

疫后经济六问：地产能否跑赢股债？

——2020年下半年大类资产展望

核心观点

流动性是驱动下半年大类资产走势的核心，大类资产“顺水行舟”的核心是对“水”的判断，M2显著大于GDP+CPI时，会形成M2冗余，必将反映在资产价格中，在房住不炒的大逻辑下，资金很难像过去大量流入地产，股债之间，由于利率较低，资金较难进入债券，所以流动性最有可能体现在股市上涨，大类资产我们最看好股票。我们认为今年3月以来A股形成结构性慢牛，调整看四季度货币政策是否收紧。

□ **股票：核心逻辑在扩信用，三季度保持相对乐观，四季度关注流动性边际变化**
 股票市场走势的核心逻辑在于扩信用，M2冗余和“房住不炒”的背景下过剩资金大概率流入股市，预计三季度随着扩信用延续，股市有望继续慢牛行情，但四季度需关注基本面预期反映充分、流动性边际收紧的可能性对股市带来的冲击。同时我们提示股市需关注的国内外风险，国内风险在于经济增速没有回到合理区间的两个次生风险：失业压力再次升温及企业资金链断裂带来的信用收缩风险；国际风险主要在于中美博弈加剧，目前看两个风险总体可控。

□ **债券：7、8月可能存在交易性机会，四季度关注流动性拐点**

债市下半年走势仍核心取决于央行流动性调控，7、8月失业率可能面临阶段性上行压力，货币政策大概率有宽松操作，此时无风险利率可能形成一个W型的底部，出现阶段性交易性机会，如何才能出现这个W型的第二个底部？我们认为需要两个条件：第一，市场不再担心债市供给；第二，市场博弈的货币政策工具的释放，即货币政策宽松操作如降准降息的落地。四季度是短端流动性变化最重要的观察期，若流动性确认拐点，可确认无风险利率上行的中期趋势，从配置价值看，10年期国债收益率在2.8%至3.2%之间具备了一定的配置价值。

□ **地产能否跑赢股债？概率不大**

今年房地产调控整体基调仍是“房住不炒”，即使流动性冗余，政策严控下房价大幅上涨概率不大，总体将保持平稳。在“一城一策”的背景下，一二线城市因不能依赖转移支付，只能加大土地供应，购房需求在压抑三年左右有一定释放，形成总体价格的均衡，个别人口净流入、土地供给有限城市有房价上涨压力，中期看，我们仍然认为棚改货币化对三四线城市房地产市场推动已过，未来更为看好一二线城市地产保值属性。

□ **大宗商品将有一定修复行情，但预计涨幅不大**

随着下半年全球经济增速的触底回升，大宗商品仍将有一定的修复行情，但涨幅比较有限。目前最主要的不确定性来自美国与印度基建计划的实际落地情况，但两者均面临国内政治因素及资金的掣肘，预计难以带动全球经济强势复苏，意味着商品年内较难出现大的机会。原油主要受经济修复和减产进度影响，预计下半年将继续震荡修复，黄金下半年处于长周期上涨中的消化期，阶段性的不确定性会推升金价。

风险提示：经济复苏进度超预期，使得央行流动性收紧节奏提前，监管政策加码，扰动大类资产表现。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 股票：核心逻辑在扩信用，三季度保持相对乐观，四季度关注流动性边际变化	3
1.1. 股市核心逻辑在扩信用	3
1.2. 股市需关注国内外风险：国内经济未回到合理区间的次生风险、中美摩擦升温	4
2. 债券：7、8月可能存在交易性机会，四季度关注流动性拐点	6
2.1. 无风险收益率 7、8月可能出现 W 型走势第二底部，四季度随流动性变化转为谨慎	6
2.2. 政策加码保障企业资金来源，信用利差或有收窄	8
3. 地产能否跑赢股债？概率不大	8
4. 大宗商品将有一定修复行情，但预计涨幅不大	10
4.1. 为什么年内商品没有大的机会？	10
4.2. 原油主要受经济修复和减产进度影响，预计将震荡修复	11
4.3. 下半年黄金处于长周期上涨中的消化期，阶段性的不确定性会推升金价	12

图表目录

图 1：股市波动上行，创业板一马当先	4
图 2：M2 冗余，过剩的流动性要么反映在物价中，要么反映在资产价格中	4
图 3：今年以来沪股通、深股通资金净流入量增大	4
图 4：股票基金占保险公司资金运用比重波动上行	4
表 1：5 月以来中美各领域摩擦追溯	6
图 5：近期央行收紧短端流动性，加大债市调整压力	6
图 6：DR007 与 7 天逆回购利率走势	8
图 7：5 月以来流动性收紧、监管强化，信用债收益率上行	8
图 8：5 月以来信用利差有所收窄	8
图 9：一线城市土地成交总价增速迅速回升	9
图 10：一线城市二手房价同比回升	9
图 11：一二三线城市二手房价环比均有改善	9
图 12：CRB 指数	10
图 13：预期美元指数下行	10
图 14：原油价格主要受经济修复和减产进度影响，未来或继续修复	12

流动性是驱动下半年大类资产走势的核心，大类资产“顺水行舟”的核心是对“水”的判断。今年 M2 增速将显著大于 GDP+CPI，会形成 M2 冗余，必将反映在资产价格中，在房住不炒的大逻辑下，资金很难像过去大量流入地产，股债之间，由于利率较低，资金较难进入债券，所以流动性最有可能体现在股市上涨，大类资产我们最看好股票。我们认为今年 3 月以来 A 股形成结构性慢牛，股市的调整主要关注四季度货币政策是否收紧。股票和债券面临的中期调整风险因素均为货币政策收紧，如果三、四季度经济回到合理区间，保就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向，提示关注三季度末中央政治局会议的表述及 DR007 走势。大宗商品在全球经济反弹趋势中将走出一定修复行情，但最大的不确定因素美国与印度的基建落地情况仍存阻力，难以给商品带来大的投资机会。

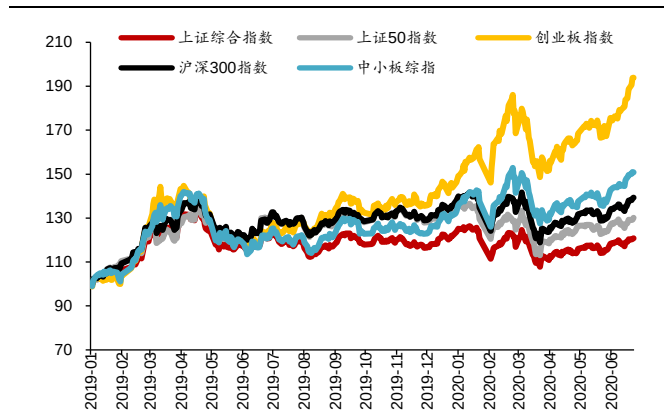
1. 股票：核心逻辑在扩信用，三季度保持相对乐观，四季度关注流动性边际变化

1.1. 股市核心逻辑在扩信用

股票市场走势的核心逻辑在于扩信用，M2 冗余和“房住不炒”的背景下过剩资金大概率流入股市，预计三季度随着扩信用延续，股市有望继续慢牛行情，但四季度需关注基本面预期反映充分、流动性边际收紧的可能性对股市带来的冲击。

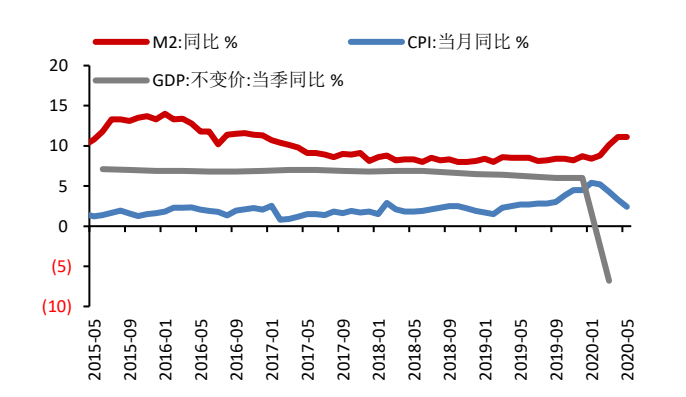
当前阶段，保就业和稳增长仍是央行首要目标，货币政策维持稳健略宽松，而宽货币+宽信用的货币政策将更加向宽信用倾斜，《政府工作报告》提出“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融增速明显高于去年”，我们预计央行将继续通过推高 M2 和社融增速，实现货币政策逆周期调控作用，预测今年信贷增速 13%，社融增速 13%，M2 增速 12%，均明显高于去年末水平，同时也显著高于今年名义 GDP 增速。M2 冗余、货币环境宽裕叠加跨境资本流动管理趋严，过剩的流动性要么反映在物价中，要么反映在资产价格中，年内物价大概率持续走低，流动性将更多地反映在资产价格中，而“房住不炒”总基调下，资金很难像过去大量流入地产，股债之间，由于利率较低，资金较难进入债券，所以流动性最有可能体现在股市上涨。我国疫情拐点及经济恢复均领先全球其他经济体，使得我国股票市场更具吸引力，今年以来北上资金保持累计净流入，银行理财和保险固收+策略会增加权益配置，散户通过购买公募基金或直接入市等，预计下半年将继续提供增量资金。其中，银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场报告》数据显示，2019 年 6 月末非保本理财产品资产中权益类资产配置比例为 9.25%，未来仍有较大提升空间，尤其是随着监管政策的引导以及理财产品完成净值化转型，以固收类资产配置为主的“保底保收益”运营模式将逐渐向更为市场化的模式转变，推动权益类资产配置规模进一步提升。股票和基金占保险公司资金运用比重近两年波动上行，已经自 2018 年末的低点 11.7%提高至 2020 年 5 月的 13.3%。

