研究助理：沈彦東
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

扰动因素影响渐弱，下半年 A 股蓄势待发

——A 股 2020 年下半年投资策略

主要观点：

宏观层面

上半年宏观经济回顾——全球经济衰退，国内率先复苏。国内复工复产加速推进，消费复苏显弱势、基建和房地产投资持续反弹、制造业投资复苏缓慢、进出口或将持续承压。在疫情的冲击下，一季度 GDP 同比下滑 6.8%，创有记录以来的低位。随着国内疫情防控效果持续向好，复工复产已有明显加速趋势，但需求不足的压力逐渐显现。消费需求不足：1-5 月社会消费品零售总额下滑 13.5%，其中商品零售下滑 10.6%，餐饮收入下滑 36.5%，消费回升可能滞后于收入的回升。政府投资有保障：1-5 月新增地方政府专项债 2.15 万亿，同比增长 150%，且其中 80%以上投向基建领域。地产投资复苏：1-5 月房地产开发投资完成额累计下滑 0.3%，降幅较一季度明显收窄，销售端积极改善，融资压力明显缓解，预计房地产开发投资或继续稳步复苏。投资复苏将在行业端出现较大差异：1-5 月固定资产投资完成额累计下滑 6.3%，主要受外海需求拖累，总需求复苏较弱，受益于国家政策导向的行业和关乎民生的重要领域，如传统基建、新基建、医药行业等年内投资增速的反弹力度或较大。出口将持续承压：5 月我国出口金额 2068 亿美元，同比下滑 3.3%，防疫物资和电子产品仍是出口主要的支撑。由于海外需求疲软，各国普遍采取了较为严格的管控措施，供给同样受限，同时国际大宗商品价格低迷，三大因素导致我国出口或面临价量双杀。

海外疫情分化，“新震中”向发展中国家转移，2020 年全球衰退已成定局。国内疫情得到控制的同时，海外疫情迅速蔓延，目前东亚地区疫情已趋于平稳，西亚地区伊朗、印度等国家疫情仍在加速传播，欧洲地区有所趋缓，美国仍然严重，南美国家病毒在加速传播。疫情大流行对全球宏观经济造成了巨大冲击，IMF 在 6 月发布的《世界经济展望报告》指出全球经济 2020 年预计将急剧萎缩 4.9%,比 4 月的预测值进一步下滑 1.9 个百分点。

下半年宏观经济展望——欧美经济重启减少外需压力，国内政策料将更加积极。欧美主要国家疫情趋稳，各国逐渐开启复工。目前海外每日新增病例仍在十余万，但欧美主要国家新增病例数据都已出现下降或减缓的态势，疫情最恐慌的时刻已经过去。随着发达国家经济解封，我国外需压力有望缓解，但仍需警惕疫情再度爆发。**《政府工作报告》强调“六稳”“六保”，隐含的经济增长目标或在 3-3.5%。**由于全球疫情和经贸形势不确定性很大，今年报告没有提出全年经济增速具体目标，而是强调要“六稳”“六保”。财政政策方面，今年财政赤字率 3.6%，地方政府专项债新增 3.75 万亿，广义赤字空间共增加了 3.6 万亿，重点支持“公共消费”和“两新一重”建设，基于赤字率和新增就业预计经济增长目标在 3-3.5%。货币政策方面，5 月以来货币政策有所放缓，叠加政府债券超量发行影响，市场利率上行。我们认为货币政策短期不会转向，5 月资金收紧主要是打击资金套利，往后看，超量利率债券供给可能使利率面临抬升压力，对私人信用有一定挤出效应，不符合宽信用的政策目标。鉴于通胀缓解、海外宽松、人民币汇率基本稳定等因素，央行后续大概率会降准降息。

下半年投资策略

风险偏好或有提升。我们认为下半年风险偏好存在两个利好一个不确定性，即基本面的持续恢复利好市场、资本市场改革利好市场、中美关系仍有一定的不确定性。具体看，今年受疫情影响，国内经济增长受到一定的阻滞，并在 Q1 大幅回落，而随着我国疫情的消退，当前基本面正在逐步恢复中，“两会”后相关政策或将在 Q3 出台并落地，政策将持续助推基本面的恢复；同时资本市场改革为国内资本市场的健康发展带来利好，下半年创业板注册制的实施，将使更多的创新类企业受益。当前国家高度关注我国资本市场运行情况，而近年来我国资本市场不断扩大开放与世界接轨，完善多层次资本市场的建设，从下半年资本市场改革仍有看点，整体利好；中美经贸关系则是下半年市场情绪的变量之一，我们认为中美经贸关系当前整体处于高频率，低强度的对抗状态，受美国大选以及美国疫情难以得到有效控制的影响，美国政府选择指责中国来引导其国内民意，但美国想要经济恢复又无法离开中国市场，美国方面经常表现出完全自相矛盾的说法，也因此当前市场对中美经贸关系的变化出现了边际钝化的表现。

企业盈利逐季恢复。整体来看，政策及基本面有利于企业盈利恢复，关注海外疫情进展和国内复工复产情况。短期经济数据仍较差，对于未来基本面数据何时开始转为正增长，关键看疫情防控状况和复工复产情况。当前未看到明确拐点，如果海外疫情持续时间较长，外需对经济增长的拖累将凸显，尤其是全球产业链如被疫情中断，国内生产也会受到影响。今年一季度 A 股净利润增速达到双位数负增长，往后看随着政策效果逐步显现，全年 A 股业绩有望逐季改善。

2020 年下半年市场虽有扰动但整体“变奏不变调”，A 股蓄势待发。我们在年度报告《守正出新，不负韶光》中提出，2020 年整体形势较好，A 股估值有望持续修复。基于我们当时的判断 2020 年整体基调应当是偏积极，虽然 2020 年出现疫情影响，使 A 股市场节凑被打乱，但随着国内疫情的消退以及复工复产的持续推进，市场行情逐步好转。从当前的形势判断，下半年市场风险偏好仍有提升空间、且流动性仍将维持宽松状态，企业盈利与基本面成正相关性，但随着 Q1 A 股净利润双位数下挫后，后续大概率将随着基本面逐步恢复，企业盈利改善预期增强。不过我们认为虽然下半年市场整体仍将偏积极，但因 Q3 扰动因素仍然较多，伴随着一定的不确定性，在 Q3 之后扰动因素渐弱，风险偏好有望进一步提高，市场有望更积极。

风险提示：

海外疫情加速蔓延并在部分地区“二次爆发”、中美分歧快速升级、国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期、长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

目录

一、上半年经济回顾 7

（一）国内复工复产加速推进，需求端复苏明显弱于供给 7

（二）海外新冠疫情大蔓延，经济衰退已定 11

（三）逆全球化和贸易保护主义抬头，中美经贸摩擦仍是长期主题 12

二、下半年经济展望 14

（一） 欧美经济重启，外需压力有望边际缓解 14

（二） 年内不设经济增速目标，六稳六保守底线 15

（三） 财政政策更加积极有为，增加“公共消费”，布局“两新一重” 16

（四） 货币政策宽松不转向，重心移至宽信用 18

三、2020 上半年市场回顾：疫情主导，先抑后扬 23

（一）上半年疫情发展轨迹及市场整体回顾 23

（二）上半年行业表现回顾，医药生物领跑 27

（三）外资流入上升，交易活跃度明显提高 29

四、2020 年下半年投资策略 33

（一）下半年风险偏好——两个利好一个不确定性 33

1、逆周期调节+政策发力助力经济下半年走出困境 33

2、中美分歧呈现高频次、低强度态势 34

3、资本市场改革释放红利促 A 股长期健康发展 35

（二）流动性整体宽松，降准和降息依然可期 35

（三）企业盈利：Q1 探底后或逐季回升 37

1、2020 年第一季度全 A 净利润双位数下滑.....37

2、三项费用上升，企业经营压力加大.....38

3、ROE 再次下滑.....39

4、行业比较.....41

（四）主要策略：整体形势向好.....43

（五）行业建议.....44

五、风险提示.....48

图表目录

图表 1 工业生产情况（%）.....7
图表 2 发电耗煤量和高炉开工率情况（万吨，%）.....7
图表 3 社零总额和人均可支配收入增速（%）.....8
图表 4 社会消费品零售总额同比增速（%）.....8
图表 5 社零总额同比增速：生活用品类（%）.....8
图表 6 社零售总额同比增速：通讯、地产、汽车（%）.....8
图表 7 2020 年以来各周基建项目申报金额.....9
图表 8 城投债净融资额（亿元）.....9
图表 9 房地产开发投资增速（%）.....9
图表 10 商品房销售情况（%）.....9
图表 11 房地产信用利差中位数（bp）.....10
图表 12 制造业固定资产投资完成额增速（%）.....10
图表 13 固定资产投资：分行业（%）.....10
图表 14 进出口金额增速（%）.....11
图表 15 国际大宗商品价格（）.....11
图表 16 海外疫情趋势（例）.....11
图表 17 亚洲主要国家新增病例走势（例）.....11
图表 18 欧洲主要国家新增病例走势（例）.....12
图表 19 《世界经济展望》最新增长预测.....12
图表 20 全球商品贸易占 GDP 比重（%）.....13
图表 21 美国经济数据（%）.....15
图表 22 欧洲主要国家 PMI（%）.....15
图表 23 近三年政府工作报告目标对比.....15
图表 24 新增就业人数与就业弹性（万人、%）.....16
图表 25 财政支出构成.....17
图表 26 挖掘机、水泥、螺纹钢行情走势（%、点、元/吨（右轴））.....18
图表 27 CPI（%）.....19
图表 28 CPI 翘尾因素分布.....19
图表 29 能繁母猪和生猪存栏量同比增速（%）.....19
图表 30 工业品价格指数（点（右轴），美元/桶）.....19
图表 31 货币供应量增速（%）.....20
图表 32 新增社融和存量社融（%）.....20
图表 33 社融分项同比增减情况（%）.....20
图表 34 利率点阵图.....21
图表 35 美联储资产负债表情况（十亿美元）.....21
图表 36 流动性工具和信贷工具规模（十亿美元）.....21
图表 37 货币市场利率走势（%）.....22
图表 38 同业存单到期收益率（%）.....22
图表 39 美元走势.....22
图表 40 CFETS 人民币汇率指数.....22
图表 41 新冠疫情大事件梳理.....23
图表 42 上半年（1.1-6.19）三大指数涨跌幅（2018 年 1 月 1 日=1）.....26
图表 43 上半年（1.1-6.19）全球主要指数涨跌幅统计（%）.....27
图表 44 上半年申万一级行业月度涨跌幅统计（%）.....28
图表 45 上半年（1.1-6.19）申万一级行业涨跌幅（%）.....28

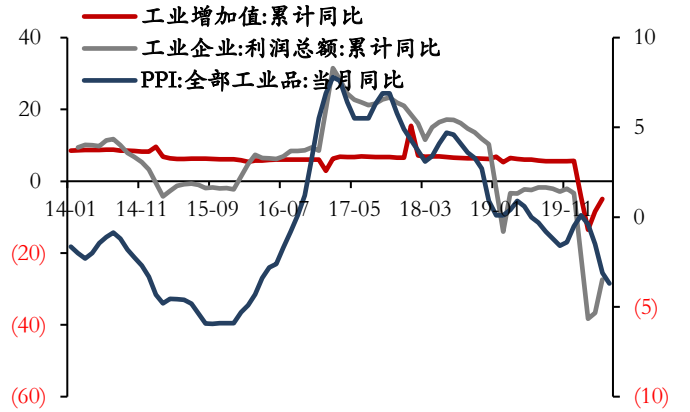
图表 46 沪深股通周净成交额（亿）.....29
图表 47 沪深港通周净成交额（亿）.....29
图表 48 融资与融券余额（亿）.....30
图表 49 融资融券余额与交易金额（亿）.....30
图表 50 沪深两市日成交量（亿）.....30
图表 51 沪深两市日成交量（亿股）.....30
图表 52 上证综指 PE-TTM（倍）.....31
图表 53 上证综指 PB（LF）（倍）.....31
图表 54 深成指 PE-TTM（倍）.....31
图表 55 深成指 PB（LF）（倍）.....31
图表 56 创业板 PE-TTM（倍）.....32
图表 57 创业板 PB（LF）（倍）.....32
图表 58 申万一级行业估值对比及上半年涨跌幅（倍）（%）.....32
图表 59 A 股基本面数据、政策梳理.....33
图表 60 各国央行上半年货币政策梳理.....36
图表 61 实际利率，利率传导机制不畅（%）.....36
图表 62 SHIBOR 隔夜、一周走势（%）.....36
图表 63 中美两国十年期国债收益率（%）.....37
图表 64 营业总收入（同比增长率）（%）.....38
图表 65 销售毛利率（整体法）（%））.....38
图表 66 全部 A 股归母净利润累计同比（%）.....38
图表 67 工业企业利润累计同比与归母净利润累计同比走势趋同（%）.....38
图表 68 A 股三费及三费占营收比重（%）.....39
图表 69 A 股毛利率、营收和归母净利润的变化（%）.....39
图表 70 A 股 ROE 变化趋势（TTM，%）.....39
图表 71 全 A（非金融）ROE 三因子（%）.....39
图表 72 销售净利率（TTM）变化趋势（%）.....40
图表 73 资产周转率变（TTM）化趋势（*100，次）.....40
图表 74 资产负债率（TTM）化趋势（%）.....41
图表 75 大金融 ROE 走势（%）（整体法）.....42
图表 76 大消费代表行业 ROE 走势（%）（整体法）.....42
图表 77 TMT 行业 ROE 走势（%）（整体法）.....43
图表 78 其他科技行业 ROE 走势（%）（整体法）.....43

一、上半年经济回顾

（一）国内复工复产加速推进，需求端复苏明显弱于供给

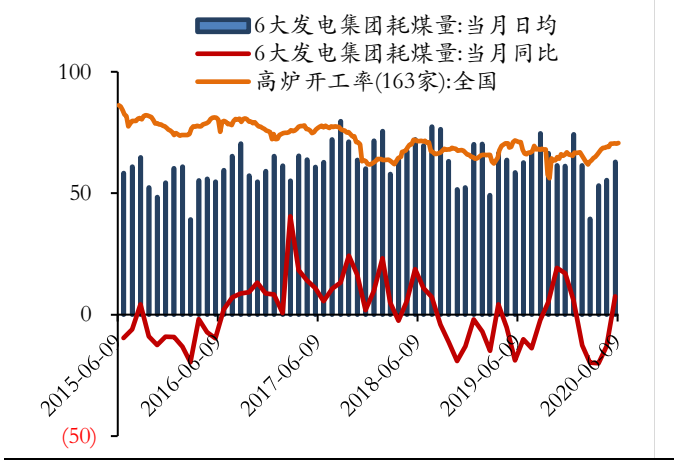
在疫情的冲击下，一季度 GDP 同比下滑 6.8%，创有记录以来的低位。随着国内疫情防控效果持续向好，复工复产已有明显加速趋势，工业生产主要指标呈现积极变化。据国新办消息，截至 5 月 18 日，全国规模以上工业企业平均开工率和职工复岗率分别达到 99.1%和 95.4%。1-5 月规模以上工业增加值累计下滑 2.8%，降幅快速收窄，其中 5 月单月工业增加值同比增长 4.4%。高频数据显示，截至 5 月 31 日 6 大发电集团日均发电耗煤数据同比增长 7.55%，全国高炉开工率恢复至正常水平。

图表 1　工业生产情况（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2　发电耗煤量和高炉开工率情况（万吨，%）



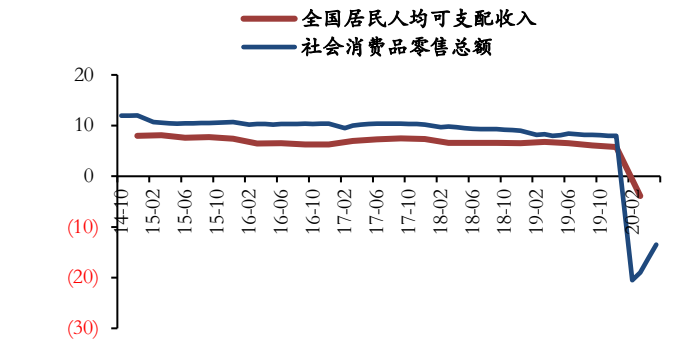
资料来源：Wind，万和证券研究所

传说中的“报复性消费”远不及预期，居民储蓄意愿高，消费或将温和回补。1-5 月社会消费品零售总额下滑 13.5%，其中商品零售下滑 10.6%，餐饮收入下滑 36.5%，除食品类、药品类等必选消费保持韧性外，地产系、汽车系消费均大幅下滑，但幅度快速收窄。网上商品零售额累计增长 11.5%，增速远低于去年，主要受衣着类商品零售额负增长拖累，食品网购增速较快，累计增长 37%.

整体来看，消费复苏显弱势，一方面疫情尚未完全消失，人们对于外出就餐仍然有所顾虑，两三个月的居家隔离时间对居民消费习惯也产生了影响，对于非必需品的需求显著下降。另一方面，对收入不确定性的预期增强了居民的储蓄倾向。今年 1-4 月居民存款累计增长 5.7 万亿，同期企业存款仅增长 3 万亿，但存款高增未必能带来报复性消费。我国城镇居民人均可支配收入

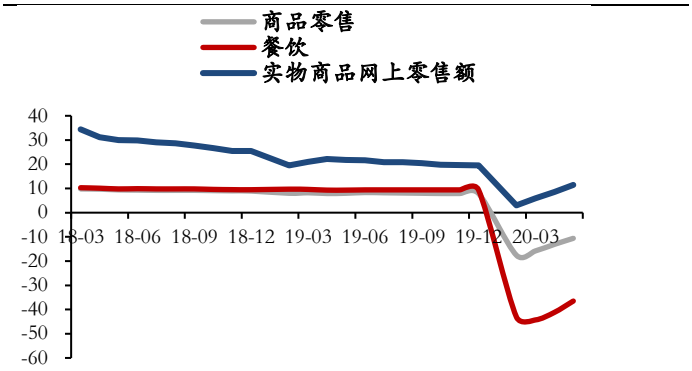
与社会零售品销售总额二者增速基本一致，近期的疫情冲击使得一季度人均可支配收入负增长，而由于对未来收入不确定的预期，加大了预防性储蓄的需求，再加上通胀的影响，投资需求也相应升高。此外，我国居民消费量入为出，超前消费意识不强，因此通过短期消费贷扩大消费的比例较低。所以在收入预期不确定且消费贷不普遍的情况下，消费回升可能滞后于收入的回升。

图表 3 社零总额和人均可支配收入增速（%）



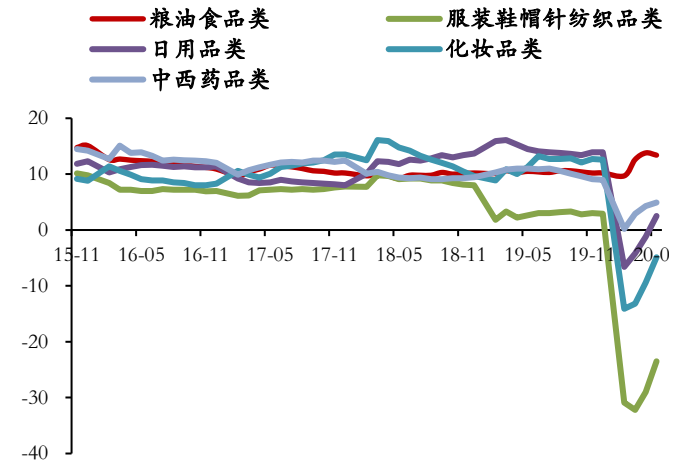
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 社会消费品零售总额同比增速（%）



