投资策略

半年度策略

证券研究报告

2020 年 6 月 19 日

凝心聚力，迎难而上

风险评级：中风险

2020 年下半年 A 股投资策略报告

费小平
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

岳佳杰
SAC 执业证书编号：
S0340116110042
电话：0769-23320059
邮箱：yuejiajie@dgzq.com.cn

分析师：包冬青
SAC 执业证书编号：
S0340520010001
电话：0769-22115843
邮箱：
baodongqing@dgzq.com.cn

研究助理：陈宏
SAC 执业证书编号：
S0340118070048
电话：0769-22118627
邮箱：chenhong@dgzq.com.cn

市场主要指数 2020 年上半年表现（截至 6 月 17 日）

	收盘点位	涨幅
上证综指	2935.87	-3.75%
深证成指	11420.84	9.49%
沪深 300	4017.59	-1.93%
中小板指	7546.42	13.78%
创业板指	2263.96	25.91%

上证指数月线走势



投资要点：

- **2020年上半年大盘震荡反复，结构分化。**年初冲高回落，疫情大跌后迎来反弹，但3月再度大幅下跌至2700点附近，二季度呈现震荡攀升修复格局，重回年线。
- **2020年下半年市场环境分析：**
- **经济：**2020年下半年全球经济艰难恢复，国内一季度将是经济回落低点，二季度逐步收窄跌幅，下半年有望进入逐步走稳阶段。《政府工作报告》首次没有提及今年的增长目标，我们预计全年GDP增速在3.5%左右。
- **政策：**逆周期调控是大方向，今年财政赤字率提高到3.6%以上，积极财政政策将是推动经济增长重要抓手，预计下半年财政支出明显加大。而海外宽松货币环境、国内政府工作目标实现、中美利差收窄、物价回落，都为下半年央行货币政策实施带来空间，预计下半年还会有多次下调LPR，也将有1-2次定向降准。
- **市场：**在新证券法积极推进背景下，资本市场改革迎持续深化。管理层对资本市场的关注也持续增强，随着创业板注册制正式落地，下半年改革将持续推进。随着后续投融资环境改善，不断加强监管，加大对外开放力度，资本市场效率有望大幅提升，海外资金和机构投资者力量不断壮大，改革红利将持续释放。
- **资金面：**下半年融资、大小非减持仍有压力，但A股回购不断加大，北向资金持续净流入，基金发行提速带来增量配置资金，加上两融杠杆资金，以及保险、社保等中长期资金逐步入市，下半年有望迎来增量资金，带动资金面改善。
- **2020年下半年市场展望：凝心聚力，迎难而上。**对下半年行情，我们保持偏谨慎乐观。市场经历疫情考验最终走出震荡反复格局，表现较为顽强。下半年在全球宽松政策推动下，国内逆周期调控将继续，积极财政政策将是推动经济走稳重要抓手，再加上下半年货币政策释放降准降息举措，为市场带来流动性支持，国内经济经历一季度低谷后下半年有望逐步走稳。而资本市场改革的持续深化带来投融资环境的改善，市场效率将有效提升，机构投资者力量不断壮大，有望持续吸引海外资金的关注。大盘在二季度技术面有所走稳，随着下半年各项政策逐步落地、资本市场改革持续推进、市场盈利改善以及信心回升，预计2020年下半年市场将凝心聚力，迎难而上，延续震荡反弹格局。
- **操作策略及投资主线：**积极布局，把握以下三条投资主线：

（1）价值主线：低估值蓝筹，如银行、保险、证券、地产、建筑、建材、机械、化工、电气设备等；

（2）消费主线：业绩确定性高，如家电、汽车、食品饮料、家电、商业、医药等；

（3）科技主线：软件、电子、通信、新能源汽车、新材料等板块。

- **行业配置：超配金融、基建、TMT、电气设备、家电、食品饮料等，标配地产、机械、化工、汽车、商业、医药、新材料、环保等。**
- 风险提示：宏观经济增速不及预期风险；海外市场大幅波动风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 2020 年上半年 A 股市场回顾：震荡反复，结构分化 3
2.2020 年下半年市场环境分析：经济逐步恢复，资本市场迎持续改革动力 4
2.1 2020 年下半年国内经济与政策展望：“六稳”托底，经济逐步恢复 4
2.2 资本市场迎改革深化，机构投资者影响不断加大 12
2.3 市场因素分析：盈利、估值及资金面 15
3.2020 年下半年市场展望与操作策略 19
3.1 2020 年下半年市场展望：凝心聚力，迎难而上 19
3.2 操作策略及行业配置：积极布局，超配金融、基建、TMT、电气设备、家电、食品饮料等板块 20
3.3 2020 年三季度股票组合 23

插图目录

图 1：上证指数 2020 年上半年走势回顾 3
图 2：2020 年上半年各大指数涨跌幅 3
图 3：2020 年上半年行业板块涨跌幅 4
图 4：2020 年上半年以来 A 股涨跌幅分布图 4
图 5：美日欧 GDP 增速 5
图 6：新兴经济体制造业 PMI 6
图 7：主要国际组织对全球经济增速的预期值 6
图 8：经济数据 7
图 9：财政收入和支出增速 7
图 10：M2 和 M1 增速 7
图 11：各部门宏观杠杆率 8
图 12：中美国债收益率 9
图 13：国际机构对中国经济增速预测 12
图 14：2001-2019 年退市公司数量（2020 年数据包含面临退市和暂停上市企业） 14
图 15：机构持仓占流通市值比例、机构持仓市值 15
图 16：机构持仓占流通市值比例 15
图 17：上市公司归属母公司股东净利润增速 16
图 18：行业市盈率 16
图 19：融资规模数据 17
图 20：上市公司增减持数据 17
图 21：2020 年大小非解禁市值 17
图 22：沪深港股通资金流入统计 18

表格目录

表 1：2020 上半年重大经济政策汇总 11
表 2：2020 年三季度股票组合 23

1. 2020 年上半年 A 股市场回顾：震荡反复，结构分化

图 1：上证指数 2020 年上半年走势回顾



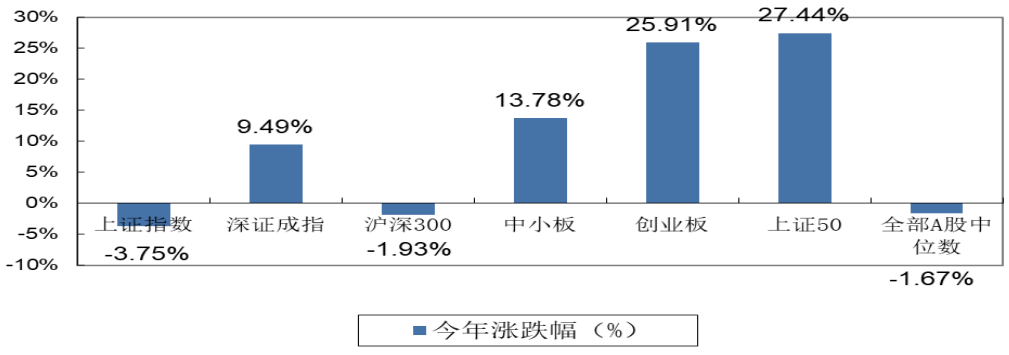
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯（数据截止到 6 月 17 日）

回顾 2020 年上半年的 A 股市场，总体呈现震荡反复走势。年初市场延续回暖势头，震荡反弹并上探至 3100 点上方，但春节前出现大幅回落，指数重回到 3000 点下方。而春节期间新冠疫情爆发，导致市场在节后出现大幅下跌，指数一度回到 2700 点附近，随后却出现顽强反弹并重返 3000 点，但 3 月中旬在全球疫情爆发影响下大盘连续、大幅回调，指数再度回到 2700 点附近，二季度市场展开震荡攀升格局，指数慢慢回升到 2900 点附近位置，重回到年线上方。**国内外疫情冲击、经济下行压力以及随后全球宽松政策带来全球市场的回暖，最终使得国内市场经历震荡反复后迎来逐步走稳格局**。

上证指数 2020 年上半年（截止到 6 月 17 日）下跌 3.75%，沪深 300 指数下跌 1.93%，深成指上涨 9.49%，创业板指数上涨 25.91%，中小板指数上涨 13.78%，上证 50 指数下跌 2.56%。各大指数涨跌互现。从行业来看，各大板块走势分化，**其中医药、食品饮料、休闲服务、计算机、商业、电子、传媒等板块表现较强，涨幅均超过 10%**，其中医药板块涨幅更是超过 30%，而电气设备、农业、建筑材料、通信等板块也有不错表现，而采掘、金融、地产、交运、钢铁、建筑装饰等板块表现较弱，出现明显回落。

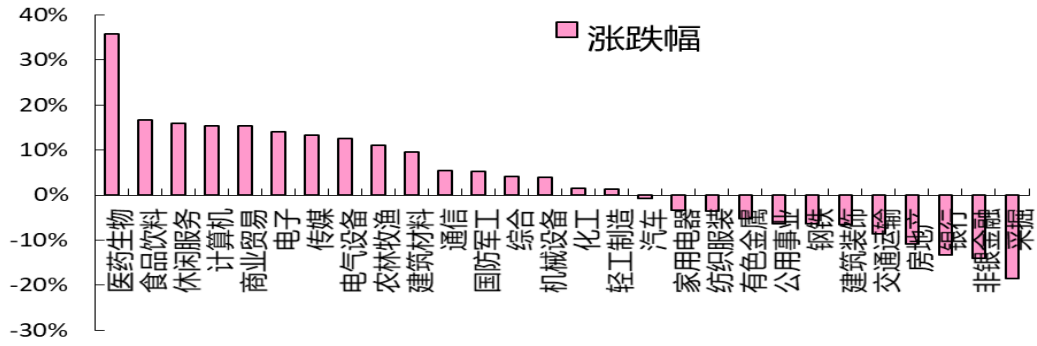
值得注意的是，在今年上半年的震荡反复背景下，个股板块分化较为明显，**数据显示 2020 年上半年有约 53%的上市公司股价下跌**，其中约 11.85%的公司跌幅超过 20%，而与此同时，**约有 23.43%的公司今年涨幅超过 20%**，还有约 23.17%的公司股价涨幅在 0-20%之间，结构性分化明显。