图 1：股市波动上行，创业板一马当先



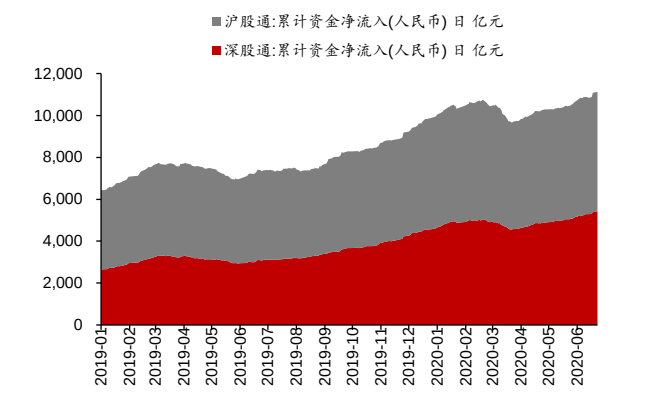
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：M2 冗余，过剩的流动性要么反映在物价中，要么反映在资产价格中



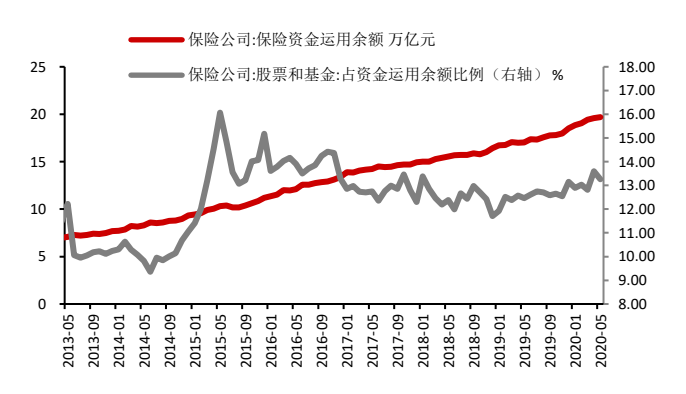
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：今年以来沪股通、深股通资金净流入量增大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：股票基金占保险公司资金运用比重波动上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票和债券市场面临的共同的中期调整风险就是货币政策的收紧，我们在未来央行流动性调控“由松到紧”三段论中强调，需关注四季度流动性边际收紧的拐点。从货币政策最终目标的轮转来看，如果三、四季度经济回到合理区间，保就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向。提示关注三季度末中央政治局会议的表述及 DR007 走势，若三季度末中央政治局会议或年末中央经济工作会议在政策表述中去掉“六保”或“六稳”等措辞，重新强调结构调整、强化监管等措辞，则意味着政策大基调的转向，货币政策将遵循整体政策环境的变化而进行切换。其次，若 DR007 持续高于央行 7 天逆回购政策利率，也是确认央行收紧流动性的重要信号。

1.2. 股市需关注国内外风险：国内经济未回到合理区间的次生风险、中美摩擦升温

但我们提示股市最需关注的两项风险，国内风险在于经济增速没有回到合理区间的两个次生风险：失业压力再次升温及企业资金链断裂带来的信用收缩风险。尽管经济在修复，但是对于微观企业主体而言，工资和房租等成本是刚性的，当订单在修复中获得

的收益不能覆盖成本就可能面临倒闭。我们初步测算，若下半年经济回归到 6% 附近的合理区间，调查失业率中枢有望回落至 5.7% 附近，若下半年 GDP 增速仍在 3% 以下，调查失业率将保持在 6% 的高位，失业压力将持续存在。同时，民营、小微企业在疫情中首当其冲，其资金链较为脆弱，融资渠道却相对受限，容易出现信用风险。一旦下半年经济未恢复至合理区间，失业压力和信用风险可能对市场风险情绪构成较大冲击。

但疫情发生以来，央行已先后出台多项针对性举措保证中小民营企业稳定资金来源及稳健经营，6 月 1 日出台创新货币政策工具，对今年底前到期的普惠小微贷款本金和利息采取延期安排，最长至 2021 年 3 月 31 日；加大小微企业信用贷款支持力度，央行通过创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，以促进银行加大小微企业信用贷款投放，保障中小企业现金流，虽然总规模不大，但维稳的信号意义重大。我们预计未来中小企业大规模信用事件出现的概率比较小，同时也有助于稳定就业，一定程度上消除了以上两项国内风险。

国际风险主要在于中美博弈加剧。5 月以来，随着肺炎疫情防控进入后半场、美国总统大选临近，中美摩擦升温。下半年需关注特朗普为大选增加对华制裁以转移国内矛盾的可能性。

具体而言，中美博弈主要体现在非金融和金融两个领域，非金融领域主要包括政治、贸易、科技等维度。政治领域涉及美国对华战略及干预我国内政，5 月 20 日，特朗普政府向美国国会递交了《美国对华战略报告》，报告指出美国为应对中国的挑战，以“有原则的现实主义”为指导，采取了“以竞争迫使中国合作，达到美国要求”的对华竞争方针。贸易领域，当前中美贸易正在履行第一阶段协议，受疫情冲击，贸易谈判进程受阻，未来需关注随着经济回暖，特朗普再次激化贸易争端的可能性。科技领域，5 月 15 日，美国商务部针对华为公司出台出口管制新规，升级了海外企业对华为的出口限制政策。5 月 22 日，美国商务部将 33 家中国企业与机构列入“实体清单”，主要针对的是我国新兴技术行业，集中在通信、半导体、安防、人工智能等行业，反映了中美摩擦向科技领域持续蔓延。但总体来看，我们认为我国股市已经逐渐适应了中美双方博弈的长期性及短期摩擦的节奏，对于中美关系 W 型走势预期已较为充分，后续贸易、科技领域的摩擦升级对我国股市或只有短期冲击，不会影响市场中长期趋势。

中美两国在金融领域的摩擦对市场的影响可能会更大。据路透社 5 月 12 日报道，特朗普政府正在施压美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB），以让其停止投资中国相关的股票，可能涉及的资金规模约 45 亿美元。随后 FRTIB 宣布，将无限期推迟对某些中国公司的投资计划。5 月 20 日，美国参议院批准《外国公司担责法案》，禁止任何未能连续 3 年通过美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）审计的外国公司在美国证券交易所上市。未来美国与我国在金融领域的摩擦可能涉及到对我国汇率操纵国的认定、限制养老金投资中国市场、对我国金融机构加大制裁、限制我国机构使用美元结算系统、限制我国企业在美融资上市等手段，金融制裁一旦实施，对我国市场的冲击会更大。但另一方面看，金融领域的冲突往往是两败俱伤，对美股的冲击也将比较大，且考虑到我国大概率也会进行对等反制，特朗普在总统竞选前激化大规模金融摩擦的概率不大，此项风险总体可控。

表 1：5 月以来中美各领域摩擦追溯

时间	事件	领域
5 月 12 日	特朗普政府正在施压美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB），以让其停止投资中国相关的股票	金融
5 月 15 日	美国商务部针对华为公司出台出口管制新规，修改了“直接产品原则”，升级了海外企业对华为的出口限制政策。	科技
5 月 20 日	美国参议院批准《外国公司担责法案》，禁止任何未能连续 3 年通过美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）审计的外国公司在美国证券交易所上市。	金融
5 月 20 日	特朗普政府向美国国会递交了《美国对华战略报告》，报告指出美国为应对中国的挑战，以“有原则的现实主义”为指导，采取了“以竞争迫使中国合作，达到美国要求”的对华竞争方针。	政治
5 月 22 日	美国商务部将 33 家中国企业与机构列入“实体清单”，使其成为美国商务部产业与安全局（BIS）限制出口的对象，无法从美国公司进口需要的产品。	科技
5 月 27 日	美国要求联合国安理会开会讨论“港区国安法”。美驻联合国代表团发声明称，此事“与国际和平与安全有关，需要全球紧急关注”，因此“有必要”立即引起安理会 15 个成员国的注意。	政治
5 月 29 日	特朗普宣布取消对香港的特殊待遇，同时将停止向世界卫生组织(WHO)提供资金,并称要退出该组织。	政治
6 月 4 日	特朗普发布行政令，要求由美国财政部、美联储、美国证券交易委员会（SEC）等多个美国政府部门组成的“金融市场工作组”进一步研究中国上市公司可能给美国投资者带来的风险。	金融

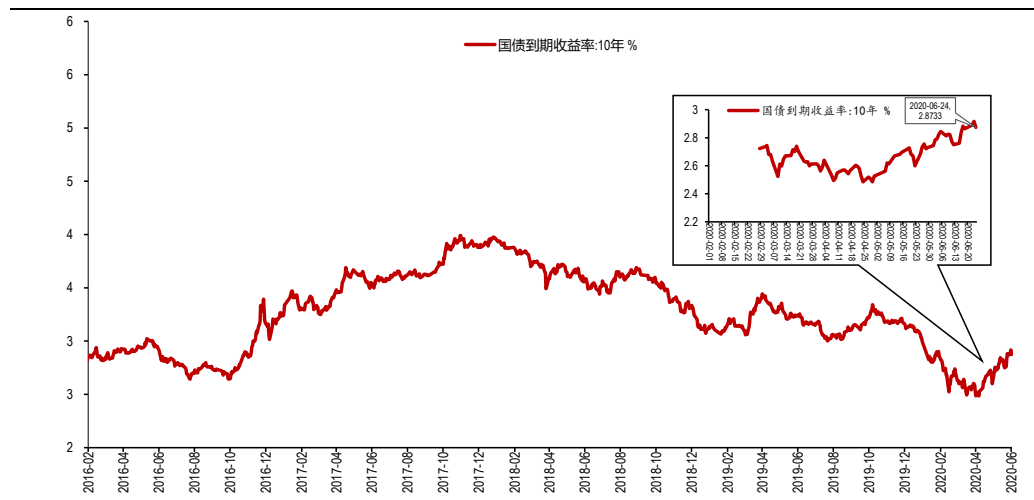
资料来源：浙商证券研究所

2. 债券：7、8 月可能存在交易性机会，四季度关注流动性拐点

2.1. 无风险收益率 7、8 月可能出现 W 型走势第二底部，四季度随流动性变化转为谨慎

受政府债券发行量大增、经济基本面数据确定性反弹及央行收紧短端流动性、银保监会监管强化等因素的综合影响，5 月以来 10 年期国债收益率大幅调整，6 月 23 日，10 年期国债收益率突破 2.9%，收于 2.91%，相比 4 月 29 日的本轮低点 2.48%调整幅度达 43BP。

图 5：近期央行收紧短端流动性，加大债市调整压力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

债市下半年走势仍核心取决于央行流动性调控，依据我们提出的未来央行流动性调控“由松到紧”三段论，7、8月失业率可能面临阶段性上行压力，货币政策大概率有宽松操作，此时无风险利率可能形成一个W型的底部，出现阶段性交易性机会。

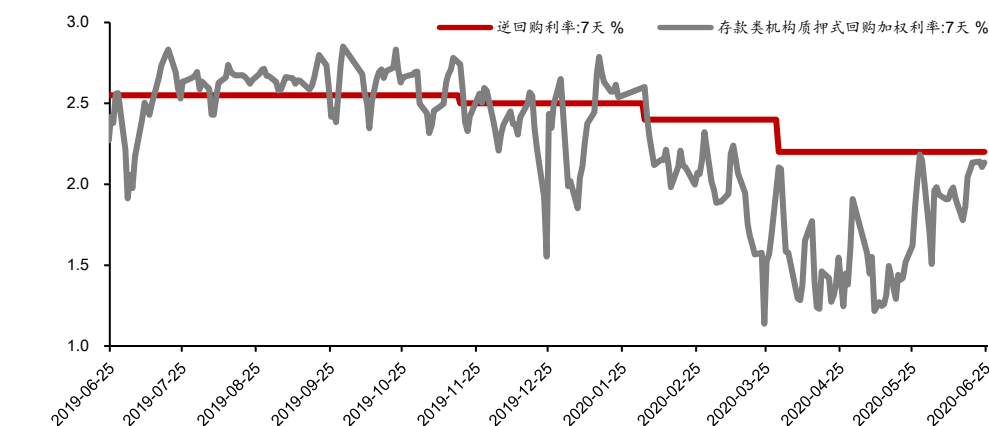
如何才能形成无风险利率W型的第二个底部？我们认为需要两个条件：第一，市场不再担心债市供给；第二，市场博弈的货币政策工具的释放，即货币政策宽松操作如降准降息的落地。

随着特别国债逐渐发行，第一个条件逐渐兑现。今年抗疫特别国债总规模1万亿，将全部采用市场化方式发行，目前已分期发行，随着后续额度发行安排的陆续落地，发行方式和发行节奏的确认将使市场对债市供给的担忧减弱，供需角度对无风险利率的压制将有缓解。

对于第二个条件，虽然4月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的时点，但我国失业率7、8月份上行压力的加大及中美博弈等外部不确定性升温可能触发央行货币宽松。截至5月，我国城镇调查失业率5.9%，距离全年目标值6%仍较为接近，从历史调查失业率季节性波动来看，7月大学生毕业季将使失业率上行+0.2至+0.3个百分点，今年超800万高校毕业生将进入劳动力市场，调查失业率存在二次冲高风险，就业为今年最重要的政策底线，保就业压力可能触发央行降息降准。另外，近期美国将疫情责任不断推向中国，升级对华为制裁等做法意味着中美之间的博弈和摩擦将是持续且多领域的，随着特朗普大选支持率降低，中美摩擦的不确定性将继续升温，外部环境也可能触发货币宽松。

若以上两项逻辑兑现，我们认为无风险利率将进入W型走势的向下区间，而直到我们可以确认流动性的确定性收紧，才能判断其上行的中期趋势。正如上文所述，我们认为四季度是短端流动性变化最重要的观察期，提示关注三季度末中央政治局会议的表述及DR007走势。进一步，明年一季度经济和就业矛盾均会缓解，保就业和稳增长目标的重要性将有弱化，此时货币政策不需要等到通胀压力或资本流出压力出现，就会提前采取前瞻性手段，确定性收紧流动性，主要目的是去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧，一旦经济大幅走高叠加流动性收紧，无风险利率将进入中期上行通道。虽然今年2月初银保监会答记者问中表示“按照资管新规要求，稳妥有序完成存量资管业务规范整改工作，对到2020年底确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”，资管新规今年存在因为疫情推迟过渡期的可能性，但如果经济回到合理区间，未来可能继续推进，并也会对债券市场形成不确定因素。从配置价值看，10年期国债收益率在2.8%至3.2%之间具备了一定的配置价值。

图 6：DR007 与 7 天逆回购利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 政策加码保障企业资金来源，信用利差或有收窄

5 月以来在流动性边际收紧的情况下，信用债收益率与无风险利率同步上行，截至 6 月 24 日，1 年、3 年、5 年和 10 年期 AA 级中债企业债到期收益率分别为 3.19%、3.74%、4.38% 及 4.82%，分别较 4 月底数值调整幅度为 82、71、69 和 11BP，历史时期除个别时间段信用违约事件集中爆发使得两者背离外，信用债收益率与无风险收益率走势基本都是趋同的。但上述企业债与国债信用利差却有收窄，截至 6 月 24 日，信用利差相比 4 月底分别回落 19、29、11 和 21BP，我们认为主要体现的是资金直达实体、经济基本面修复带来的企业信用风险压力的缓解。预计下半年，政策强化金融系统让利实体经济、持续加码保障中小微企业融资来源的情况下，未来信用利差有望继续收窄。

图 7：5 月以来流动性收紧、监管强化，信用债收益率上行

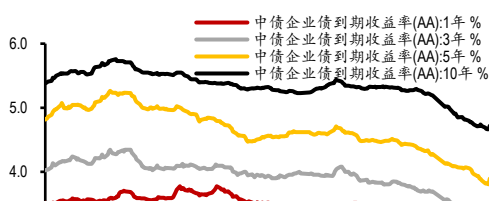
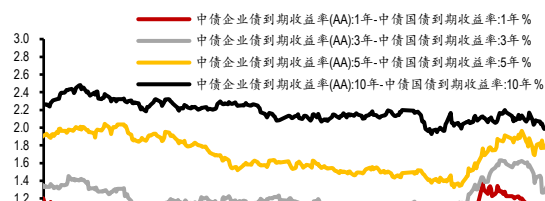


图 8：5 月以来信用利差有所收窄



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_4318

