

2020 年 06 月 14 日

十论“复苏牛”之四：不只是修复，而是新一轮信用周期启动

■投资要点：

近期我们与投资者交流，有部分投资者担心海内外疫情二次爆发，我们认为海外整体趋势依然是复工与复苏，只是过程中会因疫情有反复，但海外对疫情的态度、措施与经验都已显著改善。另外一方面，在这一过程中，全球央行仍然将保持灵活，对于资产价格形成支撑。而国内对于疫情的控制措施包括追踪、检测、隔离等都更加高效，更无需过度担忧。

另外也有相当多投资者对于经济复苏的持续性仍有较大疑虑，认为经济只是部分修复，很难回到疫情前水平。我们认为投资者需要看到，当前资金供需环境有利，叠加外部弱美元的环境，央行多措施并举推动“宽信用”，企业家信心大幅回升，新一轮信用周期正在启动中，这是疫情前都不具备的，因此我们认为后续经济数据有望超越市场预期。

中期来看，未来几个月 A 股的核心依然要把握住“复苏牛”的大趋势，短期如果因为对流动性和海外疫情的担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。近期行业重点关注：新能源汽车、苹果链、云计算、互联网、医药、通信、券商等，主题重点关注自主可控、卫星互联网等。

■风险提示：

1.海外疫情超预期，2.全球经济低预期，3.政策推进低预期等。

投资策略主题报告

证券研究报告

陈果

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517010001
chenguo@essence.com.cn
021-35082010

易斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100005
yibin@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 金融数据再超预期.....	3
2. 新一轮信用周期开启中.....	6

图表目录

图 1: 单月新增社融 (亿元)	4
图 2: 社融, 贷款与 M2 同比.....	4
图 3: CPI 与 PPI 回落.....	4
图 4: 历史上 A 股上行期社融同比和利率的变动情况 (%)	4
图 5: 社融同比与 A 股 EPS 增速 (%)	5
图 6: 6 大发电集团日均耗煤量周度同比 (%)	5
图 7: 30 大中城市房地产销售同比.....	5
图 8: 社会钢材库存 (万吨)	5
图 9: 乘用车销量同比 (%)	5
图 10: 美国赤字率上升将推动美元走弱 (%)	6
图 11: 弱美元更加有利于新兴市场.....	6
图 12: 实体部门宏观杠杆率变动情况 (%)	7
图 13: 实体部门宏观杠杆率水平 (%)	7
图 14: 工业企业负债规模持续下降 (%)	8
图 15: 供给侧改革以来工业企业负债结构不断优化 (%)	8
图 16: 金融供给侧改革抑制了金融空转现象 (%)	9
图 17: 金融供给侧改革抑制了银行表外规模的扩张 (%)	9
图 18: 疫情后企业经营预期迅速改善 (%)	9
图 19: 政策利率整体下行 (%)	10
图 20: 美国 TFP 变动情况 (%)	10
图 21: 资本, 劳动和 TFP 对中国 GDP 增速的贡献度 (%)	11
表 1: 安信研究·6 月金股组合.....	11

本周受到海外疫情扩散引发的经济担忧影响海外市场普跌，A股市场韧性较强，调整幅度小于海外，在周四海外市场普跌的情况下，周五A股低开高走，日内完成调整，展现A股韧性。本周上证综指，中小板指，创业板指涨跌幅分别为-0.34%，0.84%，1.35%。从行业指数来看，本周电子（2.22%），医药生物（2.04%），传媒（1.72%），建筑材料（1.07%），计算机（1.06%）等行业表现较好，农林牧渔（-2.30%），银行（-1.65%），建筑装饰（-1.55%），轻工制造（-1.24%），非银金融（-1.22%）等行业表现靠后。

上周报告《利率上升是纠偏，A股关键词仍是“复苏牛”》中，我们指出，“近期值得关注的是美国率先复工地区出现疫情反复迹象。整体来看，对于美国未来的复工进程仍然需要进一步观察，不宜过度乐观。”近期海外市场受疫情二次扩散担忧引发大幅调整，也验证了我们的观点。

对于A股而言，我们认为“考虑到当前A股整体杠杆不高，风险偏好也处于较低水平，外部情绪冲击对于市场的整体影响较为有限，即使构成短期扰动，也不会影响到A股中期‘复苏牛’的趋势。”本周A股市场整体表现也是显著优于海外，充分展现了A股市场的韧性。

近期我们与投资者交流，有部分投资者担心海内外疫情二次爆发，我们认为海外整体趋势依然是复工与复苏，只是过程中会因疫情有反复，但海外对疫情的态度、措施与经验都已显著改善。另外一方面，在这一过程中，全球央行仍然将保持灵活，对于资产价格形成支撑。而国内对于疫情的控制措施包括追踪、检测、隔离等都更加高效，更无需过度担忧。

