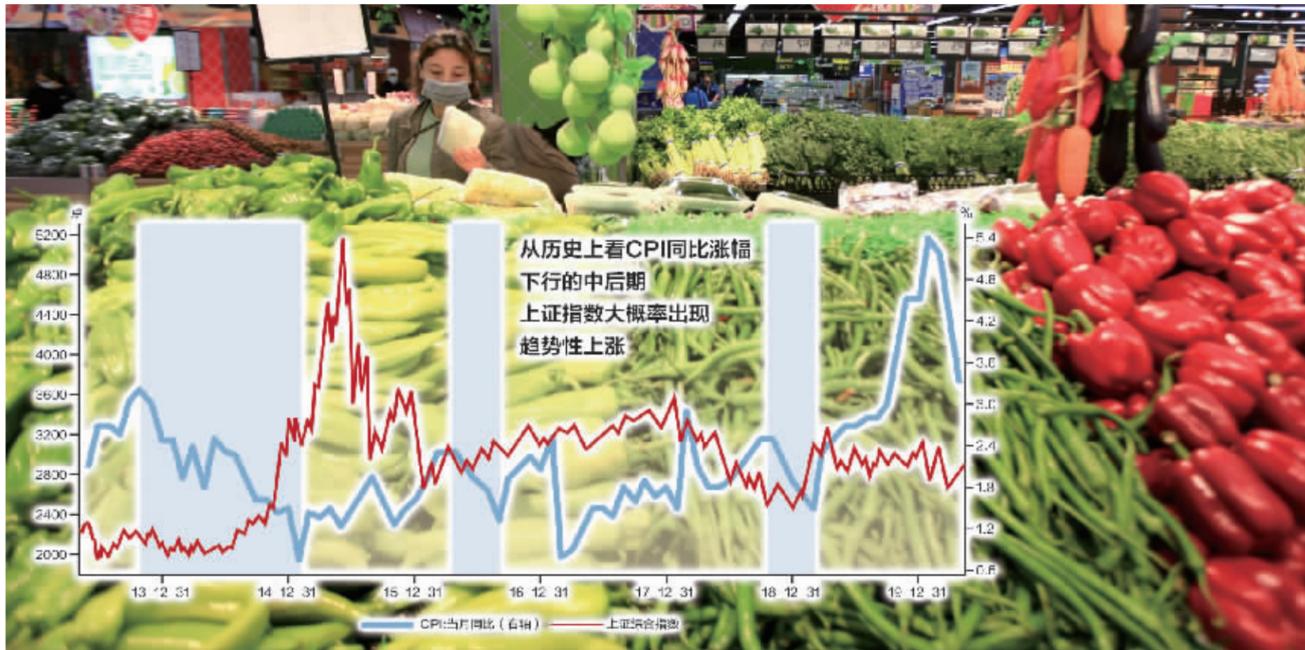


券商解读经济数据:

# 通胀缓释 A股反弹后劲足



新华社图片 数据来源/Wind 制图/王建华

□本报记者 周璐璐 郭梦迪

## 货币宽松有望延续

国家统计局12日数据显示,4月份CPI同比涨幅时隔5个月重回“3时代”,PPI跌幅扩大。券商人士认为,CPI同比数据回落幅度大于预期,通胀压力继续缓释,工业品通缩程度进一步加深。预计持续宽松的货币政策和更加积极的财政政策有望继续。在上述政策预期下,叠加充裕的市场流动性,A股二季度表现值得期待。

## 物价数据释放积极信号

对于4月份CPI数据,券商人士普遍认为释放出了居民消费逐步修复、通胀压力逐步缓解的积极信号。浙商证券首席经济学家李超认为,4月非食品CPI负向偏离当月历史均值的幅度较3月好转,反映居民消费在逐渐修复过程中。预计食品和非食品环比都将逐渐向历史季节性均值方向修复,维持年内CPI涨幅趋势下行的判断不变。川财证券研究所所长陈雳表示,除食品项外,4月CPI同比数据的其他七大分项价格维持四涨三降,月内居民消费需求仍在恢复过程中。随着后续国内消费服务需求的进一步修复,部分分项的价格表现有望明显改善。中信证券宏观研究团队认为,4月CPI涨幅较前值显著回落,物价总体可以反映出在后疫情时代供给回升的速度快于需求端的格局变化,后续宏观政策或更多聚焦于提振需求端。

近期公布的多项4月经济数据持续回暖。机构人士预计,在积极财政政策、宽松货币政策延续的预期下,二季度经济增长加速恢复可期。在中证证券总裁助理兼首席经济学家徐高看来,预计后期稳增长的政策将进一步加码,使货币信贷能够转化为实际经济活动的总需求,同时发挥好地方政府的积极性,助力经济快速复苏。新时代证券首席经济学家潘向东指出,从5月以来的高频数据来看,蔬菜和猪肉价格继续下跌,而5月CPI仍面临较高基数,因此短期通胀压力大概率继续缓解,加上经济增速还没有恢复正常水平以及稳就业压力仍较大,未来货币宽松预计会延续。

中信证券首席经济学家诸建芳认为,目前已逐步进入从“宽货币”到“宽信用”阶段,短端货币市场利率进一步下行的幅度或将有限,但实体经济信贷仍将保持较充裕状态,金融数据率先回暖预示了总需求回升,二季度经济增长加速恢复可期。兴业证券宏观研究团队指出,基本面最差的时期已过去。短期看,境外疫情蔓延使得国内经济主要矛盾从供给转向需求,从内需转向外需。往后看,预期货币政策基调上将维持宽松,政策目标关注民生和就业。A股后市值得期待

## 业绩超预期 PB创新低

# 银行股的冰与火之歌

□本报记者 黄一灵

银行股一季报完美收官。整体来看,虽有疫情影响,但上市银行一季报业绩实现超预期增长。不过,业绩向左,估值向右。最新数据显示,银行板块近一个月平均市净率(PB)为0.66倍,再创新低。一季报净利好于预期

受疫情影响,大多数上市银行归母净利润增速较去年下滑,不过仍好于预期。Wind数据显示,今年一季度,36家上市银行中22家银行营收实现两位数增长,18家银行盈利保持两位数增长,杭州银行、宁波银行、贵阳银行以19.26%、18.12%、15.49%的归母净利润同比增长率居于前三。

备受关注的资产质量方面,一季度上市银行整体不良率较去年末的1.42%提高至今年3月末的1.43%,上升0.01个百分点。其中,有14家银行不良

率与去年年底相比出现了下降,12家保持不变,其余10家不良率与去年末相比出现上涨。估值再创新低

根据中证指数最新数据显示,截至5月11日,最近一个月银行业平均市净率为0.66倍,最新市净率为0.64,创历史新低。

兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委对中国证券报记者表示,市净率走低反映了市场和投资者对于银行的理解,至少在净利润增速方面没有更大的想象空间。随着市场化的推进,银行业面临着息差收窄的压力和业务转型的挑战。

野村证券中国金融业股票研究主管唐圣波持有类似观点,估值下降表明投资者对未来银行表现有担忧,一方面是疫情对银行资产质量的影响会滞后,另一方面则是经济企稳增长信号还难言明确。

徐高认为,现在政策较宽松,疫情在国内也得到有效控制,从预期上,最坏的时候已经过去了。资本市场总是反映预期的,因此对资本市场可以乐观一些。此外,充裕的流动性对资本市场和股票价格也能起到推动作用,“A股后市是值得期待的”。

陈雳指出,从当前海外疫情的发展状况看,我国主要贸易方的疫情局势仍较严峻,海外订单回补尚需时日,二季度仍需关注新老基建对内需的撬动作用。而这反映到股市上,便是由主题热点拉动的结构性行情:一是可关注创新升级角度下的科技行业;二是关注城市经济圈建设提速预期下的相关投资机会,包括成渝双城经济圈、海南建设等。

民生证券认为,权益类资产的表现值得期待。在2月-4月,由于疫情导致复工率低于往年同期水平,经济政策以货币政策为主、财政政策为辅,因为货币政策传导更快,而财政政策受制于复工率处于低位和疫情管制等因素无法发挥正常水平。但5月以来,随着复工复产正常,国内疫情也得到基本控制,财政政策有发力的必要和空间,在此背景下,无论是传统基建还是新基建都有很大想象空间,权益类资产或迎来较好机会,特别是科技板块和周期板块均有有望享受到基建发力带来的好处。

具体到投资方向上,西部证券策略团队指出,根据2020年预期EPS调整趋势,A股盈利预期修复远快于美股和H股。这意味着金融板块盈利受到疫情冲击有限,未来估值修复弹性较大。盈利预期趋于改善的风格板块(创业板)或行业板块(成长)将有望受益于估值弹性。

## 关注优质银行股

从基本面来看,银行证券称,当前板块PB估值处于历史低位,且银行股息率高,配置价值明显。浙商证券研究所所长邱冠华亦认为,未来银行股基本面的大概率要好于预期,优质银行股的机会远远比风险大,其性价比是不错的。

从绝对收益来看,银行股还是非常具有竞争力。2020年一季度,追求长期稳定收益的险资和外资继续加码银行股。

而追求相对收益的基金却选择了减仓。Wind数据显示,截至一季度末,基金的银行持仓市值减少960亿元,持有的上市银行家数从36家减少到31家。

鲁政委认为,今年A股银行板块难以有相对收益大行情,但投资银行板块获得绝对收益是一定的,A股高股息回报率股票主要集中在银行股,近年来其股息回报率主要集中在2.5%-5.5%。

## 主动管理能力成核心竞争力

资管新规出台至今,各大券商持续对资管业务进行针对性调整,2019年以来上市券商持续推进资管业务主动管理转型。

渤海证券指出,随着资管新规及配套文件的相继落地,券商资管通道类规模不断下降,对券商的主动管理能力提出了更高要求。

华泰证券指出,2019年券商资管业务收入与其他业务条线相比较平稳,在连续下滑后已到达触底回升的拐点。未来资管业务仍持续向主动管理等内涵式增长方向转型,通过培养主动管理能力、探索业务创新模式等打造差异化优势,有望提升资管规模及管理费率,利好行业长期健康发展。预计综合实力突出、风控合理、主动管理能力优秀、产品创设能力强的大型券商将更具率先发展优势。

## 含“FOF”字样理财产品已达55款 银行理财子公司加码FOF投资

□本报记者 戴安琪

### 间接投资权益资产重要手段

中国证券报记者梳理中国理财网数据发现,截至2020年5月12日,仅名称中含“FOF”字样的银行理财产品就有55款。其中由银行理财子公司发行的有44款,占比高达80%。

分析人士认为,加码FOF投资不仅成为资管新规下银行资管业务转型的重要方向,也是理财子公司间接投资权益市场的重要手段。

### 理财子发行量占比达80%

FOF是指以基金为投资标的基金,是各类基金的投资组合。FOF并不直接投资股票或债券,而是通过持有其他证券投资基金而间接持有股票、债券等证券资产。

截至5月12日,仅名称中含“FOF”字样的银行理财产品就有55款,其中由银行理财子公司发行的有44款,占比高达80%,且均由工银理财和建信理财发行。

日前,工银理财发布的新品——工银理财·全球臻选固定收益类封闭净值型理财产品(20GS8133)也为公募FOF产品,主要投资于各类境内外公募基金、ODII基金和互认基金份额,实现全球资产的风险分散投资。该产品核心资产以固定收益类基金和资产为主,辅之以“基金精选策略”,通过基金基金研究体系和多维度评价模型,对底层基金和基金经理进行精选和长期跟踪,重点选择在中长期综合表现优异且稳定性较高的基金进行投资。

建信理财于近期成立的FOF产品——睿福稳健FOF(最低持有1年)第1期理财产品,则是与兴全、汇添富等基金公司实行合作,在热门基金的基础上层层筛选,实现“强强联手”。

不少业内人士称,加码FOF投资成为资管新规下银行资管业务转型的重要方向,也是理财子公司间接投资权益市场的重要手段。

普益标准认为,银行理财采取FOF策略,是资管新规下银行资管业务转型的重要方向。具体来看,一是政策层面,符合资管新规要求的银行理财产品投资范围和净值化转型方向;二是风险控制方面,促进大类资产配置,实现风险的二次分散;三是经营投入上,可有效利用外部投资能力,扩大资产配置领域,减少总体建设成本,避免运营费用大幅上升,提升主动投资能力;四是市场拓展方面,可以充分利用市场现有资源,迅速拓展银行理财的投资领域,丰富投资资产和产品类型。

中信建投银行业首席分析师杨荣表示,FOF是理财子公司投资股票市场主流的模式之一。以股权投资为例,理财子公司对于二级市场并不是非常了解,因此很难直接进行股权投资,这时候FOF就起到了很大的作用,FOF给了理财子公司进行股权投资配置的另一类途径——只需通过投资股票基金就可以在分享股权投资带来的较高回报的同时,又节省了股权投资的研究,以及控制风险的成本。

招商证券认为,在权益方面,主动管理能力突出的基金公司和指数基金布局全面的基金公司均与银行理财子公司存在合作机会。银行理财子公司目前在权益投资方面经验不足,大概率将继续延续通过公募基金以FOF的方式间接投资权益市场,在主动基金方面对偏股混合型和灵活配置型较青睐。另外,基金公司可重点布局以资产配置、区域发展、科技主题为主题的指数产品,或可与银行理财子公司合作开发定制型指数。

## 降通道控地产 信托业马太效应将凸显

□本报记者 陈莹莹 欧阳剑环

“今年房地产信托业务仍将继续下降,信托公司在风控上也会更加谨慎。”多位信托业内人士对中国证券报记者表示,降通道、控地产,仍是行业2020年发展的关键词。信托业转型势在必行,马太效应将更加凸显。

### 通道业务规模继续收缩

银保监会表示,《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》(下称《办法》)对照资管新规要求,坚持从紧从严的监管导向,控制具有影子银行特征的信托融资规模,严格限制通道类业务。所谓通道业务,通常指事务管理类信托,这类业务是由委托人驱动,信托公司不对信托财产进行主动的管理运用,也不负责募集资金,只是承担账户监管、结算和清算等事务性工作,收取一定的管理费用。

一家中型信托公司高管对记者坦言,“通道业务绝对规模今年肯定是继续压缩。现在我们都是监管框架下,尽量选择管理费相对高的项目。”

在中国人民大学信托与基金研究所周小明看来,通道业务规模继续收缩是大势所趋,未来开展这类业务一要合法,二要合规。“一是资金要合法,不能以规避法律为目的;二是项目操作要合规,符合资管新规、调控政策等。”

### 严控非标类房地产信托

尽管《办法》并未明确限制房地产信托,但信托业内人士直言,房地产信托规模下降趋势不会改变。

周小明表示,一方面办法明确提出了投资非标债权资产比例及非标债权集中度的限制要求,控制融资类、非标债权类的房地产信托决心很明确。“此前房地产业务越来越向头部信托公司集中,现在单一项目的集中度必须降下来。另外,投资非标债权比例不能超过50%,对于一些资产规模不大的中小公司而言,腾挪空间有限,投向房地产市场的资金越来越有限。”

另有信托业内人士坦言,除了监管导

向,今年房地产信托业务的需求收缩,也在客观上将导致房地产信托规模下降。“一是市场融资成本走低,二是房企融资渠道更趋多元。相对而言,信托这一渠道的融资成本是最高的,所以我们现在不是额度不够的问题,而是房企需求明显收缩了。”