图 2：2020 年上半年各大指数涨跌幅



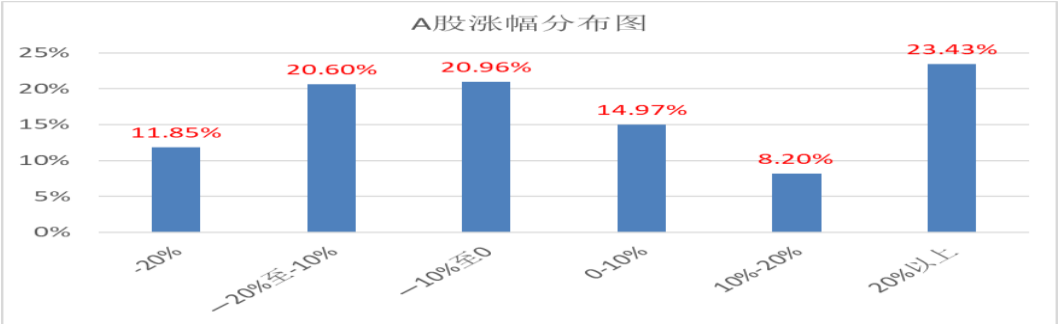
资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所（数据截止到 12 月 2 日）

图 3：2020 年上半年行业板块涨跌幅



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所（数据截止到 6 月 17 日）

图 4：2020 年上半年以来 A 股涨跌幅分布图



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所（数据截止到 6 月 17 日）

2.2020 年下半年市场环境分析：经济逐步恢复，资本市场迎持续改革动力

2020 年全球新冠肺炎疫情对国内以及国际经济发展带来极大冲击，而全球贸易摩擦延续，内外部环境复杂，而 2020 年下半年市场环境又将有哪些变化呢？我们将从经济、政策、市场、资金等维度来逐一分析。

2.1 2020 年下半年国内经济与政策展望：“六稳”托底，经济逐步恢复

2.1.1 海外疫情冲击下，全球经济 2020 年面临较大冲击

（1）受新冠疫情等因素影响，2020 年上半年全球经济下行压力明显加大。

2020 年上半年全球受新冠疫情影响出现了明显下行，制造业和服务业均面临较大压力，供需两弱。2 月摩根大通全球制造业指数下滑至 47.1，4 月更进一步下探至 39.6；2 月摩根大通全球非制造业指数下滑至 47.1，4 月更是下探至 23.7。

主要的发达国家和地区，一季度 GDP 均出现了较大下行压力，景气集体收缩。一季度美国 GDP 环比折年率下降 5%，日本下降 2.2%，欧元区下降 14.2%，除日本外相比前值均出现了大幅下挫。上半年美国、欧洲和日本的景气持续下行，日本制造业和服务业 PMI 一度下探至 38.4%和 26.5%，欧洲制造业和非制造业 PMI 也分别最低探至 39.4%和 30.5%。主要新兴的发展中国家景气下行幅度超过发达国家。俄罗斯、巴西和印度的

景气下行至 40 以下，4 月印度服务业 PMI 甚至低至 5.4，5 月也低至 12.6，负面影响十分明显。

根据世界银行最近预测，2020 年全球经济将萎缩 5.2%，这将是二战以来最为严重的经济衰退。疫情从供给、需求两方面对全球经济产生了负面影响。面对疫情超预期的冲击，全球各大央行货币政策均出现了不同程度的放松，这对下半年经济的走稳起到帮助。

（2）全球宽松持续，降息力度加大，助推 2020 年下半年全球经济艰难恢复

今年为了应对疫情对经济的冲击，3 月美联储两度紧急降息，累计幅度达到 150 个基点，并宣布不限量买入美债和 MBS，开启无限量 QE，之后更是准备一项近 1 万亿美元的基础设施提案，以刺激经济复苏；而欧洲和日本央行由于降息空间有限，转而寻求大规模量化宽松，日本央行将年度 ETF 购买计划翻番至 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，而欧洲央行宣布了 8700 亿元的紧急购债计划。据不完全统计，美联储降息操作引发全球超过 40 家央行跟随，从发达国家到发展中国家，均进行了广泛深度的降息。

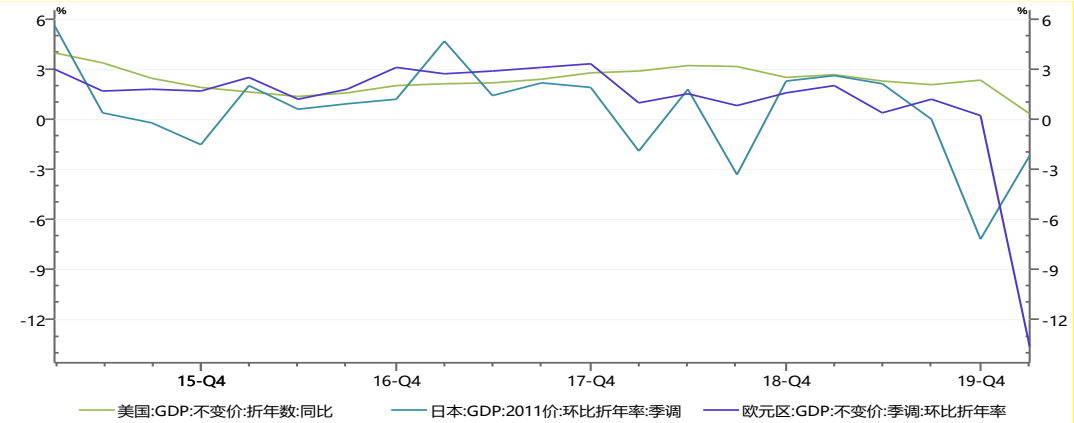
降息力度的加大导致全球利率继续下行，日本和欧洲 10 年期国债利率持续处于负区间，美国 10 年期国债利率下行至 0.7%左右，10 年实际利率更是跌入负区间。

在全球宽松力度不断加大的背景下，5 月份全球经济数据略有恢复，美国供应管理协会（ISM）公布的 5 月份制造业 PMI 小幅回升 1.0 个百分点至 43.1%，欧洲 5 月份 PMI 都环比有所回升。

不过，海外疫情形势仍处于扩散态势，这对于后续经济的恢复仍构成负面影响。此外，中美贸易摩擦形势仍不明朗，下半年在美国大选背景下，仍面临较大的反复。而经济近期恢复的力度也相对偏弱，复苏仍需时日。

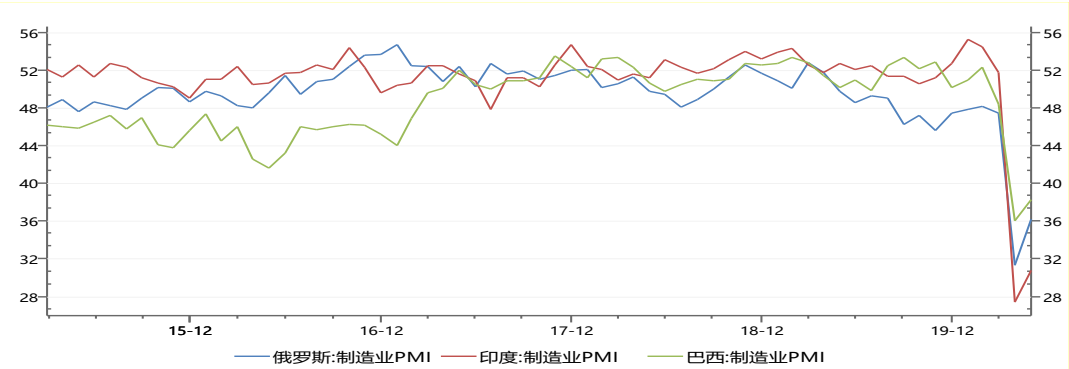
因此，我们认为 2020 全球经济仍处于相对艰难时期，上半年受到疫情影响而表现较弱，面临负增长态势，而下半年随着疫情改善以及宽松政策的持续推进，经济环境有望逐步恢复，下滑幅度逐步收窄，主要的发达国家经济走稳可能领先于发展中国家。根据主要机构预测，IMF、世界银行、标普和惠誉预期 2020 年全球经济同比下降 2%-6%，IMF 和世界银行预测美国 GDP 同比降幅接近 6%。

图 5：美日欧 GDP 增速



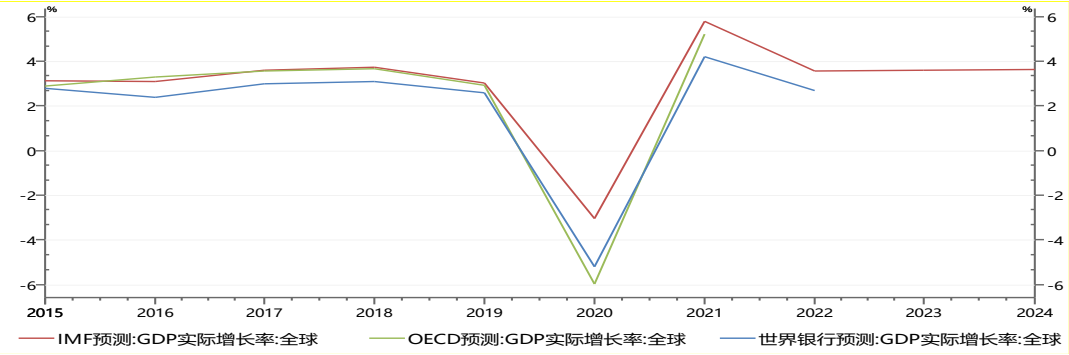
资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

图 6：新兴经济体制造业 PMI



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

图 7：主要国际组织对全球经济增速的预期值



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

2.1.2 国内“稳”字当头，下半年缓步回升

（1）2020 上半年经济与政策回顾：经济下滑，政策发力

第一，从上半年经济走势来看，一季度触底，二季度适度恢复。

2020 年一季度 GDP 同比下跌 6.8%，大幅低于 2019 年的 6.1%。第二产业下行幅度最大，同比下降 9.6%，第一、第三产业 GDP 分别同比下降 3.2%和 5.2%。不过，随着国内疫情慢慢趋于稳定，经济在一季度已经触底，二季度出现了明显的恢复迹象。4、5 月份制造业 PMI 分别达到 50.8 和 50.6，回到扩张态势。