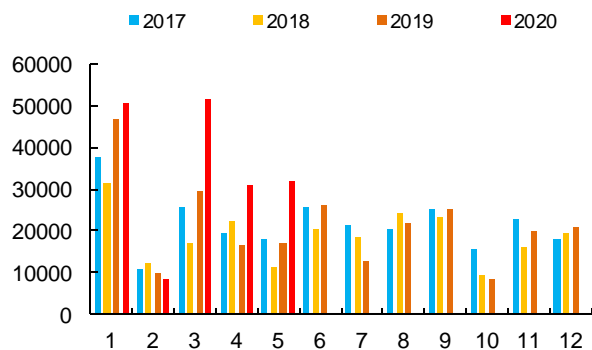
另外也有相当多投资者对于经济复苏的持续性仍有较大疑虑，认为经济只是部分修复，很难回到疫情前水平。我们认为投资者需要看到，当前资金供需环境有利，叠加外部弱美元的环境，央行多措施并举推动“宽信用”，企业家信心大幅回升，新一轮信用周期正在启动中，这是疫情前都不具备的，因此我们认为后续经济数据有望超越市场预期。

中期来看，未来几个月A股的核心依然要把握住“复苏牛”的大趋势，短期如果因为对流动性和海外疫情的担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。近期行业重点关注：新能源汽车、苹果链、云计算、互联网、医药、通信、券商等，主题重点关注自主可控、卫星互联网等。

1. 金融数据再超预期

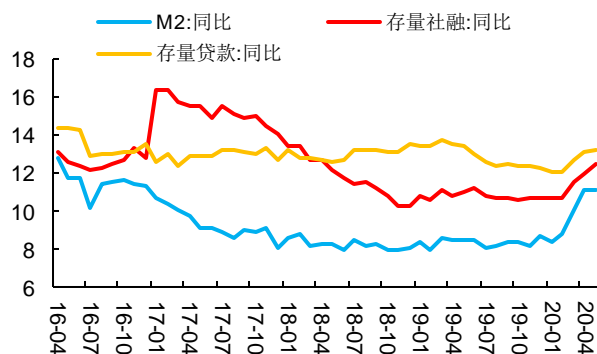
5月金融数据再超预期，社融同比创2年来新高。中国5月社融增量为3.19万亿元，市场预期3.1万亿元，同比多增1.48万亿元。5月人民币贷款增加1.48万亿，同比多增2984亿元，5月社融存量增速12.5%，创2018年5月以来新高，贷款余额增速13.2%，为2019年6月以来高点。从结构上看，企业贷款新增8459亿，同比多增3235亿，对信贷同比多增量贡献最大，且主要来自企业中长期贷款，反映企业部门真实资金需求回暖，这也和5月中观数据以及企业经营信心数据等相互印证。

图 1：单月新增社融（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

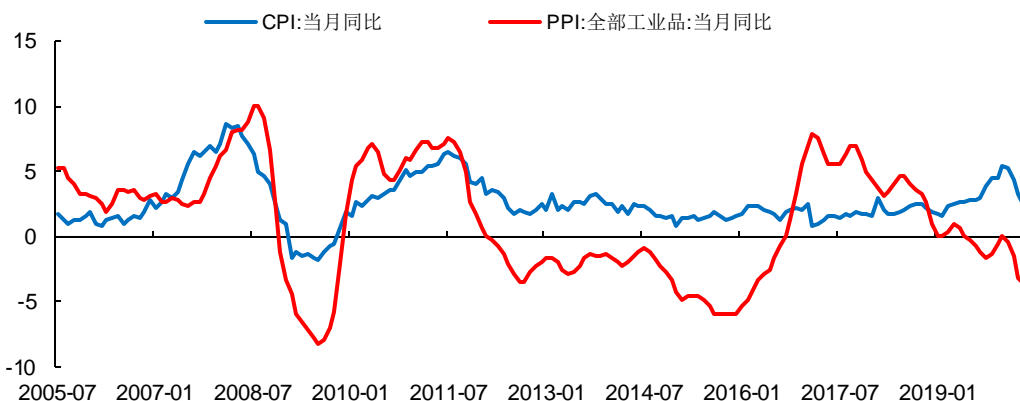
图 2：社融，贷款与 M2 同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

通胀回落为政策提供空间。国家统计局发布的5月份全国CPI和PPI数据显示，5月份CPI同比上涨2.4%，PPI同比下降3.7%。随着猪肉价格高位回落，预计CPI将持续运行在合理平稳区间，下半年涨幅比上半年将有明显下降，全年呈现“前高后低”态势。而随着需求端全球经济逐步复苏，供给端原油生产国达成减产协议，原油等主要大宗商品价格有望企稳回升，PPI有望年内转正。

