国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200803

【财经新闻】

- 易纲要求进一步提高货币信贷政策执行的针对性和有效性
- 资管新规过渡期延长至 2021 年
- 7 月财新中国制造业 PMI 升至 52.8

【行业动态与公司要闻】

- 海南离岛免税新政实施首月销售额逾 22 亿元 同比增长 234%
- 北斗系统产业链 2020 年产值有望超过 4000 亿元

【国都策略视点】

- 策略月报（20 年 8 月）：近期震荡轮动为主，中期基本面结构性牛市可期

【重点公司公告摘要】

- 海尔智家：拟私有化海尔电器
- 格力电器：董明珠洛阳直播销售再破百亿元

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3310.01	0.71
沪深 300	4695.05	0.84
深圳成指	13637.88	1.27
中小板综指	12748.28	1.41
恒生	24595.35	-0.47
国企	10039.96	-0.57
恒生 AH 溢价	134.95	1.27
标普 500	3271.12	0.77
NASDAQ	10745.27	1.49
MSCI 新兴市场	1078.92	-0.29

全球大宗商品市场

商品		
纽约原油	40.43	0.25
纽约期金	1994.00	2.39
伦敦期铜	6376.00	-1.23
伦敦期铝	1710.00	-0.84
波罗的海干散货	1350.00	0.15

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：陆星挺
电 话： 010-84183211
Email： luxingting@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】

■ 易纲要求进一步提高货币信贷政策执行的针对性和有效性

【上海证券报】据中国人民银行 8 月 3 日消息，为深入贯彻落实党中央、国务院关于做好“六稳”工作、落实“六保”任务的重要部署，确保金融支持稳企业保就业政策落实落细，7 月 31 日上午，人民银行行长易纲到人民银行营业管理部调研并召开座谈会。北京市委常委、副市长殷勇出席座谈会。

座谈会上，殷勇介绍了北京市保市场主体相关举措及民营小微企业融资问题；人民银行营业管理部介绍了北京地区金融支持稳企业保就业工作进展、直达实体经济的政策工具落地等情况；建设银行北京市分行、招商银行北京分行、北京银行负责同志围绕如何落实金融支持稳企业保就业政策作了发言；北京春秋永乐文化传播公司、北京三未信安科技公司、北京小笨鸟信息技术公司代表反映了已出台的金融政策对企业的扶持情况，以及应对疫情冲击、持续经营方面遇到的困难。会议就当前金融支持稳企业保就业工作存在的问题进行了集中讨论，并交流了意见建议。

易纲详细了解了金融机构线上银企对接服务、延期还本付息、金融支持稳企业保就业等具体情况。他指出，新冠肺炎疫情发生以来，在党中央、国务院坚强领导下，人民银行果断加大货币政策逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，引导利率下行，创新推出了中小微企业贷款延期还本付息、普惠小微企业信用贷款支持计划等多项直达政策支持工具，稳企业保就业，推动金融合理让利实体经济。

易纲强调，金融部门要千方百计把市场主体保护好，为经济发展积蓄基本力量”的重要指示精神，创新金融服务，主动适应企业融资新要求，确保直达实体经济的政策落地见效，为稳企业保就业和实体经济发展提供金融支撑。

易纲要求，针对金融机构和企业代表提出的当前小微企业融资方面仍然存在的问题，人民银行各相关司局和营业管理部要认真研究，进一步提高货币信贷政策执行的针对性和有效性。

■ 资管新规过渡期延长至 2021 年

【每日经济新闻】7 月 31 日，央行发布公告称，为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，经国务院同意，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门审慎研究决定，资管新规过渡期延长至 2021 年底。

关于延长资管新规过渡期的原因，央行表示：一是为了推动资管存量业务整改平稳进行，二是为金融机构培育规范的资管产品提供宽松环境。此外，央行还指出本次将过渡期延长并不意味着未来资管业务改革方向出现变化。

央行：资管业务改革方向不会出现变化

值得注意的是，央行对此还建立健全了相应的奖惩机制。对于 2020 年底前完成整改任务，或整改虽延至 2021 年底，但进度快于计划，能提前完成整改任务的金融机构，在监管评级、宏观审慎评估、资本补充工具发行和开展创新业务等方面给予适当激励。对于未按计划如期在 2021 年底前完成整改任务的金融机构，除在监管评级、宏观审慎评估、开展创新业务等方面采取惩罚措施外，视情况采取监管谈话、监管通报、下发监管函、暂停开展业务、提高存款保险费率等措施。对于个别机构弄虚作假或选择性落实相关要求等行为，监管部门将采取监管处罚措施。

对于过渡期的政策安排，央行提出以下三种方式处置存量资产：

一是延长资管新规过渡期至 2021 年底，在锁定 2019 年底存量资产的基础上，由金融机构自主调整整改计划。

二是对于 2021 年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，金融机构说明原因并经金融管理部门同意后，进行个案处理，列明处置明细方案，逐月监测实施，并实施差异化监管措施。

三是健全存量资产处置的配套支持措施。鼓励采取新产品承接、市场化转让、合同变更、回表等多种方式有序处置存量资产。允许类信贷资产在符合信贷条件的情况下回表，并适当提高监管容忍度。已违约的类信贷资产回表后，可通过核销、批量转让等方式进行处置。鼓励通过市场化转让等多种方式处置股权类资产。稳妥处置银行理财投资的存量股票资产，避免以单纯卖出的方式进行整改。优化银行资本补充工具发行环境，进一步增强金融机构资本实力。推进金融市场发展，提升新产品接续能力，引导资管行业为资本市场提供长期稳定资金支持。

此外央行还表示，过渡期延长不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整，并不意味着资管业务改革方向出现变化。同时，还将完善配套政策安排，加大创新支持力度，为存量资产处置提供更多的方式和渠道。

早前市场已达成延期共识

据悉，人民银行于 2018 年 4 月发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号，以下简称资管新规），旨在通过各方共同努力，遏制资管乱象、降低影子银行风险，持续推动资管业务平稳转型、规范整改。按此前的

工作安排，资管新规过渡期将于 2020 年底结束。

但是，关于资管新规过渡期延长市场早就有所预测。7 月 7 日，中国财富管理 50 人论坛联合清华大学五道口金融学院在线上发布了《中国资产管理业务监管研究报告》（以下简称报告），报告由央行前副行长吴晓灵牵头，报告研究了资管新规出台后监管理念、规则、产品压降等方面遇到的问题，报告建议将资管新规过渡期延长两年至 2022 年底。

吴晓灵还在论坛上表示，资管新规落地已经两年有余，整体来看，我国的资管业务的风险总体明显收敛，但也出现了一些新问题。比如新老产品衔接的进度不及预期。目前银行净值型理财产品规模占整体的规模仅为一半左右，而距离资管新规过渡期结束只剩下半年时间，这明显与净值化转型进度不匹配。因此，她进一步建议将资管新规的过渡期延长两年至 2022 年底，2020 年至 2022 年，对于老产品每年压降的比例不低于 30%。

专家：此举有利于市场平稳过渡

关于资管新规过渡期延长会给市场带来何种影响。此举顺应了当前经济形势变化和经济发展需要，有助于银行资管平稳过渡，缓解存量资管产品压力。即便有 1 年过渡期，相关机构也需按照资管新规的要求尽快推动业务和产品的转型，加快设立银行资管子公司，产品应该以净值型的产品为主。温彬进一步指出，银行应该提高风险管理能力，在保持固收类产品优势的同时，还应进一步提高权益类资产的占比，这是引导银行资金进入资本市场的一个有利渠道，同时还可以丰富银行资管产品品种，满足投资人需求。

当前我国经济面临很大的不确定性，此举有利于市场更加平稳过渡。对于金融机构而言，有利于降低金融机构融资成本，扩大信贷投放，同时还可缓解资本市场压力。

资管新规出台以后，存在一定推行难度，叠加疫情影响执行难度更大了，对于通过非标融资的企业来说，将期限较长的产品强行压缩回来，会对企业经营造成严重影响。他认为，过渡期延长的意义在于给利用非标融资的企业更多腾挪时间，同时，顺应了市场呼声，稳定市场信心。

■ 7 月财新中国制造业 PMI 升至 52.8

【财新网】8 月 3 日消息，7 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）为 52.8，较 6 月提高 1.6 个百分点，连续三个月处于扩张区间，为 2011 年 2 月以来最高。

这一走势与国家统计局制造业 PMI 一致。国家统计局公布的 7 月制造业 PMI 为 51.1，高于上月 0.2 个百分点。

制造业产出已连续五个月处于扩张区间，7 月生产指数为 2011 年 2 月以来最高。许多企业表示，市况从疫情中逐渐恢复，客户需求增强。新订单指数也为 2011 年 2 月以来最高，连续两个月处于扩张区间。海外疫情继续拖累出口，7 月新出口订单指数继续处于收缩区间，但降幅为六个月以来最低。

新订单增加导致企业积压工作量小幅上升，积压工作指数在扩张区间小幅上升。但制造业企业对增加用工仍持谨慎态度，7 月就业指数连续第七个月处于收缩区间，不过，降幅为今年以来最低。据企业反映，增效、裁员、员工离职后未填补空缺等原因，导致企业 7 月压缩用工，也有部分企业称因顾客需求上升而增加人手。

新订单增加，也导致厂商继续增加采购，原材料库存指数连续两个月处于扩张区间，为 2018 年 3 月以来最高。产成品库存指数则连续三个月处于收缩区间，但降幅轻微，与上月几乎持平。企业普遍反映，产成品库存下降与市场需求改善及交付新订单相关。

在原材料价格上涨的带动下，原材料购进价格指数连续两个月处于扩张区间，为 2018 年 11 月以来最高。在投入成本上升和市况改善的共同作用下，制造商继续小幅上调产品售价，出厂价格指数为 2018 年 9 月以来的新高，但部分厂商称促销活动和新订单的竞争压力，继续限制了整体定价力。

制造业界对未来 12 个月持乐观态度，7 月中国制造业乐观度虽较上月小幅回落，但仍处于较高水平。企业普遍看好增长前景，原因是预期经济将从疫情中继续恢复，市场需求将进一步增强。

财新智库高级经济学家王喆表示，经济修复仍在持续，供给、需求两侧同步向好，相关指标亦保持良好态势。

【行业动态与公司要闻】

■ 海南离岛免税新政实施首月销售额逾 22 亿元 同比增长 234%

上海证券报讯 海南离岛免税新政 7 月 1 日起正式实施，政策红利加速释放。海关总署披露的数据显示，7 月 1 日至 27 日，海关共监管海南自由贸易港离岛免税销售金额 22.19 亿元、购物旅客 28.10 万人次，较去年同期分别增长 234.19%、42.71%；环

比分别增长 45.51%、12.63%。

为确保海南离岛免税新政稳妥实施，海关从完善管理制度、加大正面监管宣传力度、强化科技运用等多方面入手，创新管理模式和手段，通过调整业务系统参数控制，实现离岛免税购物全流程信息化监管，有效化解违规购物的管理风险，营造安定有序的市场购物环境，为海南自由贸易港建设创造良好的法治环境和社会环境。

修订管理规定、细化完善管理要求。发布《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管办法》，细化对违规离岛旅客及违规离岛免税商店的处罚情形，明确对相关违规行为的处置办法，并积极推进相关罚则落地落实。

强化法制宣传、提升公众法律意识。积极加大监管政策宣传力度，强调对违规倒卖、代购、走私等行为的处罚措施以及相关人员需承担的法律责任，引导企业与个人自觉抵制离岛免税违规行为，从而营造风清气正的执法环境。

完善科技系统功能，提升信息化监管水平。海关可以通过监管系统，实现对每一位离岛旅客限额、限量、限品种购物情况的信息收集和累加计算，通过核碰免税规则自动判断是否出现超限购物等违规情况，对于超规销售的情形，海关监管系统将自动作为异常数据转现场关员依规处置，有效避免了人工干预，同时亦可满足下一步海关对大数据风险分析及控制的工作需求。

全力推进失信惩戒措施，确保政策红利惠及于民。在《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布后，会同地方政府全力推进落实有关对违反离岛免税政策规定人员的失信联合惩戒措施，确保海南离岛免税政策红利充分释放、惠及于民。

■ 北斗系统产业链 2020 年产值有望超过 4000 亿元

上海证券报讯， 国务院新闻办公室于 8 月 3 日举行新闻发布会，介绍北斗三号全球卫星导航系统建成开通的有关情况。中国卫星导航系统管理办公室主任、北斗卫星导航系统新闻发言人冉承其表示，北斗芯片 28nm 工艺芯片已经量产，22nm 工艺芯片即将量产。大部分智能手机均支持北斗功能，支持北斗地基增强高精度应用的手机也已经上市，目前已构建起集芯片、模块、板卡、终端和运营服务为一体的完整产业链。10 年来我国卫星导航与位置服务产业总体产值年均增长 20%以上，2019 年达到 3450 亿元，2020 年有望超过 4000 亿元。

【国都策略视点】

■ 策略月报（20 年 8 月）：近期震荡轮动为主，中期基本面结构性牛市可期

一、市场展望：近期震荡轮动为主，中期基本面结构性牛市可期

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，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。

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

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 1600 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 7000 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 5 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。

下半年若经济恢复趋势明确、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。

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。

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。

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。

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。

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。

4、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。

五、配置建议：以内需确定性板块为主，中期重点把握可选消费及新基建机会。

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、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：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块，以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，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。**

三，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：国内疫情秋季复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。

【重点公司公告摘要】

- **海尔智家：拟私有化海尔电器**
- **格力电器：董明珠洛阳直播销售再破百亿元**

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