开源证券

“新”复苏之路

2020年中期投资策略

姓名 牟一凌（分析师）

证书编号：S0790520040001

邮箱：mouyiling@kysec.cn

姓名 方智勇（联系人）

证书编号： S0790120040049

邮箱：fangzhiyong@kysec.cn

姓名 王况炜（联系人）

证书编号： S0790120040033

邮箱：wangkuangwei@kysec.cn

2020年 6 月12日

目 录

CONTENTS

1 复盘：疫情、经济与市场

2 外需：灰犀牛VS黑天鹅

3 内需：“新” 复苏之路

4 风格与配置

5 展望：2020年下半年政策及主题

摘要
Abstract

- **“新” 疫情环境下，成长性资产变得越发昂贵**

2020年1月突如其来的疫情中断了经济复苏的趋势，同时也对资本市场产生了深远的影响。对于疫情的认知，从类似03年非典，到类似1919西班牙大流感与08年金融危机，市场也在相应的波折中不断前行。全球央行在疫情下展现出了一致的宽松态度，在中美两个股票市场，同时形成了高流动性+低风险偏好的市场环境。极低的名义利率与通胀水平，让两个市场相对不依赖于经济周期的成长性资产变得越发昂贵，在海外就是以FAAMG为代表的科技企业，而国内则是优质的消费医药龙头。

- **“新”与“旧”的争论由来已久，但这次可能不一样**

对于中国经济而言，市场曾反复纠结于此次危机应该以走老路还是走“新”路的方式进行应对。如果我们回顾2013年开始的互联网浪潮，我们不难发现当时也曾面对同样的争论。当下可以用“新”的方式应对的核心逻辑在于经历了2016-2018的“三降一去一补”后，上游国有企业的资产负债表得以修复，同时房地产也在坚持房住不炒下，仍然保持了较好的韧性。另一方面，外需冲击将是国内很长一段时间需要面对的问题，庆幸的是我们发现部分龙头上市公司面对海外收入的冲击，已经体现出了一定业务调节的能力。

- **市场过于重视逆周期政策的作用，而忽略了信用周期的力量**

信用周期已经无声开启，M1-M2同比增速差的反弹指示脱虚入实的趋势已经出现。流动性进入实体的过程，一方面将伴随以国债收益率中枢上移为指示的金融市场流动性的边际减弱；另一方面，就是周期性板块迎来景气度的回升。投资者把经济周期是否开启过度聚焦于政策在地产、基建上的发力程度，而忽略了信用对总需求拉升的客观规律。这种预期偏差如果反应到数据上，就是我们测算的在房地产、建筑、建材和家电等顺周期行业上分析师预期可能存在局部的低估。

摘要
Abstract

- **“走出疫情”让价值回归的时点正在无限接近**

当下市场面临的一个抉择是，过去1年多的时间内成长/价值风格已经达到了极致，而疫情以来的流动性充沛与经济低迷更是极端化了这一趋势。如果承认5月以来经济有更多复苏的信号，我们应该意识到顺周期板块在短期的盈利弹性；而如果接受无风险利率中枢的上移，投资者也应该从贴现率的角度开始更关注短期。成长与价值的天平，将伴随疫情后的经济复苏重新调整，价值回归的时点已经在无限接近。

- **站在当下，风格切换开启：从成长到价值**

在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、工程机械；第二，顺周期性消费，家电、汽车、航空；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭；第四，低估值且存在修复空间的：房地产、非银。成长股的长期优势无疑和它的名字本身一样：战略价值毋庸置疑，但是我们坚持认为，当经济短周期复苏动能减弱+无风险收益率预期稳定+改革要素进一步释放这三大条件逐步形成后，才是成长板块弹性最大的阶段。

- **展望2020年下半年政策与主题：“十四五”规划、区域经济、要素市场**
- **风险提示：疫情反复，经济复苏不及预期。**

1.1 疫情以来：全球流动性泛滥，我国货币政策较为克制

以美国为代表的发达经济体均采用了**更快、更强**的对冲政策来应对疫情给经济带来的冲击，导致全球流动性泛滥。相比之下我国货币政策较为克制。

图1：美国本轮QE速度更快、强度更大

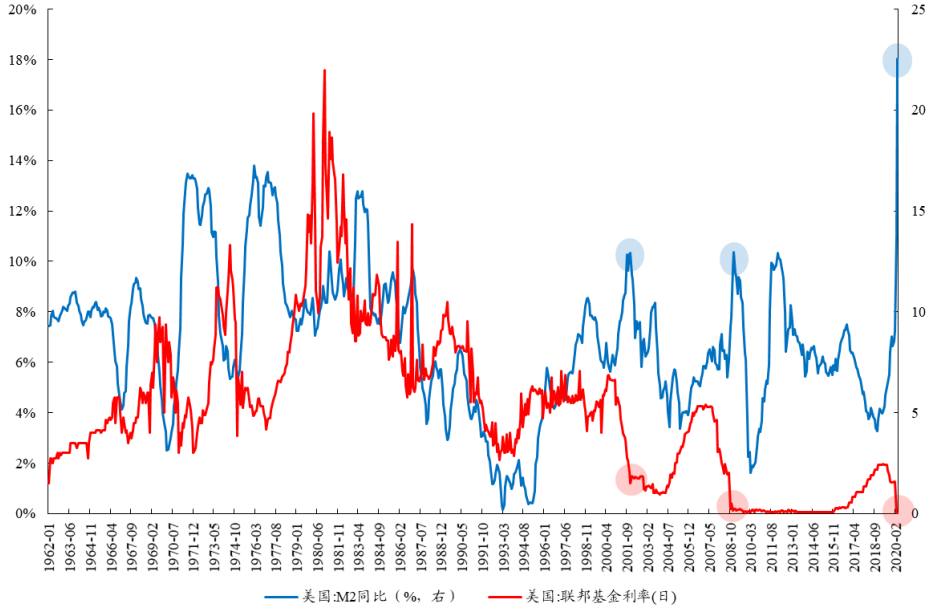
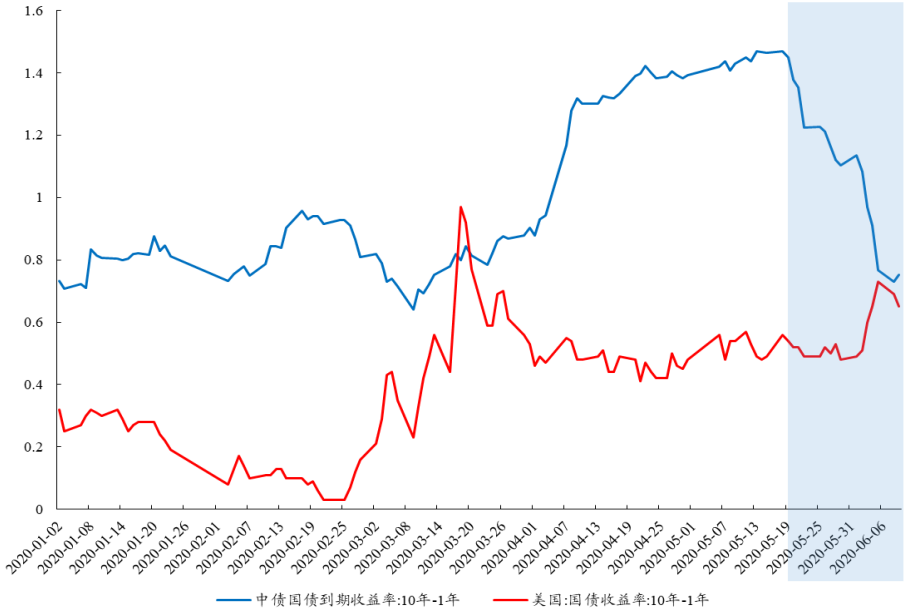


图2：我国货币政策较为克制，5月下旬以来国债期限利差迅速收敛



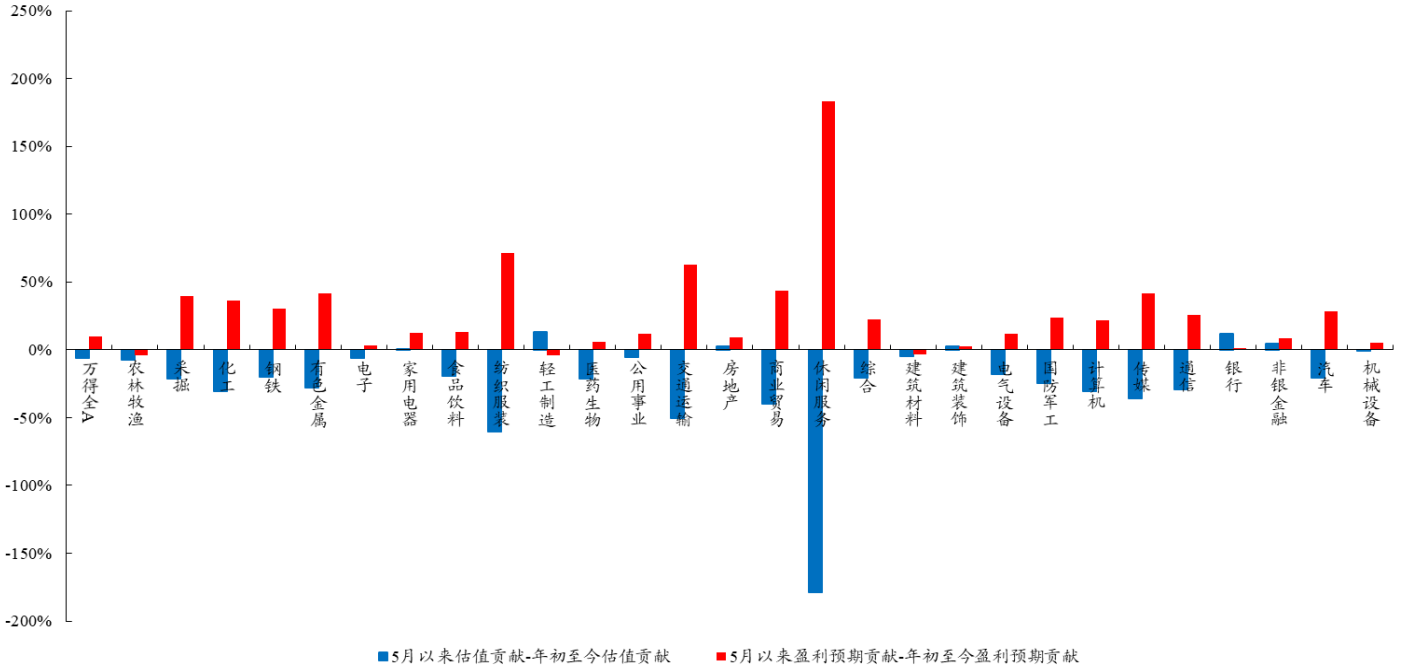
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 疫情以来：从估值驱动到交易盈利复苏

由流动性宽松带来的估值驱动正在减弱，将各个行业板块累计收益率拆分为估值贡献和盈利预期贡献，可以明显看到5月以来A股开始**由此前的估值驱动转向盈利预期驱动**，即开始交易盈利复苏。

图3：5月以来A股开始由此前的估值驱动转向盈利预期驱动



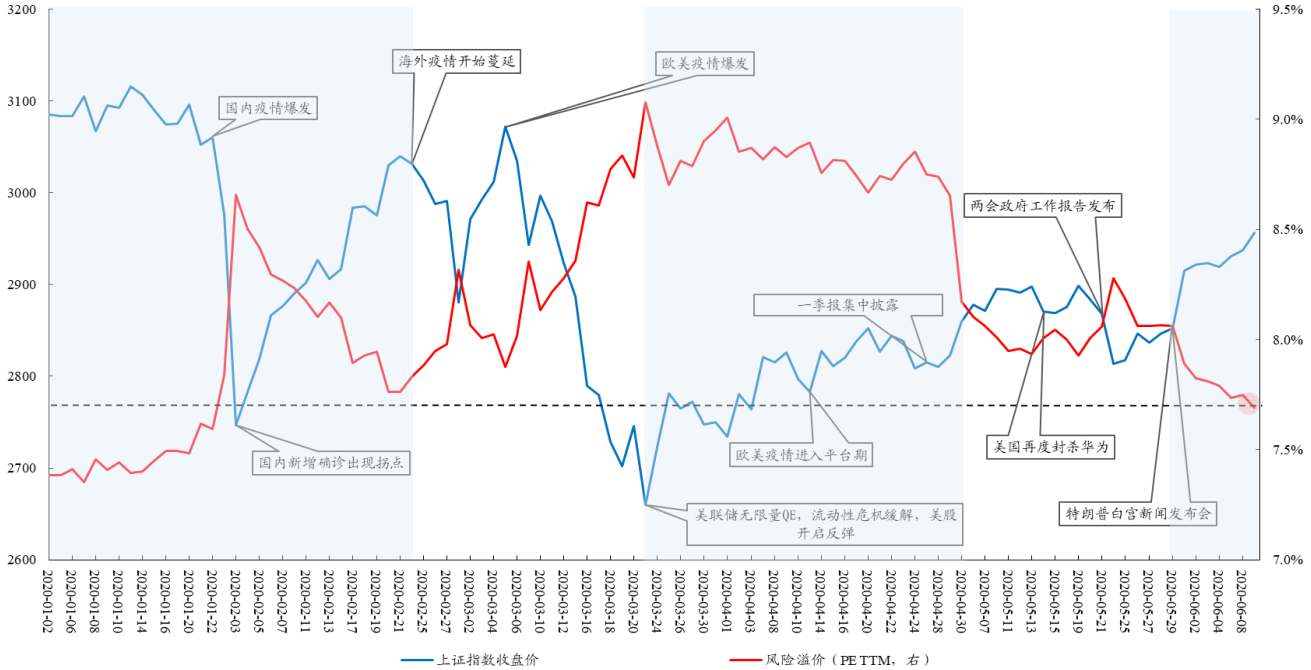
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：A股三步走，国内疫情→海外疫情→疫情后经济复苏

年初以来，A股主要经历了三个阶段：国内疫情爆发→拐点出现、海外疫情爆发→流动性危机→全球刺激政策出台、疫情进入平台期→流动性危机缓解→疫情后中美摩擦加剧、经济复苏势头良好。

图4：A股三步走，国内疫情→海外疫情→疫情后经济复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：A股三步走，国内疫情→海外疫情→疫情后经济复苏

图5：板块轮动从TMT→全部下跌→食品饮料、休闲服务、家电、医药生物

	国内疫情主导2020.01.22-2020.02.21	海外疫情主导2020.02.24-2020.03.23	流动性危机缓解，欧美疫情进入平台期，全球步入反弹2020.03.24至今
万得全A	2.75%	-14.29%	13.21%
农林牧渔	4.28%	-5.29%	8.05%
采掘	-3.99%	-13.89%	3.41%
化工	3.29%	-16.07%	12.84%
钢铁	-4.25%	-4.85%	1.59%
有色金属	5.24%	-21.38%	11.65%
电子	15.43%	-28.90%	17.21%
家用电器	-2.48%	-18.13%	25.05%
食品饮料	-0.58%	-9.38%	36.30%
纺织服装	-3.64%	-8.87%	2.82%
轻工制造	-1.32%	-13.15%	11.95%
医药生物	2.34%	-9.16%	23.14%
公用事业	-1.97%	-6.12%	3.15%
交通运输	-2.44%	-10.64%	13.81%
房地产	-2.16%	-10.72%	9.35%
商业贸易	-2.86%	-4.70%	18.45%
休闲服务	0.86%	-9.01%	31.32%
综合	6.58%	-16.36%	8.91%
建筑材料	2.59%	-2.09%	9.55%
建筑装饰	-4.49%	-2.31%	1.07%
电气设备	10.14%	-15.46%	12.84%
国防军工	7.47%	-16.02%	8.34%
计算机	14.94%	-18.51%	4.58%
传媒	6.39%	-16.47%	13.03%
通信	8.24%	-9.29%	-4.91%
银行	-4.51%	-11.18%	8.14%
非银金融	-0.74%	-15.54%	7.49%
汽车	5.34%	-20.38%	14.31%
机械设备	2.63%	-12.38%	11.30%

板块轮动从**TMT→全部下跌→食品饮料、休闲服务、家电、医药生物。**

上述轮动其实背后反映的是大家对于疫情的认知从类似于2003年的非典再到西班牙大流感，对于经济的认知也从类似于2003年的V型反弹到2008年的金融危机，最后再从恐慌中走出。流动性宽松+较低的风险偏好的组合在中美两个市场同时上演，并逐步走向极致。

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：从抱团确定性到确定性扩散，美股先行

从美股市场我们发现，股指期货深度贴水，伴随的是FAAMG拉动纳斯达克指数的优异表现。但5月下旬以来，**伴随美国股指期货出现升水，美国市场虽然反弹动能整体减弱，市场反而出现了更宽维度的回暖，这意味着前期抱团确定性的松动**。

图6：美国标普500股指期货从深度贴水到转为升水

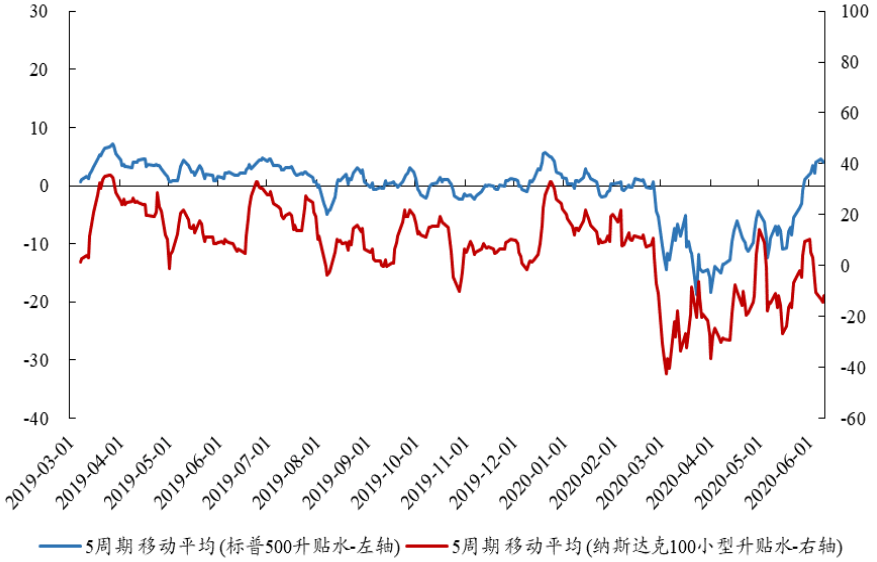
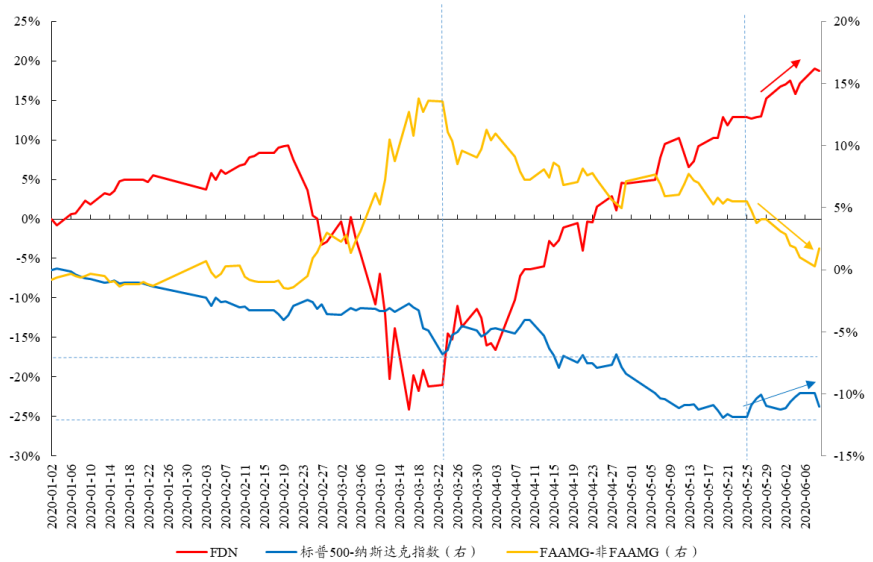