从最新公布数据来看，5 月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，增速较 4 月份回升 0.5 个百分点。其中 1-5 月份投资同比下降 6.3%，较 1-4 月份收窄 4 个百分点。5 月份消费增速同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点。经济呈现出逐月改善态势。

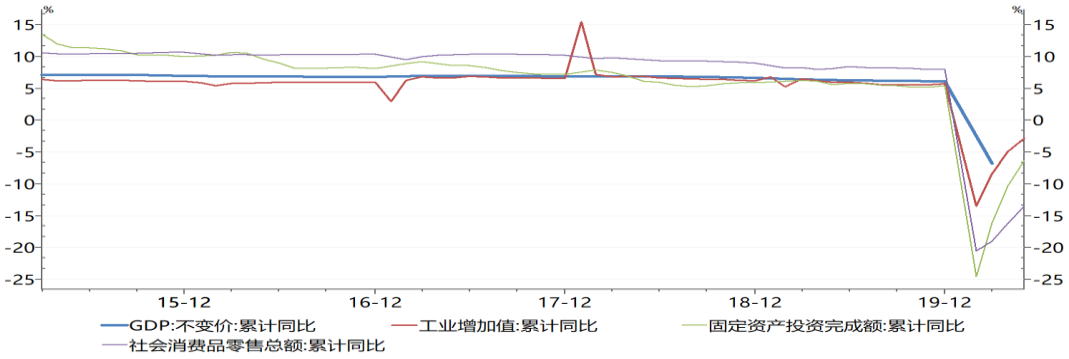
第二，面对疫情造成的经济下行，财政和货币政策在积极发挥作用。

在疫情对经济造成严重冲击的背景下，3 月 4 日中央政治局常委会提出要加快新型基础设施建设进度，进一步明确和指导 2018 年以来的新基建建设。随后各省市相继出台了地方版新基建计划，总额超过 40 万亿元。财政减税力度也不断加大，截止 4 月全国减税降费规模已超过 9000 亿元。从公共财政收支看，1-4 月公共财政收入累计同比下降 14.48%，税收累计同比下降 16.66%，降幅非常明显，但 1-4 月公共财政支出同比仅下降 2.74%，显示出财政逆周期调节的稳定器作用。

货币政策也延续了稳中趋松的趋势。1 月 1 日央行决定全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放 8000 多亿元；3 月 13 日央行决定实施定性降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，释放资金月 5500 亿元。特别是 2 月疫情影响最大的时期，央行持续进行逆回购操作，一度释放净 1.7 万亿元，并将中标利率下调了 10 个基点，此后在 2 月和 4 月在分别下调了 MLF 利率和 LPR 利率。

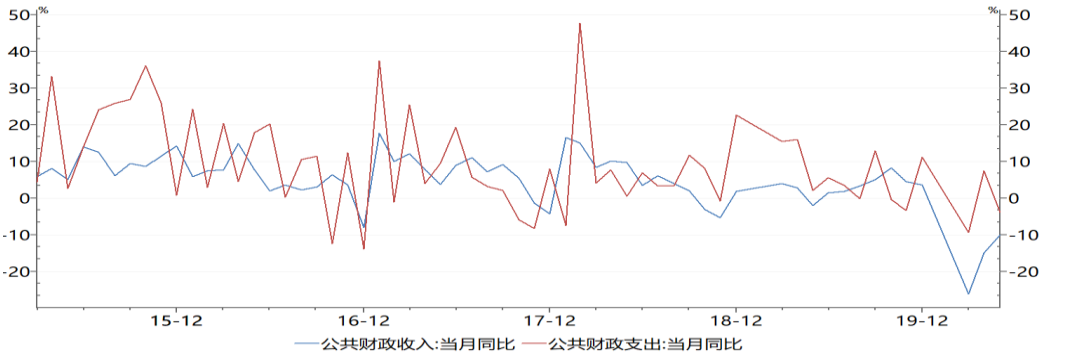
央行加大流动性释放，对二季度经济的走稳起到积极支持。从货币供应量增速来看，3-5 月份的 M2 增速均超过 10%，其中 5 月份为 11.1%，处于近几年的高点位置，而 5 月份 M1 增速也回升到 6.8%，显示实体资金明显增加，有助于实体经济走稳。

图 8：经济数据



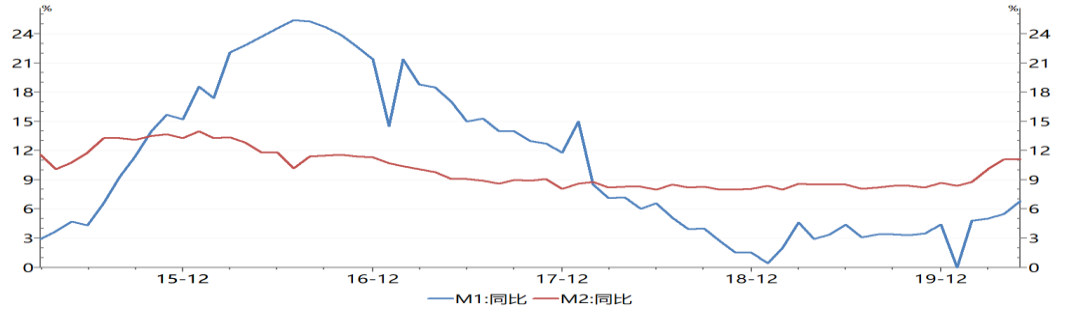
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 9：财政收入和支出增速



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 10：M2 和 M1 增速



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

（2）2020 年下半年政策展望：促“六稳”，继续推进逆周期调节

今年《政府工作报告》的一个重要变化就是没有提到今年 GDP 增速目标。根据政府工作报告内容，今年政府目标为城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率 5.5%

左右；居民消费价格涨幅 3.5%左右；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；居民收入增长与经济增长基本同步；重大金融风险有效防控。报告没有提出全年经济增速具体目标，但提出加大“六稳”工作力度，实现“六保”，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局。没有提出今年增速目标，主要考虑到国内外疫情形势的不确定性，稳增长的方向依然没有变化。

在政策方面，财政政策将是推动经济发展的重要抓手。按照政府工作报告，今年的财政赤字率目标大幅上调，意味着积极财政政策有望再度加力。

首先，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，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债；赤字率较 2019 年预期的 2.8%明显提升，加上发行特别国债，预计中央层面筹资超过 5 万亿元，其中新增超过 2 万亿元，财政政策发力空间加大。特别是随着新的证券法实施，注册制的发行为企业融资扩宽了渠道，下半年随着地方债、特别国债的发行，将为财政投入带来资金支持。

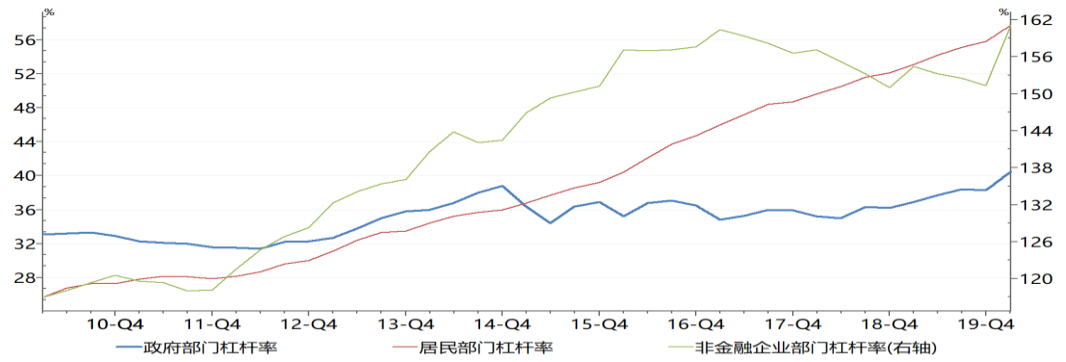
其次，继续推行减税降费政策，今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

可以看到，一方面通过继续降税降费缓解企业经营压力，一方面大幅提升赤字率水平并发行特别国债，加大对重点领域的投资力度，财政政策将成为稳经济的重要抓手。固定资产投资增速在经历了一季度的低迷之后，近期在逐步走稳，随着管理层加大推进“两新一重”（新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设）项目，将带动整体投资增速逐步走稳。

从目前宏观经济杠杆率来看，根据社科院数据，一季度宏观杠杆率再度明显攀升，从 245.4%升至 259.3%。其中非金融企业部门杠杆率从 151.3%升至 161.1%，增幅最为明显；而居民、地方政府、中央政府杠杆率增幅依次减小。自 2017 年以来，得益于一些去杠杆、控杠杆政策的执行，企业杠杆率出现小幅回落，但 2020 年的疫情背景下，宏观杠杆率有所提升，预计后续国内宏观杠杆率仍有小幅提升空间，特别是很重要政府杠杆率有望提升，带动整个经济走稳。

当前全球经济受到疫情冲击较为明显，财政宽松态势仍在延续。在海外国际普遍加大财政宽松政策的背景下，国内下半年也将加大相关投入。根据财政部发布数据显示，前 5 个月地方债发行 31997 亿元，同比增加 65.1%。其中，新增专项债发行 21502 亿元，完成中央提前下达额度（22900 亿元）的 93.9%。而抗疫特别国债将在 7 月份发行完毕。随着地方债以及专项债的发行，将为后续财政支出带来支持，预计下半年财政投入力度将明显加大，有助于推动投资增速回升以及经济逐步走稳。

