

相关研究

《粮食供给无虑，警惕放水带来普涨——兼论如何看待近期粮价上涨》2020.06.01

《担心汇率贬值，不如关心货币贬值》2020.05.31

《疫情退潮增长恢复，谁是区域经济明星？——新型肺炎疫情影响之六》2020.05.25

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

宽松正在起变化——从宽货币到宽信用

投资要点:

- **资产价格惊人逆转。**今年疫情的爆发出人意料，但更令人意想不到的，则是疫情爆发之后全球资产价格的惊人逆转。疫情导致了罕见的经济衰退，1季度全球股市和商品大跌，债市和黄金大涨，这一表现符合逻辑。但进入2季度，全球经济远未恢复，而全球风险资产价格却出现了大幅反弹，全球主要股票指数均已收复疫情导致的失地，而油价的单季涨幅超过60%，工业金属的铜钢价格大幅反弹，中美的房价均创出历史新高，而债市成为最大输家，全球主要债市普遍下跌。
- **两种宽松意义不同。**3月份美联储带头启动了史无前例的宽松货币政策，但宽松货币政策其实有两种内涵：一种是货币宽松，另一种是信用宽松。在“货币宽松”阶段，央行先将资金注入金融体系，通常体现为金融体系中的资金充裕，利率下行进而推动债市上涨。而在信用宽松阶段，资金从金融体系流入实体经济，而股市、房市以及工业商品大多与实体经济的表现有关，因而信用宽松有利于这些风险资产。2季度全球资产价格表现的逆转，说明宽松货币政策的重心发生了变化，从货币宽松过度到了信用宽松的阶段。
- **货币宽松一步到位。**过去全球的利率水平相对比较正常，因而货币宽松可以持续比较长的时间。当前全球实施正利率的主要央行已经所剩无几，因而货币宽松的空间也非常有限。例如，日本和欧元区早已深陷负利率，因而其降息周期还没有开始就已经结束了。即便是正利率的美国，本轮降息周期不到8个月就走完了，一共才降息了4次。而中国当前1年期存款基准利率仅为1.5%，远低于08年时的4.14%，加上5月份时隔夜回购利率一度创下0.75%的历史最低值，也意味着货币宽松出现瓶颈。
- **信用宽松直达实体。**由于过去的利率水平足够高，央行只要有足够的耐心，等到利率下降到一定程度之后必然会刺激信贷需求回升，进而推动经济复苏。而当前主要经济体的利率已经降无可降，这也意味着靠降息来刺激信贷需求的传统模式已经失效。因而央行不能再坐等商业银行放贷，而是通过各种创新工具直接向实体经济发放信贷。在美国，直接开启了财政赤字货币化，也就是财政和央行联手创造信贷需求。在中国，央行推出了多项直达实体经济的货币政策工具。其结果就是中美的信贷增速均出现大幅回升。
- **经济通胀有望回升。**在金融危机之后，欧美的经济复苏都离不开信贷增速的回升，而当前无论美国还是欧元区的信贷增速都创出近10年的新高，有助于下半年欧美经济的复苏。在中国，经济更加依赖于融资增长，社融增速的持续回升也有望支撑后续中国经济的逐渐复苏。而信贷高增同时也意味着货币高增，在实体经济复苏偏慢的背景下，其另一个重要影响是通胀预期的迅速回归。经济和通胀的回升对风险资产有利而对债市不利，因而未来无论是股市、房产还是商品都可以择优配置，但对债市仍需继续防范风险。

目 录

1. 资产价格惊人逆转	5
2. 两种宽松意义不同	8
3. 货币宽松一步到位	10
4. 信用宽松直达实体	13
5. 经济通胀有望回升	19

图目录

图 1	1 季度全球主要资产价格涨跌幅 (%)	5
图 2	美国历史失业率 (%)	6
图 3	2020 年 2 季度以来全球主要股市涨幅 (%)	6
图 4	2020 年 2 季度以来全球主要商品期货价格涨幅 (%)	7
图 5	美国 Case-Shiller 房价指数	7
图 6	中国百城住房均价 (元/平方米)	7
图 7	2 季度全球主要安全资产涨跌幅 (%)	8
图 8	中证股票基金、债券基金涨跌幅	8
图 9	宽松货币政策的两种内涵	9
图 10	货币宽松的表现及其影响	9
图 11	信用宽松的表现及其影响	10
图 12	近几轮主要经济体降息周期中降息次数 (次)	10
图 13	次贷危机时期主要经济体降息幅度 (%)	11
图 14	两次危机前主要经济体基准利率对比 (%)	11
图 15	美国近三轮降息周期时长 (月)	12
图 16	中国 1 年期存款基准利率 (%)	12
图 17	7 天逆回购招标利率、1 年期 MLF 中标利率 (%)	13
图 18	中国银行间质押回购利率 R001 (%)	13
图 19	美国银行信贷增速、最优惠贷款利率 (%)	14
图 20	中国社融余额增速、人民币贷款基准利率 (%)	14
图 21	央行宽信用方式的变化	15
图 22	财政赤字货币化与各类量化宽松的区别	15
图 23	日本本地银行信贷与票据余额 (万亿日元)	15
图 24	日本央行新增资产占比 GDP	16
图 25	日本财政赤字率 (%)	16
图 26	美国新发国债、美联储新购国债/GDP (%)	17
图 27	美国贷款余额增速 (%)	17
图 28	中国央行今年以来主要宽信用政策	18
图 29	2020 年前 4 月社融及分类同比多增 (亿元)	18
图 30	社融同比多增额、社融余额增速 (亿元、%)	19

图 31	美国贷款增速、GDP 同比增速 (%)	19
图 32	欧元区信贷增速、GDP 同比增速 (%)	20
图 33	中国社融余额增速、发电量增速 (%)	20
图 34	中国 M2 增速、CPI (%)	21
图 35	不同宽松环境下资产配置选择	21

1. 资产价格惊人逆转

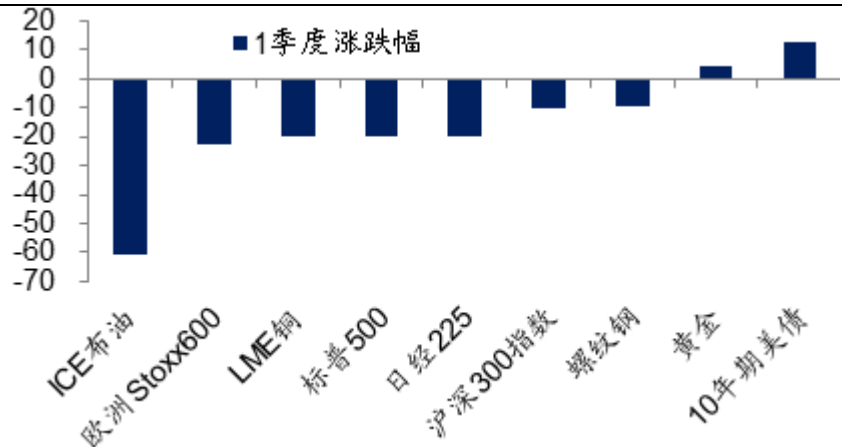
没有人能想到，今年新冠肺炎疫情会突如其来，并迅速席卷全球。但更令人意想不到的，则是疫情爆发之后全球资产价格的惊人逆转。

1 季度风险资产领跌。

从逻辑上说，疫情对全球经济造成了巨大的伤害，IMF 预测今年全球经济的衰退幅度将仅次于上个世纪的全球大萧条，那么与经济增长有关的股市、房产和工业商品等风险资产必然会受损，而黄金和国债等安全资产则会受益。

