

# M2 冗余、信息杠杆与结构性牛市

## □ M2 冗余是今年股票市场上涨的核心驱动因素

中央银行过往设置 M2 增速作为货币政策中介目标时，一般设置为 GDP 增速+CPI+2%或 3%。2020 年，由于新冠疫情对经济冲击较大，货币政策发挥逆周期调节作用，M2 增速大幅提高，截至 5 月为 11.1%，预计全年可达 12%，而 GDP 增速+CPI 相加预计在 5%左右，今年 M2 冗余可能达到 7%左右，这样的冗余必然在资产价格中给予反映，在“房住不炒”和债券收益率处于历史低位的情况下，资金最可能就是进入股票市场，因此今年形成结构性、阶段性牛市的宏观背景是非常清晰的。从实际资金的推动角度看，初期往往是外资的流入，从银行、保险的固收+策略，也会更加注重配置股票，当然赚钱效应出现，必然会出现居民储蓄资金入场。

## □ 信息杠杆扩大了市场的波动幅度

2015 年之后，行业监管趋严，产业资本、金融机构、散户都很难大幅加杠杆；此次牛市预期刚刚形成，证监会于 7 月 8 日第一时间发出严令禁止非法配资的信号。因此当前市场的大幅上行，并不是资金杠杆推动的。我们认为是“信息杠杆”扩大了市场的波动幅度。微信、微博等社交软件的普及加速了熟人之间的信息快速传播，而熟人的“赚钱效应”比任何电视网络媒体传播的“牛市”信息更值得信赖，因此散户进入市场的速率变快。这种散户信息高速传播，我们称之为“信息杠杆”，后续资金有望继续加速入场。

## □ 结构性牛市是结构性改革的牛市

结构性牛市指的并不是指涨哪个方向，而是代表国家结构性改革的方向，称为结构性牛市。当前，创业板注册制在国家经济结构调整与金融供给侧改革方面起到举足轻重的作用，市场认为需要有一定的市场表现来与结构性改革方向的政策相匹配，完成政策的使命。同时在宏观经济上，企业盈利转正、贸易顺差和工业增加值超预期改善等因素提升了市场情绪，但整体市场的逻辑仍然是货币政策放松 M2 冗余的逻辑。

后续市场的中期调整可能与货币政策转向有关，具体需要观察 10 月底中央政治局会议和 DR007 与央行 7 天政策回购利率的差值变化，在此之前，我们需要保持继续乐观的态度。

**风险提示：逆周期落地不及预期；海外疫情蔓延超预期**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

电话：021-80108128

## 相关报告

1 《疫后经济六问：地产能否跑赢股债？》2020.06.27

2 《赤字货币化之后会怎样？》2020.05.18

## 正文目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 1. M2 冗余是今年股票市场上涨的核心驱动因素 ..... | 3 |
| 2. 信息杠杆扩大了市场的波动幅度 .....        | 5 |
| 3. 结构性牛市是结构性改革的牛市 .....        | 7 |

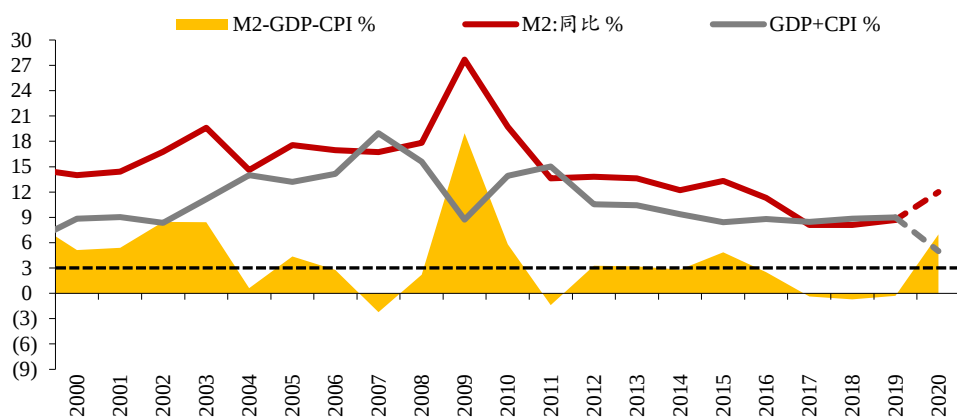
## 图表目录

|                                                      |   |
|------------------------------------------------------|---|
| 图 1: 2020 年 M2 冗余很可能达到 7%左右, 这样的冗余必然在资产价格中给予反映 ..... | 3 |
| 图 2: 房住不炒的情况下, 流动性难以大量流入股市 .....                     | 3 |
| 图 3: 利率仍处于历史低位 .....                                 | 3 |
| 图 4: 美元周期的强弱变化, 背后是各国要素比较优势的转变, 对应着资本的流动大方向 .....    | 4 |
| 图 5: 中国从多方面力促劳动生产率 A、劳动力技术水平 L 及组织方式 F 的升级进步 .....   | 4 |
| 图 6: 股市出现赚钱效应时, 开户量往往大增 .....                        | 5 |
| 图 7: 社交软件活跃用户量近年大幅提高 .....                           | 6 |
| 图 8: 预计 6-7 月新增投资者数量高增长 .....                        | 6 |
| 图 9: 股市小单 (散户) 净流入资金量显著上涨 .....                      | 6 |
| 图 10: 5 月工业企业利润当月同比转正 .....                          | 7 |
| 图 11: 二季度贸易顺差大概率破万亿, 带动经济增长快速回升 .....                | 7 |
| 图 12: 流动性三段论 .....                                   | 7 |

## 1. M2 冗余是今年股票市场上涨的核心驱动因素

在中央银行过往设置 M2 增速作为货币政策中介目标时,一般有一个公式就是 M2 增速等于 GDP 增速+CPI+2%或 3%。在 2017、2018 年去杠杆过程中, M2 增速基本等于 GDP 增速+CPI, 所以市场上对应的流动性并不是很多, 往往炒作小股票的资金缺失, 叠加供给侧结构性改革, 行业龙头股票往往表现较好。而 2020 年, 由于新冠疫情对经济冲击较大, 货币政策发挥逆周期调节作用, 引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年, M2 增速大幅提高, 截至 5 月为 11.1%, 较去年底已经提高了 2.4 个百分点, 我们预计今年全年可达 12%, 而 GDP 增速今年预计为 2.3%, CPI 预计为 2.6%, 两项相加 5% 左右, M2 冗余很可能达到 7% 左右, 这样的冗余必然在资产价格中给予反映。

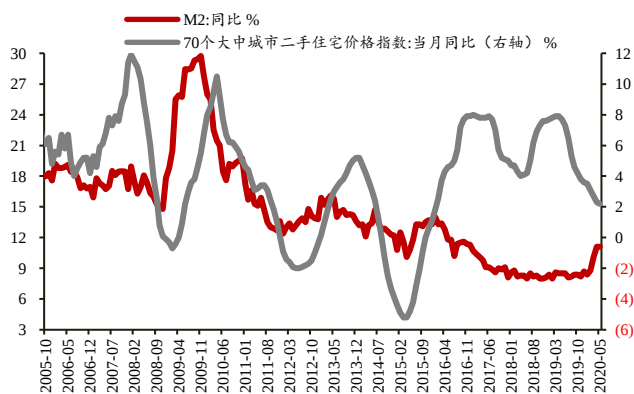
图 1: 2020 年 M2 冗余很可能达到 7% 左右, 这样的冗余必然在资产价格中给予反映



