

策略观点
证券研究报告

再论金融周期和金融板块配置价值

——观策天夏（十四）

报告日期： 2020年05月12日

张夏

zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

陈刚 S1090518070004
chengang6@cmschina.com.cn

耿睿坦（研究助理）
gengruitan@cmschina.com.cn

涂婧清（研究助理）
tujingqing@cmschina.com.cn

再论金融周期和金融板块配置价值

四月金融数据确认金融上行周期

社融数据超预期回升的原因及持续性

中观数据显示投资正在加速回升

金融板块再度迎来配置窗口

再论金融周期和金融板块的配置价值

我们在《行业轮动奥义：四大周期与八大属性——A股投资启示录（十一）》《经济、金融、科技与资本市场政策周期与框架 -A股投资启示录（九）》中描述了我们提出的四大周期理论，以及四大周期对市场配置的指导意义。

我们在去年底发布的2020年年度策略——《换挡资产荒，峰峦入莽苍》行业思路聚焦科技、券商、低估值地产建筑。**科技板块在年初以来表现尚可，超额收益较为明显，而券商、以及低估值板块需要等待催化。**

我们在2月14日报告《第二战场：金融扩张——观策天夏（十一）》提出，**金融进入上行周期，建议关注券商、金融科技，社融增速企稳后关注银行。**

但是2月14日至3月初，券商录得较大涨幅，由于疫情全面爆发风险偏好大幅降低，券商持续跑输。

3月和4月社融数据连续超预期，**确认了金融上行周期，本报告分析了金融周期所处的阶段，分析了社融增速回升的原因和持续性。**

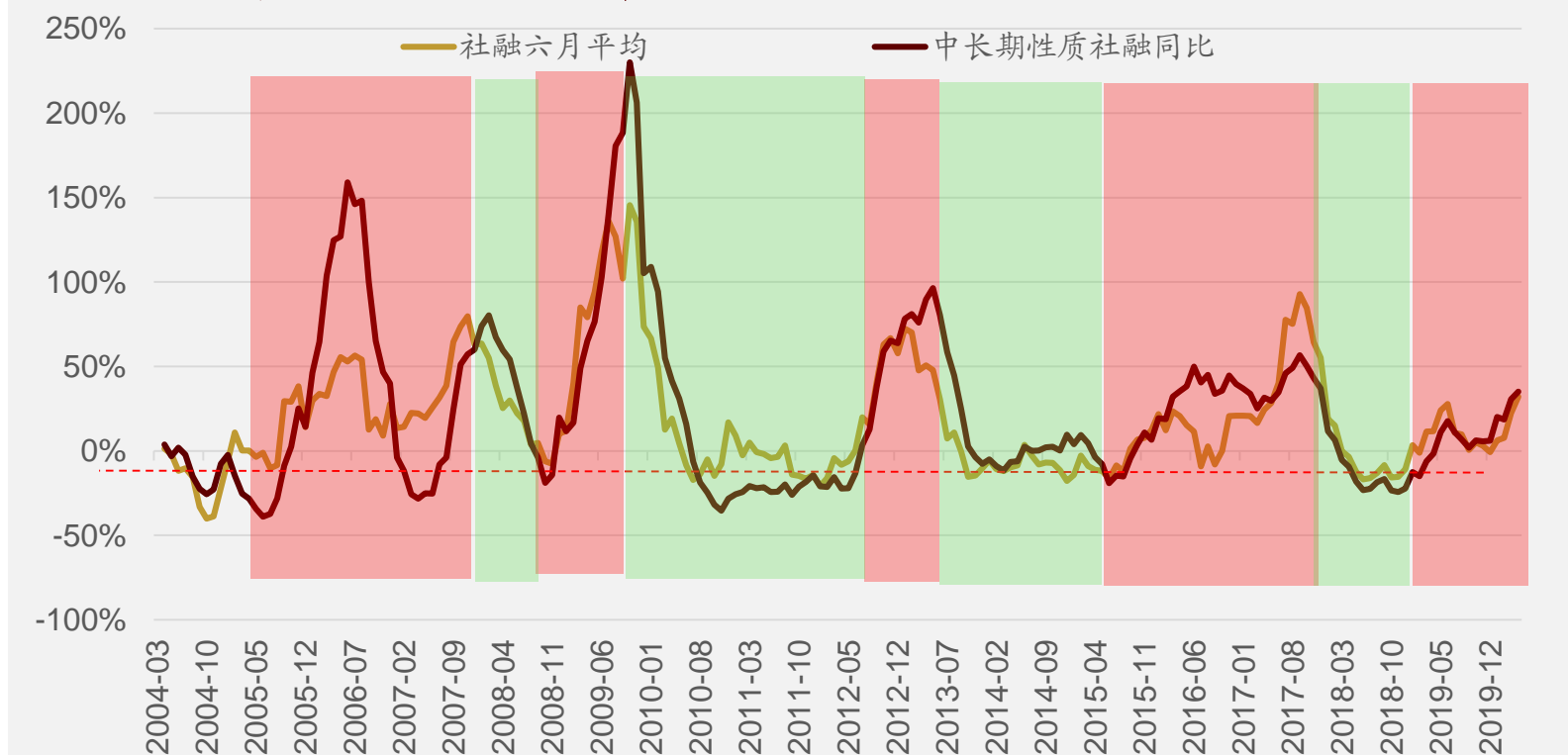
我们认为：**市场低估了社融回升的持续性，低估了投资回升的力度，金融板块整体被低估，未来有望迎来预期修复带来的估值修复。**

金融周期再起

4月新增社融增速再度超预期回升，六个月滚动新增社融增速回升至32%，中长期性质社融增速会回值35%，确认了金融上行周期。

由于2018年经济下行压力过大，2019年新增社融增速一度回升，但2019年4月政治局会议重提去杠杆，本轮金融上行周期中途“夭折”，但2020年意外爆发的疫情，使得稳增长压力较大，信用再度扩张，**新增社融增速重回上行趋势。金融周期时隔四年再度回升**

图：3月、4月新增社融连续超预期回升



数据来源：wind，招商证券

超额流动性回升提前预示了本轮金融上行周期

我们在此前的报告《第二战场：金融扩张——观策天夏（十一）》，中描述了超额流动性和新增社融增速的关系。**新增社融增速滞后超额流动性大概6-7个月左右**。本轮货币宽松带来的超额流动性回升始于2019年10月，滞后6-7个月，大概是4-5月会看到新增社融的回升。由于疫情的演绎，新增社融增速在三月就开始回升。超额流动性和新增社融增速滞后关系仍然有效。**由于超额流动性三月份仍在回升因此，本轮新增社融增速至少可以持续到今年十月份。也就是说，今年十月之前，新增社融增速都有望保持较高增速。**