事实上，1 季度的各类资产表现也确实如此。美股在 3 月份出现了五次熔断，从 2 月中旬到 3 月下旬，美股的最大跌幅高达 35%。ICE 布油价格在 1 季度下跌了 61%，NYMEX 原油价格跌幅高达 67%。相比之下，黄金价格上涨 3.9%，10 年期美债利率下行 125bp、相当于上涨了 12.5%。

图1 1 季度全球主要资产价格涨跌幅 (%)

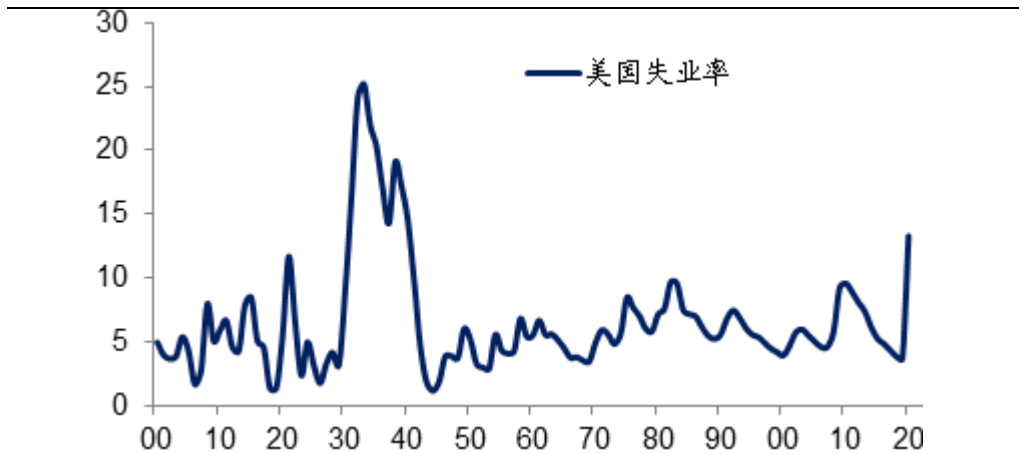


资料来源：Wind，海通证券研究所

2 季度风险资产领涨。

进入 2 季度以来，全球疫情虽然有所改善，但远没有恢复正常。美国上周公布的 5 月非农就业数据超预期增长了 250 万，但美国劳工统计局随后发表声明称这一数据存在误差，且由于 4 月份非农就业减少了创纪录的 2050 万，目前失业率依然高达 13.3%，2 季度经济出现大幅衰退依然是确定无疑。美国纽约联储在 6 月 5 日的最新预测显示，美国 2 季度 GDP 将环比萎缩 25.5%。

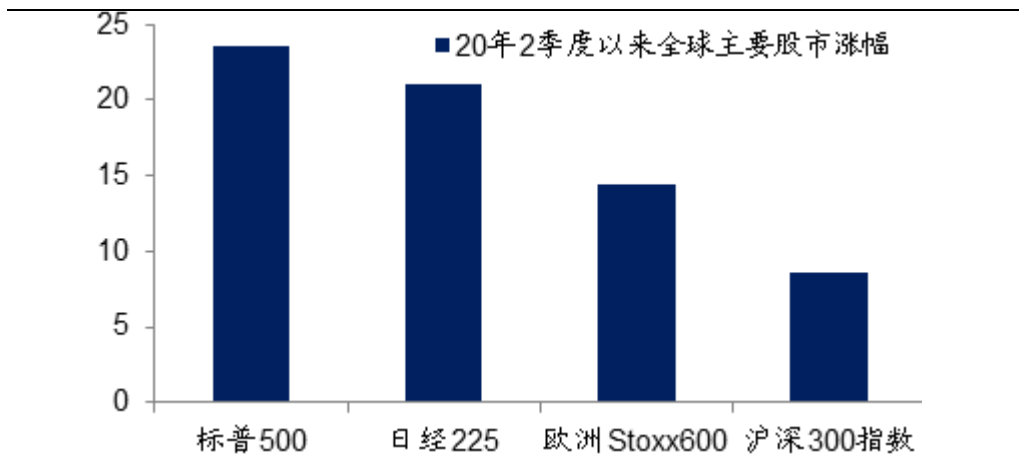
图2 美国历史失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2020年为5月份数据

然而到了2季度,全球风险资产价格却出现了大幅反弹。截止上周末,全球主要股票指数诸如美国标普500指数、日经225指数、德国DAX指数、中国沪深300指数均大幅上涨,并且基本收复疫情导致的失地,都回到了疫情之前的点位水平。

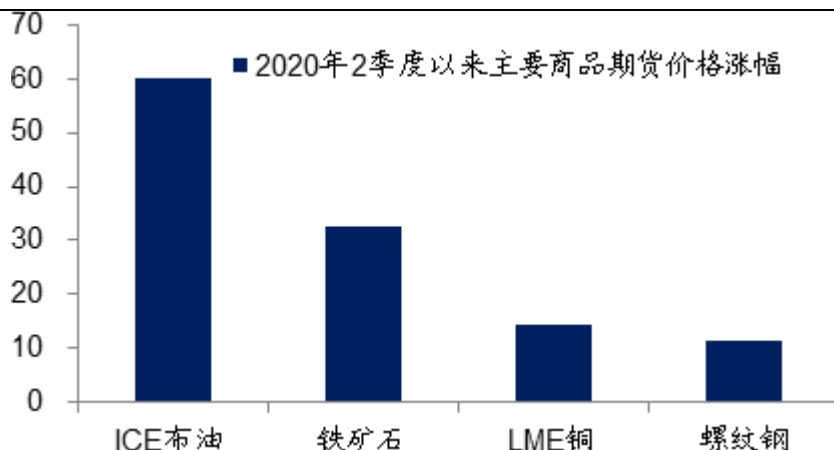
图3 2020年2季度以来全球主要股市涨幅 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止6月5日

在商品市场,一度出现期货负结算价的原油价格大幅上涨,ICE布油价格已经回升到40美元/桶以上,2季度大涨了60%。而2季度的铁矿石期货价格大涨了32.6%,螺纹钢和铜的期货价格涨幅也都超过了10%。

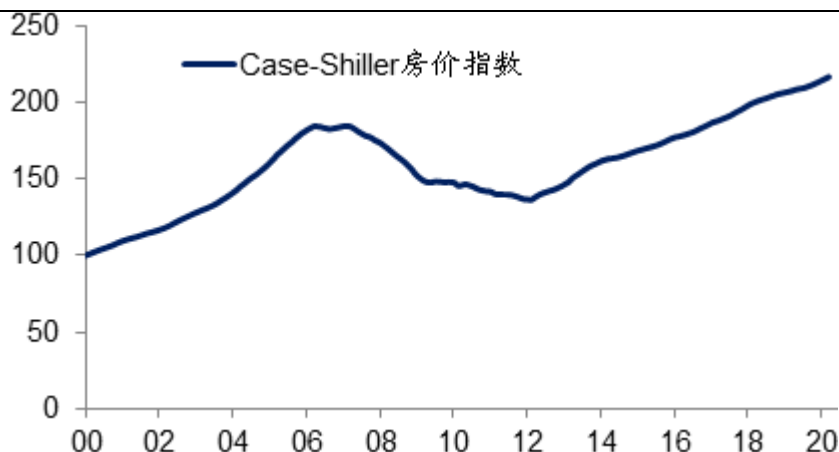
图4 2020年2季度以来全球主要商品期货价格涨幅(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止6月5日

在房地产市场,即便是在美国疫情最为严重的3、4月份,其3月的Case-Shiller全国房价指数、4月的全国现房销售中间价均创出历史新高。

图5 美国Case-Shiller房价指数



资料来源: 圣路易斯联储, 海通证券研究所

在中国,中指研究院公布的全国百城住宅均价在经历2、3月份的小幅回落之后,在4、5月份也创出新高。

图6 中国百城住房均价(元/平方米)