图 11：各部门宏观杠杆率



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

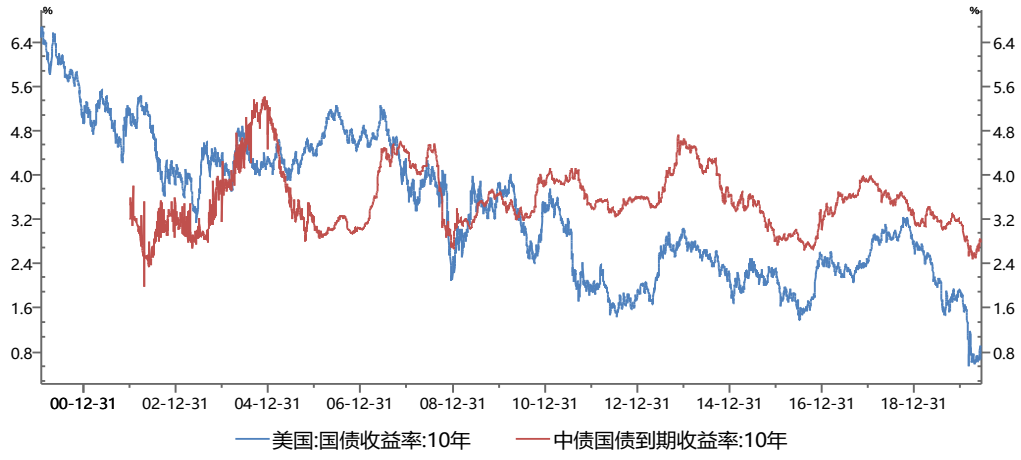
从货币政策的角度看，我们认为货币政策仍有发力空间。首先，政府工作报告明确指出，稳健的货币政策要更加灵活适度；综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；创新直达实体经济的货币政策工具，推动利率持续下行。政府报告中已经目前提出运用降准降息等工具。特别是从央行目标来看，要推动资金成本持续下行，需要在资金总量以及利率层面进行引导。

其次，全球宽松货币政策背景，也为后续央行提供较多发力空间。据悉，3 月美联储通过两次紧急降息将利率调为 0，并实行无上限量化宽松政策，使得全球利率进一步下探。6 月 10 日美联储公布会议声明显示，19 位委员有 17 位预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底，这意味着全球利率环境将长期保持宽松状态，这为央行进一步降息降准提供了操作空间。值得注意的是，2019 年 11 月以来中美利差持续扩大，截止 6 月 10 日中国 10 年期国债收益率为 2.82%，而美国 10 年期国债利率仅为 0.75%，两者相差 207 个基点，是 2011 年以来最大，随着国内国际化进程加快，以及国内推动利率水平下行，未来利差有望适度收窄。

此外，物价逐步回落，也为后续货币政策释放空间。根据统计局数据，之前一度攀升至 5.4%的 CPI 逐步回落到 5 月的 2.4%，物价对货币政策的制约明显减弱。今年以来猪肉价格同比冲高回落，从 2 月的 135.2%的涨幅高点回落到 5 月的 81.7%，特别是随着供给能力不断提升，下半年猪肉仍将以回落为主。此外由于原油价格也有所回落，预计下半年 CPI 大幅上行的可能性比较低。

整体来看，不论是海外宽松货币政策环境、国内政府工作目标实现，还是中美利差收窄，还是物价的回落，都为下半年央行货币政策的实施带来空间。目前管理层对于货币政策的定调依然是稳健的货币政策，但也提出了灵活适度的方向，加上国内经济受到疫情影响、外贸的不确定性，央行无论是从防范化解重大风险的角度，还是提高金融支持实体的角度，都有动力继续启动降息或者定向降准。其中降息方面将以 LPR 为调控方向，预计下半年还会有多次下调，而定向降准随着政府工作分工的逐步落地，也将有 1-2 次定向降准过程。

图 12：中美国债收益率



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

（3）加大对外开放，缓解贸易摩擦压力

今年 1 月中美达成了阶段性成果，正式签署了中美第一阶段经贸协议，并于 2 月 14 日生效。但疫情的冲击下，全球贸易出现了萎缩，而中美贸易摩擦并未完全消除，美国

商务部此前宣布将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，将“源自美国技术标准降至 0%。后续中美贸易仍存变数，加上全球贸易形势偏弱，对后续我国的外贸带来压力。

在此背景下，《政府工作报告》提出要坚定不移扩大对外开放，稳定产业链供应链，以开放促改革促发展。报告还提出推动贸易和投资自由化便利化，推动签署区域全面经济伙伴关系协定，推进中日韩等自贸谈判。

值得注意的是，6 月 1 日中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出到 2025 年初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系，到 2035 年自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地。该《方案》在关税、准入、跨境资金流动和人员进出等方面作出了详细安排，海南有望形成货物、资金和人员等要素自由流动的良好开放局面。此外，下半年将可能进一步赋予自贸试验区更大改革开放自主权，在中西部地区增设自贸试验区、综合保税区，增加服务业扩大开放综合试点等，进一步推动国内经济开放步伐，缓解经济和外贸压力。

2.1.3 2020 下半年经济展望：低位逐步走稳

结合内外部环境，特别是国内政策逆周期调控力度加大，虽然 2020 年一季度经济出现较大波动，但下半年有望低位逐步走稳。

（1）经济前低后高，下半年逐渐企稳

由于疫情的影响在下半年逐步减弱，经济有望进一步企稳，特别是上半年偏松的货币环境为企业加大融资提供了可能，而疫情减弱也为下半年消费逐步企稳提供了可能。下半年投资、消费以及企业融资都有望逐步恢复。潜在的负面影响可能来自海外疫情的反复和贸易保护主义抬头对外贸的冲击加大。

（2）房地产投资有望逐步恢复到中速增长

今年疫情冲击下，一季度房地产市场受到一定影响。1-4 月 70 大中城市房价水平呈现稳中缓降的趋势，1-4 月商品房销售面积同比下降 19%，降幅比一季度明显收窄。1-4 月房地产投资累计同比下降 4.5%。不过从 5 月份的数据来看，出现适度回暖态势，1-5 月份，全国房地产开发投资同比下降 0.3%，降幅比 14 月份收窄 3.0 个百分点；1-5 月份，商品房销售面积同比下降 12.3%，降幅比 14 月份收窄 7.0 个百分点。从政策方面，《政府工作报告》再次强调“房住不炒，因城施策”的定调，短期房地产适度恢复，中期仍可能保持中速增长势头。

（3）基建投资和制造业投资回升小幅回升

今年管理层的赤字率目标明显提升，加上地方债以及专项债的发行，有望推动基建投资增速回升，不过财政收入的减缓会制约支出的力度，预计不会实行“大水漫灌”，更多的是从产业发展以及稳经济等方面推动重大项目落地。整体来看，下半年积极的财政政策体仍会加大政策对经济逆周期调节的力度，随着政府债券和财政资金的落地，预计下半年政府部门的杠杆率有望提升，从而带动基建投资回升。

制造业投资则受非金融部门的业绩和杠杆率影响较大，随着注册制的实行和低利率环境持续，债务融资规模自 3 月份以来出现了明显抬升势头，这部分资金除了缓解疫情期间的资金紧张，也可能为企业投资提供资金。但内需缓慢恢复和外需较弱的现实，又

会影响企业投资的积极性，因此制造业投资或回升有限。

（4）消费缓慢恢复，外需仍受压严重

下半年国内消费有望逐步恢复。汽车市场出现适度恢复，根据中汽协的数据，中国 5 月份汽车销量 219.4 万辆，同比增长 14.5%，其中乘用车销量 167.4 万辆，同比增长 7%，时隔 22 个月重归正增长，显示出汽车市场出现小幅走稳格局。而必需品类消费则继续延续较好走势，但餐饮娱乐等一些人群密集型场所消费仍会受到较大制约。随着管理层加大对内需产业的支持，有助于后续消费的恢复。总体来看，考虑消费升级以及需求相对刚性，预计下半年消费有望逐步回升。

（5）物价处于继续回落的态势

随着生猪存栏量的日升，特别是能繁母猪存栏量提升的背景下，猪肉价格在下半年将逐步迎来正常化。目前猪肉价格同比仍高达 81.7%，下降的空间仍然很大。而原油价格虽然经历了明显反弹后到达 40 美元/桶附近，但由于全球需求整体仍然较弱，且新能源汽车的推广也对石油需求产生了冲击，原油价格短期内难以上涨至较高位置，对物价提振有限，下半年 CPI 大概率维持在 2%及以下。

（6）2020 下半年经济展望：逐步走稳

整体来看，我们对下半年经济走势较为谨慎乐观，虽然上半年的疫情冲击在下半年依然对经济造成了一定的负面影响，但得益于疫情防控的成效显著，大部分消费和投资已经进入正轨，物价下行和外部零利率环境为国内货币政策创造了操作空间，经济有望逐步恢复。一季度将是经济回落低点，二季度逐步收窄跌幅，下半年有望进入逐步走稳阶段。未来经济隐忧主要在于外需的不确定性和房地产投资持续性，但基建投资受益于政策发力和低基数原因，表现或将超过去年。

世界银行最新预计中国 2020 年的经济增长率为 2.3%，而 IMF 预计为 1.2%。均为全球少数几个能够维持正增长的大型经济体。考虑到一季度疫情造成 GDP 下降 6.8%，《政府工作报告》首次没有提及今年的增长目标，我们预计全年 GDP 增速在 3.5%左右，呈现出逐步走稳态势。

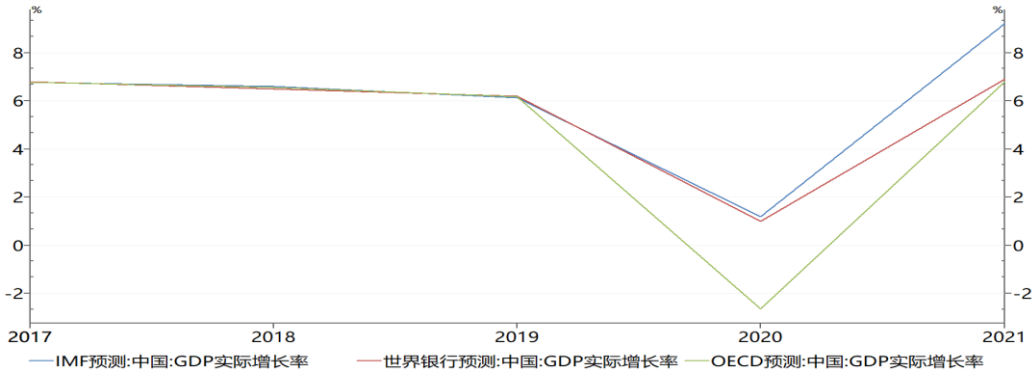
表 1：2020 上半年重大经济政策汇总

月份	重大政策
1 月	央行：实施全面降准 0.5 个百分点，共释放资金长期资金 8000 亿元；提供 3000 亿元低成本专项再贷款资金，小微企业负担的利息成本低于 1.3%
	中美双方在白宫签署第一阶段的经贸协议
2 月	国常会：鼓励对中小微企业贷款延期还本付息，引导金融机构实施 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款再贴现
3 月	央行：实施普惠金融定向降准 0.5 至 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元
	政治局会议：加大宏观政策调节和实施力度，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度
	国常会：增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元，支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券
	23 部委联合发布意见，完善消费体制机制、促进消费稳定增长
	3 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.0%，比上月回升 16.3 个百分点，经济总体出现触底反弹
	美联储：将联邦基金利率目标区间大幅下调 100bp 至 0-0.25%的超低水平
	央行：实施定向降准 1 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%
4 月	政治局会议：要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响
	国常会：全年要把“六保”作为“六稳”工作的着力点，围绕“六保”“六稳”实施更精准的调控，稳住经济基本盘

	统计局公布数据显示，今年一季度 GDP 同比下降 6.8%，1-3 月规模以上工业增加值同比下降 8.4%，1-3 月社会消费品零售总额同比名义下降 19.0%，1-3 月城镇固定资产投资同比下降 16.1%，一季度进出口下降 6.4%
	央行再次下调了 MLF 利率和 LPR 利率
	美国轻质原油期货 5 月结算价收于每桶-37.63 美元；俄罗斯、南非、肯尼亚、印尼等降息
5 月	《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》出台，为深化市场经济体制改革提供行动指南
	美国商务部宣布将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，将“源自美国技术标准降至 0%”
	政府工作报告：城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3.5%左右；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；居民收入增长与经济增长基本同步；重大金融风险有效防控
	政府工作报告：今年没有提出全年经济增速具体目标，但把稳就业保民生作为工作的重中之重；积极的财政政策要更加积极有为，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，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债
	政府工作报告：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。
	金稳委：进一步推动中小银行深化改革
6 月	央行：创设普惠小微企业贷款延期工具和普惠小微企业信用贷款支持计划
	国务院发布落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见；明确改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场
	海南自贸港建设总体方案发布，到 2025 年初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系。
	证监会正式发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，包括创业板首发办法、再融资办法、持续监管办法、保荐办法，自公布之日起施行。与此同时，深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则

资料来源：东莞证券研究所

图 13：国际机构对中国经济增速预测



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2.2 资本市场迎改革深化，机构投资者影响不断加大

2020 年随着新证券法的正式实施，资本市场也迎来大力发展阶段，无论是制度建设还是科创板、注册制的推动都明显加快，改革持续深化，带动资本市场迎来新的发展机遇。

2.2.1 从新证券法到注册制，资本市场迎改革深化

2020 年上半年资本市场的一个重大变化是新证券法的正式实施。去年 12 月 28 日在十三届全国人大常委会第十五次会议闭幕会上表决通过，并于 2020 年 3 月 1 日起施行。

新证券法作为资本市场最重要的基础性法律，对资本市场发展将带来新的积极变化。从内容来看，按照顶层制度设计的要求，对证券发行、交易、退出、信息披露、投资者保护、监管执法等各项资本市场基础性制度作出了全面优化和重构，体现了市场化、法治化、国际化的发展方向。

在新证券法积极推进的背景下，资本市场改革也迎来持续深化。

第一，基础制度的完善进一步加快，多层次资本市场建设逐步完善。在制度建设方面，针对市场改革的各项制度开始陆续推出，2 月中旬修订完善再融资制度；3 月初对新三板转板上市机制公开征求意见；3 月下旬更是对《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《证券交易所管理办法》、《证券投资基金管理公司管理办法》等 13 项规章文件部分条款作出修订完善。随着 4 月下旬《创业板改革并试点注册制总体实施方案》获得中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过，证监会和深交所随即发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等一系列规则，搭建起创业板改革并试点注册制的整体制度框架。5 月份就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》（征求意见稿）公开征求意见；6 月份发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。可以看到，在新证券法的带动下，各项制度都加快修订和完善，而且随着制度的完善，多层次资本市场建设也逐步搭建和完善起来。之前科创板推出解决了科创型企业融资上市问题，而创业板注册制也将在下半年正式落地，国内资本市场注册制迈出一大步。此外。之前沉寂的新三板市场也迎来改革举措，精选层和转板机制将得以推行。

第二，对外开放力度进一步加大。根据国家金融业对外开放的统一部署，自 2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。在此背景下，外资控股证券公司也在积极布局。而证监会将继续坚定落实我国对外开放的总体部署，积极推进资本市场对外开放进程。A 股国际化进程的加快将进一步推动海外资金在国内市场的布局，并为市场发展带来更多资金支持。已有 7 家证券公司跻身“外资控股券商”之列，还有 18 家尚在排队，预计未来会有更多外资控股券商，海外资金将加快在国内资本市场的布局，带来更多资金参与。

第三，公司治理等市场环境逐步改善。新证券法本身就在监管方面做了很多细化，而且管理层也积极推进，使得市场本身的治理环境业处于持续改善态势。可以看到，整体监管趋严背景下，市场融资保持平稳，上市公司分红增多，退市数量加大，上市公司治理不断提升。

在融资方面，每月基本保持千亿左右融资规模，保证企业正常融资需求，特别是在科创板推出后，企业融资的选择增多，融资效率提升，也吸引不少海外中概股回到 A 股融资。

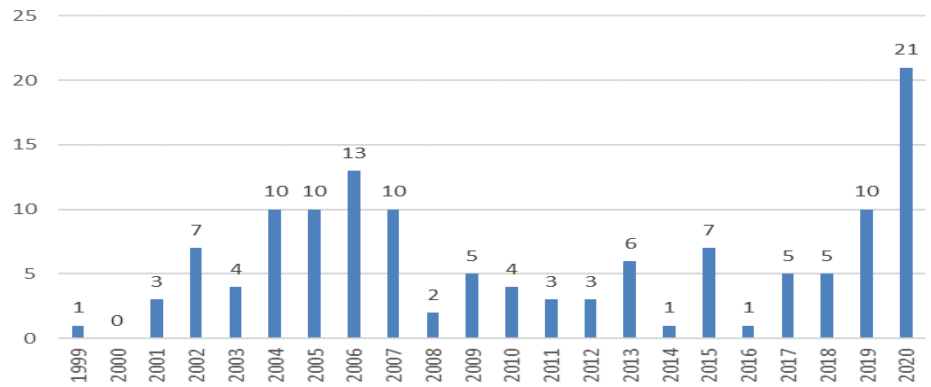
分红方面，管理层对于分红的重视度不断提升，鼓励企业分红，企业分红意愿不断增加。根据中国证监会副主席阎庆民的表态，今年两市上市公司预计现金分红 1.36 万亿元，再创历史新高，分红力度加大，也为投资者创造更好的投资环境。

退市方面，随着规则修订和完善，今年资本市场优势略汰力度明显加大。截止 6 月 10 日，今年以来除了 3 家 A 股已经退市外，还有 10 家 A 股（其中 7 家触发面值退市，3

家因其它原因被终止上市）面临退市和 8 家 A 股被暂停上市，预计今年至少将有 13 家 A 股上市公司退市，有望创下近 20 年来的新高。今年退市公司数量增加，体现了 A 股市场市场化程度的进一步提高。资本市场形成有进有出、优胜劣汰的生态，将优化上市公司质量，进一步提升市场资源配置的效率，退市常态化将成为可能。

可以看到，在新证券法实施的大背景下，资本市场受到管理层持续关注。易主席也表示要加快完善资本市场基础制度，坚定推进市场化改革。预计注册制的持续推进是下半年的重要方向，而在业务方面则逐步放开，持续改善资本市场投融资环境，与此同时，也不断加大对上市公司的监管，加大对外开放力度，资本市场改革红利将有望持续释放。

图 14：2001-2019 年退市公司数量（2020 年数据包含面临退市和暂停上市企业）



资料来源：东莞证券研究所、wind

2.2.2 国际化推进，机构影响力持续提升

随着 A 股市场国际化进程的不断推进，沪深港通、沪伦通等机制的不断完善，市场成熟度不断加大，机构对市场的影响力也不断提升。

实际上目前市场已经进入机构化时代。截至 2020 年一季度，机构投资者（含法人机构、保险、社保、公募、沪股通、QFII 等）的占 A 股流通市值的比例达到 55.87%，占全部 A 股市值比例也达到 43.82%。机构持股比例处于相对较高水平。

具体来看，一季度机构合计持仓市值约为 27.143 万亿，其中一般法人机构，持仓市值约为 21.83 万亿；其次为公募基金，持股市值 1.526 万亿，北上资金持股规模 1.26 万亿，保险公司持股规模为 1.2344 万亿；社保基金持股 3528 亿，私募基金持股 1711 亿元，QFII 持股 1546 亿元。

北向资金在今年依然保持净流入态势，截止到 6 月 16 日，北向资金今年上半年净流入 943.39 亿元，而最新的持仓市值已经达到 1.58 亿元。凸显出北向资金持续加大对 A 股市场的流入态势。

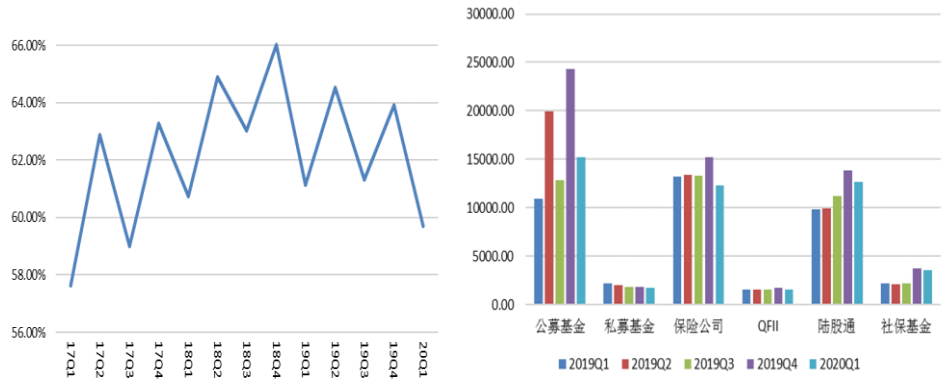
基金方面，今年也迎来发行高峰期。上半年新发基金达到 538 只（截止到 6 月 18 日），超过去年一半的水平。其中股票型基金发行规模达到 1439 亿份，明显高于去年同期水平，混合型基金达到 4686 亿份。而债券型基金今年上半年仅为 2164 亿份，而去年全年为 9429 亿份。也就是说，今年新发基金大多以混合型和股票型为主，债券型相比于去年水平大幅回落。市场的资产配置逐步偏向权益类市场。