数据来源：wind，招商证券

再论金融周期和金融板块配置价值

四月金融数据确认金融上行周期

社融数据超预期回升的原因及持续性

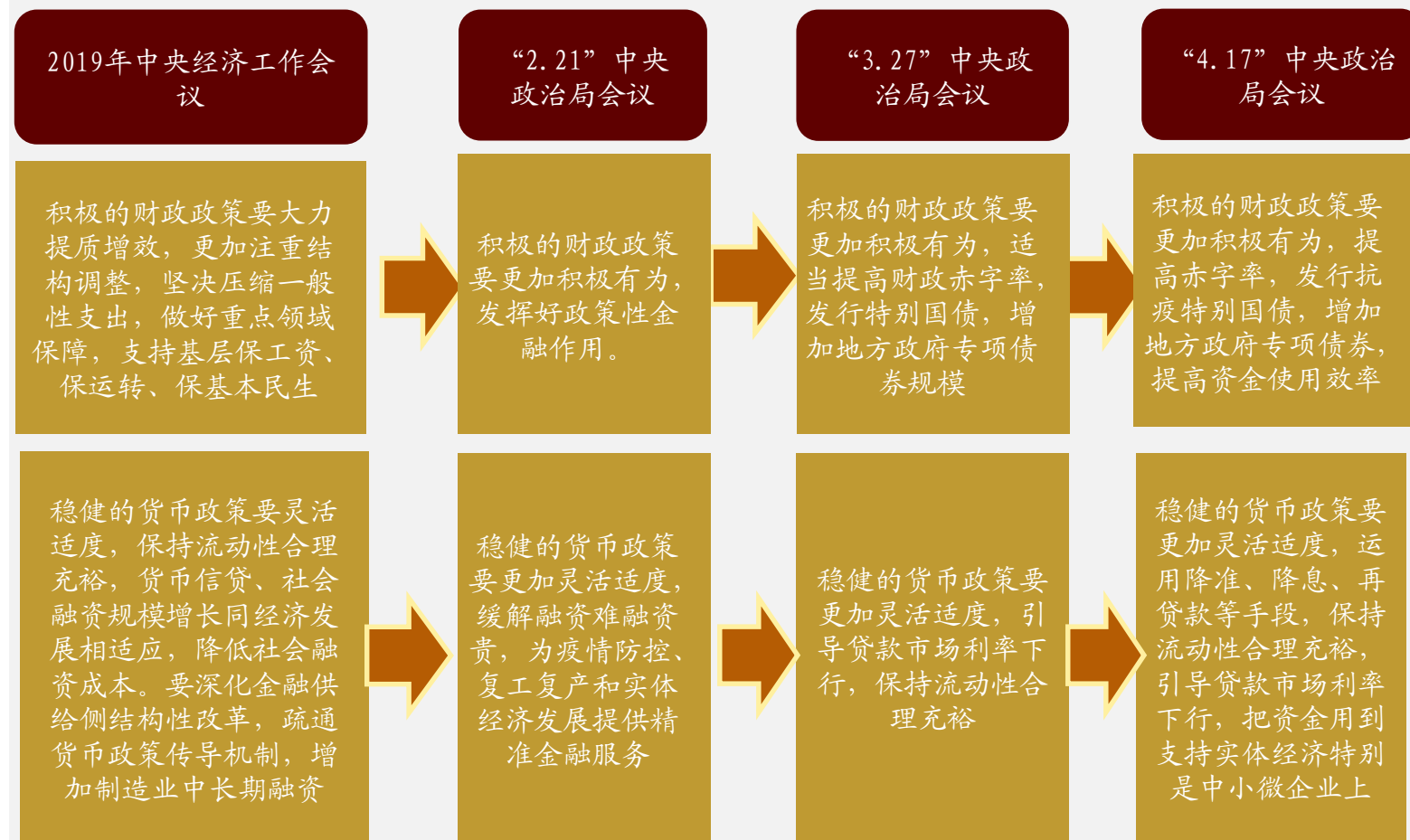
中观数据显示投资正在加速回升

金融板块再度迎来配置窗口

2020年疫情后的宽松政策加码是信用回升的关键原因

由于经济下行压力加大，今年以来历次政治局会议对于经济政策定调不断加码，目前来看，经济虽然环比在持续好转，但仍面临总需求不足的问题，因此预期两会对于经济政策的定调仍然以稳增长的基调为主。

图：2019年中央经济工作会议及2020年中央政治局会议财政与货币政策表述



数据来源：公开资料整理，招商证券

3月之后发改委基建审批项目总投资金额明显回升

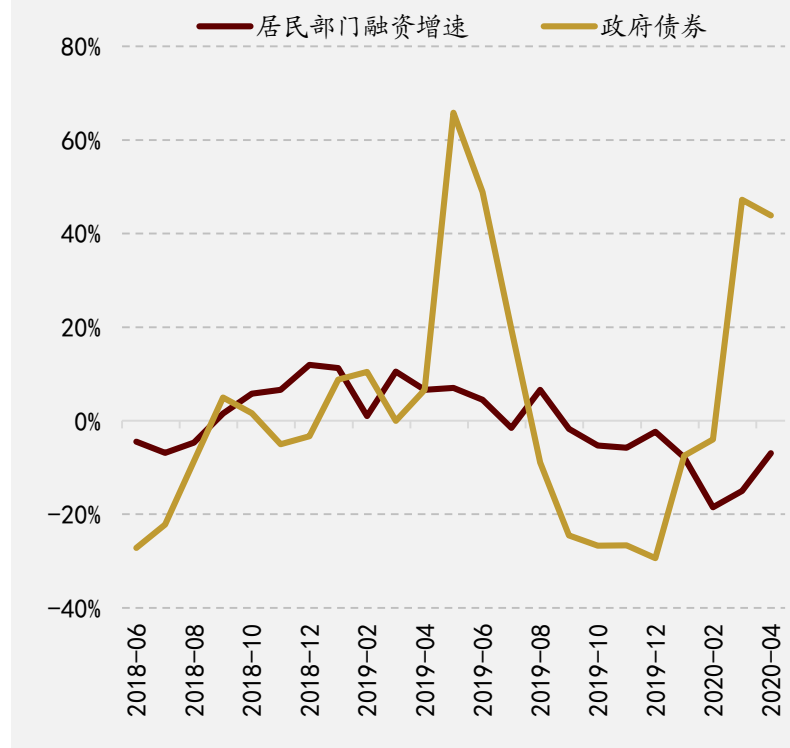
1-2月，国家发改委审批项目总投资额较同期负增长，但是3月疫情全面爆发后，发改委大幅提升了基建审批项目增速。1-4月同比增速达到**102%**。政府融资规模随之大幅攀升，与政府项目相关的融资大幅提升。由于基建审批到落地有一定时滞，未来3-5个月，基建项目仍是融资需求的重要来源。

图：基建审批项目增速大幅扩张



数据来源：Wind，招商证券

图：政府融资增速大幅提升



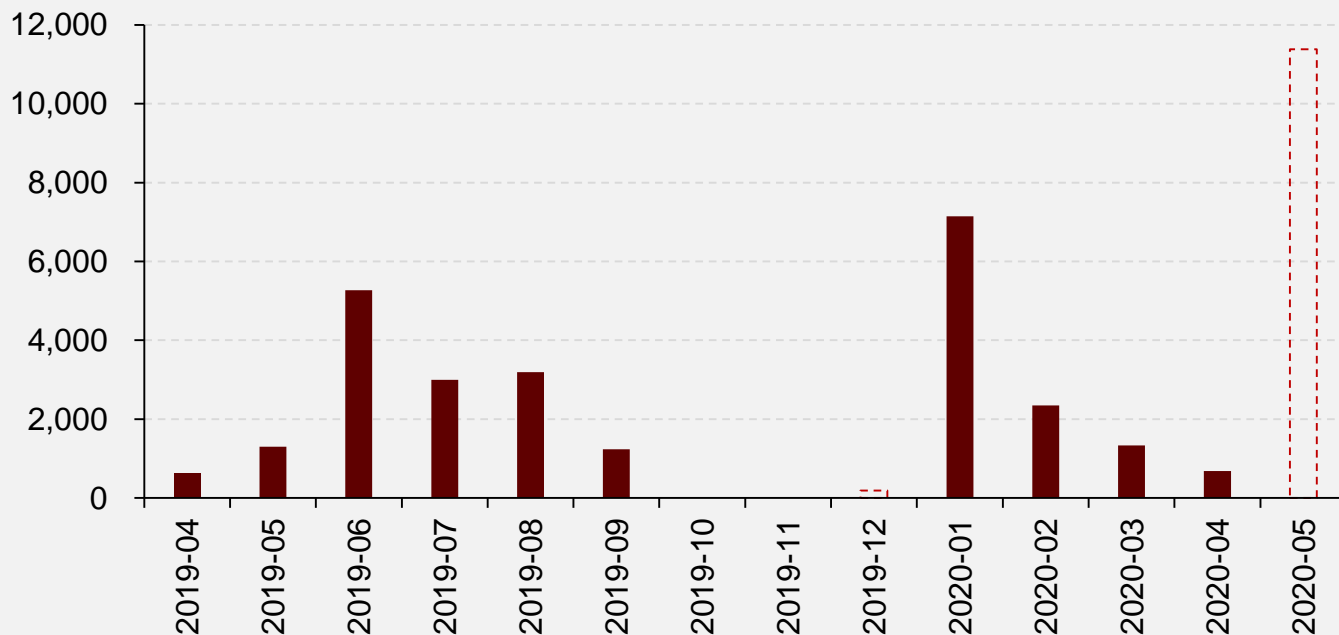
数据来源：Wind，招商证券

5月专项债投放将会助推社融再超预期

5月6日召开的国务院常务会议明确，在年初已下达地方政府专项债额度1.29万亿元基础上，再提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。前4个月新增专项债发行1.15万亿，如果按照提前下达额度在5月发行完毕进行推算，则5月专项债的发行规模可能达到1.14万亿，创近年单月新高。因此，**预计5月政府债券发行规模将对社融数据形成较大支撑**

图：由于专项债提前额度下发，五月新增社融有望再超预期

地方政府债券发行额:按用途划分:新增债券:专项债券:当月值



数据来源：Wind，招商证券

新基建也成为融资需求的重要补充增量

更新定义后，我们暂不考虑“创新基础设施”，信息基础设施和融合基础设施这两个领域2020年投资规模有望接近1万亿，2021年有望达到近1.4万亿，乐观预计到2025年，上述领域的投资有望达到11万亿规模。而新基建相关领域将会成为“基础设施Reits”落地的合适领域。

表：新基建规模测算

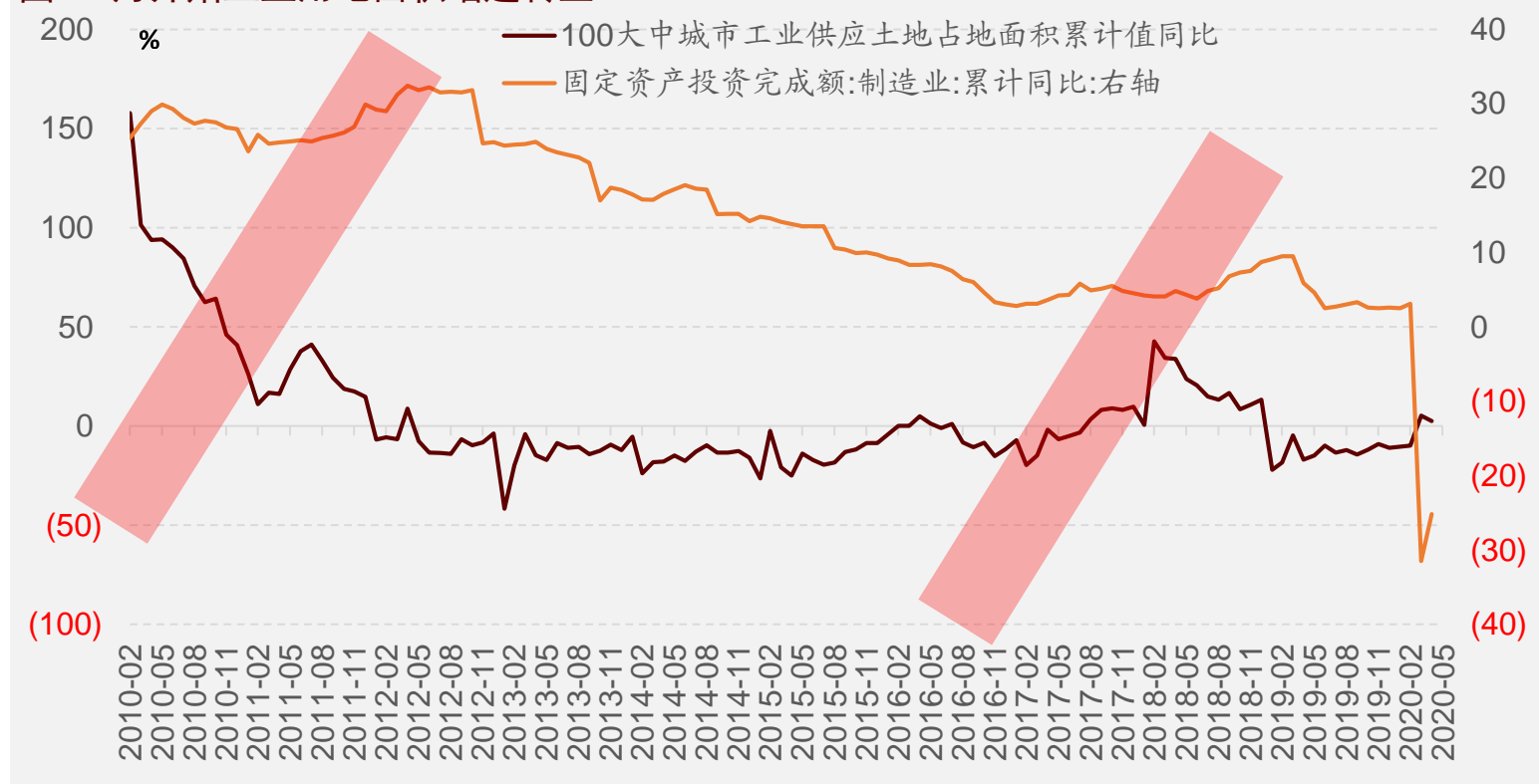
		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	20至25年 新增投资 合计
信息基础设施	5G基础设施	800	3000	5000	5500	4500	3500	2500	24800
	物联网	830	1036	1235	1545	1766	1973	2116	10500
	工业互联网	720	813	921	1043	1182	1339	1517	7535
	卫星互联网	2	8	40	100	200	280	350	980
	人工智能	139	153	196	274	385	488	641	2276
	云计算	668	950	1298	1731	2078	2493	2992	12209
	区块链	21	40	77	101	142	185	240	805
	大数据中心	200	244	236	224	216	240	256	1616
融合基础设施	智能计算中心	318	446	549	701	865	1038	1246	5162
	智能交通基础设施	432	496	570	647	736	840	958	4679
	智慧能源	916	1042	1146	1235	1317	1382	1440	8480
	合计1	5046	8228	11268	13101	13387	13758	14255	79043
	考虑5G建设对上下游基础设施建设的 投资带动（假设带动系数为0.5）	400	1500	2500	2750	2250	1750	1250	12000
	合计2	5446	9728	13768	15851	15637	15508	15505	91043
	同比增速		78.62%	41.53%	15.13%	-1.35%	-0.83%	-0.01%	
	剔除5G基建后的同比增速		23.12%	19.90%	21.27%	16.91%	15.43%	14.60%	
	悲观预测情况：合计2估算-20%		7782	11014	12681	12509	12406	12404	72834
	乐观预测情况：合计2估算+20%		11673	16522	19021	18764	18609	18607	109251
	CAGR：20年至25年								9.8%
	CAGR：20年至5G建设高峰22年								27.7%

数据来源：招商证券

3月开始工业用地面积增速转正

从工业用地面积高频数据来看，3月开始，工业用地面积增速转正，制造业企业拿地积极性开始提高。对于制造业投资来说，工业用地面积是制造业投资领先指标。这预示着制造业投资在未来将会出现逐渐修复的局面。

图：3月开始工业用地面积增速转正

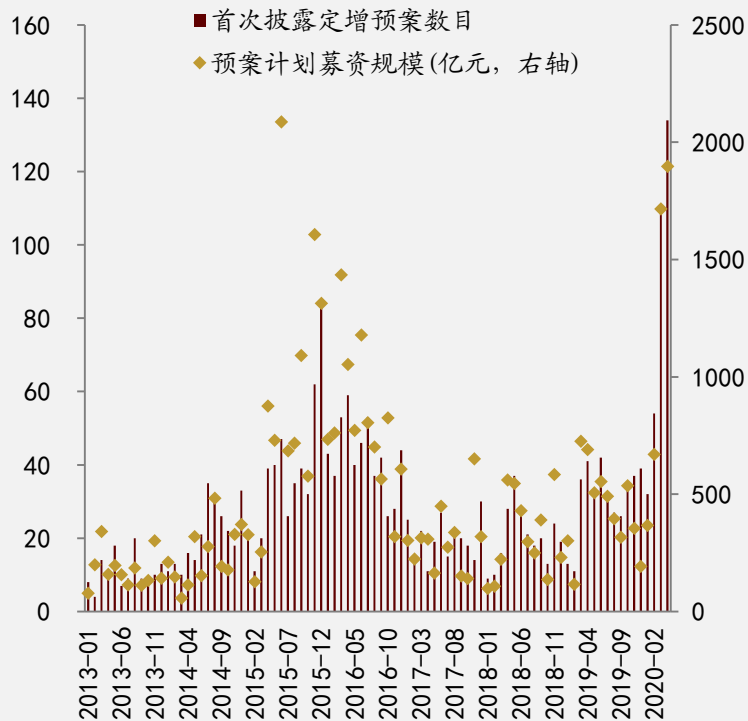


数据来源：wind，招商证券

新兴制造业是制造业回升的主力

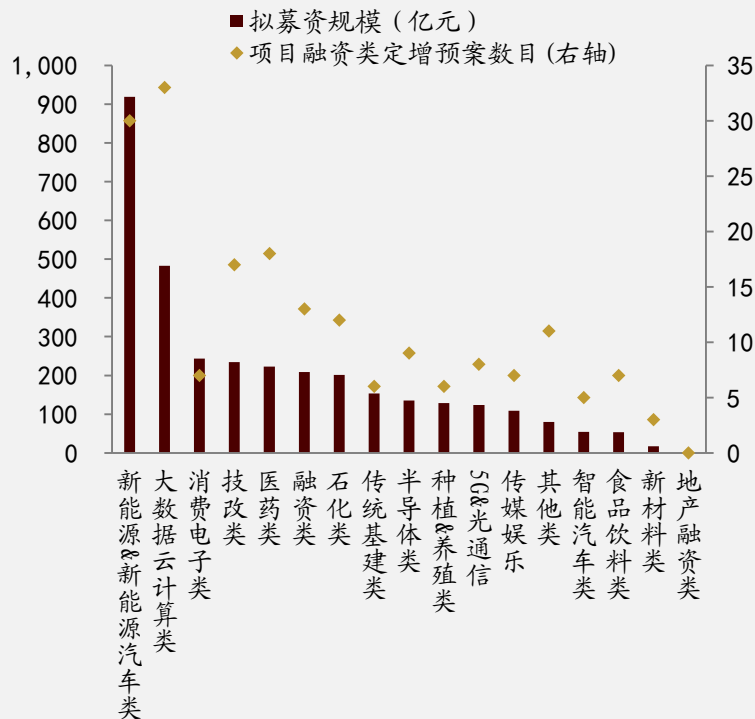
2月再融资新政落地，新政对于上市公司再融资进行了多方面的放松。2月之后，上市公司公告披露的项目类融资定增项目预案大幅增加，一季度项目类融资（货币融资）达到3360亿元。一方面，再融资边际放松，去年上市公司股价出现了明显修复之后，再融资的动力明显增强。我们整理了今年以内披露的再融资项目所属的投资领域，主要在新能源和新能源汽车、大数据云计算、消费电子、医药等新兴市场领域融资。

图：2月以来定增项目及规模增加



数据来源：wind，招商证券

图：新能源与新能源汽车等新兴市场领域融资大

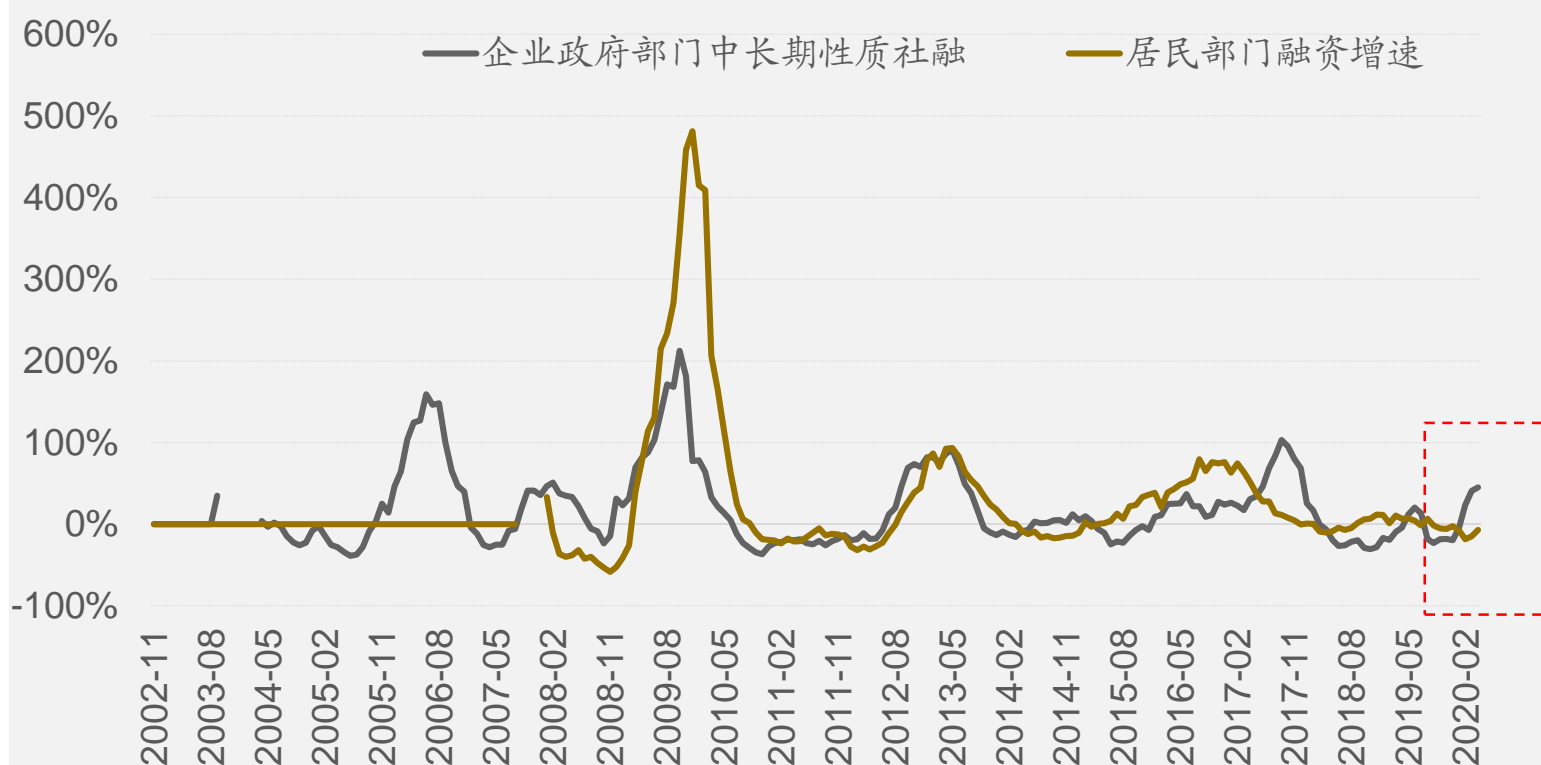


数据来源：wind，招商证券

居民部门社融增速边际改善

居民部门4月新增社融增速同比好转，单月同比增速转正，反映四月购房需求明显改善。

图：企业政府部门、居民部门社融增速出现背离



数据来源：Wind，招商证券

再论金融周期和金融板块配置价值

四月金融数据确认金融上行周期

社融数据超预期回升的原因及持续性

中观数据显示投资生产正在加速回升

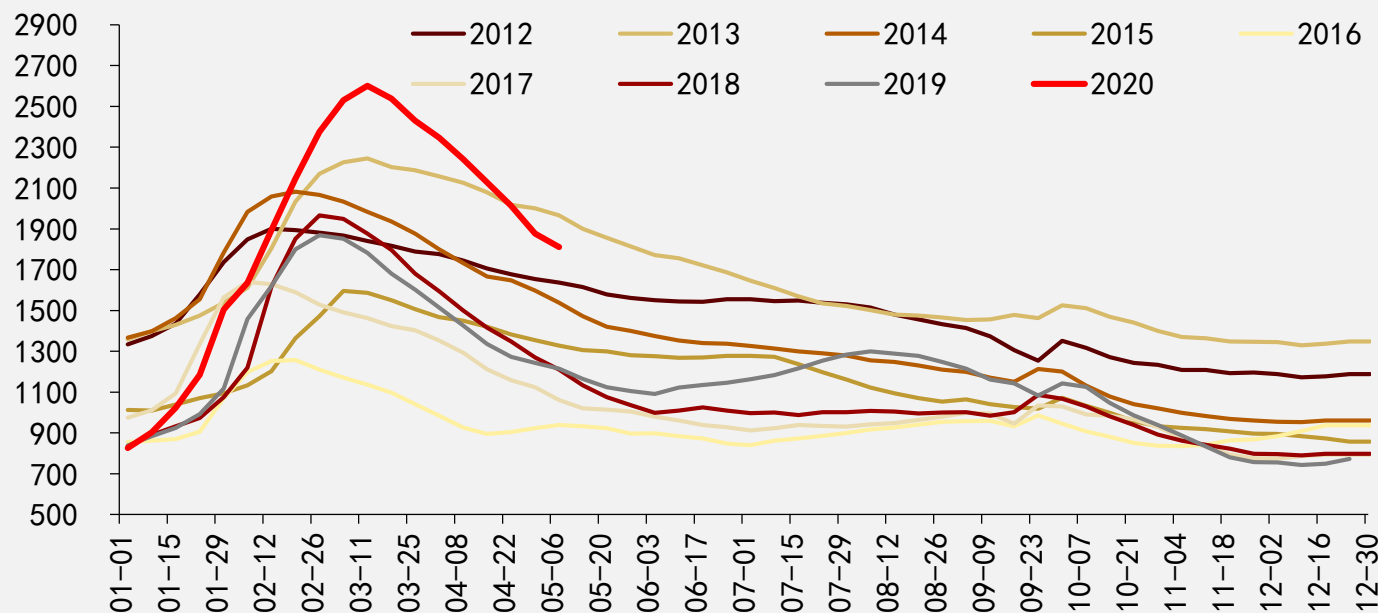
金融板块再度迎来配置窗口

主要钢材品种库存超预期下行

此前受疫情影响，主要钢材库存创历史新高，但复工以来，钢材库存超预期回落，目前已经低于2013年同期水平，库存下行的幅度显示需求旺盛。

螺纹价格近期持续反弹，较3月最低反弹幅度接近10%。

图：库存:主要钢材品种:合计:万吨

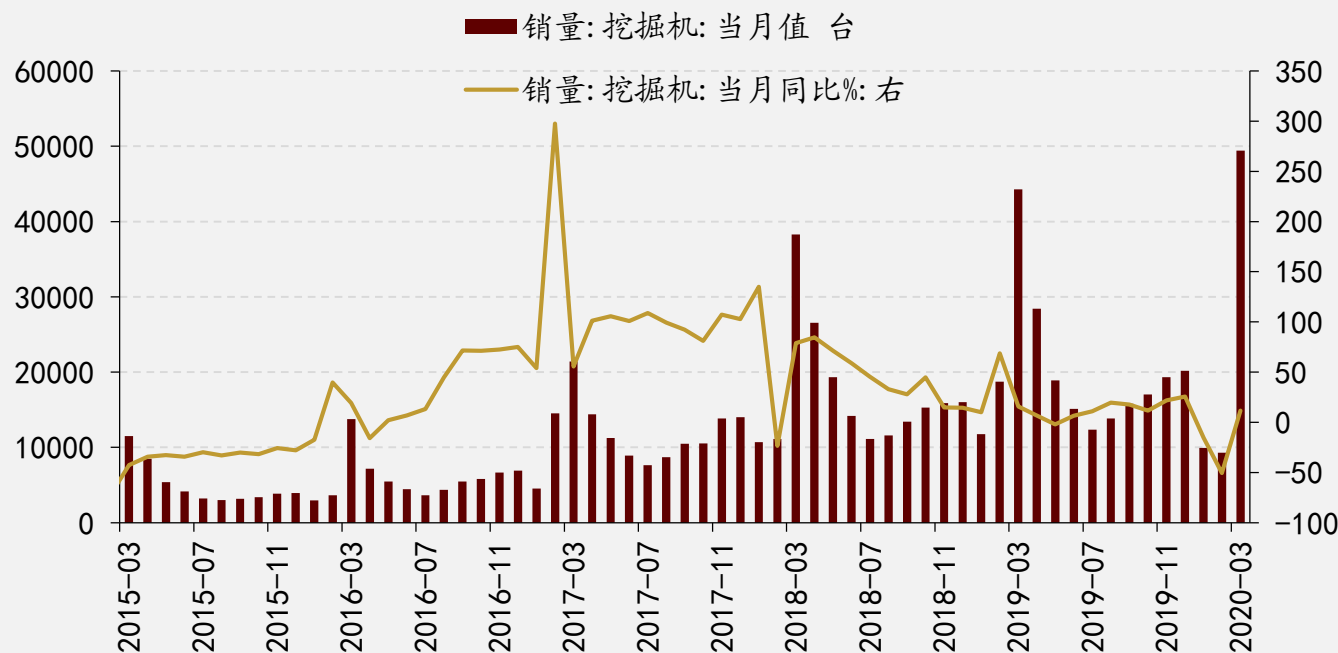


数据来源：Wind，招商证券

挖机销量继续超预期回升

挖机销量在3月创历史新高并增速转正之后，调研数据显示4-5月有望继续回升，显示投资需求旺盛。

图：挖掘机销量和同比增速

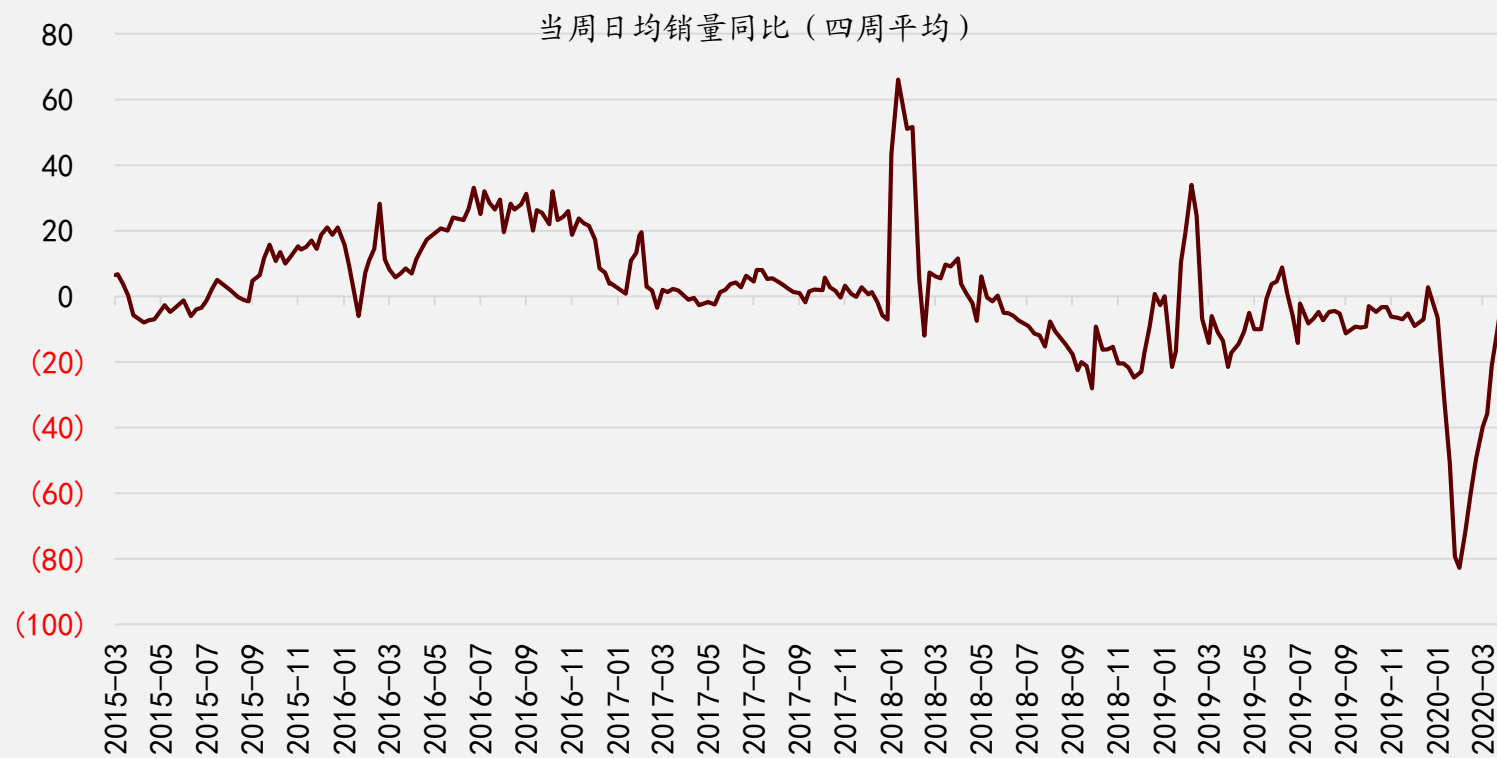


数据来源: Wind, 招商证券

在经历疫情后，乘用车四月销量同比转正

4月乘联会公布的日均销量自4月12日开始起连续三周转正，4月中汽协公布的汽车销量数据同比转正。

图：乘用车销量连续三周转正

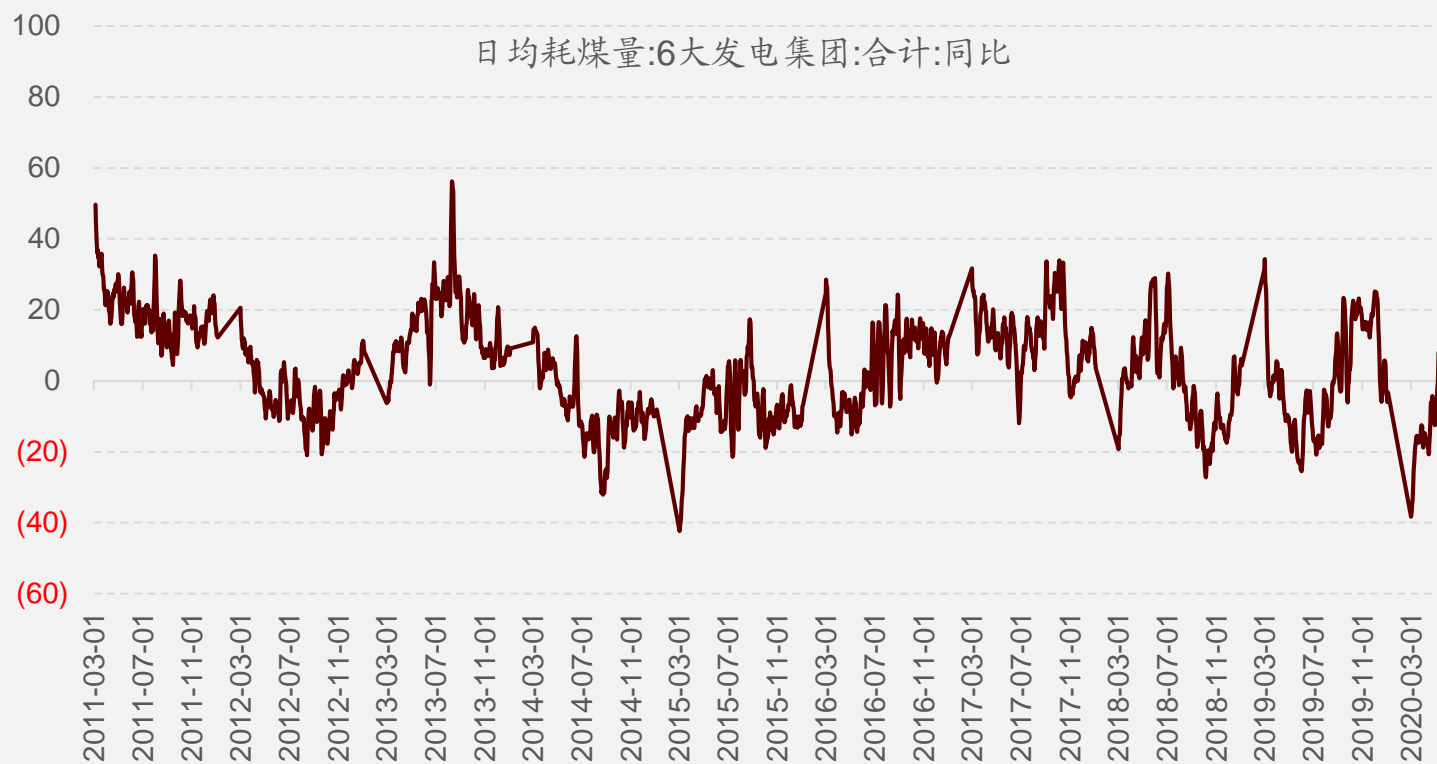


数据来源：Wind，招商证券

六大发电集团日均耗煤大幅回升

六大发电集团日均耗煤增速持续回升，五一假期以来同比达到10%以上。

图：六大发电集团日均耗煤转正



5月发达国家将会逐渐解除限制，外需有望逐渐恢复

4月份全球部分国家陆续发布复工复产计划。工信部4月14日表示，我国规模以上工业企业平均开工率达99%；美国4月17日宣布“重新开放美国”三阶段计划，计划在5月1日重启经济；欧洲各国逐步开始恢复经济活动，4月20日德国逐步迈开解封第一步，西班牙、法国、意大利等均出台部分复工复产计划。外需的下滑可能会好于悲观预期。

表：全球各国复工复产进度

国家	宣布时间	实施时间	复工计划及进度情况
丹麦	2020/4/7	2020/4/15	15日起“逐步、有控制地”解禁管制措施
伊朗	2020/4/11	2020/4/11	部分政府机构11日开始恢复办公，一些新冠病毒传播风险较低的行业获准复工
西班牙	2020/4/13	2020/4/13	13日起分行业复工，主要是建筑业和工业
		2020年夏季	目前计划对各行业分批复工，第一批，包括生产部门到夏天复工
中国	2020/4/14	2020年底	另一批，旅游业等将推迟到年底
		2020/4/14	工信部表示全国规模以上工业企业平均开工率达99%
法国	2020/4/13	2020/5/11	法国政府实施的“禁足令”将延长至5月11日
	2020/4/15	2020/4/15	财政部长表示工厂复工率约60%
	2020/4/20	2020/4/20	首座重新复产汽车工厂丰田法国工厂有限复工
	2020/4/23	2020/5/11	总统表示5月11日起逐步解除戒严
瑞士	2020/4/16	2020/4/27	宣布27日开始分阶段逐步放松新冠疫情管控措施
	2020/4/20	2020/4/20	迈出解封第一步，部分小型商店允许营业，汽车产业开始复工
德国	2020/4/15	2020/5/3	现有的“禁足令”将延长至5月3日
		2020/8/31	针对大型活动的禁令持续到8月31日
印度	2020/4/20	2020/4/20	20日恢复农业和部分制造业的生产活动
		2020/5/3	正在执行的全国封锁措施，将于5月3日到期
奥地利	2020/4/24	2020/4/25	印度内政部发布命令，允许出售非必需品的商店从4月25日起开始营业
	2020/4/14	2020/4/14	占地面积不超过400平米的小型商店、修车厂、建材园艺市场等可在满足防疫要求的条件下恢复营业，
英国	2020/4/25	2020/5/1	所有商店在5月1日允许营业，5月中旬餐厅重新营业
	2020/4/22	2020/4/22	首相表示目前不会冒风险重启英国经济，也不会过分放宽封锁限制
意大利	2020/4/18	2020/5/4	逐步放松管控措施、恢复生产
	2020/4/26	2020/5/4	制造业、建筑业和批发业将恢复工作
		2020/5/18	零售业、博物馆、画廊和图书馆将恢复运营
	2020/6/1	2020/6/1	酒吧、餐厅、理发店和美容院将重新营业
土耳其	2020/4/18	2020/5/3	31个省市的出入禁令将再延长15天
孟加拉	2020/4/24	2020/4/24	500多家服装厂陆续开始复工复产
美国	2020/4/16	2020/5/1	特朗普宣布“重新开放美国”三阶段计划，计划在5月1日重启经济
	2020/4/24	2020/4/24	佐治亚州首先重启；俄克拉荷马州、阿拉斯加州和南卡罗来纳州已经允许甚至鼓励中小型企业重新开始营业；
		2020/5/1	更多的州已经开始计划出台政策，并从5月起逐步放宽限制

数据来源：公开资料整理，招商证券

再论金融周期和金融板块配置价值

四月金融数据确认金融上行周期

社融数据超预期回升的原因及持续性

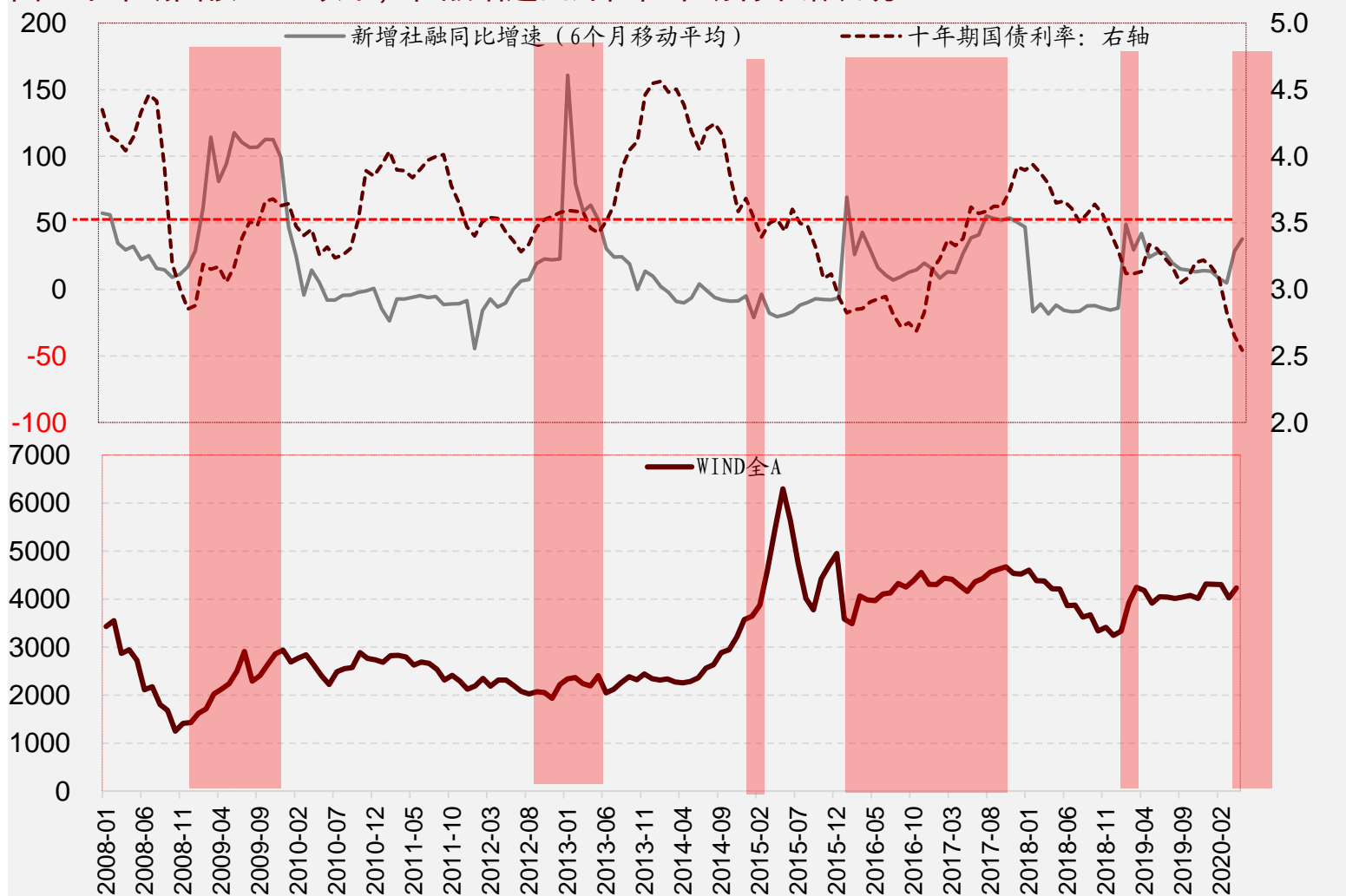
中观数据显示投资生产正在加速回升

金融板块再度迎来配置窗口

社融增速回升阶段，股票市场通常表现较好

十年期国债利率3.5%以下，社融增速回升至较高水平状态对于股票市场是“绝佳”组合。

图：十年期国债3.5%以下，社融增速回升往往市场有不错表现

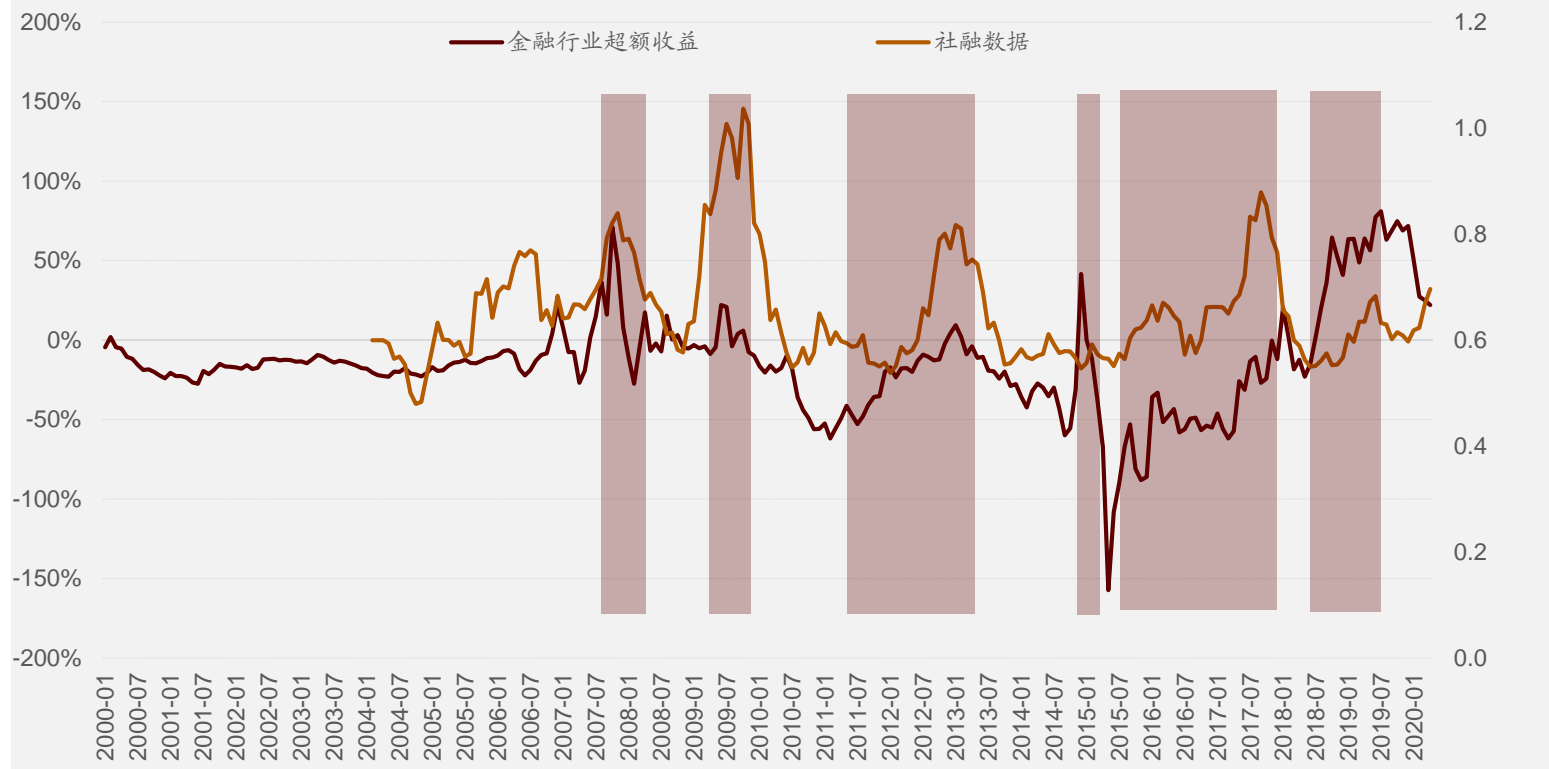


数据来源: wind, 招商证券

金融行业超额收益出现在社融增速回升的阶段

整体而言，金融行业的超额收益出现在社融明显回升的阶段，过去一段时间，社融增速明显回升，而金融板块表现欠佳，市场对于经济预期的悲观给予了悲观定价，然而，随着社融增速持续超预期回升，经济预期修复，金融板块有望迎来估值修复。

图：超额流动性改善至社融增速回升,券商有超额收益

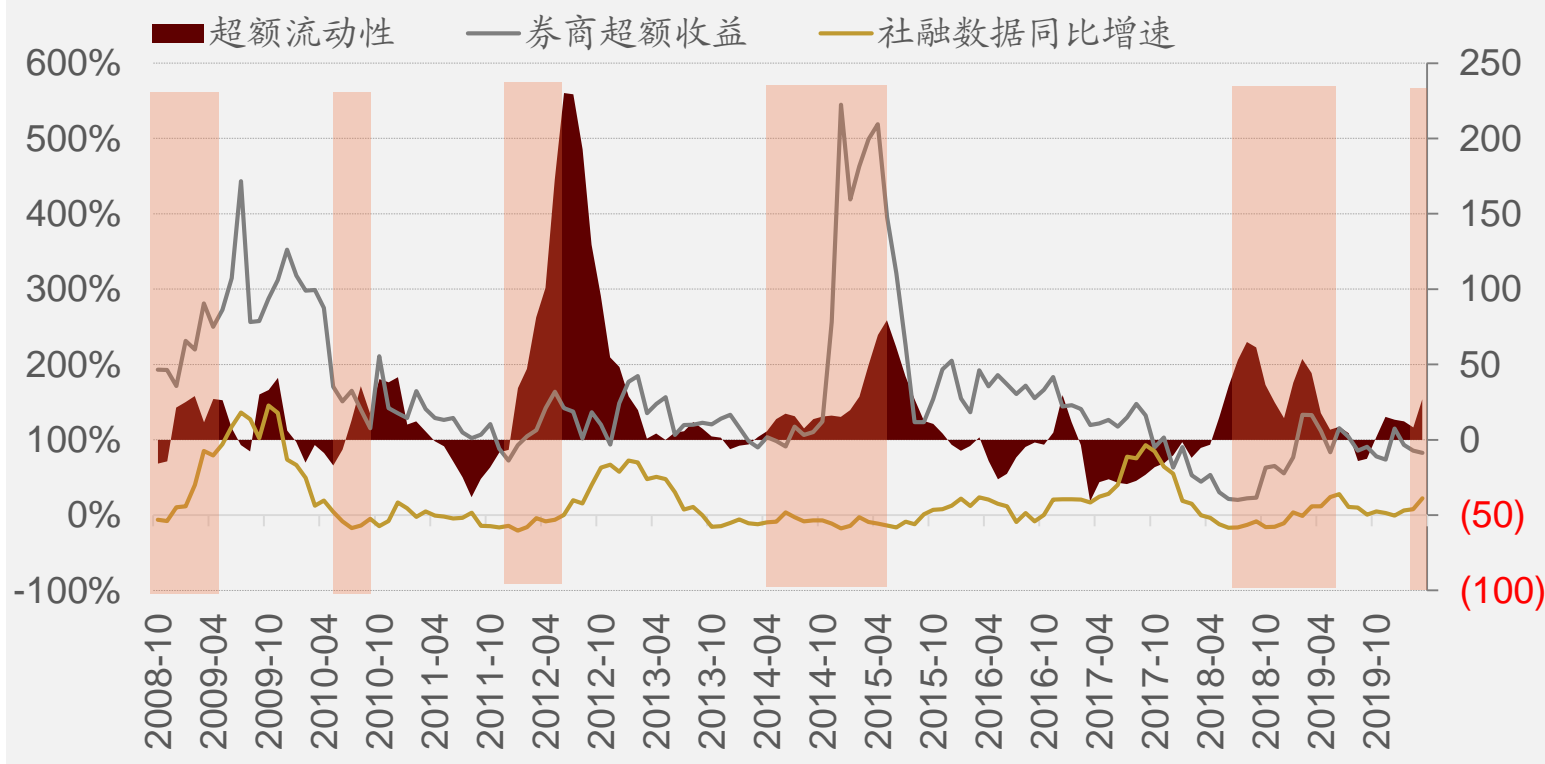


超额流动性回升至社融增速改善阶段：利好券商

当超额流动性改善，至社融回升，经济预期悲观但流动性持续改善，此时券商作为流动性受益的典型代表，就会受到青睐；一是利率下行利好券商自营业务，二是只要股票上涨交易活跃，则券商业绩向好，券商就可以继续涨。

过去一个月受到疫情影响，风险偏好较低，**但是随着疫情逐渐解除风险偏好改善，券商有望再次迎来配置窗口。**

图：超额流动性改善至社融增速回升,券商有超额收益



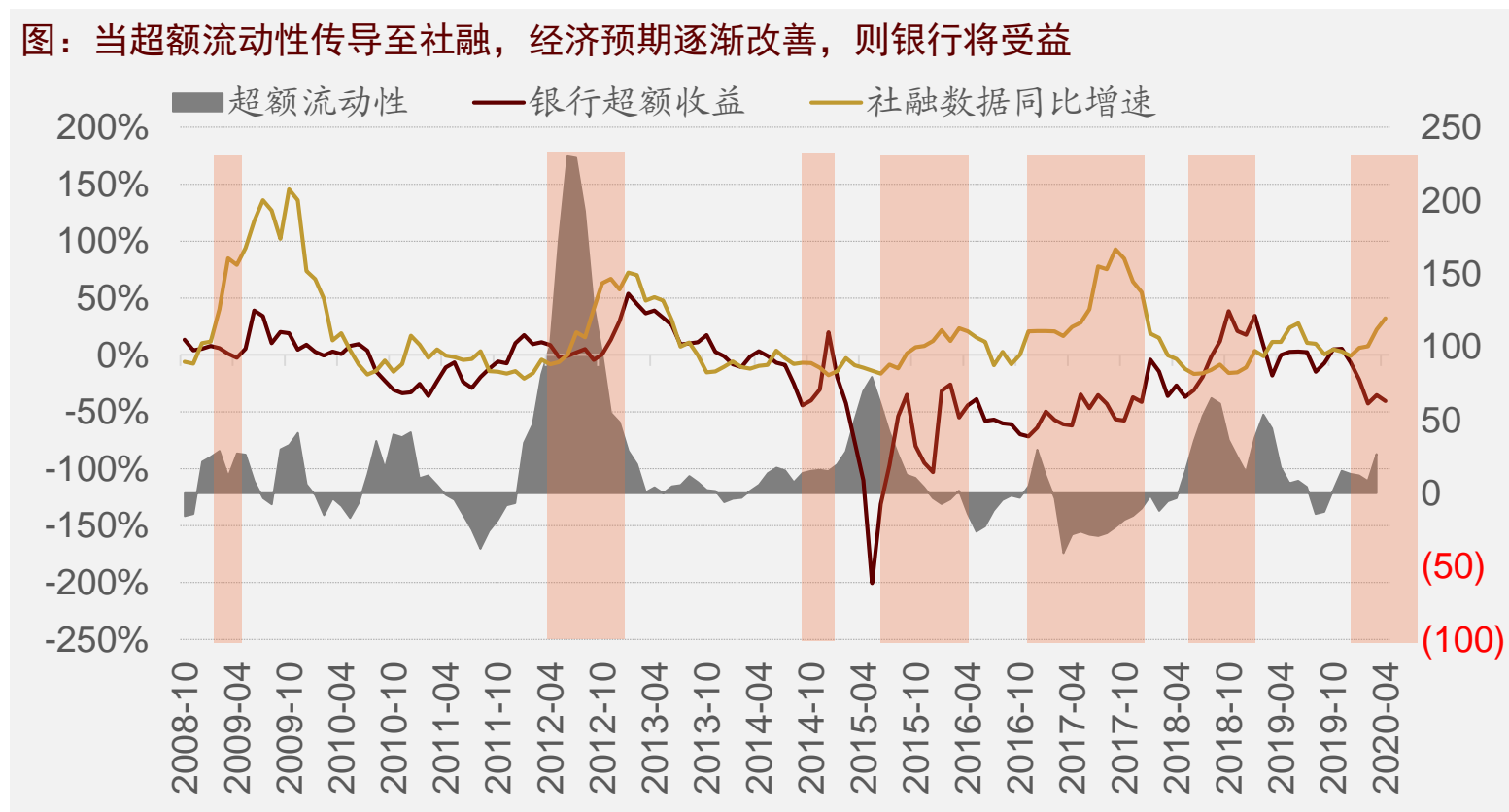
数据来源：Wind，招商证券

社融增速回升，经济预期改善，银行受益

当超额流动性逐渐带动社融改善，则银行受益获得超额收益。

银行业务依赖社融，因为社融数据回升的时候，经济预期改善，则银行的资产质量改善，银行迎来业绩的双击。因此，当超额流动性改善最终传导至社融，则银行将会开始获得明显超额收益。

图：当超额流动性传导至社融，经济预期逐渐改善，则银行将受益



数据来源：Wind，招商证券

核心观点

- 社融增速连续两个月超预期回升，诸多中观数据表明，投资和经济正在加速回升。
- 在疫情压制下，市场低估了社融增速回升的持续性以及对经济的影响
- 社融增速回升和十年期国债在3.5%以下对于股票市场构成较好的投资环境，我们仍然看多市场。
- 市场过度悲观看待经济，使得过去一段时间金融板块表现与社融增速出现背离，金融板块整体估值回到历史较低的区间。
- 社融持续回升和经济预期修复后，金融板块在未来有望迎来估值修复，当前是金融板块配置的较佳的配置时机。同时关注对其他低估值板块形成的正面效应。

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自2011年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

陈刚：同济大学金融学硕士，2016年加入招商证券，从事策略研究。负责主题研究和专题研究。

耿睿坦：香港科技大学经济学硕士，中山大学金融学学士。自2018年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

涂靖清：华东理工大学金融学硕士，2018年加入招商证券，目前负责市场流动性和机构投资者分析。

感谢阅读，
欢迎关注！