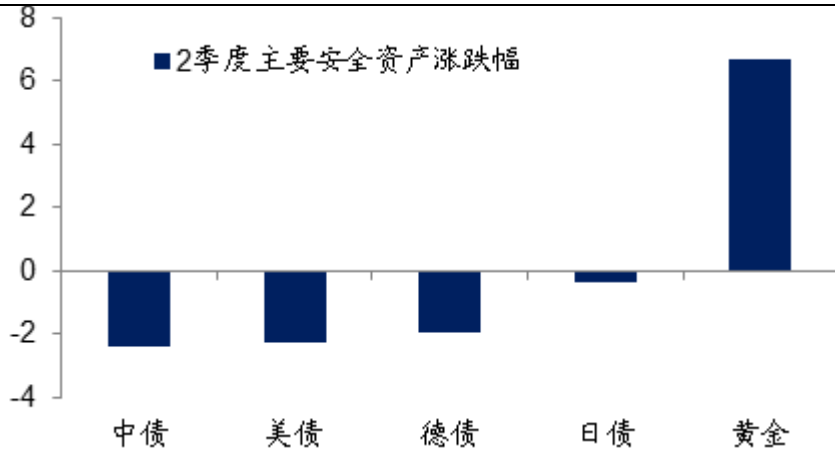


资料来源: Wind, 中国指数研究院, 海通证券研究所

在2季度,作为安全资产的黄金价格上涨6.7%,虽然依旧上涨,但表现已经远不如同期的部分股市和工业商品。

而在 2 季度表现最差的，其实是债券市场。截止上周末，10 年期中债、美债、德债和日债利率分别比 1 季度末上升 24、23、20 和 4bp，相当于分别下跌了 2.4%、2.3%、2%和 0.4%。

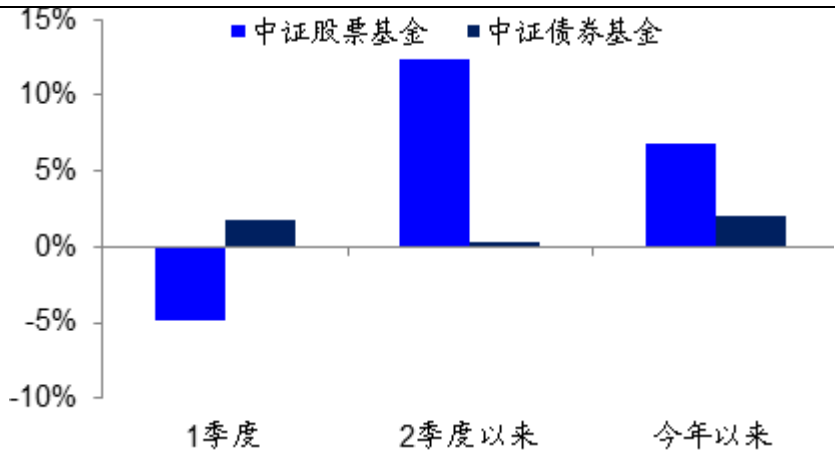
图7 2 季度全球主要安全资产涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止 6 月 5 日

如果在中国资本市场上投资并且分别购买债券基金和股票基金，我们以中证基金指数来计算持有期回报率。1 季度债基回报率为 1.8%，远好于股基的下跌 4.9%。但 2 季度的股基回报率高达 12.3%，远高于债基的 0.3%。截止目前年内股基的累计收益率为 6.8%，远好于债基的 2%。

图8 中证股票基金、债券基金涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止 6 月 5 日

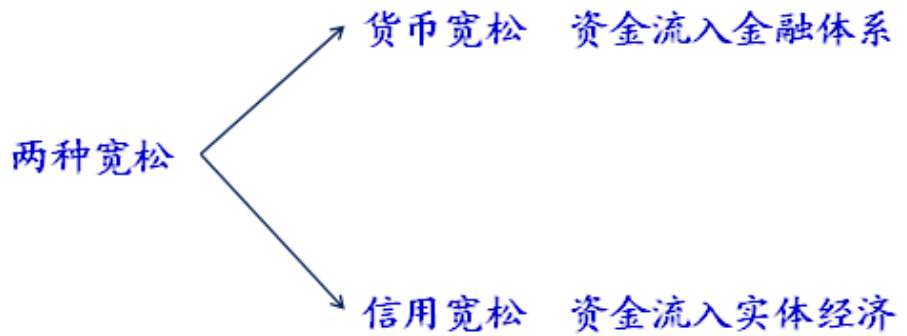
为什么资产价格的表现会发生如此惊人的逆转？

2. 两种宽松意义不同

我们知道，任何一类资产价格的上涨，都离不开资金的支持，也就是宽松的货币环境。而且我们也见证了 3 月份美联储启动了史无前例的宽松货币政策，包括重启了零利率，以及宣布不限量的量化宽松货币政策。

为什么在宽松的货币环境之下，各类资产价格的表现会出现如此大的差异？如果大家仔细想一想，宽松其实有两种含义：一种是货币的价格很便宜，也就是利率很低；另一种是货币的数量很多，这两种宽松其实并不一样。与此相应，宽松货币政策其实也有两种内涵：一种是货币宽松，另一种是信用宽松。

图9 宽松货币政策的两种内涵



资料来源：海通证券研究所

货币宽松资金入虚。

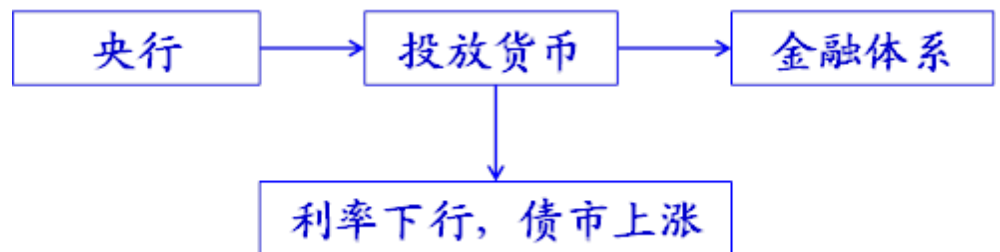
货币宽松主要体现为金融市场（虚拟经济）的资金充裕、利率下降。

在任何一个国家的金融体系中，中央银行都高高在上，可以看做银行背后的银行。也就是说，中央银行往往不直接与实体经济发生交易，而只与商业银行等金融机构打交道，相当于直接作用于金融体系，并间接影响实体经济。

因此，当中央银行实施宽松货币政策时，首先需要把资金注入金融体系。而在金融体系中，随着资金供给的增加，往往利率也会下降。

所以，可以把“货币宽松”看做是央行实施宽松货币政策的第一步，通常体现为金融体系中的资金充裕，利率下行进而推动债市上涨。

图10 货币宽松的表现及其影响



资料来源：海通证券研究所

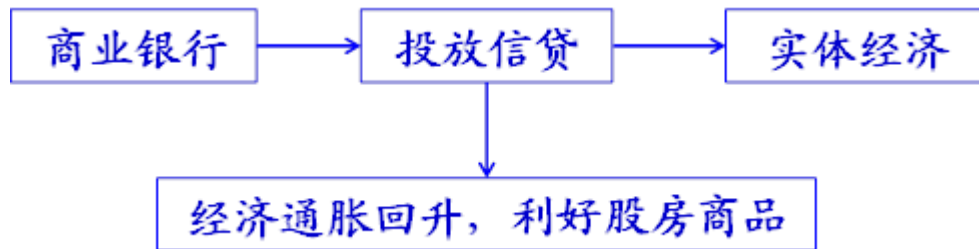
信用宽松资金入实。

但是，央行实施宽松货币政策的最终目标并非是把资金注入虚拟经济，而是希望商业银行把资金投向实体经济，这就是宽松货币政策的第二步“信用宽松”。

在正常情况下，随着金融体系中资金的充裕，商业银行可以用于放贷的资金也会增加，同时随着利率的下行，实体经济对于信贷的需求也会回升，最终资金就会从虚拟经济流向实体经济，体现为信贷投放的增长。

