新时代证券-研究所晨报（20200713）

● 总量研究

宏观经济：经济修复再添扰动项

6 月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：（1）美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。（2）货币政策将进入更加常态的状态。（3）疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：（1）各类情景下，出口很难比现在更差。（2）2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。（3）洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。

策略研究：多头已战略性胜利

通过 3000 点附近的震荡，大部分大级别的空头逻辑已经被消灭。之前，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。一旦突破，将会是摧枯拉朽的。我们认为，未来一个季度，宏观层面没有值得担心的利空，居民资金进入股市的热情还会持续，唯一的干扰力量将会是监管政策。理论上，政策这一次会比 2014-2015 年的牛市更早出手，更早恰恰意味着力度上将会是绵绵不断，而不是一刀切。市场上涨的速度可能会改变，但趋势不会变。

● 行业研究

直接融资占比提升推动社融延续高增长，资管新规大概率延期

6 月当月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，贷款余额同比增长 13.2%，增速较上月持平。从贷款结构来看，中长期贷款占比持续回升，信贷结构继续改善。非标、信贷和债券融资增加推动社融增速继续回升，资管新规落地大概率延期一年。M2 与社融增速差拉大，随着 M1 增速回落，M1M2 剪刀差走阔。下半年货币政策将呈现总量适度、价格适当下行但也不可能过低，整体边际收紧的迹象。

证券行业 2020 年 1 至 6 月概况：投融资市场改善推升公司业绩增长，政策红利堆积、创业板走势强劲

上市券商公布 6 月经营业绩，大部分公司单月营收、净利都出现环比和同比大幅增长。整体年内累计经营成果延续改善，实现营收和净利的相对稳健同比增长。短期来看：结合当前政策环境、业务发展预期、市场环境等因素，板块仍具弹性和成长空间。长期来看：针对证券行业的政策逐步回暖并日益激发行业活力，资本市场在服务实体经济和对外开放中的地位得到强化；证券公司也将在直接融资、要素配置、价格发现、交易流通等方面发挥专业化、市场化的中介和服务作用。

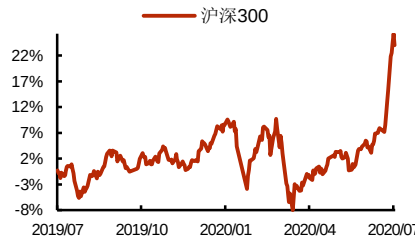
受益标的：中信证券(600030.SH)、华泰证券（601688.SH）、中信建投（601066.SH）、海通证券（600837.SH）、招商证券（600999.SH）。

风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	3.59%	银行	-4.53%
商业贸易	2.68%	采掘	-3.94%
医药生物	1.34%	钢铁	-3.51%
食品饮料	0.76%	非银金融	-3.07%
综合	0.67%	有色金属	-3.06%

相关报告

《经济修复再添扰动项》2020-07-12

《多头已战略性胜利》2020-07-12

《直接融资占比提升推动社融延续高增长，资管新规大概率延期》2020-07-10

《证券行业 2020 年 1 至 6 月概况》2020-07-10

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：经济修复再添扰动项 3
1.2、 策略研究：多头已战略性胜利 3
2、 行业研究 4
2.1、 直接融资占比提升推动社融延续高增长，资管新规大概率延期 4
2.2、 投融资市场改善推升公司业绩增长，政策红利堆积、创业板走势强劲 5

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：经济修复再添扰动项

近期披露的官方 PMI、财新 PMI、PPI、信贷社融等数据都表明 6 月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：（1）美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。（2）货币政策将进入更加常态的状态。（3）疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。

我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：

（1）各类情景下，出口很难比现在更差。美国部分西部与南部州疫情攀升较快，这一影响并未明显体现在美国整体经济数据上，当然如果疫情进一步加剧，不排除这些州会重新封锁，但出现全国再次封锁的风险暂时还比较小，仍有一部分州疫情数据控制得较好，比如此前疫情严重的纽约州，目前日均新增确诊控制在 800 例左右，因此，后续美国经济很难比 3-4 月更差。即便美国再度出现全国封锁，鉴于欧洲疫情控制得还比较好，欧洲经济修复也能够支撑未来出口回暖。最近几个月出口不差并未计入欧美经济重启的影响，美国疫情主要影响出口回暖的斜率，综合考虑，出口很难比现在更差。

（2）2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。很多人认为 2019 年 4 月后经济下滑是货币政策微调导致，但实际上从各分项数据来看，经济下滑核心原因是全球经济回落对“出口-制造业”链条的冲击，而对融资敏感的基建与房地产投资表现并不差。理论上来讲，货币政策调整会对经济产生影响，但即便是在金融市场成熟的美国，这种影响往往也是存在时滞的，在经济上行周期（例如 2007 年、2010 年、2017 年），货币紧缩伴随着经济上行。此外，当前货币政策走向常态化与过去货币紧缩不同，即便目前 3 个月 Shibor 利率达到 2.1%，也是处于历史极低水平，整体而言，货币只是不会像危机模式那么宽松，但紧缩的拐点还没有到。

（3）洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。从 1998 年与 2016 年的经验来看，洪灾对经济的间接影响主要体现在建筑业施工上，建筑业会受到阶段性冲击，但并未改变当年的趋势，这可能是因为在洪灾之后，建筑项目会继续赶工，而灾后重建对基建还有一定拉动效应。

风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期。

1.2、 策略研究：多头已战略性胜利

过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的“围点打援”。通过 3000 点附近的震荡，大部分大级别的空头逻辑已经被消灭。之前，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。一旦突破，将会是摧枯拉朽的，A 股上周的上涨速度堪比 2014 年 12 月和 2015 年 5 月。我们认为，未来一个季度，宏观层面没有值得担心的利空，居民资金进入股市的热情还会持续，唯一的干扰力量将会是监管政策。理论上，政策这一次会比 2014-2015 年的牛市更早出手，更早恰恰意味着力度上将会是绵绵不断，而不是一刀切。市场上涨的速度可能会改变，但趋势不会变。

（1）这一次上涨的速度非常快。A 股近期的上涨速度（5 个交易日 12%以上）异常快，上一次出现是 2014 年 12 月和 2015 年 5 月，2010-2013 年和 2016-2019 年

都没有出现过这么快的上涨。2005-2008 年出现的次数略多一些，可能是因为那时候 A 股板块单一，周期股的权重大，波动较大，2014 年 12 月和 2015 年 5 月都是增量资金大幅入场的时候出现的。

（2）上涨快的战略原因：3000 点附近大部分利空已经被消化充分。军事上有个战术叫“围点打援”。围住一个城镇的敌人以之为诱饵吸引其他地方的敌人增援，其真正目的是打增援的敌人并达到歼灭援敌的战役目的。我们认为过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的围点打援。在 3000 点附近，空头有多次利空增援，之前去杠杆的后遗症、不断出现的中美冲突、百年一遇的全球疫情，这些导致上市公司盈利中枢不断下降。但这些增援的利空，只是压制了周期股的估值，并没有对市场造成致命伤害。由此形成的战略格局是，点位上，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应却持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。

围点打援一旦取得胜利，将不只是 3000 的胜利，而是多头对空头的战略级胜利，牛市的格局已经确立。我们认为，除非出现比疫情影响更大的突发利空，否则牛市的格局不会被改变。这一次快速上涨比 2019 年 Q1 和 2020 年 2 月更强，内在的战略意义也更强。

（3）上涨快的战术原因：新增资金很多，而且后续还会更多。最直观的多头力量是居民近期新增的资金，5-7 月份一般是每年个人投资者开户和购买基金的淡季。2020 年 6 月的开户数据已经是比正常的年份强很多了，上一次 6 月环比这么强还是 2014 年，考虑到 7 月份的上涨很快，后续开户数据和基金发行数据大概率会比之前的数据有更大的攀升。居民资金最大的特点是快和猛，一旦居民资金流入股市，一个季度流入的规模可能就会超过外资 1-2 年累计总的流入量，我们认为 2020 年股市往上最大的力量将是居民资金。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 行业研究

2.1、 直接融资占比提升推动社融延续高增长，资管新规大概率延期

贷款总量保持快速增长，结构出现显著改善。6 月当月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，贷款余额同比增长 13.2%，增速较上月持平。从贷款结构来看，中长期贷款占比持续回升，信贷结构继续改善。其中，6 月当月中长期贷款总额为 13697 亿元，占全部贷款比重为 75.67%，较 2020 年 5 月环比回升 8.3 个百分点，高于 2019 年同期 23.8 个百分点。分部门来看，企业部门中长期贷款增幅较大，受监管套利政策影响票据融资出现回落；居民部门信贷同比增幅创年内新高，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款也显著回升，表明居民生活消费持续修复，同时不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能。

非标、信贷和债券融资增加推动社融增速继续回升，资管新规落地大概率延期一年。2020 年 6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，较 2019 年同期多 8057 亿元，新口径下，社融存量增速回升至 12.8%，增速较 5 月末和 2019 年同期高 0.3 个和 1.61 个百分点，创 2018 年 3 月以来新高。非标融资连续 4 个月实现正增长，银行承兑汇票大幅回升，随着资管产品风险进一步收敛，叠加受疫情冲击，资管新规落地肯定会延期，但不可能延太长，大概率一年。

M2 与社融增速差拉大，随着 M1 增速回落，M1M2 剪刀差走阔：2020 年 6 月

末，M2 余额同比增长 11.1%，增速继续创近三年新高；但是 M2 与社融增速差扩大，主要原因在于随着监管部门加强套利行为监管，虽然货币派生速度不变，但是银行间充裕的流动性开始流入实体经济，推动社融保持高增长。M1 同比增长 6.5%，增速较上月末回落 0.3 个百分点，回落的主要原因在于高基数背景下，政府加大了让利幅度，财政存款大幅下降，居民存款依然保持快速增长，值得注意的是，居民新增存款在四月出现回落，并在 5 月、6 月持续回升，说明疫情之下居民的消费习惯或有所改变，更愿意将手中的现金存起来，也侧面反应消费支出相对疲软；随着居民开始赎回债基、货基和理财，逐步加大对股市和地产的配置，有助于推动 A 股市场继续走强。

投资建议：下半年货币政策将呈现总量适度、价格适当下行但也不可能过低，整体边际收紧的迹象。随着国内疫情的回暖，央行货币政策的立场更加强调灵活适度，意味着央行下半年流动性投放的空间并不大：一是总量上适度，下半年信贷的投放将和经济复苏的节奏相匹配，下半年信贷投放总量将会控制在 8 万亿元左右，环比上半年增幅下降 4 万亿元，增速也将从 13%左右下降至 10.7%左右，信贷增速整体呈现前高后低的趋势。二是价格上也将更加适度。央行一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。国务院也有 1.5 万亿元让利的要求，具体拆分为三块：贷款利率下行，包括债券利率的下行，最终会实现大概约 9300 亿元的让利；银行减少收费 3200 亿元；直达实体经济的两项货币政策工具加上前期延期还款付息政策工具大约让利 2300 亿的规模。因此央行认为利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题。因此，下半年利率适当下行但也不可能过低。对于权益市场，将会迎来居民存款的万亿增量，同时央行综合利用各种货币政策工具，尤其是通过专项债补充中小银行资本金，利好城商行和农商行龙头。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期。

2.2、 投融资市场改善推升公司业绩增长，政策红利堆积、创业板走势强劲

行业简介：上市券商公布 6 月经营业绩，大部分公司单月营收、净利都出现环比和同比大幅增长。整体年内累计经营成果延续改善，实现营收和净利的相对稳健同比增长。

2020 年 6 月，沪深股票市场日均成交金额为 7,228.01 亿元，同比上升 57.68%、环比上升 16.20%。2020 上半年，两市总成交金额同比增长 28.14%，规模提升明显。截至 2020 年 6 月 30 日，沪深两市融资融券余额达 11,637.68 亿元，同比增长 27.77%，环比增长 7.95%，较 2019 年末增长 14.17%，连续 7 个月保持在万亿规模以上。

2020 年前 6 月，累计 IPO 金额为 1,392.74 亿元，同比增加 130.86%；累计增发募集资金金额为 3,568.86 亿元，同比增加 19.28%；累计可转债募集资金金额为 948.66 亿元，同比减少 38.39%。

短期观点：目前板块估值水平约 2 倍 PB，短期内有较大幅度提升，仍处于历史正常中枢水平；结合当前政策环境、业务发展预期、市场环境等因素，板块仍具弹性和成长空间。

长期观点：证券行业对政策和市场整体环境较为敏感。经历了前期去杠杆和金融统一监管的整治，自 2018 年 10 月起，针对证券行业的政策逐步回暖并日益激发行业活力，资本市场在服务实体经济和对外开放中的地位得到强化；证券公司也将

在直接融资、要素配置、价格发现、交易流通等方面发挥专业化、市场化的中介和服务作用。

投资建议：随着资本市场优化、流动性宽松传导、市场的活跃和指数修复，以及行业改善对业绩的支撑，证券板块具备投资机会。维持行业“推荐”评级。受益标的：中信证券(600030.SH)、华泰证券（601688.SH）、中信建投（601066.SH）、海通证券（600837.SH）、招商证券（600999.SH）。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。宏观及行业政策带来的影响及不确定性。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/