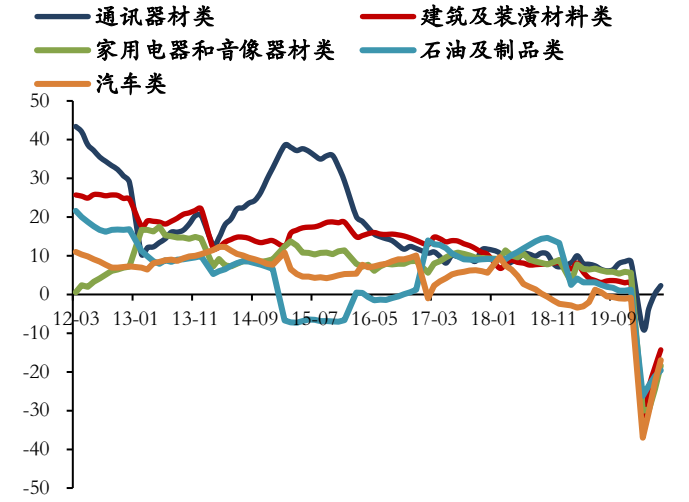
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 社零总额同比增速：生活用品类（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

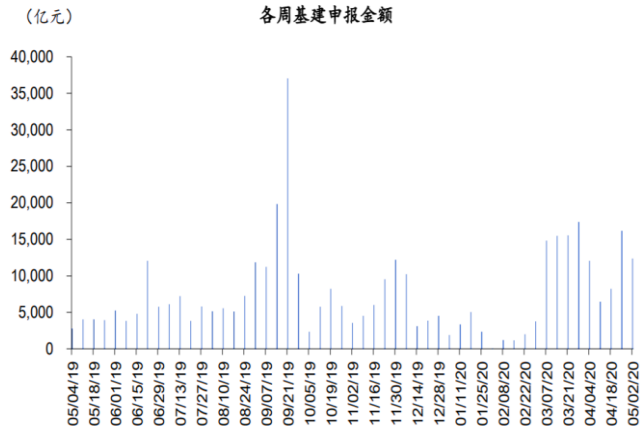
图表 6 社零售总额同比增速：通讯、地产、汽车（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

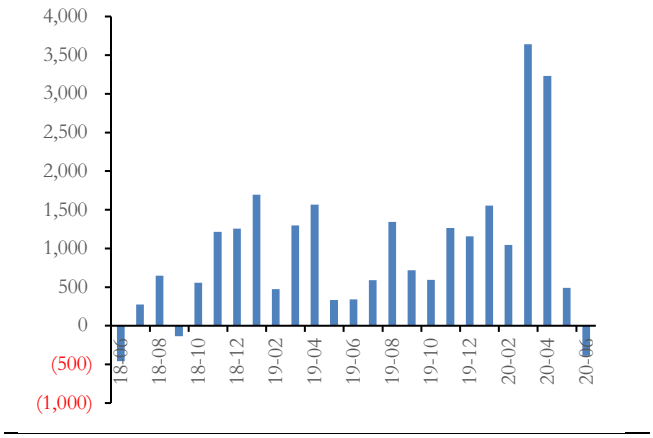
基建投资持续反弹，项目申报数和资金来源快速增长。从 2020 年 9 月开始基建项目申报金额明显增加，今年 1-4 月申报金额同比增长 140%。资金端增长也明显加快。1-5 月新增地方政府专项债 2.15 万亿，同比增长 150%，且其中 80%以上投向基建领域，比例较上年大幅提高。1-6 月城投债累计净融资 9570 亿，相当于 2020 年全年净融资的 84%。预计今年基建投资增速或接近 10%。

图表 7　2020 年以来各周基建项目申报金额



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，万和证券研究所

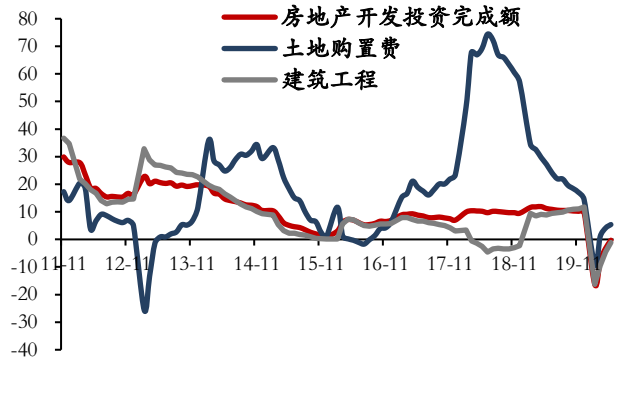
图表 8　城投债净融资额（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

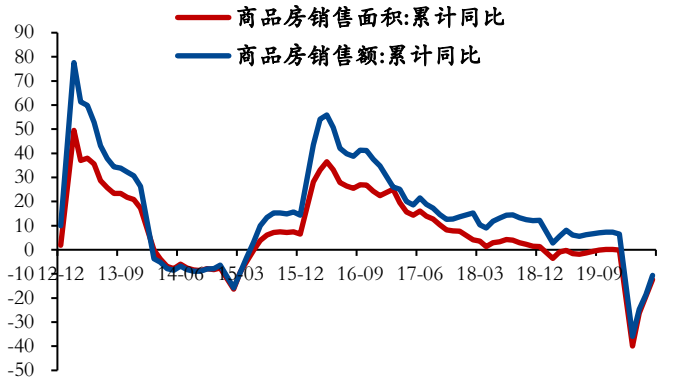
地产投资表现亮眼，销售恢复，融资成本降息。1-5 月房地产开发投资完成额累计下滑 0.3%，降幅较一季度明显收窄，其中土地购置费累计增速已转正至 5.4%。销售端积极改善，融资压力明显缓解。1-5 月销售面积和销售额累计跌幅较 1 季度均明显好转，房地产信用债成本快速下行，同时，随着海外流动性宽松，外债成本也有所降低，预计房地产开发投资或继续稳步复苏。

图表 9　房地产开发投资增速（%）



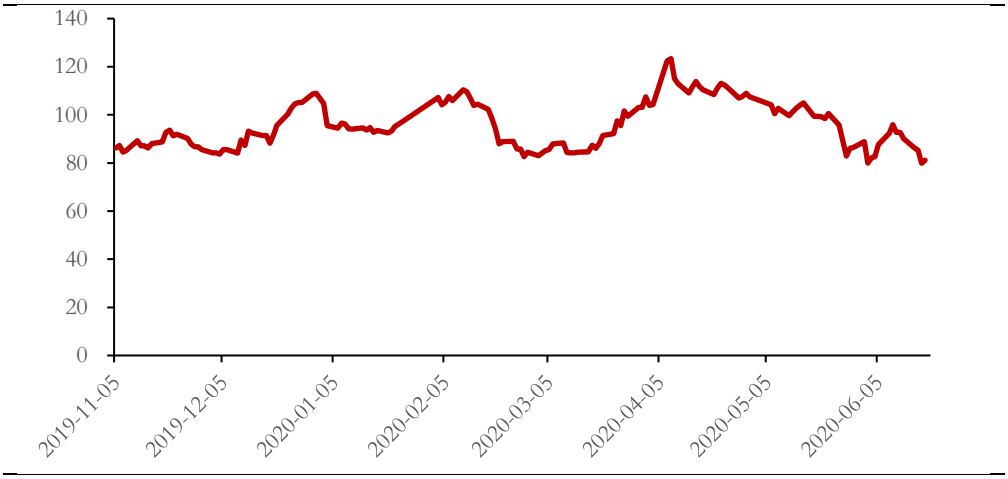
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10　商品房销售情况（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

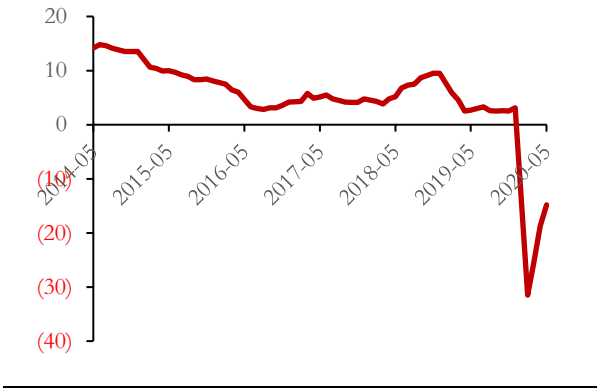
图表 11 房地产信用利差中位数（bp）



资料来源：Wind，万和证券研究所

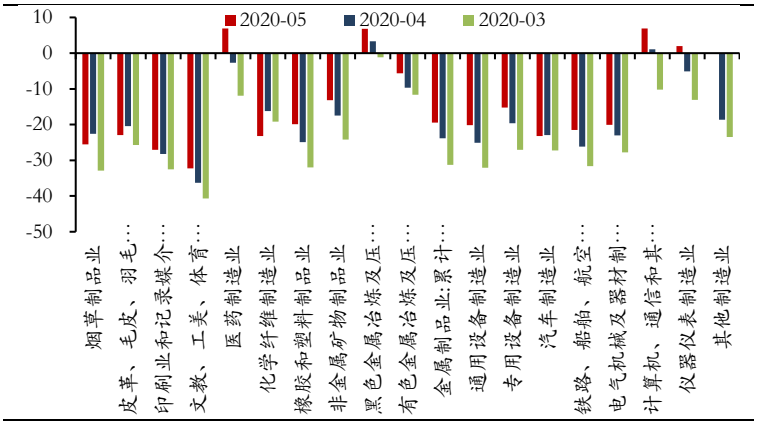
制造业投资复苏缓慢。受外海需求拖累，总需求复苏较弱，1-5 月固定资产投资完成额累计下滑 6.3%，民间固定资产投资完成额下滑 9.6%。分行业看，受益于国家政策导向的行业和关乎民生的重要领域，如传统基建稳增长带动建筑产业投资需求、新基建题材带动计算机通信等电子设备制造业、电气机械器材行业投资，以及疫情国产替代催生下的医药行业等，年内投资增速的反弹力度或较大。

图表 12 制造业固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

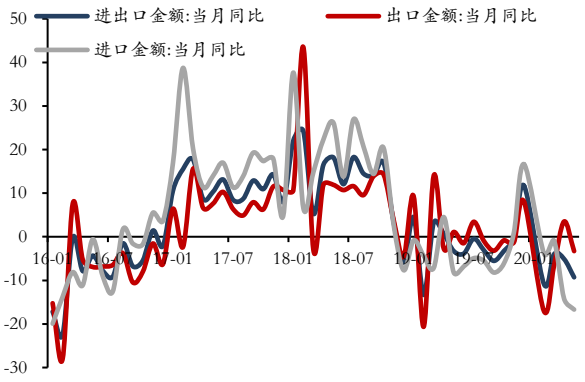
图表 13 固定资产投资：分行业（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

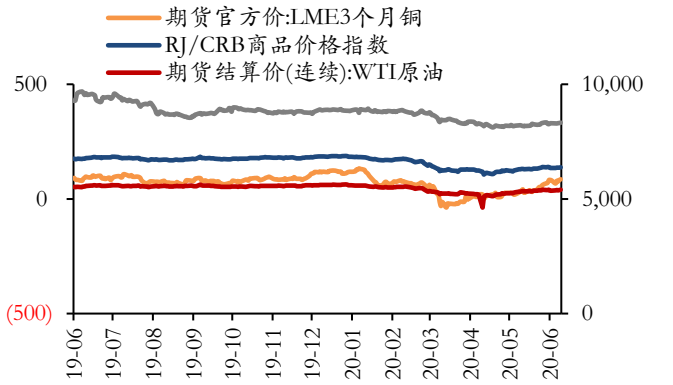
进出口或将持续承压。5 月我国出口金额 2068 亿美元，同比下滑 3.3%，低于 4 月增速 6.8 个百分点，防疫物资和电子产品仍是出口主要的支撑。根据 6 月 7 日国新办发布的《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书和海关总署数据，我国 5 月防疫物资出口暴增，其中新冠检测试剂盒、红外测温仪、口罩、防护服、护目镜等均大幅超过 3-4 月出口总数。5 月我国进口 1439 亿美元，同比下滑 16.7%，跌幅较 4 月扩大，主要由于海外需求疲软，各国普遍采取了较为严格的管控措施，供给同样受限，同时国际大宗商品价格低迷，三大因素导致我国出口或面临价量双杀。

图表 14 进出口金额增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 国际大宗商品价格（）

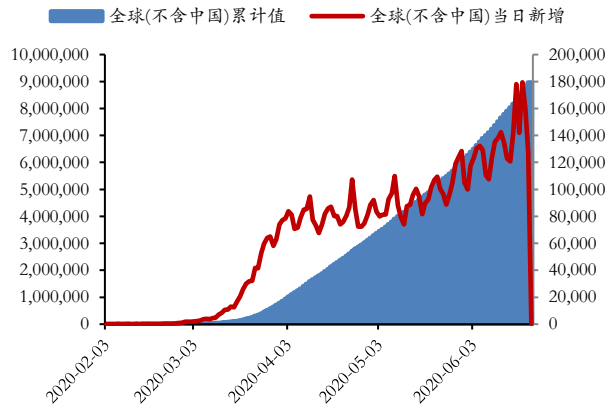


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）海外新冠疫情大蔓延，经济衰退已定

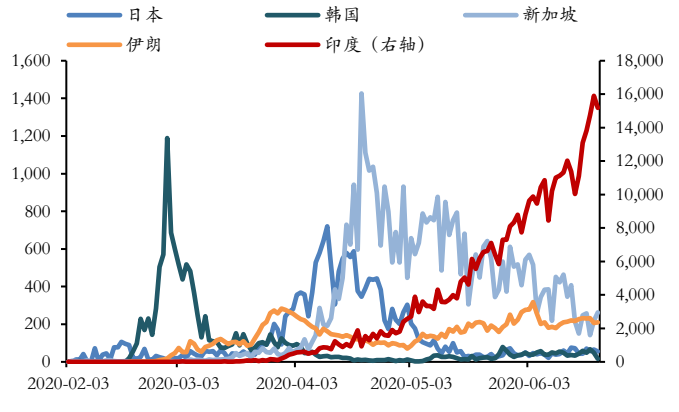
疫情“新震中”向发展中国家转移。国内疫情得到控制的同时，海外疫情迅速蔓延。据约翰霍普金斯大学数据显示，截至 6 月 21 日全球新冠肺炎累计确诊病例将近 900 万例，累计死亡超 46 万例。新冠疫情在不同国家和地区的情况出现分化，东亚地区疫情爆发较早的韩国、日本等已趋于平稳，西亚地区伊朗、印度等国家疫情仍在加速传播。欧洲地区以西班牙、英国、意大利为代表，疫情初期表现最为严重，目前也有所趋缓而开始解封。美国疫情爆发相对较晚，但是有后来居上趋势，南美国家尤其是巴西和秘鲁，病毒仍在加速传播。

图表 16 海外疫情趋势（例）



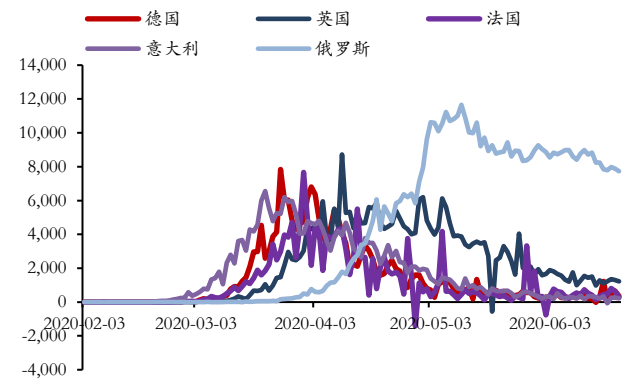
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 亚洲主要国家新增病例走势（例）



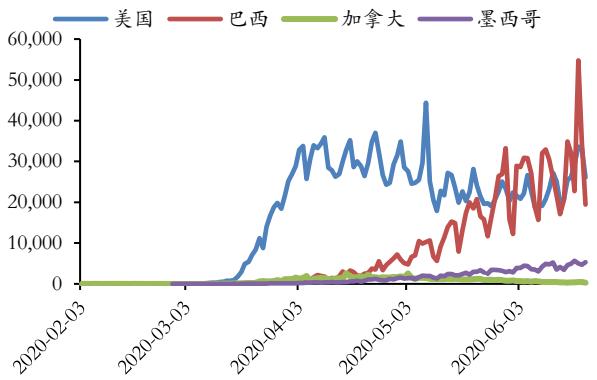
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 欧洲主要国家新增病例走势（例）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 美洲主要国家新增病例走势（例）



资料来源：Wind，万和证券研究所

2020 年全球衰退已成定局。疫情大流行对全球宏观经济造成了巨大冲击，疫情已经覆盖全球价值链的大部分重要节点，生产停滞、产业链中断，消费和投资萎缩。IMF 在 6 月发布的《世界经济展望报告》指出全球经济 2020 年预计将急剧萎缩 4.9%,比 4 月的预测值进一步下滑 1.9 个百分点。许多国家面临多层次的危机，包括卫生冲击、国内经济动荡、外部需求急剧下降、资本流动逆转以及大宗商品价格暴跌。发达经济体 GDP 预计下滑 8%，欧元区主要国家经济缩水超过 10%，新兴市场经济体或将集体遭遇失速。

图表 19 《世界经济展望》最新增长预测

实际 GDP	2019	2020（6 月预测）	实际 GDP	2019	2020（6 月预测）
发达经济体	1.7	-8.0	新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.0
美国	2.3	-8.0	中国	6.1	1.0
欧元区	1.3	--10.2	印度	4.2	-4.5
德国	0.6	-7.8	东盟五国	4.9	-2.0
法国	1.5	-12.5	俄罗斯	1.3	-6.6
意大利	0.3	-12.8	巴西	1.1	-9.1
西班牙	2.0	-12.8	墨西哥	-0.3	-10.5
日本	0.7	-5.8	沙特	0.3	-6.8
英国	1.4	-10.2	南非	0.2	-8.0
加拿大	1.7	-8.4			

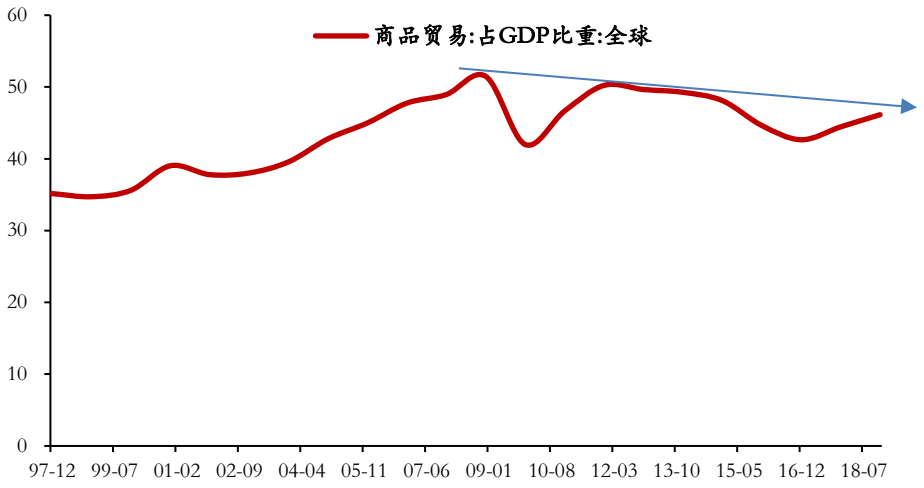
资料来源：IMF，万和证券研究所

（三）逆全球化和贸易保护主义抬头，中美经贸摩擦仍是长期主题

2008 年金融危机以来全球贸易开放程度开始出现下滑。近期关于“逆全球化”的讨论明显增多，经济全球化程度可以用全球商品贸易总额占 GDP 的比重来衡量，可以看出全球贸易开放程度在 2008 年后达到峰值之后呈现波动下滑趋势。其原因是多方面的，首先欧美、日本等发达经济体开始反思制

造业空心化的风险，进而实行促进制造业回流的各项计划，中国也在推进广泛的国产替代，使全球化生产向区域化生产集中。另一方面，全球化过程中，资本与劳动力获利不同，发达经济体和新兴经济体增速差距，发达国家人口、债务等问题的结构性矛盾开始显露，贸易保护主义开始盛行。

图表 20　全球商品贸易占 GDP 比重（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

多边经贸协商机制弱化，地区经贸机制加强。首先，美国于 2017 年 1 月退出跨太平洋伙伴关系协定，并且由于美国的反对，2020 年 12 月以来 WTO 争端解决机制基本陷于瘫痪，多边贸易体制遭受沉重打击。而另一方面是地区性经贸协定的不断推出，亚太方面，启动 TPP 谈判的 11 个亚太国家于 2017 年 11 月共同发布了一份联合声明，宣布“已经就新的协议达成了基础性的重要共识”，并决定改名为“全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”（CPTPP），而日本则在 2020 年 10 月与美国签署了新日美贸易协定。同时，由东盟十国发起，邀请中、日、韩、澳大利亚、新西兰等国共同参加的区域全面经济伙伴关系（RECP）已经市场准入谈判并启动法律文本的审核工作，有望于 2020 年底正式签署。北美方面，2019 年 12 月，美国、加拿大、和墨西哥达成美墨加三国协议以替代原来的北美自由贸易协议。

贸易摩擦和新冠疫情使全球贸易价值链受挫。2019 年下半年开始，美国不断升级关税政策，美国的平均关税从 2017 年的不到 2%上升到贸易摩擦巅峰期的 14%。中美签署第一阶段经贸协议以来，美国对中国的打压也并未停止。5 月 15 日，美国针对中国的华为公司出台出口管制新规，限制使用美国芯片制造设备的外国公司再向华为或海思等关联公司供应部分芯片，6 月 5 日美国将 24 个中国机构列入出口管制“实体清单”。同时，此次新冠疫情让全球化大生产的弊端暴露无遗，位于全球价值链中心节点的国家一旦停摆，就会对全球供应量造成严重打击。我国由于俱备庞大的需求市场和

完备的产业链，作为全球价值链中心节点的地位不会改变，短期由于疫情出清的优势甚至还可能加强。中长期来看，在风险和收益平衡考量之下，全球产业链或进一步收缩，向区域化集中，中美经贸摩擦仍是长期性问题。

总结：在国内疫情严峻的时期，由于生产活动受限以及整体需求疲软，企业利润空间受到明显侵蚀，中小企业首当其冲。疫情初期的宏观政策以支持供给端为重点，包括减税降费、贴息或低息贷款等，缓解企业流动性压力，随着复工复产的推进，需求不足的压力逐渐显现。而在国内疫情得到控制的同时，海外疫情迅速蔓延，全球陷入深度衰退，此外，贸易保护主义抬头趋势明显，贸易摩擦使得全球贸易价值链进一步受挫。我国作为全球价值链的中心节点，短期由于疫情出清的优势有望得到加强，但从中长期来看，全球产业链向区域化集中，中美经贸摩擦仍是长期性问题。

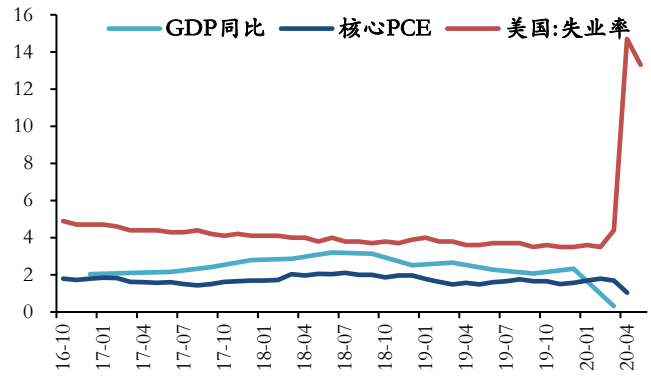
二、下半年经济展望

（一）欧美经济重启，外需压力有望边际缓解

欧美主要国家疫情趋稳，各国逐渐开启复工。目前海外每日新增病例仍在十余万，但欧美主要国家新增病例数据都已出现下降或减缓的态势，疫情药物的研究也好于市场预期，疫情最恐慌的时刻已经过去。目前，奥地利、瑞士、意大利、德国、法国、美国等多个国家陆续解封。美国在 4 月中旬就表示将分三个阶段重启经济，截至 5 月 20 日，美国 50 个州已全面重启。但从新增确诊上看，以加州、德州为代表的部分中西部地区新增确诊仍在上行，疫情出现反复的可能性仍高，对复苏预期或造成干扰。

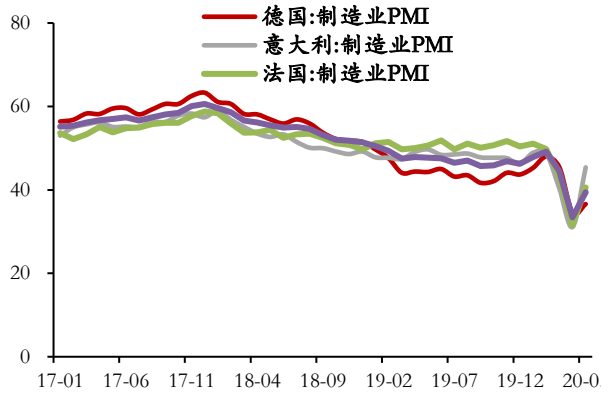
随着经济活动逐渐恢复，5 月欧美经济指数边际回升。5 月，美国制造业 PMI 回升至 43.1%，商业活动 PMI 回升至 41%，失业率下降 1.4 个百分点至 13.3%。欧元区制造业 PMI 回升至 39.4%，欧元区服务业 PMI 回升至 30.5%海外。二季度经济“挖坑”基本已在预料之中，随着发达国家疫情逐渐趋稳，经济解封，我国外需压力有望缓解。

图表 21 美国经济数据（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 22 欧洲主要国家 PMI（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）年内不设经济增速目标，六稳六保守底线

今年 5 月 15 日《政府工作报告》发布，由于全球疫情和经贸形势不确定性很大，报告汇总没有提出全年经济增速具体目标，而是强调要做好“六稳”工作，落实“六保”任务，实施扩大内需战略，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。所以即便不设具体经济增速目标，从稳就业保民生的底线思维出发，也是需要一定的经济增长作为支撑的。

图表 23 近三年政府工作报告目标对比

指标	2020 年	2020 年	2019 年
GDP 增速	无	6-6.5%	6.5%左右
CPI 增速	3.5%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	900 万以上	1100 万以上	1100 万以上
城镇调查失业率	6%左右	5.5%左右	5.5%以内
财政赤字	增加 1 万亿元，另发行 1 万亿特殊国债	2.76 万亿	2.38 万亿
赤字率	3.60%	2.80%	2.60%
地方专项债	3.75 万亿	2.15 万亿	1.35 万亿
M2 增速	明显高于去年	与国内生产总值名义增速相匹配	保持合理增长
社融增速	明显高于去年	与国内生产总值名义增速相匹配	保持合理增长
减税降费	超过 2.5 万亿	近 2 万亿	1.1 万亿
财政政策	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策去向不变
货币政策	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度

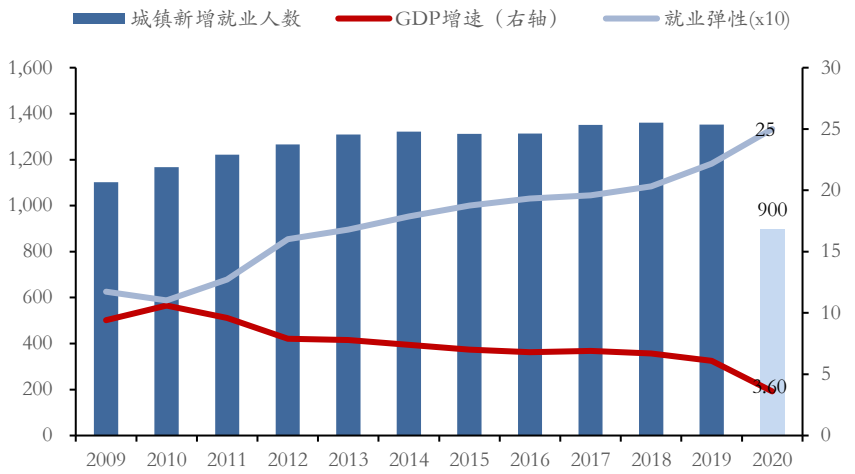
资料来源：国务院、万和证券研究所

基于预算赤字率 3.6%和新增就业 900 万的实际经济增长需达到 3-3.5%。政

府工作报告提到今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元。2020 年财政赤字率 2.8%，赤字规模 2.76 万亿，GDP 为 99 万亿，按照 3.6%的赤字率下限估计，今年名义 GDP104.4 万亿，同比增长 5.4%，即名义 GDP 增长上限 5.4%，考虑 2020 年 CPI 目标为 3.5%，PPI 仍有下行压力，预计 GDP 平减指数略低于 2020 年的 1.59%，预计 2020 年实际 GDP 增速在 3.5%左右。

从就业目标来看，报告要求城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%左右，城镇登记失业率 5.5%左右。而 2020 年实际新增就业人数 1350 万，对应实际 GDP 增速 6.1%，就业弹性约 220 万人。在今年全力保就业的背景下，就业弹性系数或超过 250 万，那么 900 万的新增就业目标就需要 3.6%左右的增速。

图表 24　新增就业人数与就业弹性（万人、%）



资料来源：万和证券研究所

（三）财政政策更加积极有为，增加“公共消费”，布局“两新一重”

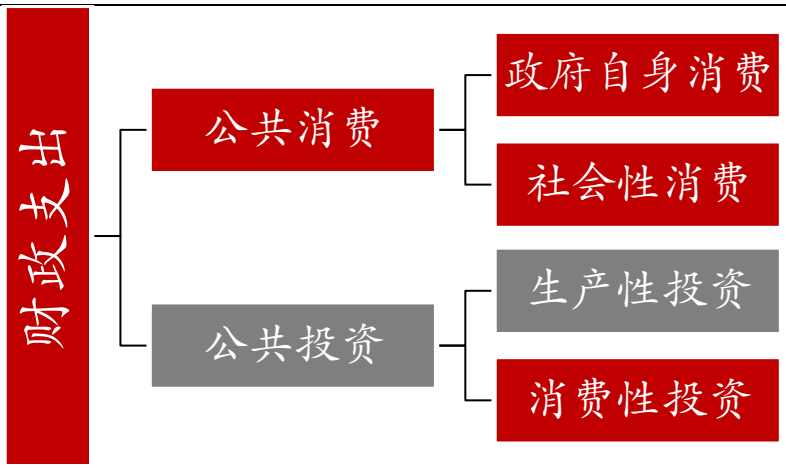
广义赤字增加 3.6 万亿。今年财政赤字率 3.6%，赤字规模比上年多 1 万亿，新增 1 万亿抗疫特别国债；地方政府专项债新增 3.75 万亿，比上年多 1.6 万亿，广义赤字空间共增加了 3.6 万亿，基本符合市场对于财政空间的预期。

推动消费回升侧重“公共消费”。政府工作报告表示实施扩大内需战略，推动消费回升。居民消费有其自身周期规律，在经济预期不确定的背景下，消费修复缓慢。政策方面也没有显著的逆周期政策以打破消费的周期规律，只是强调了生活服务业的恢复和公共消费。3 月 27 日中央政治局会议指出要加快释放国内市场需求，扩大居民消费，合理增加公共消费。4 月 17 日的政治局会议中再次强调“适当增加公共消费”。在消费低迷的背景下，扩大

居民消费的另一面——公共消费是稳经济的重中之重。

狭义的公共消费指的是政府自身消费（行政成本）和政府部门为全社会提供公共服务的社会性消费（国防、科教文卫、社保等），广义公共消费还包含了消费性投资，如给水排污、公园绿地、博物馆、图书馆等建设项目。今年政府工作报告明确，各级政府必须真正过紧日子，中央政府要带头，中央本级支出安排负增长，其中非急需非刚性支出压减 50%以上。对于刚性支出的压缩主要集中在一般公共服务领域，2020 年中央预算安排中，中央本级“三公”经费财政拨款预算 55.17 亿元，比 2020 年预算减少 25.9 亿元，下降 31.9%。后续广义公共消费核心发力点或集中在公共医疗卫生、科技信息化和城乡公用基础设施的改善等领域。

图表 25　财政支出构成



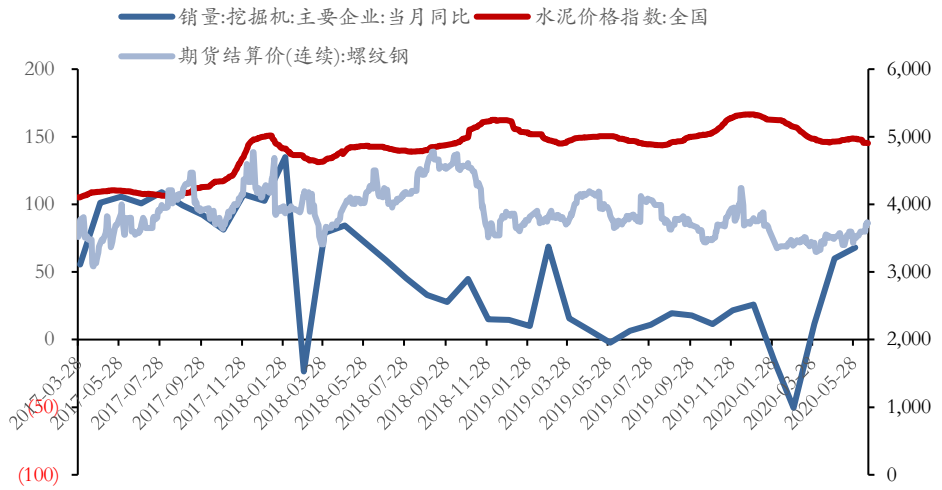
资料来源：万和证券研究所

扩大有效投资布局“两新一重”。在“扩投资”方面，财政重点支持“两新一重”建设，即加强新型基础设施建设、新型城镇化建设和交通、水利等重大工程建设。简单来说，“新基建+旧改+传统基建”是政策在投资领域的主要导向。

旧改或将承接房地产产业链需求，后续值得关注。房地产是经济的三大终端需求之一，对消费和制造业有极强的带动作用。目前，中央定调“房住不炒”和“不把房地产作为短期刺激的手段”的基本框架，在棚改退潮后，“旧改”或将作为承接房地产相关产业链需求的合意方向。政府工作报告明确表示今年“新开工改造城镇旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。”6 月 3 日，发改委发布了《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，通知明确提出了 4 大领域 17 项建设任务。预计下半年将会进入全面补短板时期，旧改在地方各省市才刚刚拉开帷幕，后续影响值得关注。

“传统基建+新基建”兼顾稳增长和调结构，有望持续加码。在经济下行背景下，财政扩张、基建加码是相对自然合理的拉动固定资产投资的方式，政策端对基建领域也给予了相对明确的定性。4 月 17 日政治局会议指出“加强传统基础设施和新型基础设施投资”。人民日报文章指出“统筹推进传统基建和新基建”。今年以来，基建项目的审批、投资金额、项目融资均明显提速，高频数据显示 5 月挖掘机主要制造企业挖掘机销量同比增长 68%，水泥价格指数有所企稳，螺纹钢价格 2 月以来持续回升。

图表 26　挖掘机、水泥、螺纹钢行情走势（%、点、元/吨（右轴））



资料来源：万和证券研究所

（四）货币政策宽松不转向，重心移至宽信用

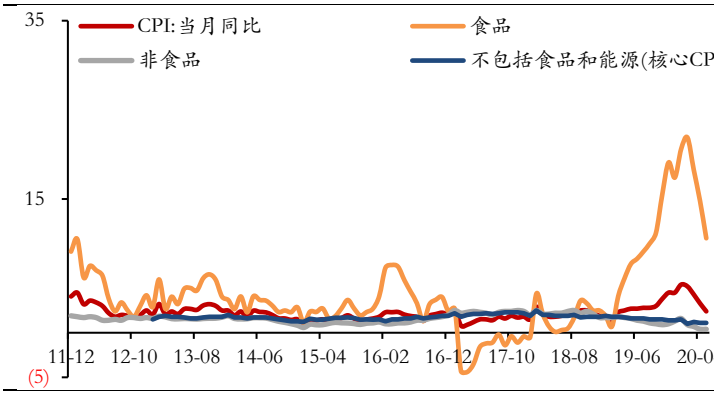
1. 物价方面，通胀超预期回落，CPI 延续快速下行，PPI 继续探底

5 月 CPI 环比下降 0.8%，同比上涨 2.4%，主要受食品分项增速下行影响,猪肉、蔬菜、水果等食品价格均环比下跌。从能繁母猪和生猪存栏量同比来看，伴随猪肉生产恢复，猪肉价格已经进入下降通道，预计将成为拉动 CPI 环比下行的主要因素，叠加高基数影响，同比增速也将持续下行。非食品方面，仅衣着出现环比上涨，居住、交通通信等价格仍在下滑，但环比降幅收窄。国际油价上涨并未带动汽油和柴油价格明显上涨，同时，由于高失业率和收入预期的不确定性，需求端的修复进度面临制约，非食品项预计也将弱于往年。综合来看，预计后续 CPI 同比将延续下行趋势，四季度可能落入负值区间。

5 月 PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%。4 月下旬以来，由于地缘政治矛盾缓解，发达经济体疫情好转，解封国家和地区逐步复工，前期下跌的油价已经回到上升通道并预计将持续攀升，但回到疫情爆发前的水平预计难度较

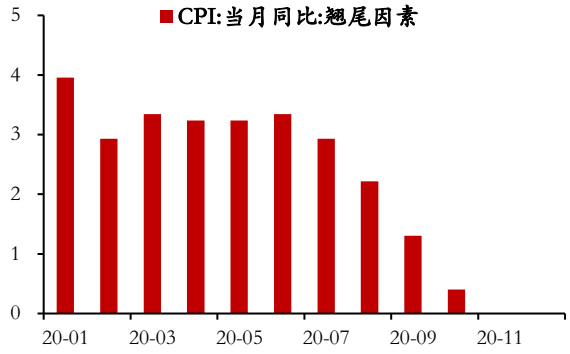
大。

图表 27 CPI（%）



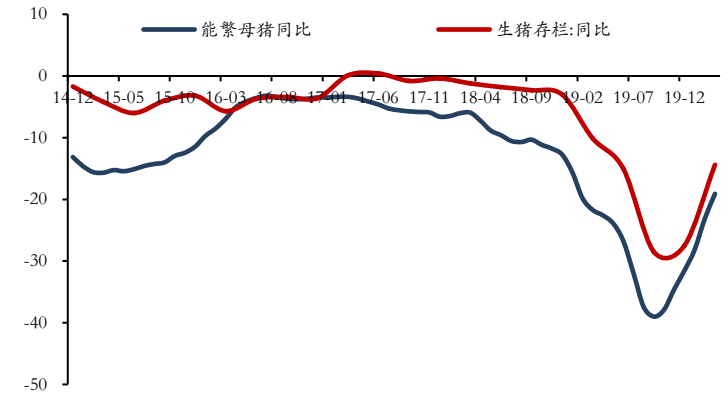
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28 CPI 翘尾因素分布



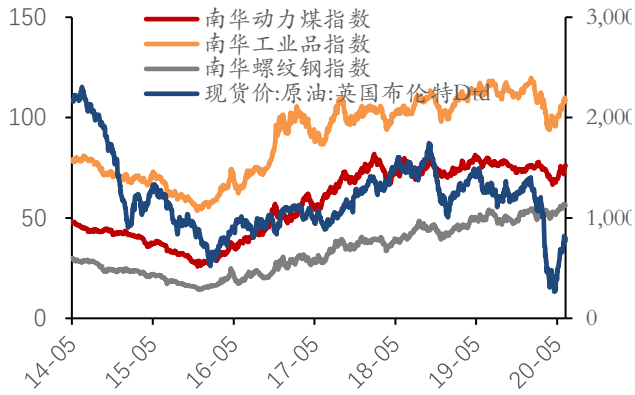
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 29 能繁母猪和生猪存栏量同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 30 工业品价格指数（点（右轴），美元/桶）



资料来源：Wind，万和证券研究所

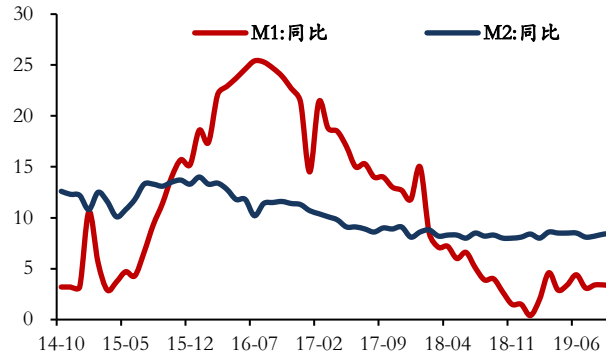
2. 金融数据方面

M1 增速连续回升，M2 保持高增。3 月以来 M1 同比加速回升，5 月增速回升 1.3 个百分点至 6.8%；M2 同比持平前值的 11.1%。M1 回升较快可能与 5 月房地产销售显著改善有关。

贷款、企业债券和政府专项债拉动社融高增。1-5 月新增社会融资规模达 17.4 万亿，同比多增 5.4 万亿。5 月末，存量社融规模 268 万亿，同比增长 12.5%，增量主要来自人民币贷款、企业债券和政府专项债融资。1-5 月新增人民币贷款 10.4 万亿，同比多增 2 万亿，主要是 3 月以来金融机构为了支持复工复产，放贷意愿较强。分部门看，3-5 月居民户贷款同比多增 2800 亿，其中短期贷款多增 2500 亿，中长期多增 300 亿，体现了消费和购房需求回暖。企业贷款同比多增 1.9 万亿，其中中长期贷款显著修复，主要是由于基建项目开工拉动融资需求。企业债券连续 4 个月同比多增，与债券市场利率走低、债券-存款利率倒挂引发套利、央行加大债券融资支持力度等有关。预

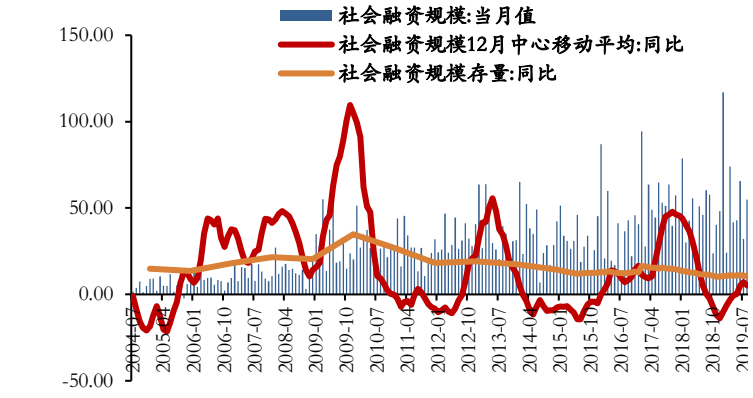
计后续套利行为将受到更严格的监管，但小微民营企业债券融资仍将发挥重要作用。政府债券新增 3 万亿，同比多增 1.28 万亿元。两会提出专项债规模提至 3.75 万亿，截至 5 月底已完成全年新增额度的 57%，如果按照去年 9 月底前发完的节奏，预计 6-9 月均新增接近 4000 亿元，叠加 1 万亿抗疫特别国债的发行，预计后续政府债券融资将继续对社融形成支撑。1-5 月新增委托贷款同比多增 2280 亿、新增信托贷款同比少增 1360 亿、新增承兑汇票同比多增 750 亿，非标融资整体好于去年同期。

图表 31　货币供应量增速（%）



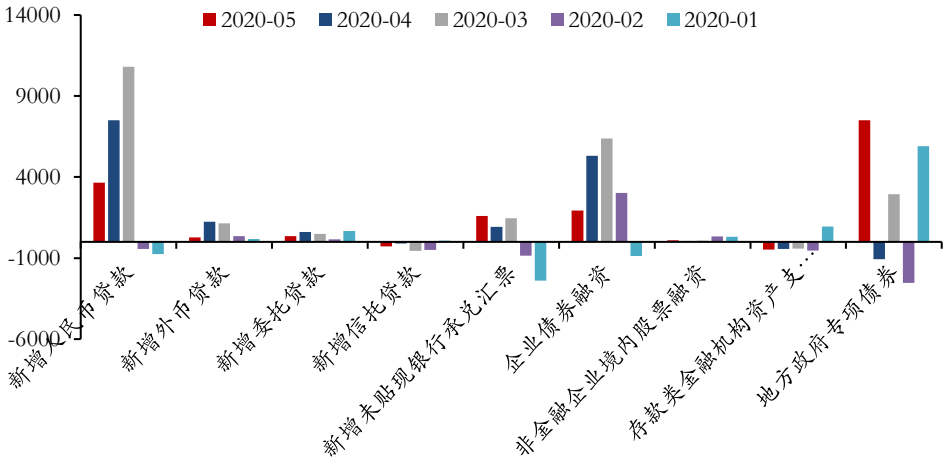
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 32　新增社融和存量社融（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 33　社融分项同比增减情况（%）



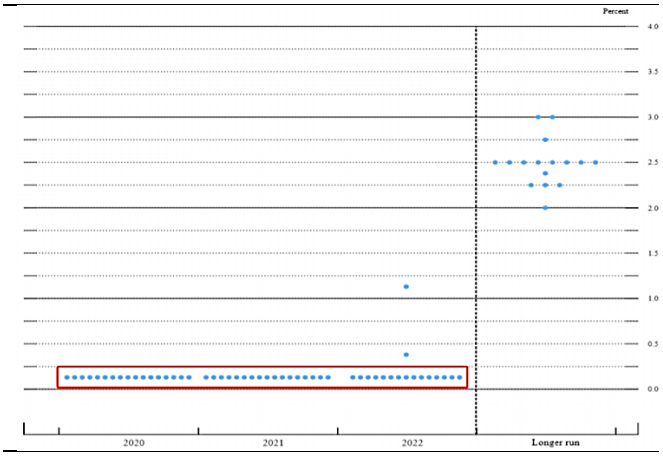
资料来源：Wind，万和证券研究所

3. 海外方面，美联储延续扩表，欧洲加大宽松

美联储扩表速度明显放缓，整体仍将维持宽松。美联储 6 月议息会议决议维持利率在 0%-0.25%不变，对量化宽松的表述修改为“未来几个月将至少以现在的规模购买国债和 MBS”。鲍威尔在新闻发布会上表示没有考虑加息，并且根据会议公布的点阵图显示，预计到 2022 年底都不会加息，当前零利率水平或将长期持续。3 月以来，美联储累计扩表 3 万亿美元，但近期资产购买的规模已经大幅下调，其中，国债和 MBS 由最初的每天分别购买 750

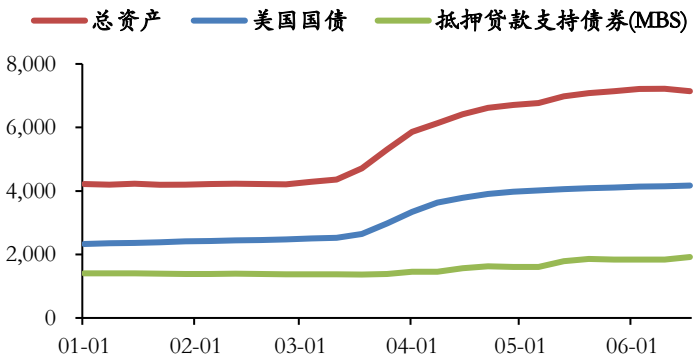
亿和 500 亿降至每天 40 亿和 45 亿。金融市场流动性工具诸如正回购、PDCF、MMLF 等规模已越过峰值。但实施较晚的企业信贷工具如 CPFF、SMCCF、薪资保障计划等规模迅速扩大。随着美联储放慢购债，叠加经济复苏和通胀预期回升，美债收益率出现反弹，但考虑到美国经济处于复苏前期，预计美联储将采取进一步措施压低美债收益率。

图表 34　利率点阵图



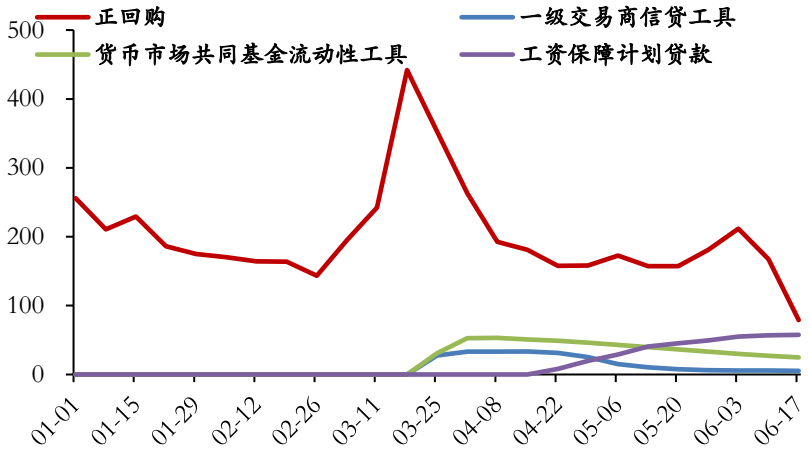
资料来源：FED，万和证券研究所

图表 35　美联储资产负债表情况（十亿美元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 36　流动性工具和信贷工具规模（十亿美元）



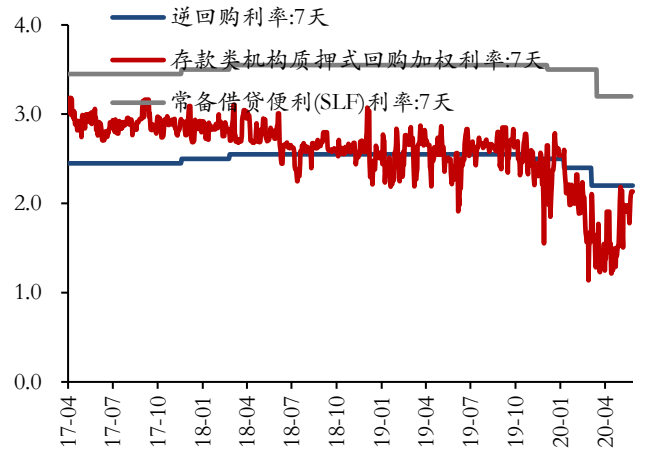
资料来源：Wind，万和证券研究所

欧洲、日本央行加大货币宽松。受新冠疫情持续影响，欧元区通胀率持续走低。在此背景下，欧洲中央银行 6 月 4 日决定进一步扩大量化宽松，将 3 月宣布的紧急资产购买计划规模由 7500 亿欧元扩大至 1.35 万亿欧元，并将购债时限由今年年底延长到至少明年 6 月，力求保障欧元区流动性，支持经济复苏。6 月 16 日，日本央行在议息会中维持基准利率在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0 附近不变，特别贷款计划规模提高至 110 万亿日元，并保持资产购买计划。

4. 央行政策方面，近期宽松节奏有调整，但方向未变

与 3、4 月连续降息降准的快节奏宽松相比，5 月以来货币政策有所放缓，叠加政府债券超量发行影响，市场利率上行。而 6 月 15 日 MLF 缩量续作且未调降利率，特别国债公开发行的时候，央行也并未有配套的行动，引发市场对货币政策转向的担忧。但是基于 4.17 政治局会议和政府工作报告，六保任务总体比较艰巨，我们认为货币政策短期不会转向。6 月 1 日央行推出直达实体经济的货币政策工具，旨在降低资金空转，支持实体，目前 AA 级同业存单与 AAA 级的到期收益率差值已压缩到 20bp 左右，可见央行的政策重心从宽货币逐渐转向宽信用，5 月资金收紧是打击资金套利，压降银行间杠杆的短期行为，往后看，6 月-8 月特别国债和地方债的发行金额可能高达 2.5 万亿，超量利率债券供给可可能是利率面临抬升压力，对民间融资有一定挤出效应，不符合宽信用的政策目标。鉴于通胀缓解、人民币汇率基本稳定等因素，央行后续大概率会降准降息。

图表 37　货币市场利率走势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 38　同业存单到期收益率（%）

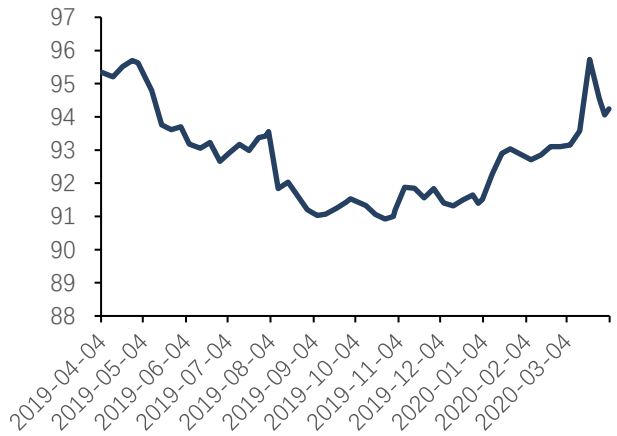


资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 39　美元走势



图表 40　CFETS 人民币汇率指数



资料来源：Wind，万和证券研究所　　资料来源：Wind，万和证券研究所

总结：虽然海外每日新增病例仍在十余万，但欧美主要国家新增病例数据都已出现下降或减缓的态势，疫情最恐慌的时刻已经过去。随着发达国家经济解封，我国外需压力有望缓解，但仍需警惕疫情再度爆发，经济前景不确定性非常高，也是由于经济高度的不确定性，今年《政府工作报告》没有提出全年经济增速具体目标，重在稳就业和保民生，我们基于赤字率和新增就业预计经济增长目标在 3-3.5%，从目前经济数据来看，实现 3%的经济增长整体较为困难，尤其是消费相对于投资更加困难，需要政策在下半年做出更多的指引和帮助。财政政策方面重点支持“公共消费”和“两新一重”建设，。货币政策短期不会转向，但重点已然转向“宽信用”，5 月资金收紧主要是打击资金套利，往后看，超量利率债券供给可能使利率面临抬升压力，对私人信用有一定挤出效应，不符合宽信用的政策目标。鉴于通胀缓解、海外宽松、人民币汇率基本稳定等因素，央行后续大概率会降准降息

三、2020 上半年市场回顾：疫情主导，先抑后扬

（一）上半年疫情发展轨迹及市场整体回顾

新冠疫情极大地改变了 2020 年全球经济和社会活动的轨迹，也深刻地影响了国内外的资本市场。2020 年上半年出现了影响全球的“黑天鹅”事件，新冠疫情打乱了中国和全球经济运行的节奏，使全球经济和社会活动进入了暂时“休克”状态。总体来看，疫情演绎到当前时刻，总体分为三个阶段。

图表 41　新冠疫情大事件梳理

时间	事件	影响
2019 年 12 月 30 日	武汉市卫健委发布紧急通知，部分医疗机构陆续出现不明病因肺炎病人	**第一阶段：**疫情最先在武汉出现并开始国内蔓延，1 月 23 日武汉封城标志着我国全面进入疫情防控期。我国针对疫情特征，主要以隔离和社交距离作为疫情防控的重点抓手，至 3 月 10 日习近平主席抵达武汉视察疫情防控工作，并宣布 4 月 8 日零时起武汉解除封锁，我国疫情在 3 月-4 月之间初步得到遏制。 **影响：**2020 年 Q1 我国 GDP 增长创纪录的为-6.8%，A 股非金融上市公司利润增速达到了-42%。从资本市场来看，2020 年中国市场进入了大幅波动期。虽然 2 月疫情导致许多个股大幅
2020 年 1 月 1 日	武汉华南海鲜市场休市整治	
1 月 20 日	钟南山表示新冠病毒存在人传人	
1 月 23 日	“武汉封城”；广东、浙江、湖南启动重大突发公共卫生事件一级响应	
1 月 25 日	党中央成立应对疫情工作领导小组	
1 月 27 日	春节假期延期至 2 月 2 日，学校推迟开学；李克强赴武汉考察指导疫情防控工作	
2 月 1 日	美国宣布禁止曾到访中国的外国人入境；国务院发布关于肺炎疫情进口物资不实施对美加征关税的通知。	

2 月 3 日	世卫组织将疫情列为“国际关注突发公共卫生事件”因有人传人迹象。
2 月 11 日	世卫组织将新型冠状病毒正式命名为 COVID-19，疫苗可能在 18 个月内完成。
2 月 21 日	中共中央政治局会议：研究新冠肺炎疫情防控工作。积极的财政政策要更加积极有为，文件的货币政策要更加灵活适度。
2 月 25 日	四川、安徽、江苏、广东、云南、贵州等地下调应急响应等级。
2 月 26 日	中共中央政治局常务委员会议：要精准稳妥推进复工复产。
3 月 10 日	习近平抵武汉考察新冠肺炎疫情防控工作
3 月 11 日	新冠肺炎疫情“已具有全球大流行特征”
3 月 12 日	国家卫健委：我国本轮疫情流行高峰已经过去。
3 月 13 日	世卫组织：目前欧洲已成为新冠肺炎疫情的“震中”。
3 月 14 日	美国总统特朗普正式宣布进入国家紧急状态。
3 月 15 日	澳大利亚开始对所有抵达的国际旅客实施隔离措施。
3 月 17 日	上海、重庆、中国香港、中国澳门等多滴强化入境管制举措。
3 月 18 日	欧盟同意对非欧盟公民关闭外部边境；习近平：武汉要逐步复工复产，湖北其他地区稳妥有序接触管控措施。
3 月 19 日	世卫组织启动大型全球性 COVID-19 临床试验；美国暂停全球大多数国家常规签证办理。
3 月 23 日	全球 50 余国家宣布进入紧急状态；林郑月娥：25 日期所有非香港居民乘飞机抵港不准入境；广东省商务厅：第 127 届广交会将延期举行。
3 月 24 日	自 4 月 8 日零时起，武汉市接触离汉离鄂通道管控措施；北京、广东深圳等多地对入境人员全部隔离观察全部核酸检测。
3 月 27 日	外交部、国家移民管理局：暂停外国人持有效签证和居留许可入境；世界卫生组织：新冠肺炎疫情已影响全球 200 个国家和地区。
3 月 31 日	2020 年全国高考延期一个月举行，考试时间为 7 月 7 日-8 日；中央指导组：全面实施外防输入，内防反弹的总体防控策略。
4 月 3 日	全球新冠肺炎累计确诊逼不过来突破 100 万例，累计死亡病例逾 5 万；国务院：4 月 4 日举行全国性哀悼活动。

度跌停，但是流动性的支撑和政府维护金融市场稳定的情况下，2 月科技板块大幅度上涨，走出了独立行情。在此期间，央行发挥重要作用，通过多种工具为市场注入流动性，在流动性的保障下，市场虽然一开始出现恐慌，但很快就稳定，并在磨底后缓慢回升。

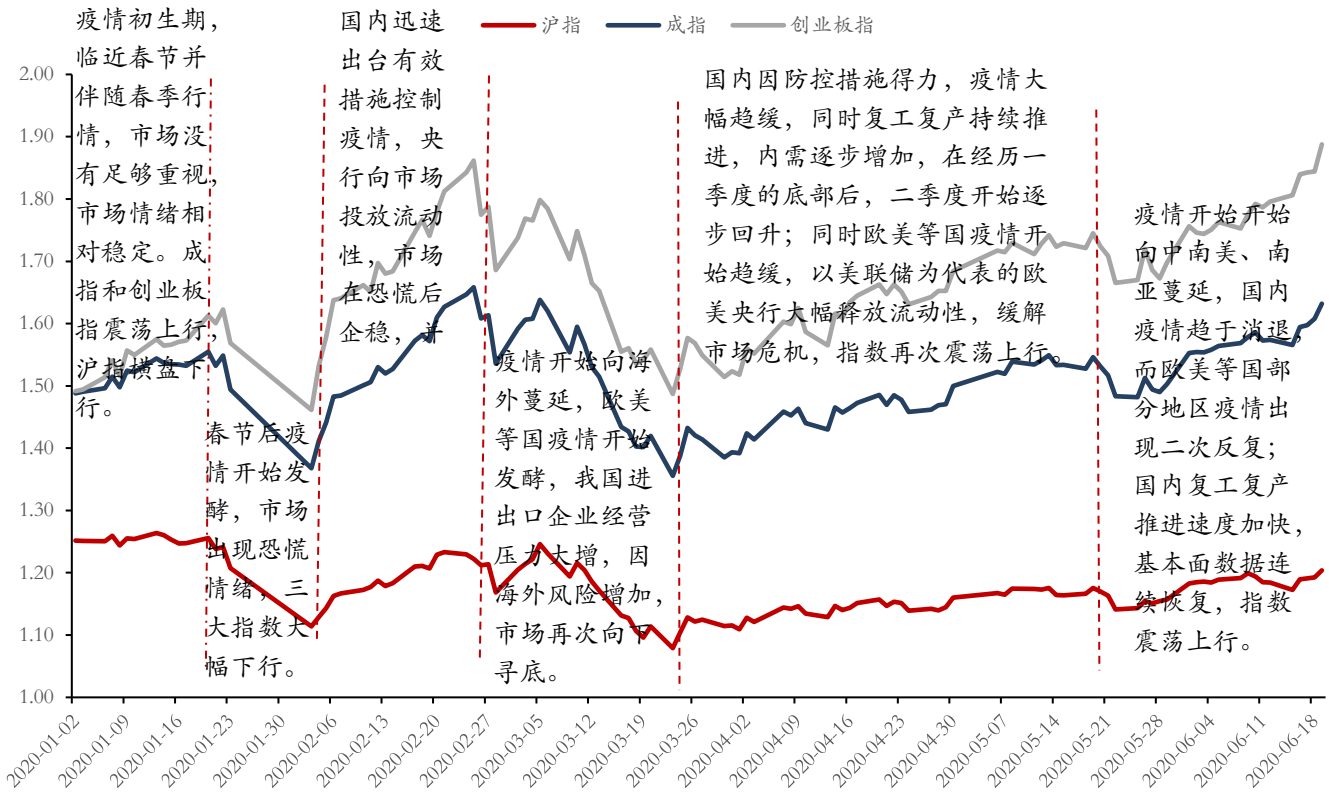
第二阶段：在 3 月 11 日，WHO 将本次疫情定义为大流行病（Pandemic），同时随着疫情的发展，欧洲、北美和主要新兴市场顺次进入疫情防控重要时期。3 月 14 日，美国总统特朗普正式宣布国家进入紧急状态，此后欧美多国宣布进入紧急状态，而观察欧美等过的防疫过程，其同样采取以隔离，限制社交距离等为主的防控手段。至此，此次针对疫情特征，以及各国的防控手段来看，此次新冠肺炎疫情最主要及有效的防控措施就是我国一开始采取的隔离及限制社交距离，至 5 月 22 日疫情开始向中南美洲及南亚蔓延，欧美疫情初步得到缓解。

影响：随着疫情开始向欧美等国蔓延，3 月开始，海外市场大幅度暴跌反映全球投资者出现恐慌情绪，全球科技板块大幅度下跌，至此欧美成为疫情的“震中”，而此时美联储突然的降息以及后来出现的无限量 QE 为市场带来了流动性的稳定，一定程度的缓解了市场的恐慌。在 4 月 30 日 Q1 的经济和上市公司业绩数据公布之后，市场出现了温和的反弹。5 月下旬到 6 月之后，市场重新出现了调整，继续呈现出震荡的格局。

4 月 8 日	武汉正式解除离汉通道管控；国务院联防联控机制印发通知：落实分区分级防控要求。	
4 月 14 日	IMF：新冠病毒疫情危机恶化可能会给金融稳定性带来危机；七国集团重申协调应对疫情，IMF 随时准备动用 1 万亿美元借贷能力。	
4 月 16 日	联合国报告：新冠病毒疫情促使投资者从新兴市场撤资约 900 亿美元；G20 声明：拨款 2000 多亿美元,援助最脆弱国家抗击新冠疫情；美联储褐皮书：经济活动急剧萎缩，零售、娱乐及酒店业裁员最严重。	
4 月 17 日	全球新冠肺炎确诊病例超 200 万例，累计死亡 143725 列;特朗普制定重启经济的三阶段方案；IMF 预测中国经济今年增长 1.2%，统计局回应：压抑需求明年会释放出来	
4 月 24 日	首个新冠灭活疫苗进入 II 期临床。	
4 月 27 日	全球累计确诊病例超 300 万例。	
5 月 7 日	全国中高风险区域“清零”。	
5 月 10 日	全球新冠肺炎确诊病例超过 400 万例。	
5 月 21 日	全球新冠肺炎确诊病例超过 500 万例。	
5 月 22 日	世卫组织：南美已成为新冠疫情的新“震中”。	**第三阶段：**此时疫情主要在中南美、南亚、俄罗斯等地蔓延，截至 6 月 19 日全球累计确诊 8755524 例，死亡 462798 人，治愈 4615362 万，现有确诊 3677364 万例。 **影响：**全球整体日增确诊水平依然维持高位，预计 2020 年下半年日增确诊有望下行。当前全球形成了“疫情-经济”错峰发展的形势，中国的政策重心已转向复工复产，并严密防控疫情反复，随后欧美等国逐步将政策重心转移至复工复产，而当前“金砖国家”仍处于疫情防控的重压期。
5 月 31 日	全球新冠肺炎确诊病例超过 600 万例。	
6 月 1 日	世卫组织“中美洲、南美洲已成为新冠肺炎疫情高发地区。	
6 月 8 日	全球新冠肺炎确诊病例超过 700 万例；世卫组织：全球范围内的情况正在恶化。	
6 月 16 日	全球新冠肺炎确诊病例超过 800 万例；北京市应急响应级别由三级上调至二级；北京：对所有小区全面实行严格封闭式管理。	

数据来源：Wind，万和证券研究所

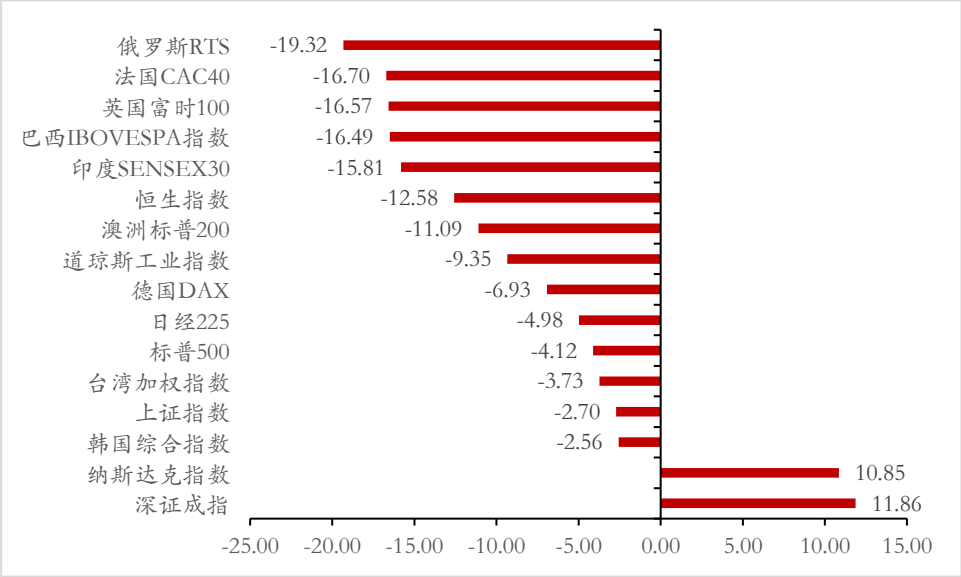
图表 42 上半年（1.1-6.19）三大指数涨跌幅（2018 年 1 月 1 日=1）



资料来源：Wind，万和证券研究所

上半年 A 股市场呈现出先抑后扬的走势，A 股领跑全球，海外市场普遍收跌。国内来看上证综指、深证成指、创业板指涨跌幅分别为-2.70%、11.86%、28.99%，美国道琼斯、标普 500、纳斯达克涨跌幅分别为-9.35%、-4.12%、10.85%；欧洲：德国 DAX、富时 100、法国 CAC40 涨跌幅分别为-6.93%、-16.57%、-16.70%；亚太恒生指数、日经 225、韩国综合指数涨跌幅分别为-12.58%、-4.98%、-2.56%。纵观上半年全球资本市场形势，A 股领跑全球，这主要得益于两方面，一方面得益于我国疫情防控卓有成效，二季度以来复工复产速度逐持续推进；另一方面，二季度以来全球主要经济体均采取了降准降息等宽松货币政策，市场流动性充裕，美联储、欧央行、日本等发达国家疫情以来资产端扩表接近 4.5 万亿美元，在货币供给空前充裕的背景下，利率水平降至历史低点，同时短端利率的宽松传递至长端利率，造成了整体利率水平下行。受益于流动性宽松，资本市场得以企稳。

图表 43 上半年（1.1-6.19）全球主要指数涨跌幅统计（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）上半年行业表现回顾，医药生物领跑

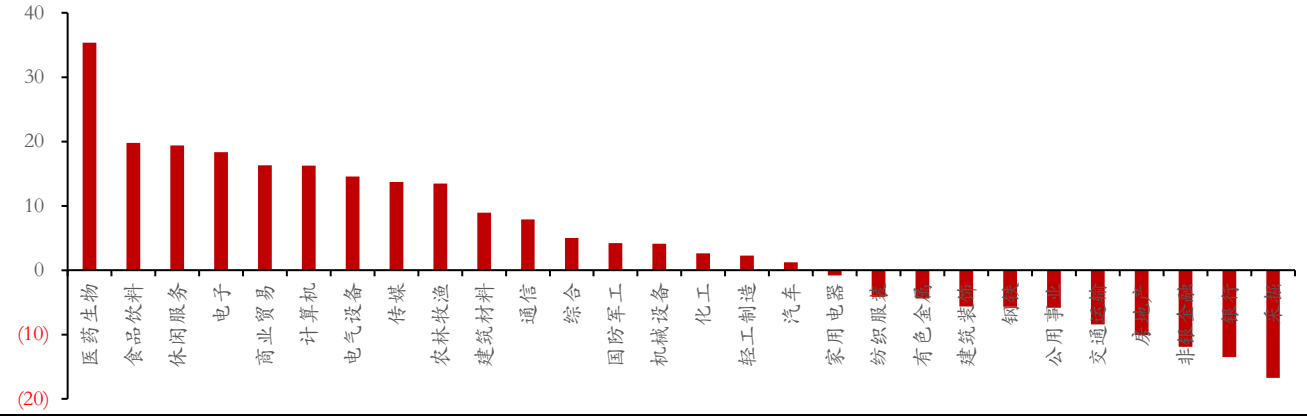
上半年行业涨跌互现，医药生物、消费领跑。申万一级行业中，涨幅前五的行业为医药生物、食品饮料、休闲服务、电子、商业贸易，涨幅分别达到35.33%、19.76%、19.39%、18.34%和16.28%，跌幅前五的行业分别有采掘、银行、非银金融、房地产、交通运输涨跌幅分别为-16.74%、-13.53%、-11.93%、-10.07%和-8.41%。整体来看1月和3月表现最差、4月和6月表现最好。上半年市场主要受疫情的影响，医药生物无疑成为了市场最为关注的焦点，领跑所有行业，成为上半年的行业“冠军”；其次则是食品饮料、计算机、电子等，针对本次疫情特征，各国均采取了以社交隔离为主的防控措施，极大的限制人员的流动与正常生活，因此网络办公、网络游戏等成为了人们上半年必不可少的生活必须品及生活支出。此外5月开始中美摩擦加剧，其中美国对中国科技企业的限制，导致了市场短期的波动加剧，国产替代等概念也被市场迅速关注，间接帮助半导体、芯片制造等国内替代厂商的走强，并逐渐向上游设备和材料环节传导。而随着国内疫情形势的好转以及复工复产进度的加快，休闲服务、商贸等可选消费类行业明显复苏，并且随着整体形势的好转，在未来一段时间有望延续上涨趋势。整体来看，上半年走强的行业可分为三大类，一类是因疫情受益的行业如医药生物，一类是业绩确定性强的行业如食品饮料，最后一类则是国产替代概念如电子，其他大部分行业及制造业则受到了疫情的负面影响，整体表现较差。

图表 44 上半年申万一级行业月度涨跌幅统计（%）

		2020-1-1 2020-1-31	2020-2-1 2020-2-29	2020-3-1 2020-3-31	2020-4-1 2020-4-30	2020-5-1 2020-5-31	2020-6-1 2020-6-19
801750.SI	计算机	7.73	10.61	-12.81	7.56	-2.26	6.43
801210.SI	休闲服务	-8.70	-3.11	-9.66	21.71	6.66	15.07
801150.SI	医药生物	4.67	2.34	1.18	5.43	5.02	12.76
801180.SI	房地产	-6.59	-1.93	-6.24	4.23	-3.10	3.66
801710.SI	建筑材料	-5.89	7.16	0.63	8.59	-1.62	0.45
801110.SI	家用电器	-2.63	-3.15	-10.85	7.65	6.14	3.27
801760.SI	传媒	2.57	1.80	-10.83	5.56	2.38	13.01
801780.SI	银行	-4.45	-5.96	-5.18	4.18	-2.21	-0.38
801200.SI	商业贸易	-3.23	-3.68	5.38	0.54	7.25	9.80
801740.SI	国防军工	3.16	0.85	-8.44	7.38	0.43	1.44
801140.SI	轻工制造	-0.42	-2.05	-5.35	0.71	6.21	3.56
801030.SI	化工	-0.15	-0.16	-8.47	4.73	1.08	6.22
801080.SI	电子	13.54	5.41	-20.44	11.42	-1.54	13.28
801130.SI	纺织服装	-1.86	2.32	-4.02	-5.23	-0.46	5.43
801770.SI	通信	1.47	11.08	-7.94	1.85	-5.85	8.44
801730.SI	电气设备	5.36	1.67	-8.06	10.00	-0.74	6.53
801170.SI	交通运输	-6.63	-6.00	-3.07	3.92	0.22	3.37
801040.SI	钢铁	-6.12	-4.51	-1.87	2.81	-1.68	6.04
801050.SI	有色金属	-0.84	-2.44	-10.55	1.97	4.12	4.07
801720.SI	建筑装饰	-2.70	-1.70	0.57	0.49	-3.72	1.39
801160.SI	公用事业	-3.62	-2.71	-1.60	1.91	-2.14	2.30
801890.SI	机械设备	-1.20	1.16	-6.75	4.93	1.14	5.27
801120.SI	食品饮料	-5.87	-2.40	4.26	8.66	9.07	5.49
801010.SI	农林牧渔	-4.01	8.25	11.30	-0.32	-4.38	2.92
801880.SI	汽车	1.98	1.75	-10.12	1.17	-0.20	7.48
801790.SI	非银金融	-4.10	-4.45	-8.11	4.17	-4.56	5.21
801020.SI	采掘	-4.89	-6.97	-6.44	-0.85	-0.73	2.19
801230.SI	综合	1.98	3.18	-7.34	2.59	0.61	4.34

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 45 上半年（1.1-6.19）申万一级行业涨跌幅（%）

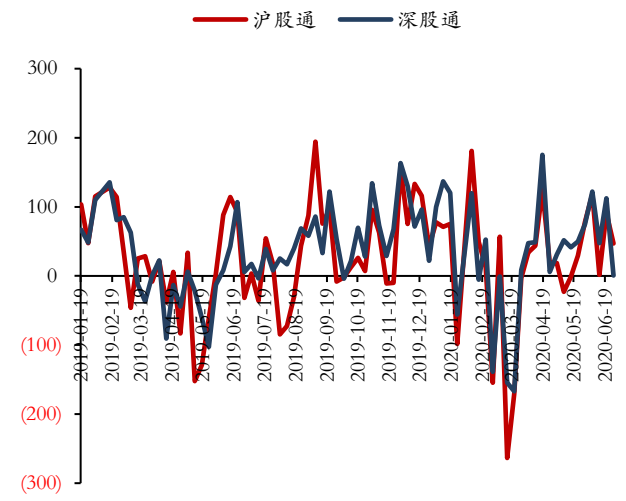


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）外资流入上升，交易活跃度明显提高

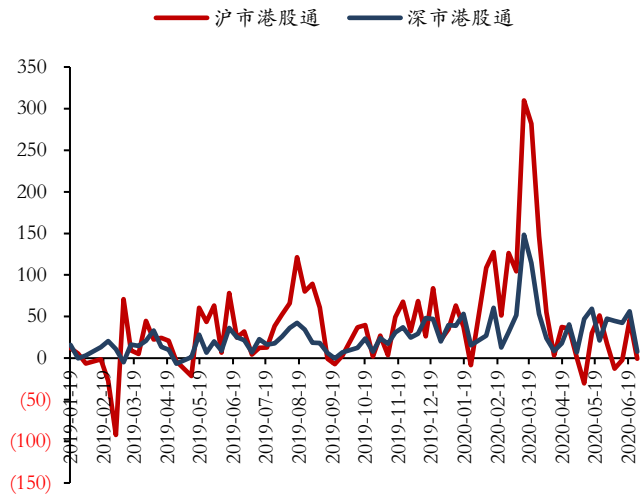
外资流入力度对比 2019 年明显上升。2020 年上半年北上资金整体净流入较 2019 年同期明显上升，以人民币计上半年累计流入 1181.51 亿，其中沪股通流入 387.55 亿元，深股通流入 793.96 亿元。不过需要注意的是外资流入月度变化明显，1-6 月流入额分别为 383.92 亿、115.84 亿、-678.73 亿、532.58 亿、301.11 亿和 526.79 亿，对比 2019 年同期流入 963.68 亿上升 18.44%。一方面得益于市场整体流动性的宽松；另一方面国内疫情最早得到控制，复工复产速度逐步加快，市场对中国走出经济困局信心较强，导致资金加速流入国内资本市场。

图表 46　沪深股通周净成交额（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 47　沪深港通周净成交额（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

2020 年上半年市场融资活跃度逐步提升。融资融券方面，融资余额从 1 月呈现递增态势，截止 6 月底，期间买入额达 85343.49 亿元，其中净买入 1258.70 亿元，两融余额占 A 股流通市值 13.44%；对比 2019 期间买入额 62597.63 亿元呈明显上升趋势，其中净买入 1529.82 亿元呈缩减态势。整体来看，2020 年两融呈现逐步增长态势，虽然在 3、4 月因疫情原因，期间净买入额为负，但上半年市场在经历恐慌后，迅速企稳，市场活跃度也逐步恢复。

图表 48 融资与融券余额（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

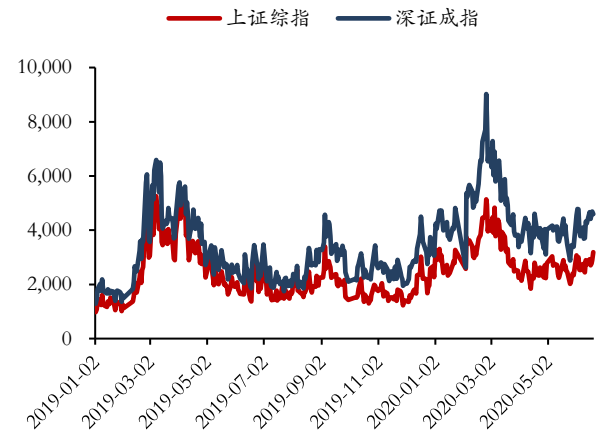
图表 49 融资融券余额与交易金额（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

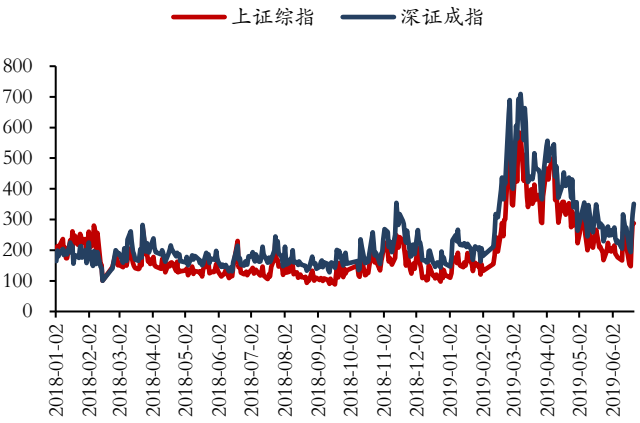
2020 年上半年市场交投活跃，对比 2019 年同期大幅改善。交易活跃度方面截止 6 月 19 日，2020 年上半年两市日均成交额 7583.15 亿，其中沪综指日均 2970.65 亿，深成指日均 4612.50 亿，对比 2019 年同期日均 5930.71 亿上涨 21.79%，其中较同期沪综指 2618.24 亿上涨 11.86%，较同期深成指 3312.46 亿上涨 28.16%；2020 年同期两市日均成交量 664.95 亿股，其中沪综指 262.25 亿股，深成指 402.70 亿股，对比 2019 年同期日均 629.83 亿股上涨 5.28%，其中较同期沪综指 277.86 亿股下降-6.00%，同期深成指 351.97 亿股上涨 12.60%。2020 年上半年市场虽然受疫情压制，但流动性对比 2019 年有所改善，市场成交活跃度明显增加，沪指成交量收缩而成指成交量上涨说明当前市场风格偏向成长股方面。

图表 50 沪深两市日成交量（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 51 沪深两市日成交量（亿股）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（四）估值分化明显，体现盈利能力分化

估值分化较为严重。截止 6 月 19 日，上证综指、深证成指、创业板指 PE-TTM 分别为 13.36 倍、29.03 倍、64.04 倍，分别位于历史 52.61%、79.49%、85.16%分位;PB(LF)分别为 1.32 倍、3.00 倍、7.32 倍,分别位于历史 11.11%、62.50%、91.41%分位。当前来看，目前 A 股估值分化较为严重，相对来说沪指估值涨幅有限，但成指和创业板指则涨幅较大，PE 与 PB 均已处于历史相对高位，而沪指则 PE 与 PB 分化严重。行业方面休闲服务、计算机、国防军工估值最高，其中休闲服务相比于年初 PE 增长 122.74%，反观 PB 则只增长了 22.52%；申万 28 个一级行业中，有 23 个 PE 相比于年初增长，而 PB 则仅有 19 个出现增长，其中国防军工、纺织服装、汽车、轻工制造、交通运输、公用事业、家用电器、农林牧渔、钢铁、建筑装饰等十个行业 PE 与 PB 涨跌幅相反。我们认为估值分化的原因是因为盈利能力的分化，因疫情的影响部分行业盈利能力与盈利方式出现较大变化。

图表 52　上证综指 PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 53　上证综指 PB（LF）（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 54　深成指 PE-TTM（倍）



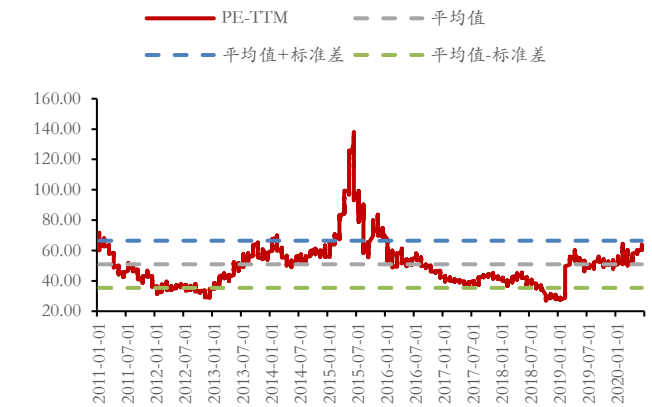
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 55　深成指 PB（LF）（倍）



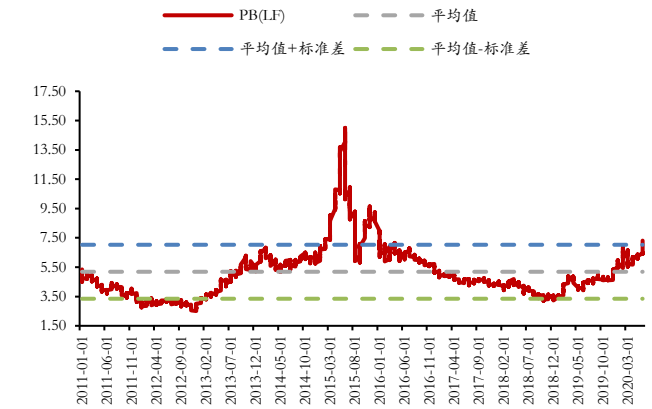
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 56 创业板 PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 57 创业板 PB（LF）（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 58 申万一级行业估值对比及上半年涨跌幅（倍）（%）

代码	名称	6 月 19 日		3 月 31 日		1 月 2 日		PE 涨跌幅	PB 涨跌幅
		PE(TTM)	PB(LF)	PE(TTM)	PB(LF)	PE(TTM)	PB(LF)		
801210.SI	休闲服务	77.47	4.57	27.15	2.92	34.78	3.73	122.74%	22.52%
801750.SI	计算机	74.16	4.56	57.53	3.98	59.72	3.95	24.18%	15.44%
801740.SI	国防军工	55.32	2.57	54.49	2.29	58.84	2.41	-5.98%	6.64%
801760.SI	传媒	51.68	2.97	38.30	2.21	43.48	2.49	18.86%	19.28%
801080.SI	电子	51.28	3.95	40.60	3.21	44.32	3.54	15.70%	11.58%
801150.SI	医药生物	50.13	4.46	39.05	3.73	36.53	3.43	37.23%	30.03%
801770.SI	通信	45.83	2.96	38.94	2.81	38.46	2.74	19.16%	8.03%
801230.SI	综合	42.70	2.09	29.43	1.80	33.10	1.82	29.00%	14.84%
801120.SI	食品饮料	38.83	7.17	30.98	6.28	32.11	6.52	20.93%	9.97%
801050.SI	有色金属	37.44	2.09	30.47	1.83	38.88	2.13	-3.70%	-1.88%
801730.SI	电气设备	33.73	2.52	31.64	2.14	33.01	2.23	2.18%	13.00%
801130.SI	纺织服装	31.16	1.78	24.54	1.78	25.86	1.85	20.49%	-3.78%
801890.SI	机械设备	28.64	2.18	24.81	1.92	27.38	2.11	4.60%	3.32%
801880.SI	汽车	25.61	1.58	18.55	1.48	19.88	1.63	28.82%	-3.07%
801200.SI	商业贸易	25.31	1.66	14.37	1.39	15.09	1.46	67.73%	13.70%
801030.SI	化工	24.48	1.94	19.26	1.71	21.97	1.92	11.42%	1.04%
801140.SI	轻工制造	24.07	1.79	21.24	1.63	24.84	1.79	-3.10%	0.00%
801170.SI	交通运输	21.13	1.36	15.50	1.25	17.66	1.47	19.65%	-7.48%
801160.SI	公用事业	20.40	1.32	17.98	1.30	19.22	1.43	6.14%	-7.69%
801110.SI	家用电器	20.01	3.14	14.45	2.83	17.59	3.45	13.76%	-8.99%
801010.SI	农林牧渔	19.21	3.68	32.78	4.03	32.83	3.64	-41.49%	1.10%
801790.SI	非银金融	15.56	1.60	13.60	1.58	16.02	1.93	-2.87%	-17.10%
801710.SI	建筑材料	14.40	2.01	13.02	1.92	13.27	1.96	8.52%	2.55%
801020.SI	采掘	12.74	0.94	11.03	0.94	13.16	1.15	-3.19%	-18.26%
801040.SI	钢铁	12.37	0.88	9.03	0.81	9.85	0.94	25.58%	-6.38%
801720.SI	建筑装饰	9.84	0.89	8.99	0.94	9.79	1.03	0.51%	-13.59%
801180.SI	房地产	8.96	1.18	8.42	1.20	10.00	1.45	-10.40%	-18.62%
801780.SI	银行	5.96	0.65	6.00	0.68	7.13	0.82	-16.41%	-20.73%

数据来源，Wind，万和证券研究所

四、2020 年下半年投资策略

（一）下半年风险偏好——两个利好一个不确定性

1、逆周期调节+政策发力助力经济下半年走出困境

逆周期调节叠加政策发力是下半年经济走出困境的必要因素。《政府工作报告》强调“六稳”“六保”，“两会”再次强调了逆周期调节和财政政策均是需要重点关注的内容。财政政策主要包括预算内的赤字扩张和减税降费，以及预算外的专项债和特别国债的发行，其中预算内部分有助于纾困托底将延续全年，预算外部分支持逆周期发力，有望于 Q3 集中落地，Q4 专项债提前下达或引领预期。

图表 59　A 股基本面数据、政策梳理

内容	分项指标	说明	2020Q1	Q2（4、5 月）
宏观经济	GDP	当季同比	-6.8%	-
	CPI	当季同比	4.97%	3.3%、2.4%
	PPI	当季同比	-0.6%	-3.1%、-3.7%
	新增社融	当季	10.9%	12.0%、12.50%
	M2	季末同比	10.1%	11.1%、11.1%
政策	专项债+特别国债发行规模	亿元	11000 亿元用于基建	19000
	减税降费	亿元	7428 纾困企业部门为主	7000
	资本市场改革	看点	证券法，再融资新规落地	创业板注册制
货币政策	国内货币政策	利率/准备金率	累计降准 100-150BP，MLF 降息 30BP	定向降准 100BP
	长端利率走势	10 年国债收益率	2.5-3.2	2.5-2.8
	海外流动性	欧美日央行扩表	1.75 万一亿美元	4.5 万亿
	人民币汇率	CNY/USD	6.85-7.10	7.06、7.13

数据来源：Wind，万和证券研究所

实施扩大内需战略，使提振消费与扩大投资有效结合。“两会”报告强调“实施扩大内需战略”、“使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进”，具体可包括基建投资、房地产投资和消费三个方面。基建投资方面，预计专项债与特别国债或可带动全口径基建投资增长 2.5 万亿以上；地产投资方面，预计仍将维持中央“房住不炒”与地方“因城施策”相结合；消费方面，预计中央将以供给侧结构性改革政策为主，需求侧的刺激则主要由地方政府为主。扩大内需是强国政策的必由之路，主要区别在于主动和被动，虽然从 19 大以来我国对内需的关注度有所提高，但此次因疫情影响，我国外需猛烈下

滑，导致了我国战略性被动提高内需来对冲外需下滑带来的经济增长压力。我们预计 2020 年剩余的专项债有望在 Q3 集中落地，考虑到当前经济压力较大，特别国债有望尽快发行。当前我国基本面持续恢复，下半年各项政策落地后，基本面的回复速度有望持续并加快，我国始终致力于从侧面辅助企业“脱困”，借用疫情的压力提高企业的经营能力。从更长远的角度来看，我国实施的扩大内需战略更有助与我国制造业水平和消费水平的全面提高，从而提高我国企业的综合实力。

整体来看，在疫情得到控制后，基本面持续恢复，“两会”中提到的多项政策有望在 Q3 陆续落地，因此我们认为从基本面的角度来看利好市场发展，随着基本面的复苏，企业经营压力将逐步缓解，有利于企业盈利的恢复。

2、中美分歧呈现高频次、低强度态势

中美分歧在美国大选和经济下行背景下或被放大，也是下半年最大的不确定性因素之一。在经济复苏压力加大、美国大选、骚乱渐起发酵的背景下，美国内部的不确定性因素也在堆积。随着中美科技领域争端逐步长期常态化，上半年市场整体对于中美贸易摩擦的反应边际钝化。如 2020 年以来美方两次的科技制裁，创业板指数的调整幅度相对较小。一方面市场已经认识到中美争端的长期性及复杂性，由于美国科技方面的压制更多是意图长期扼杀中国产业升级的趋势，对于短期内经济总量影响相对有限，而资本市场更多的是情绪面的反应；另一方面，与 2018 年不同，疫情背景下美国自身经济非常脆弱，而我国由于采取了最有效的防空措施，疫情已经逐步消退，因此我国的准备更加充分。在疫情对经济的强约束下，美国对于中国科技领域的过度封锁也可能会导致本土企业面临被反制或供应链断裂的风险。

整体来看，中美贸易摩擦升级程度对市场冲击有限，预计呈现出高频率，低强度的摩擦态势。同时由于中美近年来摩擦不断，国内资本市场对中美贸易摩擦已呈现边际钝化的趋势。此外在疫情的影响下，美国有经济约束，其如果想快速的恢复经济，中国的市场必不可少，受到受美国大选等因素影响，中美关系的扰动更多的将集中在 Q3，而 Q4 伴随着大选尘埃落定可能可能会有所缓解。

3、资本市场改革释放红利促 A 股长期健康发展

中央对资本市场改革的重视或前所未有，为发挥好资本市场的枢纽作用，资本市场改革或加速推进。2019 年“深改十二条”的提出标志着资本市场改革已进入新周期，2020 年以来中央高层会议和文件频繁提及资本市场，对资本市场改革的重视或达到了前所未有的高度，不断强调发挥好资本市场的枢纽作用。此次创业板注册制改革进度快于市场预期，资本市场改革进程加快，改革后创业板将定位为，主要服务成长型创新创业企业。预计创业板将与科创板形成差异化定位，在上市门槛、企业特征层次上各有侧重相互补充。

整体来看，当前资本市场受到空前的关注，上半年新《证券法》落地，再融资新规落地。而下半年创业板注册制等资本市场改革将继续推进，从市场的角度来看，资本市场改革有利于市场长期健康发展，有利于企业相互竞争、优胜劣汰，形成 A 股新生态，投资者由此受益。

（二）流动性整体宽松，降准和降息依然可期

货币政策保持宽松不变，宽松程度或边际收敛，逐渐转向结构调整，全球货币环境逐步走出危机应对阶段。为应对疫情冲击，全球央行几乎同步开启货币宽松，欧美日等主要经济体 3 月密集投放流动性，而随着资本市场趋于稳定，各国央行当前基本开始逐步走出超宽松的状态。但因不同经济体经济恢复情况不同，流动性的收放节奏也相对有所区别。下半年随着经济修复过程的不同，货币政策面临结构分化的结果，但整体来看下半年全球或仍将保持宽松模式，但基本会退出危机应对的超宽松状态。当前疫情冲击最严重的阶段基本已经过去，从近期央行的态度来看，货币环境已经度过最宽松阶段，下半年货币政策预计转向结构调整，向中小企业定向打开信用支持条件。我们认为今年因疫情影响，全年国内货币政策宽松取向不改，但后续为更突出对中小微企业的信贷支持，定向的可能性更大。为应对或有的中小银行缩表和流动性波动风险，下半年仍有小幅降准可能；政策层面以保就业为底线，LPR 或仍有下调要求。具体来看，一年期 LPR 或有调降的政策诉求，但调降的幅度和节奏较上半年显著放缓。我们判断下半年降准降息仍然可期，但幅度应该不会太大。我们认为下半年利率中枢或整体高于上半年，在整体保持宽松的前提下，下半年较上半年应当有所收紧。

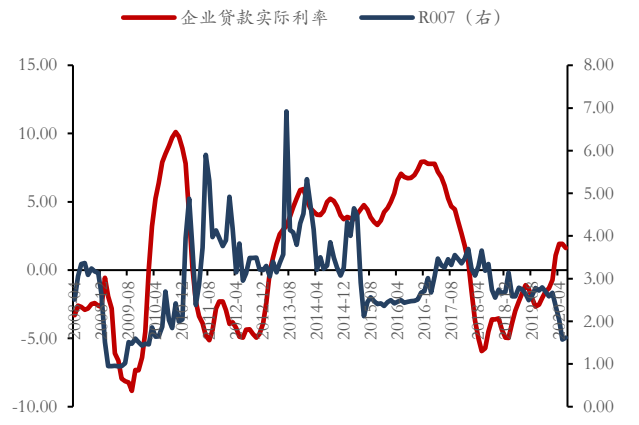
图表 60 各国央行上半年货币政策梳理

时间	国家	动作
2-3 月	中国	五部委《关于进一步强化金融支持防空新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（银发【2020】29 号）标志着我国为应对疫情冲击启动了货币宽松，加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度，将提供总计 3000 医院低成本转向再贷款资金，将展开 1.2 万亿元公开市场已回购操作投放资金，全部流动性充足供应。
		货币信用双宽，降低实体融资成本，支持实体信贷。加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，提高货币政策的传到效率；加大对新馆肺炎疫情防空的货币信贷支持力度，引导整体市场利率下行，促进对中小微企业的支持力度。
3 月	美国	美联储宣布扩大货币互换国家范围，美联储在 2 月 26 日到 3 月 25 日 1 个月间资产负债表规模扩张 1.09 万亿美元，远超历史上前四次 QE 扩表节奏，3 月 23 日，在推出无限量 QE，强有力的货币宽松政策在一定程度上缓解了市场恐慌情绪和美元流动性紧张。
3 月	日本	日本央行宣布将采取额外宽松政策，将年度 ETF 购买目标增加 6 万亿日元，总规模达 12 万亿日元，将日本房地产投资信托基金购买目标提升至 1800 亿日元，增加收购大企业发行的长期债券 2 万亿日元。
4-5 月	中国	人民银行降准通知，注重实体融资成本和信用条件，支持实体企业生产。加强货币政策总量、逆周期调节，保持流动性合理充裕，进一步把我好流动性投放的力度和节奏。
4 月	英国	英国央行将银行利率降低 50 个基点至 0.25%
5-6 月	中国	持续总量宽松，更强调实体中小企业融资。按照《政府工作报告》提出的要求，综合运用、创新多种货币政策工具，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。促进银行加大小微企业信用投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持。
6 月至今	中国	总量收敛，整体宽松。央行减少公开市场操作，但整体依然保持流动性合理充裕。

数据来源：网络公开资料、中央人民银行、美联储，万和证券研究所

整体来看，货币政策继续保持稳定，逐步向宽信用转移，下半年流动性依然保持宽松。国内有望迎来“降准+降息”的组合，但对比上半年会边际收敛。随着经济的复苏，超宽松的流动性会逐步退出，定向的流动性投放将成为下半年货币政策的主要方向，货币政策边际收紧预期加强，而随着经济数据复苏的配合，估值相对偏低的金融和周期板块有望受益。

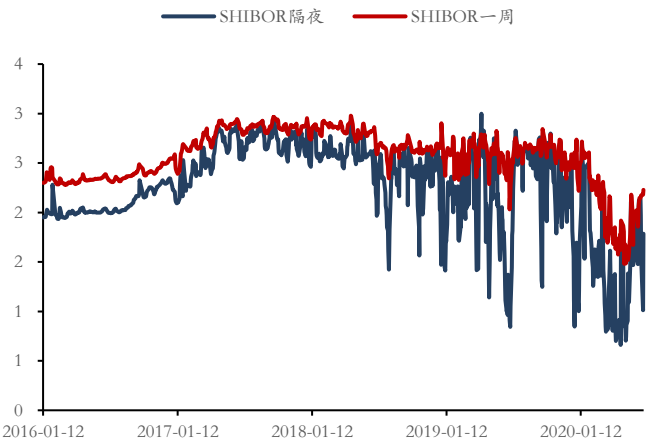
图表 61 实际利率，利率传导机制不畅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

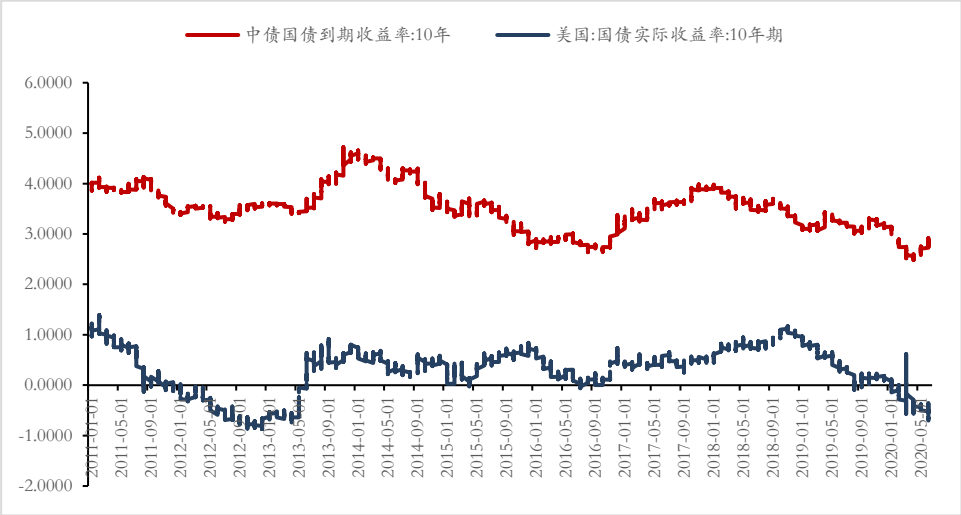
备注：企业贷款实际利率=金融机构一般贷款加权利率-PPI 同比

图表 62 SHIBOR 隔夜、一周走势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 63 中美两国十年期国债收益率（%）



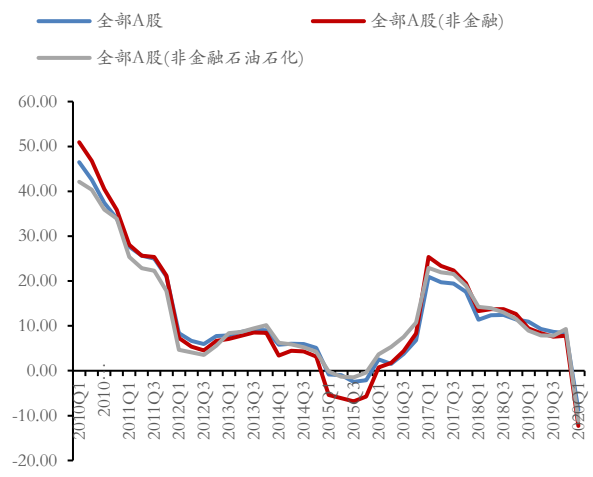
资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）企业盈利：Q1 探底后或逐季回升

1、2020 年第一季度全 A 净利润双位数下滑

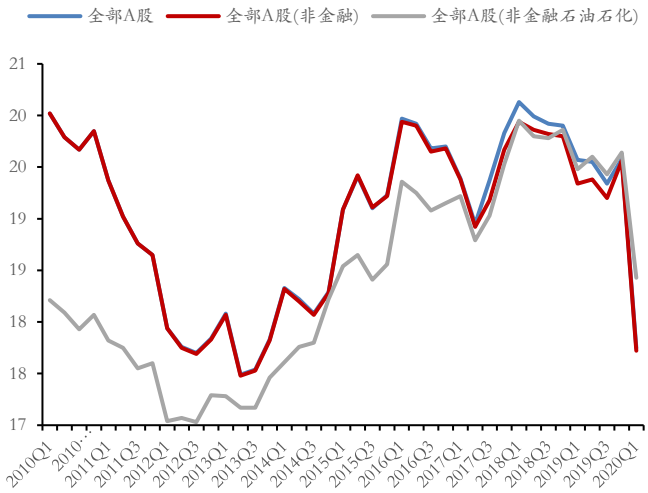
疫情导致2020Q1 盈利双位数下滑。2020Q1 全部 A 股净利润同比为-24.38%，疫情冲击盈利承压再次向下探底。2020Q1、2019Q4、Q3 全部 A 股归属母公司净利累计同比分别为-24.38%、-1.55%、7.98%，剔除金融后为-52.7%、-2.3%、-1.9%。2020Q1、2019Q4、Q3 全部 A 股归属母公司净利润单季度同比分别为-24.0%、1.4%、6.8%，剔除金融后为-52.7%、-7.0%、-2.3%。2020Q1 全部 A 股剔除金融后归母净利润同比创历史新低，全 A 归母净利润与 2019Q1 较为接近。总体上 A 股归母累计净利同比和工业企业利润总额累计同比走势大致趋同，2020Q1、19Q4、Q3 规模以上工业企业利润累计同比分别为-36.7%、-3.3%、-2.1%。从营收累计同比看，2020Q1、19Q4、Q3 全部 A 股为-8.8%、8.6%、9.4%，剔除金融后为-12.3%、7.7%、8.5%，营收同比增速大幅下滑。从毛利率看，2020Q1、2019Q4、Q3 全部 A 股为 17.8%、19.3%、19.5%，剔除金融后为 17.7%、19.3%、19.3%，毛利率大幅下滑。

图表 64 营业总收入（同比增长率）(%)



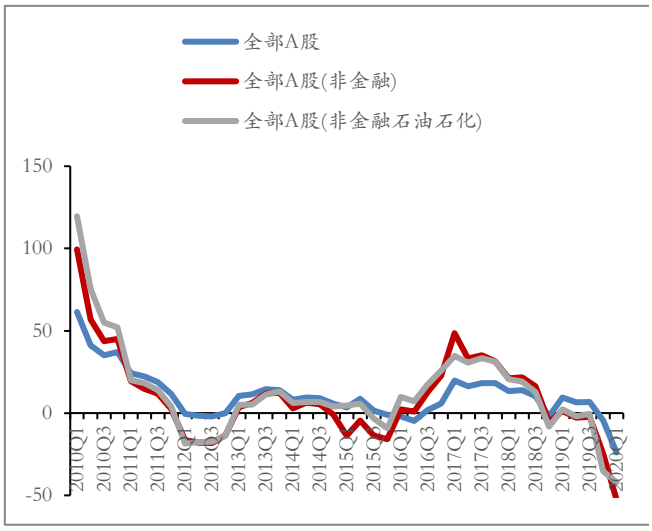
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 65 销售毛利率（整体法）(%))



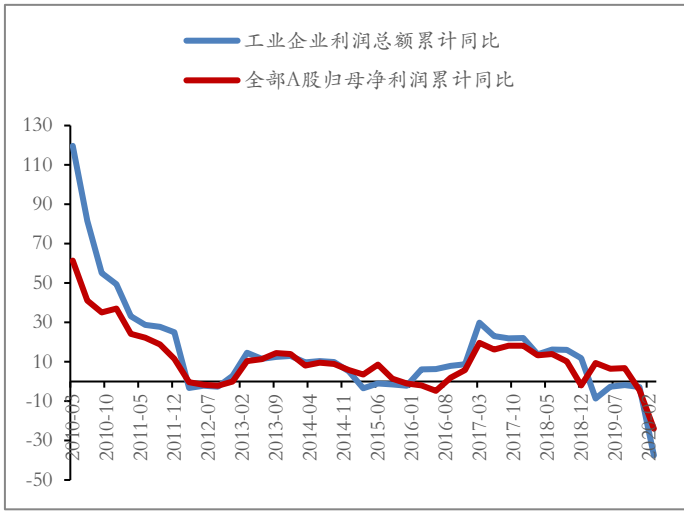
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 66 全部 A 股归母净利润累计同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 67 工业企业利润累计同比与归母净利润累计同比走势趋同（%）

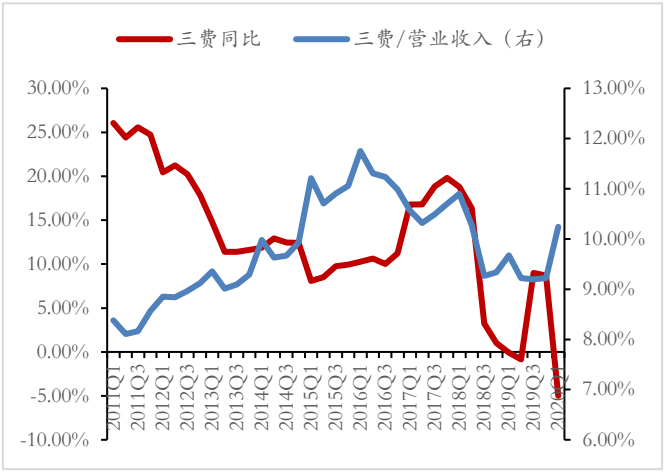


资料来源：Wind，万和证券研究所

2、三项费用上升，企业经营压力加大

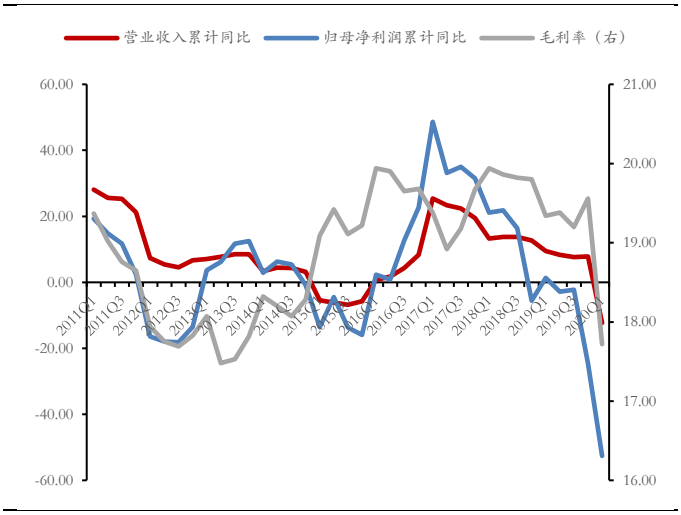
从三项费用来看，财务、销售、管理费率均有所上升。2020Q1、2019Q4、Q3 全部 A 股的财务费用率为 1.9%、1.4%、1.5%，销售费用率为 4.3%、4.2%、4.3%，管理费用率为 7.3%、6.9%、6.4%。疫情之下三费绝对值出现下降，但三费/营业收入的相对费率出现上升，说明疫情对成本端费用控制压力较大。

图表 68 A 股三费及三费占营收比重（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 69 A 股毛利率、营收和归母净利润的变化（%）

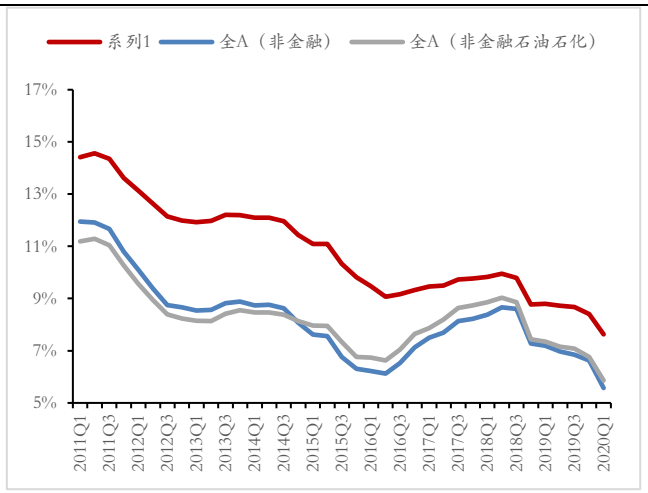


资料来源：Wind，万和证券研究所

3、ROE 再次下滑

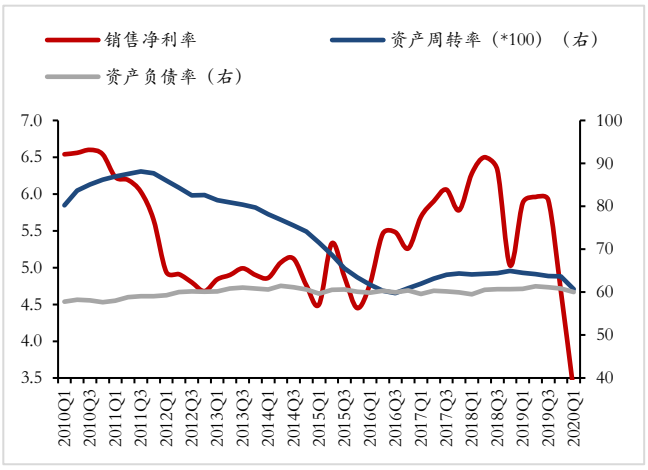
2020Q1A 股 ROE 为 8.3%，资产周转率回落导致 ROE 下滑。全部 A 股 2020Q1、19Q4、Q3ROE（TTM，整体法，下同）为 8.3%、9.2%、9.4%，低于 2010 年以来的均值 11.80%，处于历史偏低水平。A 股剔除金融后 2020Q1、2019Q4、Q3ROE 为 6.3%、7.5%、7.5%，低于 2010 年以来的均值 9.17%，处于历史偏低水平。整体上，ROE 出现大幅回落。

图表 70 A 股 ROE 变化趋势（TTM，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 71 全 A（非金融）ROE 三因子（%）

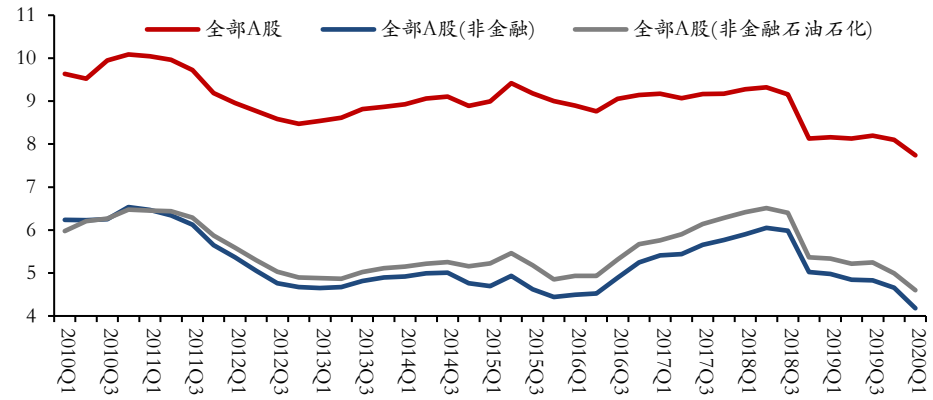


资料来源：Wind，万和证券研究所

根据杜邦公式拆解 ROE：**净利率方面：**全部 A 股 2020Q1、2019Q4、Q3 净利率为 7.74%、8.10%、8.20%，2010 年以来的均值为 9.0%；剔除金融后为 4.18%、4.66%、4.8%，2010 年以来的均值为 5.24%。目前净利率相较 2010 年以来的均值处于低位，收入端下滑幅度明显。**资产周转率方面（*100）：**全

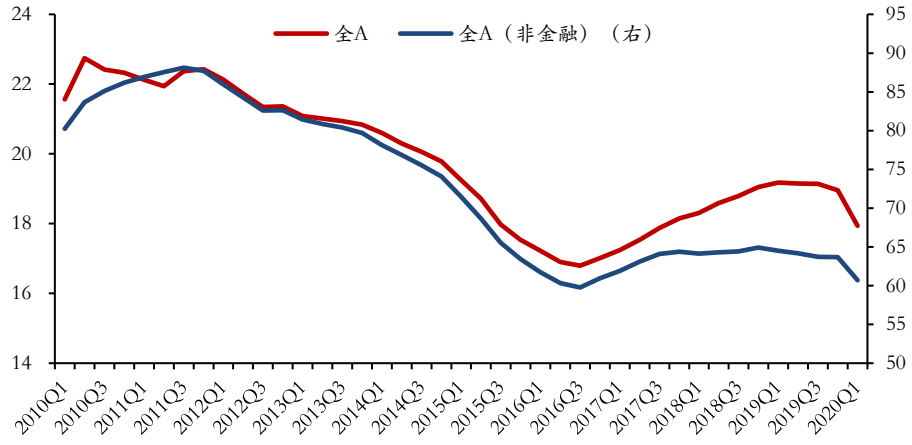
部 A 股 2020Q1、2019Q4、19Q3 资产周转率为 17.94、18.96、19.14 次，2010 年以来的均值为 19.77 次；剔除金融后为 60.69、63.67、63.71 次，2010 年以来的均值为 72.88 次。资产周转率体现了企业经营期间全部资产从投入到产出的流转速度，反映了企业全部资产的管理质量和利用效率。由于国内一季度受疫情影响企业生产活动受到极大的限制，大部分企业开工受阻导致产能利用率较低，资产周转率处于低位下行趋势。**资产负债率方面：**全部 A 股 2020Q1、19Q4、Q3 资产负债率为 83.93%、83.72%、83.34%，2010 年以来的均值为 85.03%；剔除金融后为 60.81%、60.96%、61.14%，2010 年以来的均值为 60.02%，目前资产负债率处在均值附近。

图表 72　销售净利率（TTM）变化趋势（%）



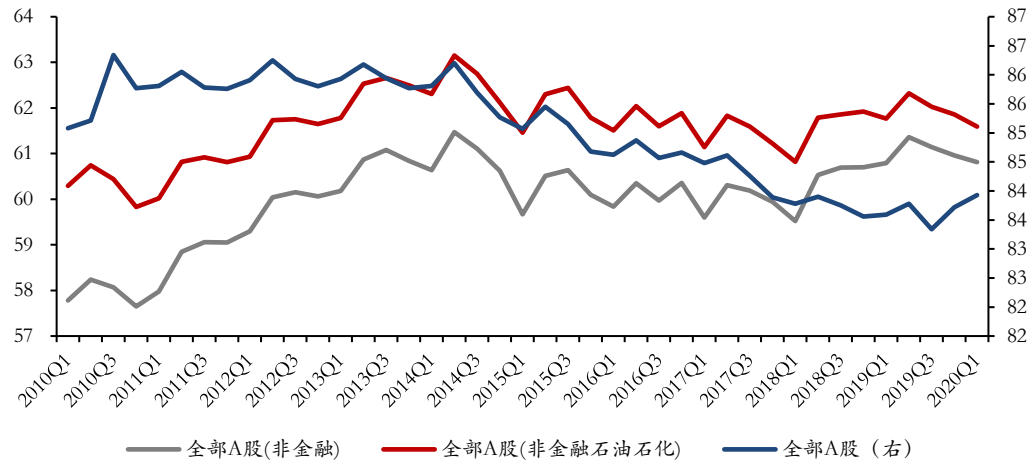
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 73　资产周转率变（TTM）化趋势（*100，次）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 74 资产负债率（TTM）化趋势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

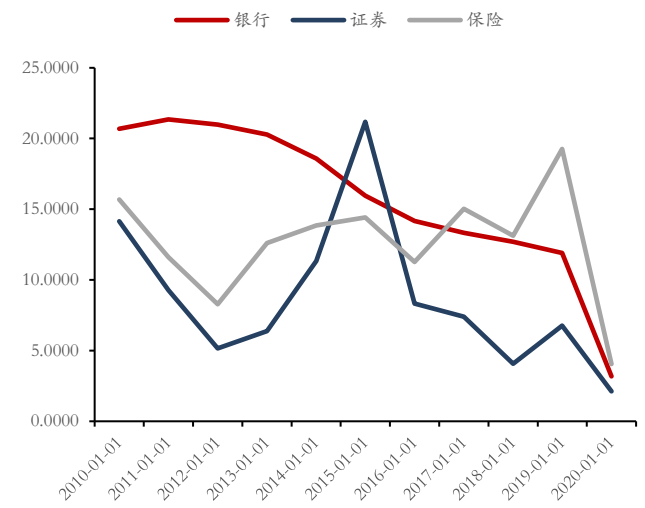
整体来看，政策及基本面有利于企业盈利恢复，关注海外疫情进展和国内复工复产情况。目前我国疫情已经得到控制，经济活动逐步恢复正常，A 股业绩有望回升，回升情况与海外疫情和国内复工复产进度成正相关性。为缓和济下行压力，政府积极出台政策帮助企业。货币政策方面：央行提供流动性支持并降息；财政政策方面：疫情发生后地方债发行明显提速，产业政策方面加大对医疗等国计民生领域和新基建等内需支持。当前未看到明确拐点，如果海外疫情持续时间较长，外需对经济增长的拖累将凸显，尤其是全球产业链如被疫情中断，国内生产也会受到影响。今年一季度 A 股净利润增速达到双位数负增长，往后看随着政策效果逐步显现，全年 A 股业绩有望逐季改善。

4、行业比较

大金融板块：从营收来看银行 2020Q1、2019Q4、Q3 营收同比增长率分别为 7.20%、6.09%、10.15%；券商同比分别为 2.05%、27.60%、48.08%；保险同期分别为-0.02%、20.98%、15.56%；从净利润来看，银行 2020Q1、2019Q4、Q3 净利润同比增长率分别为 5.02%、4.10%、8.44%；券商同期分别为-15.70%、88.44%、82.24%；保险同期分别为-22.87%、4.63%、93.22%；从归母净利润来看，银行 2020Q1、2019Q4、2019Q3 归母净利润同比增长率分别为 5.52%、3.78%、7.97%；券商同期分别为-13.90%、94.97%、83.56%、保险同期分别为-26.39%、6.61%、99.60%；从 ROE 来看，银行 2020Q1、2019Q4、Q3 ROE 分别为 3.11%、1.87%、3.03%、券商分别为 2.08%、1.29%、1.57%；保险分别为 3.99%、1.83%、4.51%。可以看出疫情对我国金融产业在第一季度冲击

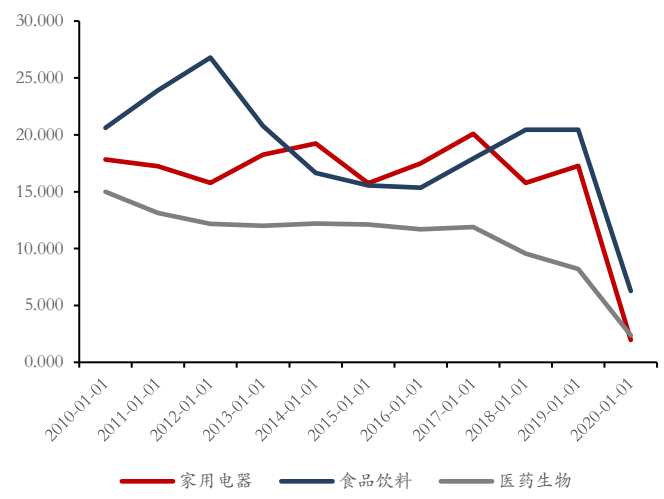
明显，不过随着政策驱动以及基本面的持续复苏，大金融板块盈利边际改善预期增强。

图表 75　大金融 ROE 走势（%）（整体法）



资料来源：Wind，万和证券研究所

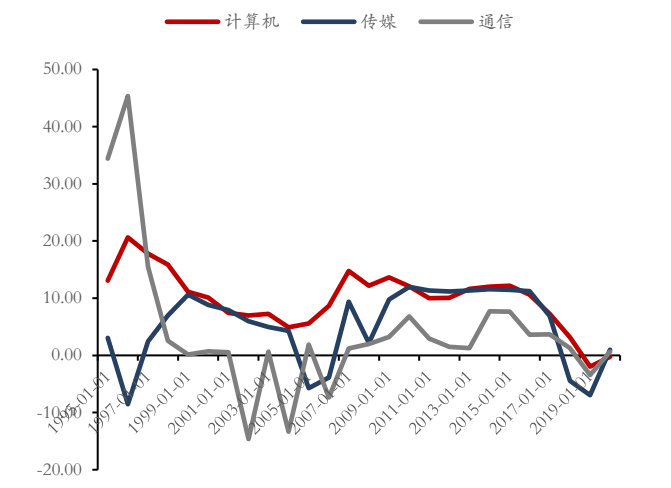
图表 76　大消费代表行业 ROE 走势（%）（整体法）



资料来源：Wind，万和证券研究所

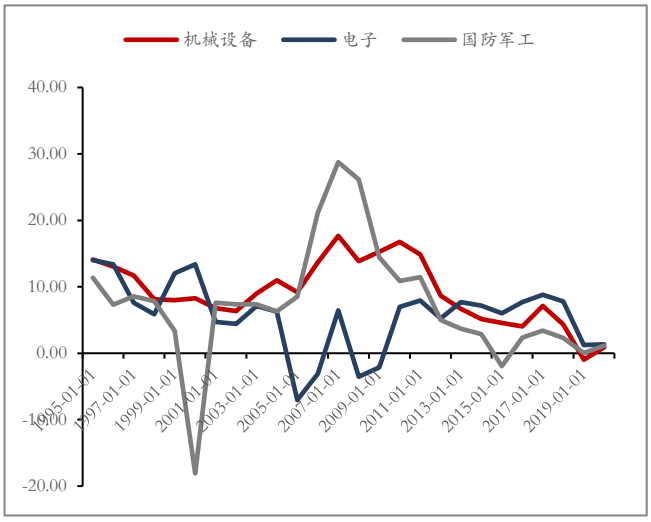
消费板块：从营收来看，家用电器 2020Q1、2019Q4、Q3 营收同比增长率分别为-24.44%、1.70%、2.95%；食品饮料同比分别为 0.15%、17.27%、13.69%；医药生物同期分别为-7.74%、6.99%、11.99%；从净利润来看，家用电器 2020Q1、2019Q4、Q3 净利润同比增长率分别为-54.04%、63.95%、25.78%；食品饮料同期分别为-0.86%、-8.63%、16.21%；医药生物同期分别为-16.73%、-177.89%、4.96%；归母净利润来看，家用电器 2020Q1、2019Q4、2019Q3；从归母净利润同比增长率分别为-46.27%、92.77%、18.06%；食品饮料同期分别为-0.66%、-8.59%、16.14%、医药生物同期分别为-17.93%、-195.08%、6.45%；从 ROE 来看，家用电器 2020Q1、2019Q4、Q3 ROE 分别为 1.95%、1.26%、5.13%、食品饮料分别为 6.08%、3.64%、5.05%；医药生物分别为 2.32%、-0.63%、2.61%。疫情影响下必选消费受疫情影响较小保持稳定，可选消费板块盈利增速的回升是下半年消费板块盈利最大的边际变化。因全年的增长高确定性预计仍将持续良好表现。

图表 77 TMT 行业 ROE 走势（%）（整体法）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 78 其他科技行业 ROE 走势（%）（整体法）



资料来源：Wind，万和证券研究所

科技板块：从营收来看，电子 2020Q1、2019Q4、Q3 营收同比增长率分别为-3.96%、3.67%、3.09%；计算机同比分别为-14.18%、-11.19%、9.00%；通信同期分别为-9.60%、-1.59%、-0.09%；从净利润来看，电子 2020Q1、2019Q4、Q3 净利润同比增长率分别为-15.90%、2325.23%、6.37%；计算机同期分别为-116.30%、-2232.44%、6.62%；通信同期分别为-49.14%、-264.79%、11.29%；从归母净利润来看，电子 2020Q1、2019Q4、2019Q3 归母净利润同比增长率分别为-10.88%、1797.50%、8.41%；计算机同期分别为-118.11%、-318.64%、7.05%、通信同期分别为-56.67%、-206.97%、1.67%；从 ROE 来看，电子 2020Q1、2019Q4、Q3 ROE 分别为 1.33%、1.22%、2.19%、计算机分别为-0.23%、-1.97%、1.65%；通信分别为 0.64%、-3.44%、1.75%。中美科技争端助力国产替代关注度提高，科技行业是未来关注的焦点。中美科技争端的升级一定程度上可能会影响国内科技产品的更新换代，不过这也助推了国产替代概念关注度的提高。下半年新基建等纯内需驱动的品种受海外疫情蔓延影响较小，而软件、半导体等自主可控领域预计仍然保持较高的景气。

（四）主要策略：整体形势向好

2020 年下半年市场虽有扰动但整体“变奏不变调”，A 股蓄势待发。展望 2020 年下半年国内资本市场，新冠疫情的形势和经济复苏状况两大因素是决定市场行情的大背景。我们分析了下半年影响市场情绪的三大变量，风险偏好、流动性、企业盈利。我们认为下半年风险偏好存在两个利好一个不确定性，即基本面的持续恢复利好市场、资本市场改革利好市场、中美关系仍有

一定的不确定性。具体看，今年受疫情影响，国内经济增长受到一定的阻滞，并在 Q1 大幅回落，而随着我国疫情的消退，当前基本面正在逐步恢复中，“两会”后政策或将在 Q3 出台并落地，并持续助推基本面的恢复；同时资本市场改革为国内资本市场的健康发展带来利好，下半年创业板注册制的实施，将使更多的创新类企业受益，当前国家高度关注我国资本市场运行情况，而近年来我国资本市场不断扩大开放与世界接轨，同时完善多层次资本市场的建设，从下半年资本市场改革仍有看点，整体利好；中美经贸关系则是下半年市场情绪的变量之一，我们认为中美经贸关系当前整体处于高频率，低强度的对抗状态，受美国大选以及美国疫情难以得到有效控制的影响，美国政府选择指责中国来引导其国内民意，但美国想要经济恢复又无法离开中国市场，美国方面经常表现出完全自相矛盾的说法，也因此当前市场对中美经贸关系的变化出现了边际钝化的表现。

此外从流动性来看，我们认为下半年年市场流动性整体处于宽松状态，国内流动性继续保持宽松而逐步向宽信用转变；企业盈利与基本面息息相关，2020Q1 企业盈利出现深坑后，随着经济基本面的恢复，企业盈利将呈现逐步恢复的态势。

我们在年度报告《守正出新，不负韶光》中提出，2020 年整体形势较好，A 股估值有望持续修复。基于我们当时的判断 2020 年整体基调应当是偏积极，虽然 2020 年出现疫情影响，使 A 股市场节凑被打乱，但随着国内疫情的消退以及复工复产的持续推进，市场行情逐步好转。从当前的形势判断，下半年市场风险偏好仍有提升空间、且流动性仍将维持宽松状态，企业盈利与基本面成正相关性，但随着 Q1 A 股净利润双位数下挫后，后续大概率将随着基本面逐步恢复，企业盈利改善预期增强。不过我们认为虽然下半年市场整体仍将偏积极，但因 Q3 扰动因素仍然较多，伴随着一定的不确定性，在 Q3 之后扰动因素渐弱，风险偏好有望进一步提高，市场有望更积极。

（五）行业建议

2020 年上半年食品饮料行业受疫情影响，短期终端消费场景受冲击明显，但因行业确定性较强，整体恢复速度较快。虽然一季度终端消费者的外餐受限较大，但因“宅消费”概念的出现助力了以速冻食品、休闲食品为首的宅消费品的需求量上涨。同时，上游食品包装变革以及下游多元渠道销售的发展也因疫情的出现有望进一步的加快，推动各板块消费品的终端销售。从短

期来看行业受冲击明显，从长期来看疫情对行业产生了新方向的催生作用。分板块来看：**白酒方面：**受疫情冲击，除高端外，中间价格带受影响较大，集中度向龙头企业汇聚明显，加速行业洗牌。随着疫情的消退及终端消费场景的逐渐放开以及品牌效应刺激的环境下，高端名酒未来上升确定性更强，次高端及各区域龙头将有望通过洗牌持续扩大销售覆盖面积。**乳制品方面：**随着疫情消退期的到来，终端需求恢复明显。随着夏季的到来，作为旺季消费品的冷饮等板块将进入上升期，一定程度弥补疫情冲击带来的影响。预计下半年随着马太效应加剧、中小乳企的逐步退出，龙头乳企将有望加大扩张。**啤酒板块方面：**随着餐饮的逐步恢复以及进入消费旺季，下半年看好其发展，建议关注国际体育相关赛事动向。**调味品方面：**疫情推动的居家消费刺激了调味品的消费需求，上升趋势明显。下半年保持对终端餐饮恢复情况的关注，看好更具优势的龙头品牌。**肉制品方面：**虽然现阶段肉价处于高位水平，但是其刚需性仍具有一定推动作用，建议下半年保持对上游养殖情况的关注。**休闲食品方面：**长期来看，疫情的出现推动了居家消费需求的上涨，休闲食品将有望持续受益。随着两会后对儿童板块的关注，及各龙头儿童休闲零食的加大发展，看好把板块龙头下半年的发展。

电子：2020 年上半年电子行业在疫情延续、中美贸易摩擦、科创板开板等各类事件带来的投资机遇中围绕着 5G 和半导体两条主线，在资本市场投资中保持着较高的关注度，但下游需求的平淡和库存的谨慎使得上半年行业基本面乏善足陈。展望下半年，我们保持相对谨慎的态度，但相比上半年更加乐观，5G 带来的投资机遇和半导体国产化趋势，依旧是下半年主要的投资逻辑。具体来看：1、5G 基站建设加速，关注高频高速趋势下 PCB 产业链机会。2020 年是 5G 元年，5G 商用建设将进入实质落地阶段。由 5G 推动的通信基建，带动高频、高速板、多层板、HDI 板市场的大规模放量，预计由通信基建带来的拉动效应将持续到 2021 年。2、疫情扰动消费电子需求递延，关注 5G 手机升级带来的创新机会。2020 年年初爆发的疫情对消费电子需求产生递延影响，预计下半年苹果 5G 手机有望发布，消费电子需求将会提振，建议关注 5G 手机创新带来的功能件、结构件、射频模组、EMS 制造等细分领域投资机会。3、半导体产业外压升级，关注产业链国产化机遇。2020 年 5 月 15 日，美国对华为限制升级，承载华为晶圆代工的台积电业务受限，中国半导体产业迈入逆水行舟、不进则退的存亡之际，芯片自主可控成为中国半导体行业的唯一出路，以华为为代表的本土企业转而注重国内市场的开发和产业生态的保护，国产化替代成为我国半导体产业发展契机。

券商：短期关注外部因素负面影响，目前疫情蔓延及中美关系仍存在较大的不确定性，高β属性的证券板块受市场环境影响较大，整体估值水平短期存在回落风险，但目前券商板块估值处于 1.4X 倍水平，处于历史估值水平底部区间，具有较大安全边际。中长期来看随着资本市场改革继续深化，以新《证券法》、要素市场化改革、金融改革 11 条措施为纲领的各项改革措施不断出台，创业板注册制改革、券商分类评级制度修订落地，政策也将延续打造航母级券商的监管思路。流动性方面，政策将更加灵活适度，6 月 15 日央行将对本月到期的 MLF 一次性续做。在注册制落地，行业马太效应加剧的背景下，研究定价、资本实力等方面更具优势的龙头券商能够充分享受政策红利及流动性释放带来的双重催化作用，低估值、业绩稳定的龙头券商极具配置价值。

医药生物：短期来看，我国疫情防控进入常态化阶段，但医药行业仍受疫情影响，呈分化态势，我们将以生产经营是否涉及抗疫防疫相关领域分别进行探讨。6 月，国务院应对新冠疫情联防联控机制综合组印发《关于加快推进新冠病毒核酸检测的实施意见》，意见指出加快提升各地的病毒检测能力，加快设备、试剂产能提升，我们预计下半年新冠病毒检测将伴随防控工作成为常态。近日北京新发地市场的聚集性传播，继续推动了病毒检测和防护产品的大量使用，相关生产、服务企业业绩进一步提升。疫苗方面，我国的新冠疫苗研发进度在世界领先，其中中国生物武汉所新冠病毒灭活疫苗Ⅰ/Ⅱ期临床试验揭盲，结果显示疫苗接种后安全性良好，接种疫苗组受试者均产生高滴度抗体。中国生物目前正在积极推进Ⅲ期临床的海外合作，同时率先建成了高生物安全等级的生产车间。综合来看，此次疫情凸显我国卫生防控体系的短板，如专业性传染病医院数量少、综合医院抗疫能力差、应急抗疫设施增建能力与储备不足等问题明显，下一阶段国家将着力于加强医疗新基建和互联网医疗体系的建设，以提升整体疫情防控能力，加强基层医疗机构应急、治疗能力，此举将持续利好相关医疗设备生产企业。纵观全球，疫情发展尚不明朗，我们认为新冠检测试剂盒、呼吸机、防护耗材等相关产品仍将有较高的出口需求。我们建议持续关注疫情防护相关的器械、病毒检测领域及疫苗板块。

非疫情相关产品方面，我们认为随着医院及医疗服务连锁机构（除检测机构）诊疗量的恢复，需求将逐渐得到恢复，但由于疫情的限制，病人、陪护等入院前均需要做核酸检测，加上核酸结果等待期的限制，相关手术耗材、

药品等的销售仍需逐季放量。此外，在医保控费的主旋律下，带量采购持续扩面。目前耗材的相关征求意见稿已经发布，意见稿提出即使是独家产品，若未通过谈判，医保将不予覆盖。因此，我们认为医用耗材细分领域的营收增速或将受限，毛利空间或将被压缩，但国产替代及龙头效应将更加明显。药品方面，国内第三批集采扩面已于 5 月启动，6 月卫健委等 9 部委联合发布《2020 纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，主要推动落实地方性非过评药品的带量采购工作，斩断带金销售灰色链条，集采范围继续加大，销量高、临床用量大的非过评药品将首当其冲纳入目录，部分省市已开始实施地方性带量采购方案，包括武汉、安徽等多地方已开展非过评药的集采工作，预计 2020 年下半年将进一步推广，形成常态化操作。此外，部分省市带量采购的参与者从医院扩充至零售领域，零售药店可根据需要选择申报参与。在带量采购呈常态化趋势下，我们认为拥有难仿、首仿药品的企业或拥有更好的竞争格局，部分转型创新的企业或有机会“突出重围”。由于医药生物较各行业相比，刚需性较强，且随着全国人口老龄化和科学技术的进步，医药行业的整体发展前景十分乐观。我们认为下半年可以关注业绩逐渐修复的创新药产业链（包括生物制药、疫苗、化药、临床前研究服务商）、国产医疗器械优质企业及医疗服务连锁机构。

环保行业：今年是“水十条”和“十三五”规划的最后一年，各地面临着完成任务、通过考核的压力，另一方面“十四五”规划也将面世，各级政府从上至下可能有大量新政落地。《固体废物污染环境防治法》、《危险废物名录》等的修订也将在年内落地或预计完成定稿。叠加之下我们认为今年可能出现一波新增订单热潮，利好整个环保板块。固废处理领域目前的表现在五大细分板块中最为突出，从未来发展来看，短期内以运营为主的固废处理受到的疫情冲击相对较小，医废、危废等部分细分领域还得到促进；长期来看固废领域持续受益于垃圾分类、焚烧发电等政策的推进，并且细分业务领域多样，商业模式明确。在财务方面，稳定的需求和周期较短的回款周期对现金流起到较好的保证，在环保行业普遍资产负债率较高的情况下具有重要意义。同时在估值水平方面固废依然拥有五大细分板块中较低的 PE 倍数，因此我们认为固废板块依然是目前环保领域中最值得关注的细分行业，建议关注中国天楹等大型处理企业以及玉禾田、侨银环保等环卫企业。从去年年底至今，多家国企开始布局环保产业。我们认为除了增强与政府合作互信外，国资背景带来的资金实力与融资优势将会大幅提升环保行业特别是工程建设导向的企业的竞争力。工程类企业近年来表现较为弱势，其主要原因

一方面是建设需求不如此前几年，另一方面则是融资成本上升的背景下工程类企业较长的项目建设和回款周期带来了财务上的周转压力。随着国资入局，后者将会得到相当的缓解，以水务与水处理为代表的工程建设类企业有望重回增长轨道，并带动监测设备等配套领域进一步发展。

计算机：新基建发力正当时，布局确定性优质赛道。数字经济正成为驱动我国经济发展的重要力量，在今年疫情的冲击下，使得数字经济的优势得以进一步凸显。新基建是夯实数字经济发展的基础保障，是逆周期调节的重要手段，国家发改委明确新基建包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三大方面，将释放出新一轮产业变革升级转型需求。我们认为，随着线上趋势的增强，信息技术的需求韧性和景气度有望持续，我们重点推荐三条具备高成长性和确定性的投资主线：1）信创：信创作为新基建的核心基石，国产设备的大规模采购已从政务市场向电信、银行等行业扩展，订单招投标正在提速，华为出口管制的再升级加速了基础软硬件国产化进程，2020 年有望成为信创行业实质性突破的元年。2）云计算：云计算作为新基建的底层支撑，5G 商用叠加 AI 融合应用场景的落地必然令云端扩容压力不断加大，海量数据的存储和计算将催生出 IDC 刚性需求，BAT 互联网巨头接连宣布千亿级新基建领域的投入规划也将拉动上下游产业链。3）金融科技：央行数字货币作为新基建的重要应用，已进入内部测试阶段，随着正式发行落地，银行端、支付端和安全端将迎来软硬件替换改造需求，加之资本市场改革的不断深化，带动行业天花板不断上升。

五、风险提示

海外疫情加速蔓延并在部分地区“二次爆发”、中美分歧快速升级、国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期、长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本

报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn