日期：2020 年 06 月 22 日

从历史的角度分析 A 股出现底部后的基本面情况和市场走势

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

报告编号： liuqihao-ZTYJ100

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

一、2440 点具备市场底部的基础

2000 年以来 A 股市场出现过 3 轮底部，分别是 2005 年 6 月的 998 点，2008 年 10 月的 1664 点和 2013 年 6 月的 1849 点。与前三轮底部对照，从多个维度观察市场自 2015 年 6 月调整至 2019 年年初的 2440 点或是本轮调整的底部。A 股市场在 2440 位置区间的估值水平、风险溢价水平、量价水平均处于历史底部。此外，类比 2000 年以来历次大级别的调整，市场调整至 2440 点的时间与空间也基本到位。

二、2000 年以来 A 股出现底部后的基本面情况和市场走势

回顾 2000 年以来 A 股出现过的三轮较大底部行情。经济基本面看，前两轮市场底部领先于经济底部，此二阶段市场出现底部后经济基本面仍有一段下行，市场呈现震荡筑底态势，随着基本面转好回升市场摆脱底部迎来牛市。第三轮市场出现底部后同样没有基本面的配合持续震荡筑底，市场摆脱底部迎来牛市的动因在于流动性宽松格局背景下利率水平持续下行以及场外杠杆资金进入对市场估值的提升。市场层面看，三阶段市场底部迎来牛市前的震荡筑底期间，A 股市场均表现出较为相似的量价变化关系。

三、新冠疫情黑天鹅扰乱 2440 点以来市场运行的节奏

类比前三轮市场出现底部后的情形，2440 低点后至 2019 年年底 A 股市场从基本面和市场层面均显示出“牛市前期”的震荡格局。但新冠疫情黑天鹅使得 A 股市场向好的态势戛然而止，疫情严重冲击了世界经济和资本市场，打乱了 A 股市场的运行节奏。

四、中期 A 股市场处于相对有利的基本面环境

经济/企业盈利和流动性/利率水平是影响市场估值的核心变量，由于社融增速是经济（企业盈利）的领先指标，我们使用社融增速反映经济/盈利情况，十年期国债收益率刻画利率水平，考察 A 股市场在不同社融增速和利率水平阶段下的表现。数据显示在社融增速上行（利率水平上行或下行）的背景下，A 股市场表现均相对较好。

两会政府工作报告就货币政策的表述消除了市场对短期货币政策收紧的担忧，意味着后期货币政策依然将延续信用和货币双宽松的格局。国内疫情得到有效控制后，复工复产的进度明显加快，生产、投资、消费等数据开始出现好转，经济的好转叠加宽货币和信用政策支撑 A 股中期处于相对有利的基本面环境。

五、长期角度 A 股牛市可期，中期仍需等待基本面的配合

处于高位的风险溢价水平、高位的股债收益率比以及低位的估值反映出长期 A 股市场具有较高的投资价值，也给市场长期向好奠定了基础。借鉴历史经验 A 股市场摆脱底部持续走强所需的必要条件:强劲的基本面或者流动性持续宽松（利率水平持续下降），疫情爆发后现阶段基

本面背景下此两个条件或都难以完全满足，A 股市场走出牛市仍需基本面的配合。

六、以创业板为代表的科技板块仍是市场的主线

2005 年以来有两个时间段内创业板明显跑赢大盘股，分别是 2009 年至 2011 年，2013 年至 2016 年。该两个时间段内共同特征是：一是创业板相对业绩增速强于大盘股。二是该两个阶段监管环境相对宽松。三是该两个阶段都对应着新一轮的移动通信技术革新周期，2009 年 3G 牌照发放，2013 年 4G 牌照发放。四是市场风险偏好的回升。从以上几点看，以创业板为代表的科技板块依然是市场的主线。一是 2019 年以来创业板与大盘股盈利增速差明显缩小，（创业板指成分 2018 年年报/ 2019 年一季报/ 2019 年中报/2019 年三季报/2019 年年报/2020 年一季报归母公司净利润分别增长 -38.31%/-23.73%/-8.83%/1.51%/12.60%/1.64%，创业板盈利自 2018 年年报至 2019 年年报持续回升，且疫情影响下创业板利润增速下滑幅度相对较小）。二是并购重组、再融资等方面的政策频出，监管环境边际放松。三是 2019 年 6 月 5G 牌照发放，新一轮技术运用将围绕 5G 不断深化与拓展。四是在目前市场风险偏好处于历史低位的背景下，随着全球疫情得到控制以及经济的逐步恢复，市场风险偏好也将逐步提升。五是产业、金融、财政各方面的政策对科技行业的支持力度不断加大，科技相关行业的工业增加值增速明显高于工业平均增速。

行业方面看，中期经济仍然偏弱以及疫情影响不确定性较大的背景下，大消费板块依然有业绩的支撑，但从估值和基金配置的角度观察，大消费板块的医药生物、农林牧渔、食品饮料等行业估值和基金配置比例均处于历史较高的位置，市场已经较为充分的反映出这些板块的确定性溢价。

历史数据显示盈利偏弱的背景下除了大消费板块，金融以及稳定板块也具有一定的逆周期属性，大金融、公用事业等行业估值和机构持仓处于历史较低的水平，相关板块值得关注。

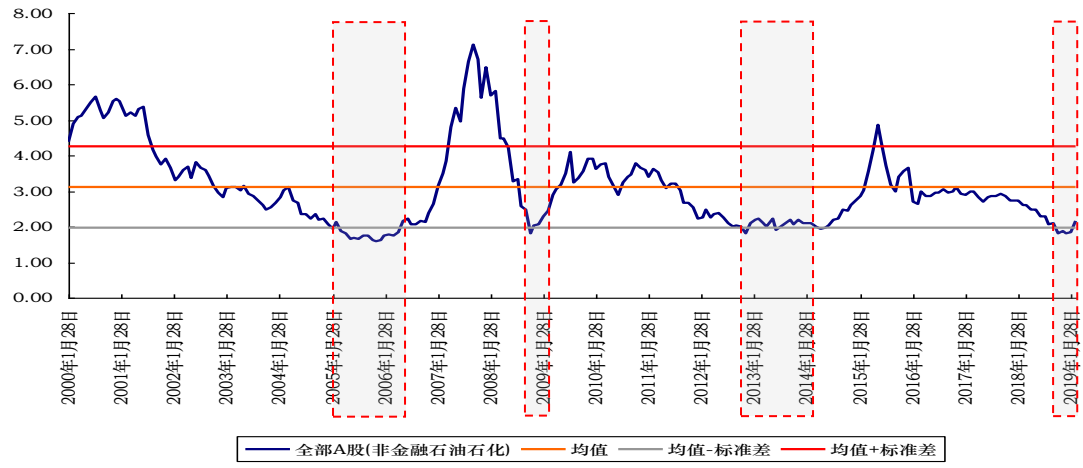
从后期盈利偏弱但大概率边际上行的角度看，受益于经济回升和政策扶持的汽车、家用电器、休闲服务等行业值得关注。此外，采掘、建筑装饰、钢铁、房地产等行业估值和机构持仓均处于历史较低的水平，板块长期具有较高的投资性价比。

一、2440 点具备市场底部的基础

2000 年以来 A 股市场出现过 3 轮底部，分别是 2005 年 6 月的 998 点，2008 年 10 月的 1664 点和 2013 年 6 月的 1849 点。与前三轮底部对照，从多个维度观察市场自 2015 年 6 月调整至 2019 年年初的 2440 点或是本轮调整的底部。A 股市场在 2440 位置区间的估值水平、风险溢价水平、量价水平均处于历史底部。此外，类比 2000 年以来历次大级别的调整，市场调整至 2440 点的时间与空间也基本到位。

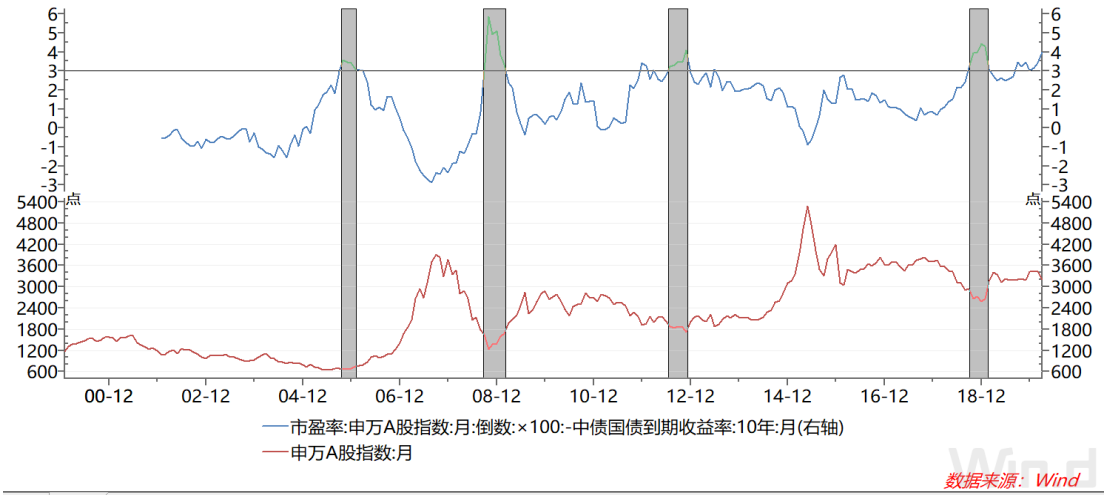
第一，从估值水平看，2000 年以来全部 A 股(非金融石油石化)PB(MRQ)2X 左右为底部水平。第二，从 A 股的风险溢价水平看，2000 年以来历次 A 股市场的底部均处于 A 股的相对收益率（A 股 E/P 与无风险收益率的差值）达到 3%上方的区间。第三，从时间和空间看，自 2015 年 6 月上证综指 5178 点开始的熊市至 2009 年 1 月的最低 2440 点，持续时间 44 个月，指数下跌 52.88%，阴线、阳线个数比为 1.32。参照 2000 年以来前三轮大级别调整数据（2001 年 6 月-2005 年 6 月，2007 年 10 月-2008 年 10 月，2009 年 8 月-2013 年 6 月），本轮市场的调整幅度、持续时间或已基本到位。第四，从 A 股市场的量价关系看，2000 年以来 A 股市场日均换手率（A 股月日均成交量/A 股流通股股数）0.6%左右的水平为其地量地价水平。

图 1　2000 年以来全部 A 股(非金融石油石化)PB(MRQ)在 2X 左右为底部水平



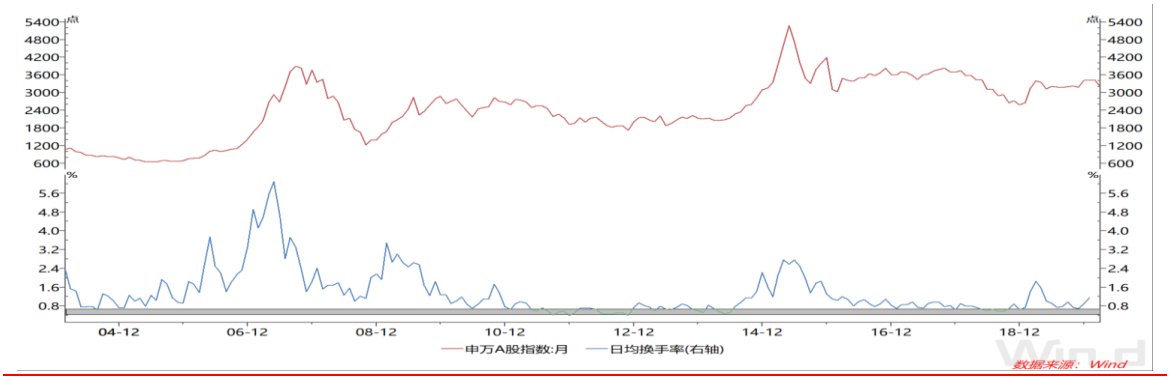
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 2　2000 年以来历次 A 股市场的底部均处于 A 股的相对收益率达到 3%上方的区间



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 3　2000 年以来 0.6%左右的 A 股市场日均换手率为其地量地价水平



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 1　2000 年以来 A 股市场熊市期间上证综指表现

时间（最高）	时间（最低）	点位（最高）	点位（最低）	涨跌幅	持续时间（月）	阳线（月）	阴线（月）	阴线/阳线
2001 年 6 月	2005 年 6 月	2245	998	-55.50%	49	20	29	1.45
2007 年 10 月	2008 年 10 月	6124	1664	-72.80%	13	4	9	2.25
2009 年 8 月	2013 年 6 月	3478	1849	-46.80%	47	21	26	1.24
2015 年 6 月	2019 年 1 月	5178	2440	-52.88%	44	19	25	1.32

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

二、2000 年以来 A 股出现底部后的基本面情况和市场走势

回顾 2000 年以来 A 股出现过的三轮较大底部行情。经济基本面看，前两轮市场底部领先于经济底部，此二阶段市场出现底部后经济基本面仍有一段下行，市场呈现震荡筑底态势，随着基本面转好回升市场摆脱底部迎来牛市。第三阶段市场出现底部后同样没有基本面的配合持续震荡筑底，市场摆脱底部迎来牛市的动因在于流动性宽松格局背景下利率水平持续下行以及场外杠杆资金进入对市场估值的提升。市场层面看，三阶段市场底部迎来牛市前的震荡筑底期间，A 股市场均表现出较为相似的量价变化关系。

（一）2005 年 6 月市场底部

2005 年 6 月市场迎来 998 点底部。2005 年 2 季度至 2006 年 1 季度经济（企业盈利）依然呈现下行态势，工业增加值累计同比由 2005 年 6 月的 16.4%下行至 06 年 2 月的 16.2%，上市公司盈利累计同比（非金融石油石化）增速从 2005 年 2 季度的-0.3%下降至 2006 年 1 季度的-20.93%，同期 EPS(TTM)由 0.21 下降至 0.15。市场层面看，上证指数从 1013.64 点（2005 月 6 月 3 日当周收盘价）经历 15 周上涨 19.66%至 1212.95 点（2005 年 9 月 16 日当周）。日均成交量由 46.16 亿上升至 115.60 亿元，增加 150.42%。随后上证综指经历 10 周的调整至 1094.29 点（2005 年 12 月 2 日当周），日均成交量缩小至 47.20 亿元，缩小 59.17%，回撤前期涨幅的 59.5%。06 年 1 月前后基本面开始企稳回升，A 股市场摆脱底部在强势基本面的带动下迎来牛市行情。此阶段工业增加值累计同比从 06 年 2 月的 16.2%上升至 07 年 3 月的 18.3%。PMI 指数由 2006 年 2 月的 52.1 升至 07 年 3 月的 56.1。微观层面看，上市公司盈利从 2006 年 1 季度的-20.9%上升至 2007 年 1 季度的 87.2%，同期 EPS(TTM)由 0.15 上升至 0.28。

（二）2008 年 10 月市场底部

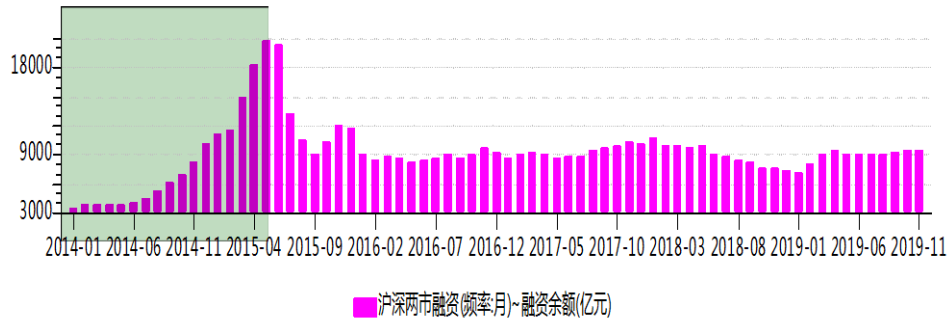
2008 年 10 月市场迎来 1664 底部。2008 年 4 季度至 09 年 1 季度经济依然下行，工业增加值累计同比从 2008 年 10 月的 14.40%下行至 09 年 2 月的 3.8%。上市公司盈利累计同比（非金融石油石化）增速从 2008 年 4 季度的-36.5%下降至 2009 年 1 季度的-49.7%，同期 EPS(TTM)由 0.25 下降至 0.20。市场层面上证指数从 1728.79 点（2008 月 10 月 31 日当周收盘价）经历 5 周上涨 16.77%至 2018.66 点（2008 年 12 月 5 日当周），日均成交量由 335.89 亿元上升至 825.24 亿元，增加 145.69%。随后上证综指经历 4 周的调整至 361.58 点（2008 年

12 月 31 日当周），日均成交量缩小至 361.58 亿元，缩小 56.18%，回撤前期涨幅的 68.3%。09 年 1 月前后基本面企稳回升，A 股市场摆脱底部在强势基本面的带动下迎来牛市行情。此阶段工业增加值累计同比从 09 年 2 月的 3.8%上升到 10 年 2 月的 20.7%，PMI 指数从 09 年 1 月的 49 升至 09 年 12 月的 56.6。微观层面看，上市公司盈利从 2009 年 1 季度的-49.7%上升至 2010 年 1 季度的 119.6%，同期 EPS(TTM)由 0.20 上升至 0.35。

（三）2013 年 6 月市场底部

2013 年 6 月市场迎来 1849 点底部。2013 年 2 季度至 2014 年 2 季度经济（企业盈利）整体呈现前高后低的态势，工业增加值累计同比从 2013 年 6 月的 9.3%升至 2013 年 12 月的 9.7%，随后下降至 14 年 6 月的 8.8%。上市公司盈利累计同比（非金融石油石化）增速从 2013 年 2 季度的 5.10%上升至 2013 年 4 季度的 13.7%，随后下降至 2014 年 2 季度的 6.65%。市场层面上证指数从 1979.21 点（2013 年 6 月 28 日当周收盘价）经历 11 周上涨 12.99%至 2236.22 点（2013 年 9 月 13 日当周），日均成交量由 870.76 亿元上升至 1746.59 亿元，增加 100.58%。随后上证综指经历 34 周的调整至 2011.14 点（2014 年 5 月 9 日当周），日均成交量缩小至 584.47 亿元，缩小 66.54%，回撤前期涨幅的 87.6%。2014 年 6 月 A 股市场摆脱底部开启牛市行情，但本轮牛市与基本面关系不大。宏观层面看，工业增加值累计同比从 2014 年 6 月的 8.8%下降至 2015 年 6 月的 6.3%，相应的 PMI 从 51 降至 50.2。微观层面看，上市公司盈利从 2014 年 2 季度的 6.65%下降至 2015 年 2 季度的 5.77%。同期 EPS(TTM)由 0.38 下降至 0.36。本轮的牛市得益于无风险利率下行加之监管环境偏松，资金流向股票市场而非实体经济，引发了 14 年至 15 年的脱实入虚的泡沫行情。从具体数据看，10 年期国债收益率从 2014 年 6 月的 4.06%下降至 2015 年 6 月的 3.60%。两市融资余额从 2014 年 6 月的 4034 亿元上升至 2015 年 6 月的 20446 亿元。

图 4　2014 年-2015 年的牛市得益于杠杠资金的推动



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 2　第一轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第一轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2005年6月16.4%	2005年6月51.7	2005年2季度-0.3%	2005年6月3日当周	1013.64			46.16	
2006年2月16.2%	2006年2月52.1	2006年1季度-20.9%	2005年9月16日当周	1212.95	上涨15周	上涨19.66%	115.6	放量150.42%
2007年3月18.3%	2007年3月56.1	2007年1季度87.2%	2005年12月12日当周	1094.29	调整10周	回撤前期涨幅59.5%	47.2	缩量59.17%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 3　第二轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第二轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2008年10月14.4%	2008年10月44.6	2008年4季度-36.5%	2008年10月31日当周	1728.79			335.89	
2009年2月3.8%	2009年2月49	2009年1季度-49.7%	2008年12月5日当周	2018.66	上涨5周	上涨16.77%	825.24	放量145.69%
2010年2月20.7%	2009年12月56.6	2010年1季度119.6%	2008年12月31日当周	361.58	调整4周	回撤前期涨幅68.3%	361.58	缩量56.18%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 4　第三轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第三轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2013年6月9.3%	2013年6月50.1	2013年2季度5.10%	2013年6月28日当周	1979.21			870.76	
2013年12月9.7%	2013年12月51	2013年4季度13.7%	2013年9月13日当周	2236.22	上涨11周	上涨12.99%	1746.59	放量100.58%
2014年6月8.8%	14年6月51	2014年2季度6.65%	2014年5月9日当周	2011.14	调整34周	回撤前期涨幅87.6%	584.47	缩量66.54%
2015年6月6.3%	2015年6月50.2	2015年2季度5.77%						

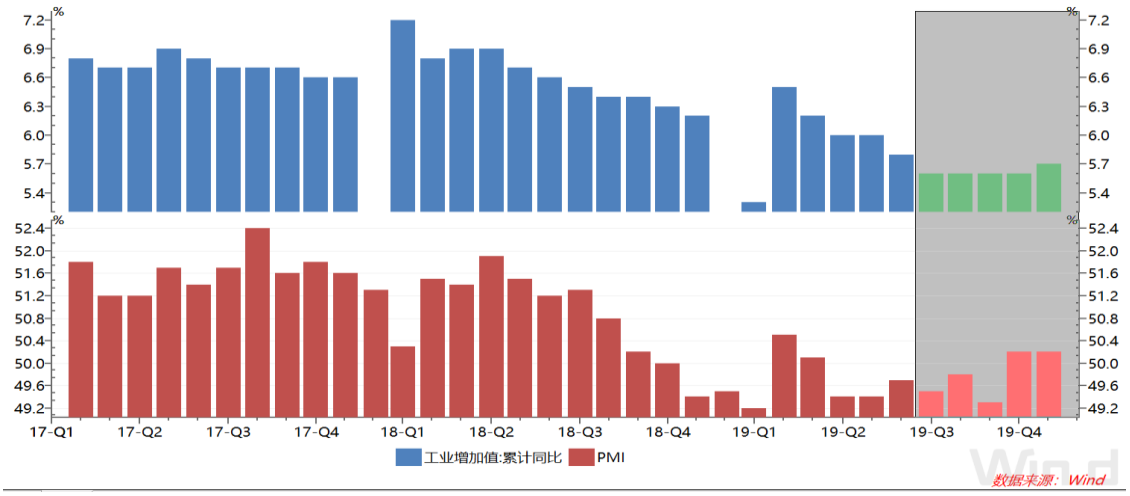
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、新冠疫情黑天鹅扰乱 2440 点以来市场运行的节奏

2019 年 1 月市场创下 2440 低点至 2019 年 8 月经济（企业盈利）仍处于弱势水平，工业增加值累计同比由 2019 年 1 月的 6.8%下滑至 2019 年 8 月的 5.6%，上市公司归母净利润累计同比（非金融石油石化）增速从 2019 年 1 季度的 2.30%下降至 2019 年 3 季度的-0.5%，同期 EPS(TTM)由 0.37 下降至 0.35。市场层面看，上证指数从 2514.87 点（2019 年 1 月 4 日当周）经历 13 周上涨 29.10%至 3246.57 点（2019 年 4 月 4 日当周），日均成交量由 1146.05 亿元上升至 4651.329 亿元，上涨 305.86%。随后上证综指经历 18 周的调整至 2774.75 点（2019 年 8 月 9 日当周），日均成交量缩小至 1955.75 亿元，缩小 57.95%，回撤前期涨幅的 64.5%。2019 年 3 季度开始数据显示经济（企业盈利）有回升的态势，2019 年 8 月至 2019 年年末工业增加值稳定在 5.6%左右的水平，PMI 读数 2019 年年末回升至 50 上方。微观层面，2019 年上市公司归母净利润累计同比（非金融石油石化）增速-1.69%，较 2018 年的-8.10%有所回升。

类比前三轮市场出现底部后的情形，2440 低点后至 2019 年年底 A 股市场从基本面和市场层面均显示出“牛市前期”的震荡格局。但新冠疫情黑天鹅使得 A 股市场向好的态势戛然而止，疫情严重冲击了世界经济和资本市场，打乱了 A 股市场的运行节奏。

图 5　2019 年 8 月至 2019 年年底国内宏观经济出现见底回升的迹象



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 5　2440 点后的基本面与市场量价变化

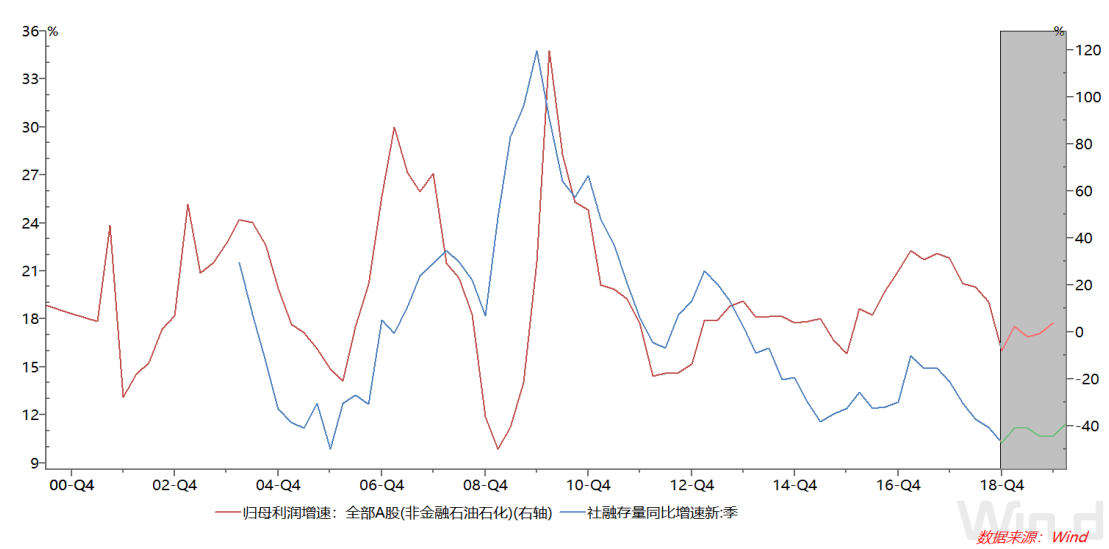
2440点后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2019年1月6.8%	2019年1月49.5	2019年1季度2.30%	2019年1月4日当周	2514.87			1146.05	
2019年8月5.6%	2019年8月49.5	2019年3季度-0.5%	2019年4月4日当周	3246.57	上涨13周	上涨29.10%	4651.33	放量305.86%
19年8月至2019年年末维持5.6%左	019年年末回升至50上方	2019年4季度-1.69%	2019年8月9日当周	2774.75	调整18周	回撤前期涨幅64.5%	1955.75	缩量57.95%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

四、中期 A 股市场处于相对有利的基本面环境

经济/企业盈利和流动性/利率水平是影响市场估值的核心变量，由于社融增速是经济（企业盈利）的领先指标，我们使用社融增速反映经济/盈利情况，十年期国债收益率刻画利率水平，考察 A 股市场在不同社融增速和利率水平阶段下的表现。

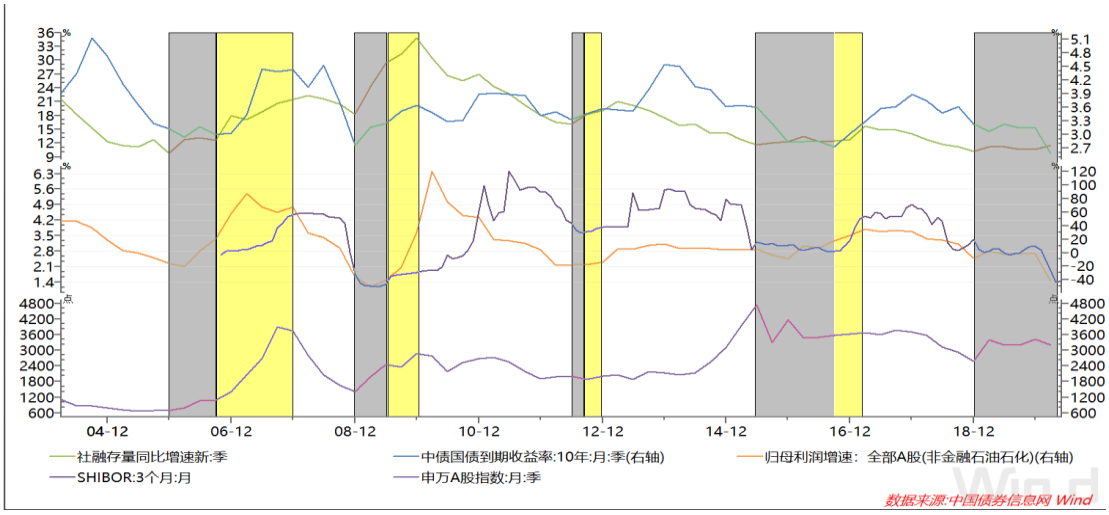
图 6　社融增速领先于经济（企业盈利）增速



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

统计分析 2005 年以来社融增速上行和利率水平下行（2005 年 4 季度至 2006 年 3 季度，2008 年 4 季度至 2009 年 2 季度，2012 年 2 季度至 2012 年 3 季度，2015 年 2 季度至 2016 年 3 季度），以及社融增速上行和利率水平上行（2006 年 3 季度至 2007 年 4 季度，2009 年 2 季度值 2009 年 4 季度，2012 年 3 季度至 2003 年 1 季度，2016 年 3 季度至 2017 年 1 季度）等各阶段 A 股市场的涨跌幅，数据显示在社融增速上行（利率水平上行或下行）的背景下，A 股市场表现均相对较好。

图 7 社融增速上行利率下行（灰色阴影），社融增速上行利率上行（黄色阴影），A 股市场表现均相对较好



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 6A 股市场在不同社融增速和利率水平阶段下的表现

社融增速/利率走势	时间	社融增速(%)	10年期国债收益率(%)	一年期shibor利率(%)	非金融石油石化归母利润增速(%)	申万A股指数	A股指数涨跌幅
社融增速上行，利率下行	2005年4季度	9.86	3.12	--	-15.76	691.19	--
社融增速上行，利率上行	2006年3季度	12.69	3.00	--	20.19	1,080.84	56.37%
	2007年4季度	21.48	4.43	4.58	67.41	3,765.36	248.37%
社融增速上行，利率上行	2008年4季度	18.19	2.75	2.36	-36.05	1,400.66	--
社融增速上行，利率上行	2009年2季度	29.37	3.24	1.87	-40.53	2,449.86	74.91%
	2009年4季度	34.78	3.64	2.25	29.89	2,880.24	17.57%
社融增速上行，利率上行	2012年2季度	16.18	3.33	4.75	-17.63	2,020.19	--
社融增速上行，利率上行	2012年3季度	18.29	3.46	4.40	-17.32	1,879.62	-6.96%
	2013年1季度	21.02	3.54	4.40	4.96	2,063.16	9.76%
社融增速上行，利率下行	2015年2季度	11.59	3.60	3.39	5.77	4,757.57	--
社融增速上行，利率上行	2016年3季度	12.50	2.73	3.03	17.42	3,581.11	-24.73%
	2017年1季度	15.71	3.28	4.20	34.66	3,691.34	3.08%
社融增速上行，利率下行	2018年4季度	10.26	3.23	3.52	-8.10	2,589.64	--
	2020年1季度	11.50	2.59	2.25	-42.15	3,201.86	23.64%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

两会政府工作报告就货币政策提出“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。报告中的表述消除了市场对短期货币政策收紧的担忧，意味着后期货币政策依然将延续信用和货币双宽松的格局。国内疫情得到有效控制后，复工复产的进度明显加快，二季度生产、投资、消费等数据开始出现好转，经济的好转叠加宽货币和信用政策支撑 A 股中期处于相对有利的基本面环境。

表 7　2017-2020 年政府工作报告目标

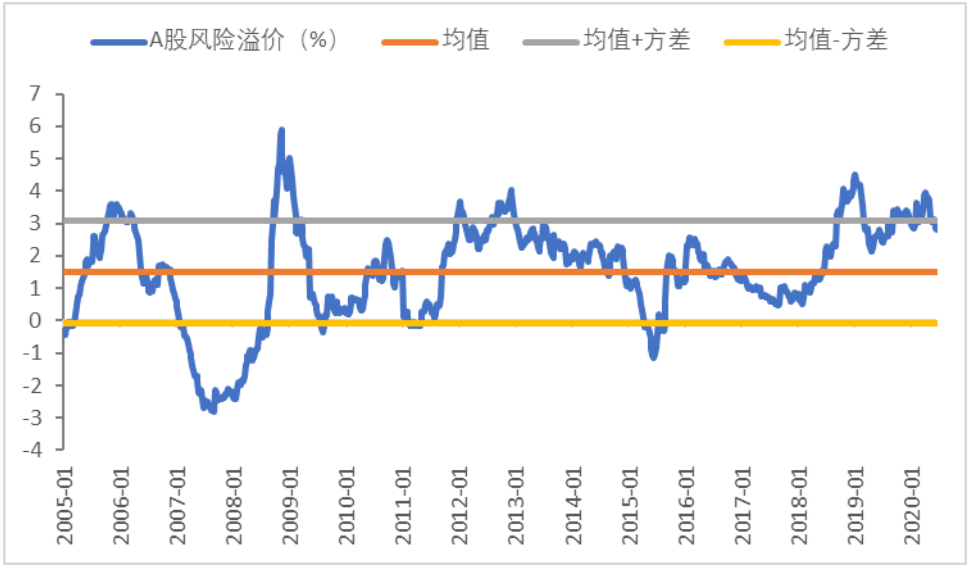
2017-2020年工作报告目标						
			2017年	2018年	2019年	2020年
经济社会发展目标	GDP		6.5%	6.5%	6-6.5%	无、稳经济基本盘
	CPI		3%	3%	3%	0.035
	城镇	新增就业	1100万+	1100万+	1100万+	900万+
		调查失业率	无	5.5%-	5.5%	0.06
		登记失业率	4.5%-	4.5%-	4.5%-	0.055
	农村	贫困人口减少	1000万+	1000万+	1000万+	全部脱贫
	居民收入		和经济增长基本同步	和经济增长同步	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
	进出口		回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质
	国际收支		基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
	单位GDP能耗下降		3.4%+	3%+	3%左右	继续下降
	宏观杠杆率		无	基本稳定	基本稳定	无
货币政策	**定调**		保持稳健中性	稳健的、保持中性	稳健的、松紧适度	稳健的、更加灵活适度
	M2/社融余额		12%	合理增长	与名义GDP增速相配	增速明显高于去年
	流动性		基本稳定	合理稳定	合理充裕	无
财政政策	**定调**		更加积极有效	积极的、取向不变	积极的、加力提效	积极的、更加积极有为
	赤字率		3%	2.6%	2.8%	0.036
	财政赤字		2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿
		中央财政赤字	1.55万亿	1.55万亿	1.83万亿	1.83万亿
		地方财政赤字	0.83万亿	0.83万亿	0.93万亿	1.93万亿+1万亿抗疫债
	全国财政支出		无	21万亿	23万亿+	无
	地方政府专项债		8000亿	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿
	减负	减税	3500亿	8000亿+	2万亿	支持
		降费	2000亿	3000亿+		支持
基建	铁路投资/里程		8000亿	7320亿	8000亿/4100km	增加1000亿
	公路水运		1.8万亿 公路20万公里	1.8万亿 公路20万公里	1.8万亿 公路30万公里+ 高速6000km	**无**
	新增水利/在建		15项	1万亿	再开一批	
	中央预算内投资		5076亿	5376亿	5776亿	**6000亿**
地产	棚改		600万套	580万套	620万套	**无**

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

五、长期角度 A 股牛市可期，中期仍需等待基本面的配合

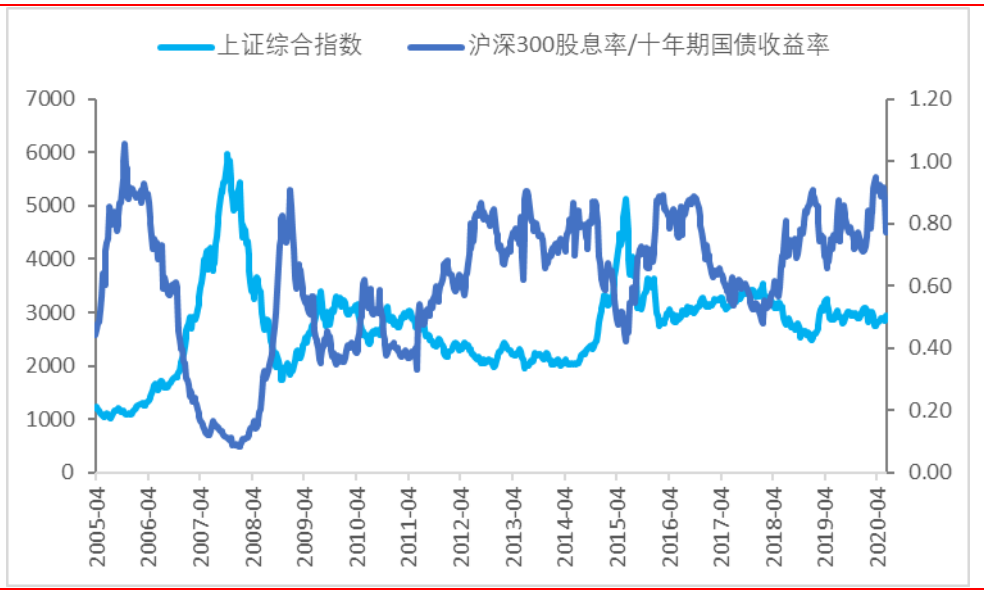
处于高位的风险溢价水平、高位的股债收益率比以及低位的估值反映出长期 A 股市场具有较高的投资价值，也给市场长期的牛市奠定了基础。借鉴历史经验 A 股市场摆脱底部持续走强所需的必要条件：强劲的基本面或者流动性持续宽松（利率水平持续下降），疫情爆发后现阶段基本面背景下此两个条件或都难以完全满足，中期的 A 股市场暂不具备牛市动能，A 股市场走出牛市仍需基本面的配合。

图 8　A 股市场风险溢价水平处于高位



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

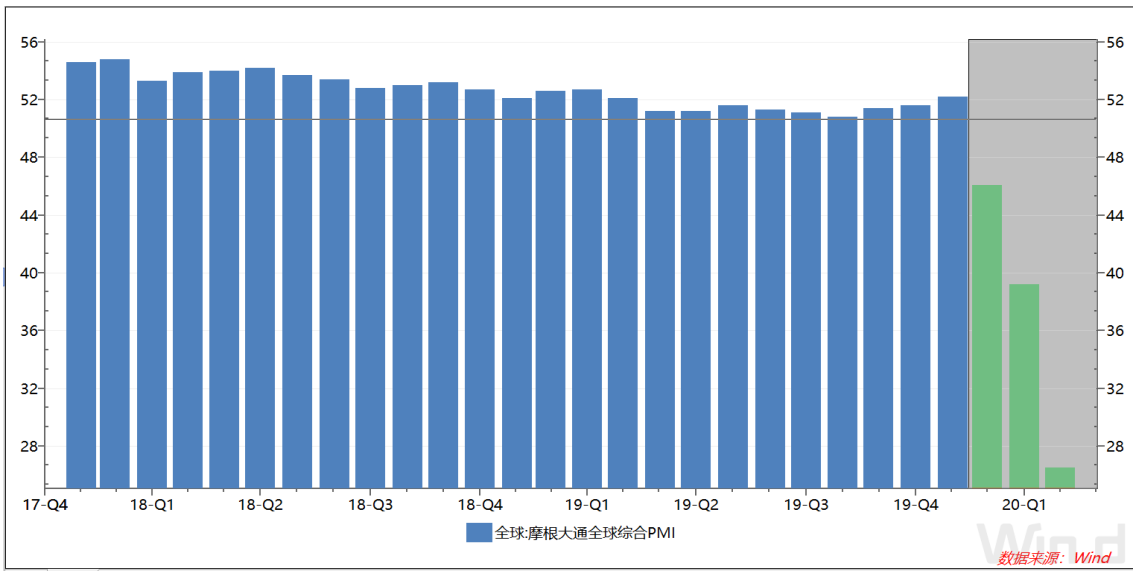
图 9　A 股市场股债收益率比处于高位（沪深 300 股息率/十年期国债收益率）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

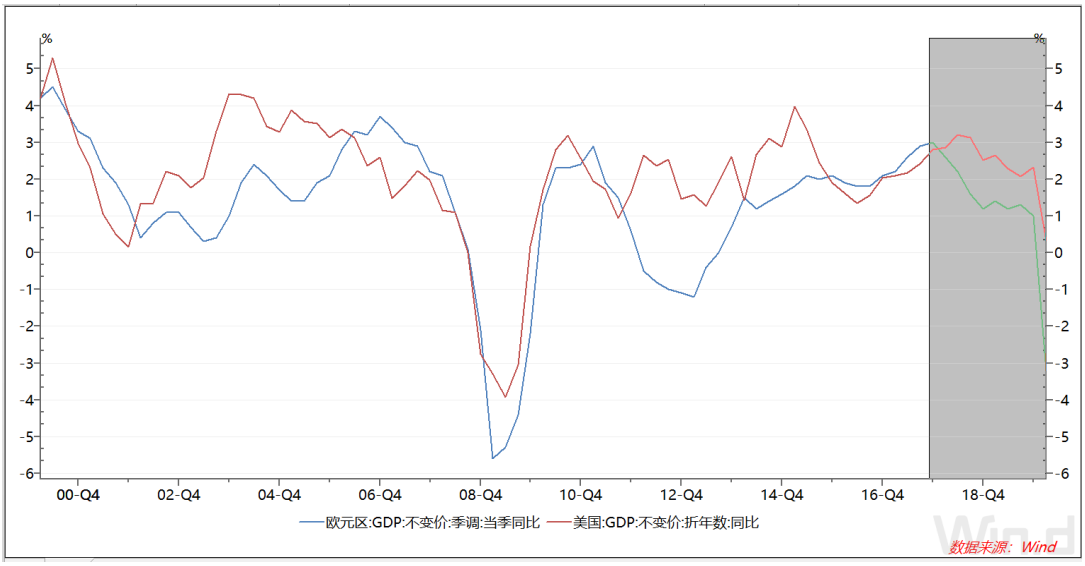
首先，疫情严重冲击冲击世界经济。根据国际货币基金组织 4 月发布的《世界经济展望》预测，受疫情影响 2020 年全球经济增长率将降至-3%，而 1 月 IMF 预计 2020 年全球经济增长率为 3.3%。2 月摩根大通全球综合 PMI 跌穿荣枯分界线读数 46.1，3 月下跌至 39.4，4 月再度大幅下滑至 26.5。国内政策加码对冲疫情影响，但两会政府工作报告中并未提及今年的增长目标，强调实现“六稳六保”，反映出政策以稳为主的基调。在缺乏强力刺激，地产调控依然严厉以及基建投资受制于财政约束的背景下，疫情影响下的国内经济难以实现类似 09 年的强劲回升。此外，目前世界范围内疫情仍然没有得到有效控制，在新冠病毒疫苗还未面世的情况下，世界范围内经济恢复正常仍面临很大不确定性。

图 10 疫情影响下摩根大通全球综合 PMI 指数大幅下行



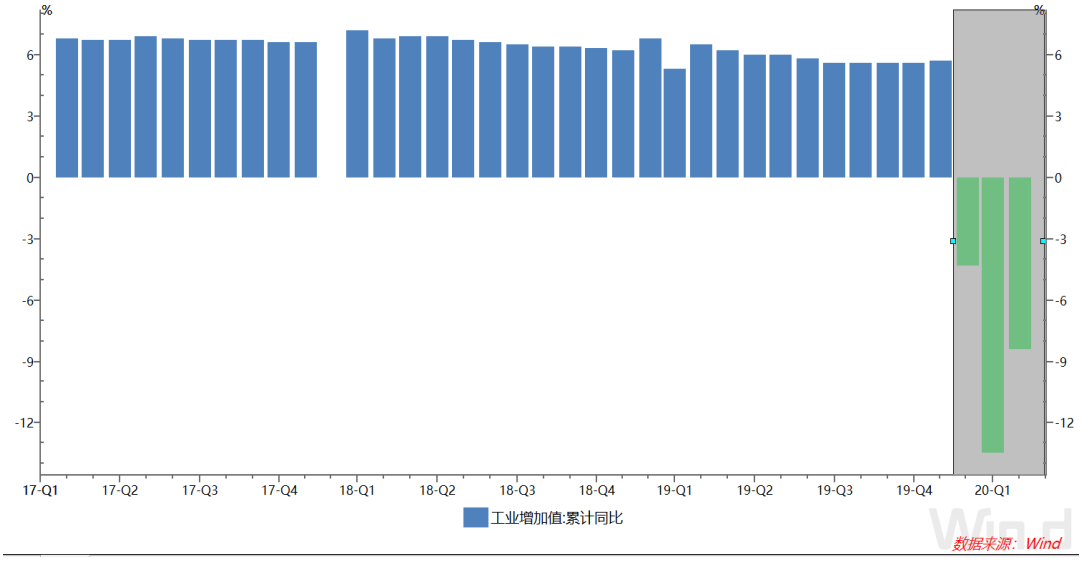
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 欧美经济均受到疫情明显冲击



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

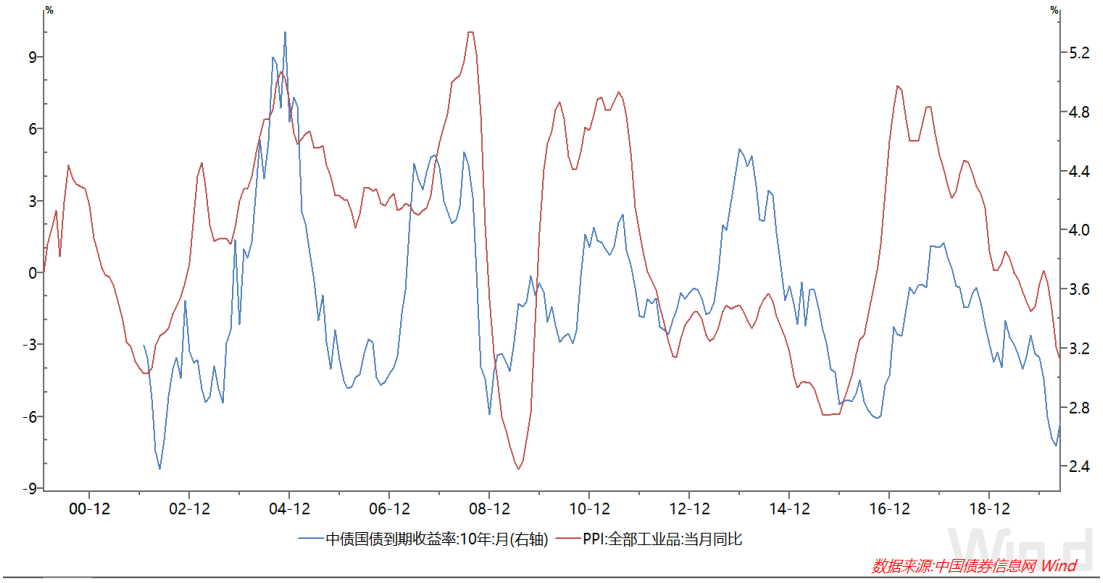
图 12 疫情对 2020 年 1 季度国内经济造成巨大冲击



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

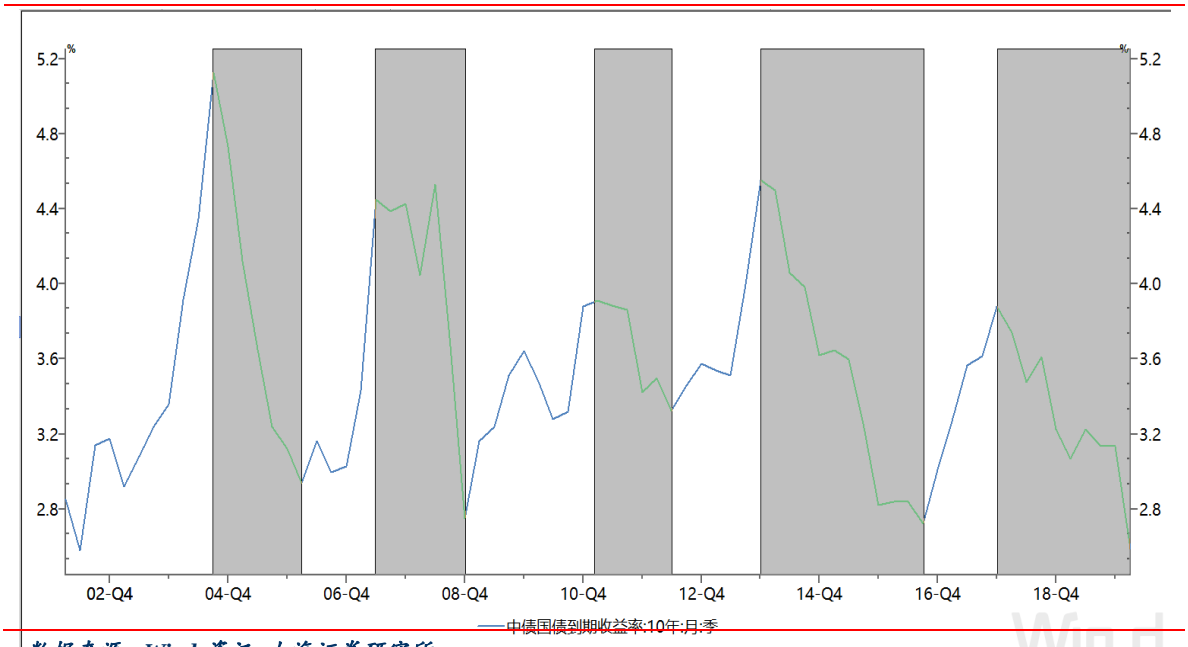
其次，流动性（利率水平）层面看，为应对疫情在美联储无限量宽松的带动下包括中国央行在内的全球主要央行均实施了宽松的货币政策，全球市场流动性极度宽裕。但从边际的角度看，全球主要经济体都逐步进入复工复产的阶段，随着经济的恢复市场对于央行防水力度的预期或将降低。国内复工复产进度加快经济回暖 PPI 回升，将对利率水平形成支撑。此外，10 年期国债收益率自 2018 年初开启本轮下行周期以来已经历了 10 个季度，目前 10 年期国债收益率水平已经处于 2000 年以来的历史低位。结合 2000 年以来利率周期运行的情况，从本轮利率水平下行的时间和空间看后期市场利率继续下行的时空也将受到限制，A 股或难以出现类似 14-15 年利率持续下行抬升估值的情形。

图 13 经济回暖 PPI 回升带动利率水平上升



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 2000 年以来十年期国债收益率呈现周期变动，目前处于历史较低的水平



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

六、以创业板为代表的科技板块仍是市场的主线

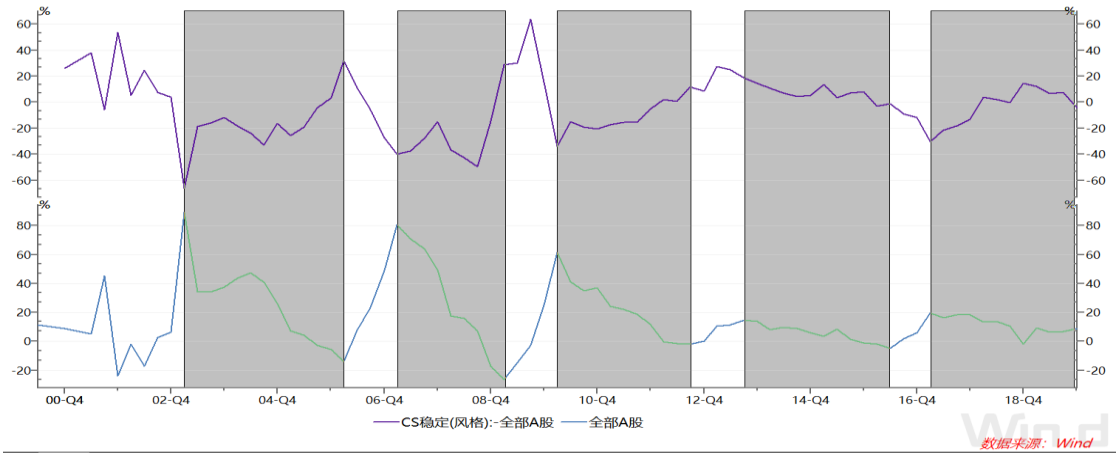
2005 年以来有两个时间段内创业板明显跑赢大盘股，分别是 2009 年至 2011 年，2013 年至 2016 年。该两个时间段内共同特征是：一是创业板相对业绩增速强于大盘股。二是该两个阶段监管环境相对宽松。三是该两个阶段都对应着新一轮的移动通信技术革新周期，2009 年 3G 牌照发放，2013 年 4G 牌照发放。四是市场风险偏好的回升。从以上几点看，以创业板为代表的科技板块依然是市场的主线。一是 2019 年以来创业板与大盘股盈利增速差明显缩小，（创业板指成分 2018 年年报/ 2019 年一季报/ 2019 年中报/2019 年三季报/2019 年年报/2020 年一季报归母公司净利润分别增长-38.31%/-23.73%/-8.83%/1.51%/12.60%/1.64%，创业板盈利自 2018 年年报至 2019 年年报持续回升，且疫情影响下创业板利润增速下滑幅度相对较小）。二是并购重组、再融资等方面的政策频出，监管环境边际放松。三是 2019 年 6 月 5G 牌照发放，新一轮技术运用将围绕 5G 不断深化与拓展。四是在目前市场风险偏好处于历史低位的背景下，随着全球疫情得到控制以及经济的逐步恢复，市场风险偏好也将逐步提升。五是产业、金融、财政各方面的政策对科技行业的支持力度不断加大，科技相关行业的工业增加值增速明显高于工业平均增速。

行业方面看，中期经济仍然偏弱以及疫情影响不确定性较大的背景下，大消费板块依然有业绩的支撑，但从估值和基金配置的角度观察，大消费板块的医药生物、农林牧渔、食品饮料等行业估值和基金配置比例均处于历史较高的位置，市场已经较为充分的反映出这些板块的确定性溢价。

历史数据显示盈利偏弱的背景下除了大消费板块，金融以及稳定板块也具有一定的逆周期属性，大金融、公用事业等行业估值和机构持仓处于历史较低的水平，相关板块值得关注。

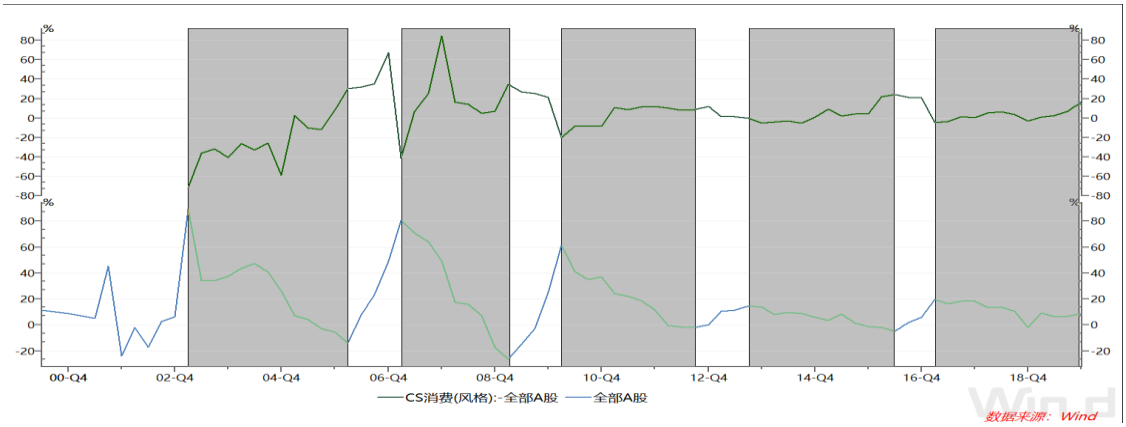
从后期盈利偏弱但大概率边际上行的角度看，受益于经济回升和政策扶持的汽车、家用电器、休闲服务等行业值得关注。此外，采掘、建筑装饰、钢铁、房地产等行业估值和机构持仓均处于历史较低的水平，板块长期具有较高的投资性价比。

图 15　稳定风格在经济（盈利）下滑的背景下（阴影部分）相对业绩表现较好



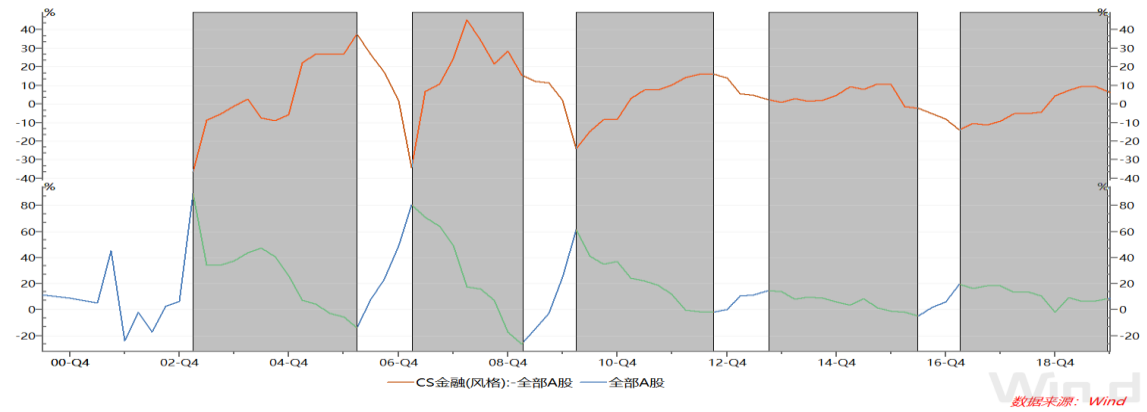
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 16　消费风格在经济（盈利）下滑的背景下（阴影部分）相对业绩表现较好



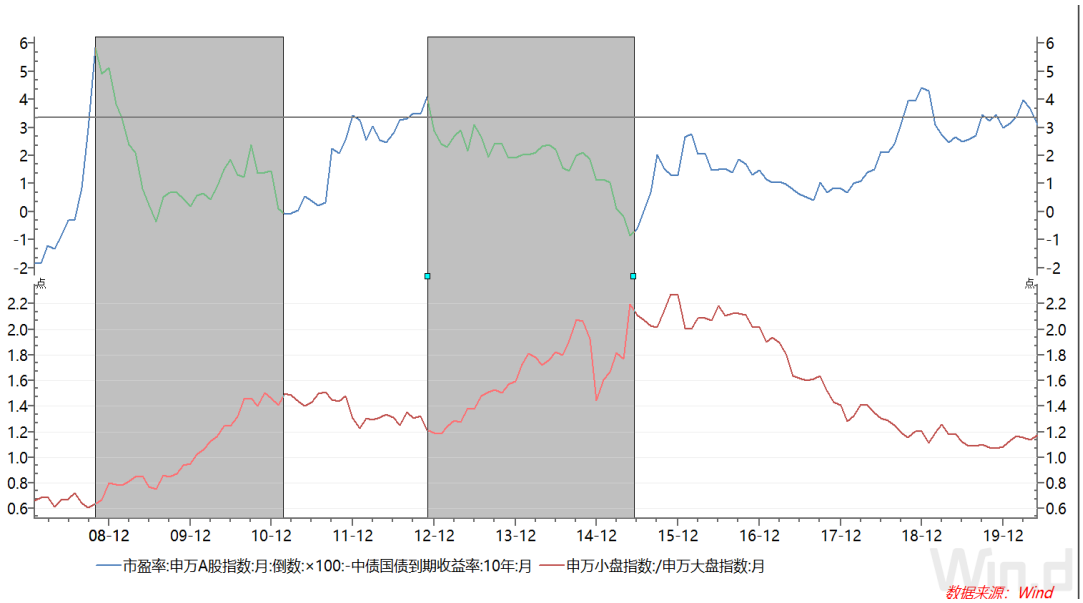
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 17　金融风格在经济（盈利）下滑的背景下（阴影部分）相对业绩表现较好



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 18　2009 年-2011 年，2013 年-2016 年创业板明显跑赢大盘股



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 8　A 股行业市净率 PB(MRQ)，基金重仓股持仓分布

行业	5 月市净率	市净率所处历史分位(05 年以来)	一季度基金重仓持股占比	基金持仓所处历史分位（05 年以来）
SW 银行	0. 63	0. 54%	6.67%	5.00%
SW 采掘	0. 8	0. 00%	0.60%	13.33%
SW 建筑装饰	0. 81	0. 00%	1.08%	41.66%
SW 钢铁	0. 84	9. 78%	0.33%	36.66%
SW 房地产	1. 15	0. 54%	4.33%	38.33%
SW 公用事业	1. 33	0. 54%	0.94%	13.33%
SW 交通运输	1. 36	13. 04%	1.66%	36.66%
SW 商业贸易	1. 49	7. 60%	1.21%	25.00%
SW 汽车	1. 52	7. 06%	1.86%	18.33%
SW 非银金融	1. 57	0. 54%	6.70%	41.66%
SW 化工	1. 58	13. 58%	2.12%	1.66%
SW 纺织服装	1. 7	12. 50%	0.16%	33.33%
SW 建筑材料	2. 04	38. 58%	1.75%	93.33%
SW 有色金属	2. 11	14. 13%	1.42%	40.00%
SW 综合	2. 13	22. 82%	0.29%	58.33%
SW 机械设备	2. 36	35. 32%	2.59%	38.33%
SW 电气设备	2. 42	28. 26%	3.26%	66.66%
SW 轻工制造	2. 49	51. 08%	0.89%	66.66%
SW 国防军工	2. 5	35. 86%	1.21%	43.33%
SW 通信	2. 67	51. 63%	2.34%	46.66%
SW 传媒	2. 89	25. 54%	4.50%	83.33%
SW 家用电器	3. 08	57. 06%	4.02%	58.33%
SW 农林牧渔	3. 82	57. 06%	2.64%	91.66%

SW 休闲服务	3.93	61.41%	0.46%	48.33%
SW 电子	4.11	73.36%	12.15%	98.33%
SW 医药生物	4.52	67.93%	15.03%	91.66%
SW 计算机	4.88	69.02%	5.99%	81.66%
SW 食品饮料	7.16	85.32%	13.81%	80.00%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师声明

刘骐豪

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。