2020 年 06 月 11 日

今天的社融，明天的价值

——投资策略点评

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● 2020 年 5 月社融超预期，M2 同比与 4 月持平，M1 同比有所回升

2020 年 5 月社融超预期，当月值同比 86.29%，比 4 月增加 1.12%；累计值同比为 44.80%，比 4 月增加 6.91%；社融存量同比 12.53%，比 4 月增加 0.53%。我们看到的重要信号是：M2 同比增速为 11.10%，与 4 月持平；M1 同比增速为 6.80%，比 4 月增加 1.3%。从人民币贷款的结构上看，5 月居民部门和企业部门的人民币中长期贷款当月同比增速均相较于短期贷款而言有所抬升，对比历史上资金脱虚入实时的信贷结构，我们发现往往中长期贷款增速相对于短期贷款增速的抬升说明实体经济部门信用扩张的意愿在逐步增强，这将推动需求复苏。

● 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快，低估值板块优势明显

我们在 5 月 10 日发布的《时滞与近忧》报告中进行了关于资金脱虚入实的讨论，当时我们看到 2020 年 4 月社融与 M2 的增速差仍在缩窄，说明资金脱虚入实的过程中可能存在资金空转的现象，即此时流动性的宽松快于信用的扩张，而且我们也确实发现 4 月融资结构较短期化，非金融企业/居民更加偏好定期存款；到了 5 月，我们发现社融与 M2 的增速差出现拐点开始向上，说明流动性到信用的传导开始加快，资金脱虚入实节奏加快，金融市场流动性边际收紧加剧，参考历史上社融见底回升的初期市场估值有下行压力，因此此时对于低估值的板块而言其优势将更加明显。

● M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏，风格向价值倾斜

从社融改善再到企业盈利改善，历史上中间还需要确认 M1-M2 剪刀差的底部，即资金开始用于企业经营并逐步带来盈利。从 5 月的数据来看，M1-M2 同比增速差也开始出现向上拐点，企业盈利复苏的时点将加速到来，使得风格向盈利具有顺周期特征的价值倾斜。

● 风格切换开启，提前布局价值板块：低估值+盈利早复苏

在我们 6 月 9 日发布的报告《走向价值：势能与切换》中曾提到：当前成长相对于价值的风格已经演绎到了历史最高水平。我们在此前系列报告中提到的“脱虚”与“入实”两个关键要素在相继验证，这意味着大量顺周期的价值板块将进入一个明显的盈利修复周期，估值与盈利的天平在向价值板块倾斜。建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、工程机械**；第二，顺周期消费：**家电、汽车、航空**；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第四，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银**。

● 风险提示： 中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

相关研究报告

《投资策略专题-走向价值：势能与切换》-2020.6.9

《投资策略周报-风格大切换：和而不同》-2020.6.7

《投资策略专题-利率上行，加速风格切换》-2020.6.4

目　录

1、 2020 年 5 月社融超预期，M2 同比与 4 月持平，M1 同比有所回升 3
2、 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快，低估值板块优势明显 3
3、 M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏，风格向价值倾斜 4
4、 风格切换开启，提前布局价值板块：低估值+盈利早复苏 5
5、 风险提示 5

图表目录

图 1： 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快 3
图 2： 历史上社融见底回升的初期阶段，市场估值有下行压力 4
图 3： M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏 4

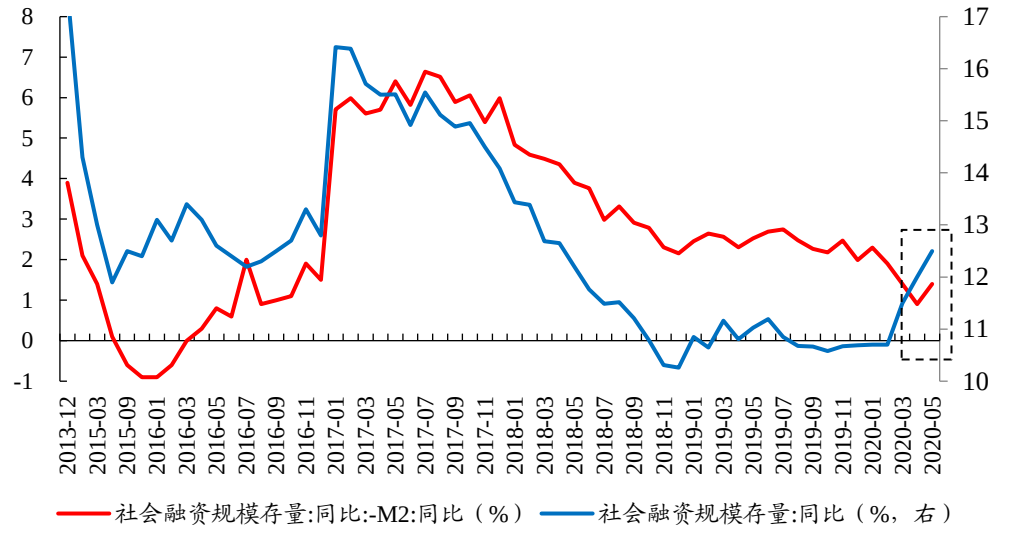
1、 2020 年 5 月社融超预期，M2 同比与 4 月持平，M1 同比有所回升

2020 年 5 月社融超预期，当月值同比 86.29%，比 4 月增加 1.12%；累计值同比为 44.80%，比 4 月增加 6.91%；社融存量同比 12.53%，比 4 月增加 0.53%，**说明实体经济的融资需求延续了 4 月份以来的强势复苏**。同时 M2 同比增速为 11.10%，与 4 月持平；M1 同比增速为 6.80%，比 4 月增加 1.3%。从人民币贷款的结构上看，5 月居民部门和企业部门的人民币中长期贷款当月同比增速均相较于短期贷款而言有所抬升，对比历史上资金脱虚入实时的信贷结构，我们发现**往往中长期贷款增速相对于短期贷款增速的抬升说明实体经济部门信用扩张的意愿在逐步增强，也从侧面反映其对于经济的信心在逐步恢复**。

2、 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快，低估值板块优势明显

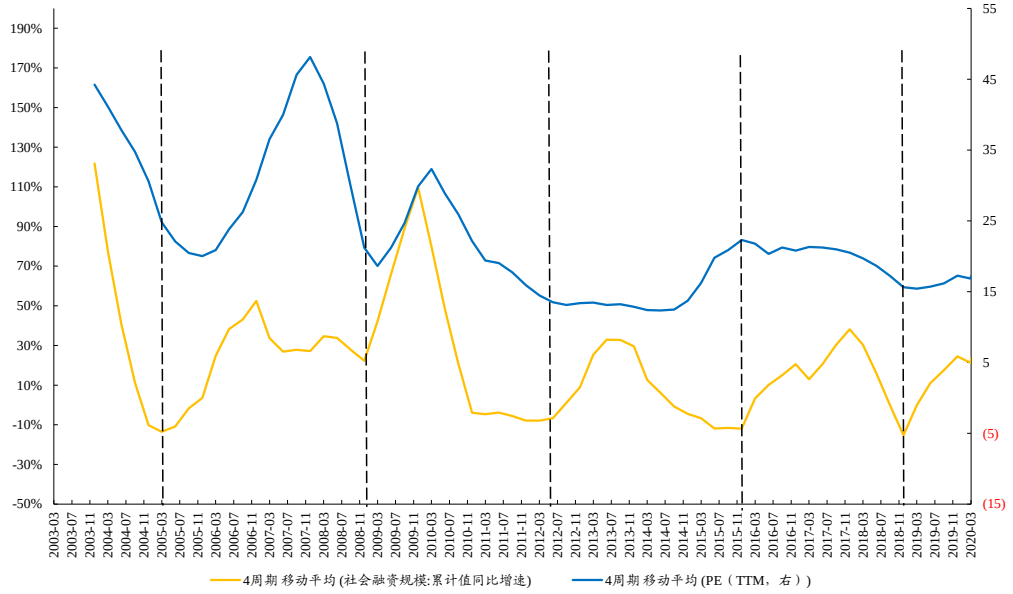
正如我们此前《时滞与近忧》报告中关于资金脱虚入实的讨论，2020 年 4 月社融与 M2 的增速差仍在缩窄，说明资金脱虚入实的过程中可能存在资金空转的现象，即此时流动性的宽松快于信用的扩张，而且我们也确实发现 4 月融资结构较短期化，非金融企业/居民更加偏好定期存款；到了 5 月，我们发现社融与 M2 的增速差出现拐点开始向上，说明**流动性到信用的传导开始加快，资金脱虚入实节奏加快，金融市场流动性边际收紧加剧**，参考历史上社融见底回升的初期阶段市场估值有下行压力，因此此时**对于低估值的板块而言其优势将更加明显**。

图1：社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：历史上社融见底回升的初期阶段，市场估值有下行压力

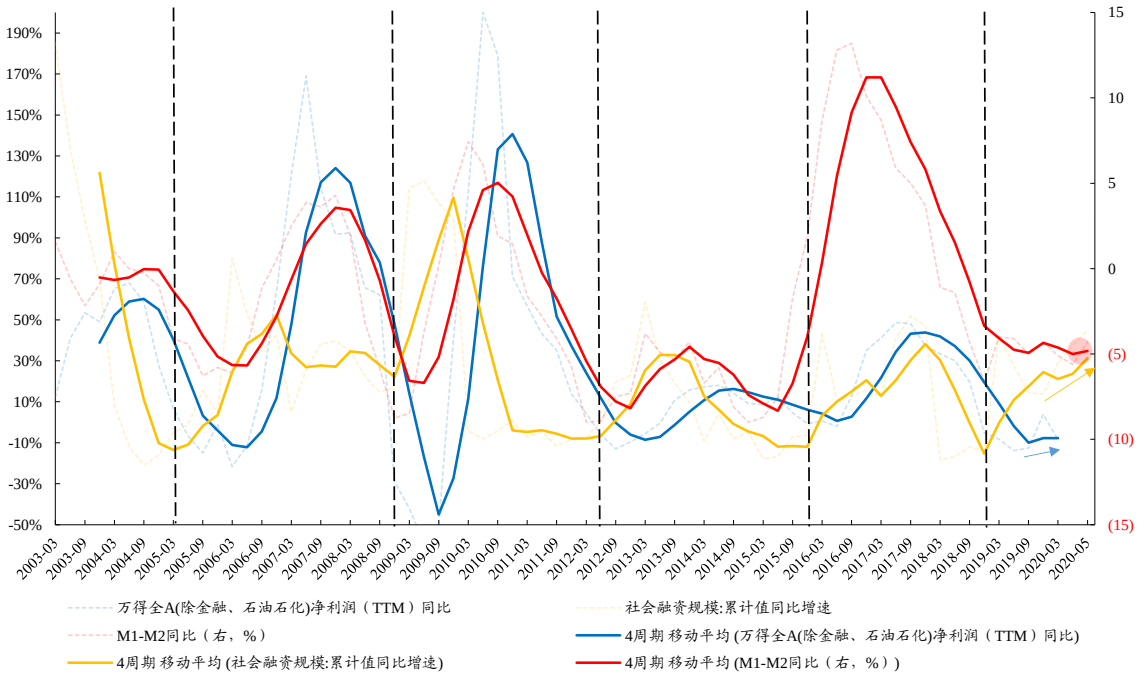


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏，风格向价值倾斜

从社融改善再到企业盈利改善，历史上中间还需要确认 M1-M2 剪刀差的底部，即资金开始用于企业经营并逐步带来盈利。从 5 月的数据来看，M1-M2 同比增速差也开始出现向上拐点，**企业盈利复苏的时点将加速到来，使得风格向盈利具有顺周期特征的价值倾斜**。

图3：M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风格切换开启，提前布局价值板块：低估值+盈利早复苏

在我们 6 月 9 日发布的报告《走向价值：势能与切换》中曾提到：当前成长相对于价值的风格已经演绎到了历史最高水平。我们在此前系列报告中提到的“脱虚”与“入实”在相继验证，这意味着大量顺周期的价值板块将进入一个明显的盈利修复周期，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、工程机械**；第二，顺周期消费：**家电、汽车、航空**；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第四，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银**。

5、 风险提示

中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835