另外，富时罗素将按计划实施第一阶段最后一批次中国 A 股纳入，此次变动将于 6 月 19 日周五收盘正式生效，届时 A 股在富时罗素全球股票指数系列（FTSE GEIS）中

的纳入因子将按计划从 17.5%升至 25%。至此，MSCI、富时罗素和标普道琼斯这三大国际指数机构都已完成了现有的 A 股纳入行动。对于后续动作，今年国际指数机构大概会对进一步纳入 A 股采取观望的态度，主要是在对冲机制、改善互联互通交易时间的不同等方面还有待观察。不过这并不妨碍海外主动配置型资金对于 A 股的关注，北向资金今年仍在持续流入 A 股市场。另外，随着证券、期货、基金等金融行业放开力度加大，将会带来更多的增量资金进入国内市场，参与财富管理等业务，为市场带来更多资金。

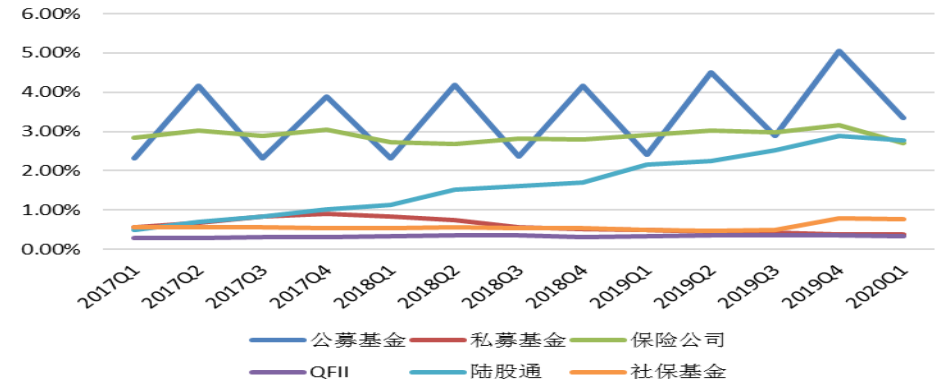
而国内市场方面，公募基金也呈现出较快发展势头，后续基金规模将有望持续增长，而管理层引导中长期资金入市，险资、社保、企业年金等资金将持续入市，预计 2020 年下半年外资和内资将继续保持稳步增长势头，而机构对于市场的影响力也将进一步加大。

图 15：机构持仓占流通市值比例、机构持仓市值



资料来源：东莞证券研究所、wind

图 16：机构持仓占流通市值比例



资料来源：东莞证券研究所、wind

2.3 市场因素分析：盈利、估值及资金面

2.3.1 盈利与估值：估值合理，盈利有待下半年改善

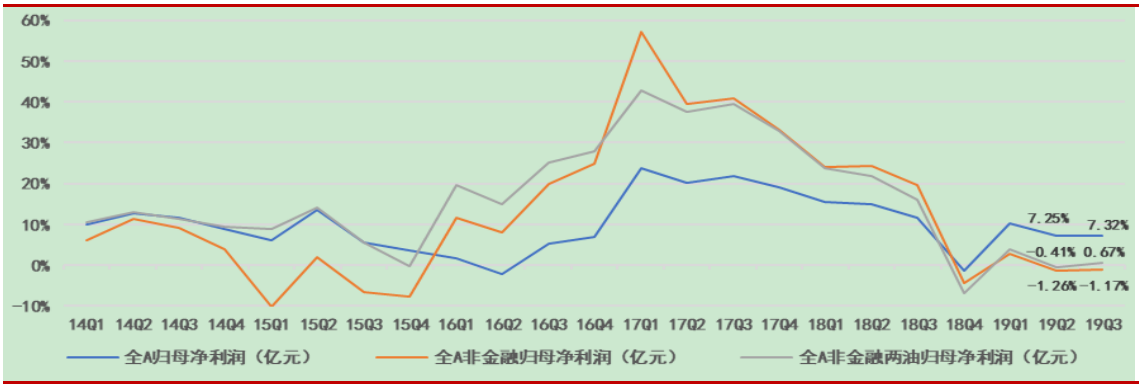
从上市公司业绩来看，2020 年一季度同比下跌 23.98%，较 2019 年明显回落。今年疫情对经济以及企业的冲击是造成上市公司业绩大幅回落的主要因素。另外，2020 年一季度全 A 非金融石化企业盈利同比减少 42.15%，增速环比下跌 43.85 个百分点。一季度金融板块增速为-1.03%，其中银行股增速为 5.52%，支撑 A 股整体盈利。

分板块来看，主板 2020 年一季度盈利同比下滑 24.61%；中小板和创业板（剔除温氏股份）一季度盈利分别下滑 17.19%和 34.97%。另外，科创板 2020 年一季度整体归母净利润同比增长 19.33%，同比保持增长，但环比下跌 7.05 个百分点。

整体来看，一季度受到疫情因素影响，GDP 增速下滑，企业经营环境趋弱，A 股盈利水平也明显回落，行业分化也相对较强，农业、食品饮料、医药等行业业绩相对稳定，而旅游、餐饮、电影等行业则受到较大冲击。二季度随着疫情稳定，消费、投资增速都在慢慢走稳，有助于国内企业经营逐步趋于稳定。从全年来看，GDP 增速有望恢复至 3.5%左右水平，预计下半年企业盈利也有望随着经济的恢复迎来逐步改善态势。

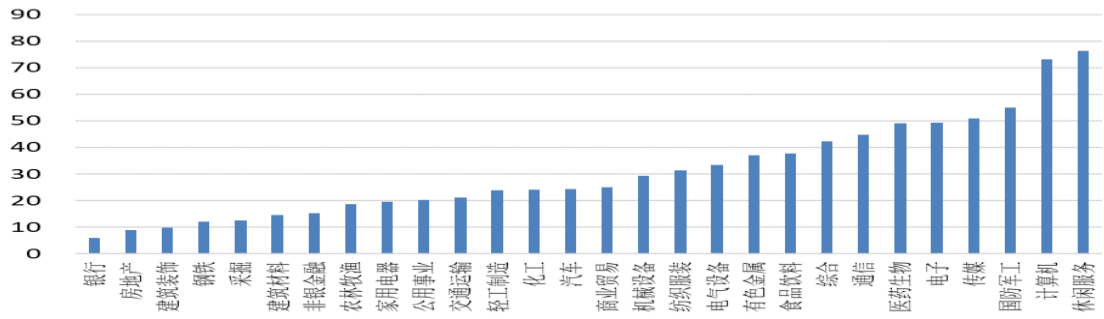
另外，从估值来看，截至 6 月 16 日，A 股整体 PE（TTM）为 18.98 倍，中小板及创业板分别为 53.69 和 165.95 倍。银行和建筑装饰板块估值最低，市盈率分别约为 5.87 和 9.14 倍；地产、钢铁、建材均在 15 倍以下，采掘、非银金融、家电、农业、交公用事业等板块的整体估值均在 25 倍以下。相比较而言，通信、计算机、传媒、有色等板块估值偏高。A 股整体估值相对合理，仍具有估值优势。

图 17：上市公司归属母公司股东净利润增速



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 18：行业市盈率



资料来源：东莞证券研究所、wind

2.3.2 资金供需面：增量市场，逐步改善

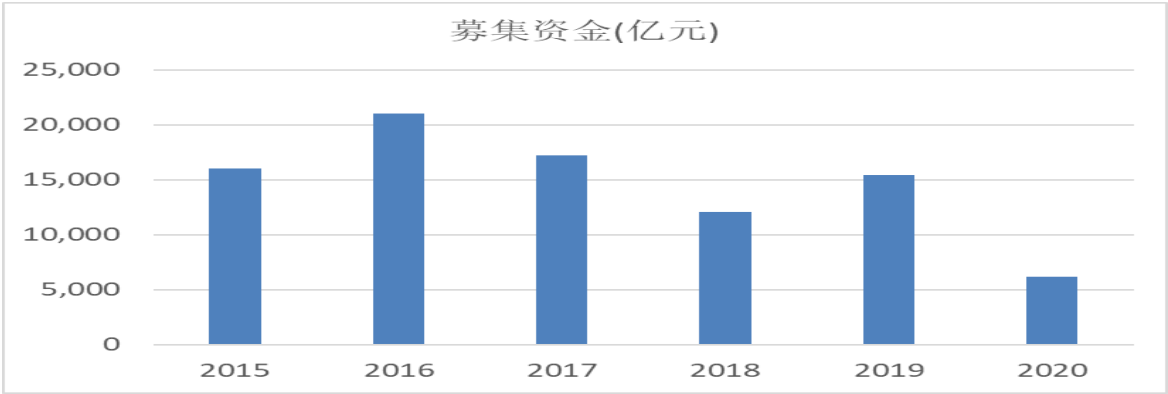
（1）融资压力仍不小

从募集规模方面来看，2020 年截至 6 月 16 日，股权融资合计 5983.7 亿元，较 2019 年同期有所下滑。其中，IPO 募集 1307 亿；增发募集 3250 亿；优先股、可转债和可交债分别发行 77 亿元、868 亿元和 257 亿元，较去年融资规模有所减缓。整体来看，上半年融资保持相对平稳格局，每月融资在 1000 亿元左右，IPO 首发及增发平稳的发行节奏。

今年科创板融资规模达到 456.73 亿元。

从目前数据来看，截至到 2020 年 6 月 4 日，IPO 排队企业数量为 428 家（不含科创板），其中主板 155 家、中小板 74 家、创业板 199 家。由于下半年创业板注册制的正式推出，预计创业板 IPO 频率有望适度加快。加上科创板持续推进，以及增发融资政策的修订完善，2020 年下半年融资压力会有所加大，预计全年融资规模 13000 亿。