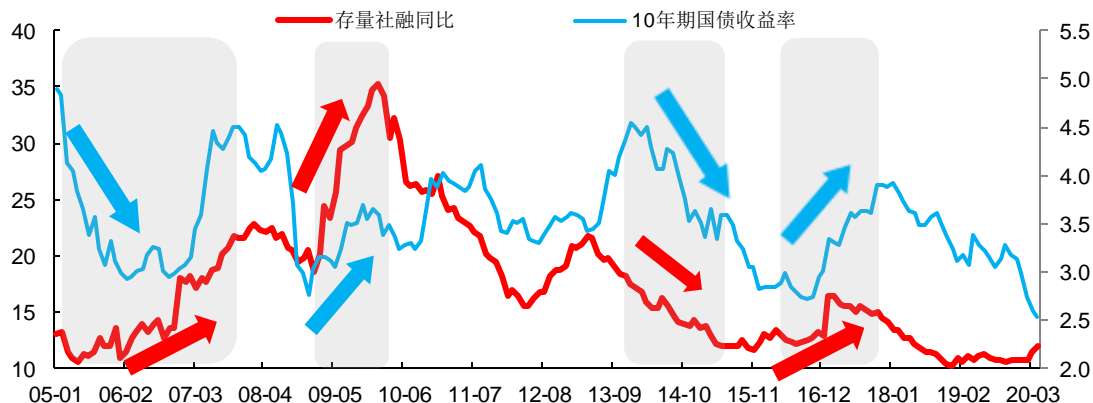
图 3：CPI 与 PPI 回落



资料来源：Wind，安信证券研究中心

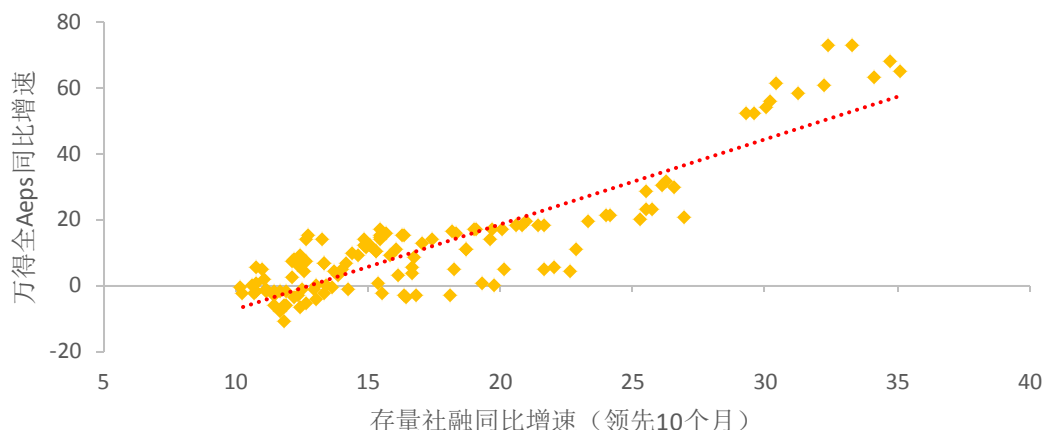
信用周期走强推动 A 股企业盈利改善。从历史上看，社融增速是企业盈利的重要领先指标，随着3月以来社融增速的持续改善，我们预计年末A股企业盈利有望迎来全面改善。

图 4：历史上 A 股上行期社融同比和利率的变动情况（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

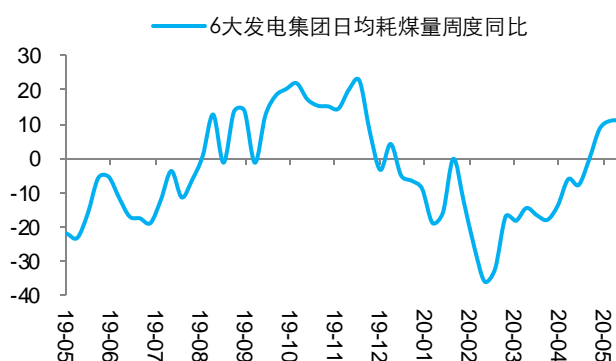
图 5：社融同比与 A 股 EPS 增速 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

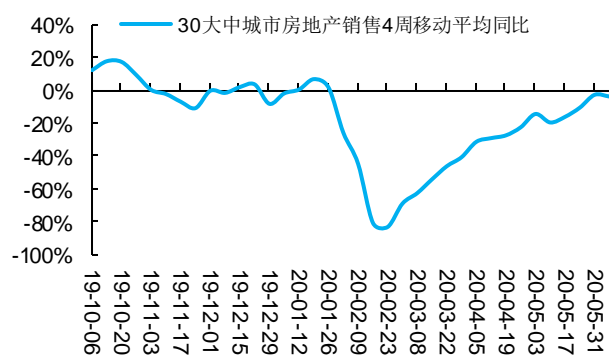
受强降雨天气影响，短期经济恢复有所反复。近期长江以南地区遭遇集中强降雨，导致南方的基建和地产施工受阻碍，需求与供给端经济改善均出现不同程度反复。房地产销售同比降幅趋平，乘用车销售同比由正转负。生产端六大电厂耗煤量同比增速持续回落，社会钢材库存去化环比趋缓，但仍快于去年同期。

图 6：6 大发电集团日均耗煤量周度同比 (%)



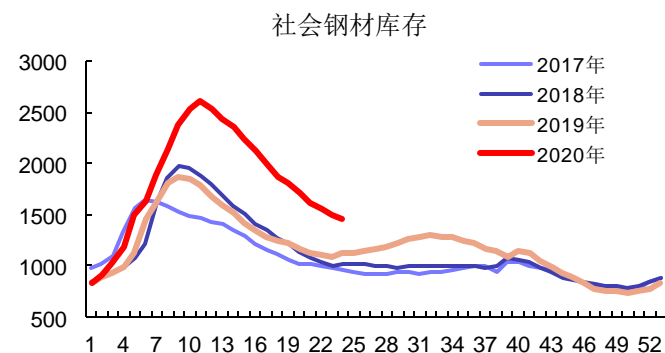
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：30 大中城市房地产销售同比