图7：5月下旬以来美国出现明显的风格切换



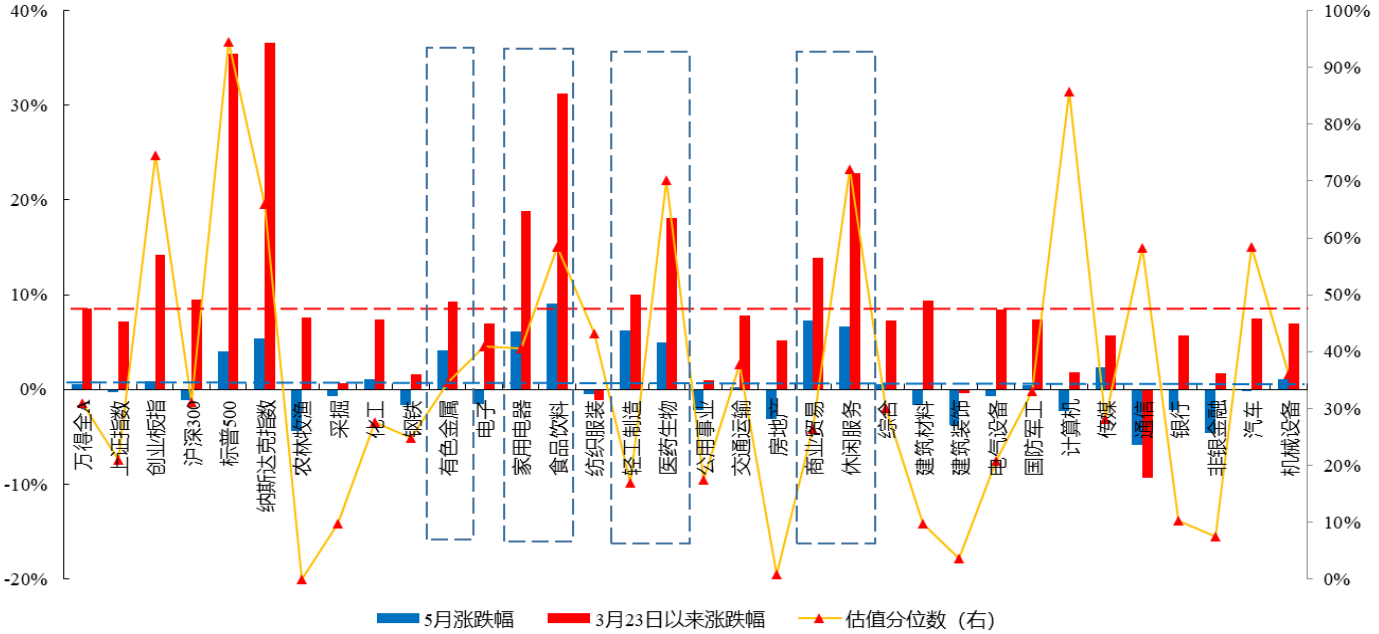
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：从抱团确定性到确定性扩散，A股正在进行

我们在6月月报《脱虚入实，风格切换》中提到，2020年3月23日以来A股相对于Wind全A具有超额收益的行业，5月表现整体强势，但是已经出现分化。**食品饮料、医药生物、休闲服务**5月已经出现涨幅放缓；**电子、计算机、农林牧渔**开始出现负的超额收益；而轻工板块涨幅明显加速。

图8：2020年3月23日以来A股相对于Wind全A具有超额收益的行业，5月表现整体强势，但是已经出现分化



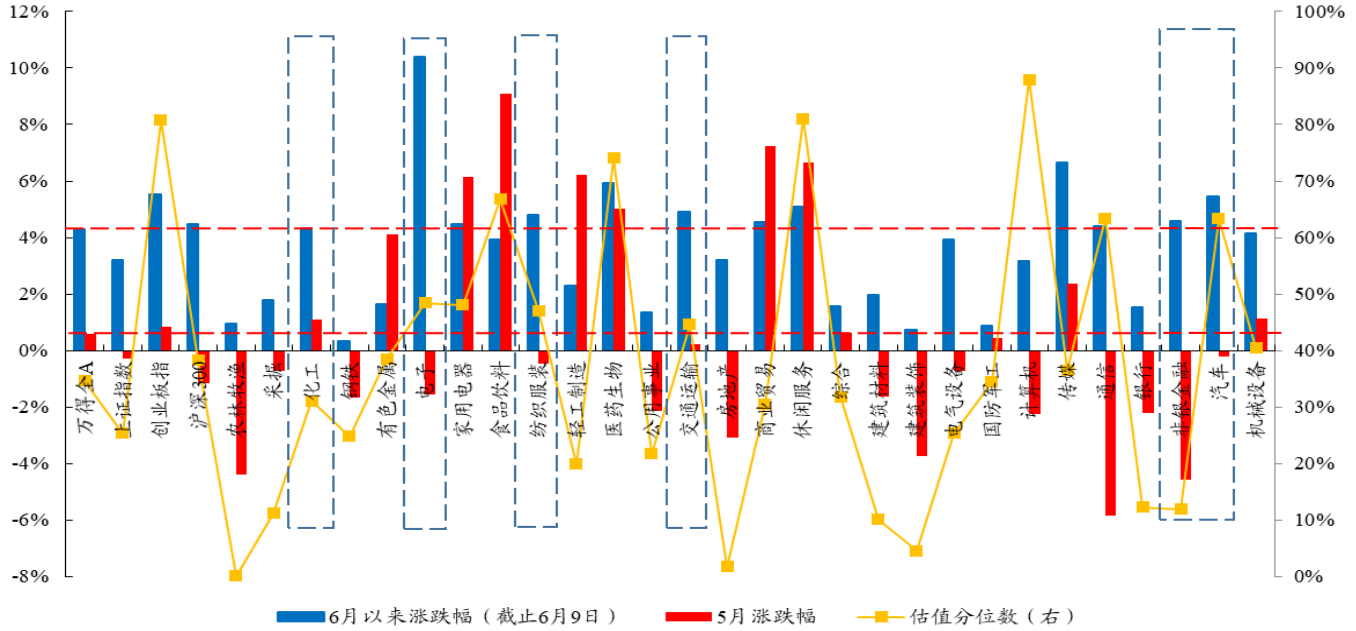
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：从抱团确定性到确定性扩散，A股正在进行

到了6月，从前期强势板块到非强势板块的扩散更为明显。截止6月9日，前期非强势板块**化工、纺织服装、交通运输、非银金融以及汽车**均相对于万得全A取得了超额收益，而前期强势板块如**食品饮料、轻工制造、有色金属**则没能取得超额收益。

图9：到了6月，从前期强势板块到非强势板块的扩散更为明显



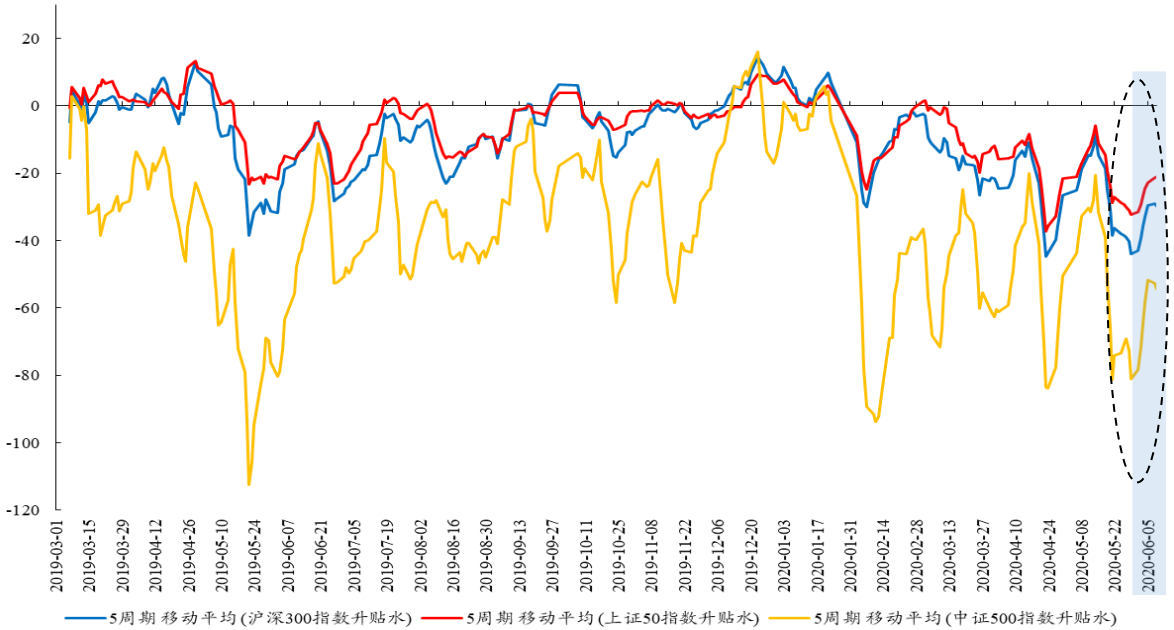
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 疫情以来：从抱团确定性到确定性扩散，A股正在进行

5月下旬，**A股股指期货贴水不断加深，我们认为这可能是由于大量投资者对市场未来悲观，同时对手中的组合确定性乐观**，当时我们也看到了ETF中大量的宽基指数流出，但行业指数流入。但6月以来，A股股指期货贴水开始收敛，**而且从交易结构上看我们也发现了强势板块的松动迹象，即向非强势板块扩散**。

图10：6月以来，A股股指期货贴水开始收敛



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-拥挤组合的变化：向非强势板块转移

2月以来，市场拥挤组合逐步转向确定性，5月对确定性板块的拥挤达到了极致。近期可以看到的是：一方面，拥挤组合对大市值和高ROE的偏好逐步下降；另一方面，拥挤组合中确定性强势板块的占比开始下降，非强势板块占比提升。**这意味着，5月下旬以来，拥挤组合在向非强势板块转移。**

图11：2月以来，拥挤组合逐步大市值化，4月以来保持相对大市值，6月有所回落。3月下旬以来，拥挤组合的ROE逐步提升，5月以来震荡下行

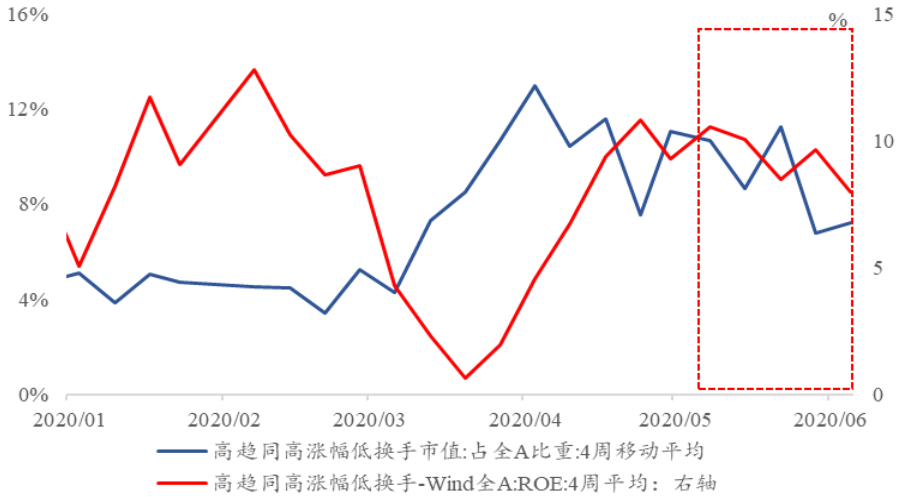
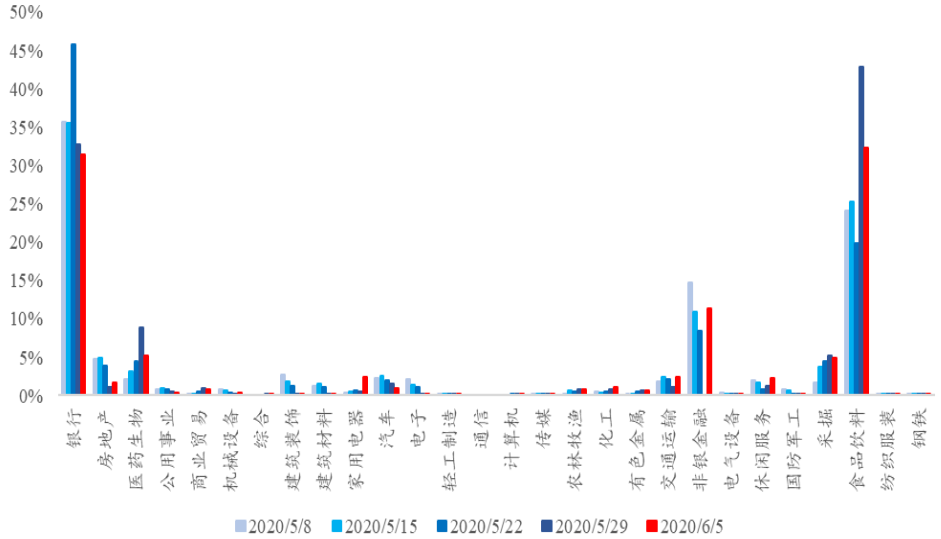


图12：5月以来，拥挤组合中生物医药和食品饮料等强势板块占比提升，但6月第一周强势板块占比下降，非银、交运以及化工等非强势板块提升



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：北上资金向非强势板块扩散

5月初以来，北上配置型资金加速**净流入**；5月下旬以来，北上交易型资金才开始**加速净买入**。
5月以来，外资配置型资金逐步从强势确定性板块转向**非银、地产、建材、交运以及TMT**等非强势板块。

图13：5月初以来，北上配置型资金加速净流入。5月下旬以来，北上交易型资金才开始加速净买入

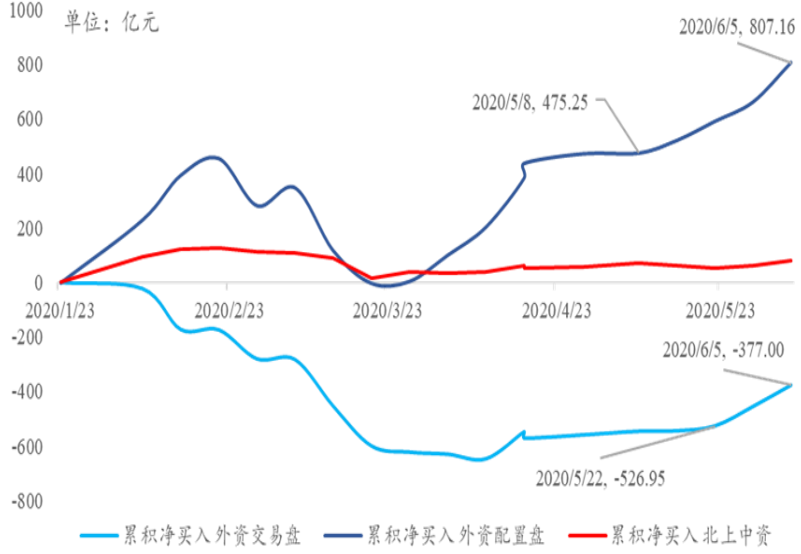
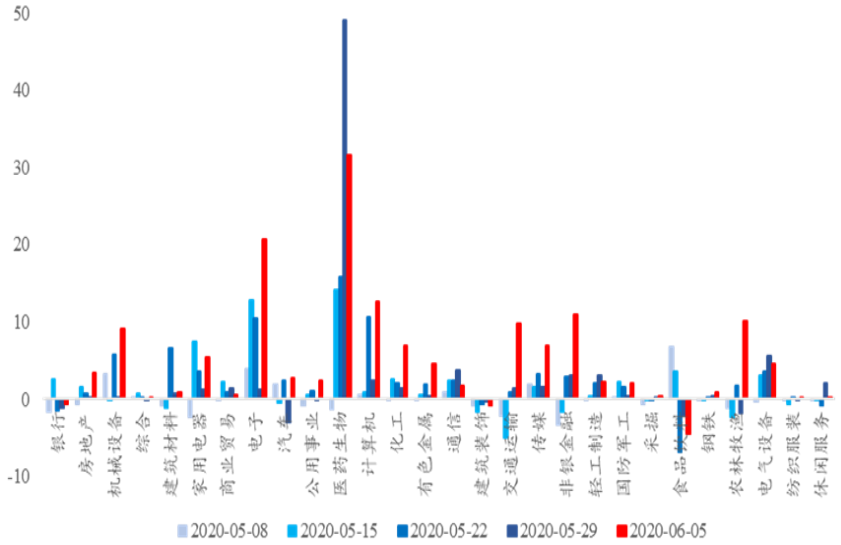


图14：5月以来，外资配置盘净买入板块逐步从食品饮料以及生物医药等强势确定性板块转向非银、地产、建材、交运以及TMT等非强势板块



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：北上资金向非强势板块扩散

5月下旬以来，北上交易盘与北上中资一方面仍在买入生物医药与食品饮料等强势板块，另一方面，资金在逐步买入**金融地产、化工、以及电子**等非强势板块。

图15：5月下旬以来，外资交易盘在逐步净买入金融地产、化工、电子等非强势板块，同时仍在买入医药和食品饮料等强势板块，近一周买入环比下降

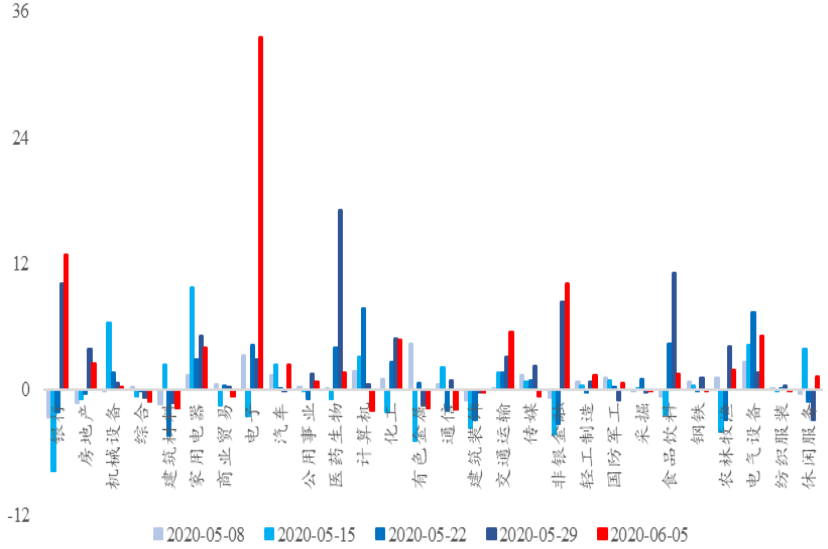
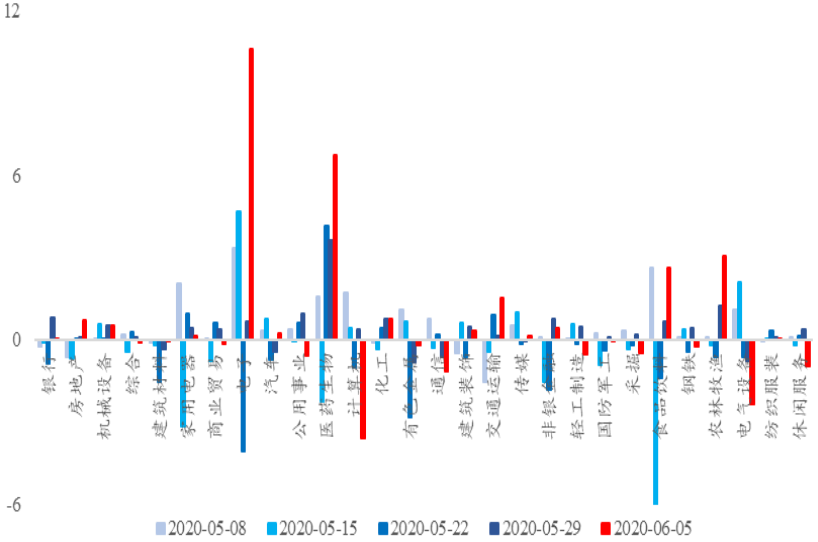


图16：5月下旬以来，北上中资一方面仍在净买入医药和食品饮料等强势板块，但也开始逐步买入电子、化工、房地产以及非银等强势板块



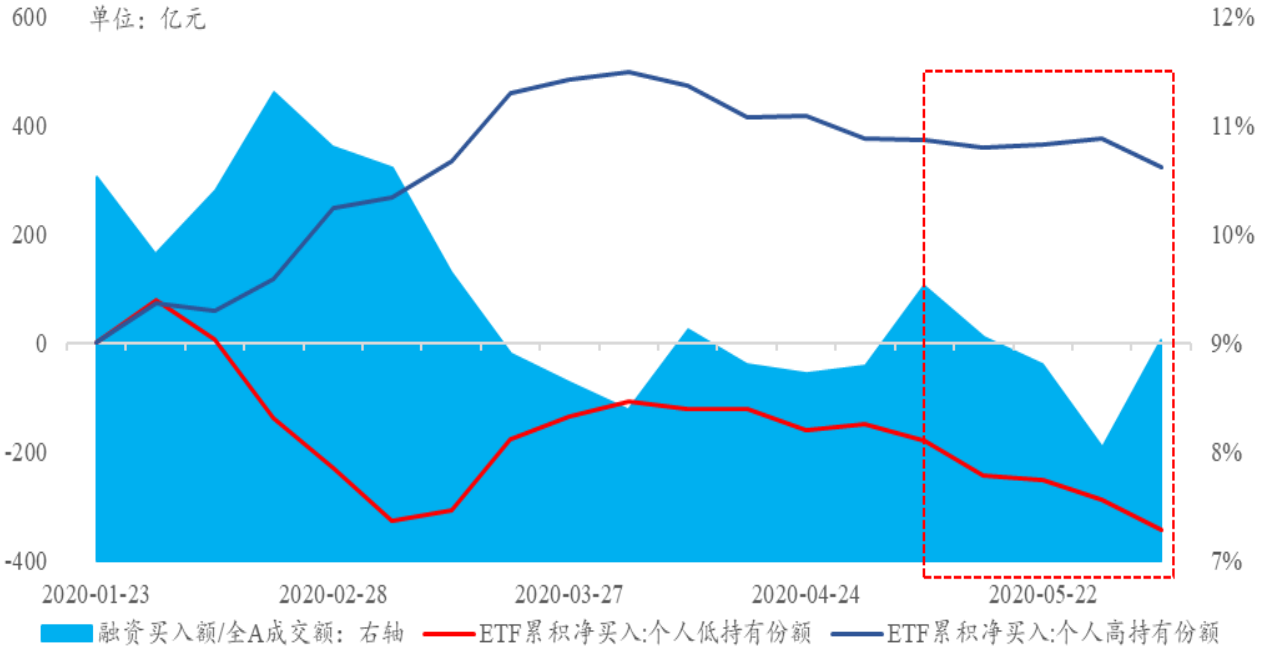
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：内资对强势板块“松动”

5月以来，以两融交易盘为代表的内资交易盘活跃度逐步下行，6月以来**有所提升**。
对ETF按照个人持有份额比例进行拆分，发现5月以来，以个人低持有份额ETF为代表的内资配置盘**持续净赎回**。

图17：5月以来，以个人低持有份额ETF为代表的内资配置盘持续净赎回



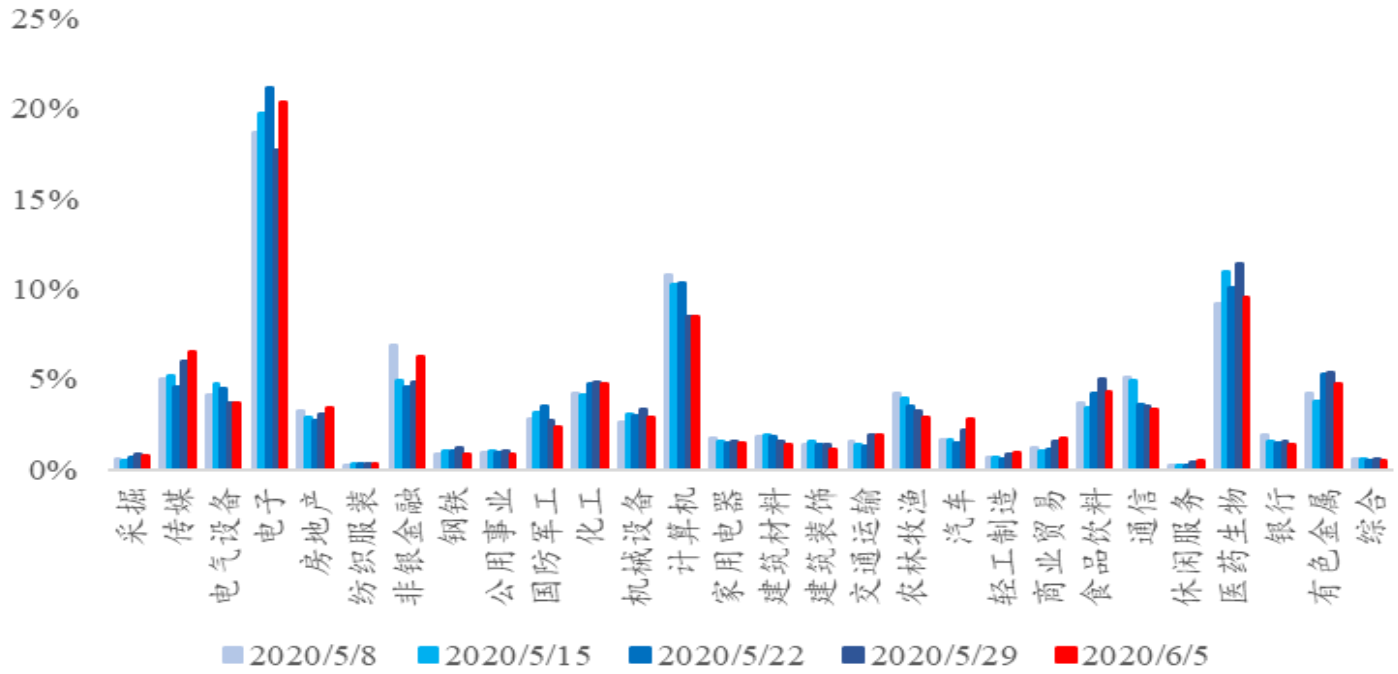
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：内资对强势板块“松动”

5月下旬以来内资交易盘在**电子、非银、地产以及化工**等非强势板块活跃度提升，对于食品饮料以及医药生物等强势确定性板块则略显“纠结”，**这在一定程度上表明了内资交易盘对强势板块有所“松动”。**

图18：内资交易盘对强势板块有所“松动”



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：内资对强势板块“松动”

从个人低比例ETF行为来看，5月以来对消费等强势板块先净买入但近两周呈现净卖出格局，对金融地产等非强势板块持续净买入，对科技板块先净买入后净卖出，即对**强势板块出现“松动”**。

图19：5月以来，个人低比例ETF持续净买入金融地产板块，对消费与科技等板块先净买入，最近净卖出

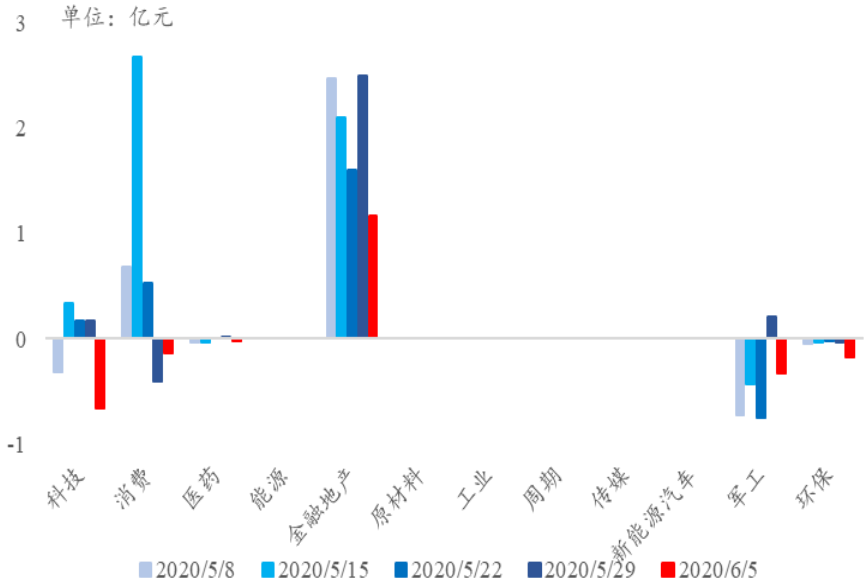
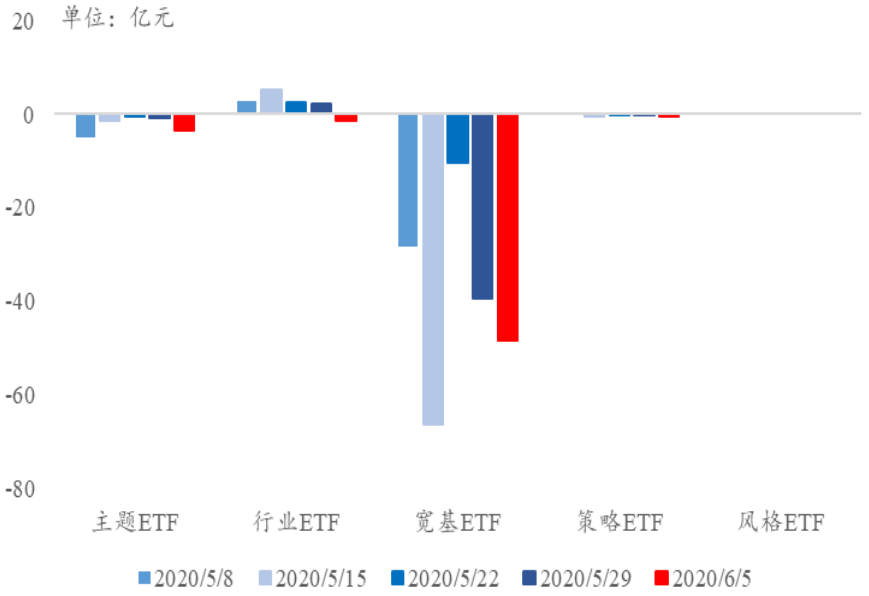


图20：5月以来，个人低比例ETF持续净卖出宽基和主题ETF，净买入行业ETF但6月5日当周净卖出



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 交易结构-资金的方向：内资对强势板块“松动”

从个人高比例ETF来看，5月对科技和医药等先卖出后买入，6月第一周净卖出；5月对金融地产等板块净买入，6月第一周净卖出，**即个人高比例ETF对强势板块出现“松动”**。

图21：5月以来，个人高比例ETF净买入金融地产、科技以及医药等板块，近期在卖出

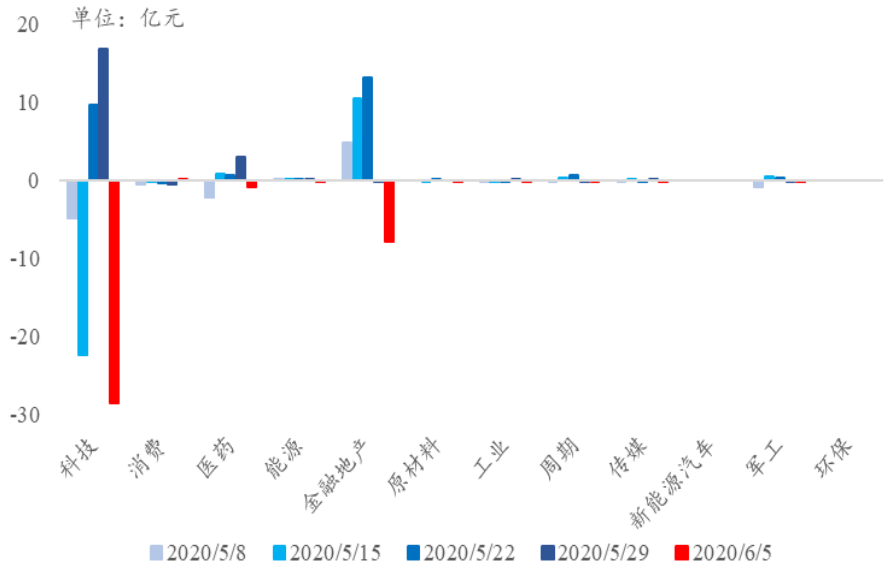
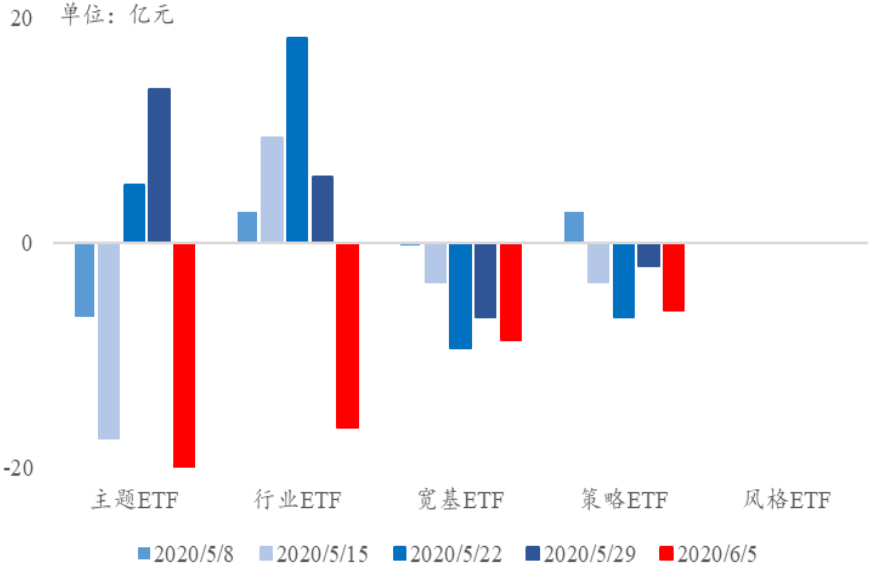


图22：5月以来，个人低比例ETF持续净卖出宽基和主题ETF，净买入行业ETF，但6月5日当周净卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 疫情之后：资金脱虚入实节奏加快，M1-M2增速差初现向上拐点

到了5月，我们发现社融与M2的增速差出现拐点开始向上，说明流动性到信用的传导开始加快，资金脱虚入实节奏加快，金融市场流动性边际收紧加剧，**对于低估值的板块而言其优势将更加明显**。同时，5月M1-M2同比增速差也开始出现向上拐点，我们认为这将加快企业盈利复苏，**使得风格向盈利具有顺周期特征的价值倾斜**。

图23：5月社融存量与M2的增速差上行，资金脱虚入实加快

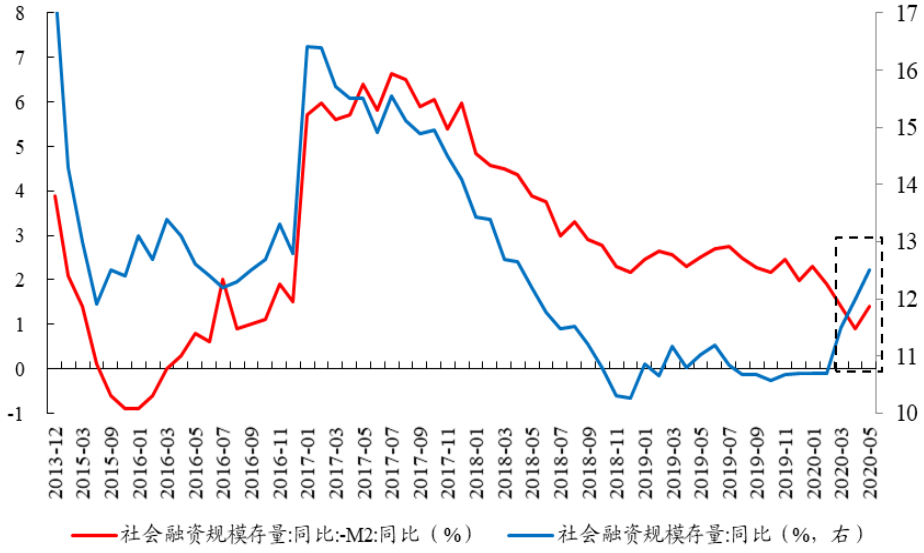
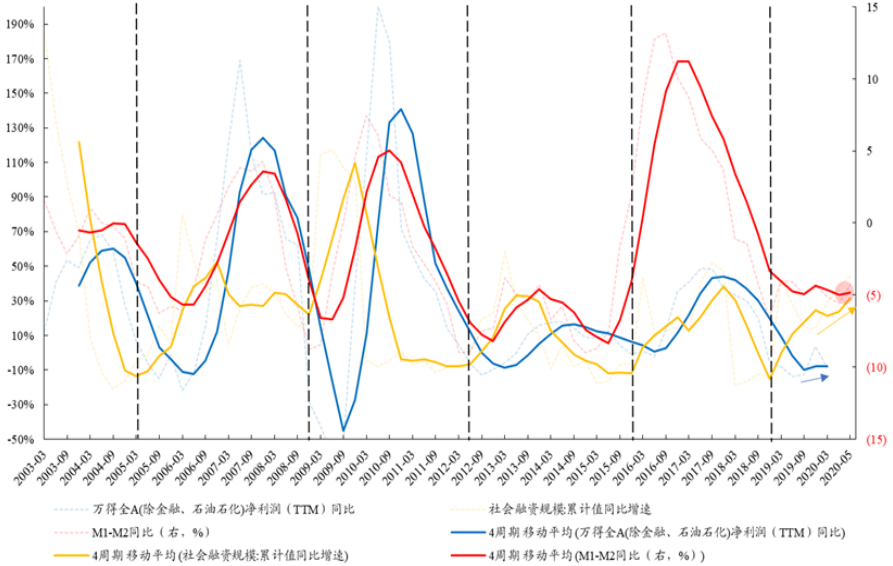


图24：5月M1-M2同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 疫情之后：拉美疫情仍处于上升期，欧美复工风险犹存

拉美国家疫情暂无明显缓解的迹象，且由于南半球国家进入秋冬季节，医疗资源较为落后，人口密度大，疫情风险仍然较高。同时中东主要产油国随着复工复产的推进，疫情卷土重来呈现二次加剧的趋势。

美国、欧洲等发达国家和地区随着复工的推行，新增病例下降速度缓慢，目前美国出现的群体性聚集事件也增大了新增病例维持高位的可能性。

图25：拉美和中东主要资源输出国疫情无缓解迹象

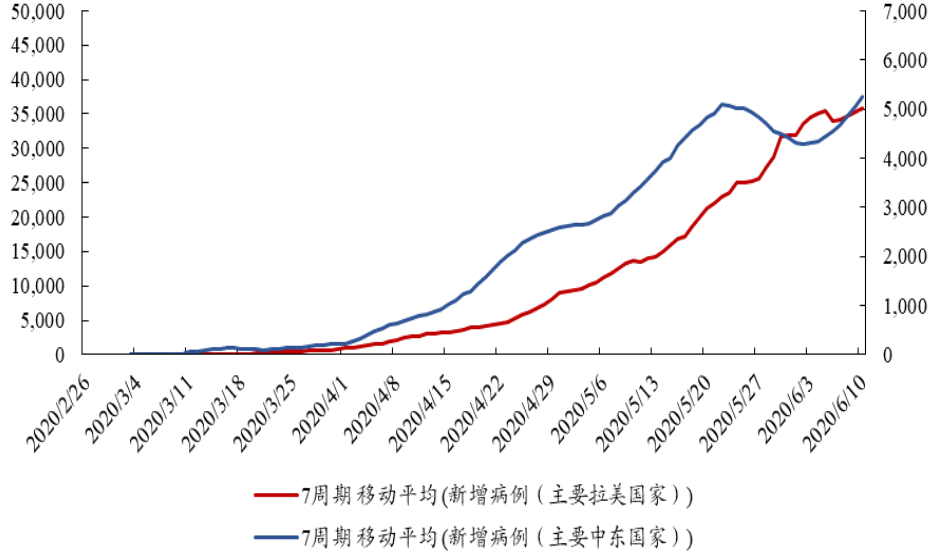
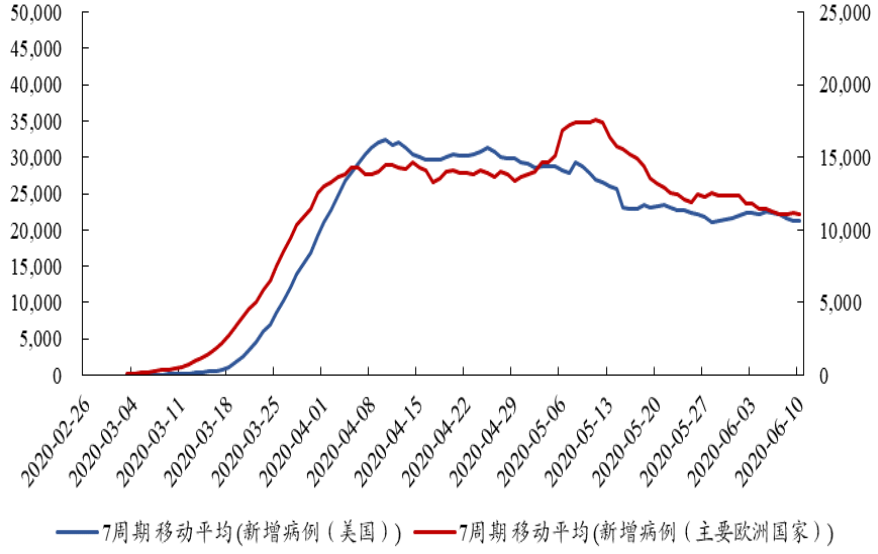


图26：美国等发达国家新增病例下降速度缓慢



注：主要拉美国家：墨西哥、巴西、阿根廷、秘鲁；主要中东国家：沙特阿拉伯、伊朗、卡塔尔、阿联酋；主要欧洲国家：英国、法国、德国、俄罗斯

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 疫情之后：中美摩擦加剧，主要集中在科技领域

中美关系方面，我们认为由于美国经济受疫情影响较大，短期内或不会有大规模的加征关税行为。但由于瑞幸造假、打压华为、香港立法等一系列事件，中美关系的不确定性加剧。

表1：中美关系不确定性加剧

时间	领域	内容
2020年5月1日	关税	特朗普无端指责中国对疫情防控不力，称可能对中国加征金额更大、范围更广的关税。
2020年5月15日	科技	美国升级对华为的施压，从EDA软件、半导体设备到晶圆代工，阻断全球半导体供应商向华为供货。
2020年5月20日	台湾	美国国务卿蓬佩奥在美国务院网站和个人推特发声明，祝贺蔡英文当选，将其称为所谓“总统”，并吹嘘美台“伙伴关系。
2020年5月22日	科技	美国商务部工和安全局(BIS)宣布再将33家中国企业和机构列入“实体清单”，进口含有美国技术的产品将受到美国管制。
2020年5月28日	香港	美英澳加四国就涉港国安立法发布联合声明，粗暴干涉香港事务和中国内政。
2020年5月30日	香港/关税	特朗普举行白宫记者会，表示：1.无端指责中国控制世界卫生组织，美国将会退出组织；2.将取消香港独立关税区等特殊优惠；3.对美国上市的中国公司进行审查。

资料来源：中华人民共和国外交部网站、人民日报、新华网、开源证券研究所

2.1 展望未来：美国经济复苏道阻且长

美国十年经济复苏：私人投资下降，个人消费和政府支出上升。美国私人消费支出和投资对于经济增长的贡献占85%以上，而美国政府消费支出和投资总额对于其GDP的贡献在2019年已经低至17.3%。私人投资下降可能是由于实体经济回报率下降，政府支出顺周期扩张其实也从侧面反映了实体经济动能不足。

图27：2009年以来美国经济复苏，私人/政府投资增速与历史规律出现背离

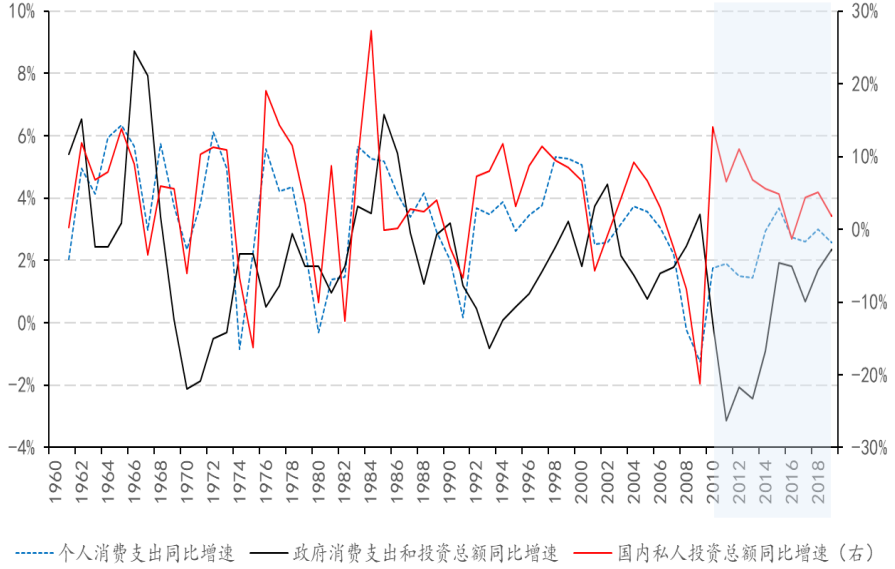
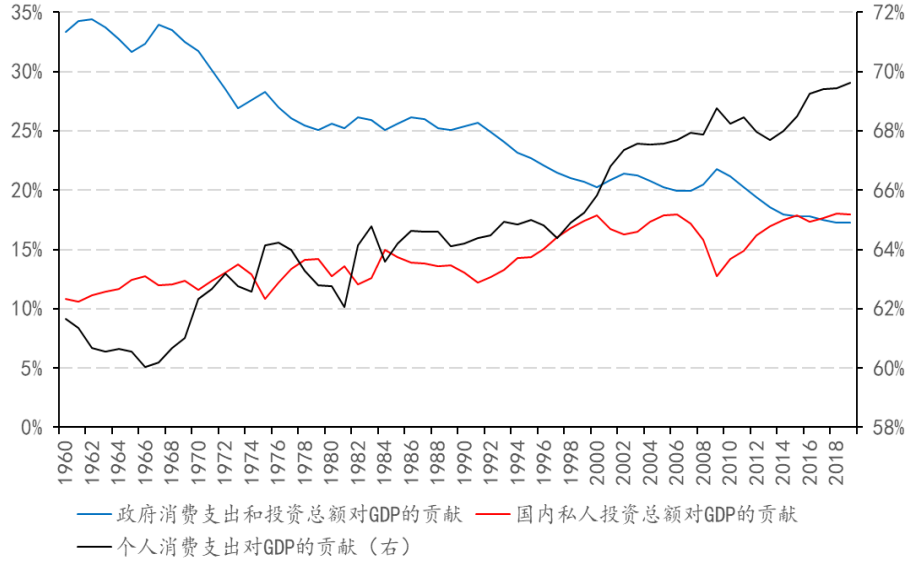


图28：美国政府消费支出和投资总额对GDP的贡献在逐步下降



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 展望未来：美国经济复苏道阻且长

实体经济回报率与资本市场回报率的对比鲜明。可以发现每当企业税后利润同比增速出现大幅下滑，往往伴随着经济衰退的发生。但本轮复苏以来，2012年美国企业税后利润同比增速就已经开始快速下滑（2015/2016年甚至出现负增长）。而2008年金融危机之后，股市和房地产又开启了新一轮上涨，尤其是股市总市值占GDP的比重创新高，全社会资产负债表将较大程度依赖于股票的资产价格表现。

图29：美国企业税后利润同比增速自2012年之后快速下滑

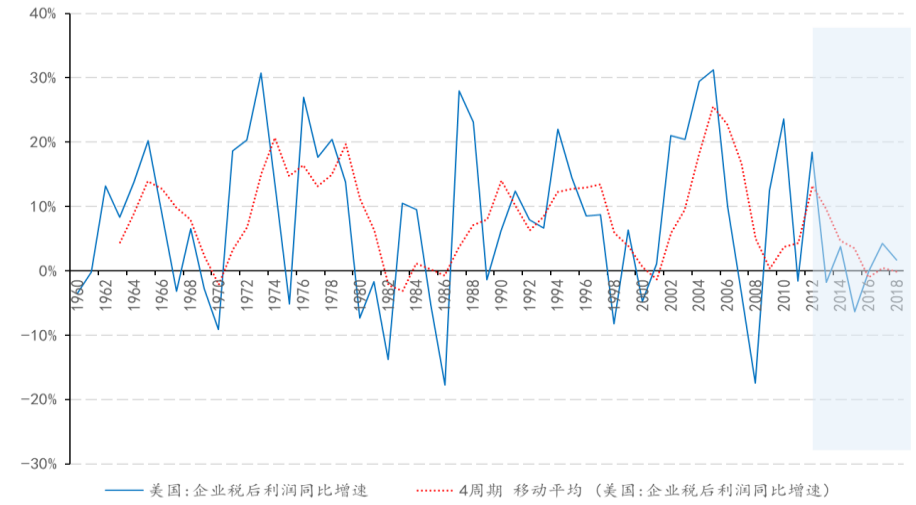
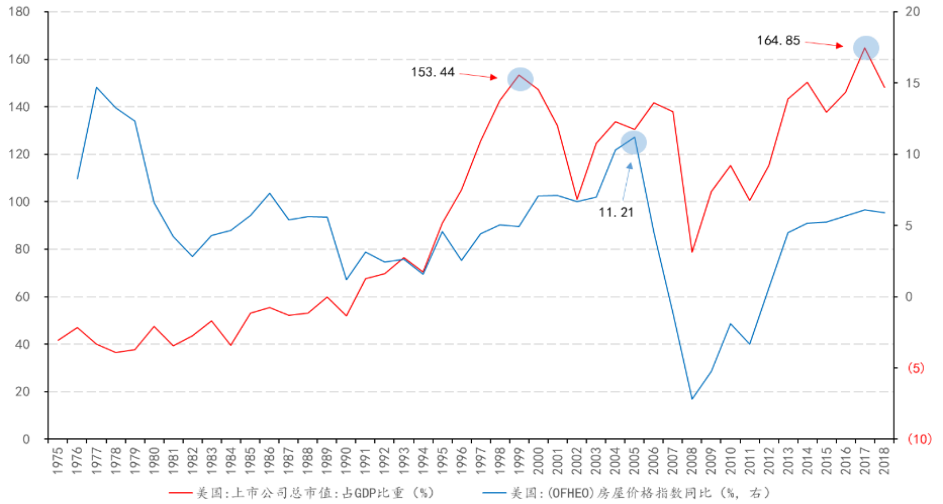


图30：2008年金融危机之后，股市市值占GDP比重创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 展望未来：美国经济复苏道阻且长

债务风险不断累积。从非金融企业部门的杠杆率来看，每当遭遇经济下滑/危机时有所下降，经济复苏之后企业杠杆率往往都会超越前期高点（2000年互联网泡沫时除外）。如今，在高负债模式下，如果面对资产回报率的明显低迷，宽松的流动性有可能让企业和居民部门更倾向于用于降低负债而不是增加投资，如果此时政府杠杆率也处在高位，那潜在的风险就是面对全社会资产负债表的衰退。资产价格快速下跌将会加速这一行为，这也是美联储不惜一切代价拯救股票市场的原因。

图31：美国非金融企业部门杠杆率不断攀升，债务风险不言而喻

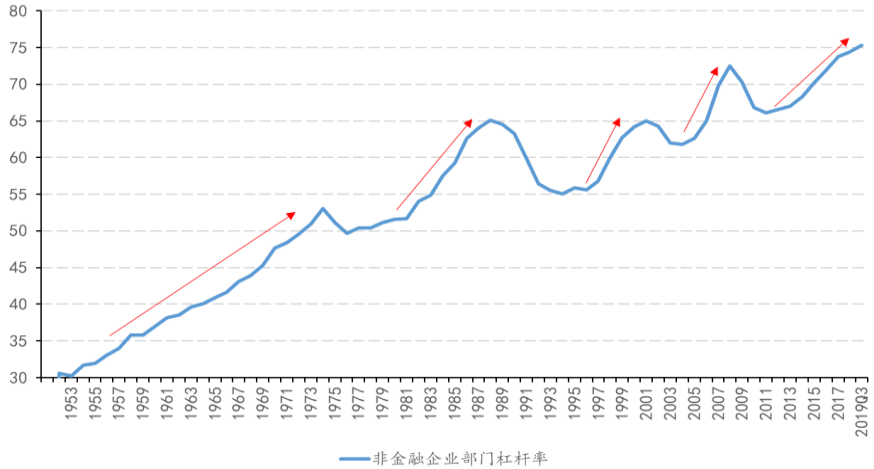
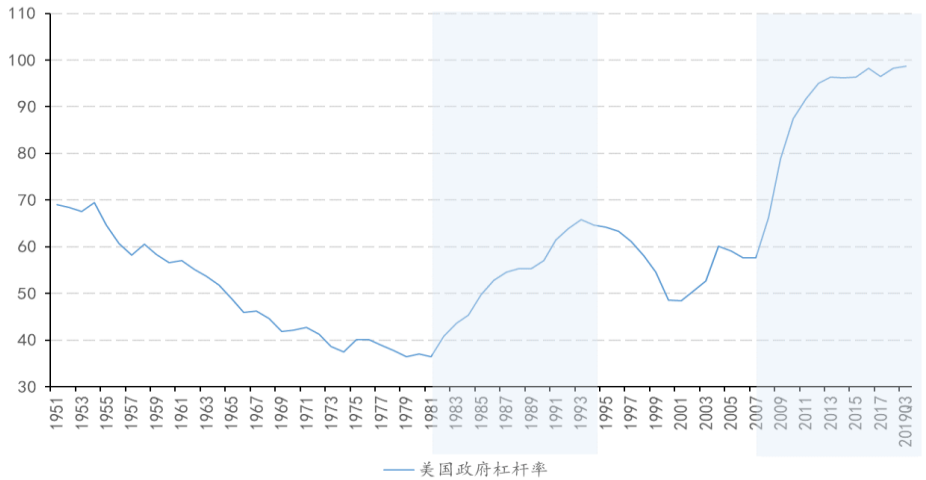


图32：美国政府杠杆率自08年金融危机之后迅速攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

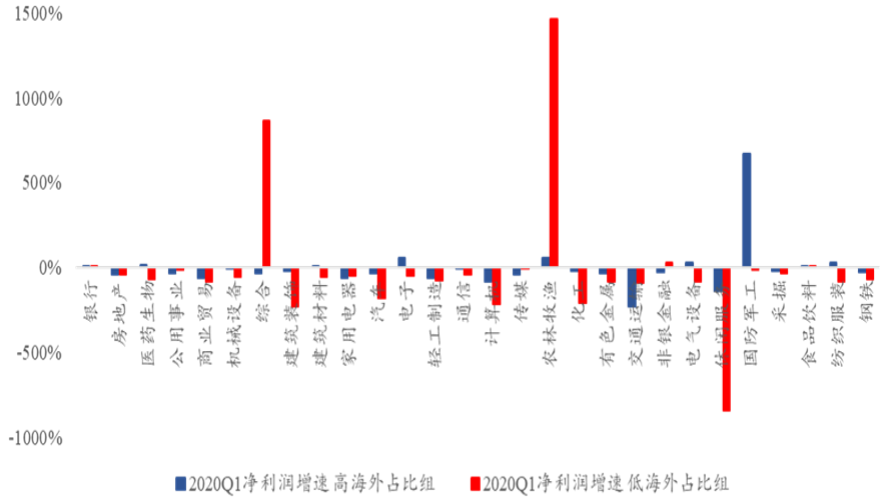
2.1 外需：压力与生机

美国为代表的发达国家的经济回暖速度对于中国来说就是出口的压力，这些压力最终将体现在上市公司的业绩上，**因此海外的经济运行将与未来外需产业链回暖的速度有关。但也值得一提的是，海外占比高的往往更偏向于大市值公司，这意味这类公司或有更强的业务调整能力以应对海外风险，这可能是会超预期的地方。**

图33：除地产、银行、建筑装饰、食品饮料等行业外，其他行业海外收入占比上体现龙头公司受外需影响



图34：2020Q1大多数行业业绩下滑，部分行业高海外占比组业绩下滑幅度小于低海外占比组，这或与高海外占比的公司常常是大市值公司有关



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 交易结构如何看内外需

从交易结构上看，5月以来，内资交易盘更偏好于内需型标的，同时可以看到的是，除了电子、汽车、医药、轻工以及传媒等行业，外资配置盘并未体现对高/低海外组合明显的偏好。

图35：5月以来，内资交易盘更偏好于内需型标的

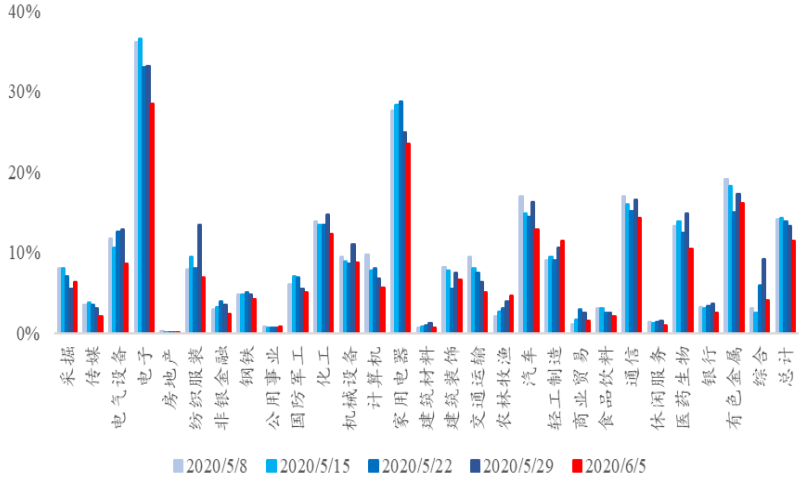
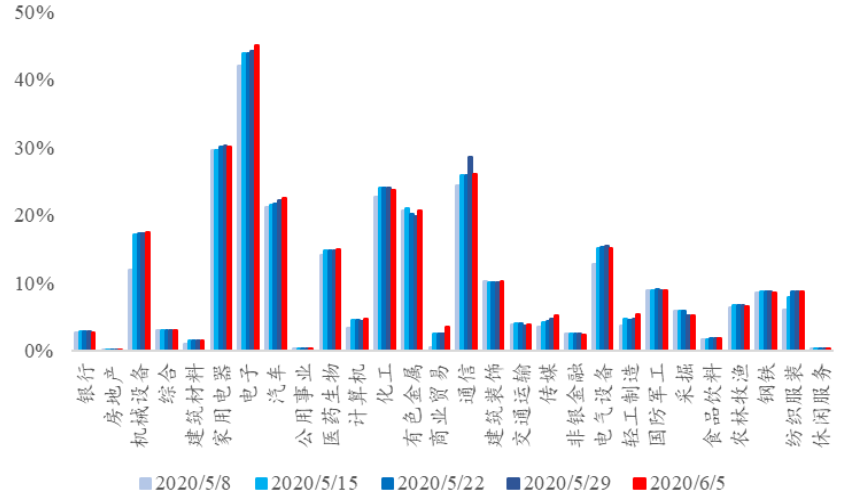


图36：5月以来，除电子、汽车、生物医药、轻工以及传媒等行业外，外资配置盘并未明显体现对其他行业高/低海外占比组合的偏好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 交易结构如何看内外需

同时可以看到的是，北上交易盘/北上中资仍对外需型标的有一定偏好，但更多的是电子、通信等板块，我们认为，这或与外部风险暂时缓和，风险偏好有所提升有关，而并非是基于盈利本身的驱动。因此，当外需面临持续压力，外需相关产业链复苏或会受到限制。

图37：5月以来，外资交易盘对电子、通信、医药以及纺织服装等板块更偏好于高海外收入标的

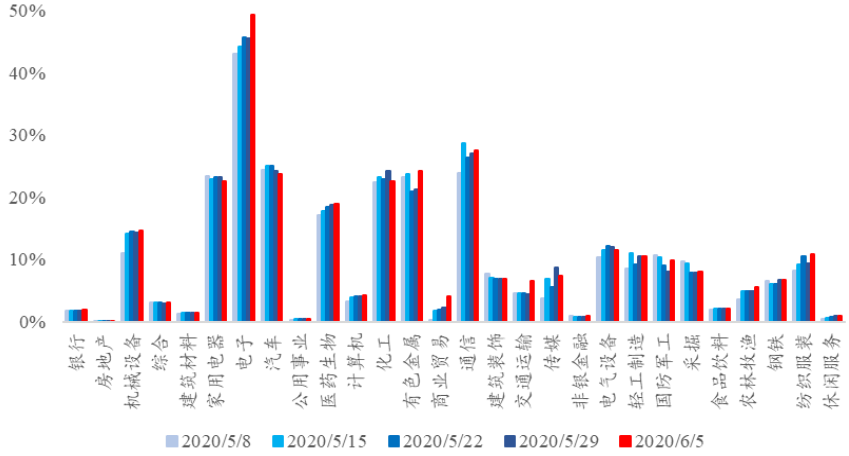
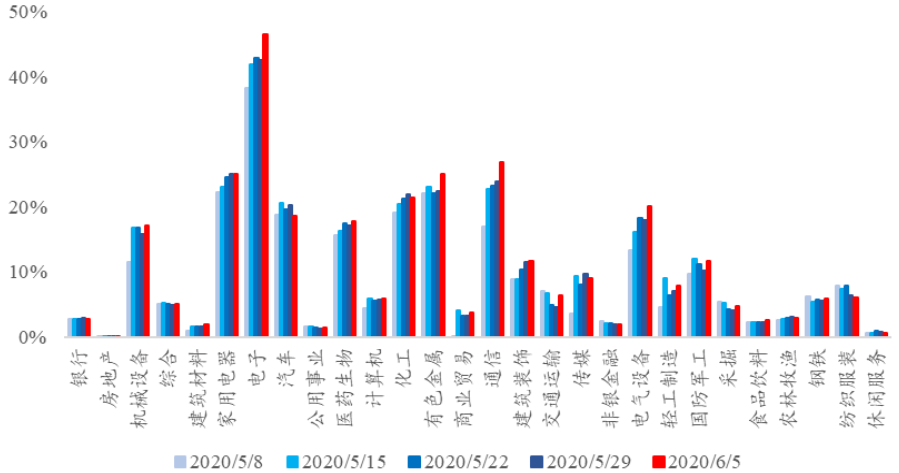


图38：5月以来，北上中资对电子、通信、有色、电气设备以及家电等板块更偏好外需型标的

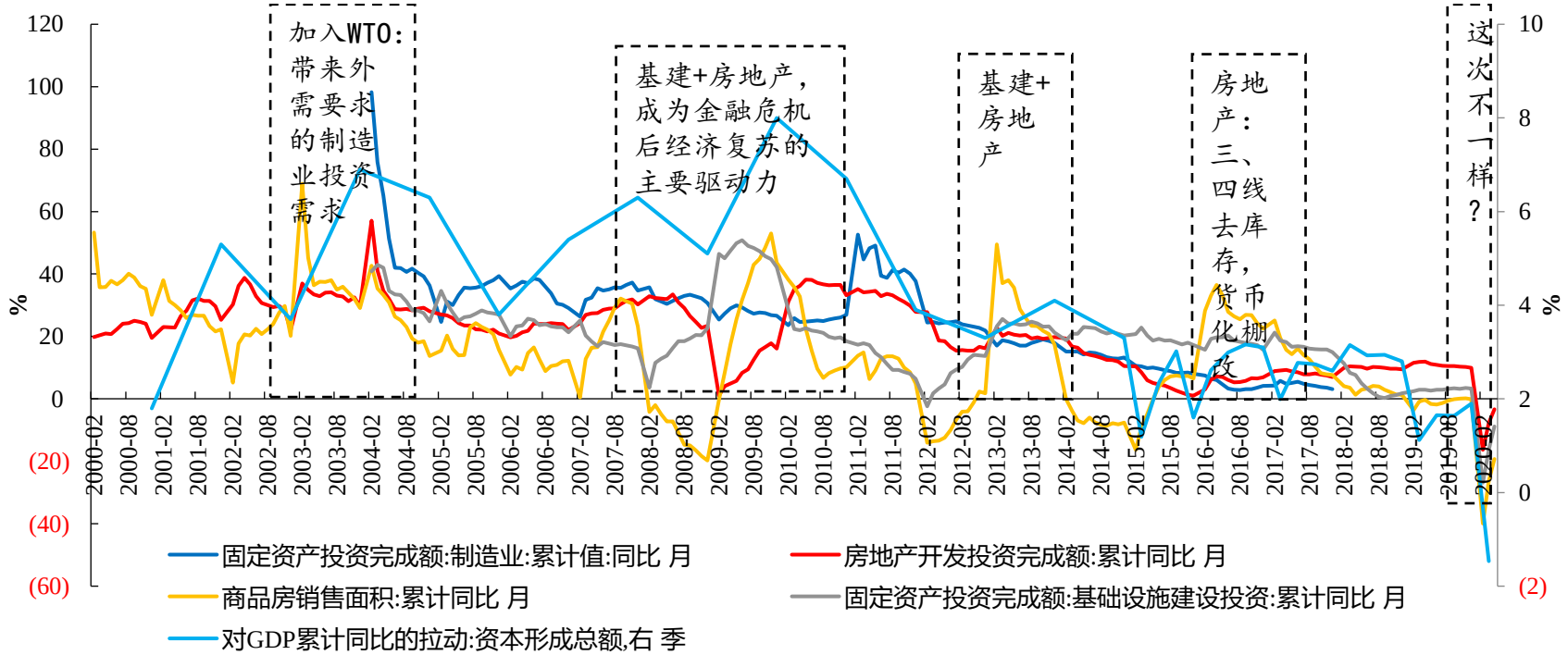


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 经济再次面临“老”与“新”的岔路口，这次不一样

21世纪以来的几次经济复苏，都依靠了固定资产投资（基建+房地产）的力量。

图39：经济复苏依靠固定资产投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 经济再次面临“老”与“新”的岔路口，这次不一样

疫情使中国经济再次面临新旧动能的博弈，而这次不走老路的充足政策定力，不仅来自于主观能动性，现实的条件也是“底层逻辑”。

投资需要通过创造消费需求来获得回报，否则投资便不再具有吸引力，随着经济的不断发展，“老路”会越来越难走，通过投资来拉动经济难以持续。

图40：中国：资本形成总额拉动率在逐步下滑

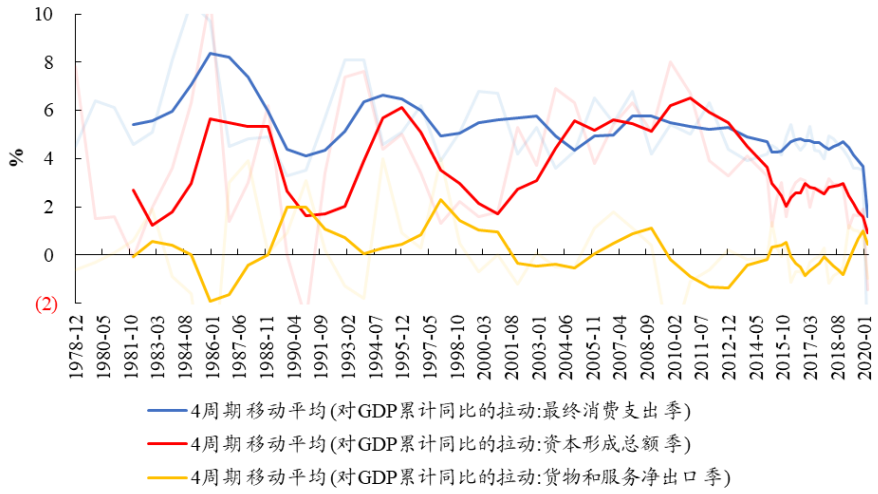
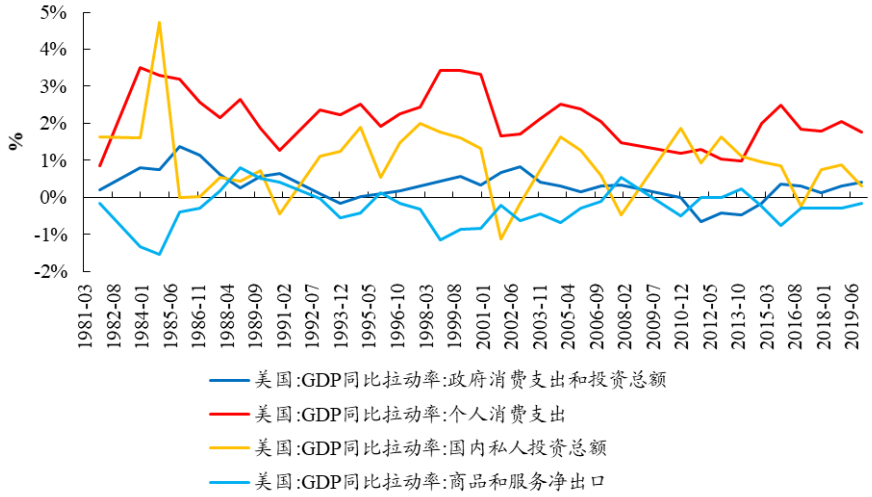


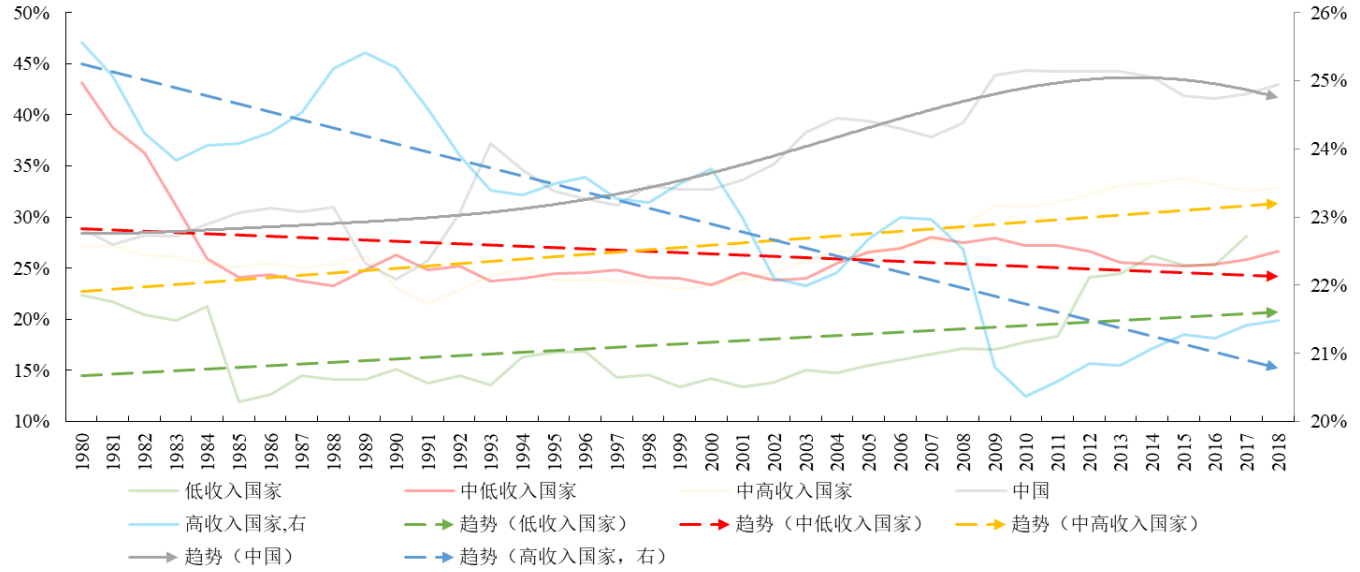
图41：美国：个人消费支出始终是经济增长主要拉动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

固定资产投资率随收入呈倒U型，中高收入国家固定资产投资率最高，且保持增长。背后的原因是，投资需求的来源主要在于两点：（1）产业结构的变化：农业→工业化→服务业，需要进行相应生产的固定资产投资；（2）城市化率提升→带来进城人口的居住需求和城市基础设施需求。

图42：中高收入国家固定资产投资率最高，中国高于均值



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 为什么老路会越来越难走

产业结构升级，当农业增加值占比已极低时，工业与服务业此消彼长，由于服务业要求的固定资产投资少于工业，固定资产投资需求放缓。

图43：低收入国家产业结构

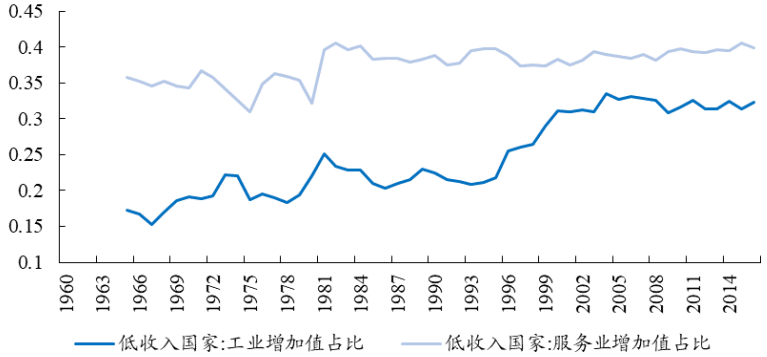


图44：中高收入国家产业结构

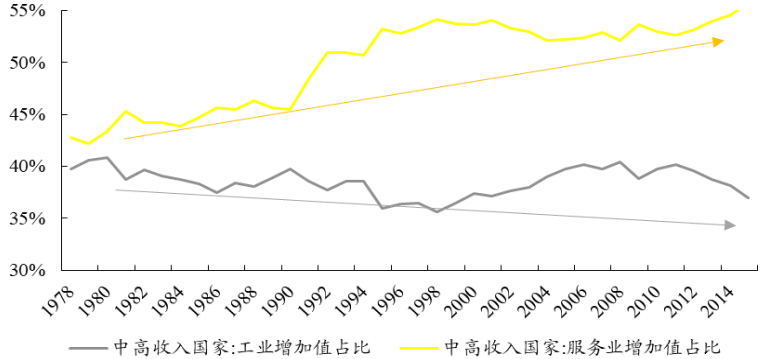


图45：高收入国家产业结构

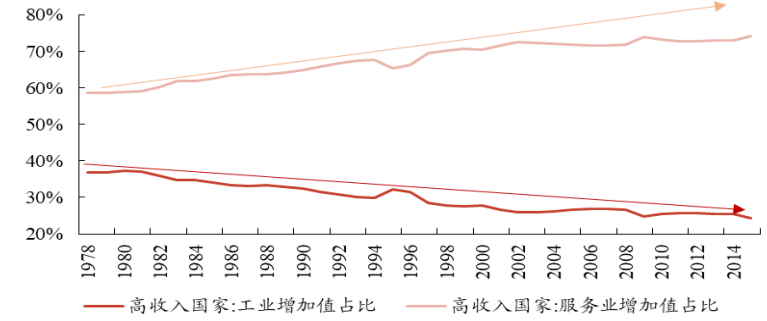
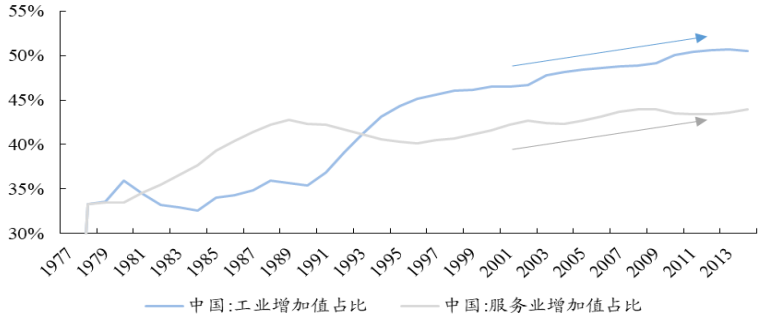


图46：中国产业结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 为什么老路会越来越难走

城市化率提升带来的居住需求和基建需求边际增量在缩小：（1）自有住房率、基建覆盖率已较高，根据中国家庭金融调查与研究中心（CHFS）的调查显示，中国家庭住房自有率超八成，国际比较中，仅次于意大利和西班牙；**（2）上述需求在地理上不平衡的，原因是人口并不会平均分布，而总是向更具吸引力的城市流动，因此基建要从过去的“均等化”变得更加“集中化”，**2017年中国城镇地区有6500万套空置住房，住房空置率达21.4%，但一线城市空置率逐年下降的同时，二三线城市空置情况逐年上升；**（3）人口户籍的限制，导致在人口加速向一线城市转移时，新增的居住需求越来越难以释放。**

图47：一线城市空置率逐年下降，二、三线逐年上升

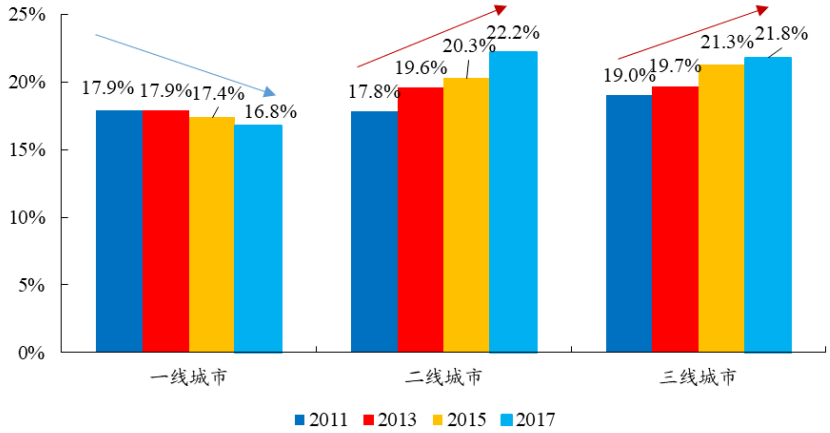
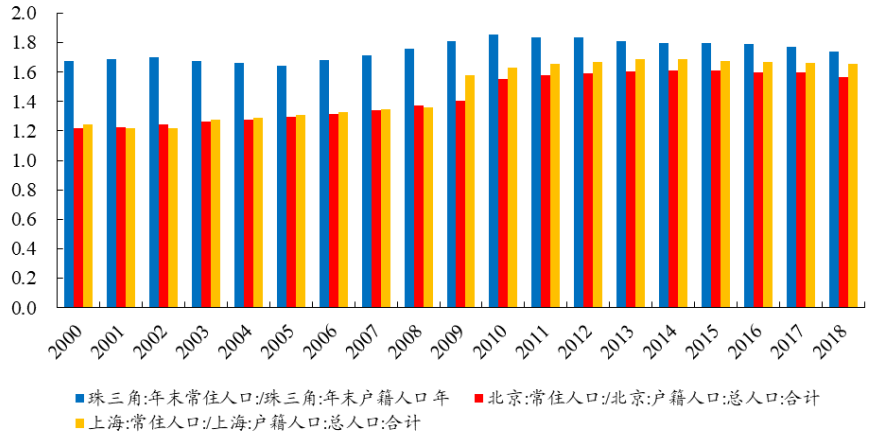


图48：成熟的城市（群），存在户籍限制可能会使得常住人口无法释放需居住需求



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 为什么老路会越来越难走

在产业结构升级、城镇化率提升这个过程中，我们将看到固定资产形成效率以及固定资产的投资回报都在下降，意味着投资越来越不具有吸引力，也难以成为拉动经济增长的主要动力。

我们发现，固定资本形成总额与固定资产投资完成额的比值自20世纪以来快速缩小，直至2016年企稳回升。由于固定资本形成总额=固定资产投资完成额+商品房销售增值+矿藏勘探形成的固定资本+土地改良形成的固定资本-土地购置费、旧设备购置费以及其他费用，这个比例减小反应出了土地购置费、旧设备购置费、其它费用的迅猛上升，意味着固定资本形成的效率在降低。

图49：固定资本形成的效率在降低

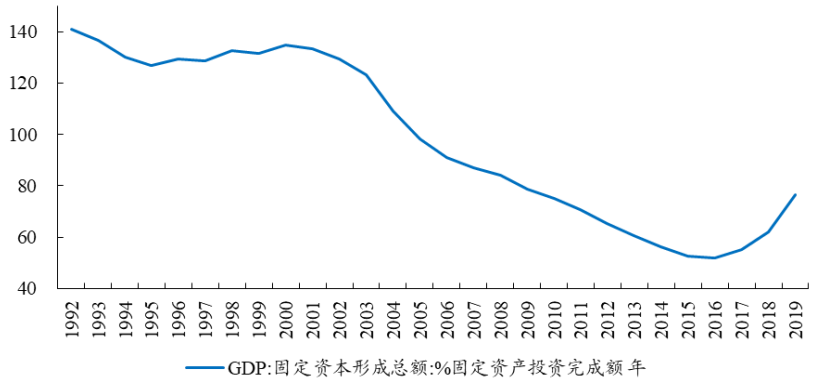
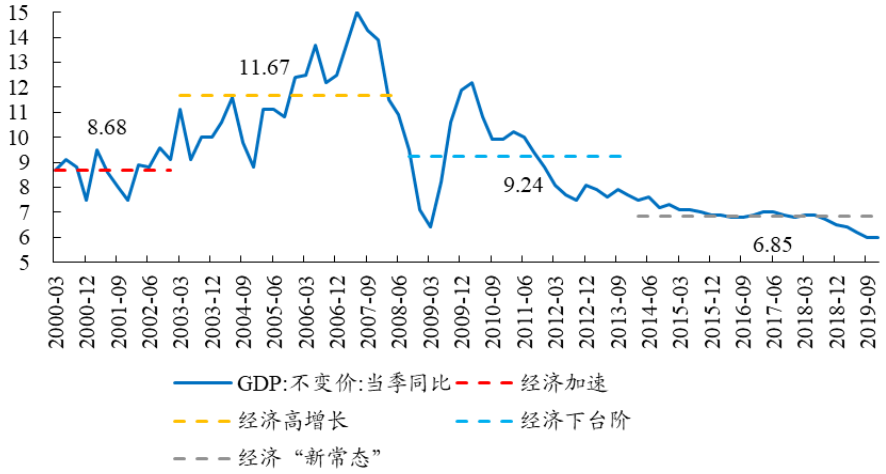


图50：固定资产的投资回报，平均而言可看做是整体产出增速



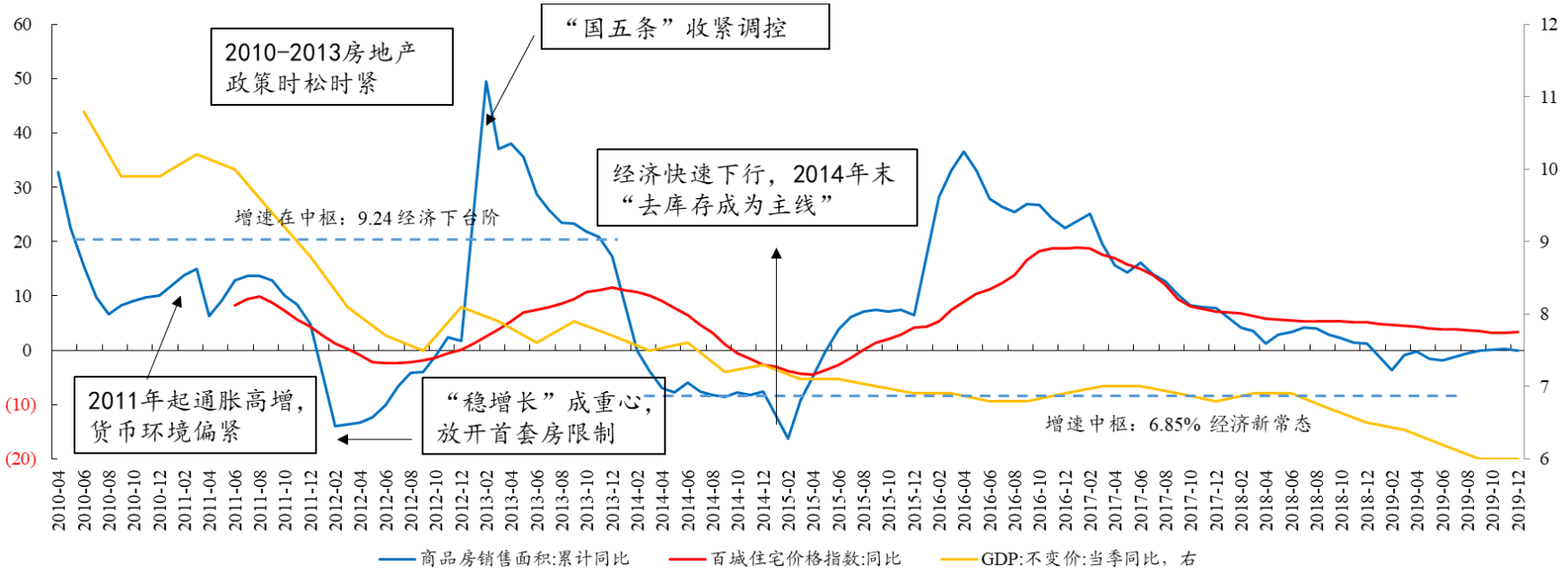
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 为什么当下更有能力探索“新路”

2013-2014年，是第一次试图不依靠房地产拉动经济、寻找新动能的尝试，但由于经济数据的持续疲软，在2014年年末便进行降准，重新放开了房地产管控。

图51：2013-2014年尝试不依靠房地产拉动经济



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 历史包袱更轻：“三降一去一补”

经过2015年至2018年的“三降一去一补”，经济的基本面更健康，历史包袱更轻：
2015年末开始，过剩产能逐步出清，表现为产能利用率上行和相应行业的杠杆率同时下降；
从2016年开始，通过“棚改货币化”，将大量的房地产库存出清，在疫情之前，商品房库存销售月数甚至低于2013年同期水平。

图52：2015-2018年去产能与去杠杆率并行，成效显著

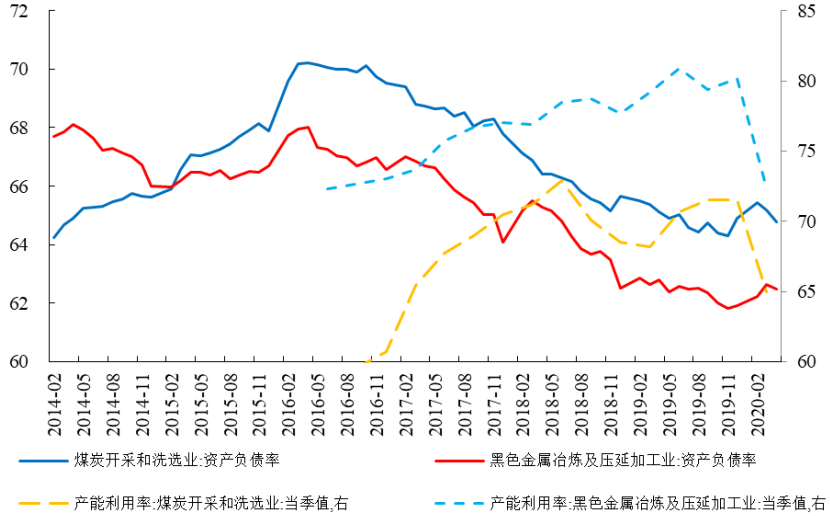
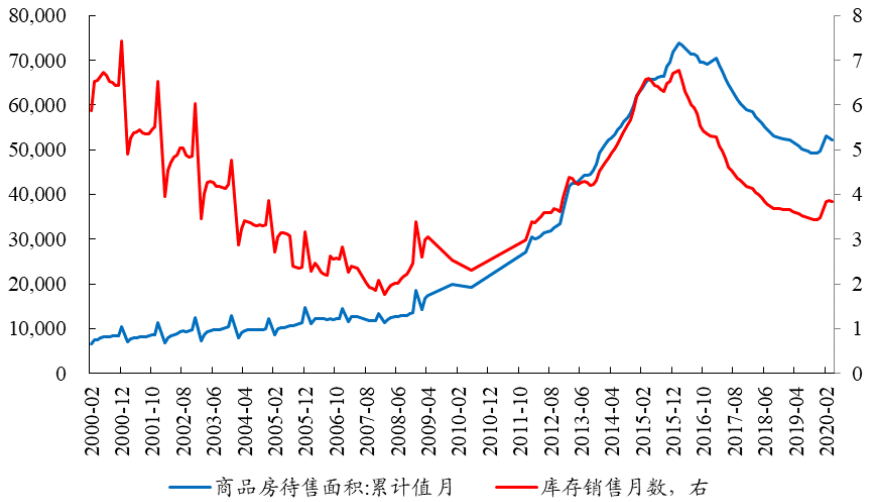


图53：房地产库存出清，“房住不炒”的压力更小



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 下降的经济风险：国企与民企

供给侧改革之后，国企盈利改善/负债率下降，国企的就业与负债问题得以解决，疫情虽有冲击，但对整个国企而言，系统性风险不如2014年；同时可以看到的是，虽然2017年金融去杠杆对民企冲击大于国企，但2019年以来，随着政策逐步向民企倾斜，民企融资环境得到较大程度改善，这意味着民企在未来至少不会比现在更差。**这都一定程度上降低了经济体的风险。**

图54：供给侧改革之后，国企负债率和盈利得到较大改善，2020年以来疫情对国企盈利有一定冲击

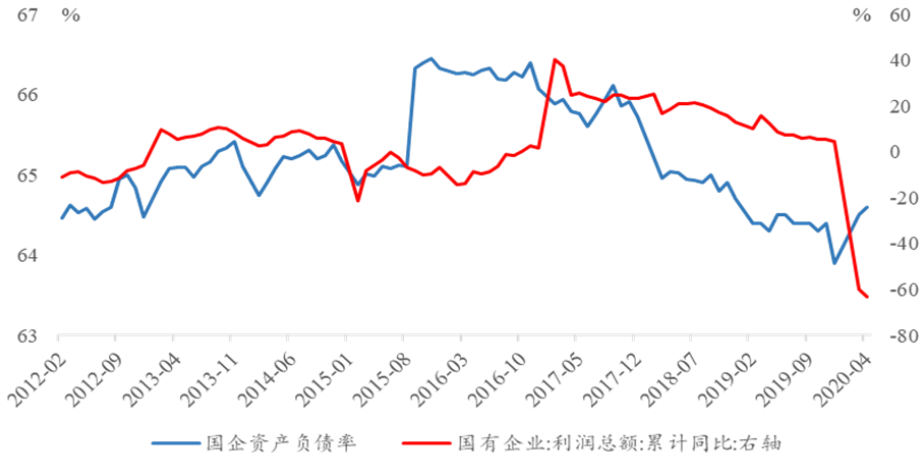
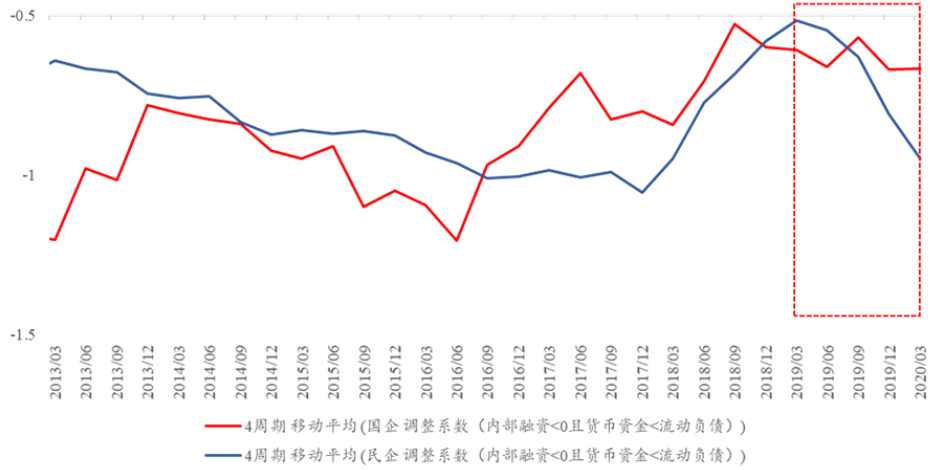


图55：相比于国企，2017年金融去杠杆对民企融资能力影响较大，但2019年以来随着对民企一系列扶持政策出台，民企融资能力逐步改善



注：我们首先将经营净现金流+投资净现金流界定为内部融资净现金流，并按国企/民企分别筛选出货币资金<流动负债且内部融资净现金流小于0的公司，将T期融资现金流（非净现金流）/（T-1）期流动负债作为解释变量对T期内部融资净现金流/（T-1）期流动负债回归，回归系数即为调整系数

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 找到“新动能”之前，市场要面对什么？

2012年政府工作报告，首次放弃“保8”增速，但由于经济的持续下行，在2014年末再次开启了房地产周期。
2020年政府工作报告，首次未提及经济增长目标，我们认为，这体现了“稳就业”优先于“稳增长”，**意味着政府对经济增速下滑的容忍度相较于2013-2014年更高，因此经济增速可能将维持较低的水平**，但由于疫情冲击对一季度经济数据造成“深坑”，我们会观察到中观数据的持续环比改善。

表2：稳就业意味着GDP增速的关系将大幅调整

	政府预期目标:城镇新增就业人口（万人）	实际城镇新增就业人口（万人）	实际-预期（万人）	每1%实际GDP增长拉动的就业人数（万人）	GDP:不变价同比%
2009-12-31	900	1102	202	117.23	9.40
2010-12-31	900	1168	268	110.19	10.60
2011-12-31	900	1221	321	127.19	9.60
2012-12-31	900	1266	366	160.25	7.90
2013-12-31	900	1310	410	167.95	7.80
2014-12-31	1000	1322	322	178.65	7.40
2015-12-31	1000	1312	312	187.43	7.00
2016-12-31	1000	1314	314	193.24	6.80
2017-12-31	1100	1351	251	195.80	6.90
2018-12-31	1100	1361	261	203.13	6.70
2019-12-31	1100	1352	252	221.64	6.10
2020E（乐观）	**900**	**1178**	**278**	**200.25**	**5.88**
2020E（中性）	**900**	**900**	**0**	**200.25**	**4.49**

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 找到“新动能”之前，市场要面对什么？

在“房炒不住”背景下，信用周期如期开启，**社融拐点与M1-M2剪刀差的拐点已经出现，展现出经济复苏的较好信号**，这也佐证了经过2015-2018年的“三降一去一补”，经济的韧性更强。

图56：2020年新增贷款中，房地产贷款占比减小

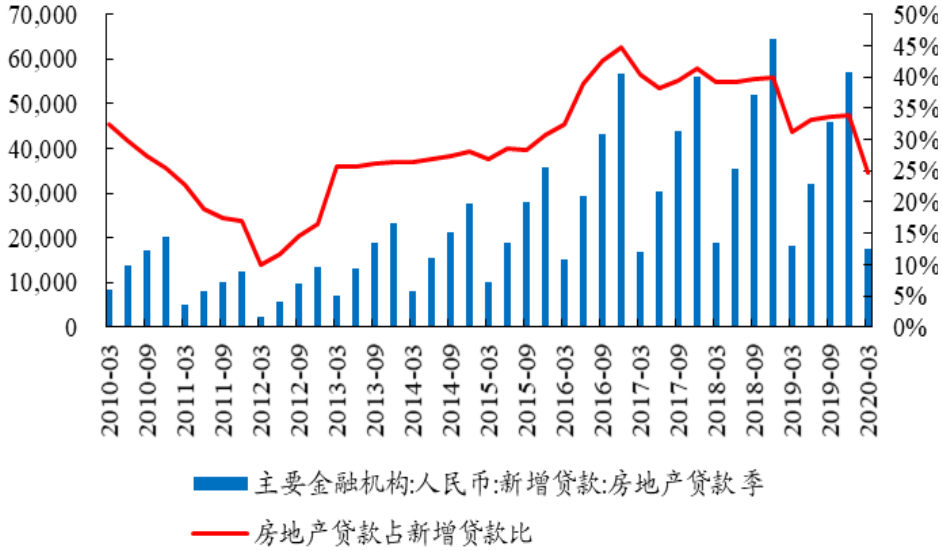
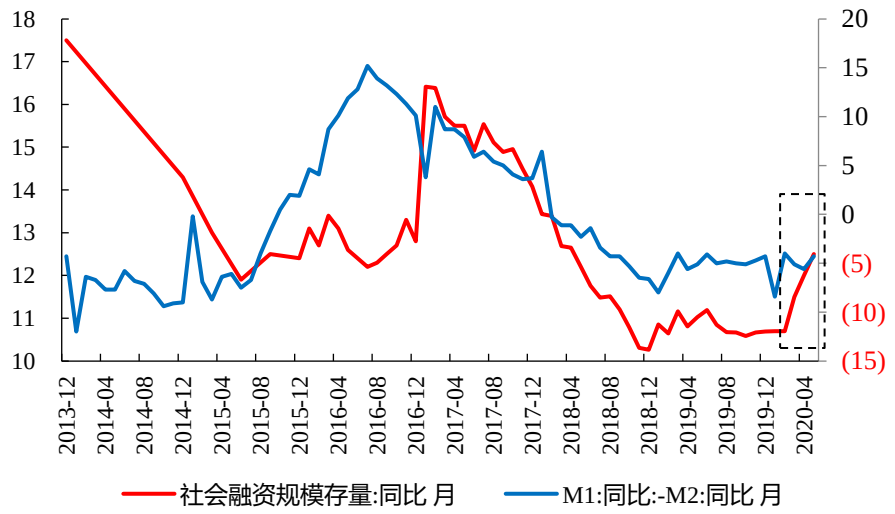


图57：社融拐点与M1-M2剪刀差如期而至，信用周期开启



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 找到“新动能”之前，市场要面对什么？

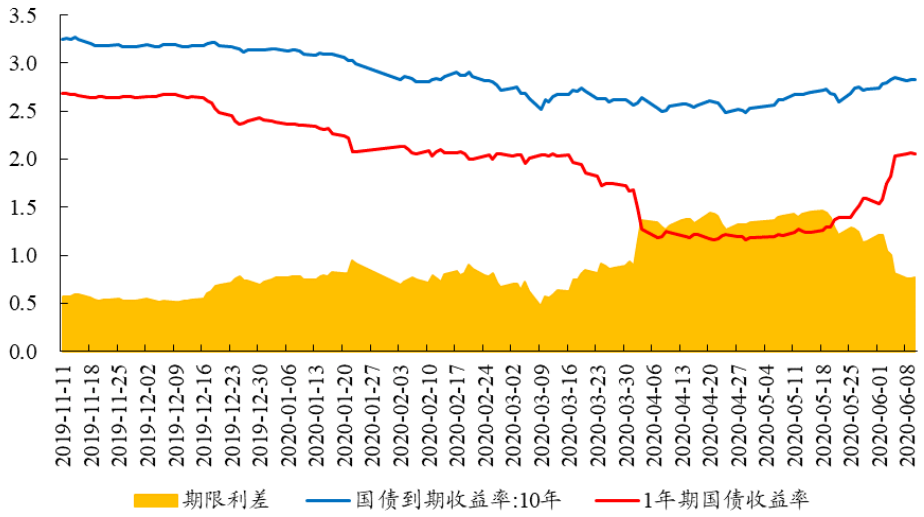
对于金融资产泡沫的警惕性让市场很难重复踏入2014年的河流，“放水养鱼”但不能“浑水摸鱼”，是货币政策锚定的目标。引导信用扩张是接下来的货币政策重心。

资金和利率层面，我们观察到短端利率上行，10年期国债收益率从5月以来也维持上行趋势，期限利差缩窄，减少短期套利行为，市场出现如同2014-2015年时由流动性推升的牛市的概率极低。

表3：引导信用扩张是货币政策重心，央行创新直达实体工具

工具	内容
普惠小微企业贷款延期支持工具	今年内到期的普惠小微企业贷款，均可以享受一次延期还本付息。预计延期政策可覆盖普惠小微企业贷款本金约7万亿元。人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元，。
普惠小微企业信用贷款支持计划	对于符合条件的地方法人银行于2020年3月1日至12月31日新发放的期限不少于6个月的普惠小微企业信用贷款，人民银行按地方法人银行实际发放信用贷款本金的40%提供优惠资金，期限1年。预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元，切实缓解小微企业融资难问题。

图58：利率上行，期限利差收窄，流动性推升市场概率较小



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 盈利预测：结构上或存在预期差

A股盈利预测常常包括：一、基于宏观指标进行预测；二、基于季度盈利占比线性外推；三、自下而上分板块汇总预测。考虑到2020年Q1由于疫情影响，部分宏观指标受到一定冲击且季度盈利占比结构可能会因此发生变化，**我们认为，自下而上分板块汇总预测更为适用。**

基于分析师预测偏差数据，**我们发现：一方面在不同的年份分析师预测的乐观程度不同；二是随着时间从年初到年底，分析师预测的偏误趋于收敛。**基于此，我们通过（分析师预测净利润-实际净利润）/预测标准差来衡量分析师的预测偏差程度，从而得到每个月预测偏差的分布，基于四分位数对应的偏误，预测标准差以及分析师预测等指标预测盈利情况。

图59：分析师预测乐观程度不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 盈利预测：结构上或存在预期差

按照四分位数我们分别假定悲观、中性以及乐观情形。通过测算，我们发现，在中性情形下，**2020年全A/全A非金融归母净利润预计增长0.75%/-3.44%，**分析师预测全A/全A非金融归母净利润增长为1.46%/0.59%，**即市场基本反映了对未来的盈利情况。**

从行业上看，我们发现，**房地产、公用事业、建筑、建材、家电、轻工**等行业的中性情形假定下的盈利增速明显高于2020年6月的分析师盈利预测，**这在一定程度上反映了在结构上，市场认知或相较实际盈利更悲观。**

	分析师盈利预测	盈利预测-基于自下而上方法调整测算		
		中性情形	悲观情形	乐观情形
全A	1.56%	0.75%	-21.07%	42.77%
全A非金融	0.59%	-3.44%	-43.08%	44.00%
采掘	-44.59%	-72.93%	-104.53%	-22.64%
传媒	139.22%	247.60%	62.01%	378.76%
电气设备	16.26%	10.77%	-10.29%	59.91%
电子	20.80%	-1.82%	-24.13%	32.31%
房地产	10.33%	18.96%	-0.39%	45.53%
纺织服装	-15.18%	-39.59%	-93.12%	21.97%
非银金融	-4.53%	2.22%	-23.43%	43.94%
钢铁	-28.73%	-32.40%	-130.91%	27.07%
公用事业	-7.13%	16.26%	-57.97%	60.28%
国防军工	5.84%	-12.07%	-33.10%	10.35%
化工	-19.18%	-33.45%	-76.53%	-9.73%
机械设备	5.87%	-1.30%	-18.96%	23.12%
计算机	18.23%	-14.62%	-131.03%	61.39%
家用电器	-2.98%	7.53%	-12.52%	41.17%
建筑材料	11.70%	16.28%	-5.51%	33.05%
建筑装饰	1.19%	34.83%	-9.69%	117.00%
交通运输	-51.81%	-63.86%	-134.99%	22.34%
农林牧渔	160.52%	86.65%	38.61%	171.14%
汽车	1.99%	-16.30%	-43.07%	59.84%
轻工制造	14.89%	35.77%	-11.92%	123.36%
商业贸易	-32.44%	-33.09%	-44.93%	11.71%
食品饮料	8.96%	13.23%	2.13%	41.81%
通信	93.07%	71.91%	-3.90%	95.04%
休闲服务	-46.12%	-52.67%	-72.15%	128.42%
医药生物	20.66%	11.61%	-7.52%	43.06%
银行	4.03%	4.94%	3.27%	41.16%
有色金属	-25.17%	-53.26%	-179.94%	-15.76%
综合	27.02%	24.60%	2.80%	27.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

投资者总在一些时段，极度认可某种长期趋势，导致成长/价值的风格达到极致。我们发现，对长期趋势的认知，其实市场很少犯错，以国证成长指数为例，其成分股的行业权重也经历了较大的变迁，从**金融、机械、地产等顺周期行业**主导转向如今的**消费、医药生物与TMT主导。**

图60：国证成长指数的行业权重变化趋势

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-06-08
金融服务	20.47%	14.17%	23.60%	22.75%	28.05%	25.47%	25.85%	22.00%	17.98%	2.77%	2.26%
机械设备	10.16%	9.74%	6.94%	5.58%	3.42%	3.55%	5.72%	7.14%	5.61%	7.17%	7.85%
房地产	9.66%	8.11%	8.14%	5.92%	9.68%	8.83%	6.71%	5.05%	4.90%	3.96%	3.14%
采掘	9.19%	7.96%	3.02%	0.95%	1.03%	0.77%	0.42%	0.24%	0.00%	1.56%	1.15%
医药生物	7.91%	8.12%	5.57%	7.58%	7.35%	10.13%	8.51%	6.55%	6.73%	10.88%	13.41%
交运设备	7.71%	8.53%	6.77%	5.18%	3.79%	2.30%	3.03%	3.09%	2.78%	2.50%	2.29%
食品饮料	5.19%	10.37%	9.25%	7.44%	7.00%	4.50%	6.50%	4.87%	5.55%	17.64%	18.95%
建筑建材	5.05%	4.94%	7.53%	5.74%	6.15%	2.53%	2.15%	1.38%	1.31%	3.15%	3.26%
有色金属	4.32%	4.24%	6.86%	5.34%	3.71%	2.14%	1.99%	2.56%	3.25%	3.62%	3.14%
化工	4.15%	2.89%	3.36%	4.82%	3.79%	4.45%	3.56%	2.95%	4.65%	5.01%	4.22%
商业贸易	3.91%	3.78%	2.11%	1.59%	1.72%	1.92%	1.64%	1.09%	0.92%	1.04%	1.10%
公用事业	1.59%	2.34%	2.51%	2.51%	3.62%	3.53%	3.21%	2.96%	1.95%	0.45%	0.43%
家用电器	1.56%	3.78%	3.86%	5.59%	4.34%	3.76%	5.28%	9.00%	9.48%	9.01%	8.17%
TMT	3.58%	4.09%	2.77%	8.12%	8.17%	15.78%	14.39%	14.79%	14.52%	10.50%	11.16%
电子	1.05%	1.03%	1.97%	3.90%	3.50%	5.27%	5.57%	9.44%	11.63%	10.49%	9.76%
钢铁	0.76%	0.41%	0.40%	0.32%	0.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	2.25%	1.74%
农林牧渔	0.72%	1.72%	1.55%	2.22%	1.34%	1.72%	1.22%	3.14%	4.47%	3.62%	3.44%
纺织服装	0.71%	1.15%	0.39%	0.47%	0.38%	0.90%	1.17%	0.86%	0.44%	0.08%	0.08%
交通运输	0.68%	0.98%	2.25%	1.82%	1.09%	0.96%	1.04%	1.06%	1.06%	1.02%	1.04%
轻工制造	0.67%	0.56%	0.36%	1.03%	0.68%	0.71%	1.02%	1.12%	1.22%	1.12%	1.18%
综合	0.61%	0.53%	0.64%	0.67%	0.56%	0.47%	0.68%	0.39%	0.23%	0.43%	0.43%
休闲服务	0.36%	0.56%	0.15%	0.41%	0.28%	0.31%	0.35%	0.32%	0.67%	1.73%	1.82%

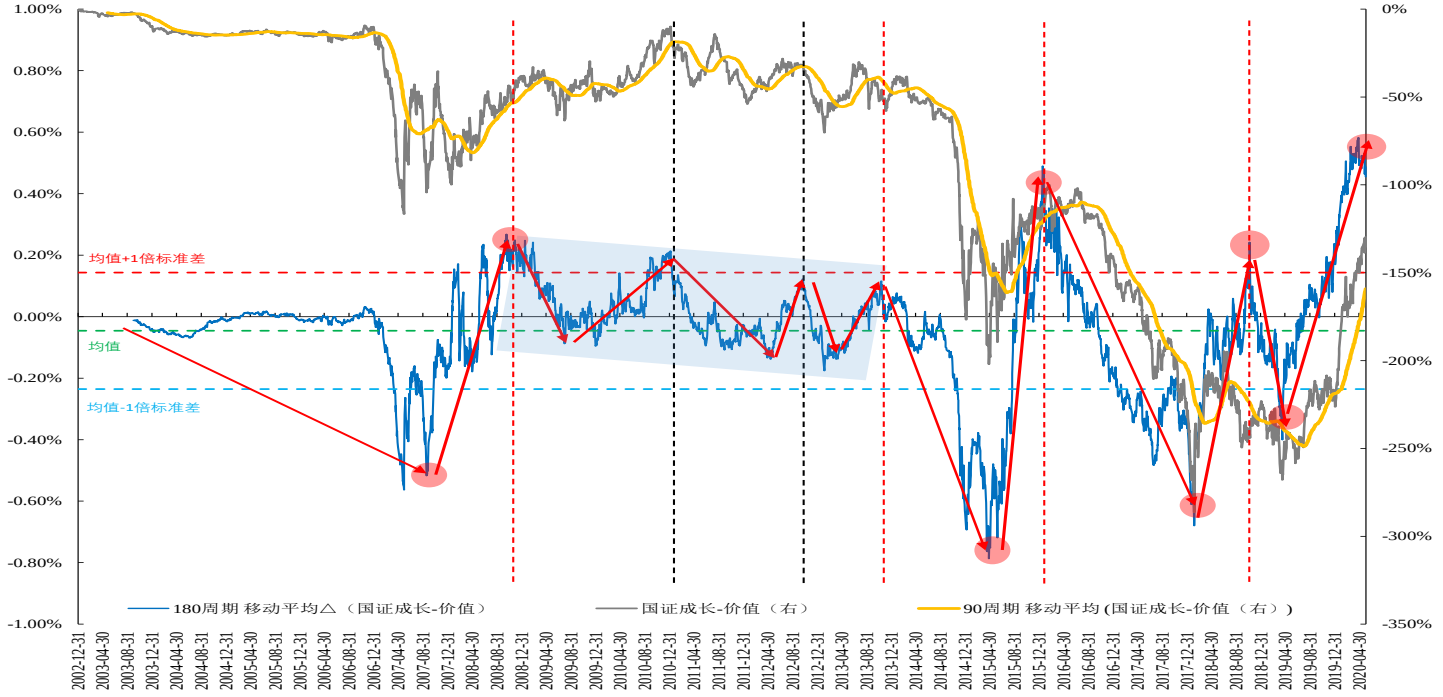
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 风格切换的几个大周期

但我们同样发现，在考虑了这种趋势变迁后的国证指数，反而更清晰地刻画出了风格切换的周期。我们认为背后隐含的可能是金融学中永恒的“均值反转”定理，当我们为“成长性”付出太高或者太低代价时，**估值的分布可能就存在大幅变迁的可能。**

当下借鉴意义看，历史上风格切换从成长转向价值风格的时间点为：**2009年2月下旬、2011年1月初、2012年10月中旬、2013年11月中旬、2016年2月以及2018年11月初。**

图61：价值与成长的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

风格切换的核心驱动力

股票永远是对未来增长的定价，所谓价值与成长的风格切换，其实就是对于增长定价的再平衡。一般而言成长相对于价值的永续增长率g的优势能够解释大部分的风格切换，但无风险利率的预期与风险偏好的大幅变化也同样重要。

$$\frac{1}{PE} - r_f + g = Riskpremium$$

如上述对于风险溢价的计算公式所示，等式两边任何一个因素的变化，如利率的大幅上行、风险偏好的下降或者行业永续增长率的变化，都会带来等式中其他因素相应的变化。由于不同板块在估值水平上的不一致，这种关系变化的斜率是不同的：比如当等式右边的风险溢价大幅上行，说明投资者的风险偏好恶化，此时由于成长相对于价值而言具有更高的估值，**因此在估值、无风险利率保持不变的情形下，这就要求成长相对于价值的永续增长率g要比原来的更高；如果g没有发生变化，则此时成长的估值就要相应下降，即估值承压。**

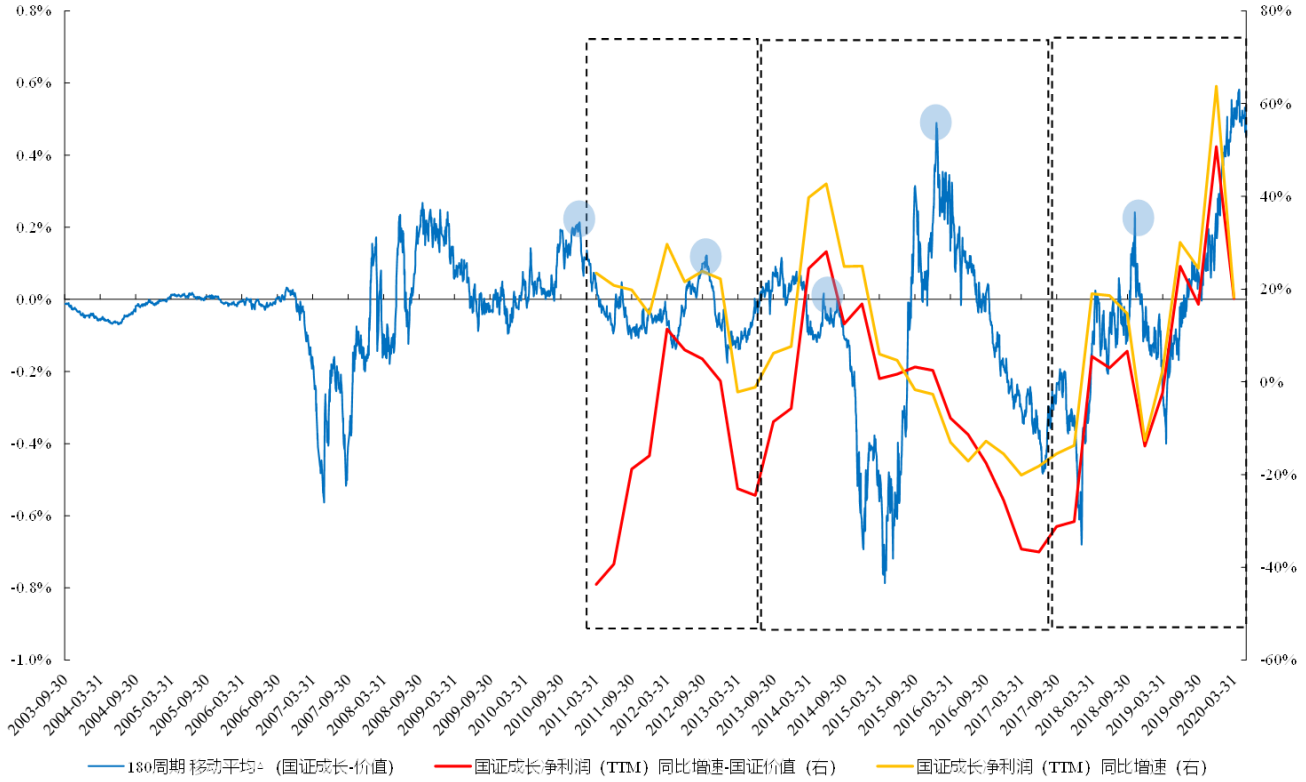
其次，从实际角度出发，**一般而言成长相对于价值的永续增长率g的优势（反映为盈利预期较高）能够解释大部分的风格切换**，但由于有时候促使风格切换的核心驱动力可能来自于估值驱动，比如若永续增长率g保持不变，则：在流动性宽松下，无风险利率大幅下行，估值驱动可能是贡献成长风格的主要力量；或者流动性收紧，无风险利率大幅上行，风险偏好恶化带来的估值下行可能使得风格切换。

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 风格切换的核心驱动力之一：盈利增速相对优势

从盈利增速的相对优势来看，**往往国证成长与国证价值的盈利增速之差领先于成长向价值风格的切换**，即当盈利增速之差出现下行趋势时，风格开始由成长转向价值。

图62：国证成长与国证价值的盈利增速之差领先于成长向价值风格的切换



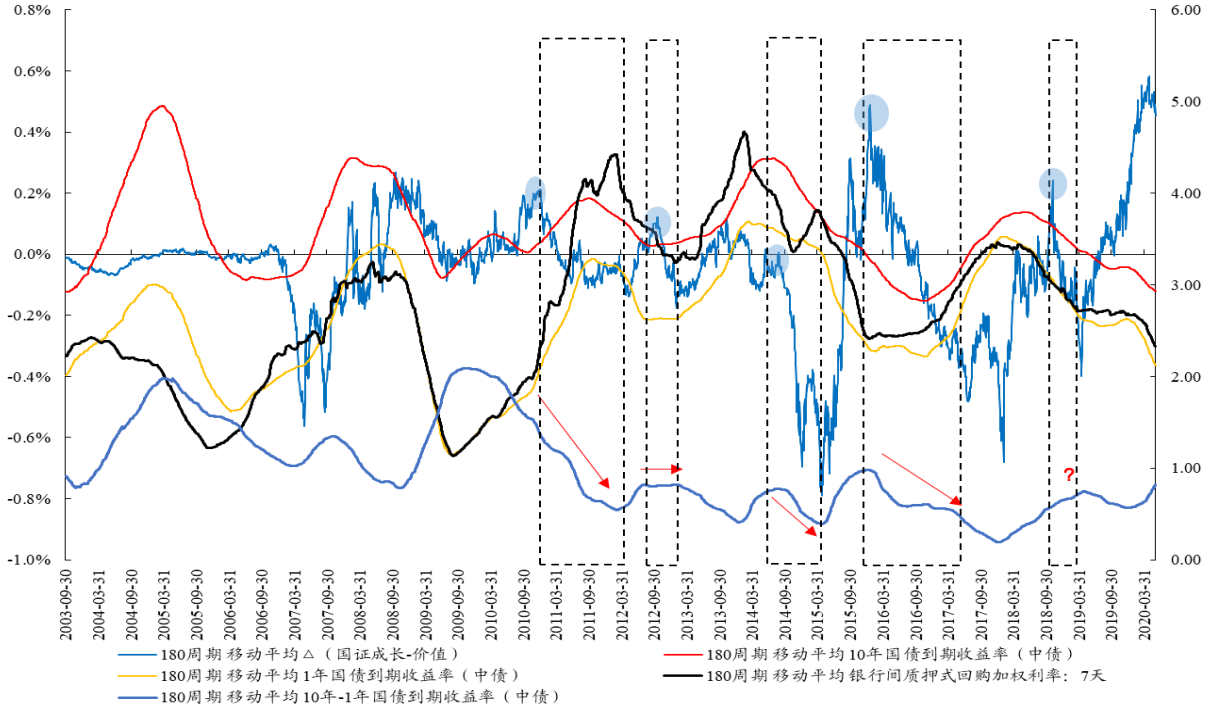
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 风格切换的核心驱动力之二：无风险利率

从无风险利率的角度，我们可以看到：**往往在国债期限利差收敛时成长风格向价值风格切换。**

图63：国债期限利差收敛时成长风格向价值风格切换。

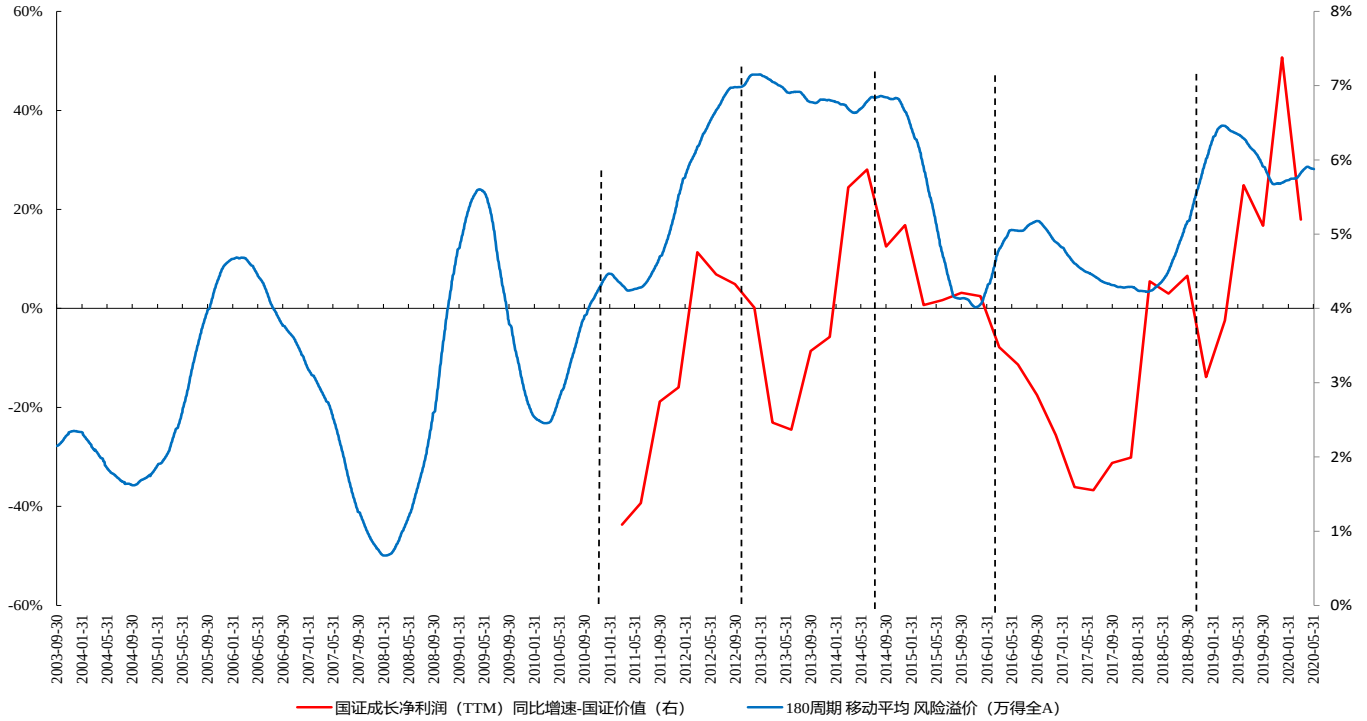


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 风格切换的核心驱动力之三：风险溢价

从风险溢价的角度看，**历史上五次从成长切换到价值时均处于风险溢价上行或者阶段性顶部的时期。**风格切换往往是因为盈利相对优势不再而此时风险溢价又在上行，因此投资者将会改变此前对于“确定性板块”预期，**所谓的确定性如果得不到验证，则极有可能发生风格切换。**

图64：历史上五次从成长切换到价值时均处于风险溢价上行或者阶段性顶部的时期。



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 当前风格切换的势能正在累积：从成长到价值

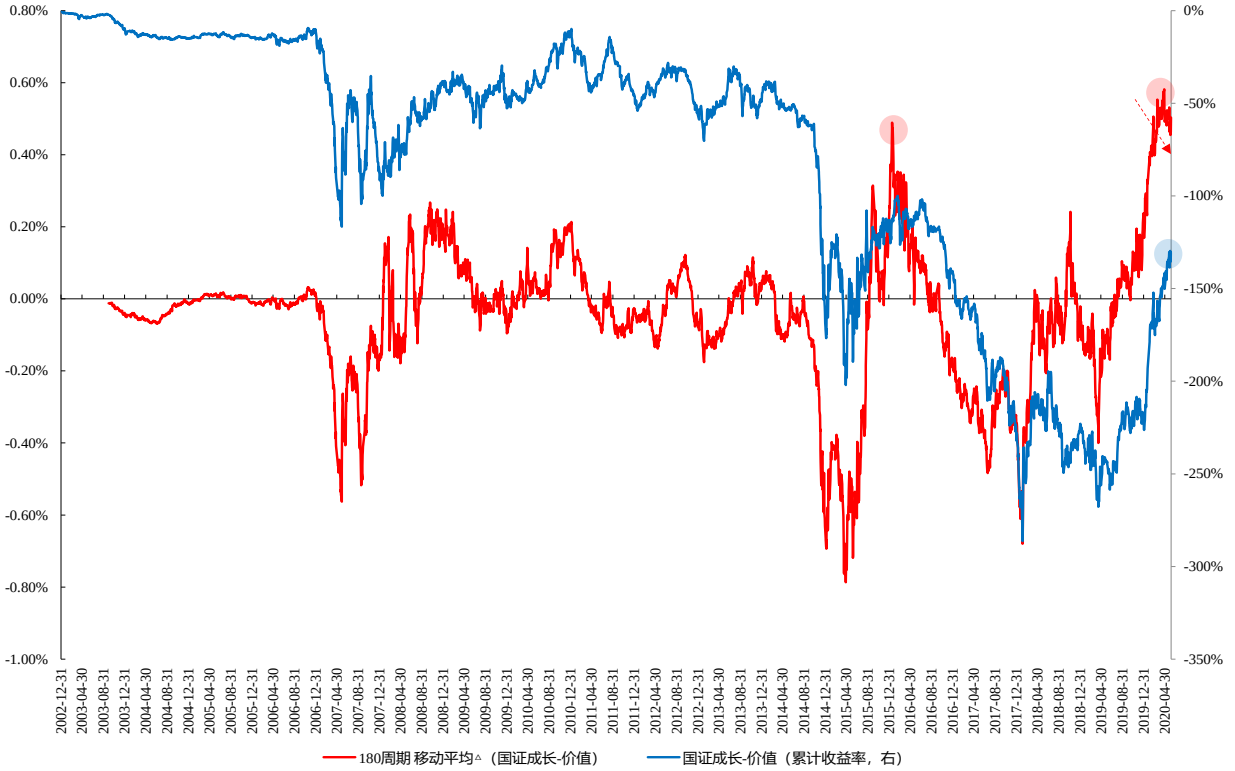
对比历史来看，这一次的成长风格的演绎已经超越了2015年，这时候我们需要提醒投资者注意的是，**从核心驱动力来看成长风格出现切换的可能在逐步增大**：

（1）从最核心的盈利相对优势来看，2020年Q1成长相对于价值的盈利增速差已经**见顶回落**。

（2）从无风险利率的角度上看，从5月下旬以来**国债期限利差已经开始收窄**。

（3）除此之外，**对于成长风格的累计收益率之差的边际贡献在近期有所回落**。

图65：从核心驱动力来看成长风格出现切换的可能在逐步增大：



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 站在当下，风格切换开启：从成长到价值

过去两个月美股、A股的反弹背后均是流动性宽松带来的估值修复，而随着社融-M2增速差开始向上，**资金脱虚入实节奏加快，流动性不再边际宽松，估值修复步入尾声。**

抱团确定性松动的背后，其实是经济复苏预期下更为全面的反弹，在海外风险扰动仍在、市场的风险偏好短期内可能很难出现明显提升的情况下，**参考历史上不确定性存在时投资者偏好可验证的确定性，M1-M2剪刀差向上拐点的确认有利于价值板块。**

图66：历史上脱虚入实的初期阶段，市场估值有下行压力

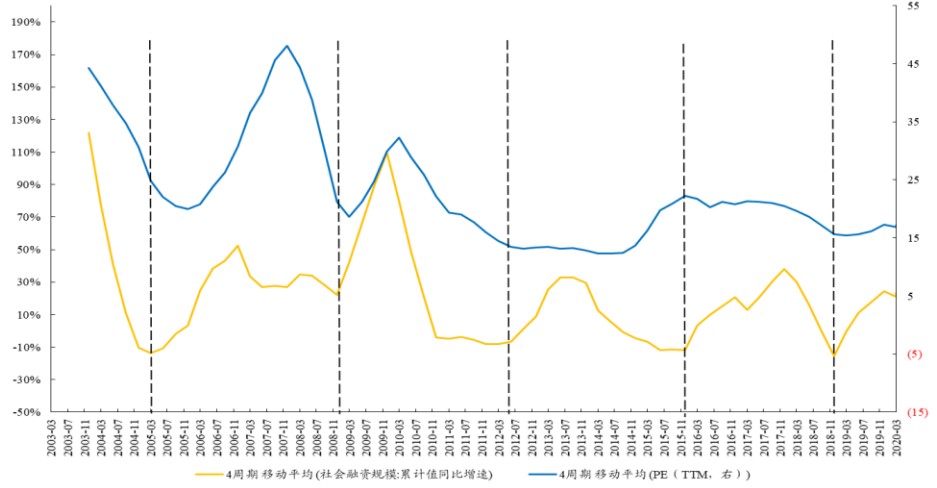
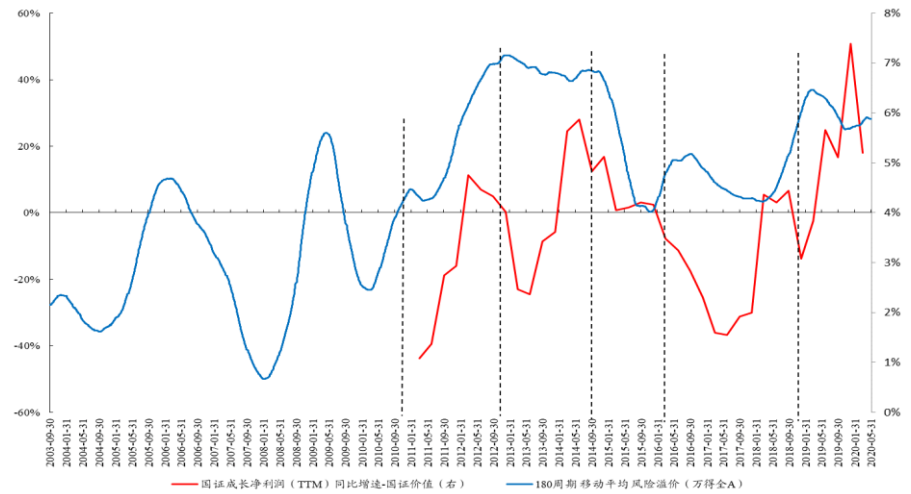


图67：风格切换往往发生在风险溢价上行阶段确定性得不到验证之时



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

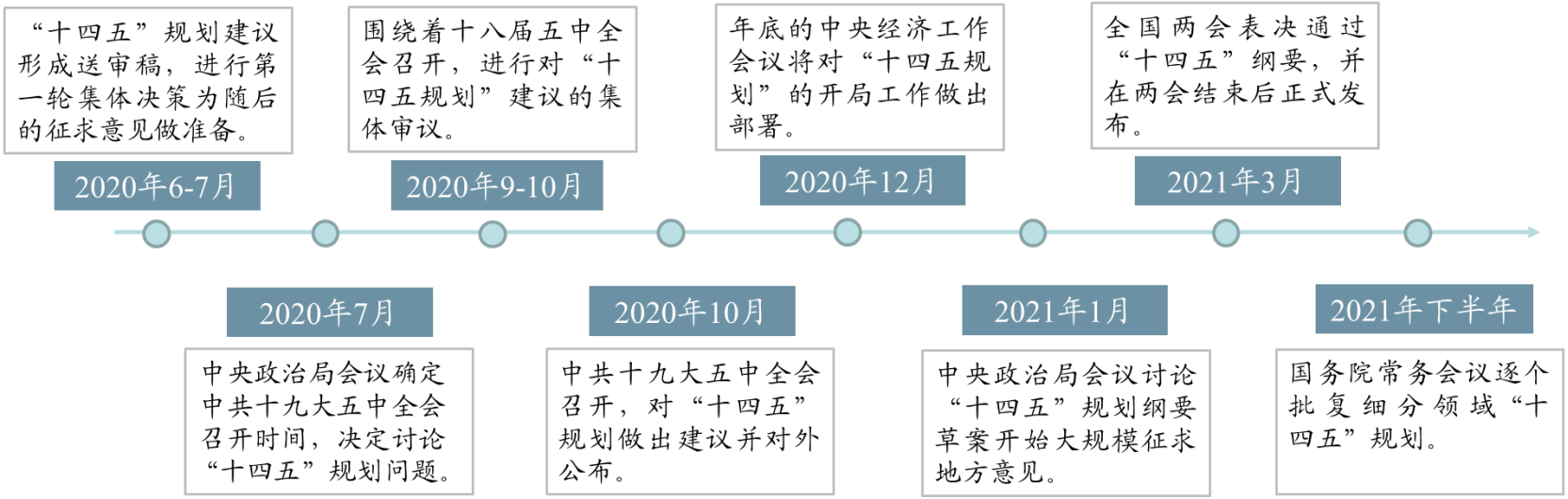
4.3 从风格切换思路下的行业配置

价值回归的时点已经在无限接近。在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、工程机械**；第二，顺周期性消费，**家电、汽车、航空**；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第四，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银。**成长股的长期优势无疑和它的名字本身一样：战略价值毋庸置疑，但是我们坚持认为，当经济短周期复苏动能减弱+无风险收益率预期稳定+改革要素进一步释放这三大条件逐步形成后，才是成长板块弹性最大的阶段。

5.1 政策节奏：“十四五”规划是重中之重

2020年是“十四五”规划的制订之年，按照“十二五”、“十三五”政策节奏来看，目前“十四五”规划送审稿已经形成，**6月开始即将进入政策的“吹风预热期”，后续越来越密集的政策信号将会释放。**

图68：“十四五”规划编制节奏



资料来源：人民日报、开源证券研究所

5.1 政策节奏：“十四五”规划是重中之重

从历史规律看，10月的《建议》和2月的《纲要》出台前后，A股市场反应较为显著，虽然十一五、十二五规划并非当时行情走势的主要影响因素，我们难以从历史走势中得出明确结论。

但在当前背景下我们判断十四五规划的政策进程对行情的正向影响可能会增大，其中一个主要原因是：当前经济的弱复苏可能加速，最终体现为从环比到同比向上的转变，十四五政策可能作为短期增长的新引擎，逐步改善市场环境，带动风险偏好的回升。

图69：十二五《建议》与《纲要》发布前后行情走势



图70：十三五《建议》与《纲要》发布前后行情走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 政策节奏：“十四五”规划是重中之重

从五年规划的目录看，**创新、科技和制度体系建设的重要性极高**，十四五规划也将大概率维持这种趋势。

表4：近三次五年规划目录出现明显变化

十一五规划	十二五规划	十三五规划
指导原则和发展目标	开创科学发展新局面	指导思想、主要目标和发展理念
建设社会主义新农村	加快社会主义新农村建设	实施创新驱动发展战略 ↑ 顺位提升
推进工业结构优化升级	提高产业核心竞争力	构建发展新体系 ↑ 顺位提升
加快发展服务业	推动服务业大发展	推进农业现代化
促进区域协调发展	促进区域协调发展和城镇化健康发展	优化现代产业体系
建设资源节约型、环境友好型社会	建设资源节约型、环境友好型社会	拓展网络经济空间
实施科教兴国战略和人才强国战略	实施科教兴国战略和人才强国战略	构建现代基础设施网络
深化体制改革	建立健全基本公共服务体系	推进新型城镇化
实施护理共赢的开放战略	加强和创新社会管理	推动区域协调发展
推进社会主义和谐社会建设	推动文化大发展大繁荣	加快改善生态环境
加强社会主义民主政治建设	完善社会主义市场经济体制	构建全方位开放新格局
加强国防和军队建设	提高对外开放水平	全力实施脱贫攻坚
建立健全规划实施机制	推进社会主义政治文明建设	提升全民教育和健康水平
	加强国防和军队现代化建设	全面推进国防和军队建设

→ 需要创新和科技驱动

资料来源：新华社、开源证券研究所

5.1 政策节奏：“十四五”规划是重中之重

五年规划对于产业的支持往往是一个中长期的进程，不同于过去的是，目前复杂的外部环境和美国对于中国科技的技术封锁要求了技术短期内的快速进步，“十四五”规划可能成为技术进步的关键催化剂，同时新一轮的国家中长期科技发展规划正在编制之中，有望在2021年正式公布实施，这也意味着对于科技更大力度的投资与支持，科技板块中长期的国产替代进程有望提质加速。**由于科技的研发与突破有一定的时滞性，我们认为短期内，内需科技尤其是有较强政府需求的科技板块将受益明显。**

表5：美国对中国的技术封锁在加剧

时间	美国对中国的技术封锁
2019年5月	华为及其68家子公司被列入实体清单
2019年6月	中科曙光等5家企业和单位列入实体清单
2019年8月	46家华为子公司被列入实体清单
2019年10月	海康威视等28家企业被列入实体清单
2020年5月	针对华为的管制升级
2020年5月	33家企业和单位被列入实体清单

美国对中国的科技封锁从频率和力度上都将加剧。

KYSEC

资料来源：新华社、开源证券研究所

5.2 要素市场化：与城市群联动，提供中长期增长的动力

2020年4月9日，《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》出台，对**土地、劳动力、资本、技术、数据**5个生产要素的市场化配置改革提出纲领性的建议。我们认为土地和劳动力要素改革被列为前二位置，其对于中国经济中长期增长将贡献明显。

图71：要素市场化改革方向



KYSEC

资料来源：中国政府网站、开源证券研究所

5.2 要素市场化：与城市群联动，提供中长期增长的动力

我们认为土地要素改革的**最关键内容**分为三点：1.用地指标的审批权放到省级政府；2.建立健全城乡统一的建设用地市场；3.推出补充耕地指标跨区域的交易机制。

根据中国国际经济交流中心预测，土地要素改革将在未来数十年持续释放几十万亿级别的红利，我们认为土地要素改革表明了国家扶持城市群发展的力度，其带来的是总量上的红利，而投资机会更多体现在城市群发展中。

图72：土地要素改革的核心要点

核心内容	主要目的及作用	可能存在的机会
用地指标审批权下放省级政府	1.优化土地资源配置，但并不会导致大规模建设用地新增。 2.提高了土地审批效率，加速产业项目落地，促进试点省市基建建设。 3.促进城市分化，格局重塑	**审批权上：**下放的这八个试点省市，都和**我国最大的城市群紧密相关**。 **土地市场上：**建设用地市场的建设推进了产业和消费升级，进一步释放农村土地红利。 **耕地指标上：**东部建设用地紧缺现象缓解，进一步推进城镇化进程，同时为西部产业发展注入新资金。 我们认为：这在一定程度上表明国家扶持中心城市和城市群发展的力度，不再是追求城市平均化发展。土地改革带来了总量上的红利释放，、投资机会更多的表现在城市群建设中。
建立健全城乡统一的建设用地市场	1.农村里有大量的法外建设用地可以被征用。 2.集体建设用地获得融资功能极大提高了集体建设用地产出水平和农民的财产性收益。 3.纳入到城乡规划，提高了集体建设用地的总体经济效益。	
推出补充耕地指标跨区域的交易机制	1.解决东部经济发达地区建设用地指标紧缺问题 2.借助东部土地需求为西部提供跨省耕地补充资金，为西部脱贫攻坚和乡村振兴筹集了更多的资金。	

资料来源：中国政府网站、开源证券研究所

5.2 要素市场化：与城市群联动，提供中长期增长的动力

劳动力上，近年来我国老龄化加速，劳动供需缺口扩大，人口数量红利正逐渐消失，包括制度红利和人才红利的新人口红利正逐渐形成。深化户籍制度改革，畅通落户渠道，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认，这是继2014年户籍改革政策的又一深化，进一步放开户籍限制，将为市场提供大量的新增劳动力，在中长期将有望带动城镇尤其是城市群消费提升，拉动一二线的地产刚需。

另外在人口方面，我们注意到此次两会有包括辽宁省副省长、贵州省人大主任在内的多位**部级代表均提出了放开计划生育的相关提案**。我们认为，计划生育政策有可能会在“十四五”规划中进一步松动，并可能在人口净流出地区率先试行，新增人口的回暖将为我国经济的中长期增长注入新的活力，短期内可能直接推动母婴产业需求。

图73：户籍制度改革空间仍然较大

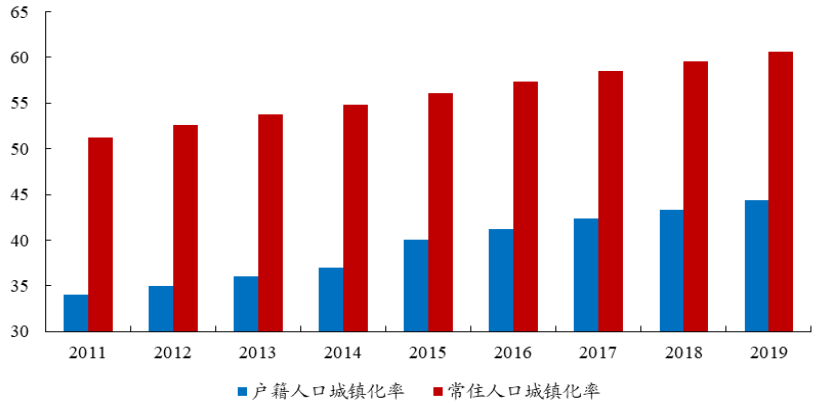
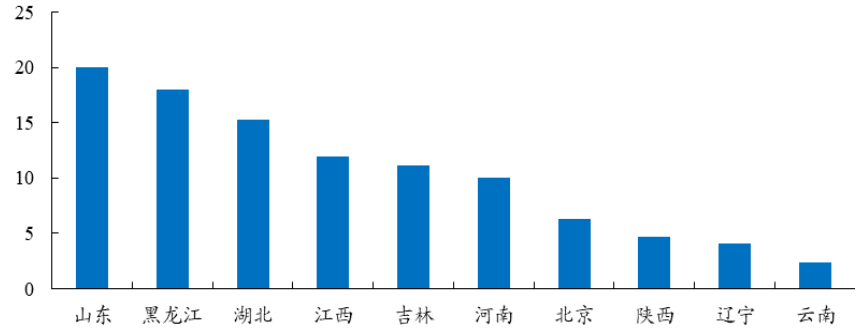


图74：2019年人口净流出最多的省份（万人）



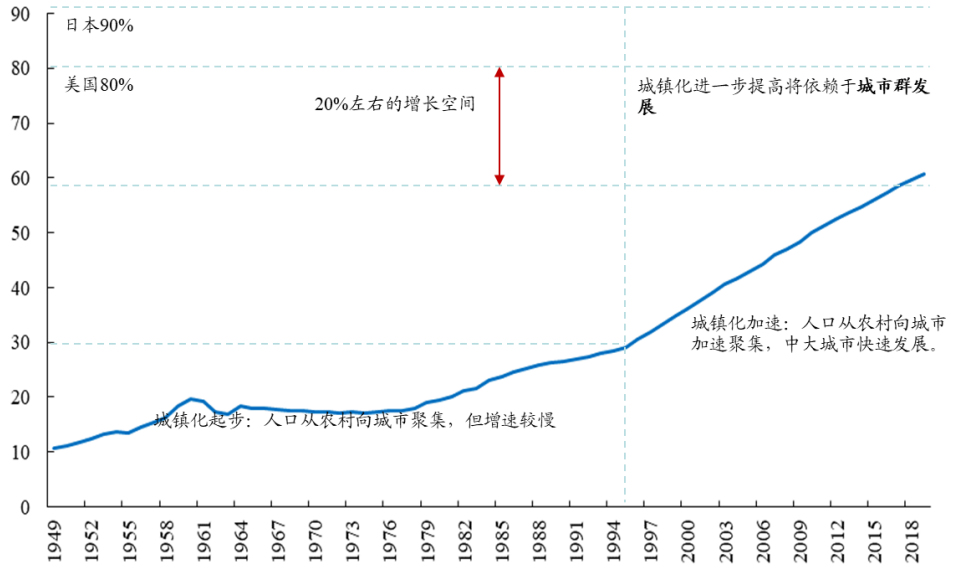
KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 区域政策：城市群带动全面城镇化

2019年中国城镇化率正式突破60%，农村人口不断向主要城市群流入，但目前的城镇化率距离发达国家仍有较大上升空间。城镇化率的提升将带来大量消费提质扩容机会，催生基础设施建设需求，同时劳动力的聚集也将为产业注入发展新动能。**此次政府工作报告将城市群建设放置在扩大内需战略章节，体现出以城市群带动新型城镇化发展，是扩大内需战略的最大推动力，城市群建设的重要性不言而喻。**

图75：户籍城镇化率距离发达国家还有较大提升空间



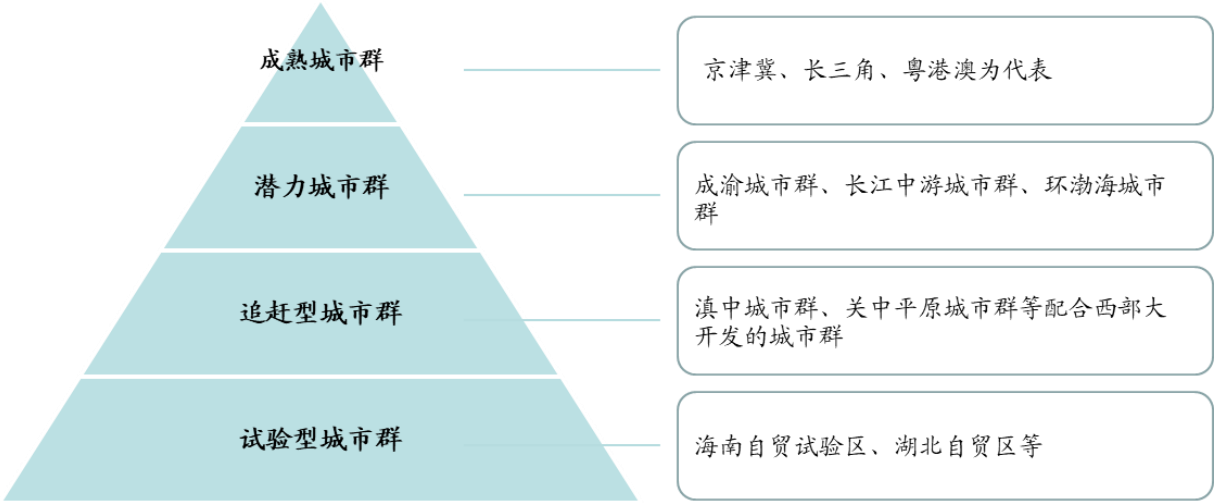
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 区域政策：城市群带动全面城镇化

我国现有城市群可分为四类：1.已经相当成熟的世界级城市群；2.拉动区域性增长的潜力城市群；3.削弱区域落差的追赶城市群；4.全面开放的试验型城市群。对于不同的城市群，有不同的针对性的发展重点与投资机遇。

我们认为，京津冀、长三角、粤港澳三大成熟城市群传统基础设施已经相对完备，同时有雄厚的贸易、金融基础，将成为新基建的主要布局区域；以成渝城市群、长江中游城市群为代表的潜力城市群作为连接东西的通道,有望配合西部大开发战略，通过**以交通为主的基础设施建设**打通陆海通道，承接更多产业转移需求。同时由于年内多次提到潜力城市群建设，新一轮政策支持有望加速推出，有可能形成成渝、海南等区域性投资机会。

图76：我国现有城市群可分为四大类



资料来源：开源证券研究所

5.3 区域政策：城市群带动全面城镇化

城市群		重要文件	贸易	金融	旧基建	新基建	产业机遇
成熟	京津冀	京津冀协同发展规划纲要（2015）	推进京津冀自由贸易港建设。	围绕绿色金融、金融科技、互联网金融、融资租赁等领域。	围绕雄安新区加快基础设施和公共服务等项目建设	新型基础设施建设的主要布局阵地。	以新一代信息技术5G及其应用为代表的新型基础设施建设。 新能源及环保产业金融业。
	长三角	长江三角洲区域一体化发展规划纲要（2019）	打造高水平开放平台，区位优势推动对外贸易，自贸区引领升级转型。	在现有基础上，强化金融区域联动发展，扩大开放力度。	集中在交通基础设施领域	上海率先瞄准高精尖制造业以及高附加值服务业项目。 浙江立足于数字经济。 江苏转型战略新兴产业.	
	粤港澳	粤港澳大湾区发展规划纲要（2019）	落实内地与香港、澳门CEPA系列协议。推进投资便利化、贸易自由化	港澳居民可以通过粤港澳内地银行购买内地银行理财产品。支持内地非银金融机构与港澳地区开展跨境业务。	集中在交通基础设施领域	大力发展战略性新兴产业，在未来通信高端器件、高性能医疗器械等领域创建制造业创新中心。	
潜力	成渝	成渝城市群发展规划（2016）	西部优势产业与国际产能合作，对接其他城市群。	重庆成都共同打造西部金融中心。	交通是主要城市群中较为落后的，交通和水利项目是重点。	偏重计算机、国防军工、特高压等领域。	疫情后产业恢复与减税等扶持。 芯片、新能源车等新型基础设施相关产业。 交通、水利为主的重大旧基建投资。
	长江中游	长江中游城市群发展规划（2015）	湖北自由贸易区建设提速，建设武汉跨境电子商务综合试验区，并建立武汉、襄阳、宜昌开展跨境电商零售进口试点。	鼓励全国性证券期货交易所和证券期货交易机构参与区域性要素市场建设。	交通运输网络和水利、能源是产业支柱和发展重点。	高端装备制造、新能源汽车等战略性新兴产业的供应链体系	
	环渤海	发改委规划司徐林近期发文提及（唯一没有发展规划的城市群）	环渤海城市群经济总量达到18.7万亿元，占全国的21%，值得在“十四五”时期作为国家战略，结合东北亚自由贸易区建设实施深度对外开放，将是缩小国内南北发展差距最值得发力并取得成功的地区，具有缩小区域差距和南北差距的全局性战略意义。				
追赶	西部	新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见（2020）	建设“一带一路”、沿边、内陆多层次开放平台主要包括西部优势产业与国际产能合作，对接其他城市群。	IPO、新三板挂牌、发行债券、并购重组等适用绿色通道政策。 提高直接融资比例。	川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西成铁路物流枢纽、航空口岸、水源治理工程等重大工程建设。	西部地区在特色优势领域优先布局建设国家级创新平台和大科学装置。	以交通、水利为核心传统基建为主，新基建为辅。
实验型	海南	海南自由贸易港建设总体方案（2020）	对部分进口商品，免征进口关税，进口环节增值税和消费税。 实施跨境服务贸易负面清单，给予境外服务提供者国民待遇	便利跨境贸易投资资金流动，提高货币兑换、投融资便利性。 加快住房租赁、REITS等金融改革创新。 扩大金融业对内对外开放，建设能源、航运、产权、股权交易场所。	加强内地与自贸港间运输、通关等相关基础设施建设、如港口、机场等。	聚焦发展信息产业； 布局重大科技基础设施和平台 建设全球热带农业中心。	旅游业、服务业、交通等基建将受益于对外开发进程的推进。

资料来源：国家发改委网站、中国政府网站、开源证券研究所

风险提示

风险提示：疫情反复，经济复苏不及预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、 C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金茂大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券