而一旦开始了信用宽松，意味着资金持续流入实体经济，而股市、房市以及工业商品大多与实体经济的表现有关，因而信用宽松有利于这些风险资产。

图11 信用宽松的表现及其影响



资料来源：海通证券研究所

因此，全球资产价格表现的逆转，说明宽松货币政策的重心发生了变化，从货币宽松过度到了信用宽松的阶段。

3. 货币宽松一步到位

过去降息周期很长。

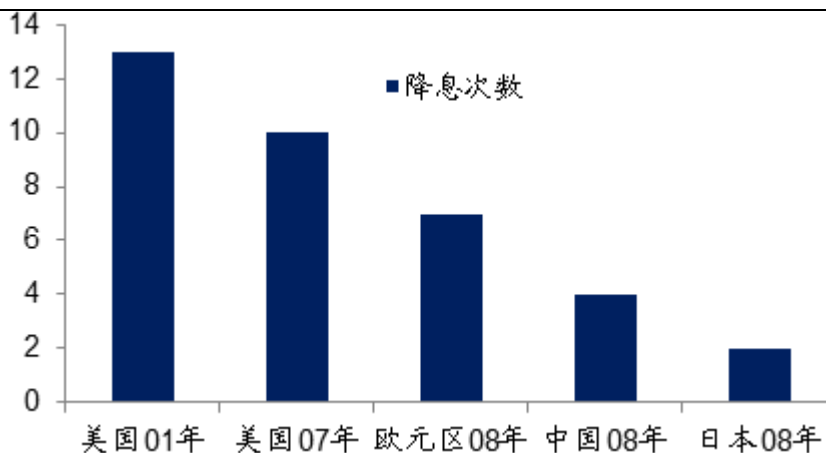
过去全球的利率水平相对比较正常，因而降息周期往往可以持续较长的时间，这意味着货币宽松持续的时间也比较长。

以美国为例，前两轮加息周期时利率的峰值分别为 6.5%和 5.25%，由于利率水平足够高，因而美联储有足够的时间和空间来下调利率。

在科网股泡沫破灭之后，美国从 01 年 1 月开始降息，到 03 年 6 月最低将利率降至 1%，降息周期长达 29 个月，期间一共降息 13 次，合计降息 550bp。

在次贷危机时期，美国从 07 年 9 月开始降息，到 08 年 12 月正式实施零利率，降息周期也达到了 15 个月，期间一共降息 10 次，合计降息 500bp。

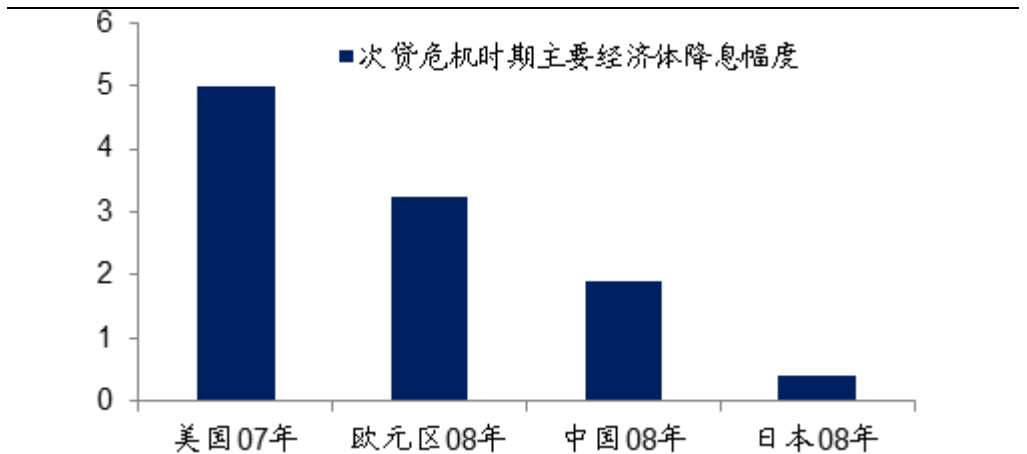
图12 近几轮主要经济体降息周期中降息次数（次）



资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴时间为降息起始年份

在上一轮降息周期之前，全球主要央行都在实施正利率，因而主要央行在 08 年都有过降息，例如欧央行降息 325bp，中国央行降息 189bp，即便连日本央行也降息了 40bp。

图13 次贷危机时期主要经济体降息幅度(%)

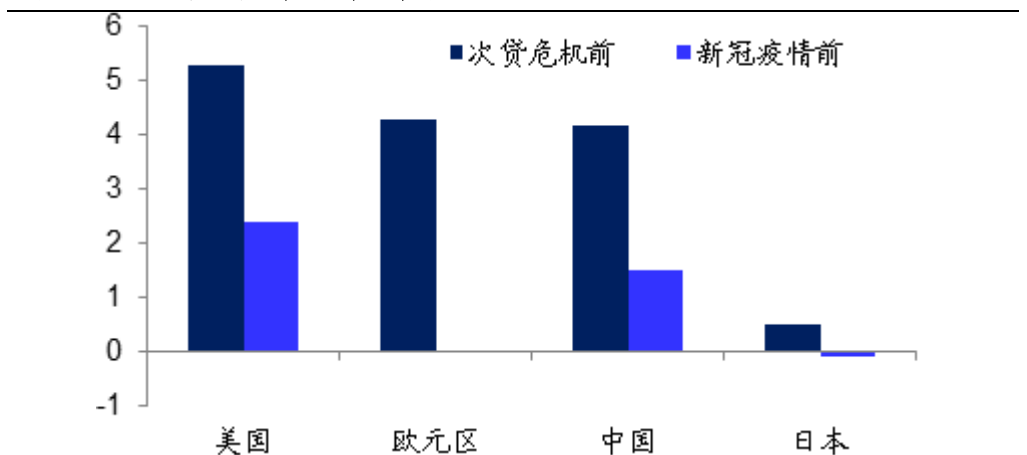


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴时间为降息起始年份

如今降息周期很短。

而在这一次的疫情冲击之前, 在全球主要央行中, 实施正利率的经济体已经所剩无几, 这意味着可以降息的空间相对有限, 因而降息周期普遍很短。例如, 日本和欧元区早已深陷负利率, 因而其降息周期还没有开始就已经结束了。

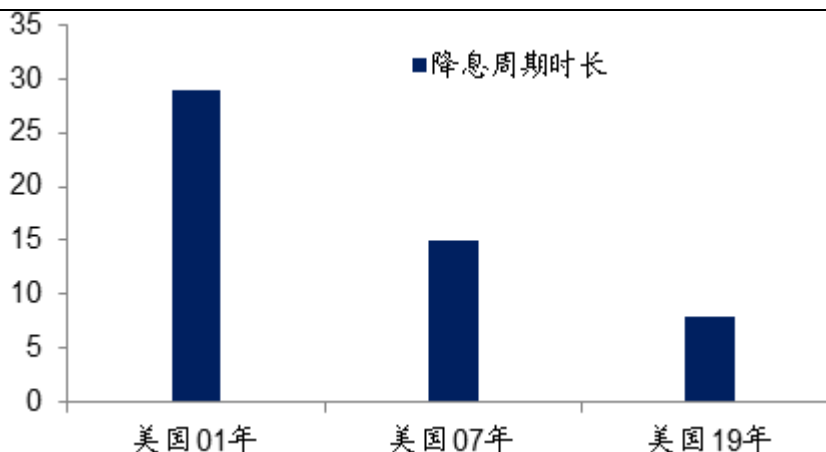
图14 两次危机前主要经济体基准利率对比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 中国为1年期定存基准利率

美国在本轮降息周期之前, 基准利率最高达到 2.25-2.5%, 利率水平不到以往两轮降息周期前峰值的一半。因而从美国 19 年 7 月末开始降息, 到今年 3 月实施零利率, 一共才降了 4 次息, 降息周期的时长不足 8 个月。

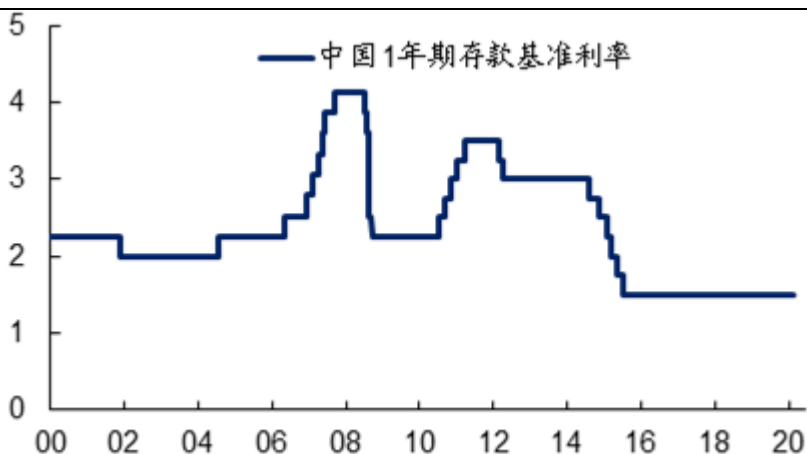
图15 美国近三轮降息周期时长（月）



资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴时间为降息起始年份

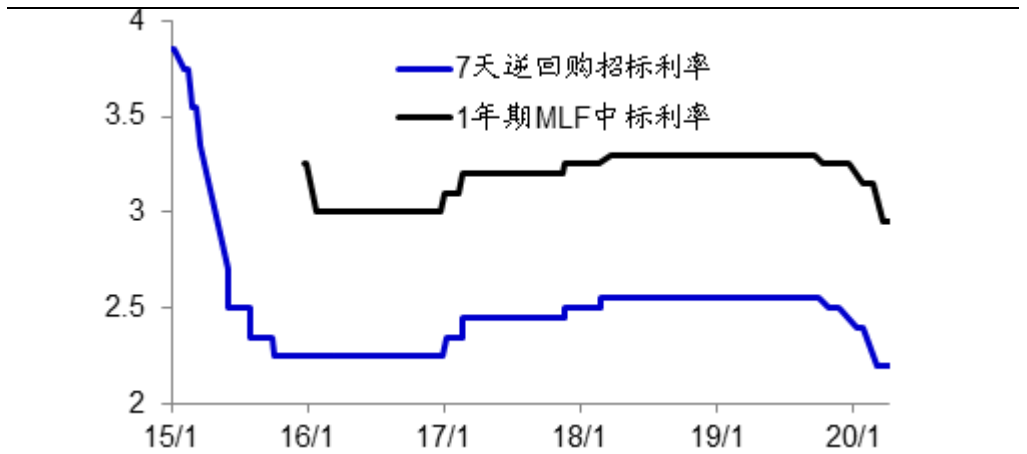
而中国在疫情发生之前，1年期存款基准利率早已降至1.5%的历史最低位，考虑到通胀之后，已经是实际负利率。和08年时存款利率高达4.14%相比，本轮的降息空间也要小得多。

图16 中国1年期存款基准利率（%）



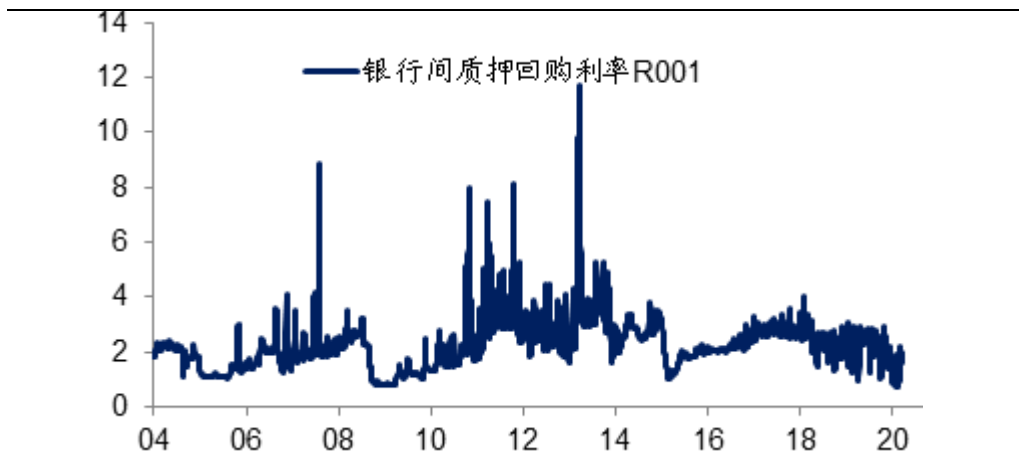
资料来源：Wind，海通证券研究所

本轮中国央行并未下调1年期存款基准利率，而是下调公开市场操作利率，其中标志性的7天逆回购招标利率从去年11月开始下调，到今年6月份一共下调了3次，利率从2.55%降至2.2%。

图17 7天逆回购招标利率、1年期MLF中标利率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

虽然与1年期存款基准利率相比,央行的公开市场利率貌似还有下调空间。但从市场利率来观察,交易量最大的隔夜质押回购利率R001在5月份最低降至0.75%,已经低于08年金融危机时期创下的0.8%左右的历史最低值,说明货币进一步宽松的空间非常有限。

图18 中国银行间质押回购利率R001(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 为日度数据

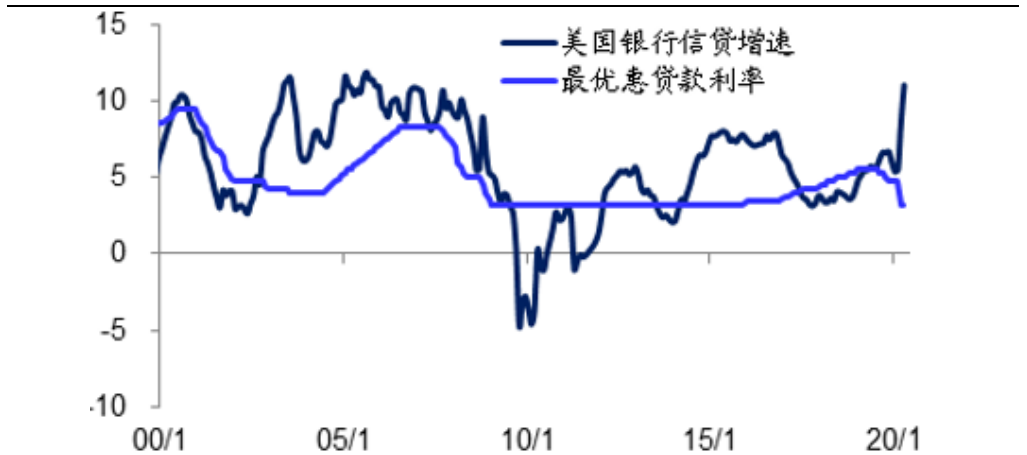
4. 信用宽松直达实体

过去信用传导顺畅。

由于过去的利率水平足够高,因而从宽货币向宽信用的传导顺畅,央行只要有足够的耐心,等到利率下降一定程度之后必然会刺激信贷需求回升,进而推动经济复苏。

以美国为例,在科网股泡沫破灭之后,美联储从01年1月开始降息,到了02年6月份信贷增速开始见底回升,其经济增速也在02年开始逐渐回升。在08年次贷危机破灭之后,美联储将利率降至零,之后到09年末美国的信贷增速见底回升,美国经济也是从09年下半年开始逐渐复苏。