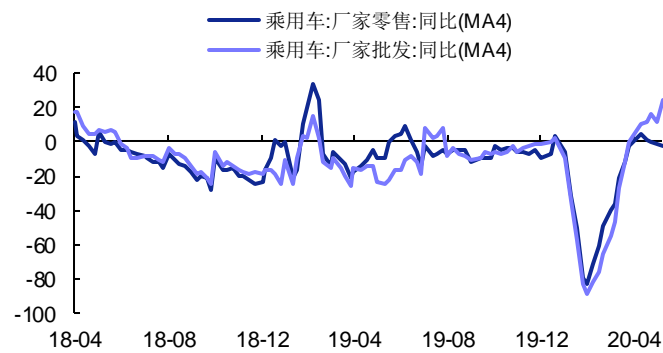
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：社会钢材库存 (万吨)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：乘用车销量同比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

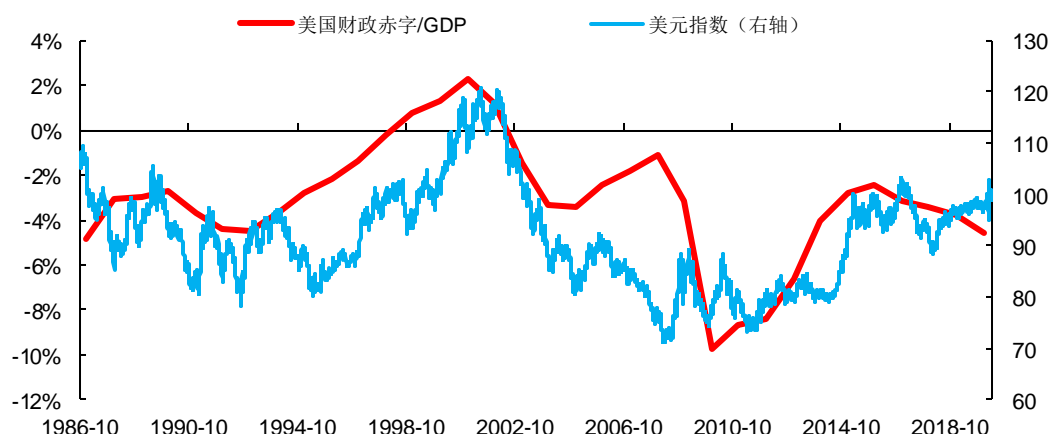
2. 新一轮信用周期开启中

我们认为从资金供需和需求端来看，当前中国经济已经具备了启动新一轮金融周期的能力，而当前央行在多个场合表态和创设的全新政策工具也明确了“宽信用”的政策方向，叠加外部弱美元的环境，新一轮金融周期正在启动。

从外部环境看，弱美元环境将更加利于全球信用周期的展开。整体来看，我们认为美元中期走弱将是大概率事件。当前为应对疫情，美国财政赤字持续上升，过高的财政赤字水平将使得短期总需求快速上升，在国内供给难以快速弥补的情况下，进口规模将迅速上升，带来经常项赤字的扩大，进而推动本币贬值。另外一方面，当前联储极度宽松的货币政策也会影响全球套利资金通过借入美元，借出高息货币的操作进行套利，推动资本项赤字，也将加速本币的贬值。

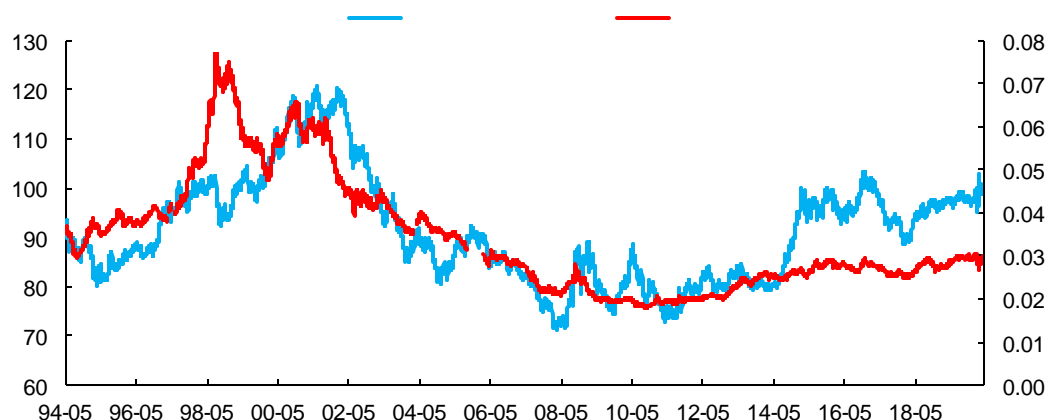
从历史上看，美元走弱往往意味着全球美元流动性的扩张，新兴市场国家的外部融资环境改善，推动其国内信用扩张加速；另外一方面，美国贸易赤字的扩大，也意味着其对于新兴市场商品需求的增加，而弱美元推动大宗商品价格上涨，以资源出口和加工为主的新兴经济体也会随之受益。从国际资本套利来看，弱美元环境下也会驱动海外热钱进入新兴市场进行套利交易，从而推动新兴经济体金融市场的繁荣。

图 10：美国赤字率上升将推动美元走弱 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：弱美元更加有利于新兴市场

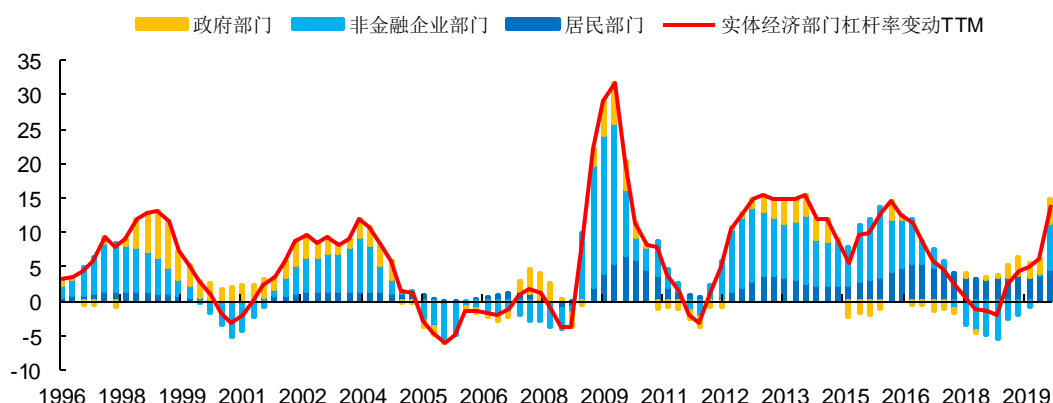


资料来源：Wind，安信证券研究中心

从国内来看，经历了金融去杠杆后，宏观负债率快速上行的势头得以遏制，影子银行规模持续收缩，而从实体部门来看，制造业部门经历供给侧改革后资产负债表总量和结构的不断调整优化，在房住不炒，放水养鱼的政策背景之下，有望成为推动新一轮信用周期的主力。

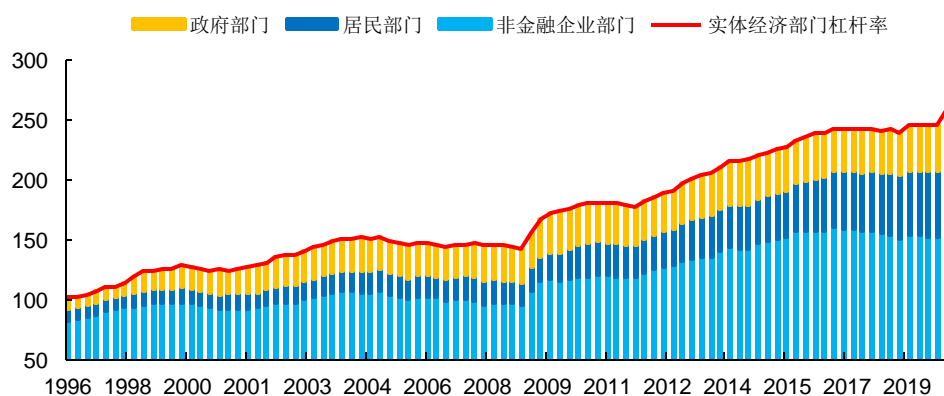
整体来看，自 2016 年以来中国宏观负债率快速上升的势头得以遏制，非金融企业部门的负债率水平明显下降。我们可以看到，自 2016 年 9 月以来，实体部门杠杆率的同比变动自 14.5 个百分点迅速下降至 2018 年 12 月的-1.9 个百分点。而从绝对水平来看，非金融企业部门的宏观负债率由 2017 年一季度的 160.4% 下降到 2019 年末的 151.3%，下降了 9.1 个百分点，但是居民部门和政府部门的负债率则是分别由 46% 和 34.8% 上升至 55.8% 和 38.3%，分别上升了 9.8 和 3.5 个百分点。

