策略研究/策略月报
2020 年 8 月 3 日

国都证券 GUODU SECURITIES

策略研究 | 策略月报

结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

——国都证券策略月报（2020 年 8 月）

核心观点：

1、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。以上两大逻辑驱动下，近一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，近期流动性驱动力边际收敛，中期甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复行情或渐入尾声。

根据近三十年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行为主的驱动逻辑下，在经历七月中下旬较为显著的震荡调整及后续一段时间的反复轮动与尝试后，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

2、**中期市场展望二：基本面上行有望接力。展望**结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、

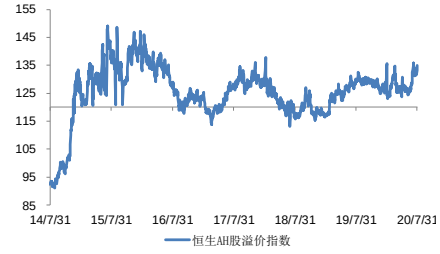
市场统计估值数据

	上证指数	沪深300	深成指
收盘指数	3,310.01	4,695.05	13,637.88
近一周涨幅(%)	3.54	4.20	5.43
本月涨幅(%)	10.90	12.75	13.72
今年以来涨幅(%)	8.52	14.61	30.75
PE(TTM)	14.62	14.00	33.65

上证综指、创业板指走势叠加图



恒生 AH 溢价指数走势图



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。

30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

3、**近期市场研判：“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，股指震荡缓升结构轮动为主。**

1）经济弱恢复政策缓退出。受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢，同时全球疫情蔓延扩散超预期、尤其美国疫情防控不得力、近期全球多地呈现疫情显著反弹之势，或将再次拖累全球经济全面重启进度，外需恢复或存在二次衰竭风险，使得经济整体呈现弱恢复态势；这一点从近日中央政治局会议对于外围形势的不稳定不确定性的判断一致。而经济弱恢复下，逆周期政策政策退出或缓慢，宽货币转至稳货币，但宽信用扩财政政策有望延续。

研究员 :肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人 :王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@guodu.com

近日公布的资管新规过渡期延期至 2021 年底，也进一步印证以上判断，表明监管层在当前国内外环境复杂严峻形势下，**综合考虑了疫情冲击、宏观环境、市场影响、实体经济融资等因素，政策的调整以统筹稳增长与防风险平衡为主。**

2）改革强落地，制度红利持续释放。资本市场制度改革加速推进：一**注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板 50 指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

近日证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实"六稳"六保"中进一步体现资本市场担当作为、聚焦"建制度"主线、践行"不干预"理念、落实"零容忍"要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。

4、基本面展望：中期有望恢复上行

1）**经济进入后疫情恢复期。**3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-6 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善，经济已由一季度疫情暴发与大力防控期的显著下滑进入后疫情期的常态化防控下的经济恢复期，从季度或月度几大主要经济指标来看，均验证经济活力恢复。

近期公布的 7 月中采制造业 PMI 超预期进一步反弹至四月以来新高 51.1，其中新订单、新出口订单、产成品库存、原材料库存指数等悉数环比明显反弹，生产指数环比小幅反弹，表明当前供需及企业经营预期均处于改善阶段。

2）**中期经济恢复上行趋势延续。**展望下半年，**预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；**当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.6%、+6.0%（20 年 GDP 预期同比+2.1%）。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

一**生产端来看，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间。**由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升三月至 6 月的+4.8%，已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

二**投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。**固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷逐月显著回升至前 6 月的-3.1%，回升节奏与幅度好于预期；投资增速回升主要源自基建投资增速快速上行、房地产投资恢复韧性足。展望下半年，**基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。**

三**消费端来看，可选消费回补仍可期。**上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期。展望下半年，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

3）**上市公司业绩增速与盈利能力有望逐季回暖。**

从已发布 20H1 业绩预告的上市公司业绩分布来看，业绩预喜:预警比已由 Q1 的 3:7 显著改善至 H1 的 4.5:5.5 附近，与二季度复工复产后宏观经济触底恢复、二季度规模以上工业企业利润增速由负转正一致。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异；随着市场对经济逐季恢复上行的预期上升，而在预期证伪前，阶段性市场机会或集中于估值相对偏低，业绩恢复弹性大的顺周期优质个股，包括可选消费、中游周期板块、大金融。

全年来看，一致业绩预期显著下调后，继续下修空间有限。疫情冲击下，市场对沪深 300 的 2020 年业绩增速一致预期增速，已从 1 月底的 11.2%一度下调至-2.9%，调降幅度达 14.1 个百分点；而最近月度经济数据超预期后，已上调转正为+0.3%。但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，下半年外需恢复偏弱，预计后续业绩预期仍有下调空间，但继续下修空间有限，预示后续业绩基本面预期负向差概率较小，且对股价或市场的影响已明显弱化。若 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值由之前的 3-5%上调，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速有望从此前的-10%预测值上调至 0%附近，当前市场一致预期值+1.7%下修空间非常有限。

5、**政策展望：逆周期政策缓慢退出，流动性充裕仍可期**

随着近几月国内经济持续恢复上行，此前市场持续担忧政策退出或转向风险，尤其降准降息已连续三月落空，也进一步强化了该政策预期的不确定性担忧。随着近日中央政治局会议对经济形势研判与政策定调，政策逐步明朗，整体为政策力度边际收敛，更注重落地见效，但外围不稳定性不确定性的复杂严峻形势、国内问题更多体现为中长期，提出要以持久战的角度加以认识；因而宽松政策退出料缓慢。

1）首先，高层对后疫情下的二季度经济恢复较为合意，预示近期逆周期政策边际收敛。会议强调，今年上半年面对新冠肺炎疫情严重冲击，加大宏观政策应对力度，经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，经济结构持续优化，产业数字化、智能化转型明显加快。相较于欧美二季度经济双位数以上的大幅下滑并创上世纪 40 年代以来最差增速，国内经济恢复可谓一枝独秀。**中央对当前经济恢复增速的合意认可，意味着近期加码刺激经济稳增长的逆周期政策边际收敛，这一点自 5 月起货币政策量价操作持续按兵不动已得到印证。**

2）但同时，高层研判形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，以科技创新、跨周期宏观调控实现长期均衡发展。并指出我国遇到的很多问题是中长期的，必须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；建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，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；**提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板**；**整体性推进我国社会经济发展实现规模、速度、质量、结构、效益、安全相统一。**

更多依靠科技创新，而非简单重复过去依靠资金、土地、资源等要素驱动经济增长，才能摆脱加杠杆、低效益发展模式，转变为高质量高效益的新发展模式。同时，跨周期宏观调节，也意味着未来宏观政策将更多兼顾中长期问题的解决，着力于深化改革扩大开放与结构性瓶颈，破除体制障碍激发市场主体活力为主，进而最终实现稳增长、调结构、防风险的统筹均衡解决，也预示逆周期宏观政策适度灵活、改革开放持续深化扩大，包括会议提出的**优化营商环境、实施好国有企业改革三年行动方案、推进资本市场基础制度建设等**；而非仅仅着重于短期的逆周期总量对冲，强刺激容易引发后遗症与风险。

3）政策展望：下半年侧重确保宏观政策落地见效。总体来看，面对不稳定不确定的外部复杂严峻形势，中央淡化明确 GDP 增速底线，以扩大内需为战略基点，重点落实六稳六保，推动高质量发展；对于下半年宏观政策的定调主要为确保宏观政策落地见效，同时注重宏观经济政策的加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。。

（1）**积极财政政策仍有较大落实空间。**财政政策要更加积极有为、注重实效；要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。下半年重在落实更加积极有为的财政政策，发挥在“两新一重”投资中的引领作用；会议提出**要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐；要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。**

（2）**货币政策近期已收敛，但下半年或仍有双降需要。**会议提出，货币政策要更加灵活适度、精准导向，做好两个确保：一要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

近期货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用。从央行年内的货币政策操作变化轨迹来看，已**由疫情期间流动性纾困的宽货币政策，转向后疫情下的稳货币宽信用政策，**政策重心已由疫情爆发期对中小企业、中低收入群体的现金流应急支持，转为后疫情期对中小企业信贷、确保资金创新直达实体经济。5 月以来货币政策与流动性投放边际放缓，**由宽货币宽信用转为稳货币宽信用，此前的降准降息预期持续延后，政策利率及 LPR 利率已连续三月按兵不动。**

但经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期。然而，预计下半年政策退出缓慢，降准降息仍有可能（具体兑现时点主要取决于国内经济下行压力），流动性充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑，虽然边际驱动力或弱于上半年；以上研判主要基于：一**是经济弱恢复压力**，下半年国内经济恢复斜率或弱于二季度；**二是金**

融让利实体企业 1.5 万亿元**的总目标下，**预计下半年仍存在降准降息可能；**三是降准降息环境趋好。**下半年 CPI 有望趋势回落至温和水平，通胀压力趋势回落；同时，美联储无限量货币宽松及美元零利率政策下，美元或趋势转弱，人民币汇率贬值压力减轻；以上内外环境下，下半年国内双降仍有空间。

6、**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。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

7、**配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技成长龙头。**

近期国内疫情防控整体持续向好、经济恢复上行趋势延续，中期以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展战略调整下；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、近中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以 5G+新能源汽车+创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓"两新一重"投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

四，**低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。**

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。

正文目录

一、 市场展望：结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

二、 经济展望：中期有望恢复上行，牛市下半场回归基本面为主

三、 政策展望：不稳定性不确定性环境下，宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期

四、 中期风格展望：近期风格轮动，中期业绩相对景气下科技成长趋势占优

五、 配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技成长龙头

图表目录

图表 1：单季度名义 GDP 同比增速-10Y 国债利率走势图 8
图表 2：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期 8
图表 3：剔除金融两桶油全 A 整体 PE 较十年均值溢价 30% 9
图表 4：创业板指与沪深 300 估值比已达四年半新高 9
图表 5：7 月消费+军工+部分中游制造领涨两市 10
图表 6： 7 月 A 股显著领涨全球主要股指 10
图表 7：7 月中下旬两市换手率自高位回落显著 10
图表 8：7 月中下旬陆股通转为净流出共 550 亿元 10
图表 9：全球市场波指已趋势回落四个半月 10
图表 10：当前沪深 300 指数 ERP 较五年均值转至低 72bp 10
图表 11：20 年 1-7 月股票+混合型基金新成立逾 1.04 万亿 10
图表 12：20 年 4 月起债券、货币型基金份额见顶回落 10
图表 13：近两月境外资金持有 A 股市值及占比有所回落 11
图表 14：险资股票与基金投资占比回升至三年半高点 11
图表 15：七月中旬起两融交易占比自高点持续回落至 11% 11
图表 16：近期两融余额日均增量锐降 11
图表 17：近期两融加速回升但信用账户及户均余额温和 12
图表 18：近三个半月融资余额累计升幅基本同步于指数 12
图表 19：未来 1 年季度 GDP 增速有望自底部趋势恢复 13
图表 20：餐饮住宿批零交运等服务业增速仍待转正 13
图表 21：二季度工业产能利用率已快速恢复至均线附近 13
图表 22：城镇居民可支配收入下降影响消费能力 13
图表 23：工业增速五连升基本恢复至至疫情前水平附近 13
图表 24：制造业投资回暖显著弱于地产与基建 13
图表 25：耐用消费品零售额增速恢复偏弱 14