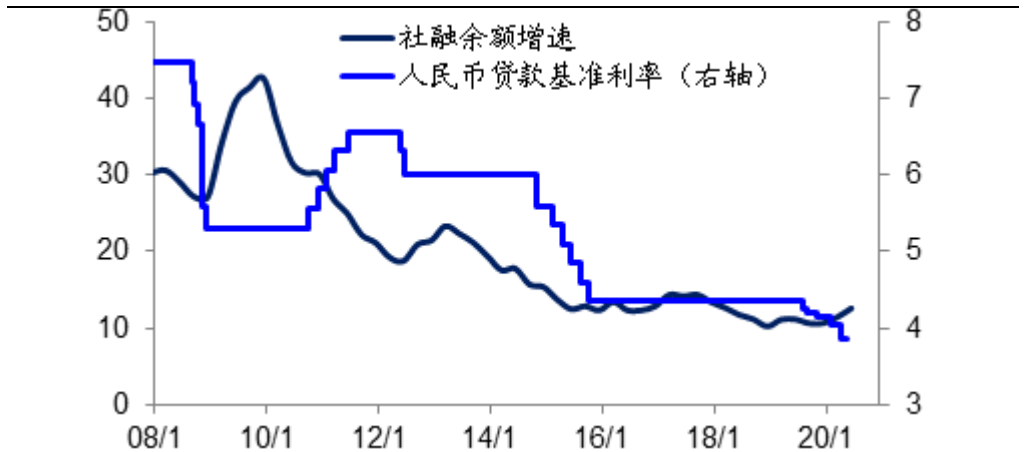
图19 美国银行信贷增速、最优惠贷款利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从中国来看, 在 08 年之后曾经发生过 3 次降息周期, 目前是第 4 次。而在前三轮降息周期结束之后, 均出现了社会融资总量余额增速的回升, 以及经济增速的阶段性反弹。

图20 中国社融余额增速、人民币贷款基准利率 (%)



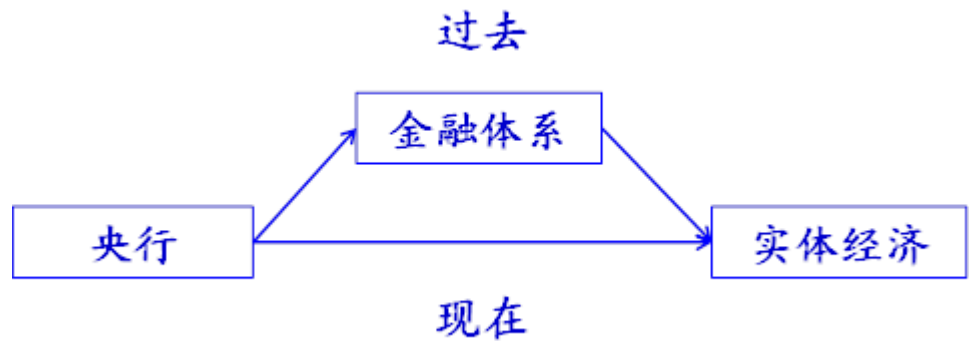
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 19 年 8 月后基准利率为 LPR

本轮央行直接上场。

与以往宽松周期的最大区别在于, 本轮主要经济体的利率已经降无可降, 这也意味着靠降息来刺激信贷需求的传统模式已经失效, 出现了流动性陷阱。

再加上新冠疫情的巨大冲击, 美国失业率创下 1940 年代以来的新高, 中国 1 季度 GDP 增速也出现了改革开放以来罕见的负增长, 各国稳定经济增长的任务迫在眉睫, 因而央行不能再坐等商业银行放贷, 而是通过各种创新直接向实体经济发放信贷。

图21 央行宽信用方式的变化

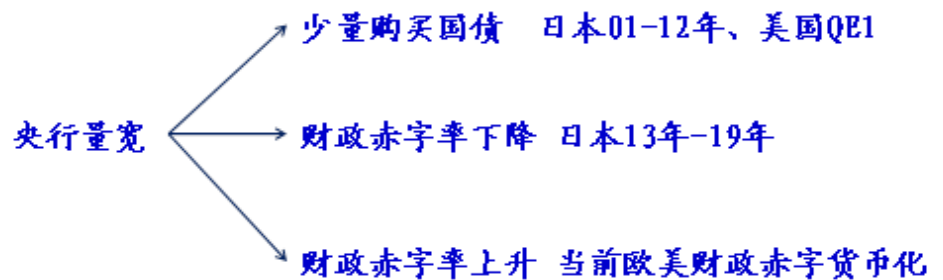


资料来源：海通证券研究所

美国财政货币联手。

在美国，直接开启了财政赤字货币化，也就是财政和央行联手创造信贷需求。需要注意的是，财政赤字货币化与量化宽松并不一样，关键区别在于财政赤字率是否大幅上升，以及央行购买的资产规模是否足够大。

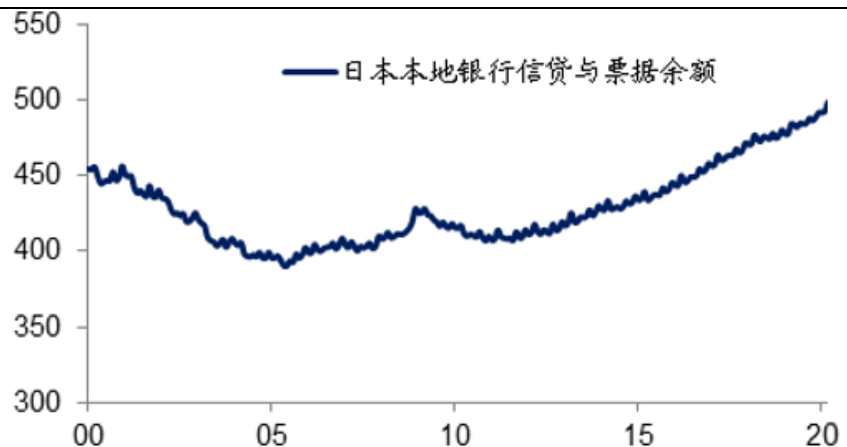
图22 财政赤字货币化与各类量化宽松的区别



资料来源：海通证券研究所

例如日本曾经实施了 20 年的量化宽松货币政策，但未能增加信贷需求。截止 2020 年 3 月，日本国内银行信贷余额为 498.5 万亿日元，只比 2000 年增加了 10%，年均增幅不到 0.5%。

图23 日本本地银行信贷与票据余额（万亿日元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

原因在于，在头 12 年日本央行的量化宽松购买的资产太少，这一期间的财政赤字主要被私人部门购买，形成了挤出效应而未增加总需求。

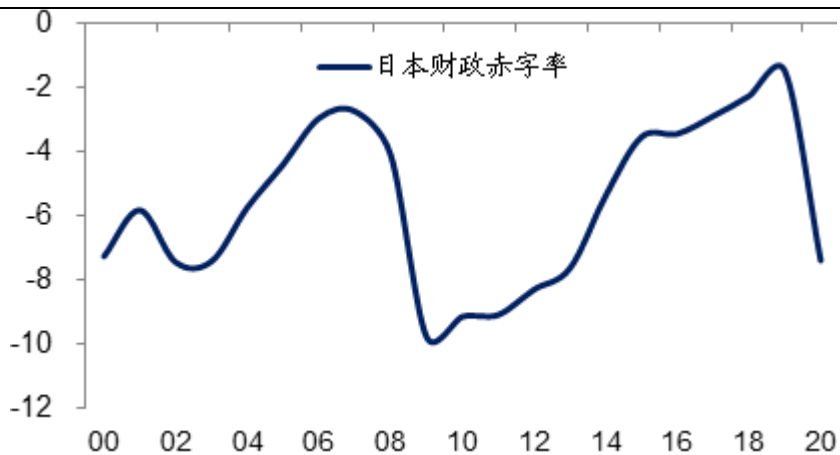
图24 日本央行新增资产占比 GDP



资料来源：Wind，海通证券研究所

而在后 8 年日本央行虽然大幅增加了资产购买规模，但同期财政赤字率大幅压缩，央行购买的主要是存量的国债，因而央行投放的资金主要形成了金融市场的财富效应，而非能增加穷人的财富和消费。

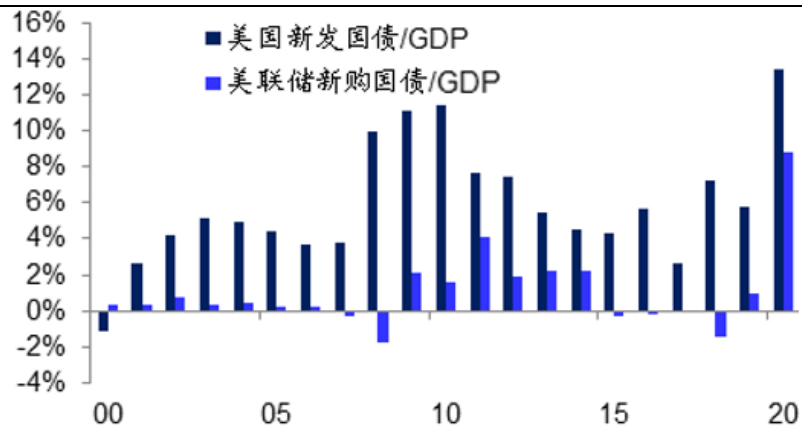
图25 日本财政赤字率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在 08 年金融危机之后，美国也曾出台了 3 轮量化宽松政策，但在其第一轮量化宽松期间，仅购买了 3000 亿美元的国债，而美国在 09 年就发行了 1.6 万亿美元的国债，这意味着大量的国债被私人部门用储蓄买走了，其实也是严重的挤出效应。而在 QE2 期间，美国大幅增加了国债购买力度，同时财政赤字率保持高位，之后信贷增速明显回升。

图26 美国新发国债、美联储新购国债/GDP (%)

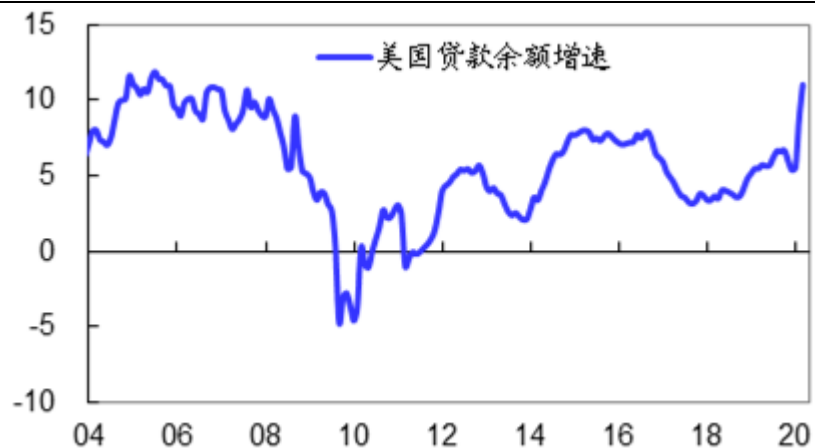


资料来源：Wind，海通证券研究所，20年数据截止5月末

而这一次美国财政直接出台了4轮刺激计划，合计刺激总规模达到3万亿美元，预计全年财政赤字将达到3.7万亿美元，而这些财政刺激直接发给居民和企业使用，从而进入实体经济。与此同时，美联储开启了不限量的量化宽松货币政策，今年以来购买了3万亿美元的资产，买走了大部分的新发国债。这就相当于央行和财政联手，直接创造出了信贷需求。

在2020年2月，美国银行信贷增速为5.6%，而在3月份天量财政刺激和量化宽松生效之后，美国银行信贷增速连续两月回升，其中3月增速升至8.7%，4月增速升至11%，这一增速也创下了06年以来的新高。

图27 美国贷款余额增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

中国央行直达实体。

在中国，央行为了防控疫情，推出了多项直达实体经济的货币政策工具，其中涉及的新增贷款规模为2.8万亿，涉及的贷款本金延期规模为3.7万亿。

其中有3000亿是抗疫专项再贷款，1.5万亿是普惠性再贴现再贷款。这部分贷款在资金投放上采取“先贷后借”的报销制管理，金融机构先向企业发放符合要求的贷款，再等额向央行申请再贷款，这其实相当于央行在提供贷款。

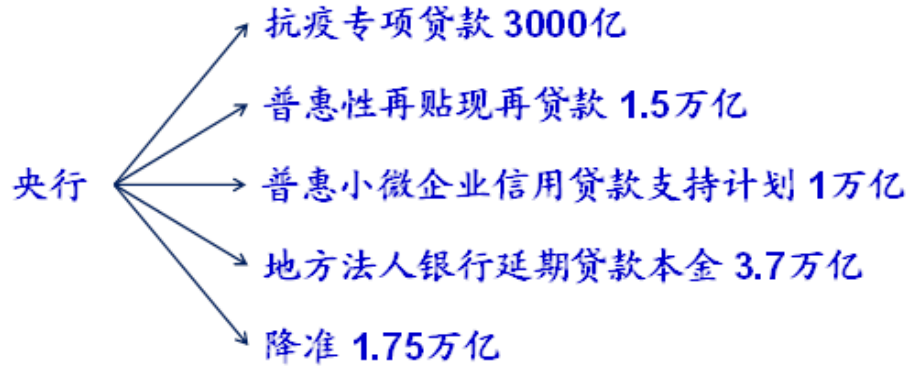
还有1万亿是普惠小微企业信用贷款支持计划。央行提供4000亿的再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，购买符合条件的地方法人银行2020年3月1日至12月31日期间新发放普惠小微企业贷款的40%，相当于激励地方法人银行用6000亿的资金发放1万亿的贷款。

还有400亿再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率

互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元。

除了央行创造各种直达实体的货币政策工具以外，今年以来央行 3 次降准，给商业银行提供了 1.75 万亿资金，也可以额外用来放贷。

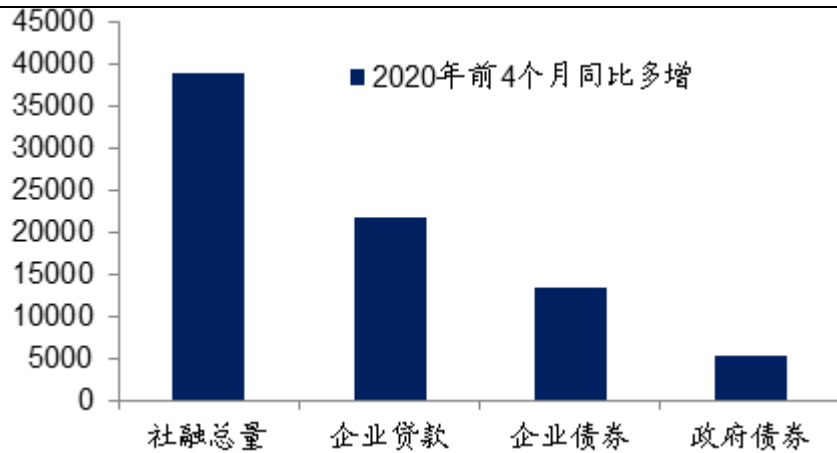
图28 中国央行今年以来主要宽信用政策



资料来源：央行官网，海通证券研究所

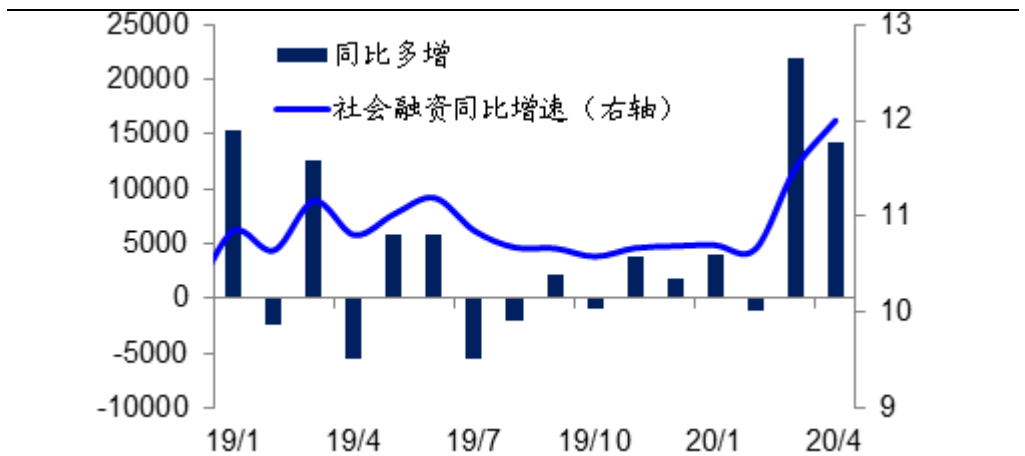
而在融资需求方面，今年我国预计新增财政赤字 8.5 万亿，比去年增加 3.6 万亿。同时从前 4 个月的融资数据来看，城投债净发行 9500 亿，同比多增 4500 亿；新增企业贷款 7 万亿，同比多增 2.2 万亿，而通常企业贷款中的 80% 左右都是国有企业贷款。

图29 2020 年前 4 月社融及分类同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

这相当于一面是财政显性和隐性信用背书之下的融资扩张，另一面是央行通过降准、再贴现再贷款、以及各种创新的直达实体的货币政策工具来配合，其结果就是 4 月份的社融增速回升到 12%，连续两月出现明显回升。

图30 社融同比多增额、社融余额增速 (亿元、%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 经济通胀有望回升

因此, 本轮全球央行货币政策与 08 年金融危机时期存在明显区别, 当时主要央行利率仍有较大下行空间, 因而货币政策主要体现为大幅降息, 虽然美国和日本当年也启动了量化宽松, 但央行购买的国债规模非常有限, 并没有直接创造出明显的信贷增长。

而这一次的全球货币政策很快就碰到了零利率的利率地板, 但主要央行很快就启动了大规模的量化宽松, 同时配合财政大幅举债, 直接创造出了巨额的信贷增长。

经济有望缓慢复苏。

在美国, 无论是在 02 年还是 09 年的经济复苏过程中, 信贷增速的回升都发挥了重要的作用。

图31 美国贷款增速、GDP 同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在欧元区, 其 14 年以后的经济改善也伴随着信贷增速的回升。而当前无论美国还是欧元区的信贷增速都创出近 10 年的新高, 这意味着在经历 2 季度经济的大幅下滑之后, 下半年美欧经济的复苏仍可期待。

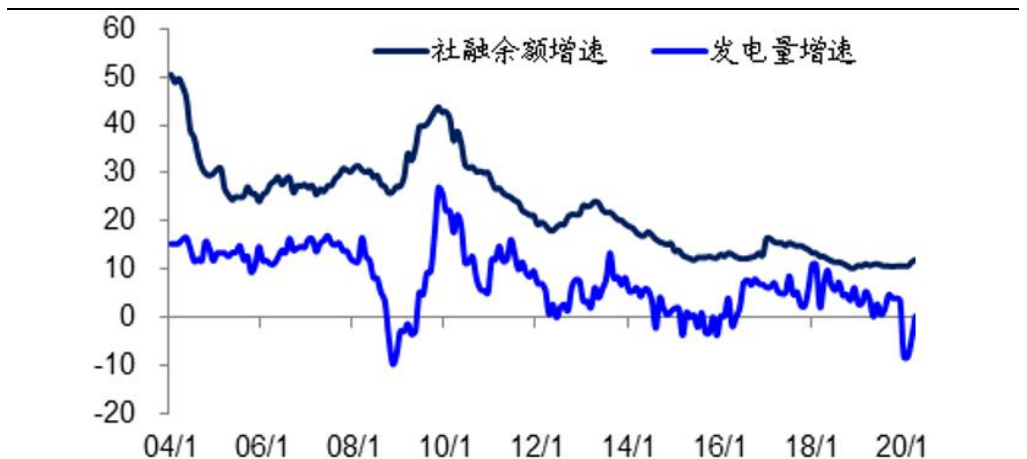
图32 欧元区信贷增速、GDP 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在中国, 经济更加依赖于融资增长。由于中国 GDP 增速的变化缺乏弹性, 如果用发电量增速来代表中国经济的变化, 在 08 年之后曾经出现过 3 轮比较明显的经济复苏, 并且都伴随着社融增速的见底回升。而今年 4 月份的社融增速回升至 12%, 我们预计年末的社融增速有望回升至 14%, 社融增速的持续回升也有望支撑后续中国经济的逐渐复苏。

图33 中国社融余额增速、发电量增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀预期趋于回升。

而信贷高增同时也意味着货币高增, 在实体经济复苏偏慢的背景下, 其另一个重要影响是通胀预期的迅速回归。

为何过去日本、欧元区长期 QE 也未能产生通胀? 关键是没有能创造出足够多的信贷和广义货币, 这意味着央行 QE 只是产生了基础货币, 在金融体系内部循环。但这一次全球财政和央行联手, 直接创造了巨额信贷和广义货币, 意味着资金进入了实体经济, 其实就会形成对物价的拉动。

从中国的历史数据来看, 历次货币高增都会推动通胀上升, 当前中国的广义货币增速已经回升至 11.1%, 我们预计年末的广义货币增速有望回升至 13% 以上, 与此相应预计 CPI 将有望在下半年重新见底回升。

图34 中国 M2 增速、CPI (%)

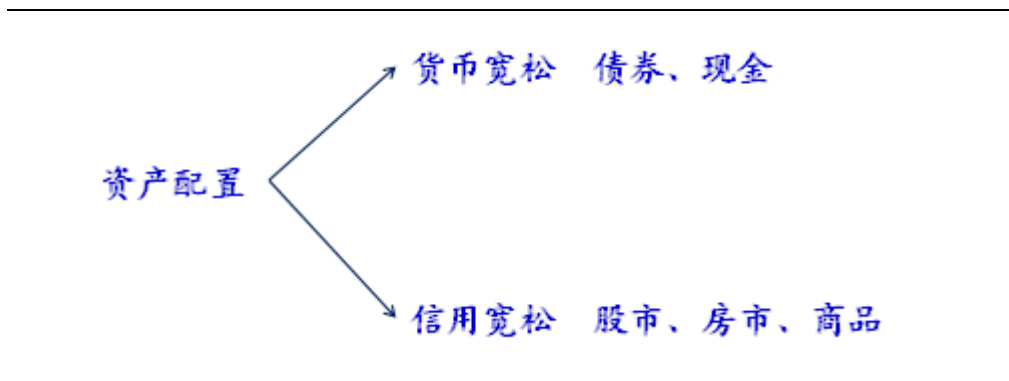


资料来源：Wind，海通证券研究所

配置股房商品，债市防范风险。

随着信贷融资增速的大幅上升，经济有望缓慢恢复，通胀预期趋于回升，这一环境对风险资产有利，因而未来无论是股市、房产还是商品都可以择优配置。与此同时，经济通胀的回升均对债市不利，未来债市仍需继续防范风险。

图35 不同宽松环境下资产配置选择



资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lggk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨震(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金鑫(010)58067851 gjx12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com