图 12：实体部门宏观杠杆率变动情况 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

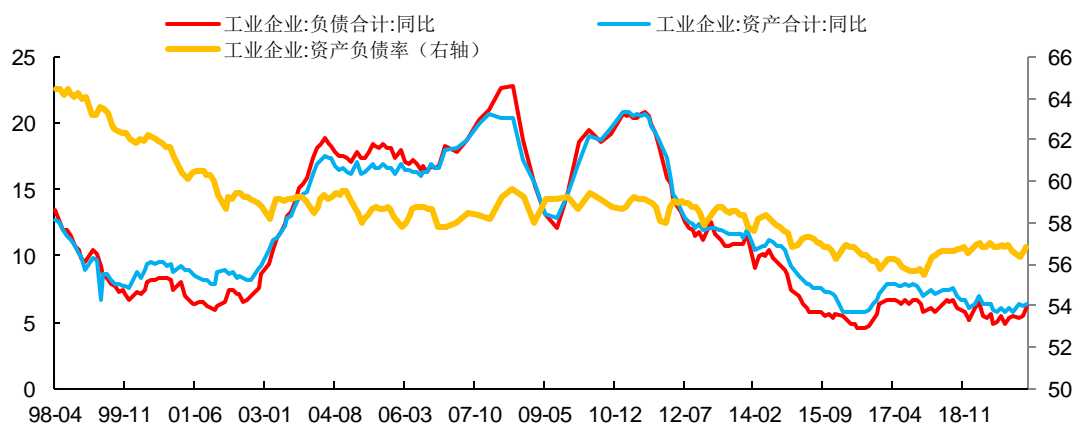
图 13：实体部门宏观杠杆率水平 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从资金的需求端来看，自供给侧改革以来，工业企业资产负债表规模和结构都呈现持续优化。从总量来看，自 2014 年以来，工业企业的资产和负债同比增速都呈现大幅下降，其中工业企业资产同比增速由 2013 年末的 11.9% 下降至 2019 年末的 5.8%，而负债同比则是由 11.6% 下降至 2019 年末的 5.4%，负债端的下降速度持续快于资产端，这也使得资产负债率由 57.8% 下降至 2017 年末的 55.5%。

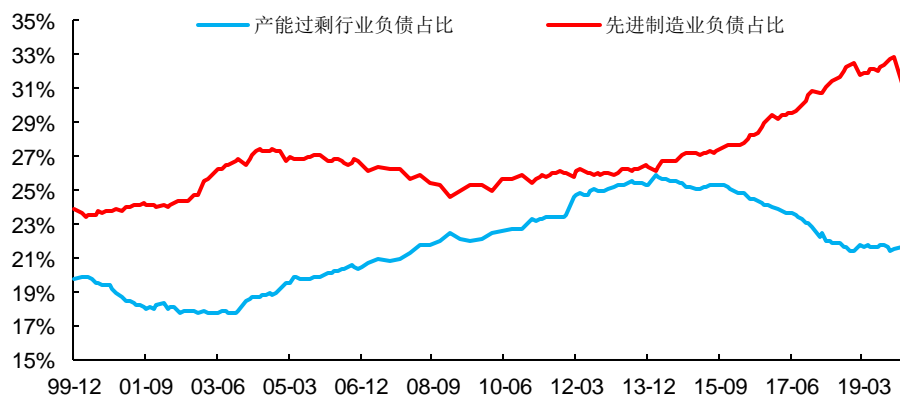
图 14：工业企业负债规模持续下降 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

工业企业负债结构不断优化。自 2014 年以来工业企业负债的结构呈现明显优化，以医药，汽车，电气设备，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业等为代表先进制造业在工业企业中的负债占比由 2014 年初的 26.3% 上升至 2019 年末的 32.8%，上升了 6.5 个百分点，而与之相对应的是，以黑色，有色，煤炭，水泥和玻璃等为代表的高耗能行业的负债占比则是由 2014 年初的 26.2%，下降到 2019 年末的 21.5%，下降幅度达到 3.7 个百分点。事实上这样一种结构调整在 1999 年-2003 年期间也同样出现过，当时的产能过剩行业的负债占比是由 19.7% 下降到 17.8%，而先进制造业的负债占比则是由 23.4% 上升到 26.7%。

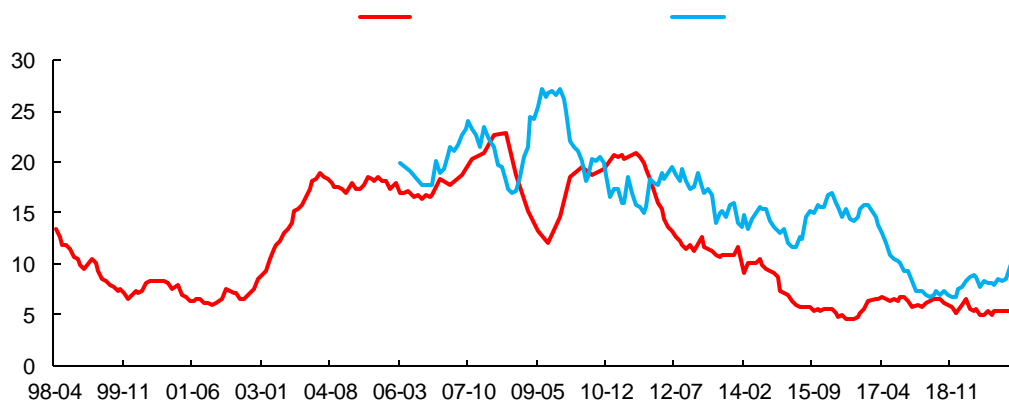
图 15：供给侧改革以来工业企业负债结构不断优化 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

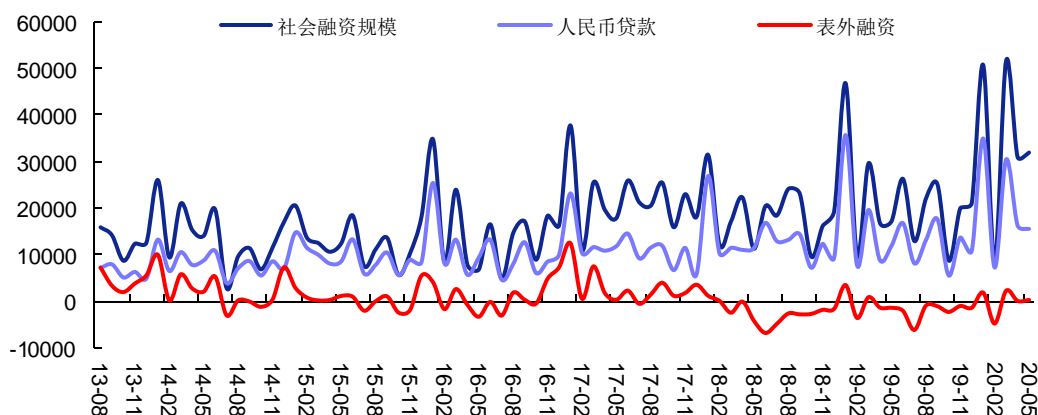
从资金的供给端来看，金融去杠杆抑制了金融空转现象。从历史上看商业银行的资产负债表与实体部门的工业企业资产负债表的变动趋势整体保持一致，但是出现过两次大裂口，一次出现在 2009 年，在“四万亿”政策刺激之下，商业银行系统迅速扩张，推动经济扩张，另外一次则出现在 2016 年-2019 年期间。2016 年初，工业企业负债增速已经降至 5.5%，而同期的商业银行资产规模同比增长 16.9%，两者出现明显背离，这也反映了当时大量的金融资产在金融系统内部套利空转。此后随着金融去杠杆的推进，银行表外规模大幅缩减，商业银行资产负债表增速到 2018 年末回落至 6.8%，基本与工业企业的负债增速相当。

图 16: 金融供给侧改革抑制了金融空转现象 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

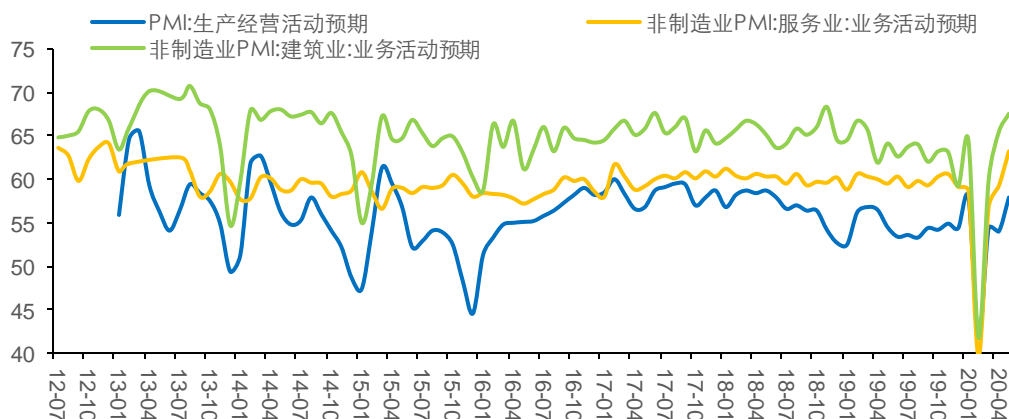
图 17: 金融供给侧改革抑制了银行表外规模的扩张 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

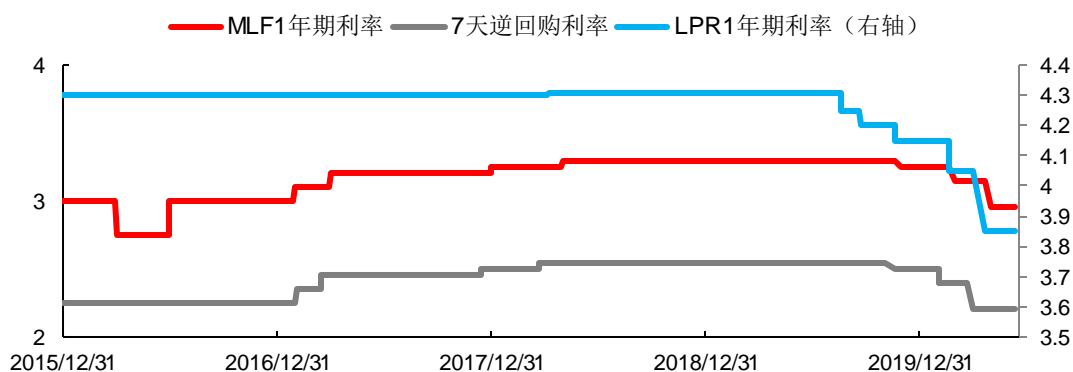
我们认为从资金供需和需求端来看,当前中国经济已经具备了启动新一轮信用周期的能力,而当前央行在多个场合表态和创设的全新政策工具也明确了“宽信用”的政策方向,叠加外部弱美元的环境,新一轮金融周期有望启动。

图 18: 疫情后企业经营预期迅速改善 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

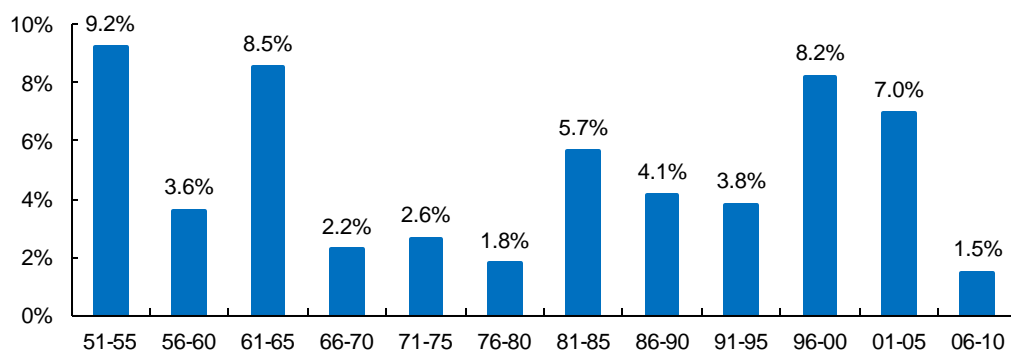
图 19：政策利率整体下行（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

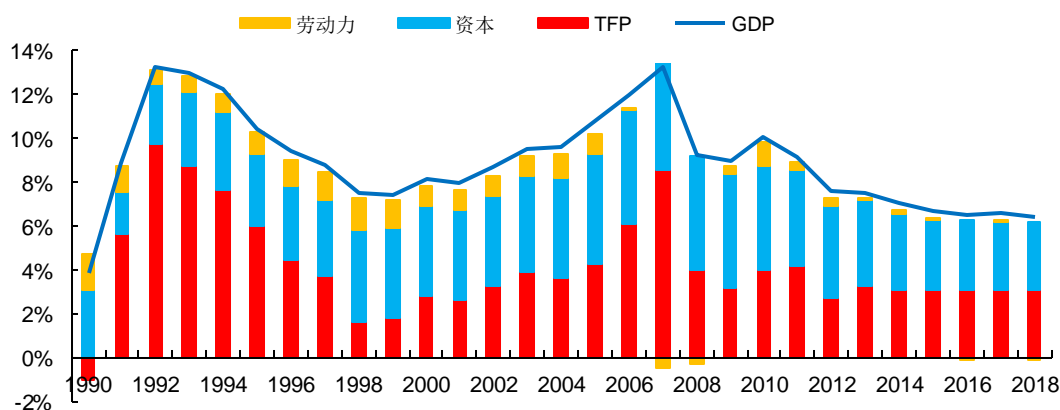
高质量金融周期启动有望带来全要素生产率的提升。从美国历史上看，TFP 的增长具有较强的顺周期性，逻辑上讲，往往是新的生产技术或是产业组织方式提升了生产效率，使得整体生产部门通过增加投资以推广新技术替代旧技术。从中国的情形来看，在经历了 1998 年-2002 年的去杠杆后，新一轮经济快速增长的质量明显提升，而在 2009 年以来的几次粗放型的加杠杆过程中，TFP 的贡献度反而是下降的。最近几年随着新一轮供给侧改革的展开，TFP 已经开始呈现边际改善的迹象。

图 20：美国 TFP 变动情况（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：资本，劳动和TFP 对中国 GDP 增速的贡献度 (%)



资料来源：世界大型企业联合会，安信证券研究中心

表 1：安信研究·6 月金股组合

行业	公司	代码	2019EPS	盈利预测			收盘价	PE(TTM)	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
				2020EPS	2021EPS	2022EPS				
计算机	东方通	300379.SZ	0.50	1.14	1.79	2.60	40.77	134.9	115	95
通信	中兴通讯	000063.SZ	1.12	1.50	1.90	2.33	36.05	32.8	1,527	1,253
电子	领益智造	002600.SZ	0.28	0.35	0.55	0.72	9.02	45.3	615	167
传媒	姚记科技	002605.SZ	0.87	2.95	2.04	2.48	29.36	12.3	117	79
食品饮料	光明乳业	600597.SH	0.41	0.46	0.61	0.73	15.78	44.5	193	193
医药	兴齐眼药	300573.SZ	0.44	0.63	0.92	1.23	104.92	354.5	86	64
有色	赤峰黄金	600988.SH	0.11	0.30	0.68	0.81	9.98	121.2	166	142
机械	捷佳伟创	300724.SZ	1.19	1.88	2.60	3.44	69.21	59.3	222	118
家电	海容冷链	603187.SH	1.38	1.59	1.99	2.49	33.02	24.0	52	39
社服	宋城演艺	300144.SZ	0.51	0.26	0.65	0.82	18.28	46.9	478	404

资料来源：Wind，安信证券研究中心，数据日期：5 月 29 日

风险提示：1.海外疫情超预期，2.全球经济低预期，3.政策推进低预期等。

■ 分析师声明

陈果、易斌声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034