国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200807

【财经新闻】

- 证券时报：经济增速有望回到潜在增长水平
- 证券日报：信心彰显中国经济向好底气
- 经济参考报：以“十四五”规划引领高质量发展

【行业动态与公司要闻】

- 上海证券报：交通运输部发布指导意见 推动交通领域新基建

【国都策略视点】

- 策略晨报：市场风格分化与趋同的历史规律与本轮推演

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3386.46	0.26
沪深 300	4762.76	-0.30
深圳成指	13863.13	-0.70
中小板综指	13079.85	-0.42
恒生	24930.58	-0.69
国企	10202.41	-0.53
恒生 AH 溢价	136.47	0.70
标普 500	3349.16	0.64
NASDAQ	11108.07	1.00
MSCI 新兴市场	1106.58	0.32

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	国防军工	3682.65	4.18
2	有色金属	8005.88	2.31
3	非银金融	6622.03	2.31
4	钢铁	1631.70	0.92
5	建筑装饰	2402.84	0.86

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.97	-0.55
纽约期金	2075.20	1.08
伦敦期铜	6486.00	0.56
伦敦期铝	1778.00	0.99
波罗的海干散货	1500.00	1.69

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

- **证券时报：经济增速有望回到潜在增长水平**

【证券时报】作为下阶段货币政策的“风向标”，《2020 年第二季度货币政策执行报告》昨日发布。报告指出，我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，经济加快恢复增长。下半年经济增速有望回到潜在增长水平。疫情对国内经济运行的冲击仍在，餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢。上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平。物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。

报告指出，下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，要完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。

一是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。二是积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，做好稳企业保就业工作。三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。四是深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率。推动 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降。督促金融机构严格落实明示贷款年化利率的要求，切实保护金融消费者权益。五是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。六是深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。七是继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线。

支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，增强金融机构的稳健性。

报告称，2020 年以来，人民银行坚持实施正常的货币政策，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适区间，人民币资产吸引力上升。此外，报告也再次明确房地产金融政策，提出将牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

- **证券日报：信心彰显中国经济向好底气**

【证券日报】证券日报头版刊文指出，股市有一个共识——“信心比黄金更重要”，因为投资者的信心就是股市上涨的最大动力。在经济发展中这句话仍然适用，坚定的信心是经济发展的力量和支撑。

“当前经济增长回升态势是有基础有条件的，中国经济稳中向好、长期向好的基本面没有改变而且正在展现。”国家发展改革委副主任宁吉喆近日接受媒体采访时对中国经济形势的表态再次坚定了对下半年经济稳定发展的信心。

用了“再次”是因为此前发布的中国经济半年报和二季度经济数据已经用“数字”印证了“中国经济稳中向好、长期向好的基本面没有改变”的实力，而发改委的此番表态进一步明确了经济回升的态势是持续的，我国有足够的能力保证经济发展的长期向好和稳定增长。正如 7 月 30 日中共中央政治局会议提出的，“我国经济韧性是强劲的”。

首先，宏观经济政策的及时、精准、有效是经济稳定发展的基础。

要实现中国经济的长期向好，就必须要精准把握宏观调控的度，要决策部门精准判断经济走势，精准施政，提高政策的前瞻性和有效性，实现宏观调控的预调、微调与政策协同。

今年抗击疫情中，宏观经济政策的精准施策对经济的恢复起到了重要作用：1 月份以来谋划出台一揽子对冲政策，仅复工复产政策就包括 8 方面 90 条措施，同时，增加 1 万亿元财政赤字，发行 1 万亿元抗疫特别国债，全年新增减税降费 2.5 万亿元，推动金融系统合理让利 1.5 万亿元，财政、货币等政策的组合拳直达基层，直接惠企利民，牢牢稳住了经济基本盘。其次，经济发展新动能持续巩固，新产业新业态新模式不断涌现，为经济下一阶段增长提供更多动力。

当前，中国经济正处于由高速增长阶段迈向高质量发展阶段的转换期，新动能、新兴产业、高技术产业的发展成为助推高质量发展的关键力量。

特别是在疫情冲击下，经济发展新动能持续巩固。数据显示，今年上半年，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 5.8%和 7.2%。高技术制造业中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 13.6%、8.2%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 32.0%、21.8%。