图表 26：近四月我国出口贸易增速好于预期 14
图表 27：中采制造业 PMI 连续五月保持在荣枯线上方 14
图表 28：服务业 PMI 指数也基本回升疫情前水平 14
图表 29：工业企业利润连续三个月快速回升至 11.5% 15
图表 30：同时 20Q2 起上市公司业绩趋于改善 15
图表 31：一季度疫情对批零交运餐饮建筑等产业冲击明显 15
图表 32：名义 GDP 增速锐减下一季度业绩显著下滑 15
图表 33：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 营收同比普降 10% 15
图表 34：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 净利润普遍大降 15
图表 35：疫情拖累各类型 A 股扣非后 ROE 同比下滑 16
图表 36：疫情拖累非金融主板毛利率同比显著下滑 16
图表 37：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的营收降幅较轻 16
图表 38：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的利润降幅较轻 16
图表 39：全球主要经济体制造业 PMI 普遍已连升 2-3 个月 17
图表 40：但美英 ZEW 经济景气领先指标 7 月转为回落 17
图表 41：M2/社融增速连升三月至高点后持稳边际放缓 19
图表 42：货币资金加权平均价自十年低点已连升两月 19
图表 43：社融同比连续三月显著放量后 6 月环比减半 19
图表 44：6 月企业、居民中长贷双双显著同比大增 19
图表 45：近两年已累计下调存款准备金率 4-5 个百分点 20
图表 46：近一年各项社会融资成本持续回落 20
图表 47：前 6 月地方政府专项债发行规模同比大增 54% 20
图表 48：今年以来股债直接融资占比逐月提升明显 20
图表 49：20 年宽信用政策下新增社融/信贷同比+18%附近 20
图表 50：2020 年财政预算赤字率显著提升至 3.6%以上 20
图表 51：经济恢复政策收敛下各期限国债利率均触底反弹 20
图表 52：疫情冲击企业信用利差普遍震荡走阔 20
图表 53：CPI 趋势温和回落而 PPI 触底后趋于回升 21
图表 54：近两月结构性存款规模环比回落表明套利减弱 21
图表 55：19Q3 起创业板指相对沪深 300 业绩增速转正 22
图表 56：业绩相对景气周期决定市场风格走势 22

一、市场展望：结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

1、**中期研判：基本面恢复上行主逻辑，有望驱动结构性牛市下半场。**本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。以上两大逻辑驱动下，近一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

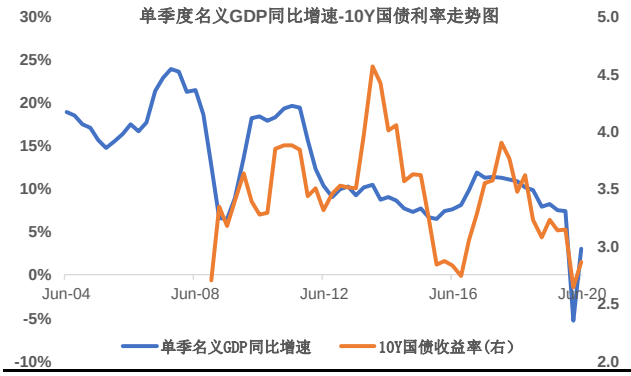
随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，近期流动性驱动力边际收敛，中期甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复行情或渐入尾声。

根据近三十年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段转换期。我们判断，近中期基本面恢复上行为主的驱动逻辑下，在经历七月中下旬较为显著的震荡调整及后续一段时间的反复轮动与尝试后，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

以上结构性牛市下半场的主要逻辑包括：**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速的一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

图表 1：单季度名义 GDP 同比增速-10Y 国债利率走势图



资料来源：WIND，国都证券

图表 2：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期



资料来源：WIND，国都证券

图表 3：A 股前四轮牛熊周期时长及期间表现统计

牛熊期		启动日	结束日	时长(年)	期间全A指数表现%	牛熊完整周期指数表现%/时长
第一轮	牛市期	1996/1/23	2001/6/13	5.4	449.3	94.6
	熊市期	2001/6/14	2005/7/18	4.1	-64.6	9.5
第二轮	牛市期	2005/7/19	2008/1/14	2.5	610.8	109.0
	熊市期	2008/1/15	2008/11/4	0.8	-70.6	3.3
第三轮	牛市期	2008/11/5	2010/11/11	2.0	148.7	55.5
	熊市期	2010/11/12	2012/12/3	2.1	-37.5	4.1
第四轮	牛市期	2012/12/4	2015/6/12	2.5	279.2	66.9
	熊市期	2015/6/13	2018/10/18	3.4	-56.0	5.9
第五轮	牛市期	2018/10/19	*2020/7/16*	1.7	57.2	
	熊市期	*根据前四轮牛熊周期均值推测，本轮牛市或于2021年10月前后见顶，随后或转熊至2024年春触底（完全根据历史规律推测，或存在较大时点误差！）*				
前四轮平均值	牛市期			3.1	372.0	81.5
	熊市期			2.6	-57.2	5.7
数据来源：wind，国都证券						

2、**近期判断“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，股指震荡缓升结构轮动为主。**

1）经济弱恢复政策缓退出。受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢，同时全球疫情蔓延扩散超预期、尤其美国疫情防控不得力、近期全球多地呈现疫情显著反弹之势，或将再次拖累全球经济全面重启进度，外需恢复或存在二次衰竭风险，使得经济整体呈现弱恢复态势；这一点从近日中央政治局会议对于外围形势的不稳定不确定性的判断一致。而经济弱恢复下，逆周期政策退出或缓慢，宽货币转至稳货币，但宽信用扩财政政策有望延续。

近日公布的资管新规过渡期延期至 2021 年底，也进一步印证以上判断，表明监管层在当前国内外环境复杂严峻形势下，**综合考虑了疫情冲击、宏观环境、市场影响、实体经济融资等因素，政策的调整以统筹稳增长与防风险平衡为主。**

2）改革强落地，制度红利持续释放。资本市场改革加速推进：一**注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板 50 指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化，持续改善与提升 A 股活跃度。

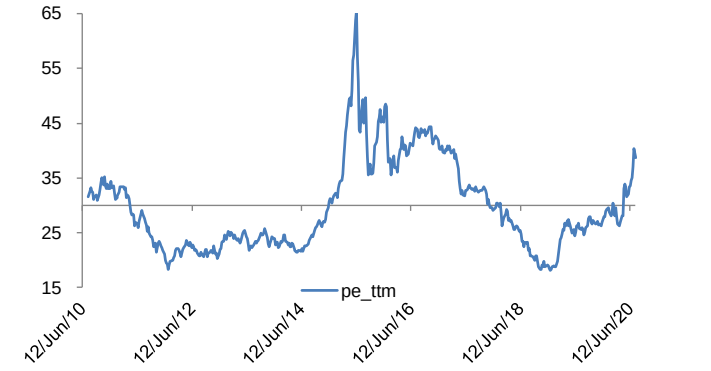
三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。今年虽然明晟指数暂停加大提升 A 股纳入权重，但在 A 股基本面预期向好、估值相对洼地下，年初迄今陆股通北上资金净流入额仍高达近 1700 亿元；同时，随着近两年公募基金收益率相对于市场的良好表现，自 19 年中起股票型基金份额与占比趋势回升，而货币型基金趋势回落，新发股票型基金热度持续上升，年内普通股票型+混合型基金的发行规模已逾 1.04 万亿元，发行提升中长线资金入市动力；三在鼓励险资加大权益类资产配置的新政下，险资在股票+基金的投资占比已自 19 年初期趋势回升，近两年投资占比已累计上升 1.55 个百分点至 20 年 6 月末的 13.3%，已恢复至近三年半的高位，但距历史峰值及政策上限仍有较大空间。

近日证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实“六稳”六保”中进一步体现资本市场担当作为、聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。

下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，届时结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨（以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主）、业绩超预期中期景气上行的科技龙头股为主。

