

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

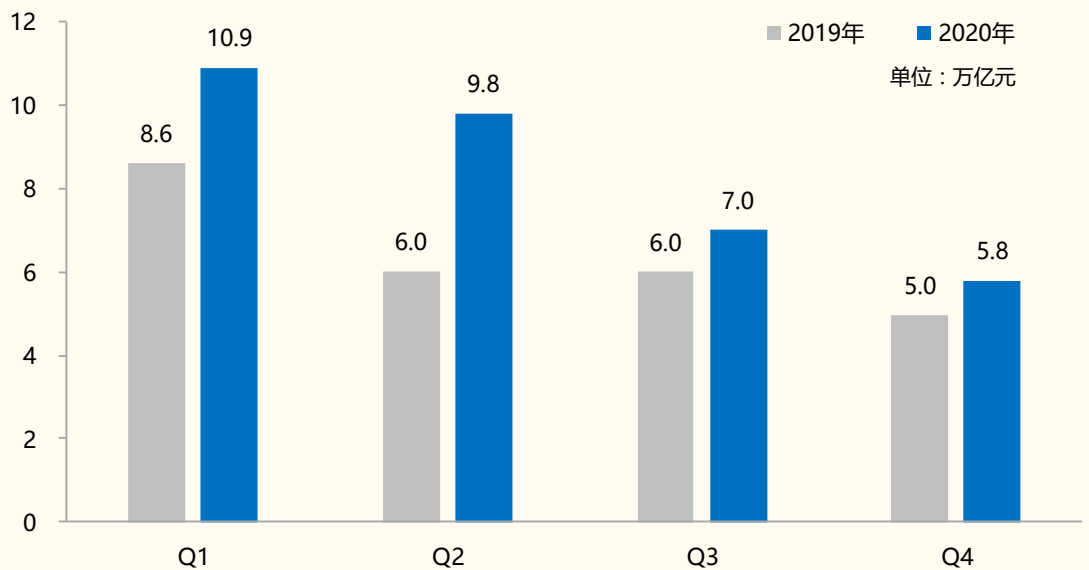
今年狭义财政（预算）扩张力度相对有限，但实际赤字、广义赤字仍将明显扩张。在这样的背景下，货币政策需要保持宽松，特别是“量”的宽松更加明显。我们预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。资本市场的流动性充裕，人民币资产吸引力提升。

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。

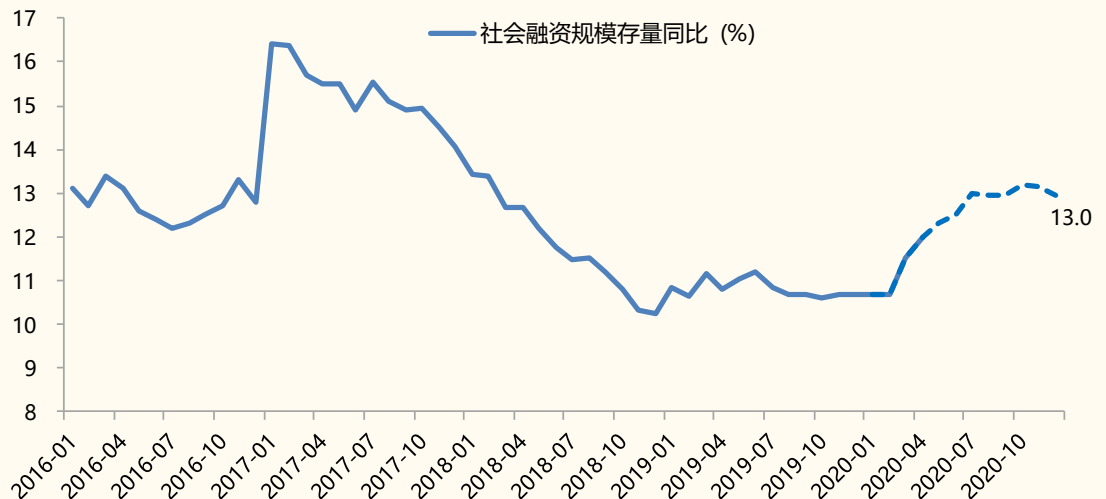
预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 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。

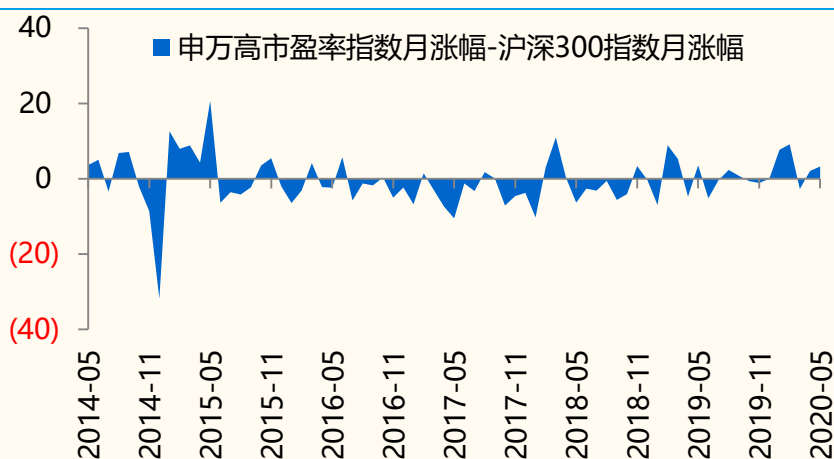
流动性宽松和企业盈利改善，也将对 A 股形成支撑。第一，经济增长实现 3% 的难度较大，必须依托一定的政策力度；第二，广义财政力度更大将对货币政策的需求更高。第三，为应对疫情全球央行极度宽松的货币政策趋势已经形成，当前谈宽松货币政策的退出还为时尚早，流动性宽松将对风险资产形成支撑。从全球来看，A 股资产具有较低估值、中国率先从疫情中走出也具有较高的比较优势，因此将受益于全球流动性宽松的格局。最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也将对 A 股形成支撑。

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

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_4709