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

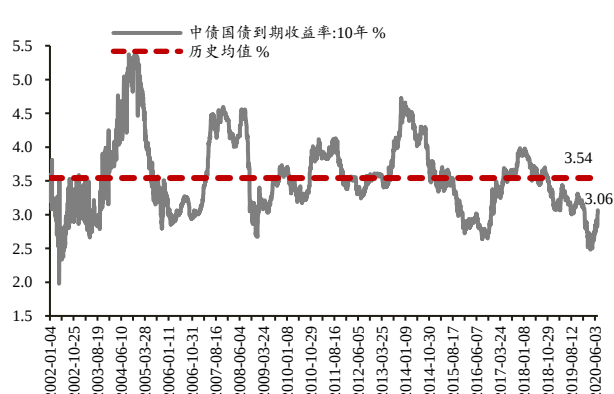
在中美博弈的大背景下, 今年房地产调控整体基调仍是“房住不炒”, 即使流动性冗余, 政策严控下资金很难大量流进房地产市场, 形成历次 M2 冗余推升房价的情形。而债券市场的收益率又处在历史低位, 资金最可能就是进入股票市场, 因此今年形成结构性、阶段性牛市的宏观背景是非常清晰的。我们在 5 月 18 日的深度报告《赤字货币化之后会怎样?》中较早的提出 M2 冗余推升股票市场上涨, 目前该逻辑逐渐验证。

图 2: 房住不炒的情况下, 流动性难以大量流入楼市



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 利率仍处于历史低位



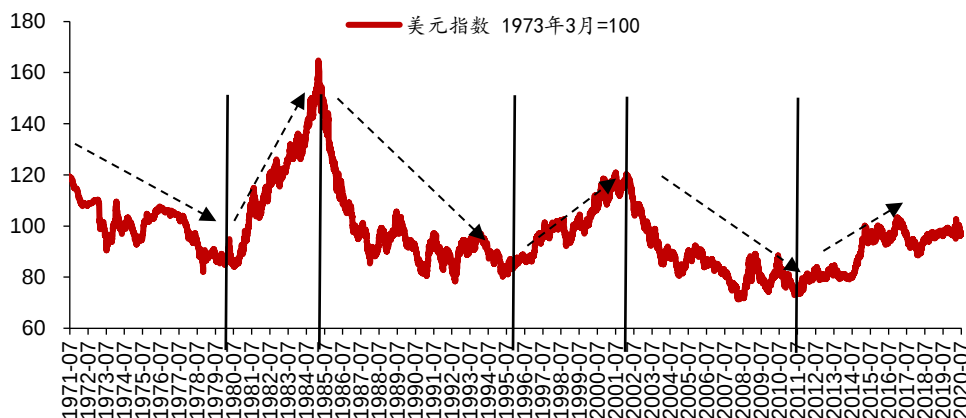
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从实际资金的推动角度看，初期往往是外资的流入，从未来的美元周期看，过去几年美国资本与科技占优的拐点已经出现，科技周期被证伪，而美联储短期可能持续处于低利率政策，美元即将进入缓慢的贬值周期，美元周期的强弱变化，背后是各国要素比较优势的转变，对应着资本的流动大方向，美元贬值资本将回流新兴市场，与其他新兴市场经济体相比，海外资本更看好中国供给侧结构性改革红利，尤其是劳动力（高技术、高学历劳动力）、资本（提升资本市场效率）、土地（流转）等方面的积极变化，我们此前提出的新供给价值重估理论较前瞻的判断外资流入是触发 A 股牛市的重要初始逻辑。

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或减缓其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。我们认为，美元周期下行的过程中，生产要素占优将吸引资本流入，必然与人民币升值形成正反馈，带来中长期 A 股的外生流动性宽松牛市。

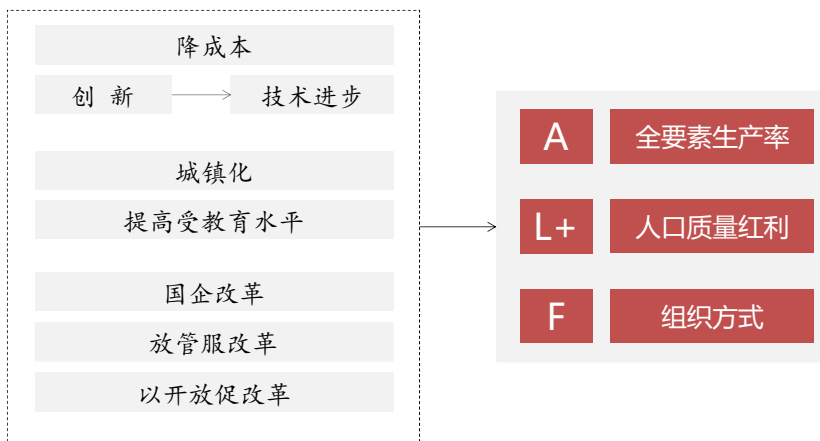
近 5 个交易日，北向资金连续净流入，合计流入 550 亿元，其中 5 个交易日分别为 171 亿、132 亿、137 亿、98 亿和 11 亿。

图 4：美元周期的强弱变化，背后是各国要素比较优势的转变，对应着资本的流动大方向



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：中国从多方面力促劳动生产率 A、劳动力技术水平 L 及组织方式 F 的升级进步

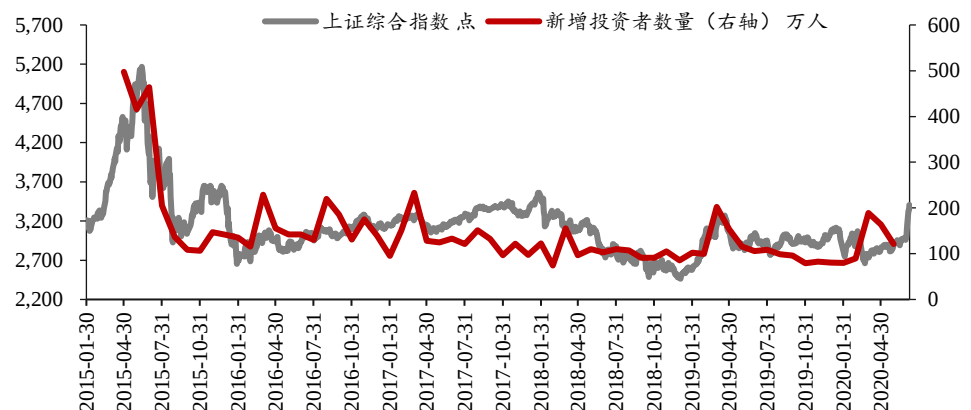


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从银行、保险的固收+策略，也会更加注重配置股票。随着资管新规推出和银行理财子公司成立，银行不能继续大量配置非标靠期限错配来创造高收益率，在利率较低的情况下，通过公开市场债券很难获得较高收益，银行理财已纷纷重点布局“固收+”产品，“固收+”策略一般是指通过主投债券等固收类资产构建一定的基础收益，“+”指的就是权益类或类权益类的资产，因此在股市点位不是很高时，银行更愿意配置股票资产。保险亦会在利率较低水平加配权益。

当然赚钱效应出现，必然会出现居民储蓄资金入场。从股市新增投资者数量来看，可得数据 2015 年以来的历次股市上涨中，赚钱效应出现，散户加速入场的情况均较为明显，同时，近期基金募资规模大增也是个人投资者入场的信号。

图 6：股市出现赚钱效应时，开户量往往大增



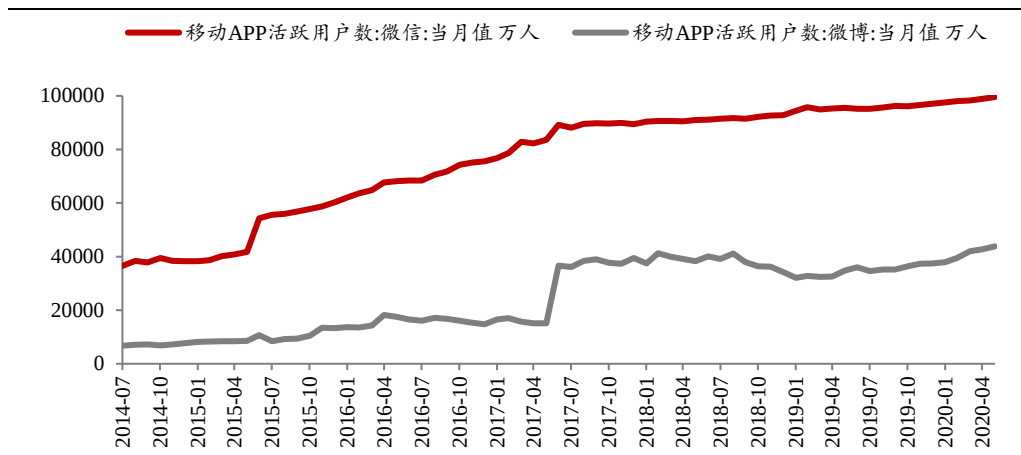
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 信息杠杆扩大了市场的波动幅度

在中国历次牛市演进过程中，都会面临资金杠杆的问题。但是 2015 年股灾后，国家对伞形信托、银行配资等整肃，目前银行信贷资金进入股市的难度明显加大，产业资本也在股权质押风险中受到较大冲击，因此并不愿意借钱进入股票市场。所以当前市场的大幅上行，并不是资金杠杆推动的。7 月 8 日，证监会发文称“持续推进打击场外配资违法违规行为常态化，坚决维护投资者利益和资本市场秩序”，并集中曝光了一批从事场外配资的平台名单，第一时间发出严令禁止非法配资的信号。该信号出现后，股票市场并未迅速回调。

我们认为，“信息杠杆”扩大了市场的波动幅度。微信、微博等社交软件的普及加速了熟人之间的信息快速传播，使得散户进入市场的速率变快，我们称之为“信息杠杆”。

图 7：社交软件活跃用户量近年大幅提高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

在过往牛市过程中，散户总是最后进入市场，因为主要是源于其更相信熟人，身边熟人的赚钱效应比任何的电视网络媒体传播的“牛市”信息更值得信赖。而当前微信、微博等社交工具使得熟人之间的信息交换摆脱了物理距离的限制，人们几乎在第一时间就从熟人那里嗅到了“牛市”的信号，且新进入股票市场的投资者较为年轻，是微信微博的主力用户。熟人之间信息的信任感高于陌生人信息，这种散户之间信息的高速传播形成了“信息杠杆”，并使得后续资金加速入场。

公开资料显示，6月份开始新增投资者和活跃投资者数量已经有所增多，而7月1日沪指突破3000点之后，散户投资者开始加速入场，多家券商表示日均开户数量和保证金规模环比6月出现明显增加；与此同时，近几日小单净流入资金量显著上涨，这证明散户交易已经迅速地活跃起来。

图 8：预计 6-7 月新增投资者数量高增长

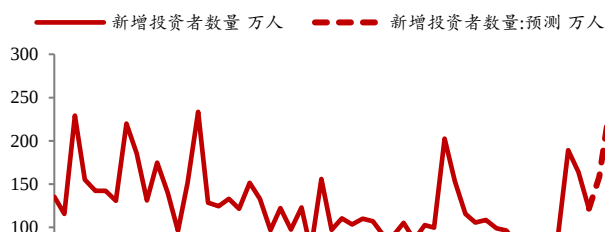
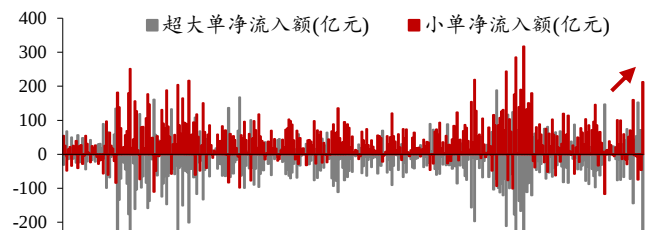


图 9：股市小单（散户）净流入资金量显著上涨



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4030](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4030)