图表 3 :剔除金融两桶油全 A 整体 PE 较十年均值溢价 30%



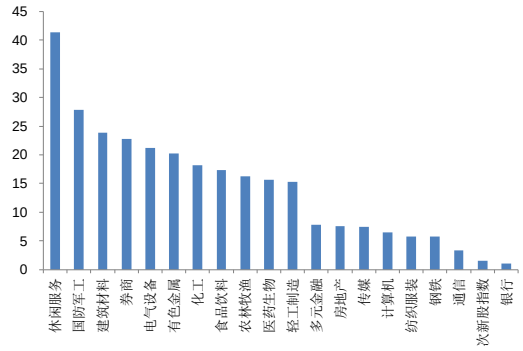
资料来源：WIND，国都证券

图表 4：创业板指与沪深 300 估值比已达四年半新高



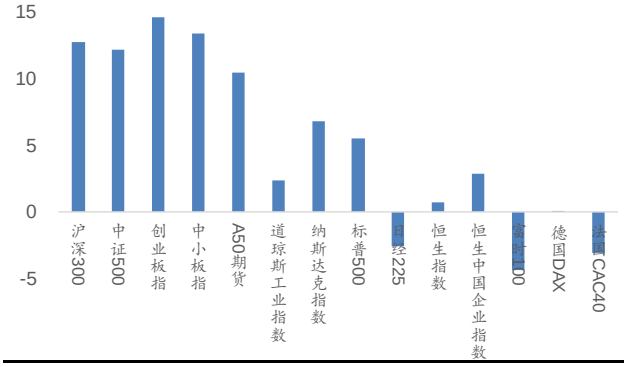
资料来源：WIND，国都证券

图表 5：7 月消费+军工+部分中游制造领涨两市



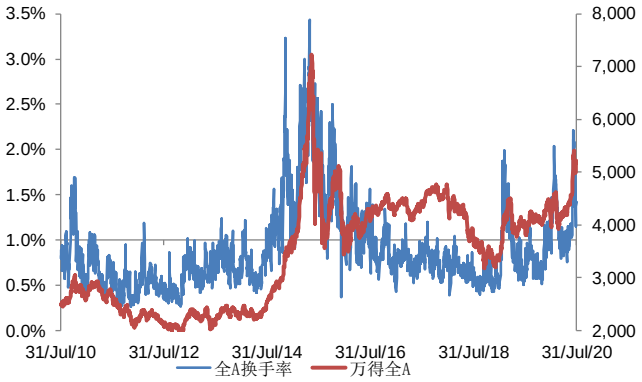
资料来源：WIND，国都证券

图表 6： 7 月 A 股显著领涨全球主要股指



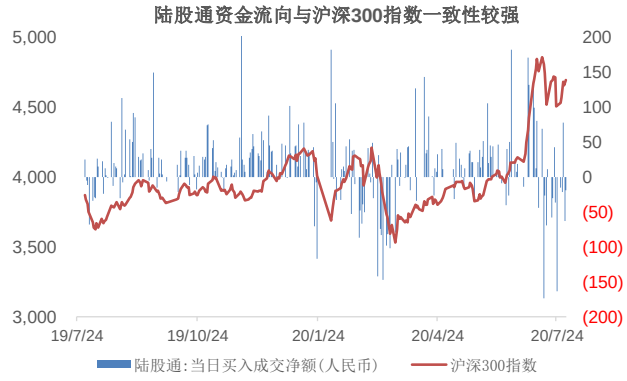
资料来源：WIND，国都证券

图表 7：7 月中下旬两市换手率自高位回落显著



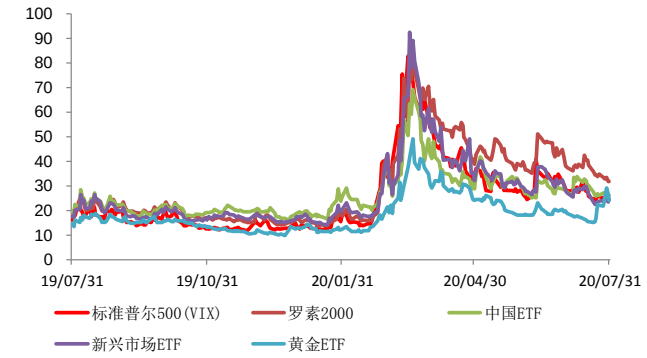
资料来源：WIND，国都证券

图表 8：7 月中下旬陆股通转为净流出共 550 亿元



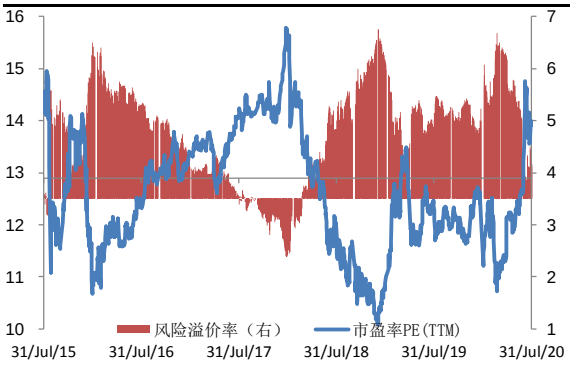
资料来源：WIND，国都证券

图表 9：全球市场波指已趋势回落四个半月



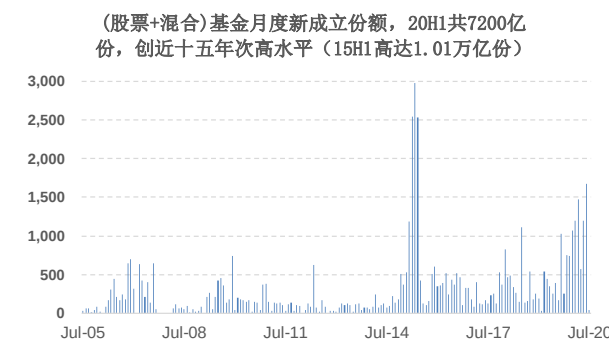
资料来源：WIND，国都证券

图表 10 :当前沪深 300 指数 ERP 较五年均值转至低 72bp

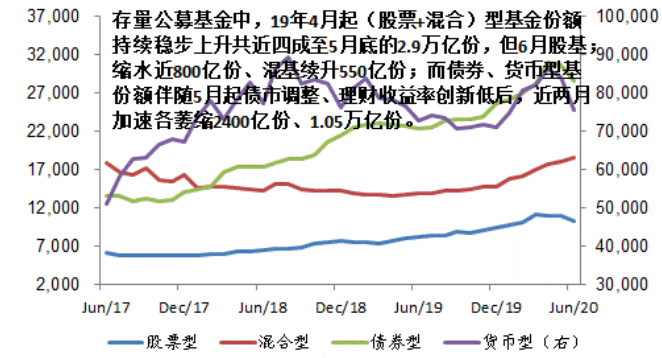


资料来源：WIND，国都证券

图表 11 :20 年 1-7 月股票+混合型基金新成立逾 1.04 万亿



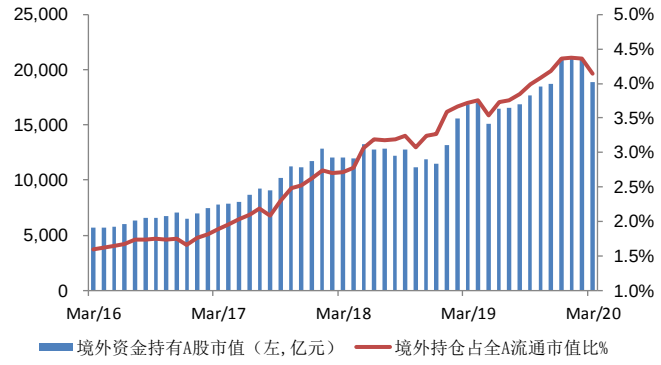
图表 12：20 年 4 月起债券、货币型基金份额见顶回落



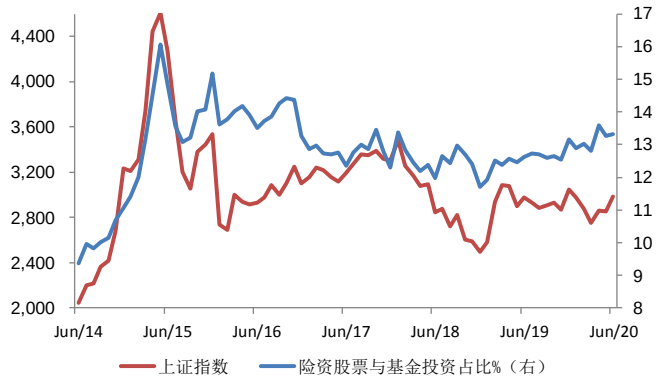
资料来源：WIND，国都证券

资料来源：WIND，国都证券

图表 13：近两月境外资金持有 A 股市值及占比有所回落



图表 14：险资股票与基金投资占比回升至三年半高点



资料来源：WIND，国都证券

资料来源：WIND，国都证券

3）但杠杆资金仍未过热

（1）但从杠杆资金来看，当前处于激进亢奋初期阶段。两融余额自 4 月底的阶段低点累计回升 16%至当前的 1.3 万亿元，期间回升幅度远低于全 A 指数 26%的涨幅；同时，两融交易占比自 5 月底的阶段低点 8.2%附近趋势回升至当前的 12%附近，均创近四年半新高，但各较 15 年中两融历史峰值 2.3 万亿元、年初两融交易占比峰值 30%，远未进入杠杆红色区域；但从近日两融余额的环比快速上升来看及部分场外非法配资加杠杆行为来看，当前市场处于激进亢奋初期阶段。

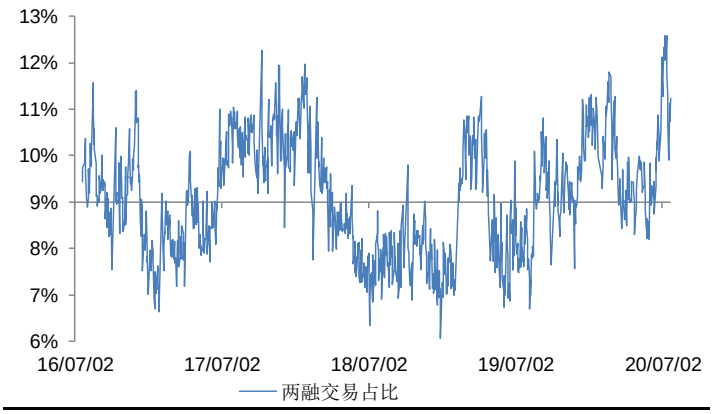
（2）**近期信用账户数、户均融资余额的上升仍较为缓和。**从近七年信用账户数、户均融资的完整历史曲线的变化斜率来看，大致可划分为三阶段：

——14 年 7 月至 15 年 6 月约一年的双双加速上升期，分别约从 200 万户、户均 20 万元显著攀升 1、2 倍至 400 万户、60 万元；

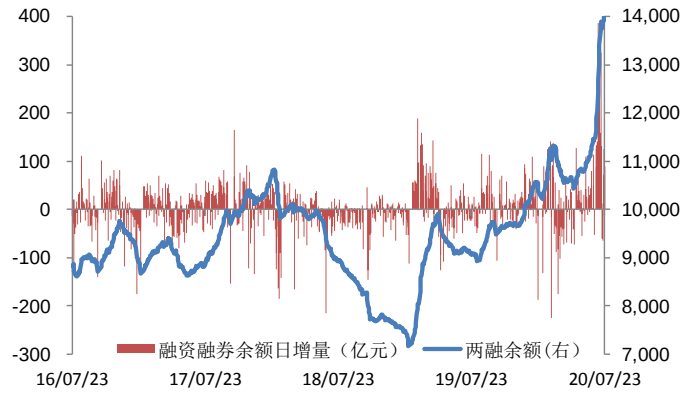
——15 年 6 月下旬至 19 年 2 月，信用户数缓慢上升，户均余额持续下降 75%至 15 万元；

——19 年 2 月中旬起至今转为恢复上升，但斜率较为缓和，当前各缓和上升至 533 万户、户均 24 万元，表明场内杠杆资金未呈现 15H1 时期的激进过热状态。

图表 15：七月中旬起两融交易占比自高点持续回落至 11%



图表 16：近期两融余额日均增量锐降



资料来源：WIND，国都证券

资料来源：WIND，国都证券

图表 17：近期两融加速回升但信用账户及户均余额温和



资料来源：WIND，国都证券

图表 18：近三个半月融资余额累计升幅基本同步于指数



资料来源：WIND，国都证券

二、经济展望：中期有望恢复上行，牛市下半场回归基本面为主

1、**经济进入后疫情恢复期。**3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-6 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善，经济已由一季度疫情暴发与大力防控期的显著下滑进入后疫情期的常态化防控下的经济恢复期。

从季度或月度几大主要经济指标来看，均验证经济活力恢复：一实际/名义 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%/-3.3%转正至 20Q2 的+3.2%（好于市场一致预期+2.9%）/+5.3%，20H1 实际/名义 GDP 同比-1.6%/-0.9%；二表征工业生产活跃度的工业产能利用率已自 20Q1 的历史低点 67.3%回升至五年均线下方附近的 74.4%；三全社会用电量同比增速已从 2 月的低谷-10.1%逐月回升，4 月起转正且持续上行至 6 月的+6.1%；四社融信贷月度新增规模连续四个月超预期，制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍连续五个月保持在 50 荣枯线上方。近期公布的 7 月中采制造业 PMI 超预期进一步反弹至四月以来新高 51.1，其中新订单、新出口订单、产成品库存、原材料库存指数等悉数环比明显反弹，生产指数环比小幅反弹，表明当前供需及企业经营预期均处于改善阶段。

2、**中期经济恢复上行趋势延续。**展望下半年，**预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；**当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.7%、+6.0%（20 年 GDP 预期同比+2.3%）。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

1）**生产端来看，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间。**由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升三月，单月工业增速已由 2 月的低谷-25.9%显著回升至 6 月的+4.8%，上半年累计同比降幅已收窄至-1.3%。从结构来看，上中下游工业生产增速基本同步恢复，且专用设备、计算机通信电子、医药已连续 2-3 个月保持累计正增长（增速在低个位数），而汽车、家具、家电、铁路船舶设备、纺织、通用设备、塑料橡胶等近四个月的累计增速升幅居前（升幅在 20-30 个百分点）。

需要指出的是，工业生产供给端二季度已较快恢复，且已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

2）**投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。**

固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷-24.5%，逐月显著回升至前 6 月的-3.1%，回升节奏与幅度好于预期；分结构来看，投资增速回升主要源自：一是基建投资增速快速上行，主要系今年地方政府专项债前置加速发行（上半年发行量同比大增 54%共 3.79 万亿元），积极财政政策发力，带动基建投资近四月逐月回升，由前 2 月的-26.9%快速回升至前 6 月的-0.1%；二是房地产投资恢复韧性足，在宽信用、利率下行金融环境下，房地产销售整体回暖，房地产投资恢复弹性最大，上半年累计同比增速已转正至+1.9%。

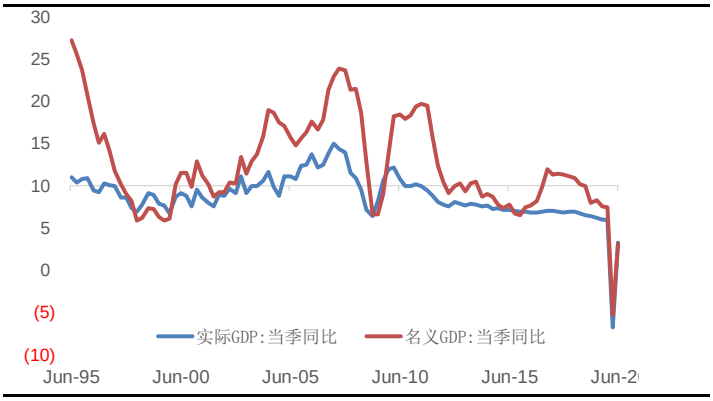
展望下半年，**基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力；**一积极财政政策仍有加码发力空间，加快落实“两新一重”领域投资，基建投资增速有望进一步回升，预计累计增速有望从当前的零附近回升至 8%

附近；二下半年制造业投资有望自底部缓升，上半年受经济下行、盈利困难及现金流压力等压制，制造业投资增速回升节奏在三大投资中最慢，上半年累计仍同比-11.7%，预计下半年随着经济进一步回暖至正常增速区间、制造业企业盈利与现金流改善，有望驱动制造业投资回升至零附近（制造业投资增速自 19 年初趋势下行至疫情前的低个位数 2-3%区间）。

3）**消费端来看，可选消费回补仍可期。**上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期；6 月社会消费零售同比仍为负增长-1.8%，上半年社会消费零售累计同比-11.8%。分项来看，日用品、食品饮料、中西药品、化妆品等必需消费品普遍保持稳定正增长；可选消费回补持续缓慢为主要拖累，装潢家具家电、金银珠宝、汽车、服装、石油等耐用品消费持续同比深度下降双位数以上，上半年普遍累计同比下滑 11-24%；值得指出的是，受 5G 换机带动，通讯产品消费累计增速已自四月转正且持续上升，前 6 月达+5.8%。

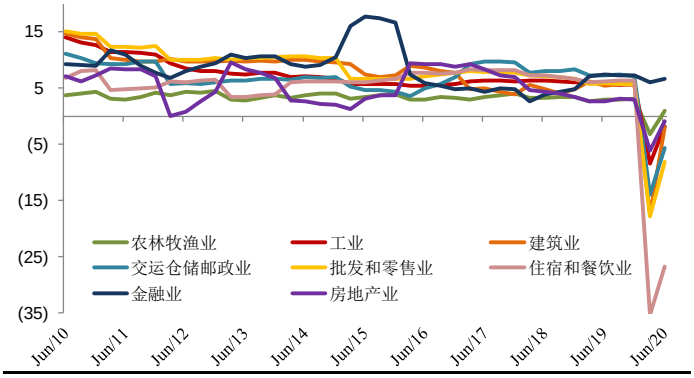
上半年受疫情冲击，城镇居民人均可支配名义、实际收入累计同比+1.5%、-2.0%，叠加线下消费场景限制，使得上半年人均支出名义、实际累计同比大幅下滑至-8.0%、-11.2%。展望下半年，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

