

2020年4月16日

銷售部 - 投資策略

宏觀

以退求進，放水養魚！——兼論積極財政的背景、來源與抓手

一問積極財政：緣何成為重心？海外：財政空間受限，貨幣大水漫灌。19年以來各主要發達經濟體“零利率”、“負利率”頻出，核心原因在於資本回報率低迷、有效需求不足。而存量債務壓力巨大，使得各國財政空間明顯受限，因此主要採取了以降息和量化寬鬆為代表的超寬鬆貨幣政策。國內：不搞大水漫灌，堅守房住不炒。當前國內貨幣政策面臨多重約束：首先，去杠杆頗見成效，而穩杠杆任重道遠，若“大水漫灌”則前功盡棄。其次，當前“房住不炒”的政策紅線並未鬆動。最後，當前貨幣政策的重心不在寬貨幣而在寬信貸，央行意在疏解銀行間流動性阻塞，引導金融機構加大對實體經濟特別是小微、民營企業的支持力度，而非直接降息。戰疫：有效擴大內需，財政積極有為。而當前國內政策正進入第三階段，政策重心已從疫情防控、復工複產轉向擴大內需，更加積極有為的財政政策也成為有效擴大內需的重要抓手。

二問積極財政：源頭活水哪來？赤字率非必守紅線，功能財政粉墨登場。美歐日等發達國家的經驗表明，3%赤字率並非必守紅線，功能財政屢屢助其走出危機。橫向比較看，中國政府債務率約為50%，整體水平仍然偏低。我們認為，中國財政赤字率仍有提升空間，20年有望提升至3.5%。非常時期非常手段，特別國債呼之欲出。特別國債用於支持特定政策和項目，也不計入財政赤字，意義重大。我國曾在98年和07年兩次發行特別國債，分別用於補充四大行資本金、注資成立中投公司。我們認為，20年特別國債發行規模將不低於1萬億，有望幫助疏通貨幣傳導機制，釋放流動性並托底經濟。規範地方政府舉債，發專項債撬動基建。作為地方政府重大項目融資的主要工具，專項債不可或缺。1季度地方專項債發行呈現出“下達更快、規模更大、基建為主”的特徵，我們認為，20年地方專項債規模有望升至3.3萬億，投入基建的比例有望升至50%以上。

三問積極財政：如何擴大內需？減稅降費規模可觀，延長時效紓困企業。疫情對企業造成比較明顯的衝擊，“減稅降費、緩解企業成本端壓力”將是積極財政的首要落腳點。目前廣義財政減負力度增大，也針對疫情影響嚴重的行業出臺了針對性措施。我們預計，後續減稅政策時效有望延長，也將推出更多針對性減稅措施。定向補貼居民部門，收入修復消費回補。疫情對居民同樣產生衝擊，對居民進行補貼勢在必行。一是從收入端，直接補貼失去收入來源的企業員工。二是從消費端，補貼特定消費產品（比如可選消費品）或發放消費券。我們預計，後續將有更多補貼出臺。基建投資規模擴大，新老領域協同發力。擴大政府支出能夠拉動需求，其中擴大基礎設施投資不僅能直接拉動經濟，還能帶動產業鏈相關需求。我們認為，一方面，電力、交運物流和水利設施等傳統基建作為“基本盤”，或將保持原有擴張速度，另一方面，與高質量發展相契合的“新基建”或將成為未來的主要增長點，而20年基建整體投資有望實現10%的增速。

財政放水養魚，經濟否極泰來。3月底政治局會議提出積極的財政政策更加積極有為。從來源看，是財政赤字、特別國債、地方專項債三管齊下；從去向看，是企業減稅紓困、居民補貼收入和消費、

政府擴大支出三大抓手。本質在於公共部門以退求進，並對私人部門放水養魚。得益於此，2季度外需依然承壓，但內需有望全面恢復，下半年內外需有望全面恢復。在5%的投資、消費增速支撐下，20年仍可實現3-4%的GDP增長。

固定收益

產業債投資：鋼鐵債發行人比較分析

高庫存、低利潤、需求有望復蘇。1) 19年產量增加較快，短期疫情下開工率恢復不足。2019年，全國累計鋼材產量12.05億噸，同比增速達9.8%，年前偷增產能問題已引起相關部門重視。疫情影響下，春節後開工率回升尚不足。2) 下游需求尚弱，短期庫存壓力較高。鋼鐵行業下游需求主要來自基建、地產、機械、汽車、家電等行業以及出口，2019年地產仍是拉動鋼鐵下游需求的主力，而基建以及其他需求多數表現疲弱，2020年考慮到疫情的影響，鋼鐵需求或短降長升，地產用鋼需求短期受衝擊較大，基建用鋼需求二季度後有望恢復。節後受需求啟動放緩，導致鋼材庫存大幅累積。下游復工進度將對鋼材消費上行和庫存下行速度起決定作用，從需求拐點來臨到高庫存消化還需要一定時間。3) 鋼價震盪，盈利較薄。19年鋼價整體走低，原材料價格冲高回落（主要是年初受鐵礦石衝擊較大），行業利潤明顯減少，虧損企業面擴大。

產能集中度低，競爭格局較差。我國鋼鐵產能輸出以華北為主，而華東、中南為主要輸入地。產能集中度過低，近年來隨著我國去產能政策的逐步推進，鋼企並購重組步伐加快，集中度有所提升，但絕對水平仍低，大幅低於歐美日。若要實現2025年之前排名前十的鋼企產量占比達到60%-70%，後期重組壓力較大，產量靠前的企業有望通過並購重組迎來擴容機會。

鋼鐵債發行人競爭力比較。我們選取29家發債鋼鐵企業作為研究對象，從企業業務佈局、生產能力、盈利能力和融資能力四個角度進行梳理和比較。1) 主體主業明確，個別主體副業也是亮點。非鋼業務主要佈局在有色金屬製品（鈮、鈦等）以及貿易、金融、城市服務、建築工程等方面。部分非鋼業務毛利率高且盈利能力較穩定。2) 規模為王，產量分化明顯。我們根據2018年粗鋼產量規模可將發債鋼企產能分為三個產能梯隊，第一產能梯隊為達到年3500萬噸以上的主體共3家，分別為包鋼股份、河鋼集團和鞍鋼集團；第二產能梯隊為粗鋼年產量1500-3000萬噸主體，共10家；第三產能梯隊為粗鋼年產量1500萬噸以下的主體，共13家。3) 成本驅動+產品差異帶來盈利分化。鋼鐵業務毛利率主要有幾方面的驅動因素：一是產品優勢，表現為產品品種和品質的差異化，從而獲取品牌溢價和產品溢價，二是銷售區域內部供需格局對價格的影響，這兩個部分決定的是毛利的上限；另一方面是成本控制，表現為對原料採購成本、運輸成本、人力成本等的控制能力，這部分決定盈利空間的底部。成本控制是對盈利能力影響最為直接的因素，但在週期行業產業結構調整期，產品規模優勢大、產量不受相關環保產能政策影響的企業往往盈利能力較強。4) 融資渠道整體較通暢。尤其是銀行貸款渠道，授信額度未使用規模較多。

鋼鐵債發行人財務指標分析。19年前三季度25家樣本鋼鐵債發行人的基本面總體穩健。盈利能力上，營收增速有所放緩，營業利潤和淨利潤總體下滑較大，但均錄得為正，平均存貨水平上升，收現比率穩中略升。現金流層面雖有下滑，但自由現金流仍保持為正，現金比率穩中有升，流動性尚可。

債務情況看，鋼鐵企業的資產負債率抬頭，債務規模有所增加，不過企業間有分化。從期限結構上來看，短期債務占比持續下降。總的來看，鋼鐵債發行主體基本面尚穩健。

鋼鐵債主體打分。我們通過搭建信用評價體系對22家發債鋼企進行打分，根據結果看，寶鋼股份、鞍山鋼鐵、鞍鋼集團、華菱鋼鐵、馬鋼集團、河鋼集團、太鋼不鏽、首鋼集團、新興鑄管和沙鋼集團得分較高，得益於規模優勢、良好的現金流狀況以及合理的資本結構，未來償債壓力較小。得分較差的企業有包鋼集團、南京鋼鐵、中天鋼鐵、本鋼集團和酒鋼集團，這部分企業的現金類資產對短期債務的保障能力整體較差，貨幣資金規模較小，杠杆率維持高位。

風險提示：需求恢復不及預期，鐵礦石進口波動。

金融工程

被動產品的規模擴張對alpha策略的影響分析：從美國到中國的證據

被動產品通常以指數型基金的形式存在，目標是追蹤市場指數的表現。為此，基金經理將購買指數所有成分股或其中具有代表性的個股，以獲得與指數接近的收益表現。按照產品類型來看，美國指數型基金主要包括兩種形式：指數共同基金和指數ETF。

美國市場被動產品規模及其占比自上世紀90年代以來穩步上升。1993年，被動產品總規模279億美元，在基金總資產中占比1.9%。2008年的金融危機後，被動產品的規模迅速擴張。從2008年底的1.1萬億美元上升至2018年底的6.6萬億美元，增長幅度逾5倍。截止2018年底，被動產品總規模在基金總資產中的占比已達36%，而這個數字在2008年底僅為18%。

進一步細分形式來看，截止2018年底，美國共有497只指數共同基金，管理規模總計3.3萬億美元；1660只指數ETF，管理規模總計3.2萬億美元；兩者占比均為18%左右。而2008年底，兩者的占比之和才達到18%。

在股票型產品（股票型共同基金、股票型ETF）中，被動產品的規模占比也出現了非常明顯的增長。2008年底，股票型被動產品（指數型共同基金和ETF）規模總計9370億美元，在股票型基金中的占比為22.9%。到了2018年底，股票型基金中被動產品的規模已達5.3萬億美元，增長將近5倍，在股票型基金中的占比也增長至44.7%。

以2008年底為分界點，美國投資者對主動產品和被動產品的需求發生了根本性的轉變。上世紀90年代，主動基金每年都吸引了大量資金淨流入。2000-07年，主動基金的資金淨流入金額明顯下降，但依然在大部分年份上保持為正。

但2008年後，主動基金幾乎每年都呈現資金淨流出狀態。而被動產品（指數共同基金和ETF）則剛好相反，呈現持續的淨流入，且流入金額逐年增加。2009年至2018年，美國股票型被動產品總計吸引2.4萬億美元的資金淨流入，而主動產品累計流出1.8萬億美元。

風險提示。模型誤設風險，統計規律失效風險。

行業研究

券商：歸母淨利潤預計同比下滑5%——證券行業2020年一季報前瞻

日均交易額大增47%，市場波動加劇。1) 2020年一季度日均股基交易額9005億元，同比顯著回升47%。平均每月新增投資者85萬人，同比減少29%。2) IPO發行速度加快，平均每月發行數量19家，較18年月均發行9家和19年月均發行17家顯著提升。一季度發行57家IPO，募資規模達786億元，同比+209%；其中科創板發行26家，募資規模209億元。3) 受疫情及17年再融資規定等的影響，一季度再融資市場仍較弱。一季度增發募集資金1540億元，同比下滑31%；配股161億元，同比增長754%。考慮再融資新規推出，預計增發規模有望觸底回升。4) 債券發行規模大幅回升，一季度券商參與的債券發行規模為2.1萬億元，同比上升45%。其中企業債、公司債、ABS分別募資792億元、7902億元、3215億元，同比-6%、+83%、+10%。5) 2020年一季度股市波動加劇，債市表現較強。一季度滬深300指數累計下跌10%，創業板指數上漲4%，上證綜指下跌10%；中債總全價值數一季度上漲2.59%，表現大幅優於2019年。

預計上市券商歸母淨利潤同比下滑5%。我們估算2020年一季度36家上市券商合計實現營業收入712億元，同比基本持平，實現歸母淨利潤299億元，同比下滑5%。我們認為一季度上市券商業績小幅下滑主要是由於：1) 19年一季度市場環境較好，同比基數較高；2) 受疫情及海外市場波動等影響，20年3月市場波動加劇，尤其是權益類投資可能受到一定負面影響；3) 一季度再融資市場仍較弱。中信建投、紅塔證券、國海證券、浙商證券、山西證券等歸母淨利潤增速居前；興業證券、西南證券、財通證券、太平洋、中原證券淨利潤下滑較多。

投行業務集中度維持高位。上市券商集中度仍維持高位，大型綜合型券商憑藉自身豐富的資源和團隊優勢，股債承銷規模均大幅領先同業。我們按股債合計承銷規模排序，前五券商合計完成10348億元，行業占比43%，投行集中度仍維持高位。其中IPO承銷方面，隨著發審數量減少以及項目被否率有所下降，擁有優質上市資源的券商一季度完成IPO承銷數量及金額均領先同業，前五券商合計IPO募資543億元，行業占比69%。頭部券商IPO儲備充足，預計2020年IPO發行規模繼續回升。

券商股估值合理，預計未來主要為beta行情。目前券商行業（使用中信II級指數）平均估值1.5x 2020E P/B，預計未來主要為貝塔行情。考慮到行業發展政策積極，我們認為大型券商優勢仍顯著，行業集中度有望持續提升。

推薦：華泰證券、招商證券、國泰君安等。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

鋼鐵：120年內全球11次危機粗鋼降幅回顧

2008金融危機期間全球經濟增速曾輕微負增長。聯合國、世界銀行、IMF會對每年全球經濟實際增速進行統計，三者平均後2008年為增長2.30%，2009年為-0.98%。

三大國際組織預測2020年全球經濟增速為-3.2%。聯合國、WTO和IMF對2020年全球經濟增速預測的中值均值為-3.2%，明顯比2009年-0.98%更差。

2009年全球粗鋼產量降幅約7.8%。2008年全球粗鋼產量下降0.35%，2009年下降7.79%。國外（全球扣除中國後）2008年粗鋼產量下降3.18%，2009年下降20.38%。中國2008年粗鋼產量增長4.62%，2009年增長12.63%。

2008金融危機期間全球原料需求下降明顯。2009年全球礦石產量降7.36%。其中國外（全球扣除中國）合計進口礦石下降1.35億噸降幅28%，國外採用廢鋼的電爐鋼產量降17%。中國2008年礦石進口增0.60億噸，增速16%，2009年礦石進口增1.84億噸，增速41%，對穩定全球礦石需求貢獻很大。

過去120年11次危機期間全球粗鋼降幅明顯。從1900年到2020年，全球共發生了12次較大危機（包括Covid-19疫情），前11次危機期間全球粗鋼產量總降幅平均值為-19.80%。最近40年裡發生的4次危機，總降幅平均值為-8.17%。與此對比的是，1960年以來，UN、WB、IMF統計顯示，全球經濟只在2009年出現輕微負增長。

我國投資活動難以起到08年危機時作用。我國固定資產投資2008年仍增長26.60%，2009年增速甚至達到30.40%，2020年中國很難再像2008年金融危機期間那樣維持如此高的投資增速。況且，此次Covid-19疫情對我國經濟也造成了較大壓力。

風險提示。國內生產復工進度、國外疫情發展情況、對外貿易不確定性風險、政策刺激力度。

銀行：2020年一季報前瞻：疫情衝擊中見分化

我們預計一季度25家上市銀行歸母淨利潤增速為6.0%，營收增速6.6%。我們認為一季度上市銀行營

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5690