华宝证券分析师杨宇认为,展望未来,目前“房住不炒”“不将房地产作为短期刺激经济的手段”是政策总基调,后续很难看到房地产政策的大幅度放松。对于房地产信托,随着房地产“前端融资”业务收紧,未来房地产信托业务规模将下降,但正常规范的项目融资不会受到影响。总的来看,房地产行业对于信托公司而言都有市场机会,但传统抵押贷款这种房地产信托业务会走向萎缩。

普益标准研究员梁传义预计,房地产信托需要切实加快转型步伐,向资产证券化、股权投资等业务模式转型,同时需要积极介入基建REITs的资本结构设计环节,积极探索商业地产REITs(住宅、写字楼、商场)的展业模式。

创新转型势在必行

一直以来,房地产信托是信托公司的重要业务,也是信托公司重要的收入来源,受到限制后,业务结构调整变得越来

越紧迫。

家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托及其他监管部门认可的服务信托不在《办法》定义的资金信托之列。信托业内人士预计,“服务信托是行业重点转型发展方向,后续可能还会出台配套细则。”

“《办法》势必加速行业转型,从2019年年报中可以看出,不少信托公司的转型效果已经开始显现。”在周小明看来,2020年信托业马太效应料更凸显,规模、盈利和等不良指标的两极分化将加剧。

周小明说,中长期来看,市场需求还在,未来信托公司需要具备更强的综合管理能力、战略执行能力。而内生的业务转型需要一个时间和过程,才能真正实现从量变到质变。目前资产证券化信托及家族信托的需求和规模具有较强基础,预计将成为信托公司的布局重点。

# 4月券商资管子公司半数业绩增长

□本报记者 胡雨

随着上市券商4月成绩单陆续出炉,其资管子公司的营业情况也揭晓。截至5月12日记者发稿时,已有12家上市券商披露资管子公司4月业绩,累计实现营业收入11.72亿元,实现净利润5.04亿元,半数资管子公司净利润环比增长。

半数净利润环比增长

从盈利情况看,12家券商资管子公司4月净利润全部为正,华泰资管以1.25亿元位居第一。排名第二、第三的是广发资管、海通资管,4月净利润分别为7311.52万元、6735.38万元。

12家券商资管子公司有半数净利润环比增长。兴证资管4月净利润扭亏为盈,实现净利润1253.56万元,3月净利润亏损251.89万元;长江资管4月净

利润环比大幅增长184.90%;华泰资管、国泰君安资管4月净利润规模居前,其环比增幅也超过50%;海通资管、招商资管、东证资管等4月净利润环比增幅超过20%。

多数业绩优于去年同期

与2019年同期相比,今年1-4月12家券商资管子公司中,9家营业收入实现增长,9家净利润实现增长,8家营收及净利润实现双增长,仅有2家出现双降。

从净利润指标看,12家券商资管子公司1-4月净利润均为正值,国泰君安资管、广发资管、海通资管、东证资管、招商资管5家券商资管子公司前4个月净利润均超过2亿元;财通资管、长江资管、东证融汇前4个月净利润均在5000万元以上。

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		83.54			83.47	0.07	0.09
商品期货指数	991.94	989.24	993.51	988.14	991.86	-2.63	-0.26
农产品期货指数	802.63	797.2	804.21	796.18	802.01	-4.81	-0.6
油脂期货指数	428.02	423.35	429.1	422.49	427.62	-4.27	-1
粮食期货指数	1268.09	1267.62	1270.85	1264.66	1267.02	0.6	0.05
软商品期货指数	691.33	685.38	694.13	684.77	691.82	-6.44	-0.93
工业品期货指数	1007.46	1007.66	1010.16	1004.78	1007.63	0.03	0
能化期货指数	488.39	485.78	489.8	484.36	488.09	-2.31	-0.47
钢铁期货指数	1447.54	1461.23	1461.54	1444.39	1448.13	13.1	0.9
建材期货指数	1108.77	1108.82	1113.23	1104.57	1109.33	-0.51	-0.05

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	845.21	849.08	836.71	837.72	-10.81	842.46
易盛农基指数	1131.12	1136.38	1120.76	1122.21	-13.49	1128.15