图表 19：未来 1 年季度 GDP 增速有望自底部趋势恢复



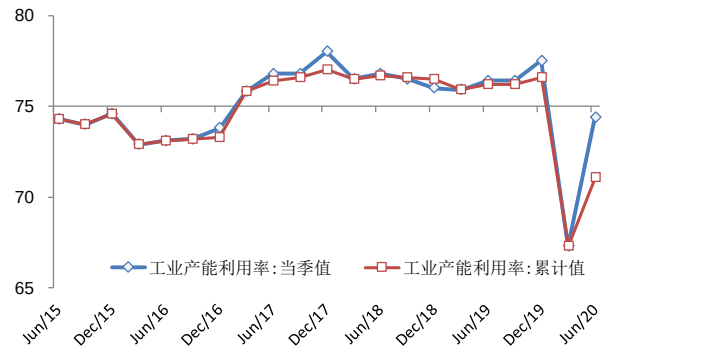
资料来源：WIND，国都证券

图表 20：餐饮住宿批零交运等服务业增速仍待转正



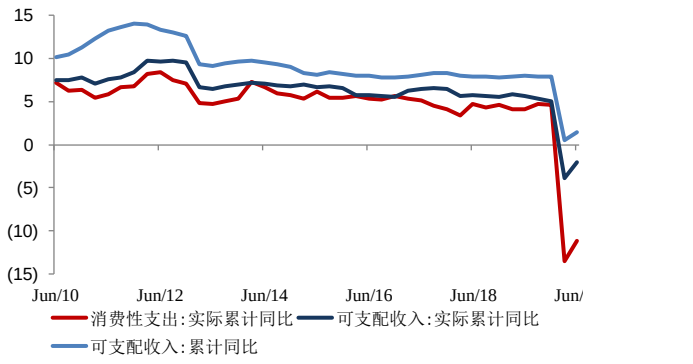
资料来源：WIND，国都证券

图表 21：二季度工业产能利用率已快速恢复至均线附近



资料来源：WIND，国都证券

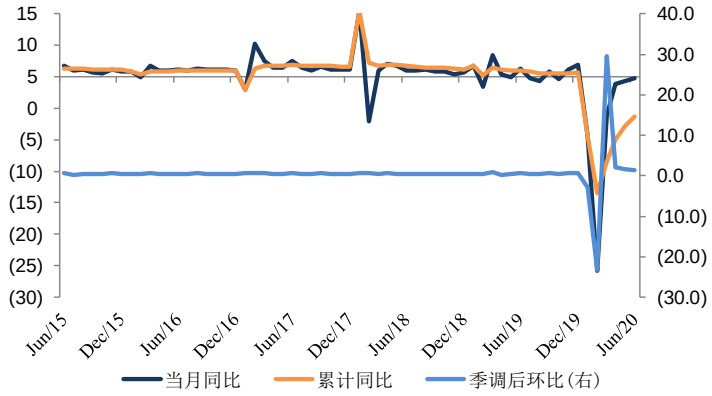
图表 22：城镇居民可支配收入下降影响消费能力



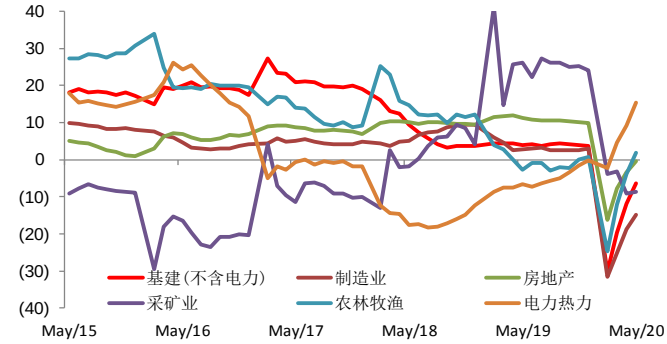
资料来源：WIND，国都证券

图表 23：工业增速五连升基本恢复至至疫情前水平附近

图表 24：制造业投资回暖显著弱于地产与基建

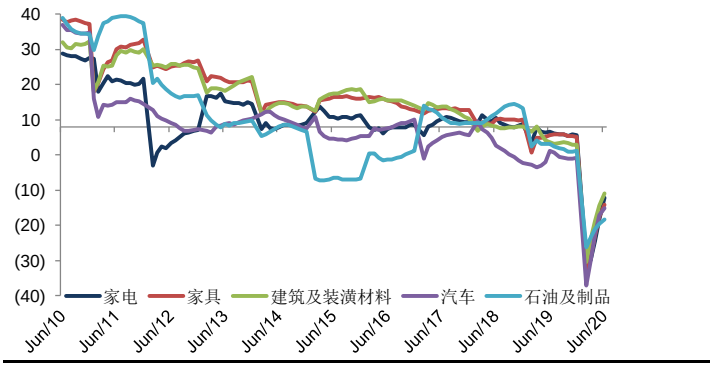


资料来源：WIND，国都证券



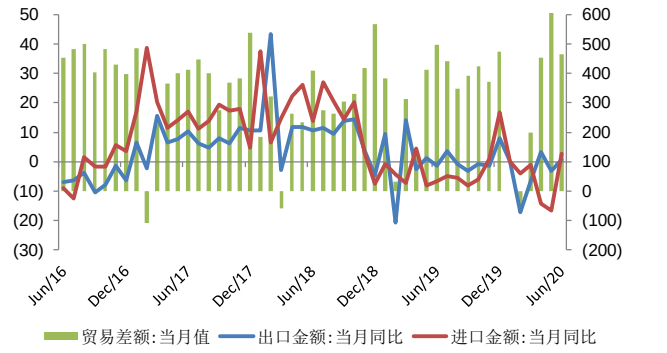
资料来源：WIND，国都证券

图表 25：耐用消费品零售额增速恢复偏弱



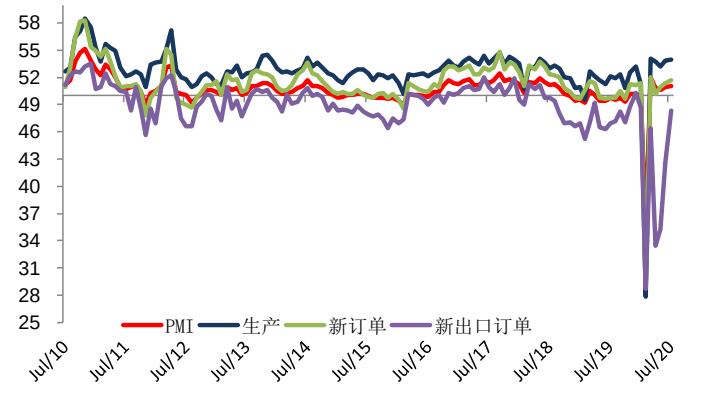
资料来源：wind，国都证券

图表 26：近四月我国出口贸易增速好于预期



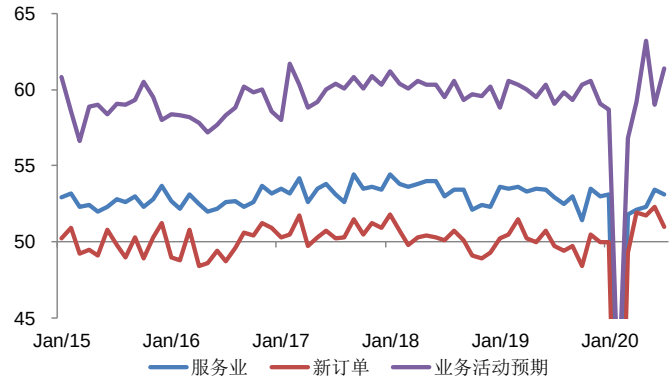
资料来源：WIND，国都证券

图表 27：中采制造业 PMI 连续五月保持在荣枯线上方



资料来源：wind，国都证券

图表 28：服务业 PMI 指数也基本回升疫情前水平



资料来源：WIND，国都证券

3、**近中期业绩展望：二季度"两头在外"型行业业绩压力凸显，但业绩继续下修空间有限，预示业绩预期负向差的概率较小且影响弱化。**二季度上半季为欧美疫情的加速暴发期，外需及外部供应链的中断冲击或逐步体现，**"两头在外"型行业，即**对上游关键材料与配件依赖进口、下游销售市场出口占比较高的行业业绩影响或凸显；同时，随着国内疫情常态化防控下全面推进复工复产、服务消费逐步复苏或回补，预计一季度疫情冲击较大的部分行业（密闭环境人口集中的消费场所的除外，如影院）有望改善。

截至 7/15 日 1495 家上市公司发布 20H1 业绩预告，对比同等进度近乎相同数量的 20Q1 的业绩预告类型：H1 预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较 Q1 提升 8.9 个百分点至 39.3%，而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比较 Q1 大幅下降 18.6 个百分点至 50.8%；预计预喜:预警比已由 Q1 的 3:7 显著改善至 H1 的 4.5:5.5，与二季度复工复产后宏观经济触底恢复一致。

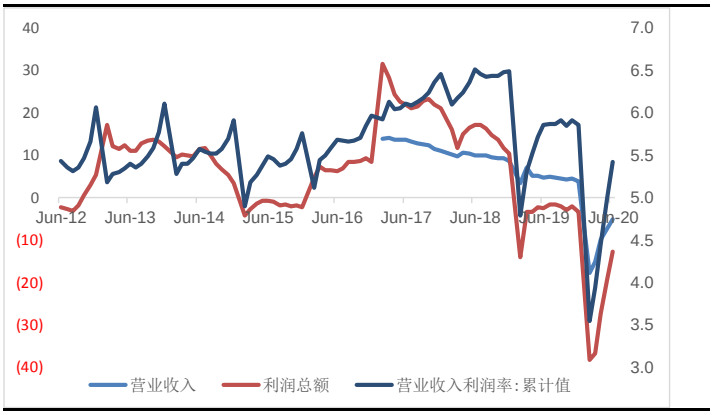
乐观预计三季度有望由负转正，后疫情下的行业恢复程度或各异。三季度起，若欧美疫情防控基本结束，经济活动

已全面重启，则全球主要经济体的逆周期货币、财政政策发力见效，经济与贸易链有望逐步恢复，乐观预计经济增速有望显著反弹，上市公司业绩也随之触底显著回升。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异，市场机会或集中于估值已下修至底部，而后续业绩有望逐季恢复，且边际恢复弹性大。由于内外疫情进度差异下的内外需两个市场影响-恢复进度不一、行业景气自身趋势不同、叠加逆周期政策受益程度不等，预计后疫情下公司业绩的恢复进度、力度及空间，将依行业属性不同而呈现较大分化。初步判断或集中于绿色智能型的耐用消费品（电动汽车、智能家电、5G 手机等）、可选服务消费（休闲旅游、影视传媒、营销广告等）。

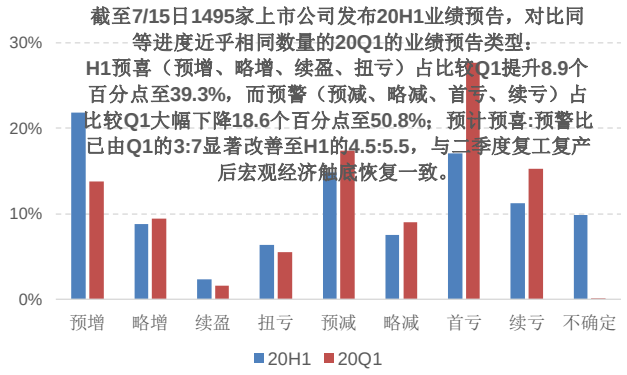
全年来看，一致业绩预期显著下调后，继续下修空间有限。疫情冲击下，市场对沪深 300 的 2020 年业绩增速一致预期增速，已从 1 月底的 11.2%一度下调至-2.9%，调降幅度达 14.1 个百分点；而最近月度经济数据超预期后，再次上调转正+0.6%。但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，外需二季度承压下半年回复偏弱，预计后续业绩预期仍有下调空间，但继续下修空间有限，预示后续业绩基本面预期负向差概率较小，且对股价或市场的影响已明显弱化。若 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值由之前的 3-5%上调，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速有望从此前的-10%预测值上调至 0%附近，当前市场一致预期值+5%下修空间有限。

图表 29：工业企业利润连续三个月快速回升至 11.5%



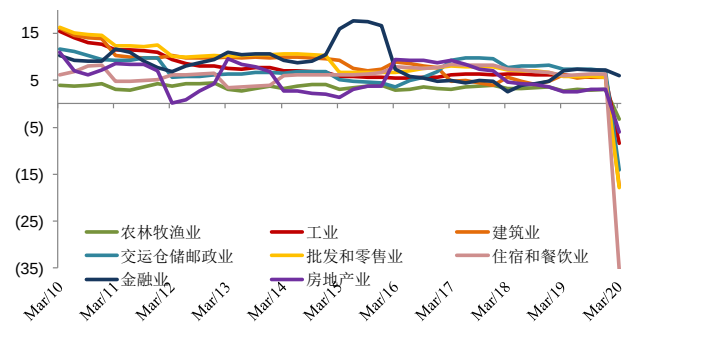
资料来源：WIND，国都证券

图表 30：同时 20Q2 起上市公司业绩趋于改善



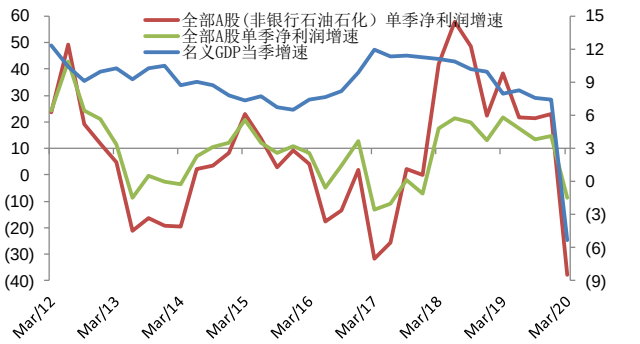
资料来源：WIND，国都证券

图表 31：一季度疫情对批零交运餐饮建筑等产业冲击明显



资料来源：WIND，国都证券

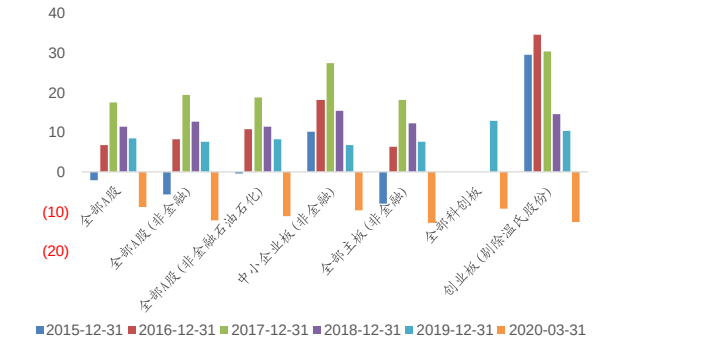
图表 32：名义 GDP 增速锐减下一季度业绩显著下滑



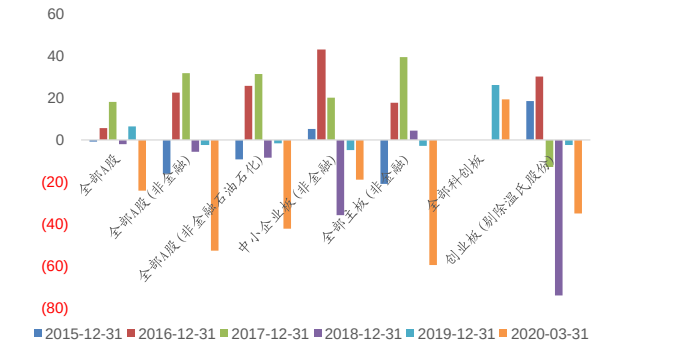
资料来源：WIND，国都证券

图表 33：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 营收同比普降 10%

图表 34：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 净利润普遍大降

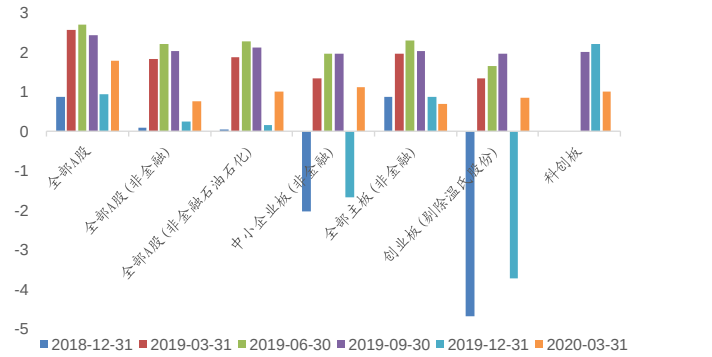


资料来源：WIND，国都证券



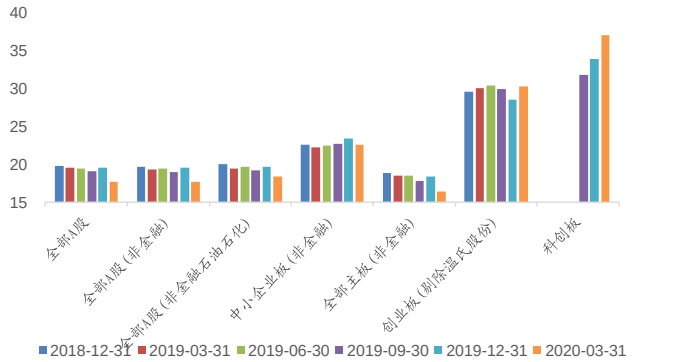
资料来源：WIND，国都证券

图表 35：疫情拖累各类型 A 股扣非后 ROE 同比下滑



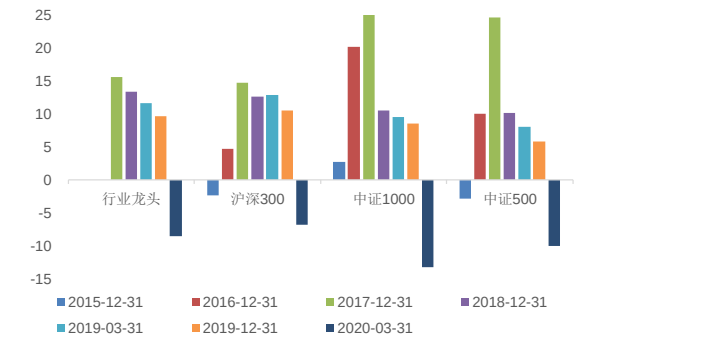
资料来源：WIND，国都证券

图表 36：疫情拖累非金融主板毛利率同比显著下滑



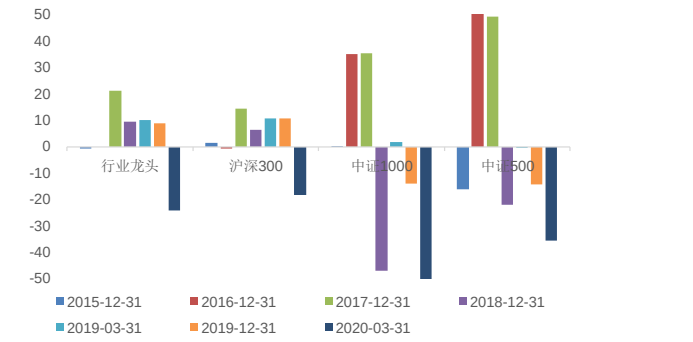
资料来源：WIND，国都证券

图表 37：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的营收降幅较轻



资料来源：WIND，国都证券

图表 38：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的利润降幅较轻



资料来源：WIND，国都证券

4、**全球经济自低谷回升，欧美日政策有望加码。**全球来看，5、6 月摩根大通全球制造业 PMI 环比连续两月回升，反应欧美 5 月起疫情逐步解封与分区域经济重启的。

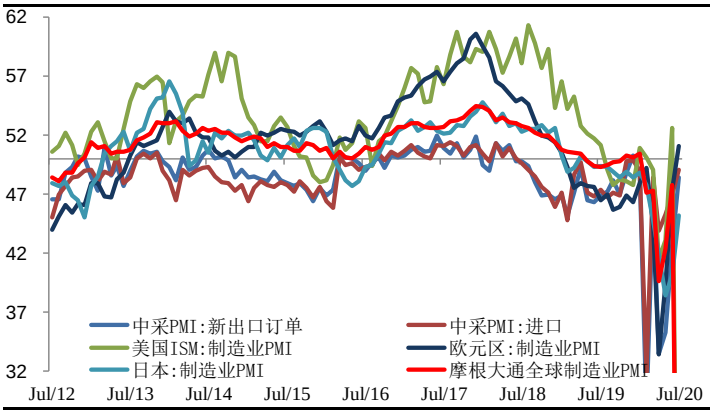
同时，由于经济弱恢复，年内衰退压力不减，疫情不确定性仍较大，欧美日政策仍加码。近期美联储宣布保持当前购债计划，即每月购买 800 亿美元的美国国债、400 亿美元的抵押支持证券，以维持市场运行平稳，并将购债范围扩容至公司债，拟通过二级市场企业信贷便利工具（SMCCF）购买美国单个公司债，此外美联储主席鲍威尔重申利率维持在零附近直至经济复苏，此前美联储委员一致预期当前零利率政策将持续至 2022 年底。同时，美国当局政府正在准备一项近 1 万亿美元投资的基础设施提案，用于道路和桥梁等传统基础设施建设、5G 无线基础设施和农村宽带。

欧洲支持经济修复的政策力度加码，包括欧盟计划发行 7500 亿欧元共同债券、近日欧央行决定在 3 月中旬 7500 亿欧元基础上再加推 6000 亿欧元 PEPP（大流行紧急购买）资产购买计划（并将期限延长至 2021 年 6 月底）、德国通过 1300 亿欧元财政刺激计划等。

同时，最新日本央行利率决议显示，维持资产购买计划，特别贷款计划约 110 万亿日元，并且如有必要将采取更多

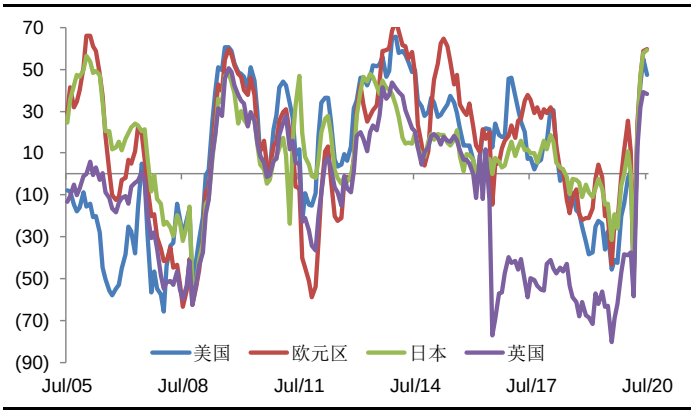
的措施，以支持企业融资，稳定市场；日本央行行长表示利率可能在超低水平一直维持到 2023 年。

图表 39 :全球主要经济体制造业 PMI 普遍已连升 2-3 个月



资料来源：WIND，国都证券

图表 40：但美英 ZEW 经济景气领先指标 7 月转为回落



资料来源：WIND，国都证券

三、政策展望：不稳定性不确定性环境下，宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期

随着近几月国内经济持续恢复上行，此前市场持续担忧政策退出或转向风险，尤其降准降息已连续三月落空，也进一步强化了该政策预期的不确定性担忧。随着近日中央政治局会议对经济形势研判与政策定调，政策逐步明朗，整体为政策力度边际收敛，更注重落地见效，但外围不稳定性不确定性的复杂严峻形势、国内问题更多体现为中长期，提出要以持久战的角度加以认识；因而宽松政策退出料缓慢。

1、**关于当前经济形势研判之一：后疫情下的经济恢复较为合意，预示近期逆周期政策边际收敛。**会议强调，今年上半年面对新冠肺炎疫情严重冲击，加大宏观政策应对力度，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果。经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，三大攻坚战扎实推进，经济结构持续优化，产业数字化、智能化转型明显加快，改革开放继续深化，人民生活得到有力保障。

近期而言，中央对后疫情的复工复产效果、经济恢复进度较为合意；二季度国内经济增速已由一季度的-6.8%转正至+3.2%，表征工业生产活跃度的工业产能利用率已自 20Q1 的历史低点 67.3%回升至六月底的 74.4%（逼近五年均线）；全社会用电量同比增速已从 2 月的低谷-10.1%逐月回升，4 月起转正且持续上行至 6 月的+6.1%；社融信贷月度新增规模连续四个月超预期，制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍在 3-7 月连续五个月保持在 50 荣枯线上方。

相较于欧美二季度经济双位数以上的大幅下滑并创上世纪 40 年代以来最差增速，国内经济恢复可谓一枝独秀；同时，疫情冲击下我国产业数字化智能化的结构转型显著加快。

中央对当前经济恢复增速的合意认可，意味着近期加码刺激经济稳增长的逆周期政策边际收敛，这一点自 5 月起货币政策量价操作持续按兵不动已得到印证。

2、**关于当前经济形势研判之二：形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，以科技创新、跨周期宏观调控实现长期均衡发展。**

1）**形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大。**虽然中央对二季度经济恢复较为合意，但对当前国内外经济形势研判仍十分谨慎。会议指出：当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我国遇到的很多问题是中长期的，必须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，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，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。

以上三点研判：一当前及未来一段时期内我国面临的形势复杂严峻，不稳定性不确定性较大。主要系美国当局为首的逆全球化势头上升，尤其此轮疫情暴发更加剧逆全球化；同时美国当局对我国通信、数字科技的围堵与制裁，全球科技供应链贸易链面临较大脱钩风险，而在三季度美国大选白热化窗口期，中美关系或面临较大的考验与不稳定性；此外，全球疫情仍在持续蔓延恶化，尤其以美国疫情持续高位、欧洲疫情近期二次反复的冲击为首下，下半年外需存在萎缩压力。以上复杂严峻的外部环境下，国际政治格局、全球经济贸易形势均面临较大的不稳定性不确定性。

面对以上外部形势的不稳定性不确定性、国内中长期问题，中央提出以持久战的角度认识与看待，意味着应对与解决过程较为长期；同时，提出了两大重要应对举措。

2）应对举措一：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。在面对逆全球化压力及外需不稳定不确定的形势下，要立足于国内产业链完整与制造加工业齐备的基础，发挥国内大市场潜能优势，深化推进供给侧改革，突破核心技术与供应链瓶颈，满足国内消费升级需求，转部分外贸为内贸；同时扩大开放，**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。**

3）应对举措二：以科技创新、跨周期宏观调控实现长期均衡发展。会议提出，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，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。面对国内中长期问题（如宏观杠杆率偏高、社会融资以银行信贷的间接融资为主、关键核心技术受制于人、持续依靠资金资源等生产要素为主驱动增长、人口老龄化，发展不平衡不充分问题仍然突出等），提出应对举措包括更多依靠科技创新，**提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板。**尤其值得注意的是，中央政治局首次公开提出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；**整体性推进我国社会经济发展实现规模、速度、质量、结构、效益、安全相统一。**

更多依靠科技创新，而非简单重复过去依靠资金、土地、资源等要素驱动经济增长，才能摆脱加杠杆、低效益发展模式，转变为高质量高效益的新发展模式。同时，跨周期宏观调节，也意味着未来宏观政策将更多兼顾中长期问题的解决，着力于深化改革扩大开放与结构性瓶颈，破除体制障碍激发市场主体活力为主，进而最终实现稳增长、调结构、防风险的统筹均衡解决，也预示逆周期宏观政策适度灵活、改革开放持续深化扩大，包括会议提出的**优化营商环境、实施好国有企业改革三年行动方案、推进资本市场基础制度建设等**；而非仅仅着重于短期的逆周期总量对冲，强刺激容易引发后遗症与风险。

3、政策展望：下半年侧重确保宏观政策落地见效。二季度经济超预期恢复之下，中央对于下半年经济工作总目标可概括为：**一四大坚持，即**坚持稳中求进工作、坚持新发展理念、坚持以供给侧结构性改革为主线、坚持深化改革开放；**二两大任务**，即扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。

总体来看，面对不稳定不确定的外部复杂严峻形势，中央淡化明确 GDP 增速底线，以扩大内需为战略基点，重点落实六稳六保，推动高质量发展。上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，当前市场普遍预计第三、四季度 GDP 同比增长有望进一步恢复至 5.5-6.0%区间，全年实际 GDP 同比增速有望达到 2.5-3.0%。根据今年财政赤字率 3.6%以上、净增加 1 万亿元财政赤字预算规模，可以推算 20 年的乐观名义 GDP 增速为 5.4%，剔除平减指数后，预计 20 年实际 GDP 增速区间在 2-4%。展望下半年，**基建投资发力与制造业投资底部改善，同时可选消费回补下消费增速反弹，或为下半年经济回升主要动力。**

以上经济工作总目标及淡化 GDP 增速底线下，会议对于下半年宏观政策的定调主要为确保宏观政策落地见效，同时注重宏观经济政策的加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。。

1）**积极财政政策仍有较大落实空间。**财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。今年地方政府专项债前置加速发行，上半年发行量同比大增 54%共 3.79 万亿元，积极财政政策发力，带动基建投资增速近四月逐月回升，由前 2 月的-26.9%快速回升至前 6 月的-0.1%。

下半年重在落实更加积极有为的财政政策，发挥在“两新一重”投资中的引领作用；会议提出**要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐；要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。**

按今年政府工作报告中的新增政府债券规模来看，2020 年共新增约 8.51 万亿元，包括纳入财政赤字预算的规模约 3.76 万亿元、赤字预算外的地方专项债规模 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿；而 19 年新增政府债券规模共 4.91 万亿元，包括赤字规模 2.76 万亿、地方专项债 2.15 万亿。合并考虑以上三项口径，20 年财政赤字率将由 19 年的 4.95%大幅提升至 8.5%附近。

2）**货币政策近期已收敛，但下半年或仍有双降需要。**会议提出，货币政策要更加灵活适度、精准导向，做好两个确保：一要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

近期货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用。从央行年内的货币政策操作变化轨迹来看，已**由疫情期间流动性纾困的宽货币政策，转向后疫情下的稳货币宽信用政策，**政策重心已由疫情爆发期对中小企业、中低收入群体的现金流应急支持，转为后疫情期对中小企业信贷、确保资金创新直达实体经济。5 月以来货币政策与流动性投放边际

放缓，**由宽货币宽信用转为稳货币宽信用，此前的降准降息预期持续延后，政策利率及 LPR 利率已连续三月按兵不动。**

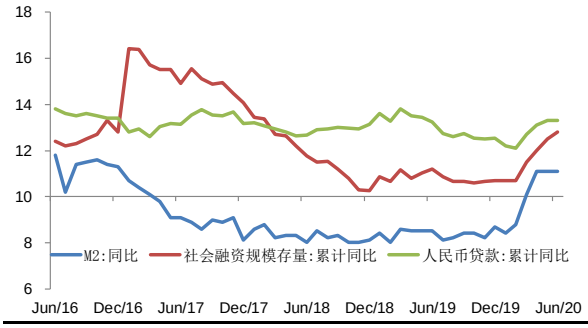
但经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期。然而，预计下半年政策退出缓慢，降准降息仍有可能（具体兑现时点主要取决于国内经济下行压力），流动性充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑，虽然边际驱动力或弱于上半年；以上研判主要基于：一**是经济弱恢复压力。**下半年国内经济恢复斜率或弱于二季度，在以美国为首的海外疫情持续加剧、海外保护主义上升、全球市场萎缩的外部压力下，及国内消费及制造业投资恢复动能偏弱的内部压力下，下半年确保经济恢复上行的压力仍较大。

二是金融让利实体企业 1.5 万亿元**的总目标下，**主要通过**降低利率、直达货币政策工具、银行减少收费**等三方面途径；预计下半年仍存在降准降息可能，通过下调商业银行存准率、政策利率，降低商业银行的负债端成本，进而传导与释放商业银行资产端利率的下行意愿与空间。

三是降准降息环境趋好。下半年 CPI 有望趋势回落至温和水平，通胀压力趋势回落；同时，美联储无限量货币宽松及美元零利率政策下，美元或趋势转弱，人民币汇率贬值压力减轻；以上内外环境下，下半年国内双降仍有空间。

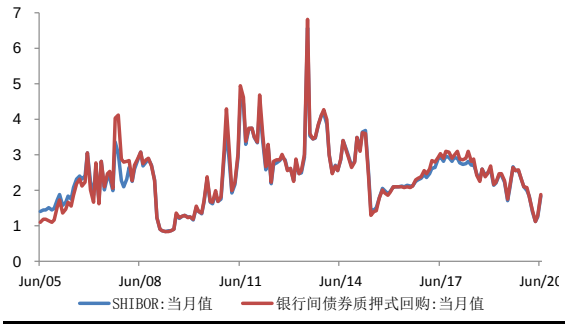
四是近日高层释放的信号，已初步印证政策缓退出。近日习总书记召开企业家座谈会上，指出：要**实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策，增强宏观政策的针对性和时效性，继续减税降费、减租降息，**确保各项纾困措施直达基层、直接惠及市场主体。

图表 41：M2/社融增速连升三月至高点后持稳边际放缓



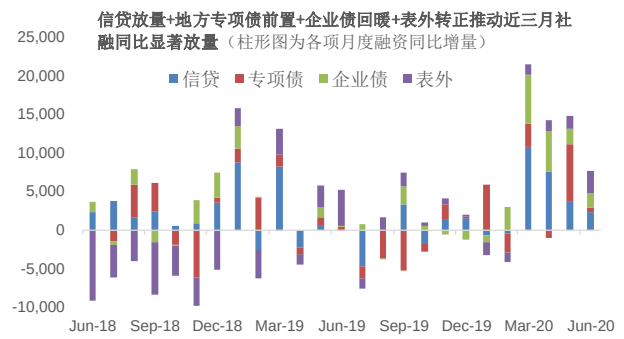
资料来源：WIND，国都证券

图表 42：货币资金加权平均价自十年低点已连升两月



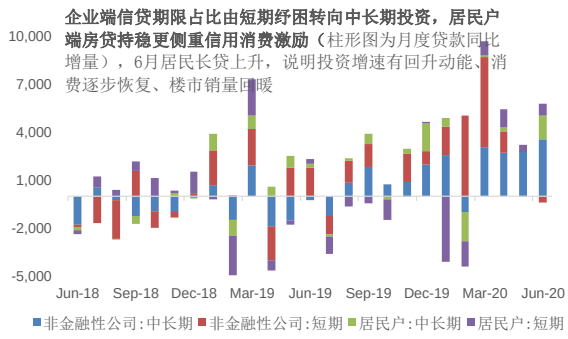
资料来源：WIND，国都证券

图表 43：社融同比连续三月显著放量后 6 月环比减半



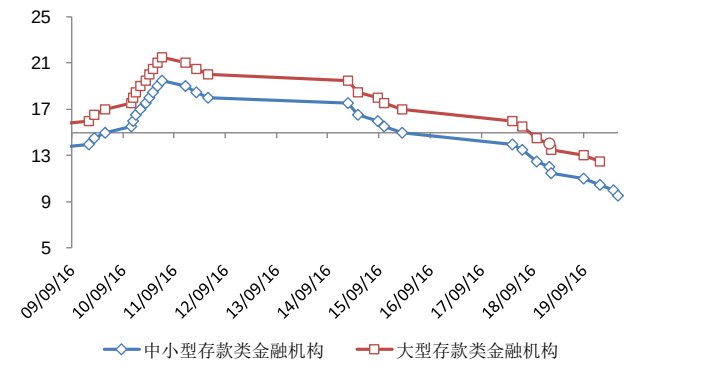
资料来源：WIND，国都证券

图表 44：6 月企业、居民中长贷双双显著同比大增



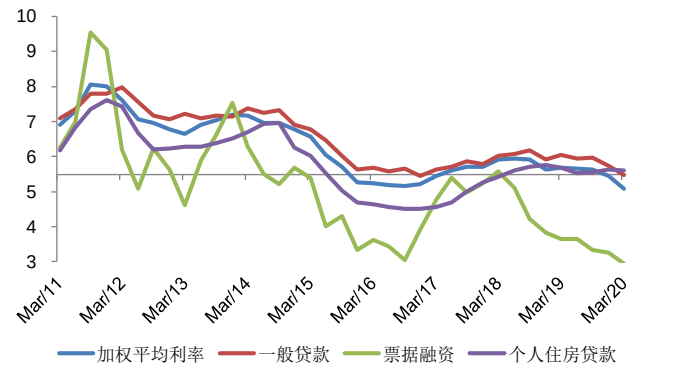
资料来源：WIND，国都证券

图表 45：近两年已累计下调存款准备金率 4-5 个百分点



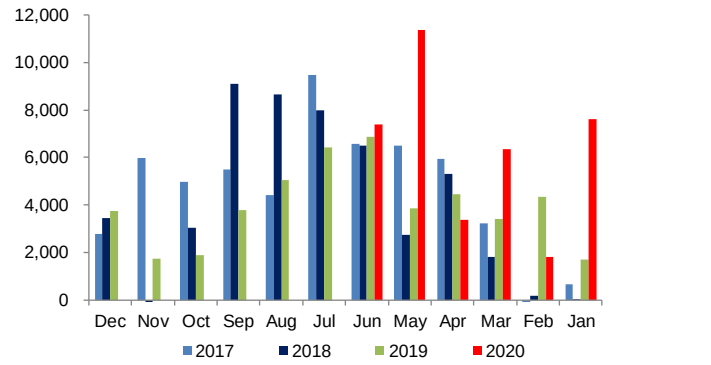
资料来源：WIND，国都证券

图表 46：近一年各项社会融资成本持续回落



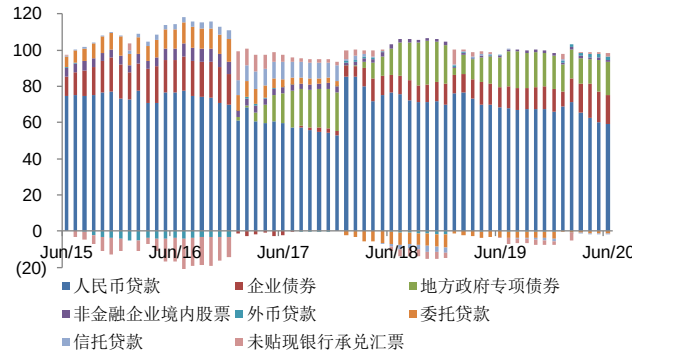
资料来源：WIND，国都证券

图表 47：前 6 月地方政府专项债发行规模同比大增 54%



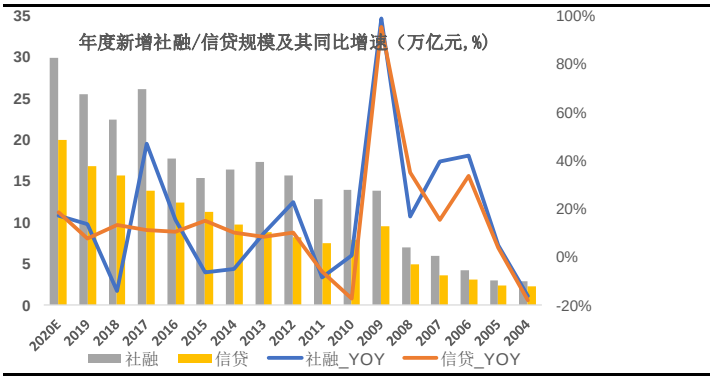
资料来源：WIND，国都证券

图表 48：今年以来股债直接融资占比逐月提升明显



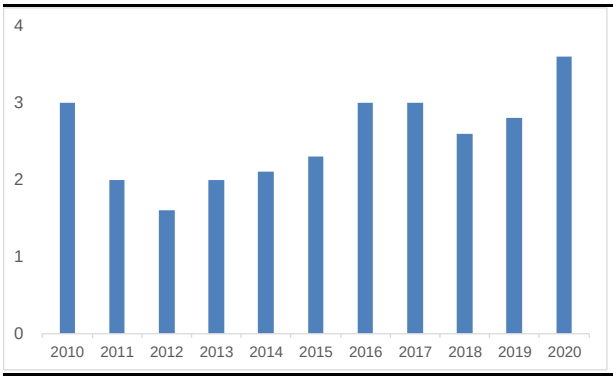
资料来源：WIND，国都证券

图表 49：20 年宽信用政策下新增社融/信贷同比+18%附近



资料来源：WIND，国都证券

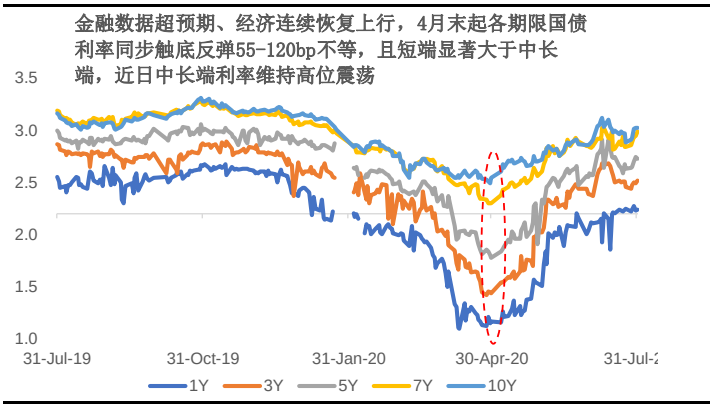
图表 50：2020 年财政预算赤字率显著提升至 3.6%以上



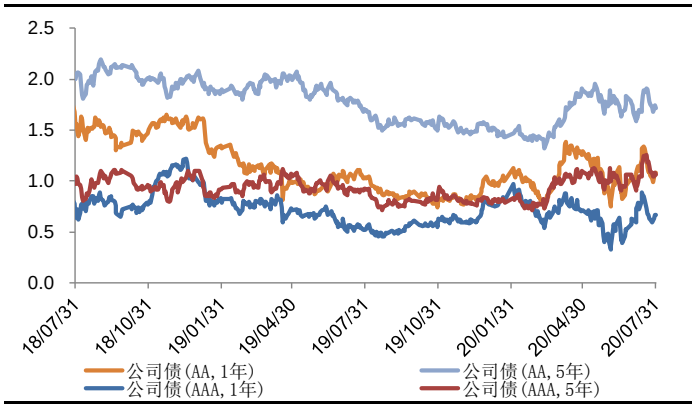
资料来源：WIND，国都证券

图表 51：经济恢复政策收敛下各期限国债利率均触底反弹

图表 52：疫情冲击企业信用利差普遍震荡走阔

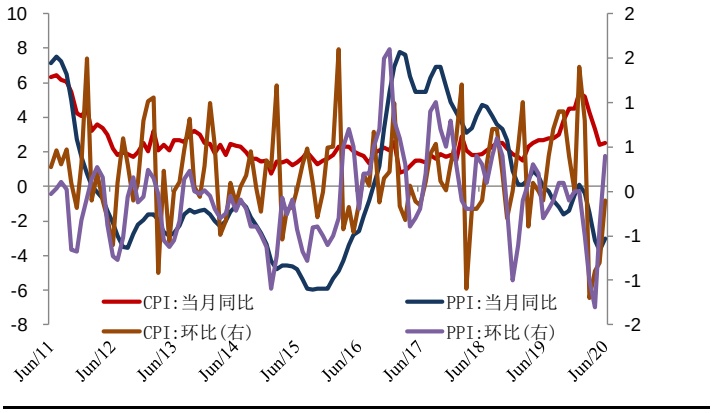


资料来源：WIND，国都证券



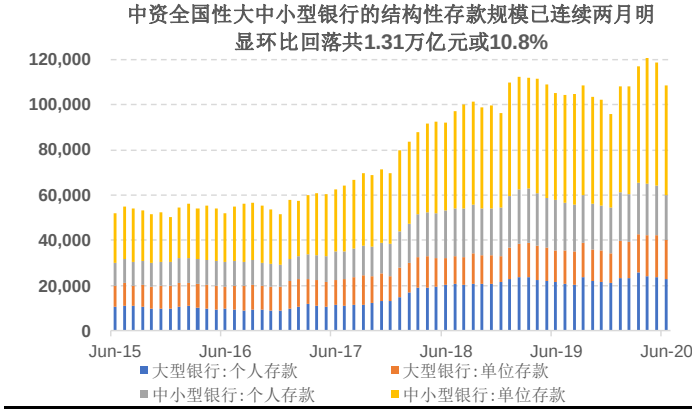
资料来源：WIND，国都证券

图表 53：CPI 趋势温和回落而 PPI 触底后趋于回升



资料来源：WIND，国都证券

图表 54：近两月结构性存款规模环比回落表明套利减弱



资料来源：WIND，国都证券

四、近中期市场风格展望：近期风格轮动，中期业绩相对景气下科技成长趋势仍占优

1、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%、107%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 13Q1 至 16Q1 期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由 12Q4 的-16%逐步回升至 16Q1 的高点+63%；而沪深 300 单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化**背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G 为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14 年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素。**

2）16 年初至 19 年 4 月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深 300 指数较中证 500 指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 16Q2 至 19Q2 期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由 16Q2 的+42%趋势下降至 19Q2 的-28%，且 17Q4、18Q4 四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深 300 受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A 股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G 为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）

的监管环境。

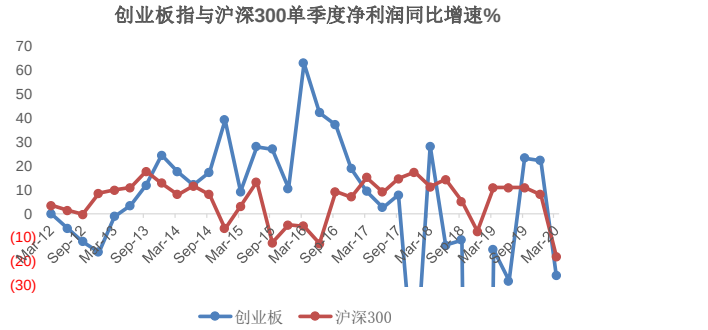
2、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19 年 6 月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板 50 指数发布在即）及半导体芯片、5G 建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归，**相对收益动力已然具备。

而 20 年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调 OMO、MLF、LPR 资金价格，上半年央行“放量降价”的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自 19Q3 触底回升，19Q3、19Q4 已转正至+22%附近，而沪深 300 稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至 19Q4 的+8%；20Q1 受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深 300 也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19 年 6 月初至 20 年 6 月底，创业板指、中小板指、中证 500、沪深 300 指数分别累计上涨 64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

图表 55：19Q3 起创业板指相对沪深 300 业绩增速转正



资料来源：WIND，国都证券

图表 56：业绩相对景气周期决定市场风格走势



资料来源：WIND，国都证券

图表 4：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期

第一轮牛熊期（1996/1-2005/7）			
牛市期历史数据不全		熊市期	
建筑材料	127.0	交通运输	(31.9)
采掘	110.9	钢铁	(33.3)
休闲服务	84.2	银行	(39.7)
有色金属	80.9	传媒	(49.3)
商业贸易	80.6	采掘	(50.0)
通信	38.9	电子	(71.5)
国防军工	33.5	建筑材料	(72.3)
计算机	21.7	建筑装饰	(72.4)
家用电器	16.2	纺织服装	(73.2)
银行	(0.5)	农林牧渔	(81.0)

第二轮牛熊期（2005/7-2008/11）			
牛市期		熊市期	
非银金融	1164.7	医药生物	54.9
有色金属	1135.1	电气设备	23.1
国防军工	1123.5	农林牧渔	18.9
房地产	877.3	计算机	17.7
机械设备	811.3	电子	10.7
交通运输	375.0	银行	(41.6)
通信	364.0	房地产	(41.9)
公用事业	359.6	非银金融	(45.9)
传媒	339.1	交通运输	(46.0)
电子	323.5	钢铁	(58.4)

第三轮牛熊期（2008/11-2012/12）			
牛市期		熊市期	
有色金属	382.3	银行	(21.6)
汽车	358.5	房地产	(23.6)
电子	340.5	家用电器	(24.5)
国防军工	303.5	食品饮料	(24.6)
建筑材料	281.8	建筑装饰	(33.7)
交通运输	91.5	汽车	(53.6)
建筑装饰	87.7	通信	(55.0)
银行	84.4	国防军工	(55.4)
钢铁	72.5	商业贸易	(56.2)
公用事业	70.4	电气设备	(62.7)

第四轮牛熊期（2012/12-2018/10）			
牛市期		熊市期	
计算机	739.4	食品饮料	3.4
传媒	645.1	银行	(20.6)
国防军工	455.3	家用电器	(28.4)
通信	444.8	建筑材料	(49.8)
电气设备	387.9	非银金融	(49.8)
建筑材料	193.8	纺织服装	(69.8)
银行	117.4	计算机	(70.0)
有色金属	111.9	机械设备	(70.3)
食品饮料	105.5	国防军工	(72.8)
采掘	76.0	传媒	(79.9)

第五轮牛熊期（2018/10-？）			
牛市期（18/10/19至今		熊市期	
电子	129.6		
食品饮料	121.6		
休闲服务	104.2		
农林牧渔	104.1		
医药生物	98.1		
纺织服装	11.4		
银行	6.6		
建筑装饰	3.0		
采掘	(11.2)		
钢铁	(15.9)		

数据来源：wind，国都证券

3、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而**触发风格的阶段性切换，一般需要具备两大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化**，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾 12 年至 15 年中的成长占优的市场风格周期中，在 14 年 7 月中旬至 15 年 1 月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深 300、中证 100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15 年 1 月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深 300 的业绩景气上行趋势未变，14Q4 至 15Q2 创业板相对沪深 300 的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为 15 年初**经济下行压力重现**、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

7 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期：一是宏观经济与公司财报等基本面验证与调整；二是中央经济工作会议对下半年宏观形势与政策的研判与部署，对下半年市场环境、投资逻辑与主线的指引清晰；三是本月底资本市场系列改革进入密集落地期，上证指数修订、科创板 50 发布、创业板注册制发行等，或为年内资本市场制度红利兑现期，届时市场风格的分化或进一步明朗。

以上基本面、政策及市场三大窗口期明朗下，本月以来市场热络过后，7 月底市场大概率回归至结构性机会，自下而上标的优选与推荐的价值凸显。

4、**中期风格展望：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。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放

大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

五、配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技成长龙头。

近期国内疫情防控整体持续向好、经济恢复上行趋势延续，中期以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展战略调整下；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、近中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以 5G+新能源汽车+创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓"两新一重"投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

四，**低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。**

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