新产业新业态新模式不断涌现。远程办公、在线教育、无人配送等新模式，有效地化解了现实生活的难点；云计算、

大数据等为代表的新一代数字技术快速发展，为各行各业赋能；数字经济、智能制造这些新产业形成了更多增长极。数字经济发展加速，促进了新动能的生长，也为中国经济高质量发展提供了可持续发展动能。

第三，消费市场逐步恢复，夯实经济发展的基础。

对于如何巩固经济复苏态势？宁吉喆表示，下半年，要牢牢把握扩大内需这个战略基点。扩大内需，要更好发挥消费对经济增长的基础性作用。将加快推动智慧零售、在线教育等新型消费高质量发展，推动汽车和家电消费转型升级，鼓励限购城市适当增加汽车购置限额，放宽新能源汽车限购，对购置新能源汽车等给予适当补贴。

从今年上半年的数据来看，随着各地促消费政策接连出台，消费市场稳步回升。上半年，全国居民人均消费支出实际下降 9.3%，较一季度收窄 3.2 个百分点；社会消费品零售总额同比下降 11.4%，较一季度收窄 7.6 个百分点。这表明消费市场已经处于良性恢复中，居民的消费信心明显增强，为经济恢复创造了良好的条件。

笔者认为，不管是从宏观调控政策，还是从经济数据来看，中国经济逐步复苏的态势是持续的，中国经济的韧性和潜力将在复苏中充分显现，这也更加坚定了我们对中国经济稳中向好的信心。

● 经济参考报：以“十四五”规划引领高质量发展

【经济参考报】经济参考报头版刊文称，从明年开始，我国将进入“十四五”时期。编制好“十四五”规划，关系到我国今后一段时间内的国民经济和社会发展，是一项极其重要的工作。

编制和实施国民经济和社会发展五年规划，是我们党治国理政的重要方式。从 1953 年至今，我国已制定和实施了十三个五年规划。五年规划是我国经济社会发展中的独创和亮点，是一段时期内我国经济社会发展的顶层设计和行动纲领，长期以来发挥着宏观性、战略性、前瞻性的引导作用。从时代背景来看，“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。在“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期，编制好“十四五”规划，对我国国民经济和社会发展具有重要意义。

编制好“十四五”规划，首先要对当前和未来一段时间内我国面临的国际国内政治经济环境有深刻认识。当前和今后一个时期，我国发展仍然处于战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。当今世界正经历百年未有之大变局，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。我国已进入高质量发展阶段，发展具有多方面优势和条件，同时发展不平衡不充分问题仍然突出。外部环境的变化，要求我们从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。我国经济面临的内部深层次问题，则要求我们坚持深化改革开放，理顺体制机制，依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

编制好“十四五”规划，要注重制度和治理体系建设，着力解决我国经济社会发展中积累的深层次体制机制问题。中国发展不平衡不充分问题突出，其中既包括区域的发展不平衡不充分，也包括产业结构和发展水平的不平衡。我们要围绕破除经济社会发展瓶颈制约作为主攻方向，实现对现有制度设计的重大改革突破，着力解决这些不平衡问题，要敢于触及深层次利益关系和矛盾，破除利益固化的藩篱，清除妨碍生产力发展的体制机制障碍。编制好“十四五”规划，是推进国家治理体系和治理能力现代化、将制度优势转化为治理效能的重要体现。

编制好“十四五”规划，要进一步深化改革开放，促使中国加快转变增长方式，加快要素市场化改革，提升要素配置效率，培育经济增长的新动能。要素配置市场化改革是“十四五”期间改革的重要突破口。要着力通过改革消除资源配置扭曲，推动产业技术变革，加快新旧动能转换，释放经济增长潜能。要抓住土地、人力、资本、技术、数据五大要素市场化改革的重点和难点，加速推进土地要素城乡流动，树立人力资源为第一资源的要素市场观，以资本市场带动全社会资本要素的优化配置，推进技术市场基础性制度建设，逐步构建数据交易市场的基础性制度框架。

编制好“十四五”规划，要更加重视自主创新，实现关键技术的突破和关键产业的追赶。当前我国已经进入高质量发展阶段，5G、大数据及人工智能等新一代信息技术对传统制造正带来革命性影响。“十四五”时期将是中国经济实现质变的关键时期，要加快推动产业技术变革，加快产业数字化智能化改造和先进技术扩散，实现中国经济在全球产业链和价值链上的攀升。

【行业动态与公司要闻】

- **上海证券报：交通运输部发布指导意见 推动交通领域新基建**

【上海证券报】8 月 6 日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称《指导意见》），这也是关于新基建的首个部委文件。

新基建在交通领域率先发力在意料之中，而这仅仅是一个开始。记者从国家发展改革委等部门了解到，还有更多有关新基建的支持性政策或举措也在酝酿中。

交通领域强劲推进新基建早有端倪。7 月 29 日，交通运输部部长李小鹏主持召开部务会时要求，要坚定不移抓好新型基础设施建设，让新技术给传统交通项目赋能，让交通项目成为新基建的主力军；要加强规划引领，积极谋划推动一批交通运输新基建项目落地；要注重部省联动，加强行业指导，加大引导支持力度，促进形成多元化投融资机制，保障各项任务顺利实施。

这次《指导意见》落地恰恰与之呼应。《指导意见》提出，要围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通基础设施数字转型、智能升级，建设交通运输领域新型基础设施，并提出了 5 项基本原则：服务人民，提升效能；统筹并进，集约共享；政府引导，市场主导；跨界融合，协调联动；积极稳妥，远近结合。

交通领域新基建涉及的内容十分丰富，囊括了北斗、5G、自动驾驶、智能高铁、智慧公路、ETC 等等一众科技元素。

《指导意见》提出，到 2035 年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效。泛在感知设施、先进传输网络、北斗时空服务在交通运输行业深度覆盖，行业数据中心和网络安全体系基本建立，智能列车、自动驾驶汽车、智能船舶等逐步应用。

【国都策略视点】

- **策略晨报：市场风格分化与趋同的历史规律与本轮推演**

1、累计收益方面：消费>金融>成长>周期，自 2005 年至今的 15 年半时间，消费（医药生物/食品饮料/农林牧渔/商贸/休闲服务/家电）、金融、成长、周期四大风格指数各累计上涨 13.0、7.8、7.4、3.8 倍，年化收益率分别为 18.0%、13.8%、14.2%、9.0%；

2、历次顶峰对比：消费已创新高、成长与周期仍大幅折价。跟踪风格指数有完整历史数据的 15 年半内，市场指数分别在 08 年 1 月、15 年 6 月构成顶峰，且间隔七年半内，消费、金融、成长、周期指数的后一次较前一次的顶峰值高 150%、24%、46%、229%；距最近一次市场顶峰 5 年 2 个月，目前消费、金融、成长、周期指数较 15 年 6 月的上轮牛市顶峰值，各累计+9.0%、-12.2%、-35.7%、-45.7%，可见仅消费板块已历史创新高、而成长、周期板块较上轮牛市峰值仍大幅折价四成左右。

3、估值折价率及业绩预期：周期与金融折价率高，综合考虑未来三年业绩预期与静态估值水平比值，非金融板块的整体估值较高。当前估值较 15 年 6 月峰值的折价率方面，周期>金融>消费>成长，依次折价 52.1%、30.9%、22.2%、12.8%；而 2020-22 年未来三年的归母净利润业绩增速预期方面，成长>消费>周期>金融，CAGR 依次为 40.9%、18.6%、13.9%、8.0%，基于未来三年业绩复合增速与 PE(19)比值 PEG，分别为 2.35、2.36、1.73、1.06；

4、风格轮动/分化节奏：有完整历史数据起，2004-12 年底的八年时间内，四种风格指数的走势与趋向基本同步，仅是涨跌波动的弹性大小差异，期间弹性排序为：金融>周期>消费>成长；而自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。

1）第一波分化至趋同的演绎：12 年底至 14 年 6 月底，期间消费、成长上行，而金融、周期仍震荡下跌，而后在 14 年 7 月至 16 年 1 月的一轮快速上涨、急剧下跌的全面牛熊转换波峰期，市场风格指数进入同步涨跌；分化、同步持续时长均为 18 个月左右即 1.5 年时长附近；

2）第二波分化至趋同的演绎：16 年 2 月至 18 年 1 月底，期间消费、金融上涨，而周期、成长震荡下跌，随后自 18 年 2 月至 19 年 8 月进入四种风格同步震荡下跌期；期间分化、同步持续时长各为 24、18 个月左右即 1.5-2 年时长左右；

3）第三波分化与趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨

按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段；

按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。

5、中期风格展望：业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

风险提示：全球疫情秋季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上