、12 年、15 年每一轮经济的反弹，都是从居民加杠杆、房地产市场反弹开始的。

第二点，政策空间没有那么大。08 年金融危机爆发后，发力的不仅仅是狭义的财政，地方政府的融资平台、国有企业等都在稳增长。而现在地方政府债务严格规范，大肆举债的动力很弱。预算赤字、专项债、特别国债虽然比去年增加了 3.6 万亿，但今年前 4 个月我国的财政缺口已经扩大了 1.4 万亿，如果全年来看的话，今年增加的财政刺激可能都不够弥补财政收入、基金收入的缺口。归根到底是政策空间没有之前那么大了，内外环境也不再容许进行强刺激。

图表 10：前 4 个月财政缺口同比扩大 1.4 万亿（万亿）



来源：Wind，中泰证券研究所

第三点，新冠疫情的中长期影响。我们反复强调一点，新冠疫情对经济的冲击不仅仅是短期的。部分居民收入减少、失业增加，部分企业退出了市场，未来的市场就少了一部分需求。即使是存活下来的企业，债务增长势必也会对未来经营产生冲击。如果没有疫情发生，今年的经济理论上假设会降到 5.5%，那疫情来了以后，今年和明年的平均经济中枢至少会降到 5% 甚至以下。所以下半年即使疫情完全消除了，经济同比增速回到正常水平，恐怕也是在 5% 附近甚至以下了。

更何况，现在疫情完全消除了吗？并没有。如果我们没有在医学上战胜病毒，那很多防控病毒的措施就很难全部去掉，对经济需求端的压制依然存在。比如现在电影、演唱会等演出还是无法举办，这其实就是体现。

综合来看，尽管都在看经济复苏，但我们认为，这一轮尽管在“放水”，但经济很难复苏。近两月经济短期数据大幅好转，更多来自之前积压需求的集中释放。6 月以来，部分高频数据已经重新开始回落。往前看，经济环比指标的回落压力会进一步增大。

图表 11：发电耗煤日度同比增速（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

我们预计，在未来 1-2 年内，恐怕都很难看到经济持续复苏的迹象，更

多是应对经济下行的压力。而货币政策都只会、也只能跟随基本面走，进一步放松。所以如果从 2018 年开始算的话，这一轮债券市场的牛市已经维持了 2 年多，恐怕还会有 1-2 年的时间。虽然利率下行速度不会很快，但至少还远远没有到牛熊转换的时候。

经济什么时候会见底呢？等到房地产市场压力变得非常大，强刺激房地产的政策再度出台的时候，恐怕才是时候讨论：是不是要开启经济上行周期了？

风险提示：中美问题，新冠疫情，经济下行，政策变动。

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。