图 19：融资规模数据



资料来源：wind、东莞证券研究所

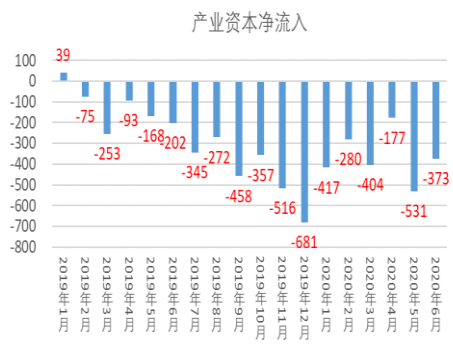
（2）产业资本增减持及回购

产业资本减持动作依然不断。2020 年 6 月 16 日，产业资本在 A 股累计净减持 2118 亿元，而 2019 年的产业资本净减持 3347 亿元。整体来看，产业资本仍保持持续减持态势。

值得注意的是， 2020 年下半年解禁规模约 2.16 万亿，较上半年减持规模有所加大。其中 2020 年 7 月、11 月、12 月解禁市值规模较大。预计 2020 年下半年产业资本减持规模仍有望延续，预计将保持在 2000 亿元左右，全年或超过 4000 亿元。

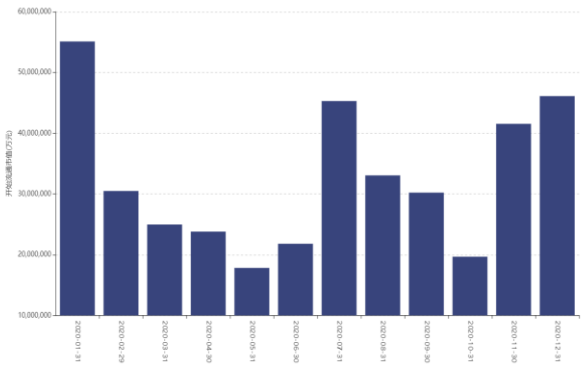
回购方面，截止到 6 月 16 日，2020 年 A 股上市公司已回购金额达 544 亿元，较去年同期有所增加。另外还有处于股东大会通过、董事会会预案进程的回购预案较多，预计下半年有望保持目前良好的回购态势，预计 2020 年回购规模约为 1200 亿元。

图 20：上市公司增减持数据图



资料来源：wind、东莞证券研究所

21：2020 年大小非解禁市值



资料来源：wind、东莞证券研究所

（3）保险资金、社保、银行理财资金

保险资金方面，从银保监会公布的数据来看，截止 2020 年 4 月，资金运用余额 19.6 万亿元，较 2019 年末增长 5.82%；其中股票和证券投资基金 2.67 万亿元，较 2019 年末增加 9.39%，占比提升至 13.6%。保险资金近两年投入证券市场的比重逐步提升，管理

层提高保险公司权益类资产的投资比例至 30%，此外也鼓励保险等中长期资金入市 ，2020 年下半年保险在权益类市场仍有望继续增加额度，预计险资在 2020 年入市资金规模有望超过 4000 亿元。另外，社保基金、企业年金、银行理财资金也有望随着政策推动而逐步入市。

（4）公募、私募资金入市

截止到 2020 年 6 月 18 日，公募基金新发行基金 8438 亿份，超过去年一半的水平，显示出基金发行态势较好。其中股票型基金发行规模达到 1439 亿份，明显高于去年同期水平；混合型基金达到 4686 亿份。而债券型基金今年上半年仅为 2164 亿份，较去年同期明显下滑。

可以看到，随着 2019 年市场行情的回暖，基金发行呈现回暖态势，今年虽然行情走势反复，但基金业绩普遍相对平稳，也吸引资金关注，特别是今年债券型基金发行规模有所下滑，而偏股型、混合型基金发行规模增加，将为市场带来更多新增资金。从目前来看，预计 2020 年下半年公募发行有望保持目前良好势头，有望带来新增资金。

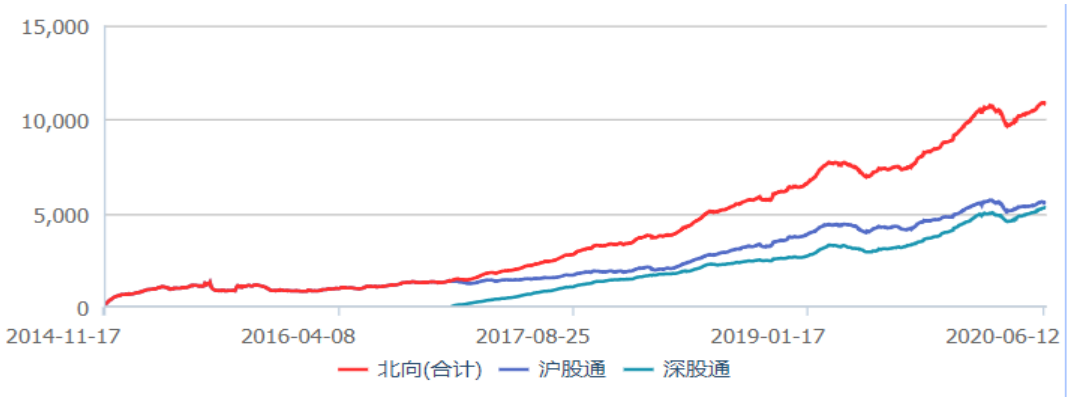
私募方面，据 wind 数据显示，截止 2020 年 4 月，私募基金持有的证券基金规模 26223 亿元。目前私募证券基金数量约 44277 只。不过今年上半年私募发行规模相对都偏小，总发行份额不超过 100 亿元，预计 2020 下半年年会有所回暖。

（5）海外资金

陆港通方面，今年截止到 6 月 17 日，北上资金累计通过沪深股通，净流入资金约为 916.17 亿元人民币。除了 3 月份出现净流出 679 亿元之外，其他月份都是净流入态势。

2020 年 6 月富时罗素指数将正式提升 A 股纳入因子至 25%，有望带来增量资金。预计 2020 年下半年北向资金仍有望继续净流入国内市场。

图 22：沪深港股通资金流入统计



资料来源：东莞证券研究所、wind

（6）两融杠杆资金

截至 2020 年 6 月 17 日，沪深两市两融余额 11202.85 亿元，其中融资余额为 10922.08 亿元，较 2019 年底增加 867 亿元或 8.6%。特别是随着 2020 年下半年经济逐步走稳，市场信心逐步修复，两融资金仍有望继续增加。

整体来看，2020 年下半年融资、大小非净减持对资本市场仍形成一定压力，但 A 股上市公司回购也不断加大力度，北向资金持续净流入，基金发行提速带来增量配置资

金，加上两融杠杆资金等，将有助于下半年资金面持续改善。

3.2020 年下半年市场展望与操作策略

3.1 2020 年下半年市场展望：凝心聚力，迎难而上

2020 年上半年市场经历新冠疫情冲击，呈现出震荡反复态势，市场结构性分化明显，随着下半年经济的恢复以及疫情压力缓解，2020 年下半年将何去何从呢？

从经济形势看，我们对 2020 年下半年经济走势保持谨慎乐观，虽然上半年的疫情对国内经济造成了一定的负面影响，但得益于疫情防控的成效显著，国内消费和投资已经进入正轨，二季度经济呈现出走稳格局。目前主要是海外的疫情形势仍不明朗，但海外大多加大政策对冲力度，对下半年全球经济的逐步回升带来支持。而下半年国内物价下行和外部零利率环境为国内货币政策创造了操作空间，随着各项政策的逐步落地，一季度将是经济回落低点，二季度逐步收窄跌幅，下半年有望进入逐步走稳阶段。《政府工作报告》首次没有提及今年的增长目标，我们预计全年 GDP 增速在 3.5%左右，呈现出逐步走稳态势。

从政策角度看，财政政策将是推动经济增长的重要抓手。今年财政赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债；意味着财政政策发力空间加大，随着地方专项债以及特别国债的发行，预计下半年财政支出明显加大，有助于投资端增速回升。与此同时，管理层将继续推行减税降费政策，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元，其中金融系统全年将向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

货币政策方面，下半年仍有较多发力空间。目前不论是海外宽松货币政策环境、国内政府工作目标实现，还是中美利差收窄，还是物价的回落，都为下半年央行货币政策的实施带来空间。目前管理层对于货币政策的定调依然是稳健的货币政策，但也提出了灵活适度的方向，加上国内经济受到疫情影响、外贸的不确定性，央行无论是从防范化解重大风险的角度，还是提高金融支持实体的角度，都有动力继续启动降息或者定向降准。其中降息方面将以 LPR 为调控方向，预计下半年还会有多次下调，而定向降准随着政府工作分工的逐步落地，也将有 1-2 次定向降准过程。

而在资本市场方面，在新证券法积极推进的背景下，资本市场改革也迎来持续深化。基础制度的完善进一步加快，对外开放力度进一步加大，公司治理等市场环境持续改善。而管理层对于资本市场的关注也持续增强，创业板注册制正式落地，下半年进一步持续推进态势。随着后续资本市场投融资环境改善，以及不断加大对上市公司的监管，加大对外开放力度，资本市场效率有望大幅提升，海外资金和机构投资者力量将不断壮大，市场运行也将更加平稳有效。

从市场环境来看，一季度受到疫情因素影响，上市公司业绩整体下滑，行业分化较大，二季度已经有所恢复，而下半年随着经济逐步改善，企业盈利将逐步回升，一季度属于业绩低点。而目前 A 股估值在全球市场来看，仍具有估值优势。从资金面看，2020 年下半年融资、大小非净减持对资本市场仍形成一定压力，但 A 股上市公司回购也不断加大力度，北向资金持续净流入，基金发行提速带来增量配置资金，加上两融杠杆资金等，以及保险资金、社保资金等中长期资金逐步入市，下半年有望迎来增量资金，带动资金面持续改善。

总体来看，受疫情冲击，2020 年上半年市场震荡反复，中小创走出相对独立行情，表现明显强于沪深市场，板块走势也较为分化。从 2020 年下半年的市场环境来看，经济经历大幅下行后进入逐步恢复期，市场对经济的担忧有望逐步缓和；虽然两会政府工作报告未提经济增长目标，但政策面逆周期调控依然是大方向，积极财政政策将推动经济走稳的重要转手，赤字率目标大幅提升，政府发债规模将大幅增加，有助于后续财政支出加大，有望带动下半年投资增速回升；而货币政策在海外持续宽松、国内推动利率下限以及物价回落等因素影响下，下半年仍有较多发力空间，降准降息概率仍较大；而资本市场改革的持续深化，投融资环境的改善，对外开放力度加大，市场效率有望大幅提升，海外资金和机构投资者力量也将不断壮大，给市场持续带来资金支持。

因此，对于 2020 年下半年的市场行情，我们仍可保持偏谨慎乐观。市场经历疫情考验最终走出震荡反复格局，表现较为顽强，市场结构性机会较多。下半年随着疫情因素逐步缓和，市场重心回到经济和企业发展。而在全球宽松政策推动下，国内逆周期调控仍将继续，积极财政政策将是推动经济走稳重要转手，再加上下半年货币政策释放降准降息举措，为市场带来流动性和资金支持，在宽松政策带动下，我国经济下半年逐步恢复走稳，更有望今年实现正增长。而资本市场改革的持续深化带来投融资环境的改善，市场效率将有效提升，机构投资者力量不断壮大，有望持续吸引海外资金的关注。大盘在二季度呈现出逐步走稳态势，技术面已经有所走强，随着下半年各项政策逐步落地、资本市场改革持续推进、市场盈利改善以及信心回升，预计 2020 年下半年市场将凝心聚力，迎难而上，延续震荡反弹格局。

3.2 操作策略及行业配置：积极布局，超配金融、基建、TMT、电气设备、家电、食品饮料等板块

市场经历震荡反复后，对于疫情的担忧已经逐步消除，随着国内资本市场改革持续推进，2020 年上半年市场有望迎难而上，预计延续震荡反弹走势，市场重心有望逐步上移，核心优质蓝筹仍会受到资金持续关注。

整体操作上建议提前做好布局，消费类板块在疫情中业绩表现相对较稳，在业绩支持下，仍可继续配置；科技类板块受益于技术革新、国产替代、政策支持等，有望获得持续较快发展，未来业绩成长性可期；周期性板块在今年上半年的表现相对偏弱，不过估值具备优势，随着下半年政策力度加大以及基建投资加快，有望迎来低位修复机会。此外，科技和消费类板块存在一定的风格轮换格局，建议优选投资标的，中线布局，把握结构性机会，可从以下几条主线来布局：

（1）价值主线：低估值蓝筹板块，具备估值低优势，存在修复机会，如银行、保险、证券、地产、建筑、建材、机械、化工、电气设备等板块；

（2）消费主线：业绩确定性较高，行业成长持续性强，如家电、汽车、食品饮料、家电、商业、医药等板块；

（3）科技主线：政策支持、国产替代带来行业的持续发展，如软件、电子、通信、新能源汽车、新材料等板块。

行业方面，**建议超配金融、基建、TMT、电气设备、家电、食品饮料等，标配地产、机械、化工、汽车、商业、医药、新材料、环保等。**

（1）金融

证券板块方面，行业处于持续改革深化，证监会和交易所推动创业板注册制改革落地，预计 6 月前申报的企业将在下半年审核完毕，带来券商行业 IPO 承销规模大幅增长。此外，融资新规、并购重组政策松绑等有望推动股权融资规模增长。下半年，随着资本市场改革力度加大，宽松的政策红利逐步兑现，市场有望迎来估值提升，证券行业业绩跟随市场上扬。

银行板块方面，2020 年一季度银行业绩平稳，表现相对较好，但不良率略有上升。疫情对经济带来一定冲击，但银行经营仍相对较稳，随着信贷投放力度加大，有助于缓解净息差收窄压力。国常会要求金融机构对实体经济合理让利，不过随着经济的逐步恢复，以及货币政策推进，银行业绩仍有望保持平稳运行，目前整个银行板块估值仍处于低位，股息率较高，中长期仍有较强的配置价值。

（2）基建

政府工作报告首次不设立 GDP 目标，并提出扩大有效投资，重点支持 “两新一重”建设。同时明确，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率目标定为 3.6%以上，发行抗疫特别国债（1 万亿），增加地方政府专项债券（3.75 万亿）。逆周期背景下，下调铁路、公路等基建项目资本金比例。5 月单月发行专项债创历史新高，前 5 月共发行 2.1 万亿，同比增长 146%。而抗疫特别国债也将在 7 月份发行完成。随着地方债和特别国债的发行到位以及管理层落地政府工作报告工作，有望推动下半年投资增速企稳回升。建筑板块也将受益于基建投资增速回暖，此外与基建相关的建筑建材等大基建板块也将有所受益。当前建筑板块走势偏弱，板块整体及个股估值跌至历史底部区间，具备较好的投资价值。

（3）TMT

通信方面，国内三大运营商将会加大资本开支以投入到 5G 网络建设，并持续 2-3 年时间。2019 年是我国 5G 建设元年，但建设潮会随着运营商资本开支上升在 2020 年出现。从全球来看，2019 年各国 5G 情况不尽相同，部分领先国家已经开始 5G 商用，而更多的则处于规划当中，预计最终全球 5G 建设将达到 1 万亿美元。5G 建设带来通信主设备需求持续增长，通信设备零件中天线、滤波器也是 5G 网络构建中确定性较高的行业。此外，5G 应用的落地，带来 IDC 需求量上升。

电子方面，电子行业需求只会延后而不会消失，下半年建议继续把握 5G 建设、5G 换机、可穿戴设备持续渗透和半导体领域国产替代等确定性较高的投资逻辑。自 6 月以来，电子板块核心标的走势较好，板块估值出现一定修复，预计后续有望继续回暖。此外，随着海外疫情逐步得到控制，市场对于电子行业 2021 年业绩将有不错的展望，建议关注电子行业龙头企业的跨年度估值切换，把握受益确定性较高的标的。

计算机方面，行业增长确定性较高，重点关注信创、云计算领域。信创方面，将会建立由我国主导的 IT 硬软件产业生态，实现从上游芯片到下游硬件的全面替代；行业应用方面，预计率先关键领域，以及电信、金融等 8 大关键行业作为突破口进行推广。云计算方面，国内产业链的景气度将继续维持高位。首先，政策支持产业链的发展比较明确；其次，阿里、腾讯等巨头大幅投入，以及运营商的入局，将带动整个产业链的发展；另外，我国目前的云计算渗透率还比较低，后续发展的空间非常大。

（4）家电

受疫情影响，2020 年一季度家电上市公司业绩有所承压，行业营收同比增长-23.88%；实现归母净利润同比增长-50.31%，主要原因是受疫情影响。不过展望 2020 年全年，行业在疫情之后有望出现消费回补，各地相继推出消费刺激政策有望给行业带来政策复苏。

从细分板块来看：**白电板块**：行业目前受库存和价格战的持续影响，行业集聚效应只会增强，行业渠道变革因疫情而加速，白电巨头产业链控制力较强有望较快回升；**小家电**：业绩增长稳定，受地产后周期影响小，业绩确定性较高；**黑电**：行业处于存量竞争时代，行业利润受挤压，未来模式探索正在推进；**厨电**：受地产影响大，毛利水平有所下降，随着精装房比例的提升，行业利润率有可能难以回到原先高位，行业集中度有望继续提升；**零部件**：下游需求减弱，业绩增长承压，随着下游需求提升将缓慢改善，龙头零部件企业依然存在机会。

整体来看，当前行业面临疫情后的消费回补和新一轮消费刺激政策，更新替换需求和新增需求同时存在，疫情给对耐用消费品的影响只会推迟，不会消失，关注下半年消费回补带来的机会。

（5）电气设备

随着国内新基建的逐步落地，电力建设力度有望加大，对电气设备以及相关细分行业构成支持。从细分行业来看，光伏：随着海外疫情的逐步受控，光伏海外需求有望在三季度末和四季度开始复苏。近期光伏产业链价格持续下降，有望扩大光伏在全球范围内的平价范围，进一步刺激需求。短期来看，国内抢装有望给行业需求形成一定支撑；全年来看，关注下半年海外需求复苏情况。风电：今年是陆上风电的抢装年份，明年是海上风电的抢装年份，加上去年风电招标量创历史新高，预计 2020-2021 年风电装机量将快速增长，行业公司业绩具有强力支撑。国内风电产业链需求以国内为主，是内需行业，因此不受海外疫情影响。电力设备：特高压作为新基建的重要组成部分，今年投资额将快速增长。工控：后续随着基建投资力度的增大和稳外贸措施的实施，行业增速有望逐步恢复。

（6）食品饮料

由于以内需为主的食品板块业绩在疫情期间更显稳定性和确定性，板块上半年持续受到资金青睐，累计涨幅居前，大幅跑赢沪深 300 指数。展望下半年，国内疫情已基本得到有效控制，居民生活、餐饮消费等已基本恢复常态。

白酒、啤酒、餐饮端调味品、乳品等受疫情影响较大的子板块下半年将恢复经营正轨，需求将快速回暖，预计业绩较上半年明显改善。而必需消费品的基本面全年确定性仍然较高。白酒行业将在下半年迎来全年销售旺季，高端品牌和区域龙头等渠道管控能力强的酒企预计将率先迎来业绩改善，更具配置价值。大众食品方面，调味品行业的长期成长逻辑不变，稳增长可期；肉制品下半年有望享受提价的长尾效应带来盈利能力提升，关注龙头；休闲食品成长空间大，关注细分龙头；乳品承压相对较大，但下半年随着人际交往恢复和学生返校，奶制品需求恢复常态，库存恢复良性后促销费用有望明显下降，市场对板块全年业绩较差已有预期，但下半年有望显著好于上半年。

3.3 2020 年三季度股票组合

表 2：2020 年三季度股票组合

投资主线	潜力股
价值蓝筹	招商银行（600036）、中信证券（600030）、保利地产（600048）、海螺水泥（600585）、旗滨集团（601636）、华鲁恒升（600426）
消费	伊利股份（600887）、泸州老窖（000568）、中炬高新（600872）、美的集团（000333）、三花智控（002050）、药明康德（603259）、富祥药业（300497）
科技	京东方 A（000725）、长信科技（300088）、信维通信（300136）、兆易创新（603986）、中科曙光（603019）、光环新网（300383）、浪潮信息（000977）、用友网络（600588）、三七互娱（002555）
其他	华域汽车（600741）、宁德时代（300750）、国电南瑞（600406）、福莱特（601865）、雅克科技（002409）、晶瑞股份（300655）、生物股份（600201）、埃斯顿（002747）

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn