总量研究中心

总量之声 2020 年第 15 期电话会议

会议纪要

金融体系让利，端午期间海外市场变化和国内市场观点

- **宏观 邸鼎荣：1.5 万亿让利的组成及其对银行盈利的影响。**我们在对金融让利具体拆分的基础上，分析了让利对银行体系盈利的影响程度。认为虽然短期会对银行盈利会产生负面影响，但长期是正面的，有助于金融和实体的良性循环，有利于经济长期健康稳定的发展，长远来看也有利于金融体系盈利能力的整体提升。具体来看，金融系统可实现让利 1.5 万亿，其中对企业贷款是让利的主要来源。让利影响的是银行营业收入，并非净利润。我们预计让利影响银行盈利 3600 亿元，相当于净利润的 17%。让利短期对银行盈利会产生负面影响，长期有助于金融和实体的良性循环。

- **宏观 段小乐：端午期间海外发生什么？**首先，海外方面，主要是美欧之间的贸易摩擦，以及美国的新增病例人数再创新高，引发的市场避险情绪升温、风险偏好下降。一方面，我们认为美欧之间的贸易摩擦属于短期现象，与中美的贸易冲突存在不同。另一方面，美国疫情加重，不过，未来，随着经济活动的重启，疫情出现反复可能是常态，其对经济的影响正在逐步下降。第二，国内方面，大家比较关注的是媒体报道银行证券牌照放开的事情。我们认为，从大的方向来讲，符合国家金融供给侧改革的战略方向；未来，随着中国金融开放的加速进行，打造更具竞争力的投资银行，将是中国金融业需要面对的一个问题。第三，从市场影响来看，我们依然对 A 股和铜相对乐观。

- **固收 周岳：债市的三个预期差。**我们对三季度的市场还是比较乐观，尽管说在经济逐步回暖的背景下，趋势性的机会可能已经比较小，但是仍存在交易性的机会，我们认为这些交易性的机会主要来自于三个预期差。第一个预期差是货币政策的预期差。我们认为货币政策尚未到转向的时候，目前市场对于货币政策预期过分悲观，未来会存在预期修正。第二个预期差是部分经济数据冲高回落。二季度的经济数据都在回暖，预计未来仍将继续改善。我们认为基建投资和地产投资在三季度存在冲高回落的可能性。第三个预期差是 CPI 的快速回落。8 月-10 月 CPI 下行速度可能会加快，主要源于猪价回落和油价反弹结束，快速下行的 CPI 可能会形成债市的第三个预期差。总结来看，尽管目前利好债市的因素比较有限，投资者的情绪也较为悲观，但是市场仍会存在博取预期差的机会，对三季度的债市无需悲观。

- **策略 艾熊峰：A 股逐步进入中报窗口。**步入 7 月，上市公司中报预告将进入密集披露阶段。随着疫情缓和及内需扩张，预计后续 A 股业绩逐季回升，其中中下游行业业绩恢复较快。预计 2020 年全部 A 股和全部 A 股（非金融）利润增速为-2%、-8%。当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点。我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。全球流动性宽松将持续一段时期，美元或金融新一轮的贬值周期，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

一、宏观 邸鼎荣：1.5 万亿让利的组成及其对银行盈利的影响

2020 年 6 月 17 日，国务院常务会议“部署引导金融机构进一步向企业合理让利助力稳住经济基本盘”，表示要“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。”我们在对金融让利具体拆分的基础上，分析了让利对银行体系盈利的影响程度。认为虽然短期会对银行盈利会产生负面影响，但长期是正面的，有助于金融和实体的良性循环，有利于经济长期健康稳定的发展，长远来看也有利于金融体系盈利能力的整体提升。

金融系统可实现让利 1.5 万亿，其中对企业贷款是让利的主要来源。从让利的具体分解来看，其中对公贷款让利 8190 亿元，贷款延期让利 4690 亿元，企业债券让利 744 亿元，普惠小微企业信用贷款支持计划让利 234 亿元，再贷款可让利 463 亿元，金融系统减费可让利 500 亿元，综合考虑以上各项目，合计可让利 1.48 万亿元，约等于 1.5 万亿元。

让利影响的是银行营业收入，并非净利润。我们预计让利影响银行盈利 3600 亿元，相当于净利润的 17%。让利影响的是金融体系收入，即从利润表角度来看，金融体系让利实际上影响的是营业收入，并非净利润。假设 1.5 万亿元让利均来自于银行体系。在上市银行销售净利率的基础上，我们对估计的商业银行总体销售净利率作出修正，再考虑疫情对盈利的影响。计算得到，1.5 万亿元营业收入的下降，将影响商业银行净利润 3600 亿元，相当于净利润的 17%。

让利短期对银行盈利会产生负面影响，长期有助于金融和实体的良性循环。短期来看，金融体系让利 1.5 万亿元，对应影响银行净利润 3600 亿元，相当于净利润的 17%，确实会对银行盈利产生负面影响。但长期是正面的，通过让利使部分受到疫情严重冲击的企业生存下来，进而带动相关生产、就业、消费的良性循环，有利于经济长期健康稳定的发展，长远来看也有利于金融体系盈利能力的整体提升。

疫情对国内外经济造成了严重负面冲击，但疫情对中国经济的短期影响大于长期影响。未来看，推动金融体系主要是银行向实体经济让利，打破银行垄断是推进金融供给侧改革的重要内容，此前我们在 2020 年宏观年报《告别老路》中，从第二阶段改革开放的角度对此做过深度分析。

二、宏观 段小乐：端午期间海外发生什么？

今天主要向各位投资者汇报端午期间国内外的一些宏观事件及其对资本市场的影响。

首先，海外方面，主要是美欧之间的贸易摩擦，以及美国的新增病例人数再创新高，引发的市场避险情绪升温、风险偏好下降。端午期间海外发生的比较重要事件有两个。第一个是美欧之间的贸易摩擦有所升温，美国和欧盟在上周三再次发生的互增关税的事情，受此影响美欧股市在上周三晚间有所回调，原油等大宗商品价格也有所下跌。第二个是美国疫情又有所加剧，美国部分州暂停了经济重启计划，令市场对美国经济复苏的节奏以及疫情的持续性展开再定价。美股在周五晚间大幅下跌，油价回调、铜价冲高回落。未来看，一方面，我们认为美欧之间的贸易摩擦属于短期现象，与中美的贸易冲突存在不同。当前美国临近总统选举，特朗普政府为谋求连任，需要得到一些科技企业的支持，同时需要表现出对其他国家的一些强硬，这在短期符合美国的利益。从长远来看，美欧之间的意识形态和军事利益的趋同，为美欧之间的合作奠定了较为坚实的基础。另一方面，美国疫情加重，目前来看，主要是前期抗议活动引发的传播范围加大，后续随着抗疫活动的消退，新增确诊病例人数应该会逐步下降。**不过，未来，随着经济活动的重启，疫情出现反复可能是常态，其对经济的影响**

正在逐步下降。

第二，国内方面，大家比较关注的是媒体报道银行证券牌照放开的事情。我们认为，从大的方向来讲，符合国家金融供给侧改革的战略方向；未来，随着中国金融开放的加速进行，打造更具竞争力的投资银行，将是中国金融业需要面对的一个问题。银行开放证券牌照将是比较确定的方向，但是节奏可能不会太快，应该是逐步试点推进，对短期的证券行业影响也不会太大。**从长远来看，金融行业的竞争加剧将是不可避免，这中间可能不但只有银行和证券的内部竞争，还有国内投行和海外投行之间的竞争，金融行业的出清可能也将加剧。**

第三，从市场影响来看，我们依然对 A 股和铜相对乐观。从 A 股来看，尽管海外风险偏好有所下降，但是美欧贸易冲突、美国疫情反复对中国经济的基本面，以及中国资本市场的影响相对有限，反而有可能更有利于外资流入中国；从端午期间 A50 指数的表现相对强势，得到部分印证。另外，国内银行获得证券牌照的消息也将对银行估值形成支撑，有利于银行行业整体估值的提升，这也对指数形成利多效应。从大宗商品来看，我们依然比较看好铜，其商品属性相对比较确定，金融属性对价格的支撑正在逐渐显现。

三、 固收 周岳：债市的三个预期差

6 月以来债市波动加大，短周期的逻辑主要是经济回暖和货币政策收紧，市场情绪比较低迷，尤其是在经历了 1-4 月较为宽松的流动性环境后，5、6 月份的流动性边际收紧使得市场很不适应，债券市场的投资者普遍比较谨慎。那么债市接下去还有机会吗？

我们对三季度的市场还是比较乐观，尽管说在经济逐步回暖的背景下，趋势性的机会可能已经比较小，但是仍存在交易性的机会，我们认为这些交易性的机会主要来自于三个预期差。

第一个预期差是货币政策的预期差。

市场对流动性的乐观预期，在 4 月 3 日央行公告定向降准和降低超额存款准备金利率[1]后达到高峰，这离 3 月 31 日国常会“强化对中小微企业普惠性金融支持”刚过 3 天。近期大家都在讨论说对于货币政策的预期比较混乱，其实我们认为央行的目标一直都比较明确。这个在央行宣布降准降息的当天，央行刘国强副行长对于货币政策有比较明确的阐述：

*从央行的角度，就是稳健的货币政策**更加注重灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。**所以要根据不同阶段把握，保持流动性合理充裕，充分满足市场的需求。也就是说，我们绝不会让市场出现“钱荒”，**当然钱也不要“变毛”，**要满足市场需求合理充裕，实现 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 的增速基本匹配并且略高一点*[2]。

从副行长的讲话来看，货币政策的重点更加放在实体经济的恢复，这个是货币政策操作比较核心的部分，为了支持实体经济的恢复，我们看到了专项再贷款再贴现政策、定向降准，以及 6 月 1 日创设的两个直达实体的工具。

对于流动性的态度，央行的表态是对于流动性要保持流动性合理充裕，绝不会让市场出现“钱荒”，当然钱也不要“变毛”，我们之前在债券牛市的情绪下，更多关注的是前半句，对于后半句理解不深，但是不让钱“变毛”意味着流动性不会过度泛滥，那么是什么情况让央行觉得流动性有点过度充裕呢？一个可以观察的指标是 4 月全月，银行间隔夜资金成交量均值突破 4 万亿元，为历史最高，杠杆的抬升和负债资金的短期化会导致央行对于金融市场风险加大的警

[1] 来源：http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125434/125798/4002587/index.html
[2] 来源：http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwbfbh/wqfbh/42311/42832/index.htm

惕。

5 月 28 日两会闭幕时总理的答记者问[3]中提到了：没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。作为对总理答记者问的回应，6 月以来的货币政策边际收紧也就顺理成章了，所以我们认为今年央行的货币政策操作的目标还是比较明确的。

那么现在货币政策的边际收紧，是转向，还是调整呢？**我们倾向于认为是对前期宽松的调整，而非转向。**主要是基于两个因素：

一是央行的货币政策操作也需要根据经济数据进行判断，3 月份以来经济数据逐步回暖，但是远未达到恢复正常的状态，从数据看，供给恢复速度要快于需求，4、5 月回升较快的是基建投资和地产投资，内生性增长动力仍未恢复；

二是今年是典型的政府加杠杆年，宽财政背景下，利率债供给量较大，我们测算未来仍有 6-7 万亿的利率债供给，如果考虑到 4 季度发行量会比较少，意味着未来 4 个月单月利率债供给都在 1.5 万亿以上，这需要较为宽松的流动性环境配合。

因此，**我们认为货币政策尚未到转向的时候，目前市场对于货币政策预期过分悲观，未来会存在预期修正。**

第二个预期差是部分经济数据冲高回落。

二季度的经济数据都在回暖，预计未来仍将继续改善。从 5 月数据看，较为亮眼的是基建投资和地产投资，从单月来看，5 月的宽口径基建投资已由 4 月的 4.79%提升至 10.9%，房地产投资单月同比增长 8.09%，已恢复至疫情前水平。但是我们认为这两项在三季度存在冲高回落的可能性。目前基建的高增，从项目端看有去年 9 月份开始的项目储备，8 月份开始增加的中长期贷款，以及今年地方政府专项债的前置发行，但是今年三、四季度的项目以及融资来源均可能会有所下降。

地产投资方面，1-5 月地产投资累计同比-0.3%，但是土地购置费累计同比 5.4%，可见近几个月高增的地产投资中，土地购置费有较大贡献，土地购置费受历史成交数据影响，增速滞后土地成交价款约 9 个月，如果将土地成交价款滞后 9 个月，会发现今年三季度末土地购置费可能会有所下行，而且，随着近期热点城市的房价上涨，地产融资也存在收紧的可能，那样对建安投资等方面也会形成影响。因此我们认为基建叠加地产有可能在三季度末冲高回落，对债市形成第二个预期差。

第三个预期差是 CPI 的快速回落。

CPI 重回 2 字头后，市场对通胀的关注度有所下降，认为 CPI 不再形成对货币政策和债市的掣肘。其实物价对于债市的影响是两方面的，过高的 CPI 固然对债市不利，但是快速下行的 CPI 也会对债市形成利好，根据对历史数据反映的季节性变化和基数变动预测，8 月-10 月 CPI 下行速度可能会加快，主要源于猪价回落和油价反弹结束，快速下行的 CPI 可能会形成债市的第三个预期差。

总结来看，**尽管目前利好债市的因素比较有限，投资者的情绪也较为悲观，但是市场仍会存在博取预期差的机会，对三季度的债市无需悲观。**

四、策略 艾熊峰：A 股逐步进入中报窗口

步入 7 月，上市公司中报预告将进入密集披露阶段，7 月 15 日之前 A 股市上市公司中报预告基本会全部披露完毕。具体来说，上交所和深交所对上市公司中报业绩预告的要求有所不同。1）深交所：创业板业绩在 7 月 15 日之前要全部披露完毕。深圳主板和中小板公司如果业绩波动较大也要在 7 月 15 日之前披露；2）上交所：上海主板公司业绩波动较大的也需要披露业绩预告，但是时间

[3] 来源：http://www.gov.cn/xinwen/2020-05/28/content_5515697.htm#allContent

并没有强制规定。

当前（截止 6 月 28 日）共有 577 家 A 股上市公司披露了中报预告，其中主板 265 家、中小板 162 家、创业板 118 家、科创板 32 家。从业绩预警类型来看，中报业绩不确定的数量较多有 170 家。当前披露中报预告的时间大都在 4 月和 5 月，在疫情影响之下对中报业绩前瞻难度较大，这也是对中报业绩预期不确定的公司数量较多的原因。但步入 7 月，随着业绩预告进入密集披露期，业绩预告的代表性和前瞻性将更为准确。

随着疫情缓和及内需扩张，预计后续 A 股业绩逐季回升，其中中下游行业业绩恢复较快。预计 2020 年全部 A 股和全部 A 股（非金融）利润增速为-2%、-8%。就各大板块业绩而言，从工业企业利润数据来看，上游行业（煤炭、有色、钢铁等）企业盈利仍较弱，中游行业（建材、机械、化工等）企业盈利企稳回升，下游行业（食品饮料、医药等）企业盈利明显回升。下游比上游恢复的快是疫情影响下 A 股企业业绩的主要特征，其中的原因是随着疫情的缓和恢复最快的应该是下游终端需求，而下游向上游传导的过程存在一定的时滞，此外疫情冲击下上游库存积压明显，对业绩修复也存在一定的拖累。

此外，疫情加速近年来行业集中度提升的趋势，这将进一步抬升龙头企业业绩。疫情冲击之下，那些融资能力和产品竞争力较低的中小企业受到的负面冲击相对更大，小企业将被动退出市场，大企业的市场份额越来越大。这对龙头企业的业绩而言，无疑是一个利好。

当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：**首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值抬升；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资流入中国资本市场或是未来 1-2 年的趋势。**

我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。全球流动性宽松将持续一段时期，美元或金融新一轮的贬值周期，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。这次全球流动性环境和 2008 金融危机期间美联储第一次量化宽松后的情形最为相似，2008 年 11 月 QE1 之后，美元开启了贬值周期，全球资本风险偏好提升，此前流入美元资产的避险情绪得到扭转，开始持续流入新兴市场，推升新兴市场估值。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

■ **投资评级的说明：**

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH