策略

报告原因：策略研究

2020 年 A 股中期投资策略
——后疫情时代，关注消费修复与科技成长

2020 年 6 月 19 日

策略研究/深度研究

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯 CFA

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **2020 年中期经济与市场展望**

✧ **经济：**我国率先走出疫情阴霾后经济展开补偿性修复，供给端复工复产提速扩面，工业生产秩序加快恢复，工业生产各项指标呈现积极变化；需求端出现边际改善，投资、消费处于稳步回升阶段，下半年这一趋势或将延续，出口端则面临着外围经济与大国博弈更大的不确定性。**在内生增长和政策推动作用下，未来经济逐季修复是大势所趋。**

✧ **政策：**国内政策层面放弃经济增速目标，转而**强调“六稳六保”**，实则仍然包含了对维稳经济的隐性要求；**财政端**支出力度空前，重点投向稳就业、保民生领域，对扶持中小微企业、扩大内需、自主创新等领域扶持力度将尤为显著；**货币端**在经济明显复苏之前将维持偏宽松基调，**宏观流动性将维持稳态运行，但最宽松的时点已经过去，下半年发力的重点大概率从货币宽松转向信用宽松**，创新直达实体的货币工具，多措并举引导资金更多流向实体经济。**资本市场改革**进入深化期，创业板注册制年中落地，后续**市场基础制度将进一步完善**，产业行业及投资者结构更加合理，**A 股市场的吸引力有望进一步提升，吸引居民资产、国际资金持续配置。**

✧ **展望下半年，全球经济复苏情况（时点与斜率）将接替流动性宽松因素，主导后续股债市场的表现，而经济复苏情况又取决于全球疫情的后续发展，目前来看仍然有较大的不确定性。**我国国内经济有望延续逐步复苏的趋势，政策储备充足、逆周期调节进一步发力增效，宏观及市场流动性环境将维持相对稳态（不至于构成掣肘因素），中国经济增速较全球的相对优势料将进一步扩大，为 A 股资产提供坚实的价值基础。

✧ **总体来看，基本面、流动性因子有利于下半年 A 股市场的积极表现，但风险偏好因子预期偏谨慎，因下半年我们仍然面临着一个高度不确定的环境，需重点警惕以下几点风险的扰动：**海外新冠疫情加速发酵、美国大选期中美竞争加剧摩擦升级、美股高估值偏离基本面、主要经济体资产负债表衰退等，均有可能在未来某个时点对市场整体风险偏好造成较大冲击。

➢ **A 股市场大势研判与行业配置**

✧ 综上，结合影响 A 股市场的基本面、流动性、风险偏好三因子分析，以及我们在《2020 年下半年大类资产配置报告（20200506）》中对主

要大类资产的预判及量化配置结果，**我们认为 A 股市场在大类资产对比来看，仍然具备较好的性价比和中长期的配置价值，在国内股债对比来看，由于基本面修复趋势和流动性维持偏松（但继续下行空间有限），A 股资产的投资价值也更胜于债券资产。**但由于外围环境不确定性风险因素较多，可能会对市场造成阶段性的冲击和持续性的抑制，**A 股市场大概率将呈现震荡区间内的结构性行情，指数层面不具备趋势性大机会，建议关注重点风险的演绎情况，精选结构，重视行业配置，深耕个股，把握结构性机会。**

- ✧ **我们重点推荐科技新基建（云计算、信创等）崛起与可选消费（新能源车、家电家居、游戏、直播电商等）内生性修复两大行业配置方向，建议底仓配置可选消费龙头，同时持有一篮子成长赛道的科技股作为进攻仓位。**
- ✧ **推荐科技新基建的逻辑有以下四点：**（1）政策支持力度强，新基建（人工智能、云计算、区块链、数据中心等）是未来几年中国经济调结构、促升级的重点发展方向。（2）国内庞大的市场为科技应用提供了丰富的场景和市场空间；（3）逆全球化背景以及本次疫情的额外冲击下，各国科技、制造业供应链纷纷向内收缩；（4）中美摩擦提升国内加快国产替代、自主可控的必要性和关注度，美国大选期间该逻辑有望强化。
- ✧ **推荐可选消费的逻辑有以下三点：**（1）宏观经济逐季修复叠加地产交付高峰期，地产后周期行业需求有望随之回暖，基本面持续改善；（2）过去几年持续去库存，库存处于低位；行业内部持续出清，集中度提升，龙头优势凸显；（3）政策强调扩大内需，对可选消费相关行业有望继续出台刺激、扶持政策。

➢ 风险提示

1. 国内疫情出现反复，影响经济正常化修复
2. 内需修复持续不及预期
3. 国内货币宽松政策过早退出
4. 中美外交关系恶化
5. 全球经济重启不利，主要经济体债务风险

目 录

一、 经济补偿性修复 10
1. 供给端：复工复产提速扩面，工业生产加快恢复 10
2. 需求端：消费与投资边际改善，出口不确定性仍高 12
2.1 消费边际回暖，重点关注地产后周期行业 13
2.2 投资稳步回升，关注新基建投资的引领作用 15
2.3 海外需求扑朔迷离，关注疫情趋势和大国博弈 16
2.4 需求增长主要看投资和消费项 17
3. 通胀压力持续下降 20
3.1 CPI 年内持续回落 22
3.2 PPI 降幅有望逐步收窄 23
二、政策逆周期发力 27
1. 财政政策：稳定为主，投资为辅 27
2. 货币政策：边际宽松，央行创设新工具宽信用 31
3. 新经济新业态有望成为年内的主题投资机会 33
4. 资本市场改革：深化注册制，利好资本市场长远发展 34
三、A 股估值比较优势凸显 36
1. 国内外市场比较：A 股、港股、越南具备较好的性价比 36
2. 主要指数估值比较 38
3. 行业估值比较：食品饮料及计算机估值略高 39
4. PB-ROE 模型：食品饮料及医疗器械板块性价比较高 41
四、海外扰动因素诸多 42
1. 海外疫情已开始趋缓，但解封后二次爆发可能性增大 42
2. 海外经济疲软，解封后出现转机，但病毒二次爆发不得不防 45
3. 美股无惧疫情直创新高，与经济基本面脱钩 48

4. 美国大选年，中美关系不断反复.....52

五、2020 年中期大势研判与行业配置.....53

1. 大势研判.....53

1.1 2020 上半年市场回顾.....53

1.2 2020 年中期市场展望.....55

2. 行业配置.....57

2.1 自主可控+产业升级，科技新基建崛起.....57

2.2 后疫情时代，消费内生性修复.....58

六、风险提示.....61

图表目录

图 1 :工业增加值 10
图 2 ： 克强指数 10
图 3 :供给端 PMI 11
图 4 :工业产量累计同比 11
图 5 ： 上游产品产量 11
图 6 ： 中游产品产量 11
图 7 ： 下游工程机械 12
图 8 ： 下游可选消费品 12
图 9 ： 消费 13
图 10 ： 投资 13
图 11 ： 进出口额 13
图 12 ： PMI 新订单 13
图 13 ： 消费者信心 14
图 14 ： 商品房成交 14
图 15 ： 汽车销量 14
图 16 ： 交通客运量 15
图 17 ： 海南国内旅游人次 15
图 18 ： 基建投资 16
图 19 ： 房地产投资 16
图 20 ： 基站投资 16
图 21 ： 数据中心业务累计同比 16
图 22 ： 进出口同比 17
图 23 ： 各大洲出口金额同比 17
图 24 ： PMI 分项 18
图 25 ： 三大需求拉动 19
图 26 ： 行业景气指数 20
图 27 ： CPI 月同比 21
图 28 ： PPI 月同比 21

图 29 ： CPI 月同比 21
图 30 ： PPI 月同比 21
图 31 ： 主要农产品价格 22
图 32 ： 农产品批发价格 22
图 33 ： 蔬菜水果价格 22
图 34 ： 36 个城市猪肉平均零售价 22
图 35 ： 铁矿石价格指数 23
图 36 ： 钢产量 23
图 37 ： 钢材价格 24
图 38 ： 各型钢材产量 24
图 39 ： 钢材价格 24
图 40 ： 铜进口 24
图 41 ： 玻璃水泥价格指数 25
图 42 ： 建材价格指数 25
图 43 ： 原油价格 26
图 44 ： 原油供需 26
图 45 ： 原油库存 26
图 46 ： 财政赤字情况 28
图 47 ： 城镇居民支出降幅大于收入 29
图 48 ： 农村居民一季度收支均负增长 29
图 49 ： 中央收支双降 29
图 50 ： 地方财政支出较为刚性，疫情后快速上升 29
图 51 ： 2020 年 5 月份地方债发行金额创新高 30
图 52 ： 基建增速止跌企稳，基建增速当月同比已经转正 30
图 53 ： M2 与 GDP 关联性较强 31
图 54 ： M2 与社融总额同时走高 31
图 55 ： 短期利率有所抬升 33
图 56 ： 从长期来看，10 年期国债收益率已降至历史低位 33
图 57 ： 快递规模在春节期间快速走高 33

图 58 ： 苹果 APP 排行榜.....34
图 59 ： 科创板开板前两市下跌，科创板开板后两市跟涨.....35
图 60 ： 科创板 PE 估值显著高于创业板.....36
图 61 ： 科创板 PB 估值高于创业板.....36
图 62 ： 全球市场 PB-ROE 比较.....37
图 63 ： 标普 500 的 PE 估值已到历史高点.....37
图 64 ： A 股退市公司数量较少，场内公司数据较多，也是压制估值的重要原因之一.....38
图 65 ： 创业板估值一直偏高.....38
图 66 ： 从 PB 来看，创业板估值高于纳斯达克.....38
图 67 ： 上证 IAPE 已上涨至均值附近.....39
图 68 ： 中小板 IAPE 估值再度突破均值上方值得警惕.....39
图 69 ： 申万行业除食品饮料与计算机 P/E 略高于历史中值外，其他行业均低于均值.....40
图 70 ： 申万行业食品饮料 P/B 大幅超过历史中值，家电、农业微高，建筑、采掘、建材、银行等位于历史低位.....40
图 71 ： A 股养殖、饲料维持高 ROE，食品饮料性价比大幅回升，建材仍有较好配置价值，煤炭钢铁估值位于低点.....41
图 72 ： 美股行业科技、软件类具备相对优势.....41
图 73 ： 美国疫情.....42
图 74 ： 德克萨斯疫情解封.....42
图 75 ： 意大利 COV-19 确诊病例.....43
图 76 ： 法国 COV-19 确诊病例.....43
图 77 ： 德国 COV-19 确诊病例.....43
图 78 ： 法国 COV-19 确诊病例.....43
图 79 ： 意大利 COV-19 确诊病例.....44
图 80 ： 法国 COV-19 确诊病例.....44
图 81 ： 越南 COV-19 确诊病例.....44
图 82 ： 俄罗斯疫情.....45
图 83 ： 巴西疫情.....45
图 84 ： 智利疫情.....45

图 85 ： 印度疫情.....45
图 86 ： 美国经济.....46
图 87 ： 日本经济.....46
图 88 ： 韩国经济.....46
图 89 ： 德国经济.....47
图 90 ： 英国经济.....47
图 91 ： 英国经济.....47
图 92 ： 俄罗斯经济.....47
图 93 ： 印度经济.....48
图 94 ： 巴西经济.....48
图 95 ： 美国非农就业.....48
图 96 ： 俄罗斯经济.....48
图 97 ： 美国三大股指走势.....49
图 98 ： 标普 500 预期市净率与 ROE.....49
图 99 ： 纳斯达克预期市净率与 ROE.....49
图 100 ： 道琼斯预期市净率与 ROE.....50
图 101 ： 标普 500PE.....50
图 102 ： 道琼斯 PE.....50
图 103 ： 纳斯达克 PE.....50
图 104 ： 苹果 PE.....51
图 105 ： 亚马逊 PE.....51
图 106 ： 谷歌 PE.....51
图 107 ： 脸书 PE.....51
图 108 ： 道琼斯 PE.....52
图 109 ： 纳斯达克 PE.....52
图 110 ： 主要指数涨跌幅.....53
图 111 ： 行业指数涨跌势.....54
图 112 ： 行业指数涨跌幅.....54
图 113 ： 山证策略行业轮动组合年内表现.....55

图 114 ： 房地产竣工面积累计同比增速.....59

一、 经济补偿性修复

国内整体供需水平在疫情得到控制并在复工复产后有较大的回升。在复产初期，供给反弹相较需求更快，导致库存有所增加，而后数月供给端调整了生产以匹配需求，供需整体稳步回升。下半年经济或在货币信贷驱动和需求回升的拉动下维持近几个月的回升趋势，**中期把握新基建为主的相关产业机会，同时可以重点关注下游可选消费如家用电器、家居、汽车等板块**。另外，虽然近期北京出现新的疫情，但目前已经得到基本的控制，**全国疫情二次爆发风险概率较低，前期受疫情影响较大的影视、旅游等行业在下半年存在需求集中释放的可能。**最后，需要注意海外疫情对我国出口的负面影响，当前出口依存度较高的某些行业，如一些传统制造领域等，景气度位于历史较低分位水平，**警惕后续海外疫情不受控所带来的持续冲击。**

通胀方面，随着国内疫情进入尾声，供给恢复正常，且需求相对稳定，叠加去年猪肉、原油位于高位，预计未来数月 CPI 将继续下行。PPI 由于去年同期处在高位，目前同比处于负区间。但随着下游消费逐渐恢复，近期 PPI 同比降幅收窄，预计这一趋势有望延续。

1. 供给端：复工复产提速扩面，工业生产加快恢复

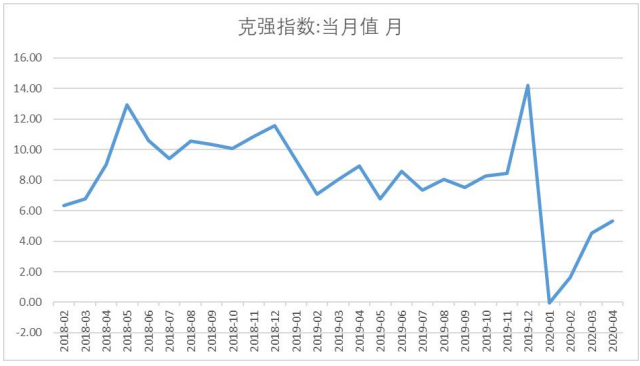
今年一月和二月份，国内供给在疫情的冲击下出现了大幅回落，三月份开始出现了回升的态势，四月份恢复持续。五月份，从工业增加值同比数据来看已经接近疫情之前中枢范围。根据克强指数，截至五月份，生产基本已经恢复到去年同期水平。就国内疫情控制情况和复工情况来看，如果能保持产能恢复速度，到六月份供给端基本可以恢复正常。

图 1:工业增加值



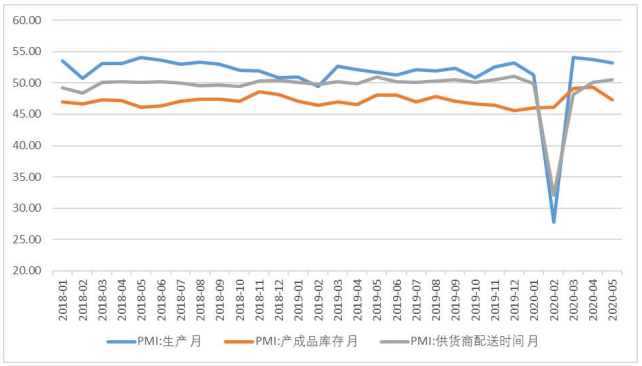
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：克强指数



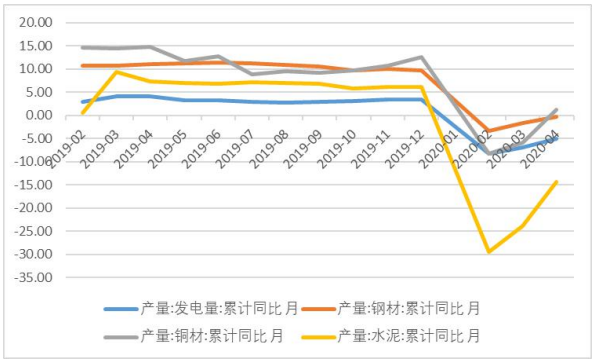
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3:供给端 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4:工业产量累计同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

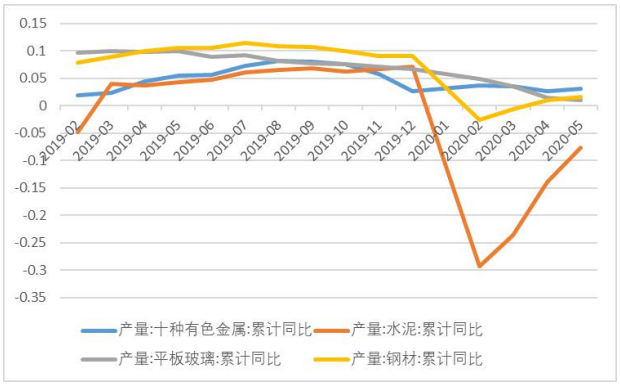
自今年年初疫情爆发，PMI 触底之后，3 月生产 PMI 已经回复到往年同期水平，4 月生产 PMI 为 53.7 较三月份下降了 0.4， 5 月份该数据回落 0.5 至 53.2，高于荣枯线，企业生产情况持续改善。不过由于需求类指标的绝对水平低于生产类，从三四月份的库存上升可以看出，需求恢复相比供给恢复相对滞后，生产端在 4、5 月调整了生产以匹配需求，可能是导致生产指数低于前值的原因。不过从成品库存 PMI 数据来看，在 4 月上升之后 5 月出现环比下降，说明供需匹配度有所增加。**相比来看，未来需求恢复将是拉动经济恢复的主要因素。**

图 5：上游产品产量



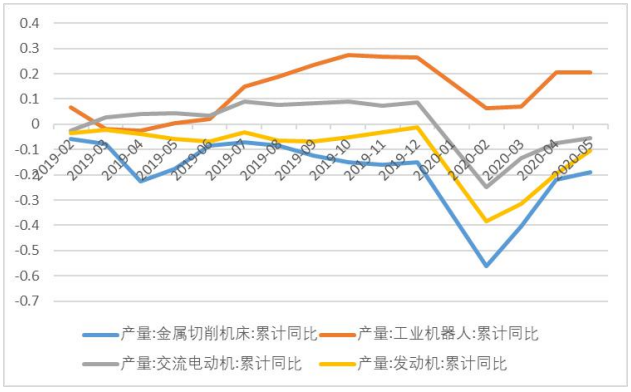
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：中游产品产量



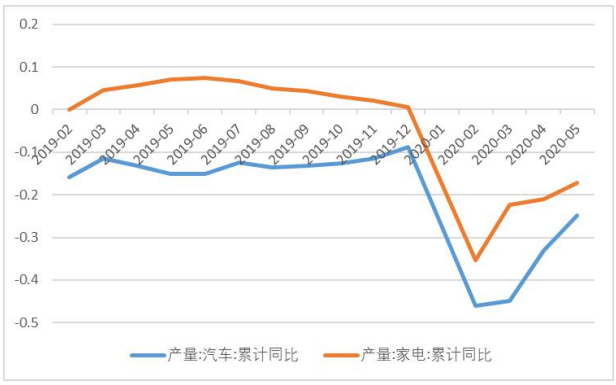
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：下游工程机械



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：下游可选消费品



数据来源：Wind，山西证券研究所

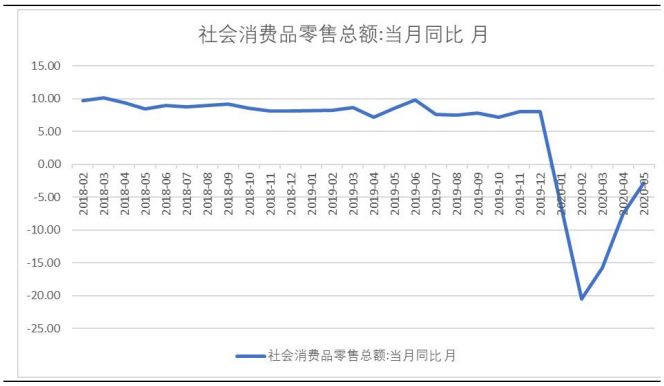
虽然复工复产率已经接近 100%，电力需求相匹配的发电量也基本回升到疫情前水平，可见整体产能在五月份已基本恢复正常。

下游工程机械产能恢复良好，其中工业机器人产量受疫情影响程度较低，目前已经基本恢复正常水平。下游可选消费品供需弹性较大，需求决定产量，就目前来看供给距离正常水平还有一定距离，预计 6 月份借助‘618’电商促销需求释放产量可以跟进回升。**展望下半年，我们判断上中游产品可以延续近几个月的供给恢复速度，下半年生产累计同比基本能回到正常区间。下游可选消费品产量处于稳步回升阶段，虽然今年较高的失业率会一定程度影响消费需求，但从历年数据来看在供需相对稳定且经济整体处于回暖态势背景下，可选消费大概率稳步回升。**

2. 需求端：消费与投资边际改善，出口不确定性仍高

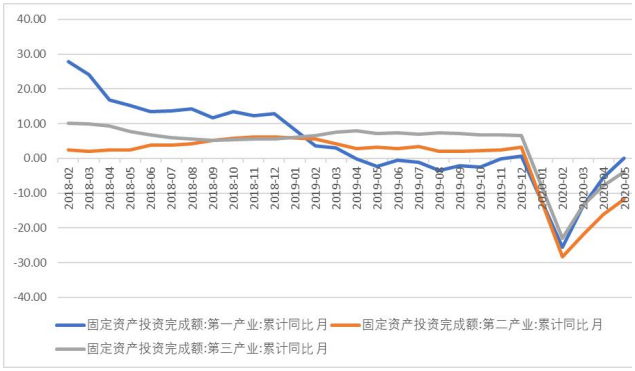
整体来看，国内三大需求在第一季度疫情得到控制后都出现了一定的回升，其中消费和投资恢复良好，出口受国外疫情爆发影响，恢复速度放缓。消费方面，从社零数据来看，三月份消费开始回升，四月份恢复速度有所增加，五月社会消费品零售总额同比下降-2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点，预计短期内同比可由负转正。投资方面，根据固定资产投资累计同比数据，一二三产业投资也是在三月份开始回升，第二产业投资回升较慢，下半年有较大的提升空间，未来整体投资恢复大概率由二三产业回升拉动。进出口方面，今年一二月份，在国内疫情爆发影响国内供给的背景下，进口额度大幅上升。随着国内复工复产以及国外疫情爆发，进出口金额受海外需求下降拖累明显，进出口额度在 3 月份环比大幅下降，其中进口额度同比连续两个月下降。PMI 出口指数在四五月份依然处于低位。

图 9：消费



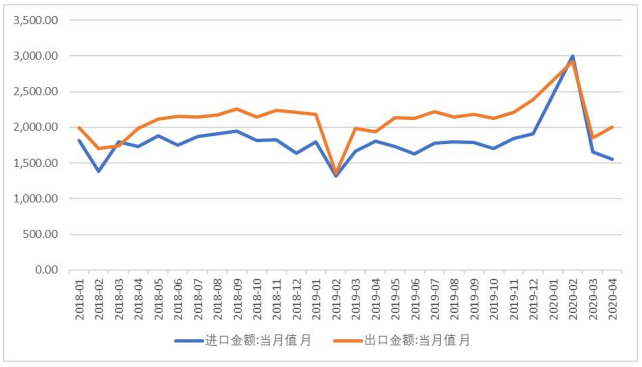
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：投资



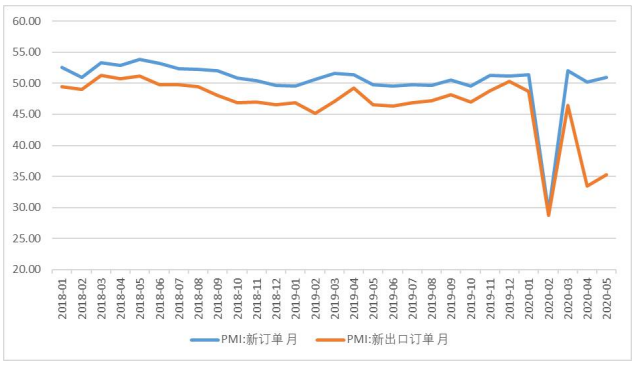
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 11：进出口额



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：PMI 新订单

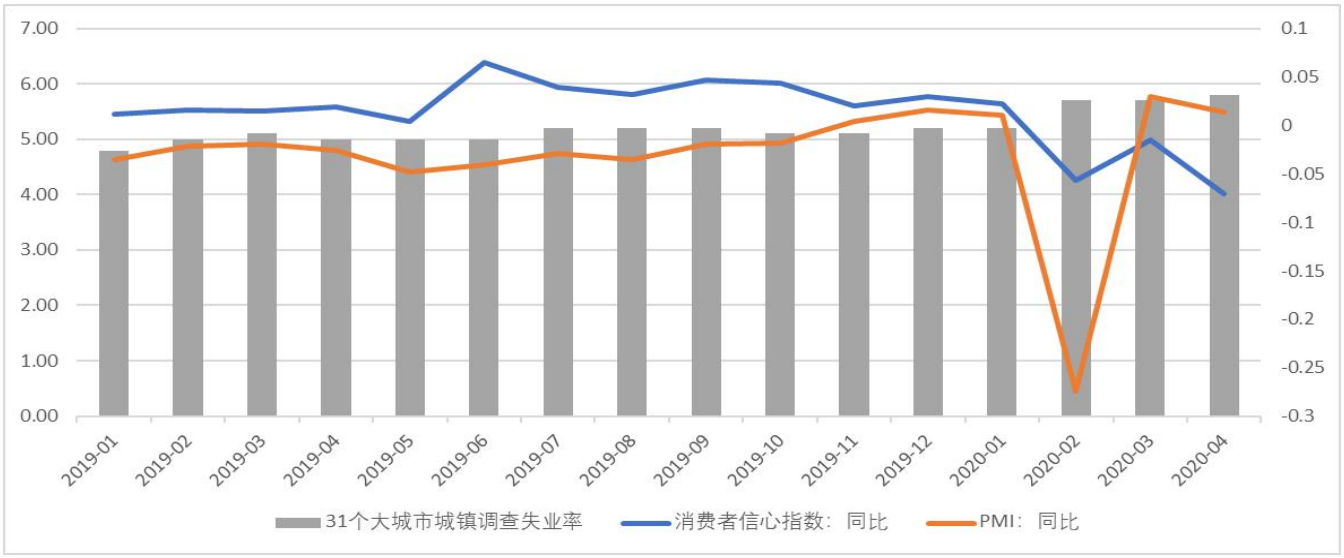


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.1 消费边际回暖，重点关注地产后周期行业

从失业率和消费者信心指数来看，消费回暖的速度或低于预期。首先 4 月消费者信心指数同比创新低，未来消费恢复有再次放缓的可能性，照此趋势可能还需要数月才能恢复到疫情之前的水平。其次，在今年二月份主要城市失业率有较大幅度的抬升，之后数月该比率依旧处于高位尚未出现明显下降。未来只有失业率出现向下的拐点，整体消费需求才有望加速回升。今年政府工作报告中有关失业率的目标为城镇调查失业率 6%左右，可以预见的下半年失业率或将维持高位。因此，**未来数月消费恢复可能一定程度的受高失业率拖累，但整体经济回暖趋势明确，下半年消费大概率能在现有恢复速度下持续恢复。**

图 13：消费者信心



数据来源：Wind，山西证券研究所

商品房交易量从 4 月份开始回暖，结合近期多地出现的购房热新闻来看，未来数月商品房成交量恢复可能加速。今年“房住不炒”的总基调不变，短期快速回升属于疫情期间需求释放，释放完成后商品房成交将逐步趋近正常水平。**下半年地产后周期消费行业如家电、家居有望伴随着地产销售回暖、交付加速迎来基本面和估值的双双回升。**

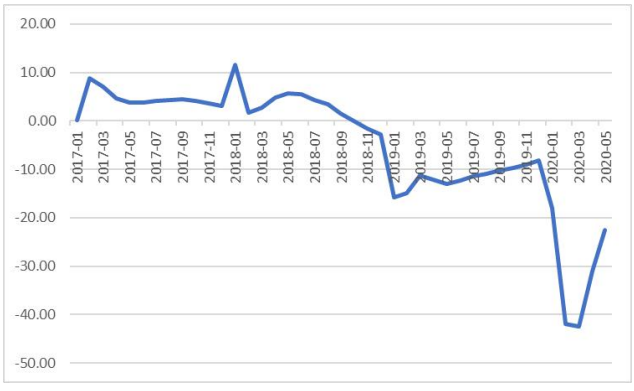
今年政府工作报告特别提出了增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。从数据来看，汽车总体销量回升迅速，**政策刺激叠加近期各厂商加速布局电动车市场，下半年新能源汽车销量有望持续放量。**

图 14：商品房成交



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 15：汽车销量



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：交通客运量



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 17：海南国内旅游人次



数据来源：Wind，山西证券研究所

另外，今年的政府工作报告提出了有关刺激消费的相关政策，主基调是实施扩大内需战略，具体举措是通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。促进汽车消费，大力解决停车难问题。发展养老、托幼服务。发展大健康产业。改造提升步行街。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。其中的餐饮、商场、旅游等属于受疫情影响较大的行业，未来或有具体政策促进其恢复。**这次政府工作报告特意提到汽车消费，结合近期电动车、充电桩新基建和自动驾驶概念利好频出，预计下半年相关板块仍可作为配置的重点。**

2.2 投资稳步回升，关注新基建投资的引领作用

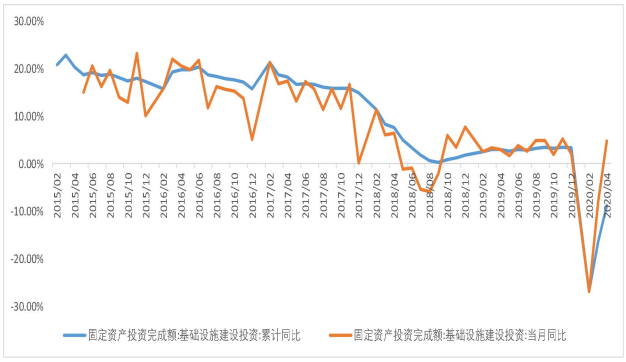
预计今年下半年，新旧基建和房地产投资都是拉动 GDP 的重要环节。今年的政府工作报告指出，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。

房地产投资方面，自三月份以来，地产投资当月同比已处于正区间并连续上升，五月该数据同比上涨 8%。今年前五个月，地产投资全国房地产开发投资 45920 亿元，累计同比下降 0.3%，降幅比一到四月份收

窄 3 个百分点。**整体来看有刚需支撑的房地产投资保持了较强的韧性，今年全年地产投资同比去年大概率能回到正区间。**

旧基建方面，投资当月同比已进入正区间。虽然今年政策没有超预期的大幅刺激旧基建的政策出台，但其依然作为需求端拉动投资的重要经济增长点，**中期或将保持稳步回升态势。**

图 18：基建投资



数据来源：Wind，山西证券研究所

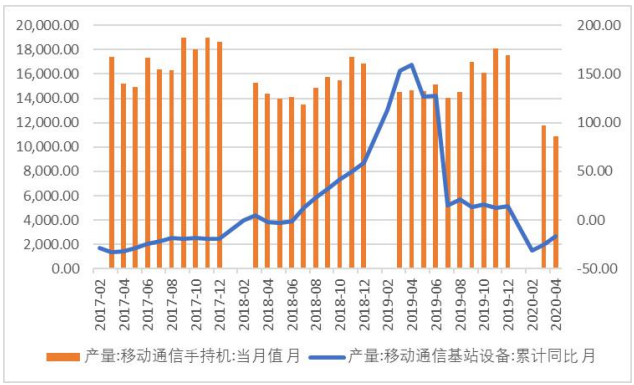
图 19：房地产投资



数据来源：Wind，山西证券研究所

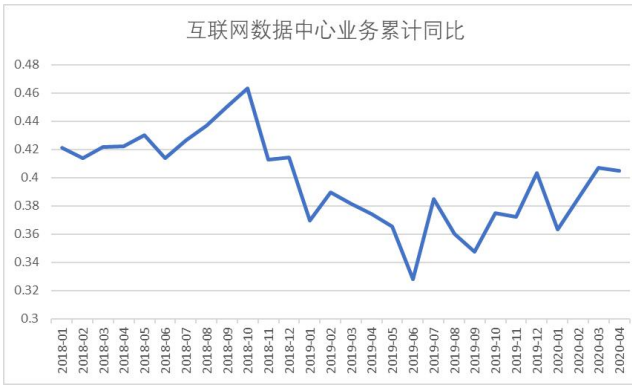
新基建投资方面，政策层面重点加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，“新基建”也已经成为了行业厂商下一步产业发展战略方向，数据中心、5G、人工智能等新型基础设施建设将成为新的拉动投资的经济增长点。从数据上来看，基站投资累计同比回升，在政策刺激背景下，未来或同比增幅上升。互联网数据中心业务量数据中心（IDC）投资先行指标，近些年一直保持高速增长，未来在政策刺激以及腾讯、阿里等头部互联网公司加速布局的背景下，IDC 投资在下半年或将实现更快的投资增速。

图 20：基站投资



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 21：数据中心业务累计同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 海外需求扑朔迷离，关注疫情趋势和大国博弈

根据最新数据，5 月份货物进出口总额 24696 亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 14562 亿元，同比增长 1.4%；进口 10134 亿元，同比下降 12.7%。进出口相抵，贸易顺差 4427 亿元，比 4 月份扩大 1246 亿元。1-5 月份，货物出口 61989 亿元，下降 4.7%；进口 53391 亿元，下降 5.2%。**从数据看净出口出现一定程度的好转，后续向好趋势能否延续主要受海外疫情整体情况主导，就目前而言，海外疫情还未现拐点，未来仍有较大的不确定性。**

出口方面，我国对外出口在疫情的冲击下 2 月下行，随着供给恢复，3、 4 出现反弹，5 月由于海外疫情严重，出口反弹趋缓，南美疫情爆发以及北美疫情抬头，预计六月份整体出口方面同比持续下行。目前来看，下半年如果海外疫情逐渐得到控制，海外需求或逐步回升，出口或有相应的回升，**但就目前情况来看，海外疫情不确定性依然较大，全年出口拉动或相对疲软。**

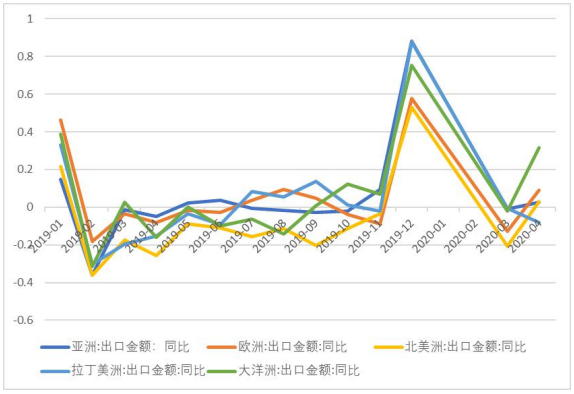
进口方面，从我国进口国家、地区来看，中下游进口国如韩国、日本疫情基本得到控制，而部分资源、农业进口地受疫情影响较大，如美国、巴西等。因此我们判断，**上游、农业行业将受到比较大影响，中下游相对影响有限。**

图 22：进出口同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 23：各大洲出口金额同比

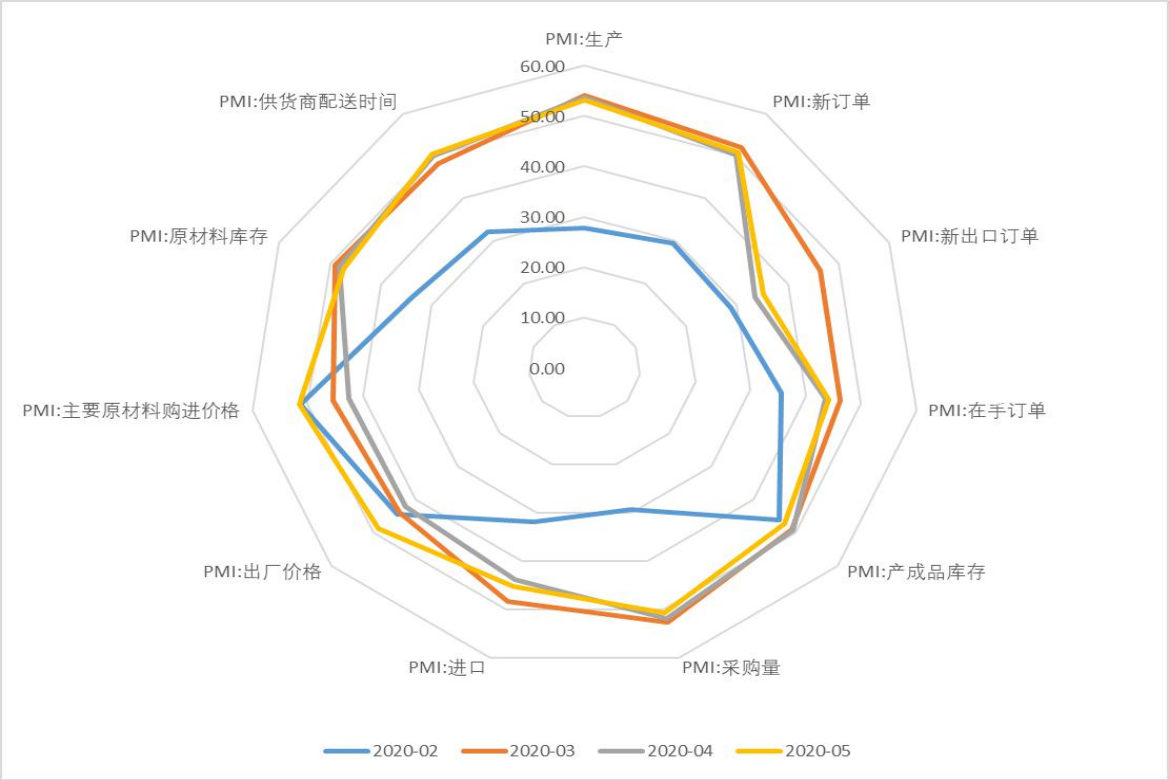


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4 需求增长主要看投资和消费项

5 月新订单 PMI 为 50.9，较上月提升 0.7。新订单指数的回升主要归功于国内需求稳定向上以及海外需求边际改善。随着部分国家陆续开始复工，出口订单 PMI 环比小幅回升 1.8 至 35.3。不过，目前整体需求仍低于近年平均水平，总需求要恢复到往年水平还需要数月时间，尤其需要关注海外疫情情况。

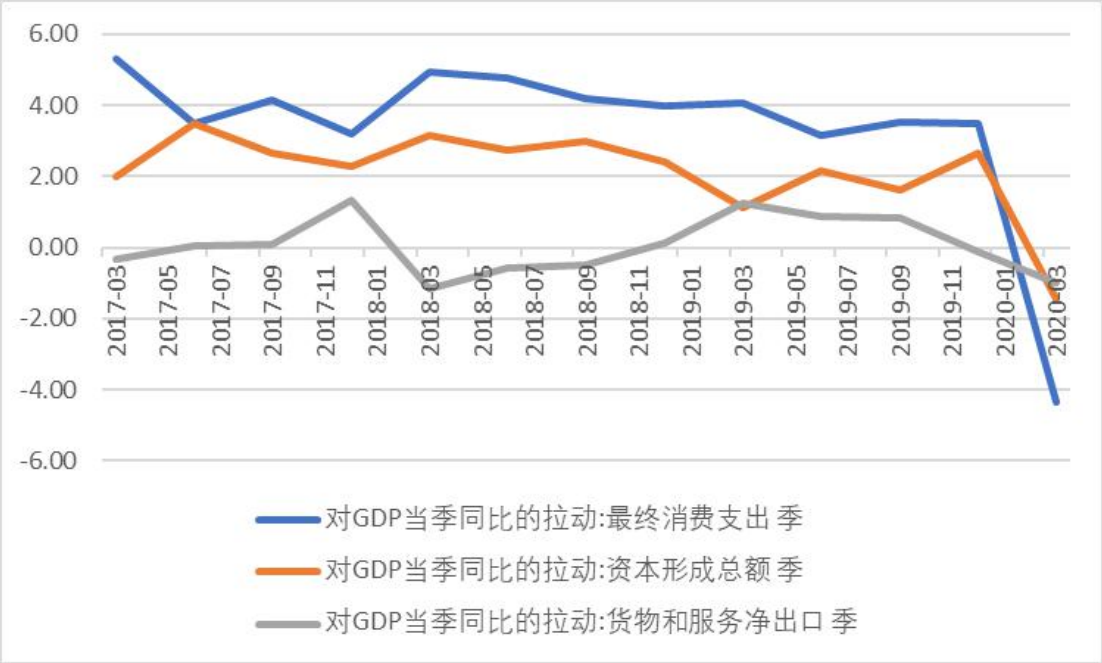
图 24：PMI 分项



数据来源：Wind，山西证券研究所

从季度数据来看，三大需求在第一季度对于 GDP 拉动同比显著下降，其中消费下降最多，出口下降较少。根据第二季度全球疫情动向以及最新 PMI 数据，预计第二季度投资和消费将呈现明显回升，叠加需求释放，同比数据或超过往年平价水平。出口由于国外疫情反复，难有较大反弹空间。**下半年，我们预计在政策导向下，GDP 将主要由消费和投资拉动，由于海外疫情和中美贸易关系不确定性依然较大，今年净出口的拉动作用有限。**

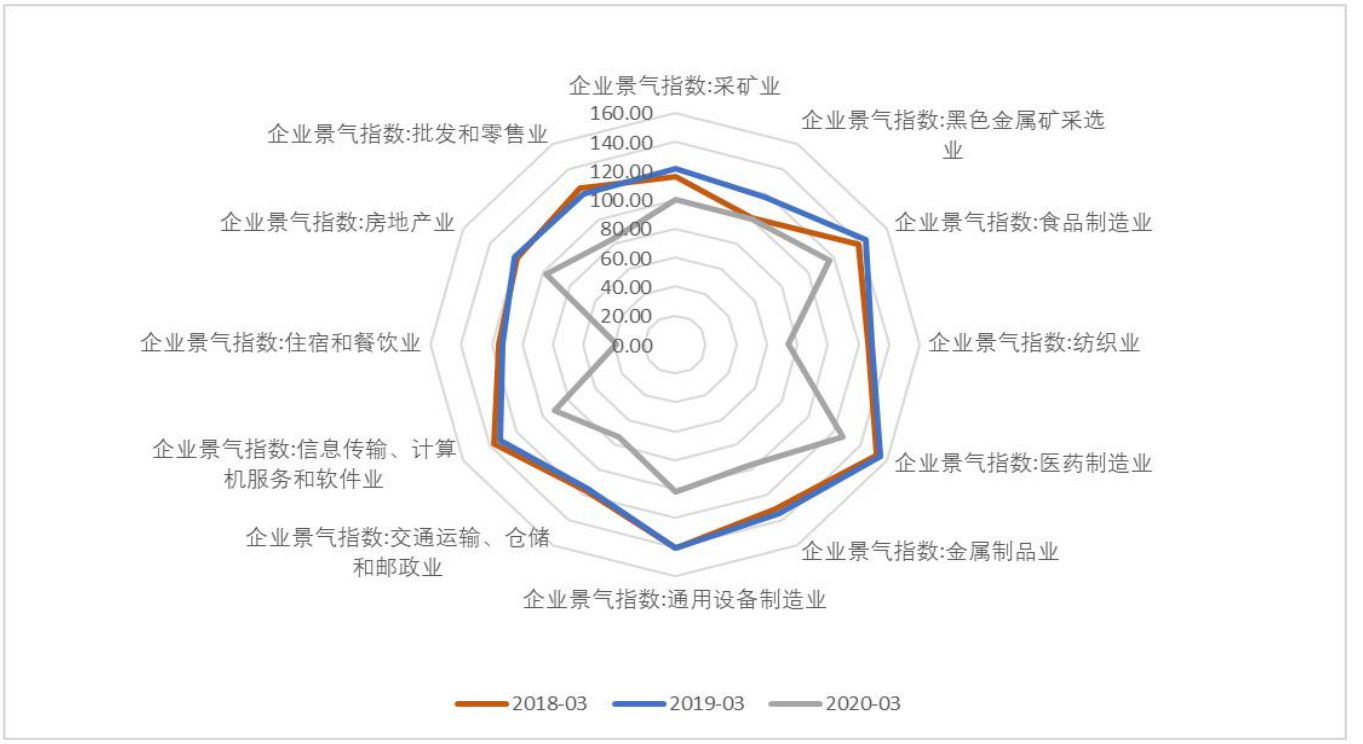
图 25：三大需求拉动



数据来源：Wind，山西证券研究所

具体到行业，从今年一季度行业景气度对比去年同期行业景气度来看，工业、房地产、食品和医药行业表现出较强的韧性，其下半年稳步恢复为经济增长提供重要支撑；餐饮、住宿、旅游等行业景气度降幅较大，如疫情完全受控，则下半年会有较大的回升空间；另外如家电、汽车等顺周期的可选消费板块也可重点关注。**此外，从今年政策导向来看，新基建相关行业和概念将作为今年重要的经济增长点，投资者可重点关注景气热度有望持续的电子、通信、5G 概念、充电桩、新能源汽车等板块。**

图 26：行业景气指数



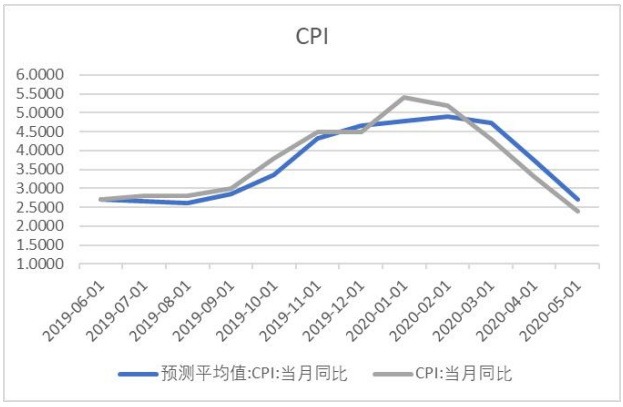
数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 通胀压力持续下降

自今年二月份以来 PPI、CPI 同比持续回落。根据最新数据，5 月 CPI 当月同比从 4 月的 3.3%降至 2.4%，比平均预测值低了 0.31%。从近一年 CPI 从具体分项的数据来看，近几个月食品价格明显回落，同比增速从 2 月的 21.9%下降到 10.6%，非食品项目更进一步小幅下跌同比增速从 2 月的 0.9%进一步下降到 0.4%，服务项目 CPI 基本稳定。与食品类不同，非食品和服务类受疫情影响导致供给和需求相对同步，使得其价格波动较小。

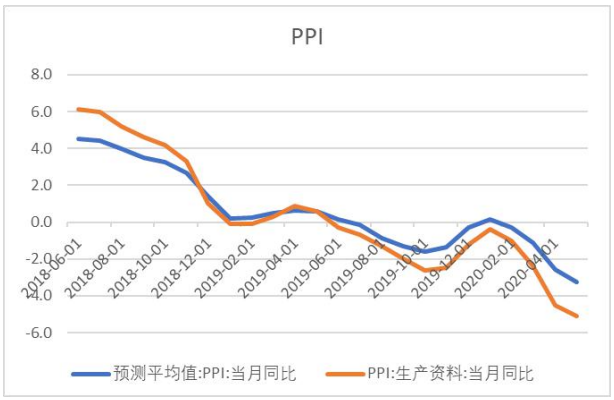
PPI 同比仍处于负区间且同比降幅有所扩大，就分项来看各项指标都处于同比下降的情况，采掘工业 PPI 同比下降最多达 14.8%，加工工业下降最少，为 2.4%。由于去年最后一季度物价指数受猪肉价格拉动大幅上升，叠加近期供给稳步恢复，**预计今年下半年 CPI 同比有望继续一定幅度的回落。PPI 虽然同比下降，但是随着下游消费逐渐恢复，预计年内 PPI 同比降幅有望收窄。**

图 27：CPI 月同比



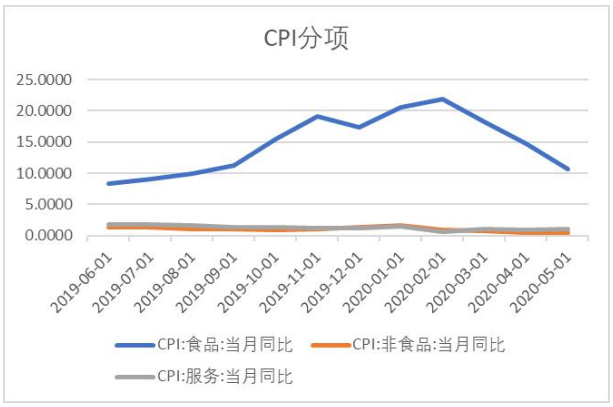
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：PPI 月同比



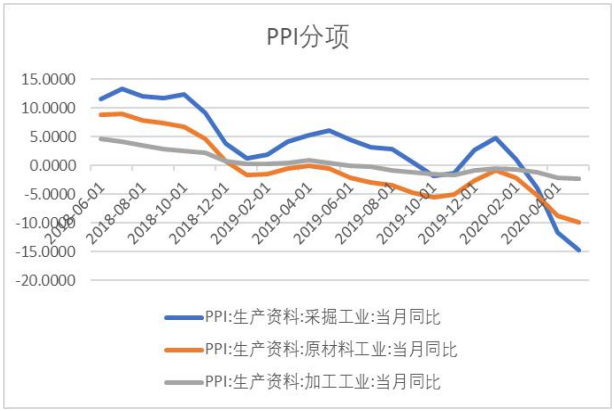
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 29：CPI 月同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 30：PPI 月同比



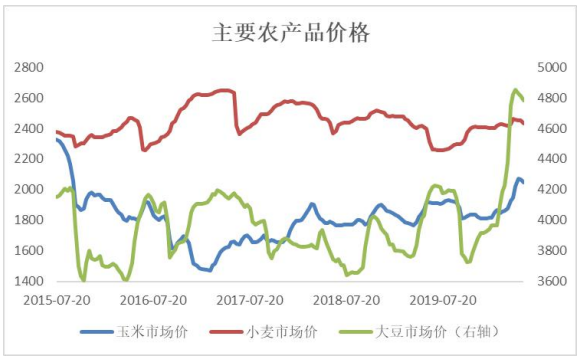
数据来源：Wind，山西证券研究所

3.1 CPI 年内持续回落

整体农产品价格自今年二月份开始连续回落，目前农产品批发价格已降至去年猪肉大幅上涨之前的水平。进口农产品价格前期受海外疫情影响价格飙升，但最新数据显示其已经出现向下拐点。蔬菜水果类产品价格同比也已经回归正常。

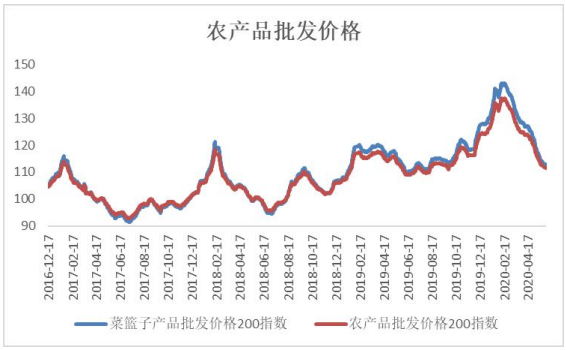
猪肉价格随着母猪存栏上升持续回落，但目前猪肉价格相比去年快速上涨之前水平依然处于高位，考虑到当前存栏水平仍然偏低，且猪肉供给较存栏量有 9 个月左右时滞，**预计猪肉价格今年无法恢复到去年快速上涨之前水平。**

图 31：主要农产品价格



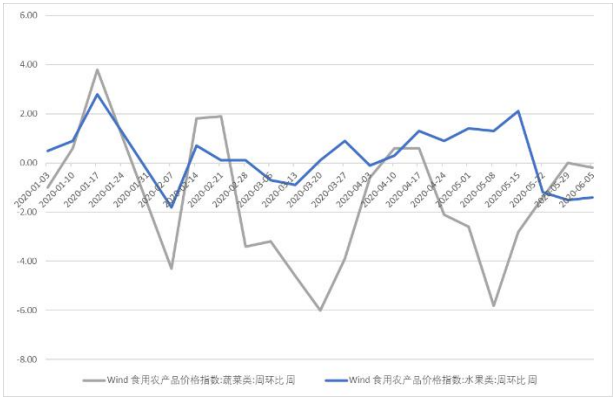
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：农产品批发价格



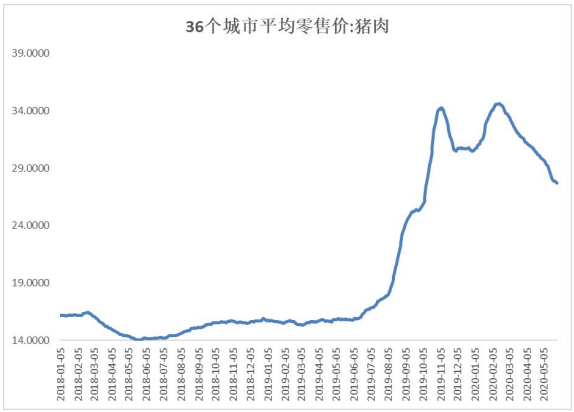
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 33：蔬菜水果价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 34：36 个城市猪肉平均零售价



数据来源：Wind，山西证券研究所

展望未来， CPI 随着国内疫情收尾，由于疫情导致的产能下降和物流不便等问题逐渐缓解，鲜菜鲜果等价格将继续回落，猪肉、水产品等供应链、供应量恢复正常，在总需求相对稳定的情况下，总体来看预

计未来数月 CPI 将继续下行。由于去年年底 CPI 指数受到猪肉价格上涨带动处于高位，年内猪肉价格稳定的情况下，CPI 同比有望在年内大幅度回落，预计今年四季度末 CPI 增速较去年年底同比会在 1.2%－1.4%。虽然当前货币政策较为宽松，但此前通胀走高因供给不足而非需求大幅增加，属于结构化通胀。此外，货币政策对通胀影响也更趋于长期而非短期，预计年内不会对 CPI 整体走势有太显著的影响。

3.2 PPI 降幅有望逐步收窄

5 月最新数据显示 PPI 环比较上月缩窄 0.9 个百分点，但受去年基数较高的影响，5 月 PPI 同比继续下行，降幅为 3.7%。从生产者出厂价格指数来看，生产资料价格较上月环比降幅皆有缩窄，尤其上游采掘工业和原材料工业价格降幅缩窄明显，这与工业生产者购进价格指数中上游原材料价格回升速度较快相对应。

3.2.1 钢铁、有色以震荡为主

钢铁受疫情影响，一季度下游需求疲软。价格和库存方面，今年年初，各类钢材现货价格出现了短期上扬，但随着国内疫情爆发需求下降，各型钢材价格出现较大幅度下跌，库存被动上升，远超各年份历史同期水平，其中二月同比增加 29.8%，三月同比增加 52.6%，叠加 3 月份是全年库存峰值，3 月 6 日库存创历史新高。之后随着复工复产和下游需求增加，钢铁产能回升，库存主动上升，从今年 5 月份开始，产量受房屋开工、旧基建等需求拉动原材料价格持续上升，库存开始下降。

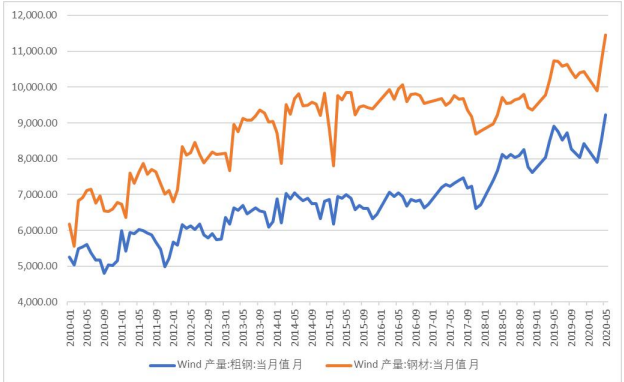
虽然疫情对于钢铁供给端和需求端都产生影响，而从价格数据和库存数据来看，对于中游下游需求端的冲击更大。考虑铁矿石价格没有出现同步下跌，对钢价起到了一定的支撑作用，但钢材利润空间收窄，相关企业业绩近期面临较大压力。**整体来看，我们认为建筑钢材下半年价格将主要取决于地产和基建的情况与海外疫情对原材料价格的影响，下半年螺纹钢价格将升至往年中枢水平上方。**

图 35：铁矿石价格指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 36：钢产量



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 37：钢材价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 38：各型钢材产量



数据来源：Wind，山西证券研究所

有色金属方面，中国有色金属消费量为全球的 45%-55%水平，在疫情控制良好，复工进度无忧的大背景下叠加政策刺激预计金属需求持续企稳，而海外疫情反复预计有 30%需求将会受到严重压制。但是供给侧也受到明显影响，南美、非洲供给减量明显。整体来看需求萎缩的程度仍然大于供给，虽然我国需求反弹但是整体来看我们认为有色年内仍然会出现供大于求的现状，预计有色金属价格将在供应成本区附近来回震荡。

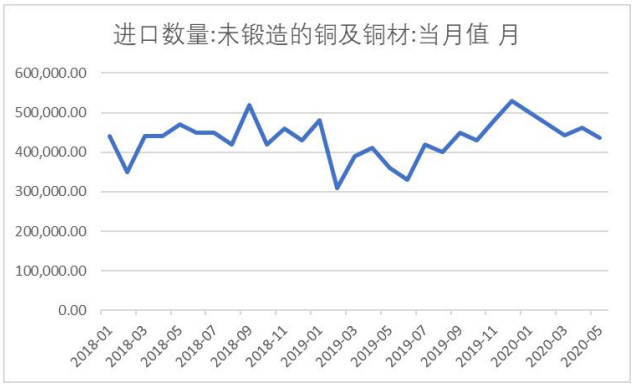
铜从价格走势上来看，随着下游产业生产的恢复，价格在三月探底后出现一定程度的回升，6 月 15 日铜价格 5646 美元每吨。数据显示，国内下游铜终端消费主要集中在电力电缆、家电、汽车、房地产等行业板块。其中电力电缆占比接近 37%，家电占 15%，汽车行业占比 8%，建筑占比 21%。

图 39：钢材价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 40：铜进口



数据来源：Wind，山西证券研究所

下半年随着中国疫情收尾，下游产业或出现基建需求增加以及消费需求释放，并叠加海外疫情爆发带来的进口减少，**国内铜价格会有所上涨，但是整体仍然不会有太大行情，预计将在 6000 元水平震荡。**

3.2.2 建材价格具备韧性

相比去年年底，受疫情与气候影响目前玻璃和水泥产能尚未恢复，水泥三月环比去年年底产量下跌25.8%，平板玻璃产量跌幅不大，较去年年底下跌3.4%。未来随着疫情接近尾声，受一定程度的需求拉动，两种产品产量或出现逐步回升。

图 41：玻璃水泥价格指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 42：建材价格指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

从玻璃和水泥价格走势来看，自一月份疫情爆发以来，两种产品价格同步下降，且在一季度未出现缓解，玻璃、水泥第一季度价格降幅分别为4.7%和10.8%。结合房屋新开工面积累计同比数据来看，虽然三月份出现回升，但是由于二月降幅过大，或出现短期的库存上升，**未来短期价格依然相对弱势，但就中长期来看，有韧性较强的基建的地产的需求拉动，玻璃水泥价格会逐步回到正常水平。**

3.2.3 原油不确定性较高

今年上半年，原油价格受多因素影响，波动剧烈，首先是疫情与OPEC+此前的原油协议影响，3月9日开始全球原油价格大幅下跌，新冠疫情导致需求锐减使得4月中旬WTI现货更是一度跌为负数，导致全球资本市场震荡。而后的低油价导致非OPEC+国家被动减产以及需求有所回暖，原油价格触底反弹。6月份，OPEC+减产会议落地，市场关注焦点逐步从供应端转向需求端，近期需求端表现偏弱导致原油价格承压回调：一方面美国方面库存和成品油消费数据不及预期，表明需求改善仍弱于预期；另一方面美国复工导致疫情出现反弹，**市场预计三季度成品油消费复苏时间线将拉长，不确定性增大。**

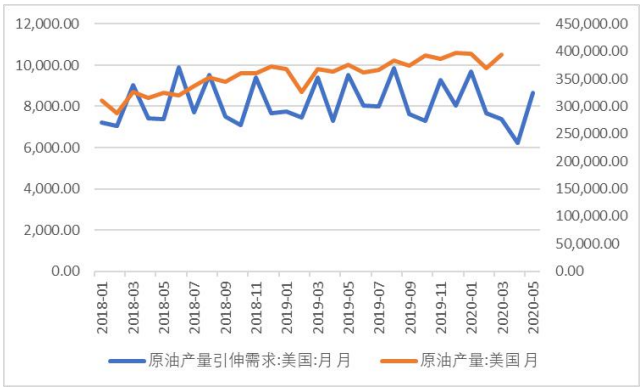
图 43：原油价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

在油价探底时，期货升水行情较为明显，表明市场普遍预期未来原油价格会有显著回升。近期原油需求恢复减弱，价格回升趋缓，同时库存下降也出现了一定的停滞，期货升水降至 0 附近，下半年国际疫情形势尚不明朗，美国出现二次爆发苗头，市场预期未来不确定性较大，**预计未来原油价格走势以震荡为主。**

图 44：原油供需



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 45：原油库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

二、政策逆周期发力

新冠肺炎疫情肆虐全球，欧美国家疫情尤为严重，以美国为主的全球经济形势急转直下，从当下时点来看，疫情何时趋缓，经济何时回升仍旧难以预测。由此，在面临复杂多变的局面之下，中央聚焦于主要矛盾，今年的政府工作重心在于“六稳”、“六保”，一切政策均为“六稳”、“六保”服务。我们认为政策层面有四个方面值得重点关注，即财政政策、货币政策、新经济政策以及资本市场改革。

财政政策方面，广义财政约有 8.6 万亿的增量，但其中直接用于财政扩张的仅有 1.6 万亿，财政资金主要用于保就业，保民生。乐观估计下，财政可撬动基建投资约为 5.25 万亿。

货币政策方面，货币仍旧维持宽松态势，我国利率下行的趋势不会改变。这一方面是根据发达经济体的历史经验，随着经济的发展，经济体的融资成本均是逐步走低的，我国也不例外；另一方面是从短期来看，疫情对经济的冲击是持续性的，也需要宽松的货币政策来对冲。但央行直接下场宽信用也下修了市场对于宽货币力度的期望，此前，市场对于流动性有了过高的期待，期待落空后必然压制金融资产的价格。总体来看，央行下场宽信用有助于资金脱实向虚，利好公司盈利回升，但短期内会压制估值上行。

新经济及新业态方面，历次危机也会孕育新的机会，危机过后必然会产生新的经济增长点。目前来看，无论是中央还是社会，对经济新业态的重视程度大幅提升。我们建议投资者加大对新经济和新业态的关注，相关概念有望成为年内的热点主题投资机会。

资本市场改革方面，深化注册制，利好资本市场长远发展。从短期来看，注册制带来的主题性投资机会有限。但从中长期来看，我们认为注册制改革有助于我国资本市场的成熟和完善，中长期来看利好 A 股，而券商板块将最先受益。

1. 财政政策：稳定为主，投资为辅

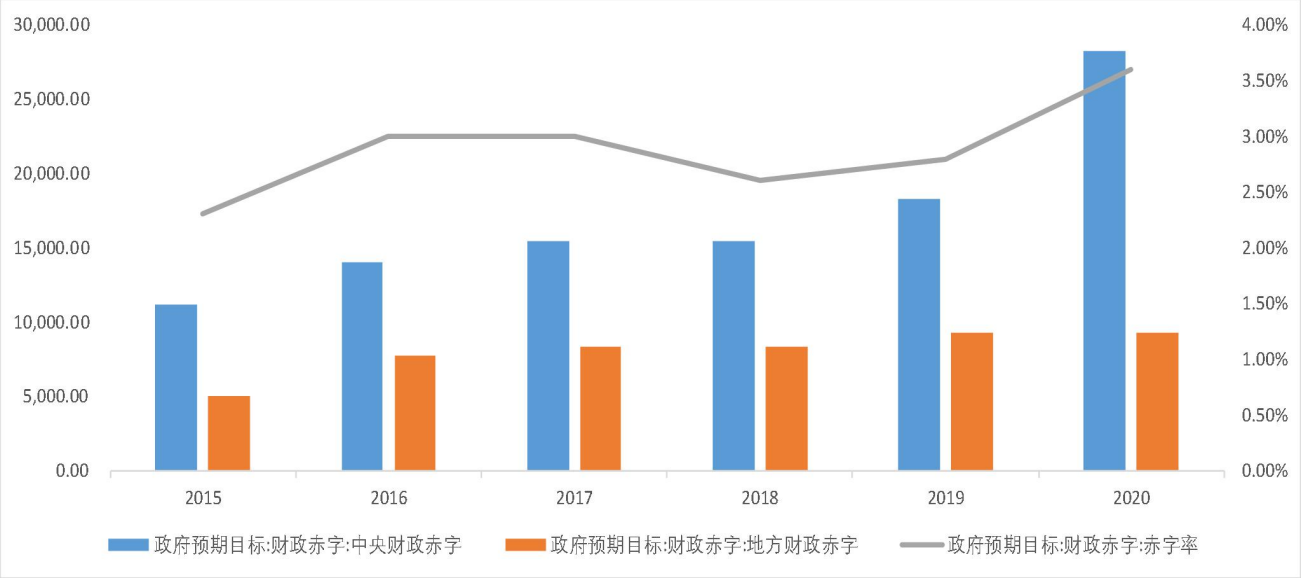
由于疫情对社会和经济的影响范围是全面的，影响程度超过正常年份，故财政政策聚焦于稳民生、保就业，而非过度地关注经济指标。这也体现出中央政府定力较强。

从收入端来看，今年的财政赤字大幅增加，从去年的 2.8%增加至 3.6%以上，后续如果全球经济形势继续恶化，财政赤字率或仍有上升空间。今年还发行了 1 万亿的抗疫特别国债。地方专项债也大幅增加，比去年增加了 1.6 万亿。报告还特别提到要提高专项债券可用作项目资本金的比例，有利于更好发挥政府投资的乘数效应。从分配来看，资金明显向地方倾斜，新增的两万亿全部转给地方，资金直达市县基层、直接惠企利民。中央也在原来减税降费的基础上，进一步减免社保费，并动用失业保险结存，推动国有商业

银行让利、自然垄断性企业降价以降低企业的经营成本，该部分能为社会降低成本约 4 万亿元。

从支出端来看，今年的财政重点在于贯彻落实“六稳”和“六保”，资金要用于保就业、保基本民生、保市场主体,包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资。与往年不同的是，此前中央政府倾向于通过扩大政府支出来拉动 GDP，而本年的表述为“我们是要将这些资金用于保就业、保民生和保市场主体，支撑居民的收入。”。**总体来看，虽然财政端约有 8.6 万亿的增量，但其中直接用于财政扩张的仅有 1.6 万亿，财政资金主要用于保就业，保民生。**

图 46：财政赤字情况

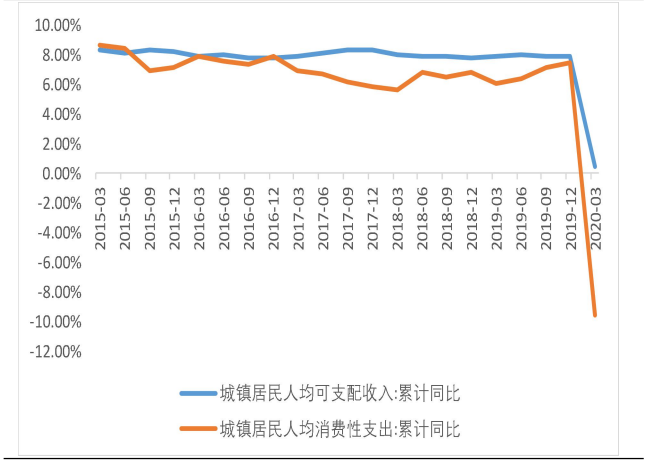


数据来源：Wind，山西证券研究所

- **居民收支增速双降，凸显稳民生的必要性**

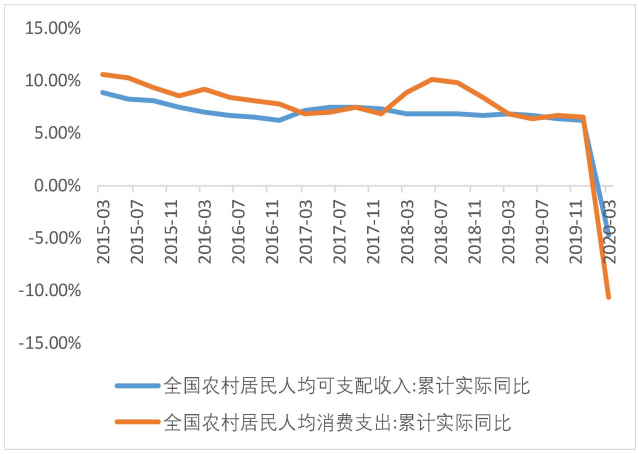
根据两会记者会的数据，中国的人均年收入约为 3 万元，，但是有 6 亿人每个月的收入约为 1000 元，故中央提出疫情过后民生为要。从一季度的居民收支数据也凸显出财政发力稳经济的必要性。从居民收入来看，无论是城镇居民收入增速还是农村居民收入增速，均出现了较大幅度的下降，农村居民收入增速降幅更大。这可能是因为农村居民以零工模式为主，收入不固定，疫情导致多个行业停工后对农民收入影响更大。从居民消费来看，城镇和农村居民的消费降幅相近。这是因为在疫情影响下，经济活动被暂停，城镇及农村居民均无处消费所致；而在疫情高峰期过后，又因收入降低使得居民缺乏消费能力或消费意愿，故一季度居民支出也出现了较大幅度的下降。**目前国内进入常态化防控阶段，但经济恢复仍需要时间。迫使财政投入大量资金来补贴居民收入及基层政府，投资端也不具备大规模上马项目的财政基础。**

图 47：城镇居民支出降幅大于收入



数据来源：Wind，山西证券研究所

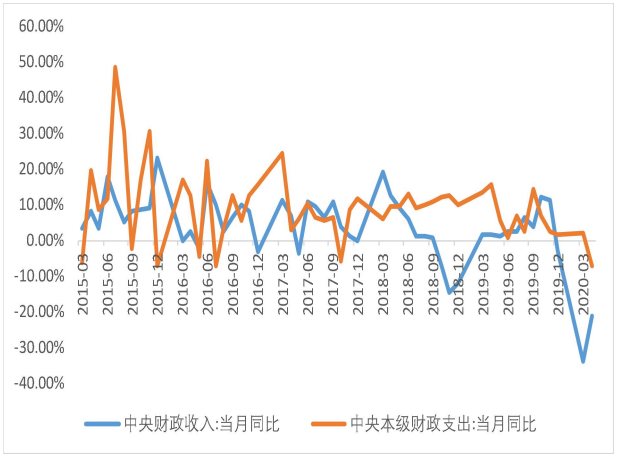
图 48：农村居民一季度收支均负增长



数据来源：Wind，山西证券研究所

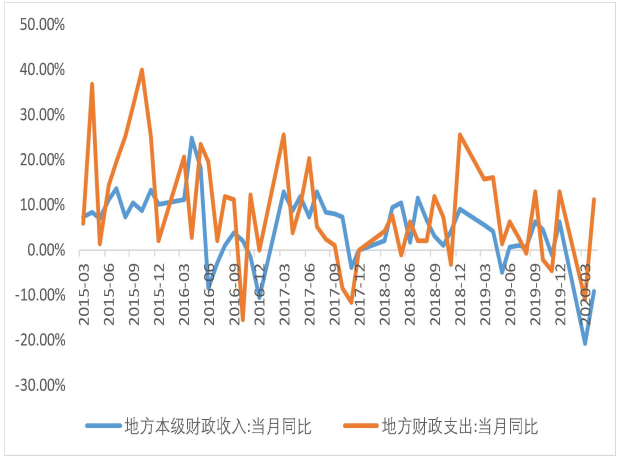
从财政收支来看，由于 2 月份疫情高峰期社会运转速度及经济活动明显下降，地方财政收支均转为负增长，但与此同时，中央需要调集资源援助湖北，由此中央财政收支分化，在收入明显下降的情况下支出仍维持正增长。而疫情被逐步控制后，经济重启及减税降费等政策均依赖于地方政府执行，故可看出地方支出在疫情后期快速上升。但中央及地方支出增速仍旧是负增长，尤其是地方政府的收支缺口进一步扩大。正因如此，本次工作报告中提到中央的 2 万亿主要用于保民生稳基层。随着疫情进入常态化防控以及减税降费等政策背景下，地方政府的财政收入或难有较大幅度的增长；但从支出端来看，由于地方政府的支出与民生息息相关，刚性较强。地方政府的收支缺口或将维持。**从该角度来看，地方政府可用于重大项目的投资金额将低于市场预期。**

图 49：中央收支双降



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 50：地方财政支出较为刚性，疫情后快速上升



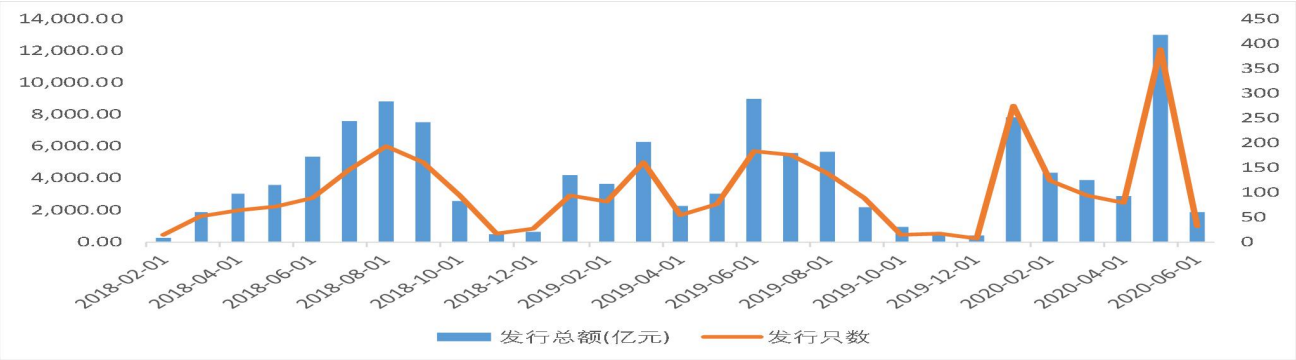
数据来源：Wind，山西证券研究所

➢ **地方债加速发行，基建增速止跌企稳**

地方债方面，一季度地方债发行金额及只数均走低。但在中央定调财政发力后，5 月份开始地方债发行

金额及发行只数显著走高。地方债发行的提速有助于基建投资增速回升。

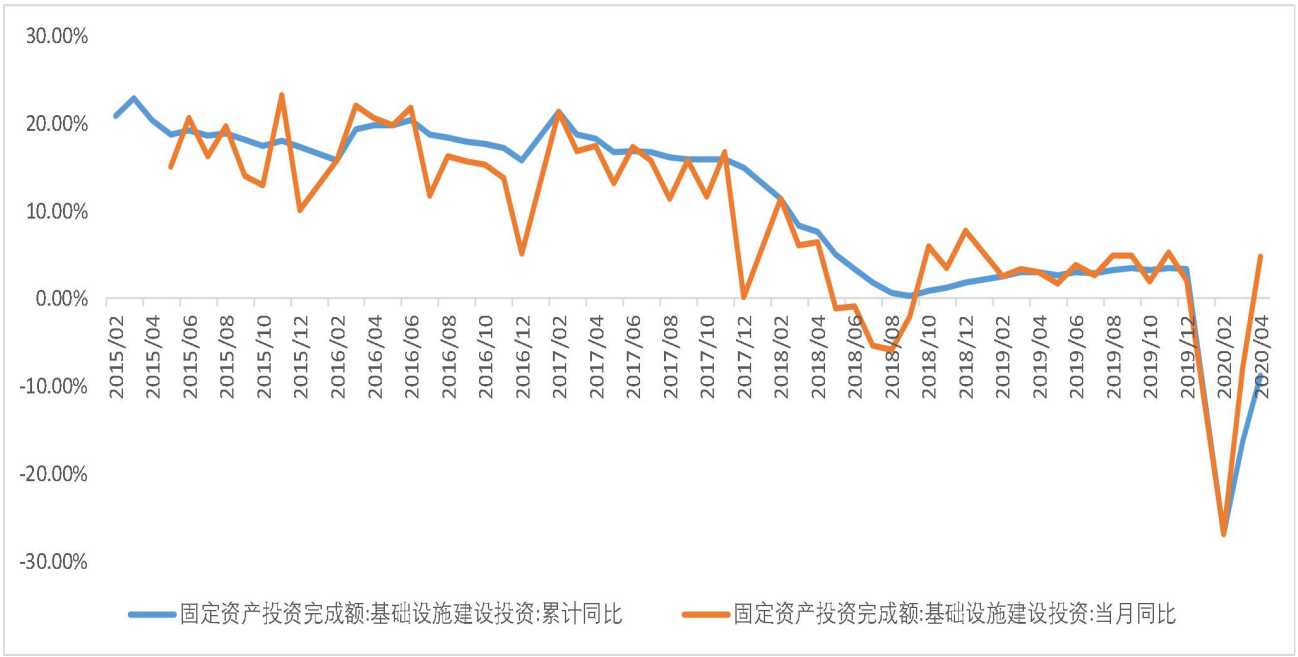
图 51：2020 年 5 月份地方债发行金额创新高



数据来源：Wind，山西证券研究所

政府工作报告中提到，扩大有效投资，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。所谓“两新一重”，就是加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设。从资金来源来看，中央预算内安排 1000 亿元，地方专项债为 1.6 万亿元。其中地方专项债可用于重大项目的资本金，虽然财政部提到以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右，但从实践来看，地方债用于资本金的比例远低于 20%。且用于资本金需要地方财政配套，在地方财政较为紧张的局面下，预计专项债的杠杆作用有限。乐观估计下，财政可撬动基建投资约为 5.25 万亿。

图 52：基建增速止跌企稳，基建增速当月同比已经转正

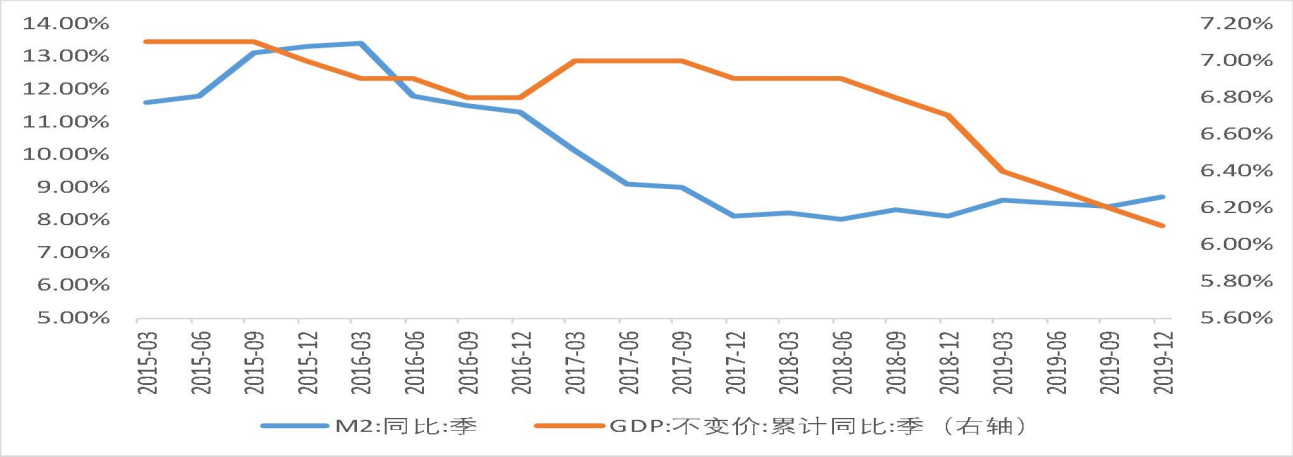


数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 货币政策：边际宽松，央行创设新工具宽信用

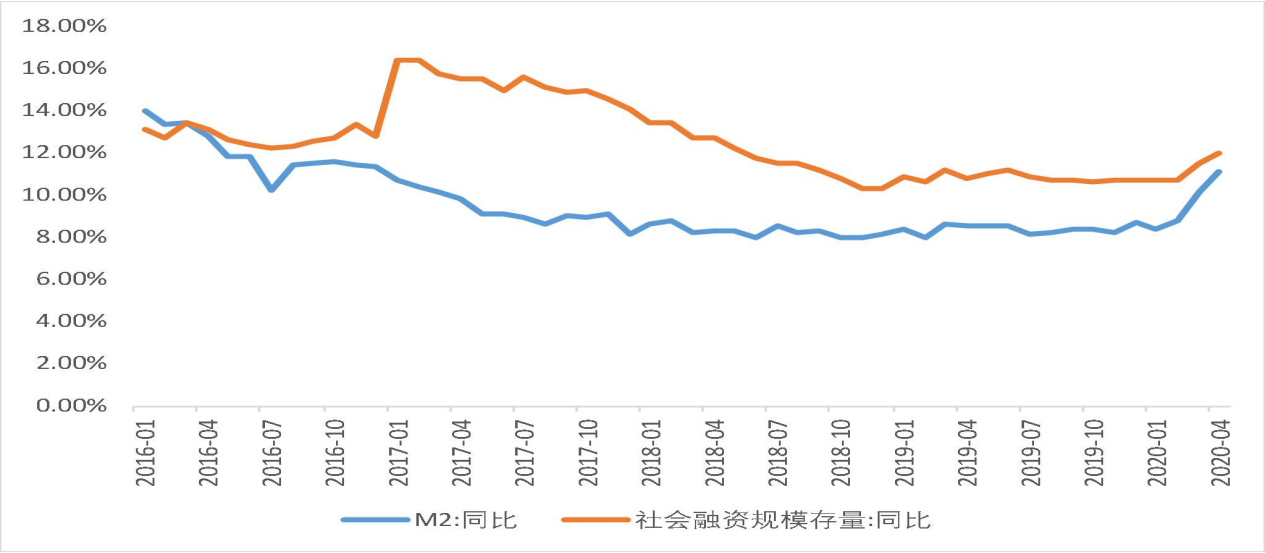
货币政策边际宽松，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。2019 年的提法是 M2 与经济名义增速挂钩匹配。2019 年经济增速为 6.1%，CPI 为 2.9%，M2 增速保持在了 9%以内。而本年度政府工作报告的提法为货币供应量和社融规模增速要明显高于去年。可看出为对冲经济下行的压力，货币政策较去年边际宽松。

图 53：M2 与 GDP 关联性较强



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 54：M2 与社融总额同时走高



数据来源：Wind，山西证券研究所

- **央行创设结构性货币工具，宽信用助力中小企业**

本次政府工作报告中也提到，要“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”。根据工作报告的要求，央行宣布创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普

惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，以增强服务中小微企业政策的针对性和含金量。值得注意的是，两个工具均只针对地方法人银行，不涵盖大行和股份行。

具体操作上，通过引入 SPV，与地方商业银行签订“利率互换协议”或“信用贷款支持计划合同”，对商业银行满足条件的信用派生进行支持。其中普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元再贷款资金。激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元。创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，预计可推动银行投放 1 万亿的贷款。

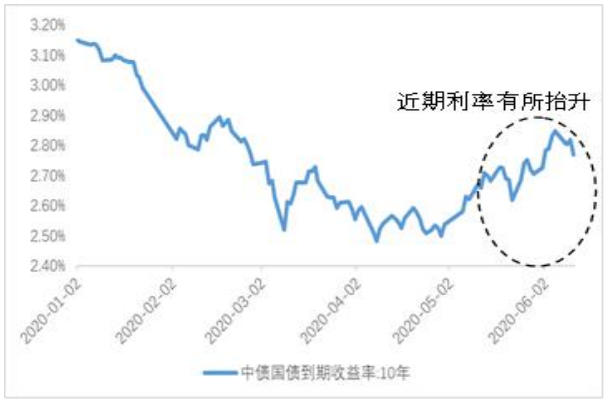
与美联储直接下场买公司债不同的是，中国央行通过结构性货币政策工具更类似于无息逆回购。此次新创设的普惠小微企业延期支持工具和信用贷款支持计划具有更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点。一是市场化。人民银行通过创新货币政策工具对金融机构行为进行激励，但不直接给企业提供资金，也不承担信用风险。二是普惠性。只要符合条件的地方法人银行对普惠小微企业办理贷款延期或发放信用贷款，就可以享受人民银行提供的支持。三是直达性。人民银行创新的这两个结构性货币政策工具将货币政策操作与金融机构对普惠小微企业提供的金融支持直接联系，保证了精准调控。

- **市场对于宽货币力度的期望落空，资金脱虚向实利好盈利，短期利空估值从中长期来看，我国利率下行的趋势不会改变。**

这一方面是根据发达经济体的历史经验，随着经济的发展，经济体的融资成本均是逐步走低的，我国也不例外；另一方面是从短期来看，疫情对经济的冲击是持续性的，也需要宽松的货币政策来对冲。

但从短期来看，央行创设结构性货币工具来宽信用的模式超出市场预期，改变了以往通过宽货币→资本市场→宽信用的模式，短期利空债券等金融资产。此前，市场对于流动性有了过高的期待，期待落空后必然压制金融资产的价格。但央行下场宽信用具有正面导向作用，有助于资金脱虚向实，利好 A 股盈利回暖。

图 55：短期利率有所抬升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 56：从长期来看，10 年期国债收益率已降至历史低位



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 新经济新业态持续创造主题投资机会

两会记者会提到“网购、快递、云办公等等一些新业态是逆势增长，有的营业收入增长了三分之二，而且现在新业态还层出不穷；今年我们要努力做到平均每日新注册企业 2 万户左右，这是观察中国经济活力的一个重要指标”。

图 57：快递规模在春节期间快速走高



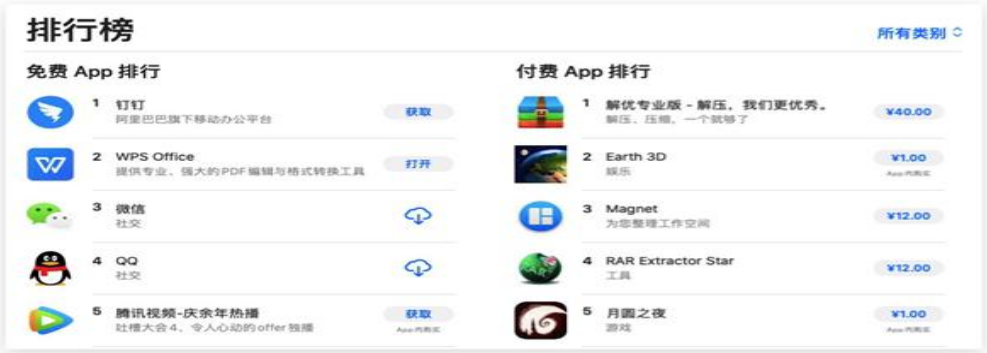
数据来源：Wind，山西证券研究所

疫情期间，云办公、在线教育、云视频等用户数激增，数据流量爆发式增长，带动服务器需求大增。

以云办公为例，在线人数方面，根据钉钉提供的数据，2 月 3 日，有近两亿人开启在家办公模式，超过 1000 万家企业组织使用钉钉在家办公、在线办公，钉钉视频会议成为开工会议的首选。企业微信也有 6000

万活跃用户和超 250 万家企业。2 月 5 日，钉钉首次超过微信，跃居苹果 AppStore 排行榜第一。2 月 3 日，华为云 WeLink 新开户企业数 1.7 万，日环比增加 13%，基于 WeLink 日会场次 12 万次，日环比增长 50%。金山办公旗下 WPS+也免费提供了远程办公及音频会议服务，从正月初一开始用户就开始快速增长。截止目前，金山文档的协作用户增长超过 400%，表单、会议等场景化服务增长超过 15 倍，企业用户入住增长超过 300%。

图 58：苹果 APP 排行榜



数据来源：网络公开资料，山西证券研究所

当下全球经济已开始衰退，疫情只是加速了这一过程。历次危机也会孕育新的机会，危机过后必然会产生新的经济增长点。2000 年的经济泡沫破裂后，促进了亚马逊、苹果、阿里、腾讯等公司的繁荣，互联网成为经济运行中重要的一环。目前来看，无论是中央还是社会，对经济新业态的重视程度大幅提升；在疫情防控措施常态化的背景下，部分新经济产品也成为生活中的刚需，有利于培养用户的使用习惯，影响和改变经济。**由此，我们建议投资者加大对新经济和新业态的关注，相关概念将持续成为年内的热点主题投资机会。**

4. 资本市场改革：深化注册制，利好资本市场长远发展

6 月 12 日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》《证券发行上市保荐业务管理办法》等相关制度规则，自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。

深化资本市场改革，落实创新驱动发展战略。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。

以信息披露为核心的股票发行注册制。参照科创板的做法，交易所审核、证监会注册，证监会对深交

所审核工作进行监督。压实发行人和中介机构责任，加大对违法违规行为的处罚力度。

构建市场化的发行承销制度，完善创业板交易机制。放宽涨跌幅限制。创业板改革并试点注册制后，新上市企业上市前五日不设涨跌幅，之后涨跌幅限制从目前的 10%调整为 20%。简化退市程序，优化退市标准。同时充分考虑创业板存量投资者的权益和交易习惯，适当性管理区别对待。存量投资者适当性要求基本保持不变，对新开户投资者设置与风险相匹配的适当性要求。

- **对市场的影响：预计创业板新规实施后分流效应有限**

以史为鉴，从科创板开通时对 A 股的影响来看，科创板分流作用有限。在 7 月 22 日科创板开板之前，市场担忧科创板开板后的造成的分流作用，受情绪影响三大指数下跌。在科创板开板后，三大股指受科创板上涨提振，亦随之上涨。

科创板开板前后市场出现这种走势，我们认为主要有两点原因：其一是科创板新设，资金偏好新板块；其二是因为科创板公司批量集中上市，对市场造成了短期的冲击。随着科创板发行步入常态化，则可明显的看出两市运行回归常态，科创板对市场的冲击消失。

但创业板与科创板的相比，既有相似之处，又有不同之处。科创板属于新设板块，而创业板属于存量改革，在新规实施之前，创业板已有企业轮候并排队上市，与创业板已上市公司之间的差距不大，预计资金对创业板新上市公司的热情将低于科创板。其次，是否造成分流效应更重要的因素在于是否集中上市，如果创业板发行节奏不变，则分流效应有限，不会对市场造成较大冲击。

图 59：科创板开板前两市下跌，科创板开板后两市跟涨



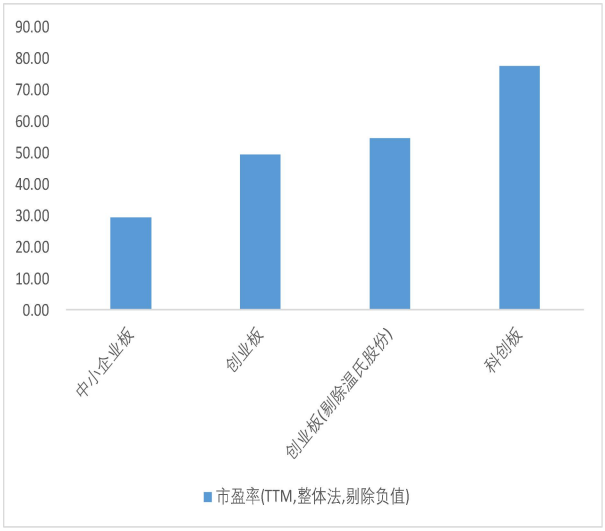
数据来源：Wind，山西证券研究所

➢ **创业板的估值：板块估值有望提升**

目前创业板科技股估值已接近科创板的水平，但从绝对值来看，目前科创板的估值明显高于创业板。这主要是由于创业板存在一定数量的僵尸股所致的。部分僵尸股股价长期位于低位，交投清淡，拖累了创业板的估值。但随着创业板也推行注册制改革并增加了退市指标，从规则上为僵尸股退市扫清了障碍。预计随着创业板注册制的全面推开，现有的壳资源逐步会通过并购重组、退市等方式出清，而优质的上市公司会逐步进入到创业板之中。

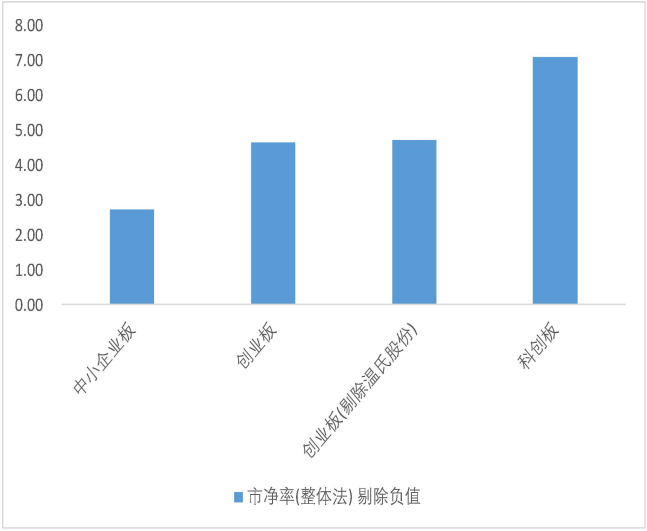
从短期来看，供给的增加使得稀缺性下降，造成创业板估值的下降；但从长期来看，优质个股的进入会提升创业板的盈利水平，增强创业板的吸引力；再加之政策的支持，创业板的估值有望提升。

图 60：科创板 PE 估值显著高于创业板



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 61：科创板 PB 估值高于创业板



数据来源：Wind，山西证券研究所

三、A 股估值比较优势凸显

估值的高低受到投资者风险偏好、市场流动性情况以及投资机会等各种因素的作用，是一个综合性指标。

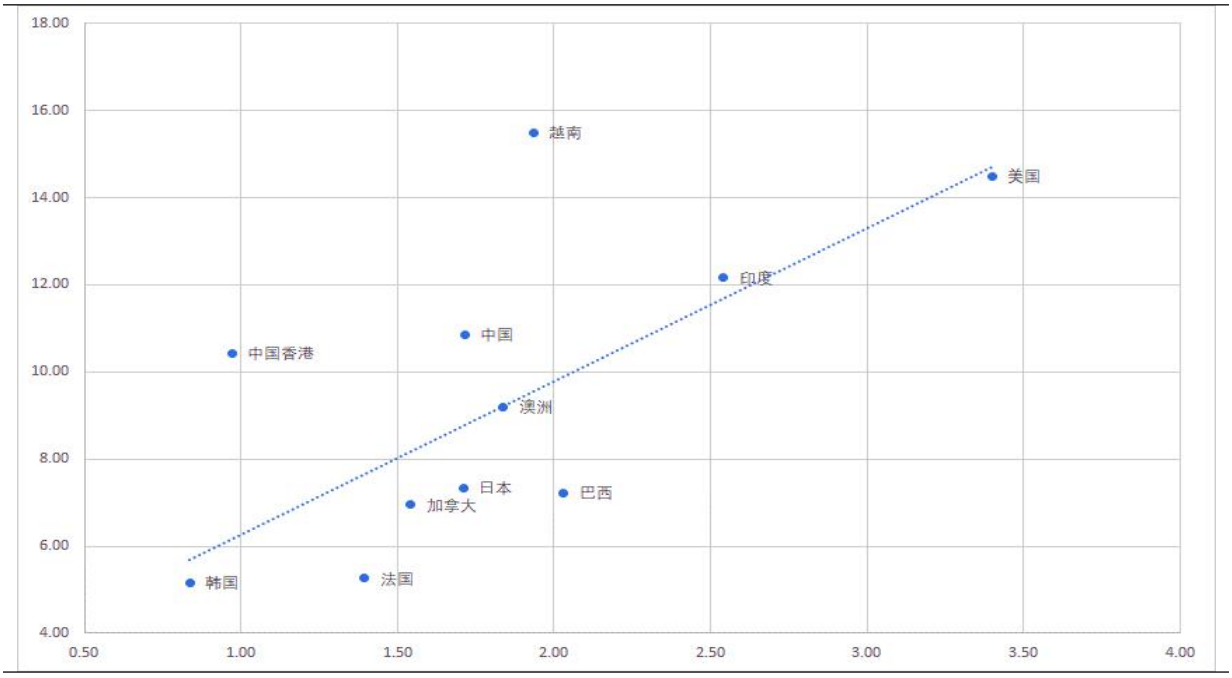
1. 国内外市场比较：A 股、港股、越南具备较好的性价比

从 PB-ROE 的框架看全球权益类市场，美股经济修复背景下价格已经回到合理区间，但考虑到美国疫情有可能二次复发，当前仅适合对疫情冲击较小的科技龙头进行配置。预计美股在此次调整之后会出现科技抱团更为明显的特征。

从宏观自上而下选择来看，中国、越南、澳洲三个经济体整体疫情控制较好，但澳洲市场周期占比更高，受全球经济、疫情影响较大。A 股、港股、越南具备较好的收益估值比，两地年内经济回暖态势基本已

经出现，预计下半年会跑赢全球主要权益市场。

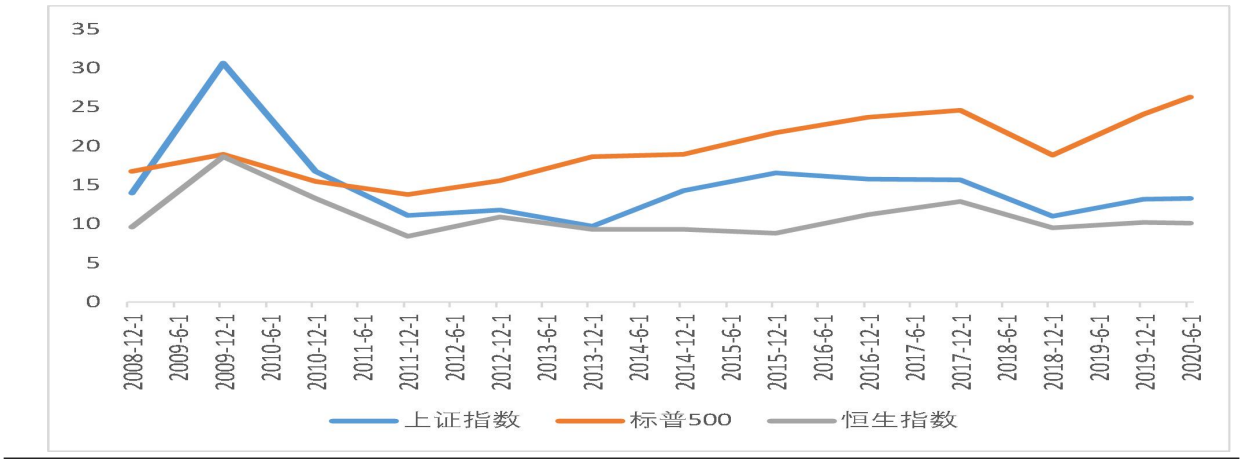
图 62：全球市场 PB-ROE 比较



数据来源：Wind，山西证券研究所

从估值来看，上证综指和恒生指数的估值长期低于标普 500 指数的估值。在美联储量化宽松政策的支持下，虽然美股基本面恶化，但估值再创新高。

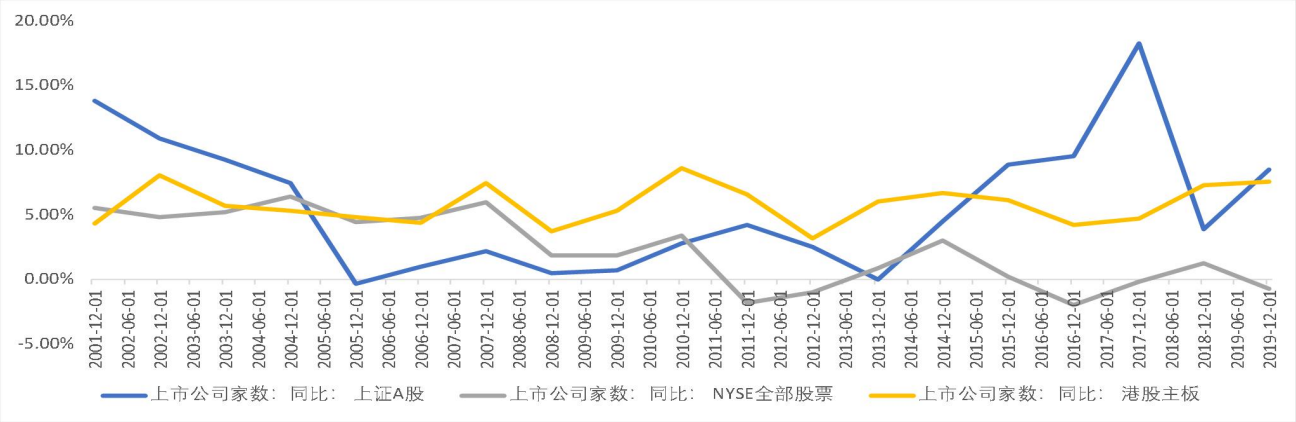
图 63：标普 500 的 PE 估值已到历史高点



数据来源：Wind，山西证券研究所

A 股资金主要来源于中国国内，而美股的资金来源于全球，A 股能够获得的资金有限。此外，由于 A 股退市公司数量较少，“只进不出”，使得场内上市公司数量增速要高于美股。这使得有限的资金更加分散，这也使得 A 股整体估值相对较低。

图 64：A 股退市公司数量较少，场内公司数据较多，也是压制估值的重要原因之一



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 主要指数估值比较

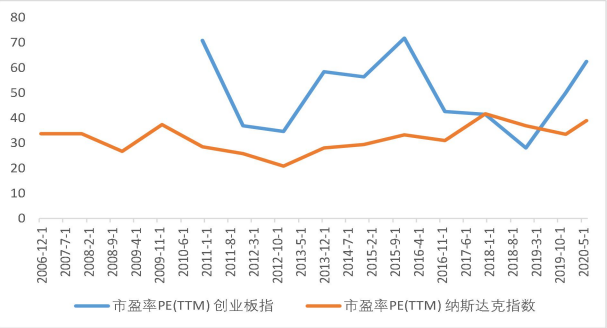
创业板估值：在流动性宽松叠加政策利好的双重刺激下，估值已经快接近历史最高水平

创业板设立之初，由于上市公司数量较少且公司市值较低，被活跃资金反复炒作，导致创业板的估值长期居高不下。横向对比来看，创业板尽在 2017、2018 年短暂的低于纳斯达克，但从十年的维度来看，创业板的估值一直高于的纳斯达克市场。

在新冠疫情影响下，美股大幅回调，但随着美联储宣布为资本市场提供无限度流动性以及多项宽松的货币政策，助推纳指止跌反弹，近期纳指再创新高。但即使如此，创业板的估值水平仍旧高于纳斯达克。目前纳斯达克的估值水平略高于 2008 年，而创业板在流动性宽松叠加政策利好的双重刺激下，估值已位于历史水平的中位以上。

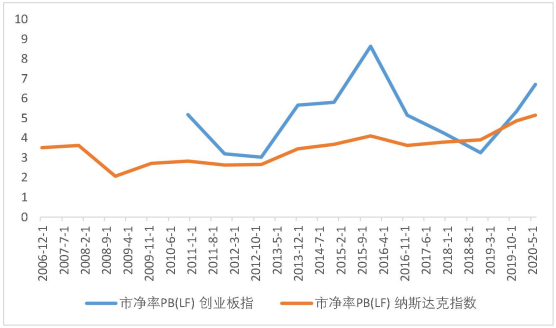
随着注册制改革的推进，从短期来看，供给的增加使得稀缺性下降，造成创业板估值的下降；但从长期来看，优质个股的进入会提升创业板的盈利水平，增强创业板的吸引力；再加之政策的支持，创业板的估值有望提升。

图 65：创业板估值一直偏高



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 66：从 PB 来看，创业板估值高于纳斯达克

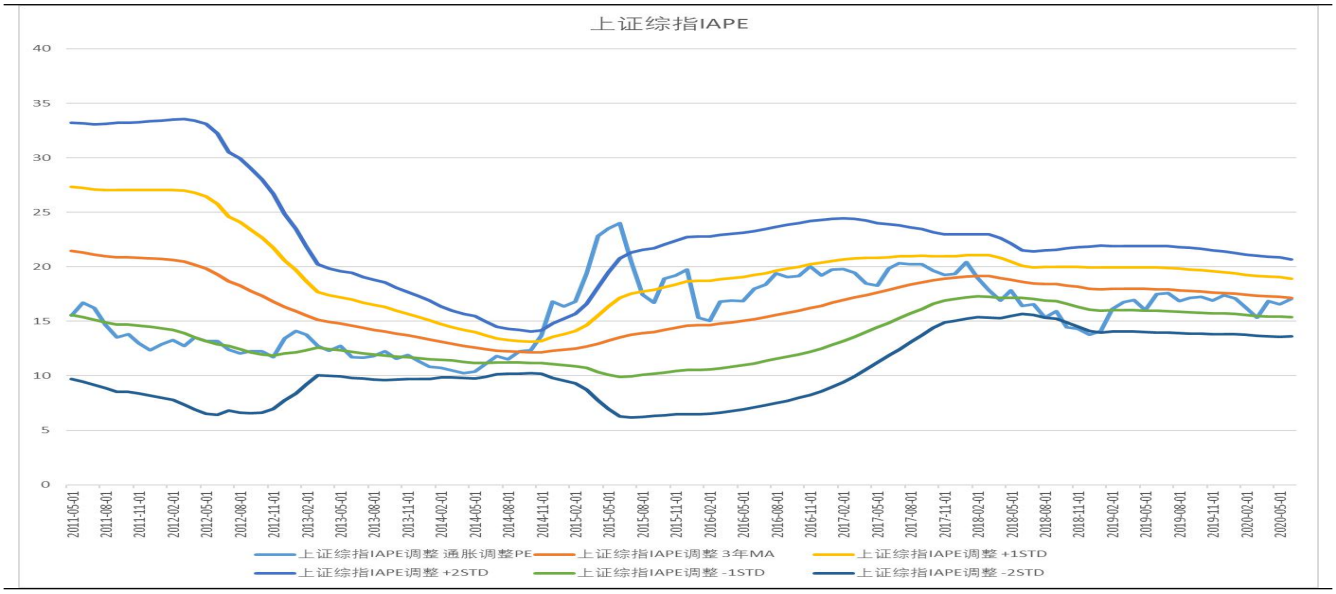


数据来源：Wind，山西证券研究所

中小板：中小板估值处于均值上方，相对蓝筹白马安全边际较弱

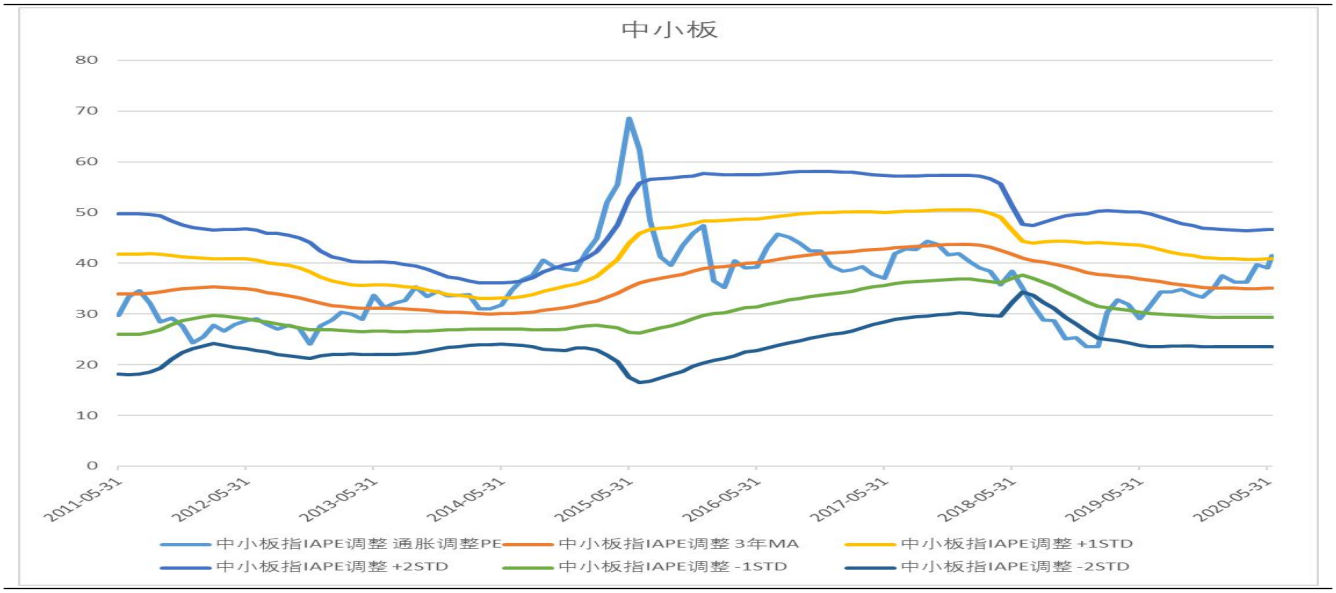
目前中小板的估值处于均值上方，而上证综指处于均值附近。中小板的估值倍数也高于上证综指。无论是从绝对估值水平还是从历史相对估值水平来看，中小板估值偏高，安全边际较弱。

图 67：上证 IAPE 已上涨至均值附近



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 68：中小板 IAPE 估值再度突破均值上方值得警惕



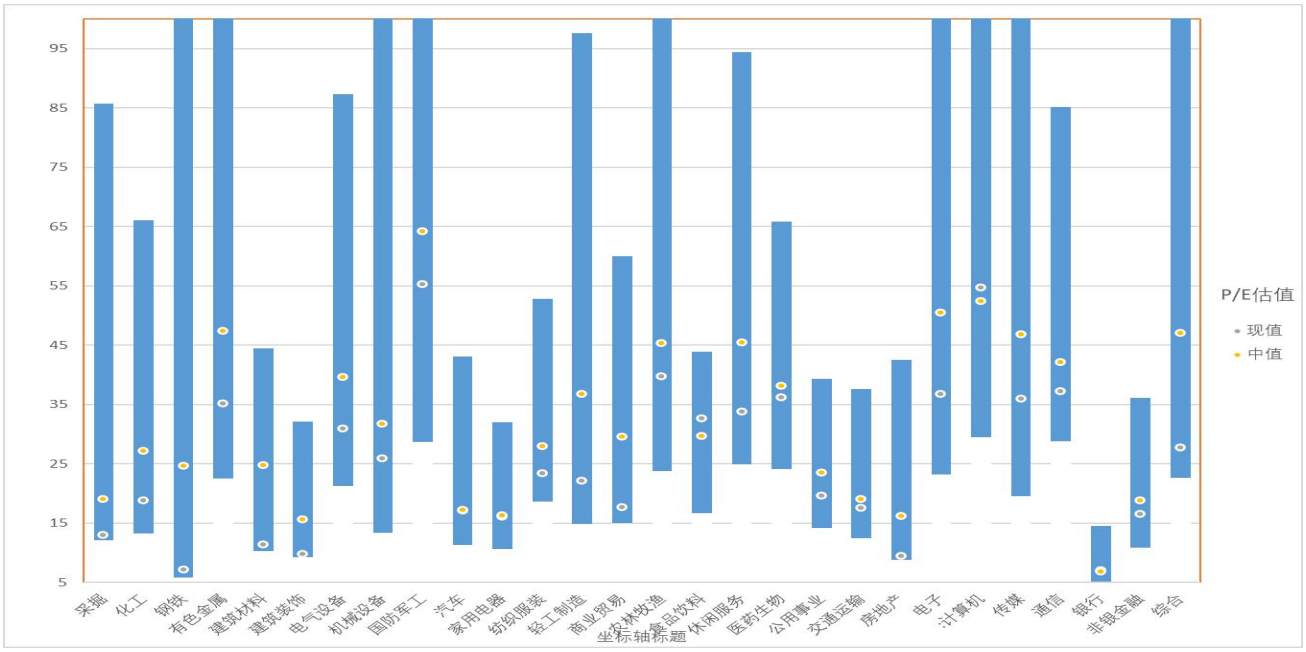
数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 行业估值比较：食品饮料及计算机估值略高

从行业来看，食品饮料与计算机 P/E 略高于历史中值，其余行业均低于均值。食品饮料是因其业绩确

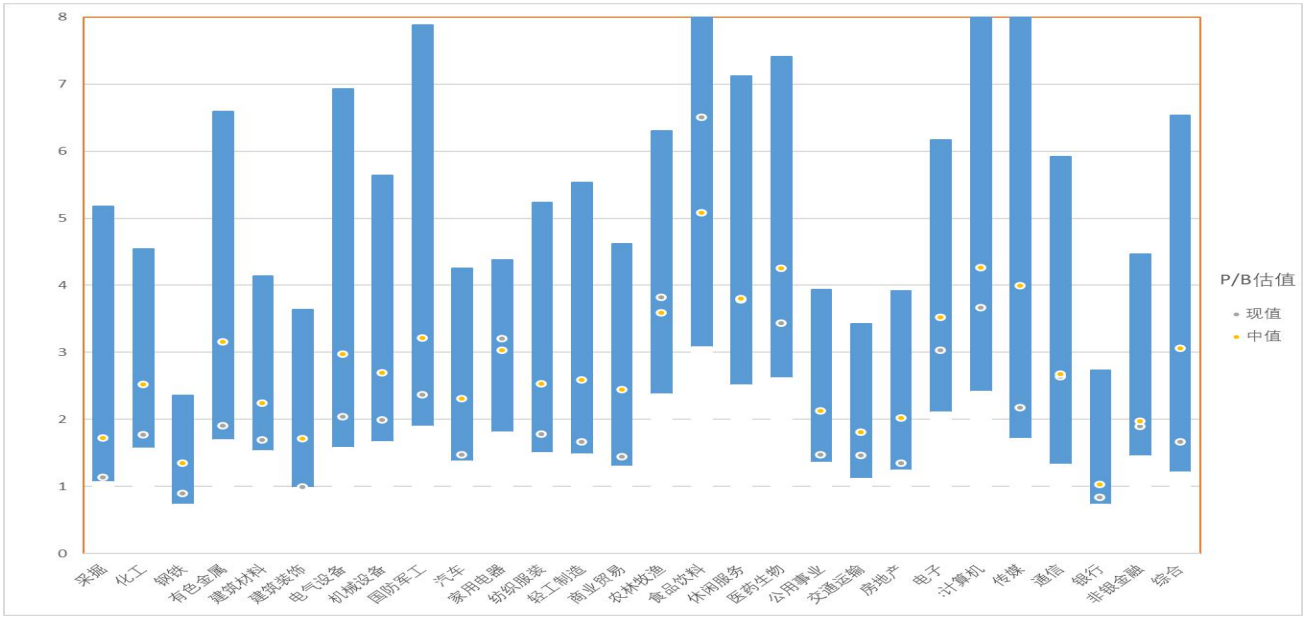
定性较高而受到资金追捧，白酒板块内龙头股股价连创新高；计算机则是受益于科技创新和注册制改革，估值稳步上升。

图 69：申万行业除食品饮料与计算机 P/E 略高于历史中值外，其他行业均低于均值



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 70：申万行业食品饮料 P/B 大幅超过历史中值，家电、农业微高，建筑、采掘、建材、银行等位于历史低位

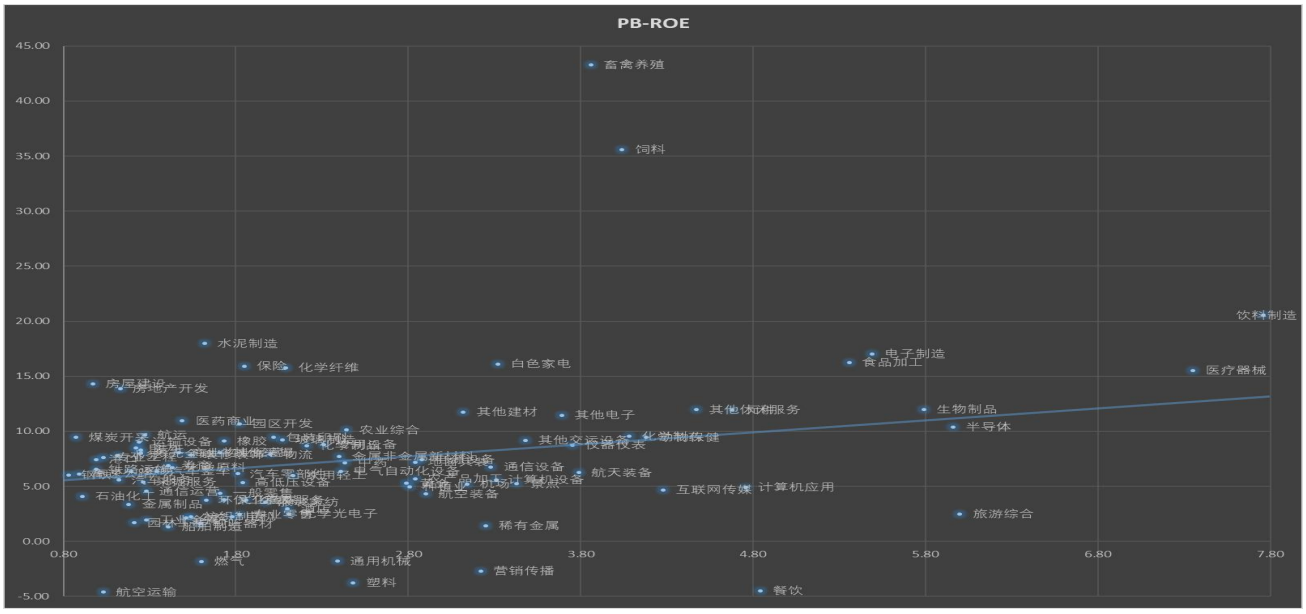


数据来源：Wind，山西证券研究所

4. PB-ROE 模型：食品饮料及医疗器械板块性价比较高

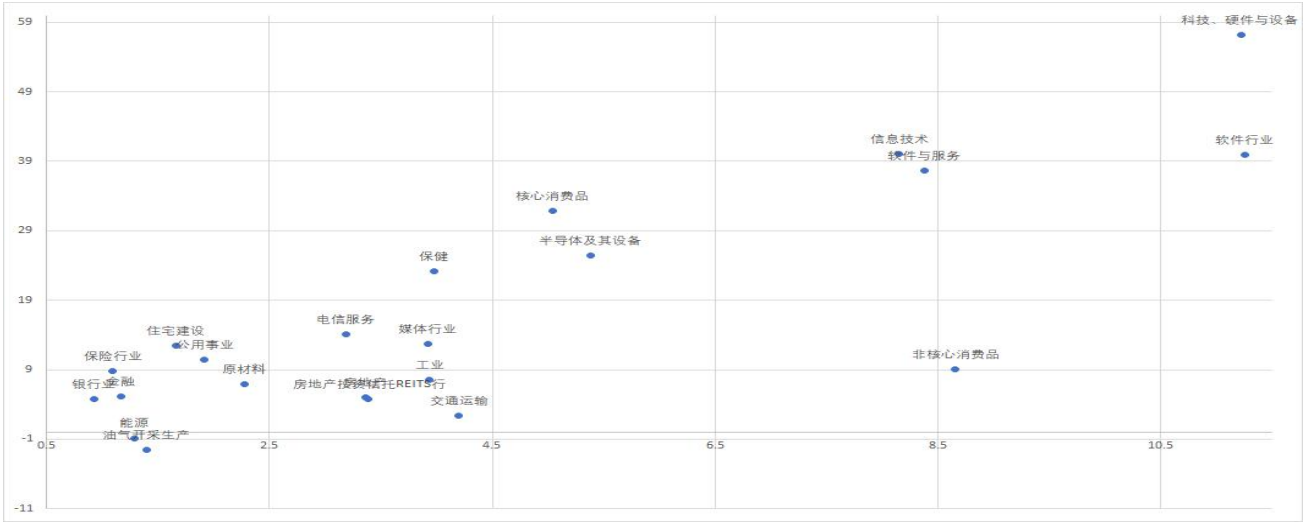
从估值（PB）和盈利（ROE）两个维度来看，养殖、饲料维持高 ROE，其他行业的 PB-ROE 基本匹配，估值处于合理区间。但与美股不同的是，A 股的高 PB 高 ROE 行业集中在饮料制造、医疗器械等传统行业，而美股的高 PB 高 ROE 行业集中在科技、软件等新兴行业。

图 71：A 股养殖、饲料维持高 ROE，食品饮料性价比大幅回升，建材仍有较好配置价值，煤炭钢铁估值位于低点



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 72：美股行业科技、软件类具备相对优势



数据来源：Wind，山西证券研究所

四、海外扰动因素诸多

1.海外疫情已开始趋缓，但解封后二次爆发可能性增大

美国疫情确诊病例数量增速保持稳定在长达 1 个月的封闭后疫情数量增速开始放缓，在 5 月解封后确诊病例数量增速较封城时期并无显著增加。但是 6 月 11 日，率先解封的德克萨斯单日新增病例突破新高，犹他州、加州病例人数也显著增加，病毒二次爆发风险的可能性显著增加。

图 73：美国疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 74：德克萨斯疫情解封



数据来源：Wind，山西证券研究所

西欧各国疫情早于美国且采取手段较美国更为激进，确诊病例增速已经趋于平缓，目前各国已经解封，德国、法国、意大利政策更倾向疫情后经济的恢复工作。英国方面疫情虽然仍在上升但整体已经基本得到控制。

图 75：意大利 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 76：法国 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 77：德国 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 78：法国 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

东亚地区疫情控制较好，基本都已经得到有效控制。越南方面病例数据更是仅为 300 余人，0 死亡。

图 79：意大利 COV-19 确诊病例



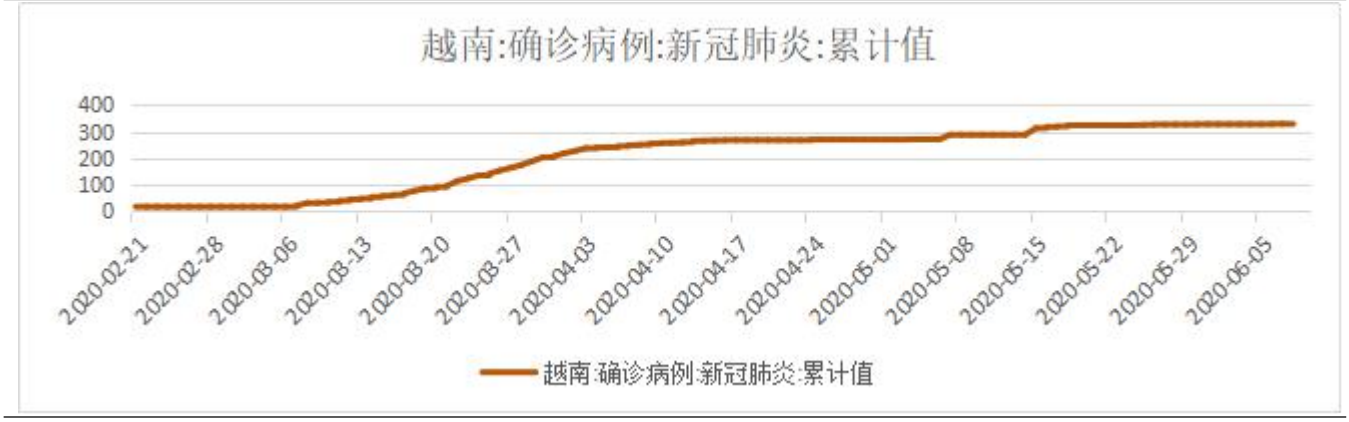
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 80：法国 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 81：越南 COV-19 确诊病例



数据来源：Wind，山西证券研究所

但与此同时，部分新兴经济体，如俄罗斯、巴西、印度、智利疫情冲击较为严重而且没有明显转好的迹象。考虑到这些国家对全球经济增速的贡献，预计年内全球经济增速将持续受到影响。此外，俄罗斯、巴西、智利都是重要的上游资源生产国，部分上游大宗商品供给恐持续受到影响。同时，印度作为全球人口大国，疫情的持续影响也会削弱印度对外需求。

图 82：俄罗斯疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 83：巴西疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 84：智利疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 85：印度疫情

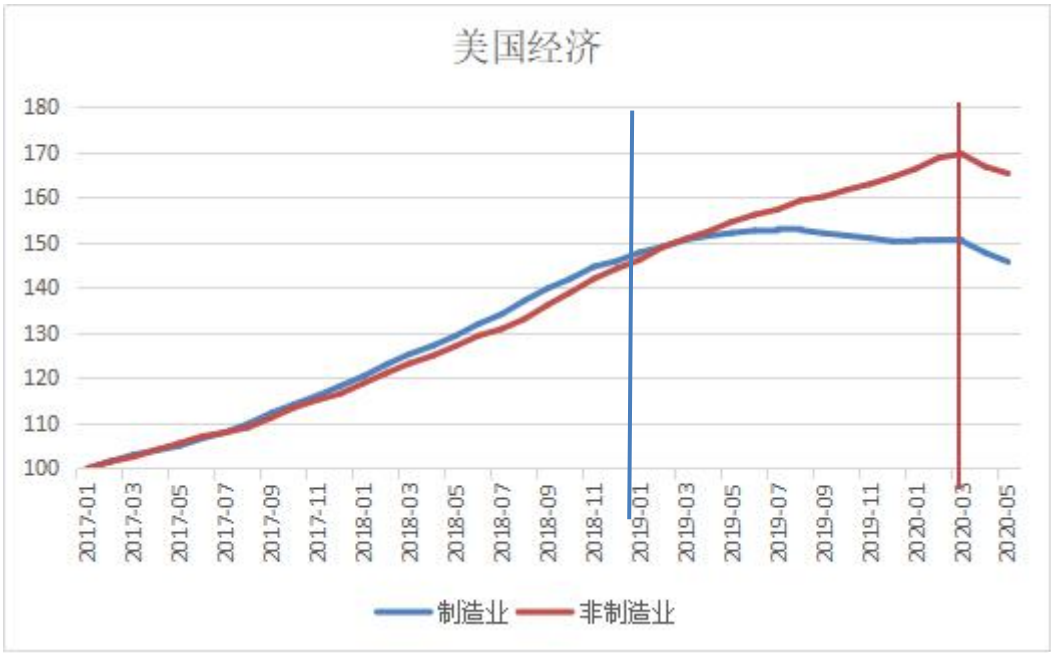


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.海外经济疲软，解封后出现转机，但病毒二次爆发不得不防

受疫情影响，上半年全球主要经济体都出现了疲软、衰退的迹象。

图 86：美国经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

美国方面，制造业整体自与中国 2018 年开启摩擦后便开始显著放缓，2019 年 2 季度见顶后便开始回落，2020 年 3-5 月更是受到疫情冲击出现显著向下趋势。非制造业方面，美国一直保持强劲，但疫情出现打断了这一趋势导致美国非制造业出现显著向下的拐点。

图 87：日本经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

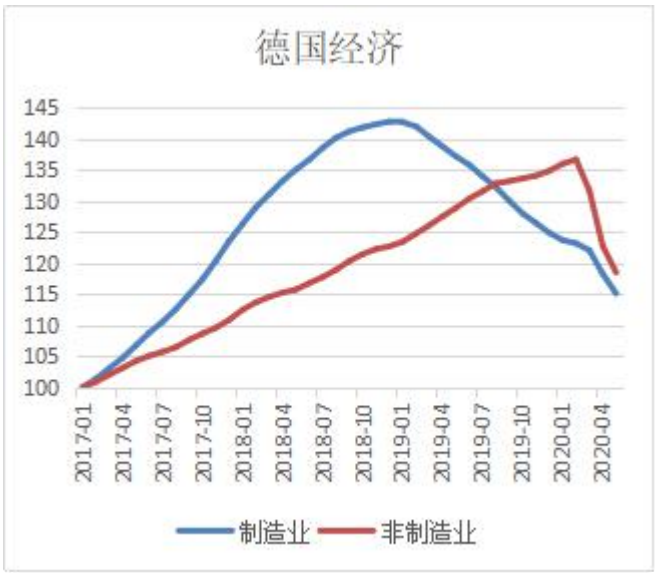
图 88：韩国经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

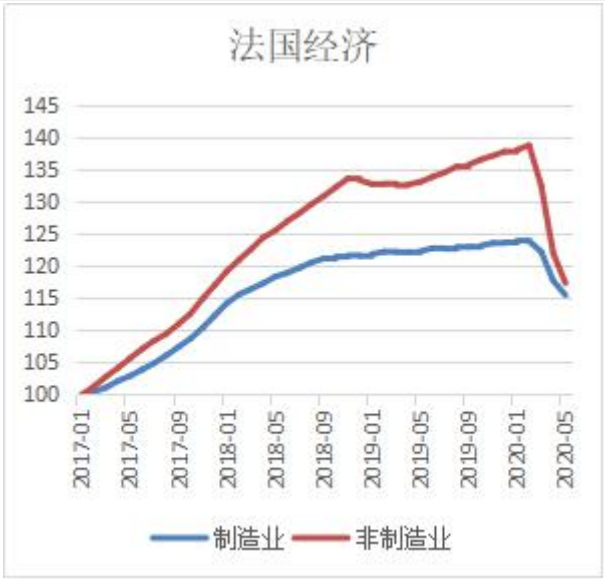
东亚国家方面，日本经济走势与美国相似，制造业都在 2018 年底达到顶峰，2020 年 1 季度受到疫情影响大幅下滑。非制造业方面与美国也较为一致，一直保持强劲，但疫情出现打断了这一趋势出现显著向下的拐点。

图 89：德国经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

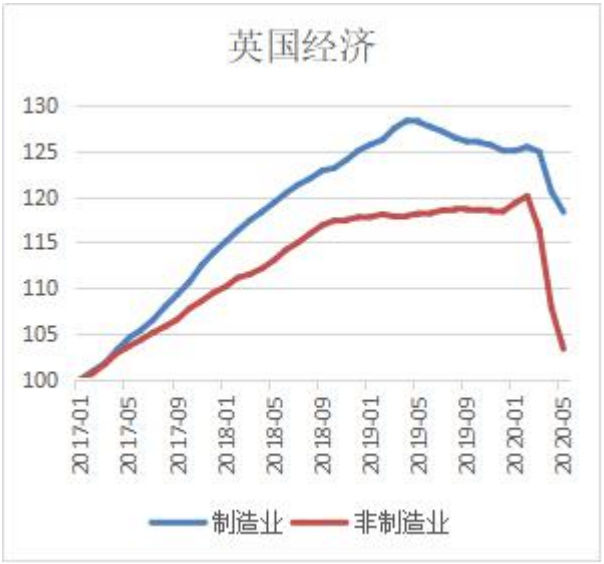
图 90：英国经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

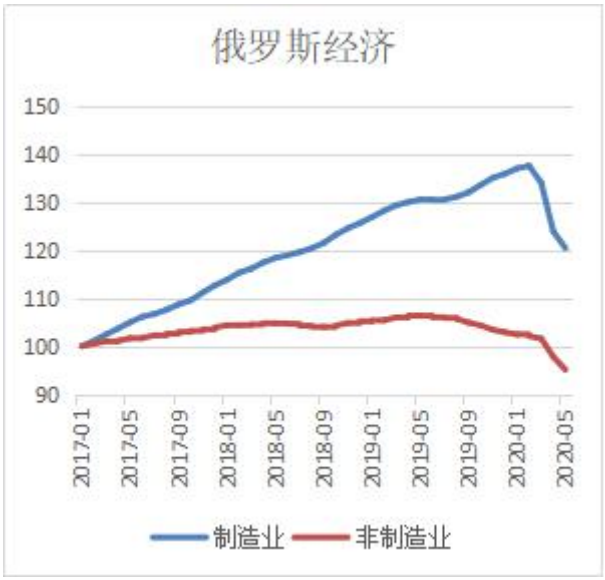
欧洲方面，德国经济与美国、日本情况类似，法国经济早在 2018 年就开始持续放缓，而英国经济方面制造业与德国无异，在 2019 年见顶，而非制造业方面受到英国脱欧影响在 2018 年 3 季度增速出现显著放缓。俄罗斯经济与欧洲国家普遍不同，非制造业此前并没有强劲增长而受疫情影响雪上加霜，制造业方面则由于疫情、油价的打击大幅回落。

图 91：英国经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

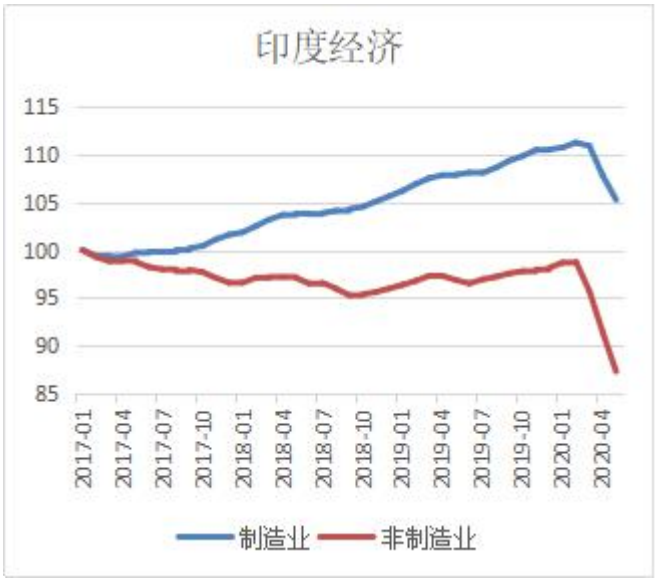
图 92：俄罗斯经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

其他新兴国家方面，印度经济与俄罗斯相似，非制造业持续低迷而制造业持续走强直到今年一季度受疫情影响回落。巴西则是制造业与非制造业同步走强的趋势被疫情所打断。

图 93：印度经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 94：巴西经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

随着全球经济逐步解封，经济转暖信号陆续开始出现。美股非农就业人口出现拐点，长期国债收益率大幅走高，各国 5 月 PMI 多数超出预期都说明全球经济基本已经在 5 月企稳。

图 95：美国非农就业



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 96：俄罗斯经济



数据来源：Wind，山西证券研究所

但是目前美国疫情解封过快导致二次爆发风险显著上升，经济是否能够延续反弹具备较强的不确定性。

3. 美股无惧疫情直创新高，与经济基本面脱钩

受疫情影响叠加油价大幅下跌，全球市场对企业和金融机构信用风险预期大幅上升，美股三大股指更

是一度从高位下跌超 30%以上。然而在美联储开启无限量 QE 之后，美股迅速反转，仅用两个月基本就填平了此前的下跌，纳斯达克更是突破万点大关创出历史新高。美联储及时介入化解了信用风险，将负债从企业、金融、居民端让渡到国家层面。我们不难得出结论是美国股市本轮大幅上涨背后的重要推手来源于货币政策注水解决了市场此前的燃眉之急，而大水漫灌更是直接推升了美股市场的整体估值。

图 97：美国三大股指走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

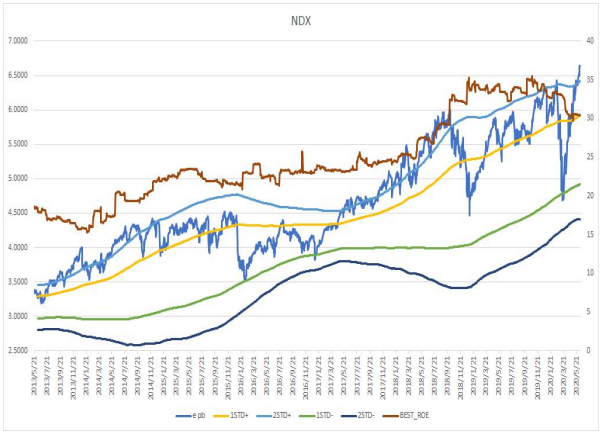
目前来看，美股三大指数中标普 500 预期市净率已经上升至美股大幅下跌之前的水平，但 ROE 预期从 20%+水平下跌至 15%。纳斯达克预期市净率已经大幅超过下跌前的水平，ROE 小幅从 33%左右下跌至 30%。道琼斯预期市净率反弹至 3.9，较下跌前仍低 0.4，ROE 从 30%左右下跌至 20%附近。从 ROE 与 PB 估值我们可以看到美股估值已经与基本面形成较为明显的背离，结合近期免佣券商开户情况来看货币政策与散户资金主导了美股这波上行。

图 98：标普 500 预期市净率与 ROE



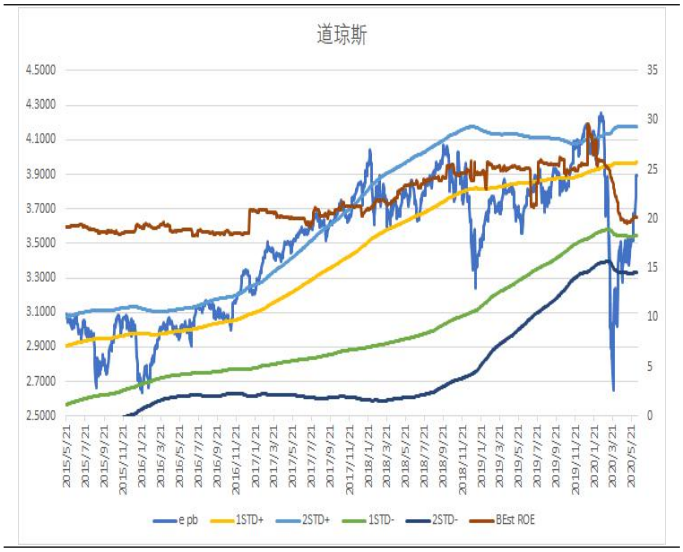
数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 99：纳斯达克预期市净率与 ROE



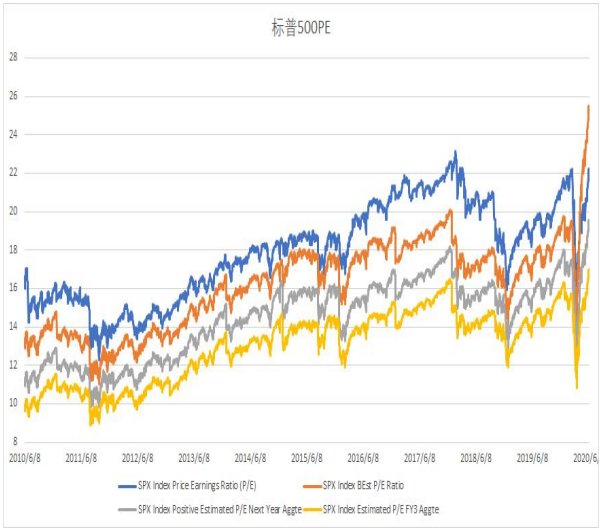
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 100：道琼斯预期市净率与 ROE



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

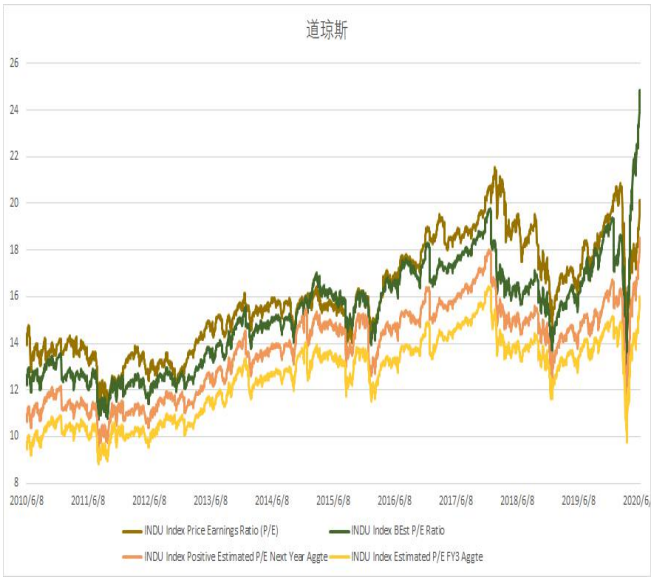
图 101：标普 500PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

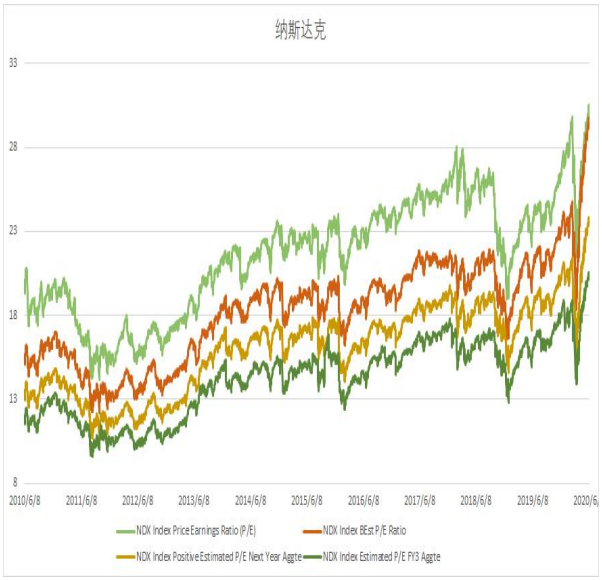
从 PE 的角度我们可以看到三大股指 PETTM、2020EPE、2021EPE 均已大幅超过此前水平，但是 2022EPE 情况却并不相同，标普 500 的 2022 年预期 PE 小幅超过此前高点，道琼斯较此前高点仍有距离，纳斯达克大幅超过此前高点。

图 102：道琼斯 PE



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 103：纳斯达克 PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

除了因货币政策导致美股走强外还有还有美股三大指数构成中 FACEBOOK，奈飞、谷歌、微软、苹果、亚马逊占比巨大，而这些科技巨头受疫情影响程度并不大，成为了美股修复的重要因素之一。

苹果 2021 年 EPS 预期仅下降不到 5%，亚马逊上升 2%，谷歌上升 4%，Facebook 下降 8%，微软是上升 4%，奈菲下降 4%，整体远期预期并没有受到重大影响。同时远期 PE 估值较年初上升幅度也并不大。

图 104：苹果 PE



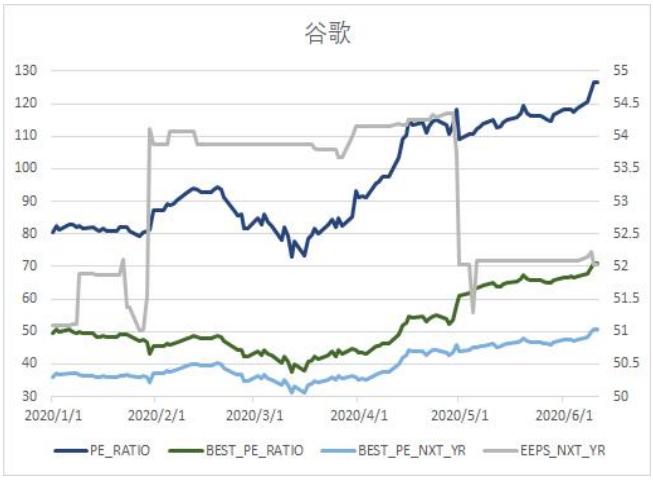
数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 105：亚马逊 PE



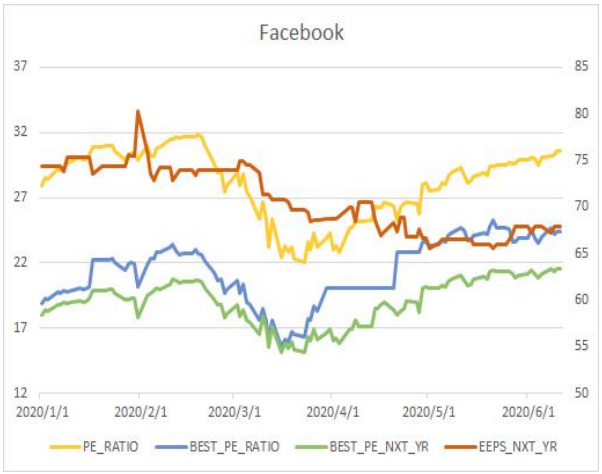
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 106：谷歌 PE



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 107：脸书 PE



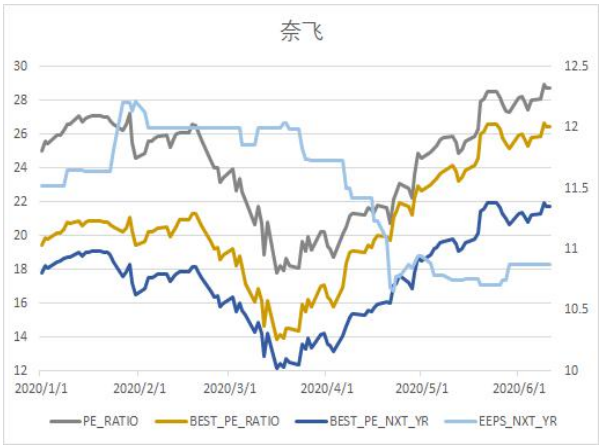
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 108：道琼斯 PE



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 109：纳斯达克 PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

从目前来看，虽然这些股估值偏高，但是我们认为主要原因在于货币推升估值。此外，这些权重公司受到疫情影响不大，预计虽然可能通过下跌来修复估值但幅度会比 3 月情况好。

美股股指持续走高，估值攀升的主要逻辑我们认为在于看好疫情结束后经济转暖 EPS 上升修复估值。但是当前疫情二次爆发的概率上升，投资者可能开始对短期经济转暖丧失信心，不少受疫情影响较大的公司或开始通过下跌来消化估值高企。因此我们判断，美国股指整体会有一定幅度回调，但情况显著好于 3 月，美股股指内部会出现较为明显的分化情况出现，科技巨头高位震荡，补涨反弹的工业、金融个股可能相对弱势。

4.美国大选年，中美关系不断反复

2020 年是美国大选年，整体来看两位总统候选人对华都相对鹰派，特朗普在任 4 年对我国不断发难，贸易、科技、地缘政治方面双方斗争进入白热化，特朗普更是撂出狠话表示第二个任期会加强对华强硬态度。另一位候选人拜登在面对特朗普指责其对华软弱回应道“若当选总统加大制裁中国”。目前来看，无论哪位在 11 月胜出中美关系都很难瞬间转暖。

全球经济增长逐渐进入瓶颈期，大幅提升生产效率的科技进步仍没有到来，当全球蛋糕增长有限的大背景下各国蛋糕切分就成了当下最重要的议题。从目前来看，全球有资格分蛋糕的国家也只有中美两国，这便造成了中美之间的直接利益冲突。美国在多个场合和部门战略思维已经转变，将中国从亚太地区合作伙伴删除，归入了全球竞争对手。同时，我国目前内部也面临劳动力下滑以及人民追求更美好追求的基本情况，发展高科技、高附加值产业成为了必然选择，但这也就直接碰触了美国核心经济利益，中美最大的羁绊经贸关系开始变得紧张，进一步引起了其他方面的直接对抗。简单的来看，我们认为中美在未来的中长期内将冲突不断。

但是 2020 年下半年我们认为中美关系短期能迎来一段时间的缓和，主要原因有 3 点：

1. 疫情影响美国经济，短期修复经济是美国的第一要务，中美之间的斗争可以暂缓。
2. 大选年就业重要，特朗普的基本盘之一美国农民在受疫情冲击下需要中国大量进口，特朗普为了保住基本盘可能会更多倾向于农贸协议而短期放弃科技对抗。
3. 美国内部种族冲突不断，矛盾重心短期从中国身上转移。

因此我们判断，今年下半年中美关系的紧张程度较上半年会有所下降，留给市场一个较为稳定的宏观局势与做多窗口。

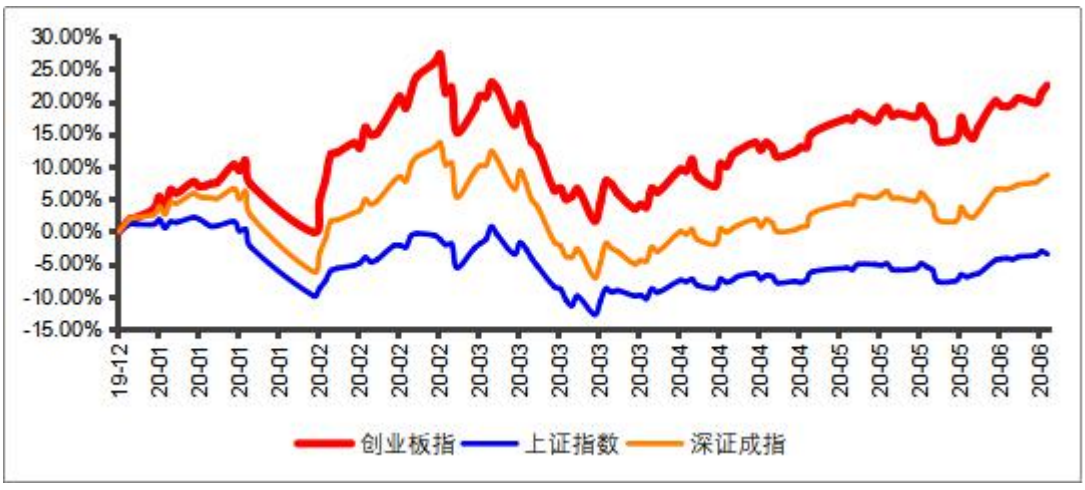
五、2020 年中期大势研判与行业配置

1.大势研判

1.1 2020 上半年市场回顾

2020 年，受一场突如其来的疫情冲击，国内外经济、金融市场均出现了大幅的波动。一季度国内经济快速下滑，二季度中后期在疫情防控得当、政策逆周期调节作用下开始缓慢修复。上半年 A 股市场同样波动剧烈，（截止 6.10）上证综指振幅近 16%，创业板指振幅近 30%；春节后大幅下跌后快速反弹，在 3 月上旬再度转向，大盘下探 2646 点新低后缓慢震荡回升，年初至今微跌 3.49%；创业板指在科技、医药的引领下表现更为强势，相较疫情前已经迭创新高，年初至今大幅上涨 22.46%。（数据截止 2020-6-10）

图 110：主要指数涨跌幅

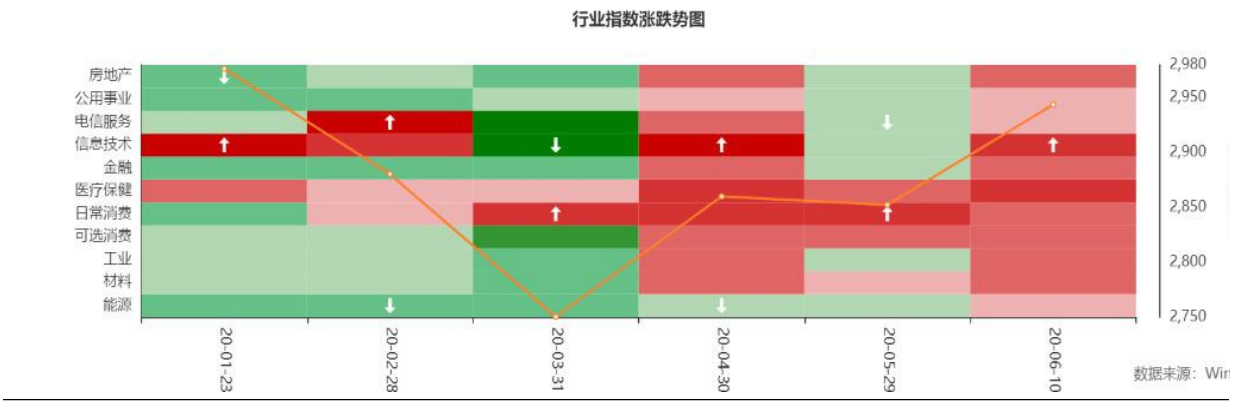


数据来源：Wind，山西证券研究所

行业来看，医药生物是当之无愧的王者，连续六个月维持独立上涨行情；必需消费包括农林牧渔在内

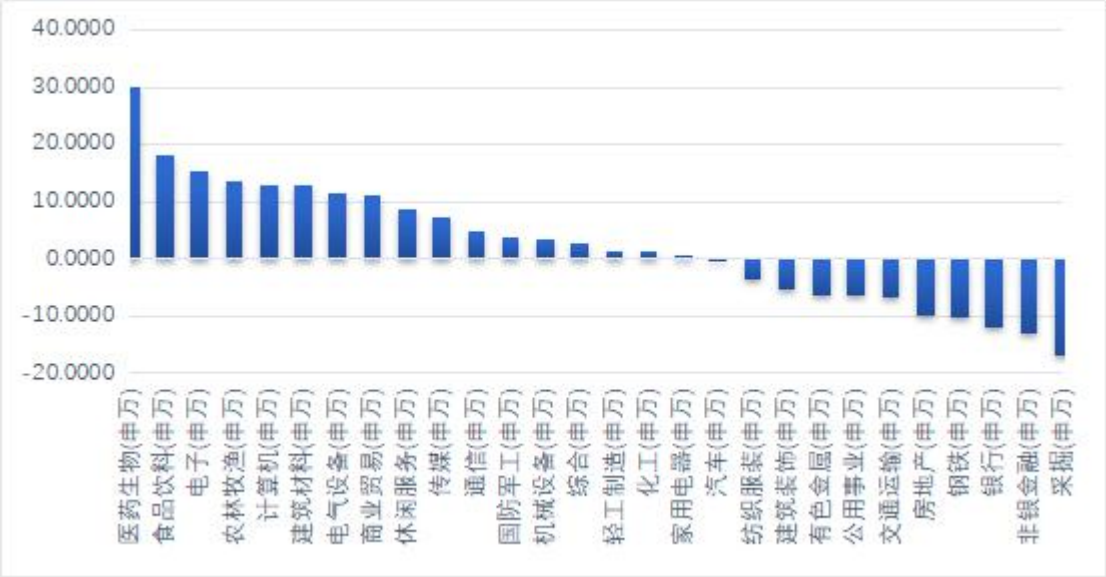
走势稳健，可选消费在疫情受控后期、国内大举提振内需的刺激以及市场开始追逐确定性的背景之下开始积极追赶；TMT 行业整体受疫情冲击小，疫情反而激化了新需求、新业态的爆发式增长，政策层面对新经济的助推，对国产替代、自主可控的扶持也有力地提振了行业的信心和对未来的预期，市场估值得到快速的提升；另外，大基建发力带动建材板块也实现了可观的涨幅。

图 111：行业指数涨跌势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 112：行业指数涨跌幅

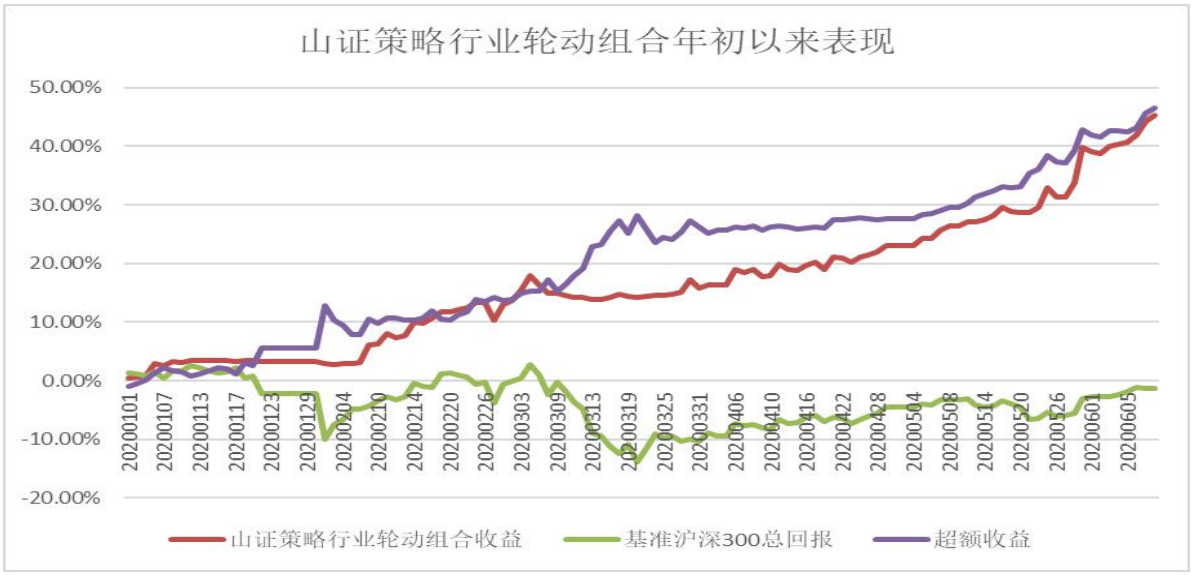


数据来源：Wind，山西证券研究所

回顾我们上半年的策略，对行业配置、介入时点的把握还是非常精准的，疫情期间我们重点推荐相对确定性的必需消费、农林牧渔，受疫情冲击小、受云经济提振的科技创新板块，以及疫情中的“刚需”--医药生物板块，均取得了超越大市的收益；在国内疫情逐步受控、基本面重回视野的阶段，我们推荐稳经

济的重要抓手大基建板块，以及逐步开始增配在疫情中下滑最为显著，疫情后复苏预期较为强烈的可选消费类（汽车、家居、小家电等），同样得到了后续行情的完美验证。**我们的山证策略行业轮动组合年初以来绝对收益达到 45.23%，相比基准（HS300）超额收益达到 46.55%。（数据截止 2020-6-11）**

图 113：山证策略行业轮动组合年内表现



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 2020 年中期市场展望

经济：我国率先走出疫情阴霾后经济展开补偿性修复，供给端复工复产提速扩面，工业生产秩序加快恢复，工业生产各项指标呈现积极变化；需求端出现边际改善，投资、消费处于稳步回升阶段，下半年这一趋势或将延续，出口端则面临着外围经济与大国博弈更大的不确定性。总体而言**在内生增长和政策推动作用下，未来经济逐季修复是大势所趋。**

政策：国内政策层面放弃经济增速目标，转而强调“六稳六保”，实则仍然包含了对维稳经济的隐性要求；**财政端支出力度空前，重点投向稳就业、保民生领域**，对扶持中小微企业、扩大内需、自主创新等领域扶持力度将尤为显著；货币端在经济明显复苏之前将维持偏宽松基调，**宏观流动性将维持稳态运行，但最宽松的时点已经过去，下半年发力的重点大概率从货币宽松转向信用宽松**，创新直达实体的货币工具，多措并举引导资金更多流向实体经济。**资本市场改革进入深化期**，创业板注册制年中落地，后续**市场基础制度将进一步完善，产业行业及投资者结构更加合理，A 股市场的吸引力有望进一步提升，吸引居民资产、国际资金持续配置。**

展望下半年，全球经济复苏情况（时点与斜率）将接替流动性宽松因素，主导后续股债市场的表现，而经济复苏情况又取决于全球疫情的后续发展，目前来看仍然有较大的不确定性。我国国内经济有望延续

逐步复苏的趋势，政策储备充足、逆周期调节进一步发力增效，宏观及市场流动性环境将维持相对稳态（不至于构成掣肘因素），中国经济增速较全球的相对优势料将进一步扩大，为 A 股资产提供坚实的价值基础。**总体来看，基本面、流动性因子有利于下半年 A 股市场的积极表现，但风险偏好因子预期偏谨慎，因下半年我们仍然面临着一个高度不确定的环境，需重点警惕以下几点风险的扰动**：海外新冠疫情加速发酵、美国大选期中美竞争加剧摩擦升级、美股高估值脱离基本面、主要经济体资产负债表衰退等，均有可能在未来某个时点对市场整体风险偏好造成较大冲击。

综上，结合影响 A 股市场的基本面、流动性、风险偏好三因子分析，以及我们在《2020 年下半年大类资产配置报告（20200506）》中对主要大类资产的预判及量化配置结果，我们认为 A 股市场在大类资产对比来看，仍然具备较好的性价比和中长期的配置价值，在国内股债对比来看，由于基本面修复趋势和流动性维持偏松（但继续下行空间有限），A 股资产的投资价值也更胜于债券资产。但由于外围环境不确定性风险因素较多，可能会对市场造成阶段性的冲击和持续性的抑制，A 股市场大概率将呈现震荡区间内的结构性行情，指数层面不具备趋势性大机会，建议关注重点风险的演绎情况，精选结构，重视行业配置，深耕个股，把握结构性机会。

我们重点推荐科技新基建崛起与可选消费内生性修复两大行业配置方向，建议底仓配置可选消费龙头，持有一篮子成长赛道的科技股作为进攻仓位。

推荐科技新基建的逻辑有以下四点：

（1）政策支持力度强，新基建（人工智能、云计算、区块链、数据中心等）是未来几年中国经济调结构、促升级的重点发展方向。

（2））国内庞大的市场为科技应用提供了丰富的场景和市场空间；

（3）逆全球化背景以及本次疫情的额外冲击下，各国科技、制造业供应链纷纷向内收缩；

（4）中美摩擦提升国内加快国产替代、自主可控的必要性和关注度，美国大选期间该逻辑有望强化。

推荐可选消费的逻辑有以下三点：

（1）宏观经济逐季修复叠加地产交付高峰期，地产后周期行业需求有望随之回暖，基本面持续改善；

（2）过去几年持续去库存，库存处于低位；行业内部持续出清，集中度提升，龙头优势凸显；

（3）政策强调扩大内需，对可选消费相关行业有望继续出台刺激、扶持政策。

下文将具体阐述这两个方向下的的行业、主题性投资机会。

2.行业配置

2.1 自主可控+产业升级，科技新基建崛起

受疫情的影响，计算机板块上半年表现亮眼，各类题材轮番上涨。我们认为在下半年在需求仍然强劲的背景下计算机行业整体景气度仍将持续走高。子板块方面，我们结合行业研究员观点主要推荐关注两大主线：1.新基建中的云计算。2.信创产业。

云计算：

5月22日，《2020年国务院政府工作报告》提出要重点支持“两新一重”，其中一新指的就是新型基础设施建设，**新基建覆盖的范围包括了人工智能、云计算、区块链、数据中心、智能计算中心、智慧交通等方面。**

本轮疫情推动云计算全产业链加速发展。云计算的3大方向主要是IAAS,PAAS,SAAS。

IAAS方向基本已经被AWS、Azure、阿里云三家瓜分，此外腾讯、百度、甲骨文、IBM等企业也有所参与，3足鼎立的格局基本已经形成，A股出现IAAS后起之秀的概率不高。具体到我国业务，阿里市场份额超过40%，AWS通过自身高速创新能力也获得了超过20%的市场份额。根据调研信息我们了解到Azure目前主要与大型银行、保险金融机构有所接洽，希望通过本地+云形式争夺有本地保密需求的大型金融企业。

A股更多涉及的是PAAS和SAAS两个方向。

工业PaaS是基于微服务架构的数字模型，数字模型是就是把大量的工业的技术原理、行业知识、基础工艺、模型工具规则化、软件化、模块化，并封装为可重复使用的组件。工业PaaS是工业互联网的核心，向下可以调用设备、业务系统等软硬件资源，向上可以承载工业APP等应用服务的“工业操作系统”。要考验的是行业机理模型的沉淀能力，构建数字化模型池。PAAS可以有效提升我国工业互联网程度，提升工业企业运转效率，因此我国工信部也在2018年就开始大幅推进PAAS在工业企业的运用。但是从目前的来看PAAS系统各公司定制化程度较高，多数大型制造业企业都已经拥有或正在开发自己的PAAS，外部服务搭建PAAS构架的需求并不强。PAAS属于企业的基础设施建设，短期投入不小但短期难对利润表产生大幅实质性影响，因此我们认为PAAS下半年较难等上风口。

SAAS相较IAAS的高不可及与PAAS的长远基石来看更具备短期的爆发潜力。SAAS目前整体采用按年订阅付费+持续交叉销售的商业模式，帮助公司持续增长。2013年开始SAAS股票在美股便开始斩获头角大幅上涨，今年美股中SAAS板块韧性最强且首先再创新高。2018年开始美国涨幅前十的科技股中有8家是云计算相关，SAAS相关也占据了6家。

疫情加速数字化进程，协同办公、视频会议等SAAS应用需求快速增长。当前全球软件行业SaaS云化

收入比重约为 22%，未来 3 年预计全球 SAAS 市场复合增速将超 20%，中国市场增速高于全球。产业趋势上看：1）大企业将超越中小企业，成为云应用的主要客户；2）强者愈强，平台型 SAAS 巨头占优，疫情可能加速并购重组；3）头部 SAAS 企业通过“平台+应用”形式，推动产品重构、做深做精，或构建产品联盟。

信创产业：

在美国对我国不断加大对我国技术封锁的背景下，IT 自主可控的紧迫性大幅提升，当前我国 IT 架构严重依赖外国品牌亟需国产代替。

生态构建是信创产业落地的关键，信创生态体系包含以 CPU、GPU、存储为代表的的基础硬件，以操作系统、数据库、中间件为代表的的基础软件，和以办公软件、企业级软件为代表的应用软件，其中基础软硬件是整个 IT 产业的底座和基石。

我国目前信创生态已经基本成型，PK 体系、华为鲲鹏等一批优秀软硬件研发销售的技术型公司正在涌现，有望在此次国产替代浪潮中充分受益。

今年 5 月底 6 月初，以移动、电信为代表的运营商和国有大行如农行的公开招标中信创占比提升，解开了行业信创的大幕，近期从各地政府信息来看，部分省市已经启动招标，预计 6 月底 7 月党政等领域的信创招标有望全面铺开，今年将是信创规模化落地的第一年。前期，市场因为疫情、华为事件等对今年的资金预算和落地力度进度有所担心，认为相关资金优先保障，同时华为事件更加坚定了信创的决心。预计信创 6、7 月将迎来大规模招标，今年是业绩释放的第一年。

信创行业市场容量较大，主要的影响因素则在于竞争格局。目前来看硬件方面，主要是芯片预计海光、飞腾、鲲鹏份额领先，飞腾的新一代芯片竞争力提升，预计在党政等市场将占主要地位，而行业市场对性能要求更高，鲲鹏和海光具有很强的竞争力。需要说明的是，华为事件的进展对鲲鹏发展影响大，仍需观察。软件方面，统信和麒麟将是操作系统市场主要厂商，党政等市场麒麟占优，统信在 PC 市场有望占据一定份额，行业市场统信优势突出，服务器市场后续将加大投入。办公软件金山一家独大，中间件领域东方通占优，但价格竞争压力加大。本土企业中用友在大型企业 ERP 占据领先地位，长亮科技是银行核心系统龙头，远光软件是电力行业 ERP 龙头，在行业信创浪潮中具备非常强的替代能力。

2.2 后疫情时代，消费内生性修复

2.2.1 线下消费逐步复苏——新能源汽车、家居、家电

- **新能源汽车**

汽车行业整体呈现持续回暖态势，五月汽车产销数据稳步回升（5 月全国汽车产销分别完成 218.7 万辆

和 219.4 万辆，环比分别增长 4.0%和 5.9%，同比分别增长 18.2%和 14.5%，增速较 4 月分别上涨 15.9 和 10.1 个百分点。其中，商用车产销同比增长均超过 40%，连续 11 个月下滑的乘用车产销由负转正，分别增长了 11.2%和 7%）。但考虑到去年同期国五转国六促销的影响，6 月汽车销量或将与去年持平或略低于去年同期水平。年初以来政策层全面刺激刺激汽车消费，部分地区略偏向于新能源汽车，目前来看已取得较好成效；后续推出更多、更大力度利好燃油车政策的可能性较小，政策重心将进一步向新能源汽车消费倾斜。

今年 5 月新能源汽车产销分别完成 8.4 万辆和 8.2 万辆，同比分别下降 25.8%和 23.5%，新能源汽车市场的恢复程度明显低于行业总体水平。**后续随着新能源汽车购置补贴和免征购置税政策的落地以及新能源汽车行业准入门槛的放宽，新能源汽车市场有望加速回暖，相对而言弹性和空间更大。**

- **地产后周期消费——家电、家居**

地产竣工逻辑只会因疫情被推迟，但不会消失，下半年地产后周期消费有望继续升温，相关板块投资机会尤其是龙头公司值得持续关注。5 月地产竣工面积同比增长了 9.7%，环比看改善更加明显。下半年将是地产交付的高峰期，地产后周期行业自身需求将随之持续转暖，疫情后期政策层面也将继续大力倡导扩大内需、刺激消费，两方面因素都会推动家电、家居行业基本面的加速复苏。

图 114：房地产竣工面积累计同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

家电行业整体呈现补偿性修复，下半年有望继续回暖。

从线下消费来看，各品类销售情况全面回暖，三大白电中冰箱/洗衣机零售额增速转正，达+17.2%/+11.2%，空调销售额跌幅收窄，达-15.9%；厨电洗碗机/燃气灶/油烟机表现良好，销售额同比+117.5%/+22.0%/+26.8%。**从线上消费来看，**受 618 预售刺激，各品类销售火热。除破壁机外，各品类家电线上销售额增速均由负转正。其中增幅最大的为厨电及热水器，洗碗机/破壁机/热水器的销售额同比增幅

分别达+329.5%/+332.8%/+232.4%。“618”促销季，京东、天猫等推百亿补贴有望拉动行业消费加速回暖。一季度，中国家电市场整体零售额规模中线上销售达到 626 亿元，电商渠道对家电零售的贡献率首次超过50%。**线上线下渠道的融合明显提速，直播带货等新的营销形式也呈现出爆发式增长，冲动型消费明显提升。**此外随着消费者对健康饮食、膳食合理搭配的需求明显增加，以及家电企业对差旅、独居和租房群体等细分人群市场的重视，**小容积、创意型的小电产品在单身经济与社交化电商的双重推动下，品牌的拓展成本明显降低，市场需求巨大，可挖掘空间广阔。**小电线上市场进入成熟稳定阶段。随着疫情事件的爆发，线下渠道短期内受到较大影响，而快递的全面复工，物流恢复通畅令部分线下需求转化成线上需求，消费者线上购物的习惯再次被巩固，预计线上销售额会出现明显增长。**从政策层面来看，**国家发改委等 23 个部门联合印发了《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》，各地政府也纷纷发放消费券或者消费补贴促进家电行业回暖，而完善废旧家电回收处理的方案也对消费者提高家电更新频率起到间接促进作用。

家居行业受益于地产交付高峰临近、精装修放量，业绩有望加速反弹。

在前期地产边际数据回暖的支撑下，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期家具板块业绩将企稳回升。考虑到行业集中度提升趋势，建议重点关注与头部地产商有长期合作关系的，有品牌优势，市场份额稳步提升的行业龙头公司。建议关注尚品宅配、欧派家居、帝欧家居、江山欧派、海鸥住工。

2.2.2 线上娱乐消费景气继续——直播电商，游戏

- **直播电商方兴未艾，景气持续。**

2019 年，中国直播电商市场规模达到 4338 亿元，2020 年，由于疫情扩散带来的用户居家、延迟复工复产等问题，更是进一步推动了电商直播生态的发展，预计该规模有望翻番。除疫情事件催化外，直播电商获官方认可并获得政策扶持、高用户基数及商业转化率等因素均加速了全民直播带货的发展进程，与以往相比，直播电商参与的范围、领域、重视程度均发生重大变化，平台与企业跑步入场，跨界直播入局构建新主播竞争格局，用户规模及在迅速壮大。

2019 年直播带货占整个电商市场规模不足 5%，渗透率存在显著提升空间。另外据艾媒咨询数据，2020 年中国在线直播用户规模将达到 5.24 亿人，涵盖了游戏直播、秀场直播、生活类直播、电商直播等多种类型。观看直播已经成为大家的上网习惯之一，庞大的直播用户规模为直播电商带来巨大的发展空间。

根据维妥科技综合测算，2020 年 5 月淘宝直播 TOP 100 主播带货 GMV 约 101 亿，环比增长 35%。根据阿里巴巴数据显示 6 月 1 日淘宝直播开场一小时后成交额达到 20 亿超去年同期，首日成交额超过

51 亿元。**直播电商不仅为电商及品牌方带来市场增量，同时网红+明星+企业主+电视主播等多元化内容直播形式推动电商直播的全民化与娱乐化发展，带动平台流量及品牌主内容投放需求提升，对具有品牌主资源、KOL 及电商营销业务、流量平台广告代理等互联网营销板块公司短期提振效果有望持续。**

- **游戏估值合理，基本面向好，建议加配。**

移动互联网带来的的流量红利见底，叠加国内版号限制，导致 2019 年国内游戏市场规模增速降至 7.7%，用户规模增速 2.24%，新用户增长趋于平缓，国内游戏行业基本进入存量竞争的市场。手游市场规模占游戏市场总规模近七成，**行业内龙头优势尽显，尾部公司退出加速，集中度显著提升。**

行业基本面显著回暖。受疫情影响，宅家游戏需求提升，游戏产业实现阶段性、爆发式增长，Q1 国内游戏市场实现营收 732 亿元，其中手游市场更是高歌猛进，实现营收 554 亿元，同比分别增长 25%、47%；从上市公司表现来看，Q1 传媒行业中游戏板块上市公司整体业绩同比增长 18%，位居所有细分板块之首位。即使在疫情消散之后，用户的娱乐休闲习惯已经养成，粘性较强，市场需求有望延续稳步增长。

随着暑期将近，游戏进入新品上线季，6 月将有多款新游戏上线，包括吉比特《石油大亨》《最强蜗牛》《匠木》、万达互爱互动《无尽战记》、游族网络代理《荒野乱斗》等。**字节跳动加大对游戏业务的投入，巨头入场也将推动产业格局积极变化，激发相应的主体性投资机会。游戏作为 5G 产业化背景下有望最快落地的应用之一，云游戏、大屏游戏、VR 等方向都有望持续催化，后续表现仍然值得期待。**

建议关注线上娱乐及消费板块中内容生产与运营实力较强的龙头公司，或深耕于细分领域，具有比较优势的公司：三七互娱、完美世界、游族网络、吉比特等。

六、风险提示

1. 国内疫情出现反复，影响经济正常化修复
2. 内需修复持续不及预期
3. 国内货币宽松政策过早退出
4. 中美外交关系恶化
5. 全球经济重启不利，主要经济体债务风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336