2020 年下半年 A 股投顾策略

2020 年 06 月 14 日

疫情后遗症将使 A 股步履蹒跚

——2020 年下半年 A 股投顾策略

核心观点：

●上半年疫情迫使全球经济下行，预计下半年仅部分经济体实现缓慢恢复。对于中国本身处在中美经贸战中的经济环境更是雪上加霜。为了应对疫情冲击，国内推出一揽子总刺激政策，全面落实“六保”任务。

●中国在逆周期政策加码实施、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的背景下，随着整个疫情高峰期过去以及海外经济体复工的逐渐推进，经济增长将逐步进入数据修复阶段。

●就 A 股市场而言，预计 2020 年下半年指数波动区间略有收窄，上证 3030 点是市场强弱的分水岭，下半年若能有效突破此位置则有望形成趋势性走势，否则股指仍将步履蹒跚。下半年上证指数运行区间上限 3400 点附近，下限 2600 点附近。

●2020 年下半年 A 股行业投资机会：国企改革、农林牧渔、食品饮料、新能源汽车

●2020 年下半年 A 股主题投资机会:新基建、西部大开发、创新医药医疗

华龙证券研究部

电话：0931-4890003
传真：0931-4890003
邮箱：lish@hlzq.com

主编：徐志雄

执业证书编号：S0230610120074

责任编辑：

李斌
执业证书编号：S0230613070001
姚浩然
执业证书编号：S0230612070002
姬志麒
执业证书编号：S0230615040003

编辑：

孟亚新
执业证书编号：S0230616090001
马应德
执业证书编号：S0230615110002
朱金金
执业证书编号：S0230618070002
吴媛
执业证书编号：S0230615120002

校对：

张馨月
执业证书编号：S0230611120007
于臻
执业证书编号：S0230618090004

目录

一、2020 年上半年 A 股市场回顾.....1
（一）全球经济衰退迹象显现.....1
（二）疫情影响下的国内经济运行情况.....2
1、一季度经济数据遭遇滑铁卢.....2
2、流动性情况.....3
（三）2020 年上半年 A 股市场运行特征.....4
1、国务院、证监会、央行等管理层的政策.....4
2、上半年三大指数走势回顾.....6
3、突出性行业分析.....6
（四）风险偏好.....9
1、两融余额.....9
2、北上资金流入情况.....10
3、限售股解禁.....11
（五） 新三板运行情况.....12
（六）科创板运行情况.....13
1、 估值分析.....13
2、资金结构.....14
二、2020 年下半年 A 股市场行情展望.....16
（一） 宏观经济.....16
1、疫情加剧国外经济危机.....17
2、疫情加速中国经济分化.....19

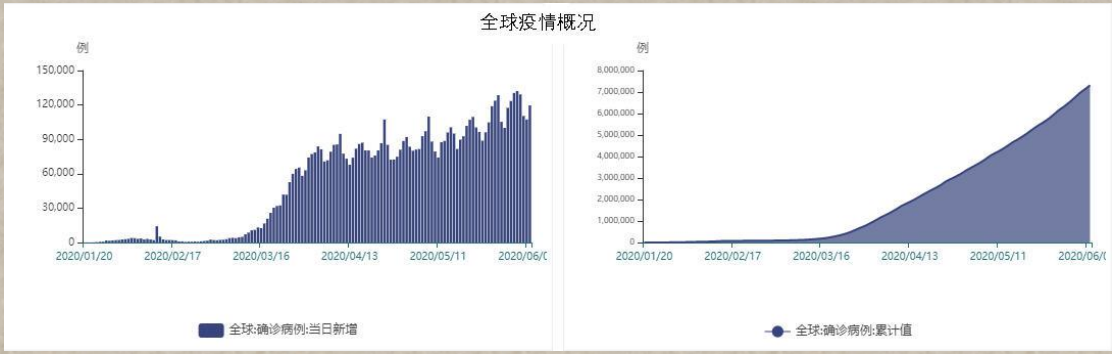
（二）中美对峙分析.....26
（三）2020 年下半年 A 股市场走势研判.....29
1、温故而知新.....29
2、凡事预则立不预则废.....30
（四）2020 年下半年 A 股行业投资机会.....32
1、国企改革.....32
2、农林牧渔.....33
3、食品饮料.....33
4、新能源汽车.....34
（五）2020 年下半年 A 股主题投资机会.....35
1、新基建有望成为拉动经济增长的新引擎.....35
2、西部大开发战略是实现中国梦的必经之路.....37
3、疫情促使生物医药、医疗器械开启新蓝图.....38
（六）风险提示.....39
结语.....40

一、2020 年上半年 A 股市场回顾

（一）全球经济衰退迹象显现

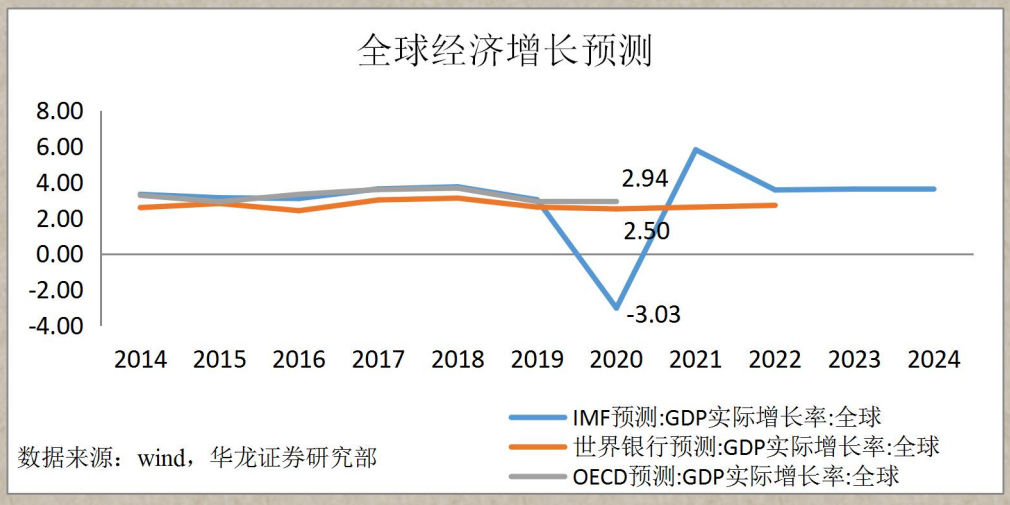
2020 年上半年，一场突如其来的疫情席卷全球，世界各国经济均趋于疲软。截至北京时间 6 月 10 日 6 时，全球新冠肺炎累计确诊病例超过 720 万例，累计死亡病例超过 41 万例。

图 1：全球疫情情况



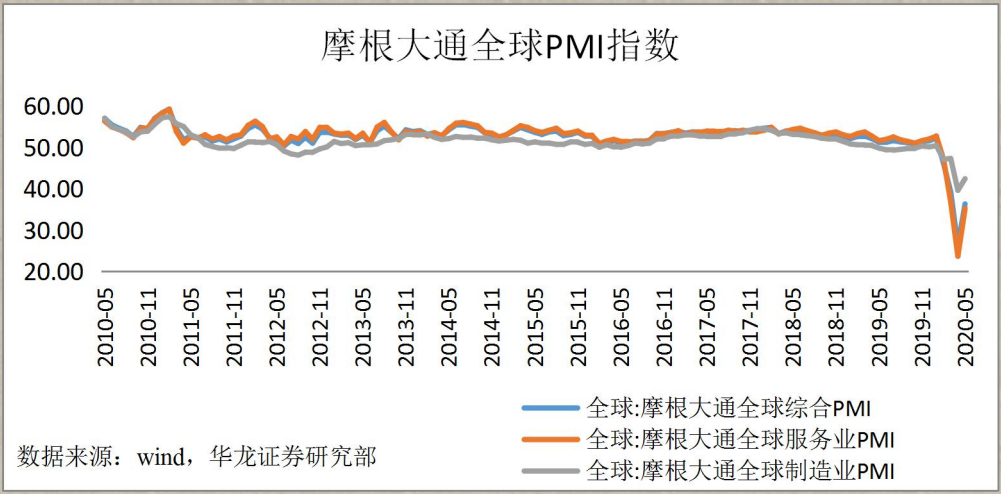
疫情对全球经济造成严重冲击，产业链、供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，失业人数大幅增长。二季度主要发达经济体的经济将遭受比较大的冲击，经济收缩幅度很可能超过 2008 年全球金融危机甚至上世纪的大萧条。

图 2：全球经济增长预测



疫情负面效应逐步显现，全球制造业面临危机，制造业 PMI 和服务业 PMI 指数较大幅度下滑并位于荣枯线之下，国际组织接连下调增长预期，全球经济增速大幅放缓。

图 3：摩根大通全球 PMI 指数



（二）疫情影响下的国内经济运行情况

我国疫情爆发时间较早，采取措施也较早。当然，疫情的控制、人民的健康是伴随着牺牲了经济的发展速度。一季度我国经济受疫情困扰，供应链、需求因素使得出口明显低于趋势。

1、一季度经济数据遭遇滑铁卢

投资端：全国各省市加码固定资产投资，基建投资尤其是“新基建”被视作经济稳定器；

消费端：电影、旅游、住宿餐饮以及汽车销售等降幅尤其明显；

图 4：固定资产投资

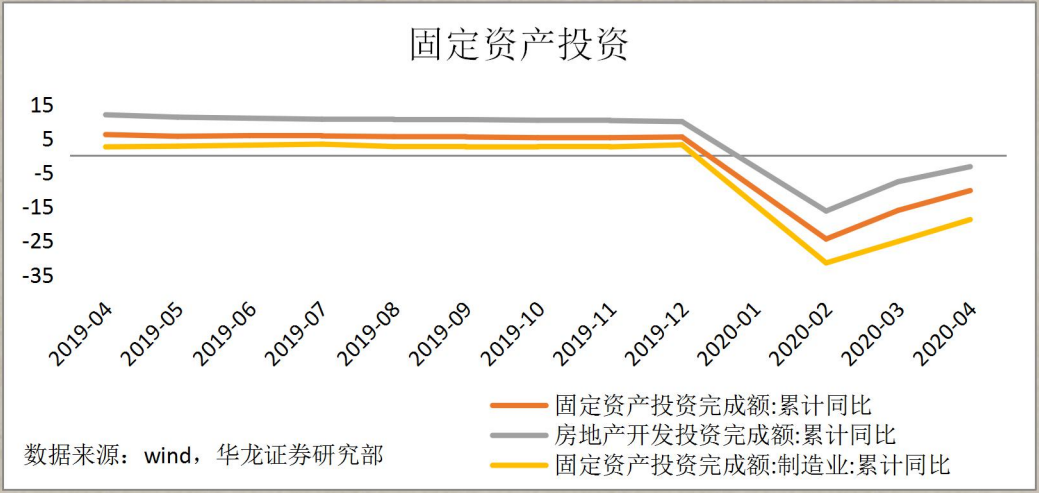
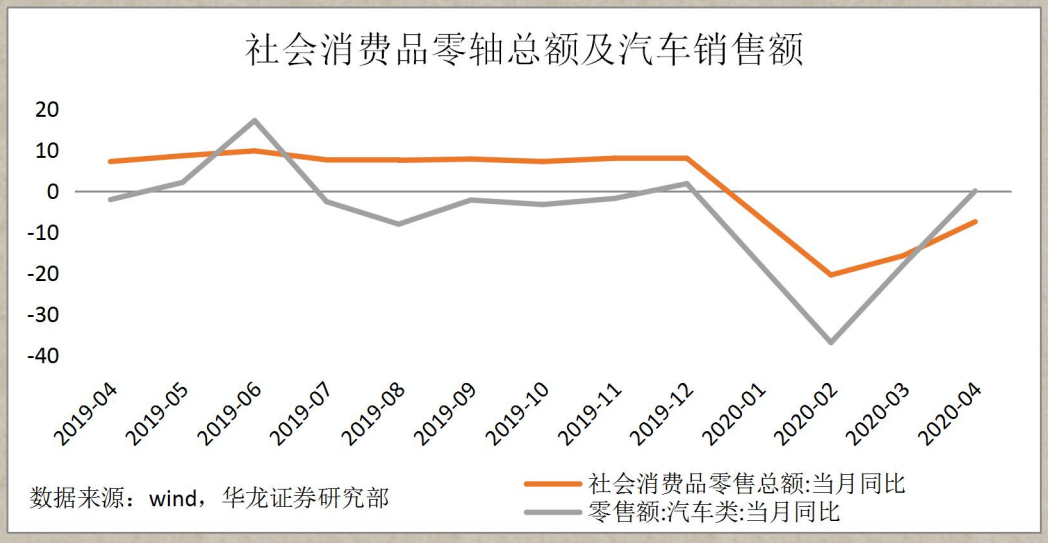
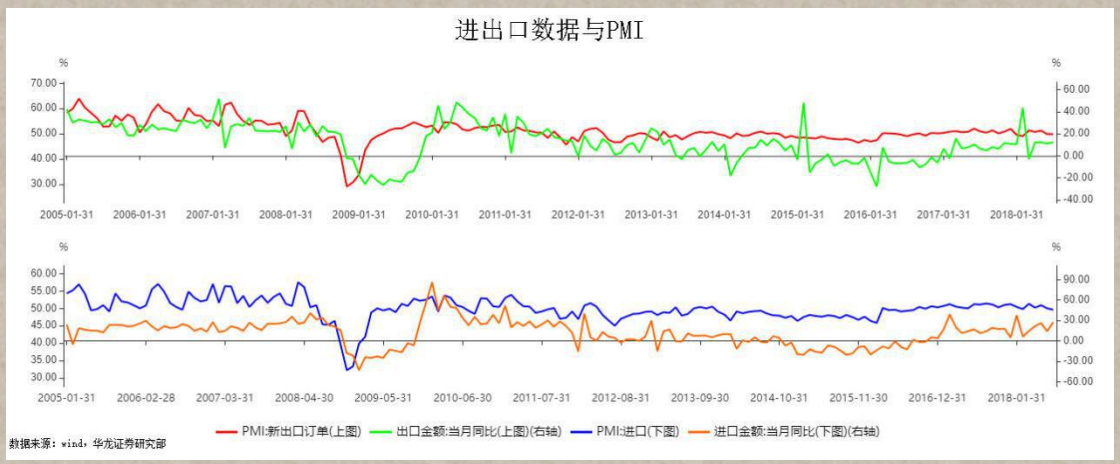


图 5：社会消费品零轴总额及汽车销售额



进出口端：1-4 月进出口数据罕见负增长，仅 4 月数据同比转正，增长 3.5%。数据表明，中国进出口规模显著下滑。

图 6：进出口数据与 PMI



2、流动性情况

年初在疫情冲击下，央行通过公开市场操作、降准、再贷款等货币政策工具投放大量流动性，为抗疫提供流动性支持。

图 7：央行通过公开市场进行货币净投放

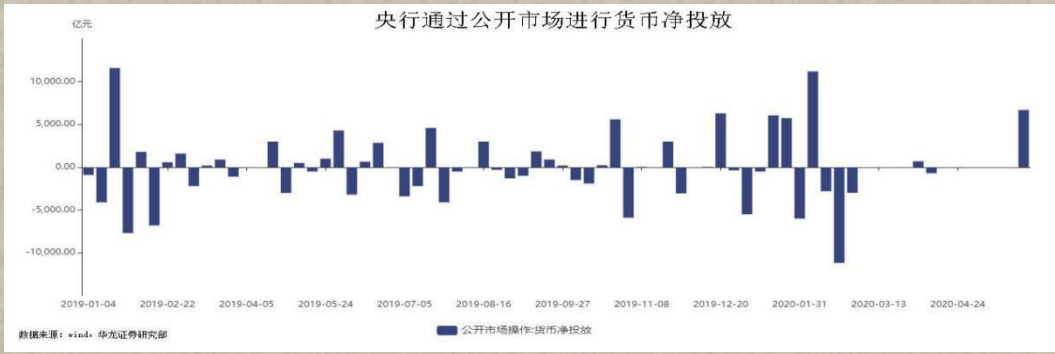
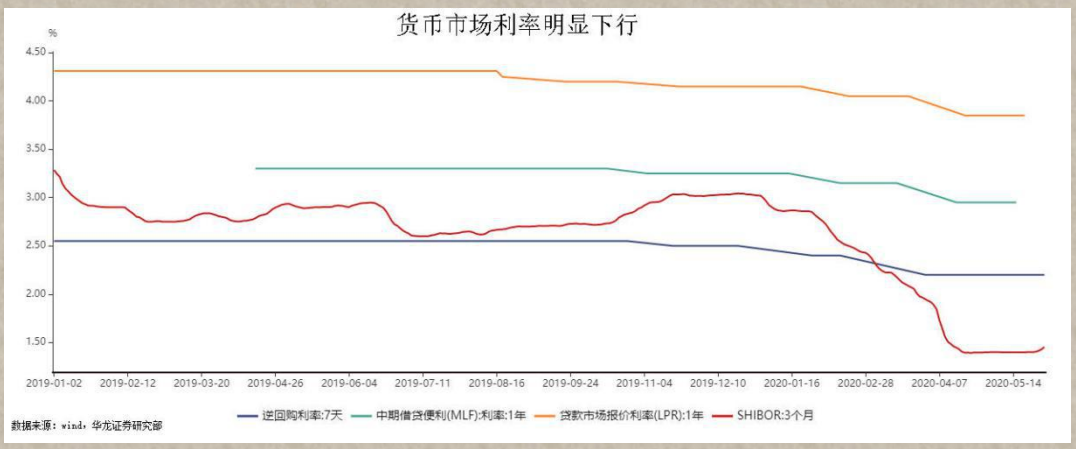


图 8：货币市场利率明显下行



（三）2020 年上半年 A 股市场运行特征

1、国务院、证监会、央行等管理层的政策

（1）国务院

2020 年 3 月 27 日，国务院表示准备将预算赤字提高到国内生产总值的 3%以上。2020 年 3 月 31 日，国务院推出一系列支持经济的措施，包括向小型贷款机构提供 1 万亿元人民币的额外信贷额度。还将新能源汽车的补贴和购置税减免政策延长至 2022 年底。2020 年 4 月 14 日，批准 1 万亿元基础设施项目专用债券。2020 年 6 月 11 日，“实施国企改革三年行动”由国务院国资委牵头，10 月底前出台相关政策；“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题”由国务院国资委牵头，12 月底前完成。

疫情以后国务院出台相关行业政策支撑，尤其是在财政投资这块加大投放，万亿级别的行业投资笔笔落地，在三驾马车中，政府投资是见效最快，刺激最强，

最能解决当前就业问题的手段，但是，在房住不炒的问题没有做出让步，这也能看出国家对于房地产问题的决心，下半年国企改革三年行动方案出台，这将是资本市场的另一场大戏。

（2）证监会

2020 年 03 月 06 日，证监会降低证券公司 2019 年度及 2020 年度证券投资者保护基金缴纳比例，调整证券公司缴纳证券投资者保护基金比例。2020 年 04 月 03 日，证监会高度关注瑞幸咖啡（Luckin Coffee Inc.）财务造假事件，对该公司财务造假行为表示强烈的谴责。2020 年 4 月 27 日，中央深改委审议通过了创业板试点注册制的实施方案。

证监会作为监管部门，心系行业发展，支持证券公司维稳度过疫情难关，降低保护基金比例有利于更好发挥金融逆周期调节作用，减少证券公司经营成本，缓解疫情影响，更好支持证券行业参与疫情防控工作，支持实体经济发展。从瑞幸事件及后面公布的关于上市公司财务造假问题严肃处理的文件，不管在何地上市，上市公司都应当严格遵守相关市场的法律和规则，真实准确完整地履行信息披露义务。创业板注册制的推行极大满足中小型、科技型企业的直接融资问题，相对于承接发行的券商来说无疑是利好的；另外一方面看，创业板注册制的加快实施，对于市场里的存量企业来说不一定是好事，尤其是质地并不是很好的上市公司，下一步退市制度的完善，那就需要去伪存真的选股能力来判断这个市场。

（3）央行

2020 年 3 月 16 日，进一步下调存款准备金率。2020 年 4 月 3 日，下调中小银行存款准备金率。2020 年 5 月 29 日，发布《中国区域金融运行报告（2020）》。报告称，稳健的货币政策要更加灵活适度，加强逆周期调节。

从上半年央行的政策来看，除了全面降息没有用到以外，剩下的货币政策一一祭出，主要还是在逆周期调节上，多次、多渠道的降准实施落地，降低 MLF 利率、降低逆回购利率的多种变相降息的实施，所以，上半年因为疫情的影响，虽然没有大水漫灌，但是池塘里的水还是相对宽裕的，这才使得资本市场中出现急跌急涨，也能做到两个月的慢牛行情。

2、上半年三大指数走势回顾

图 9：上证指数日线



3、突出性行业分析

（1）新能源汽车——特斯拉

2019 年 3 月，四部委联合下发《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对地方政府退出新能源汽车补贴机制作出规定，明确 2019 年 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，过渡期结束后地方不再对新能源汽车(新能源公交车和燃料电池汽车除外)给予购置补贴。国产锂电池白名单保护套废止，二三线的国内锂电池与日韩顶级电池厂商开启“拼刺刀”模式。就是在这样的背景下，19 年底新能源汽车产业链走出了一波轰轰烈烈的翻倍牛行情。其中，电池上游锂金属供应商赣锋锂业从底部 20 元一路拉升，在 2 月中旬出现高点 60 元，距此该股已经翻三倍。另外一只是动力电池制造龙头宁德时代，从底部 70 元附近缓慢拉升，但 90 元之后出现抢筹迹象，一路飙升至 170 元附近，期间股价大涨近百元。

图 10：赣锋锂业日线



另外一个刺激消息就是美股特斯拉大涨，叠加国产特斯拉风驰电掣般的量产下线，国产替代逻辑助推新能源汽车产业链持续攀升，更是出现特斯拉三剑客旭升、三花、拓普等大牛股。

图 11：旭升股份日线



新能源汽车最后一波的炒作是由比亚迪发起的，中国电动汽车百人会上，比亚迪在各个场合宣传起自家的刀片电池。值得关注的是，能满足电动汽车 600 公里续航的刀片电池，并不是三元电池，而是被高续航放弃的磷酸铁锂电池。就是因为比亚迪“过度”炒作刀片电池，相关个股也出现不错的涨幅，这也是本轮新能源汽车炒作的尾声，走势较好的都是磷酸铁锂电池产业链上的个股，例如国轩高科、德方纳米、中国宝安、湘潭电化等。

图 12：国轩高科日线



（2）大消费——酿酒食品

这注定是有史以来最特殊的一个春节。一方面，中国一线防疫和医护人员，高强度的紧张奋战在第一线；另一方面，又有一大批餐饮、商贸、影视、旅游、酒水、健身、公园等机构处在停业和空闲状态。而中国旅游研究院（国家旅游局数据中心）公布 2019 年我国旅游总收入达到 6.63 万亿元，这意味着 2020 年的疫情影响将带来非常大的损失。今年消费在疫情过后会呈现井喷式的发展，特别是新型消费、升级消费、实物消费、服务消费将领跑未来消费市场。预计今年消费品零售总额将达到 45 万亿人民币，同比增长将会达 8%左右，有望超过美国，成为全球第一大消费市场。而站在即将结束的二季度窗口来看，的确是这样，至少资本市场上的表现惊艳了投资者。

北向资金近几年来一直是市场的风向标，而作为权重白马的消费，更是北向资金青睐的对象，细分行业龙头股也成为了内外资抢筹的标的。六月初的某交易日，被称作宇宙第一大行的工商银行交出了沪深两市总市值第一的头把交椅，强势接替的就是消费大白马贵州茅台，茅台市值超过一万八千亿，股价也向着酒价勇敢前进，茅台的强势行情直接影响酿酒板块的整体溢价，从而溢出至整个消费板块的估值提升。作为酱油行业的绝对龙头企业，海天味业也完成了自我突破，股价屡创新高，市值近 4000 亿元。

图 13：贵州茅台日线

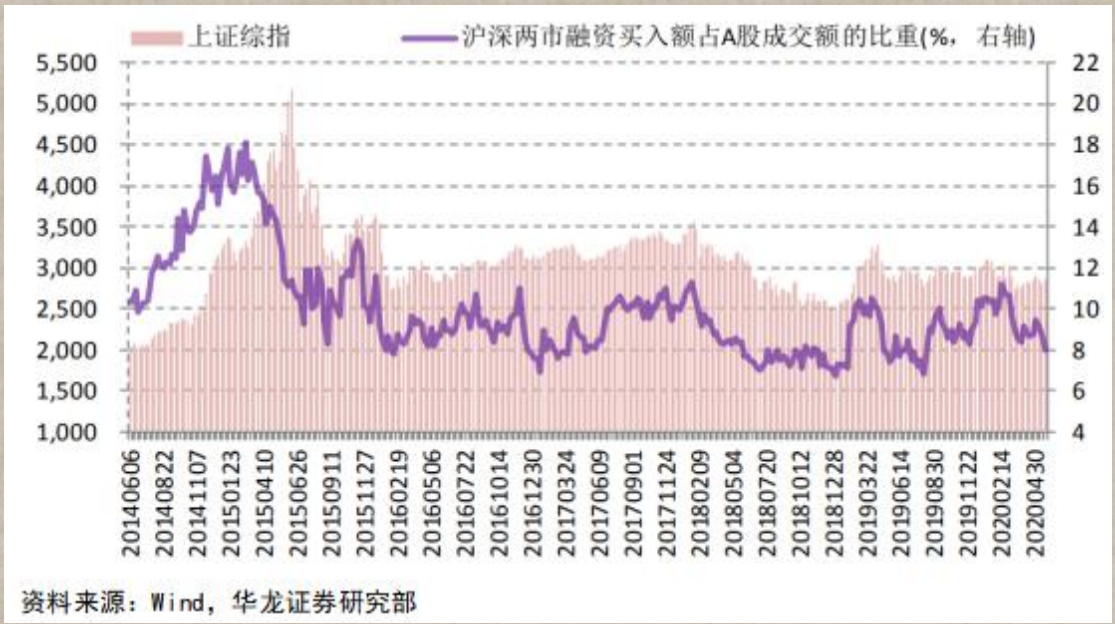


（四）风险偏好

1、两融余额

截至 2020 年 6 月 2 日，两市融资融券余额为 10931.48 亿元，其中融资余额规模为 10661.43 亿元，融券余额规模为 270.04 亿元。从 2020 年上半年情况来看，两融规模持续增加至 3 月份高点后开始逐步回落，并于 4 月份极度降低至 1043.53 亿元后呈现企稳态势，基本与疫情影响下沪深 300 指数走势一致。而且 2020 年上半年沪深两市融资买入额占 A 股成交额比重总体呈现下降态势，在一定程度上说明市场做多热情仍未完全恢复至疫情之前的状况，资金仍保持一定谨慎，风险偏好仍有待提升。

图 14：沪深两市融资买入额占 A 股成交额的比重

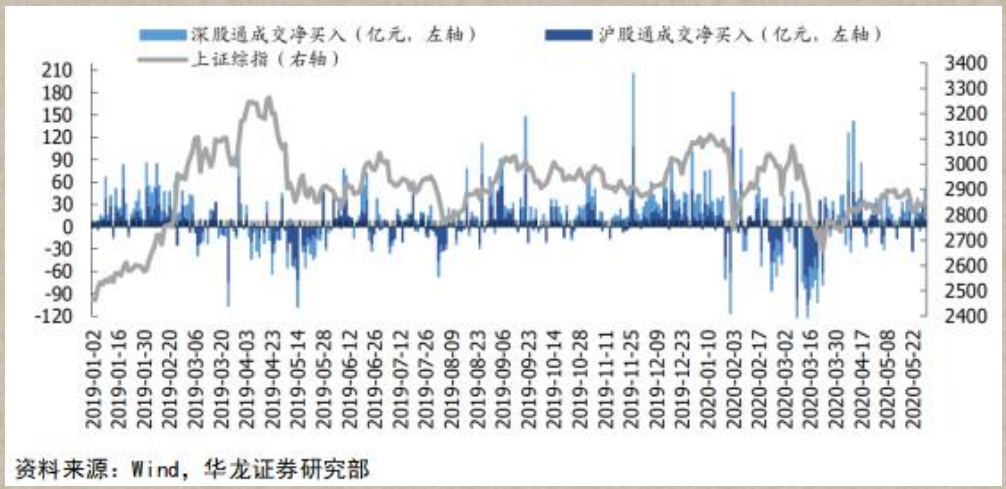


从行业情况来看，截止 6 月 2 日，年内两融余额期间净买入额大多呈现流入状态，流入最多的五个行业分别是制造业、农林牧渔、信息技术、软件服务、商贸零售。下半年两融规模预计会有所恢复，金融、科技、消费、制造业等相关行业有望继续呈现净流入状态。

2、北上资金流入情况

经历了 3 月全球市场剧震后，二季度外资再度卷土重来，4 月和 5 月北上净流入分别达到 500 和 300 亿，陆股通累计净买入重回万亿以上。

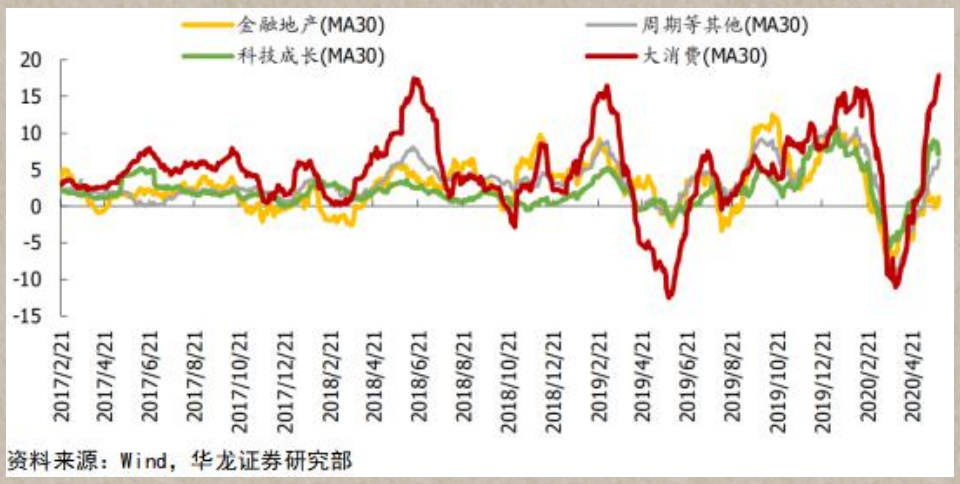
图 15：北上资金流入流出情况



从北上资金流入板块来看，相比 4 月，5 月必需消费、TMT、中游制造、可

选消费板块陆股通持仓占比提升，分别增加 1.51/0.28/0.24/0.17pct；从大类板块持仓市值占比变动看，5 月陆股通持有可选消费、必需消费、TMT、中游制造等的股票市值占对应板块流通市值比重相比 4 月明显上升，分别增加 0.49/0.48/0.34/0.32pct。

图 16：北上资金流入风格结构走势

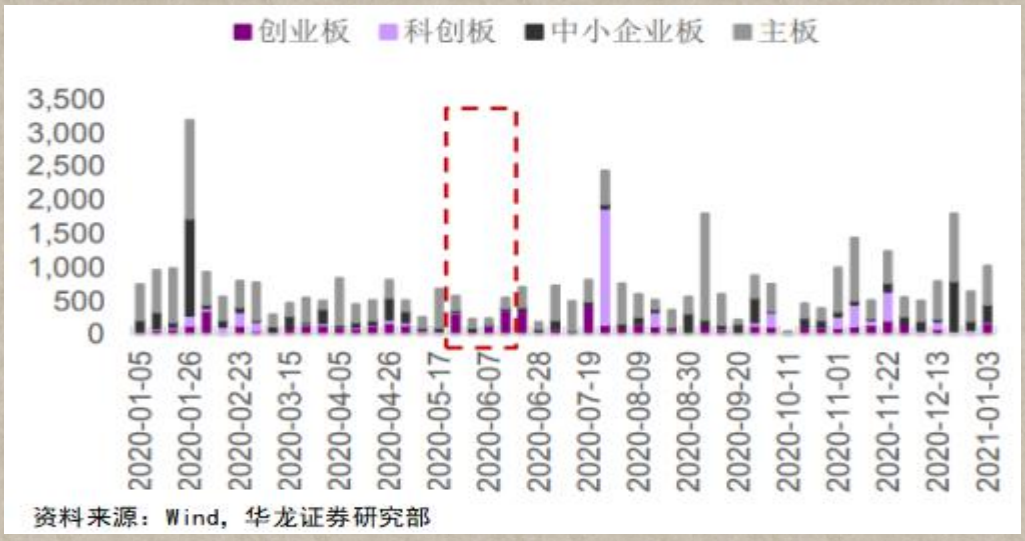


下半年，在国内疫情所控、经济活动全面恢复的大环境下，相较全球经济基本盘优势凸显，外资有望继续保持净流入趋势。外资风格偏好仍然在白马价值的泛消费领域比较凸显，包括家电家居、食品饮料、生物医药、白酒等，而且我们判断下半年外资配置仍将延续上半年的配置风格。

3、限售股解禁

下半年解禁规模相较上半年略有增加，而且主要集中在主板与科创板。

图 17：2020 年限售股解禁规模



（五）新三板运行情况

图 18：新三板的运行趋势



随着新三板改革的逐步推进，改革的成效逐渐显现，市场预期得到明显改善，流动性也得到了加强。改革启动以来科创板流动性显著改善，成交量出现一定程度回升，带动新三板成指（899001）由明显的下行通道进入拐头上行区间，新三板做市指数、创新层指数涨幅分别达到 21%和 25%。此外公募基金入市消息频频，产品设立及申报加快，也将为新三板注入新的活力。

2020 年 6 月 3 日，证监会发布《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》（以下简称《指导意见》），标志着转板上市制度正式落地。距 5 月 27 日金融委涉新三板转板上市 11 条金融改革措施仅一周时间，由此可见对新三板制度改革的重视及效率，该《指导意见》与此前的征求意见稿内容基本一致，包含基本原则、主要制度安排、监管安排三个方面。

图 19：目前可参考新三板成指成分股估值



（六）科创板运行情况

1、估值分析

科创板 PE、PB 估值双双回升。截至 5 月 29 日收盘，科创板整体 PE 估值达到 75.37 倍，PB 估值达到 6.55 倍。相对估值角度而言，科创板相对大盘估值溢价有所回升，科创板/上证综指的 PE、PB 相对估值分别达到 5.87 和 5.18。行业层面，大部分行业估值水位回升。PE 估值体系下，食品饮料、公用事业和通信估值水位居前，分别为 100.00%、85.19%和 80.49%;PB 估值体系下，公用事业、计算机和化工行业估值水位居前，分别为 83.11%、64.13%和 59.00%。

图 20：科创板整体 PE、PB 估值水平变动

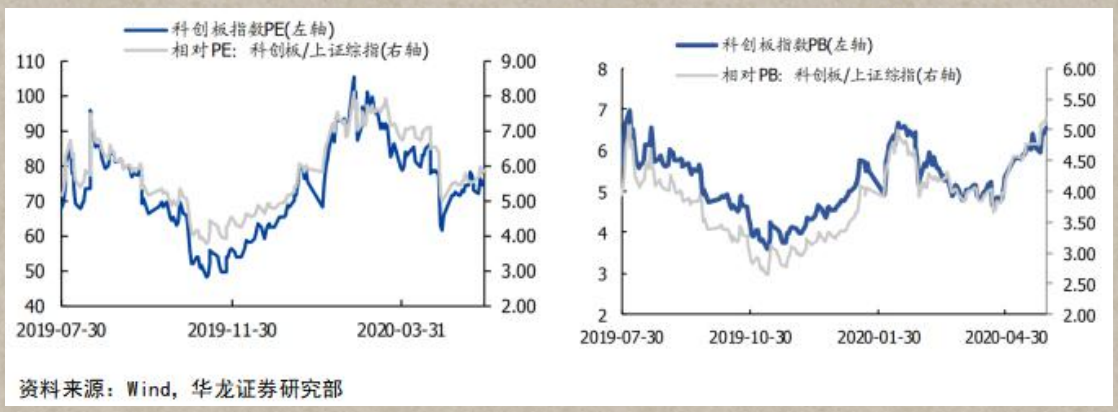
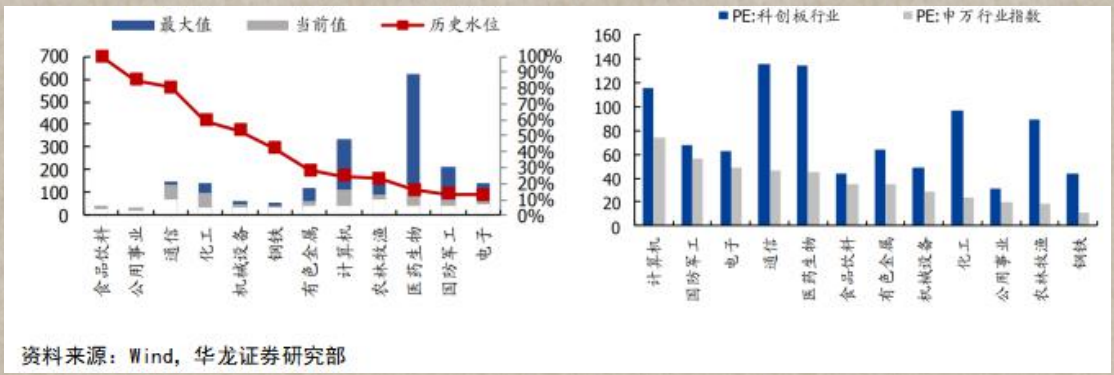


图 21：科创板行业 PE 估值水平情况及对比情况



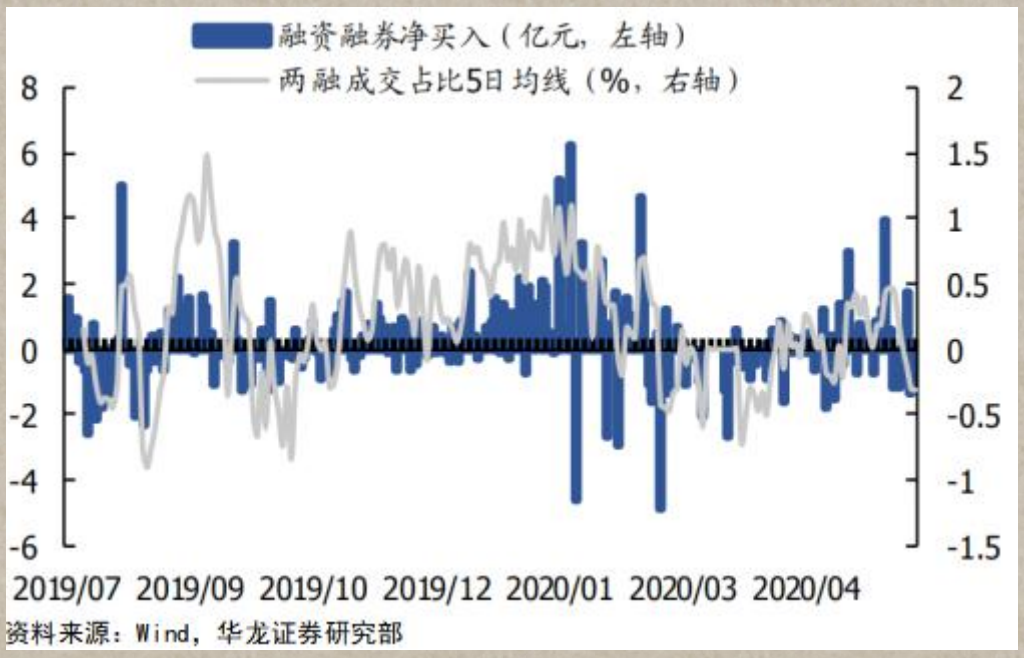
2、资金结构

截至 5 月 29 日收盘，科创板两融余额 132.83 亿元，其中融资余额升至 95.03 亿元，环比增加 0.53 亿元，融券余额升至 37.80 亿元，环比增加 4.03 亿元。两融交易层面来看，目前两融交易占比呈现高位震荡，融资交易占比 5 日均线降至 -0.31。

图 22：科创板融资融券余额变动



图 23：科创板融资融券净买入成交占比情况



科创板日成交额自 5 月以来持续维持在 200 亿元的高位震荡。从交易者结构来看，目前属于中户、散户主导流入而大户和机构主导流出过程，大户净流入 20 日均线继续向下走阔，散户和中户净流入 20 日均线明显回升。

图 24：科创板成交额及成交占比情况



图 25：科创板交易者资金结构拆分



资料来源：Wind，华龙证券研究部

二、2020 年下半年 A 股市场行情展望

（一）宏观经济

IMF 公布了今年四月的《世界经济展望》，预计 2020 年全球 GDP 增速为-3%，属于大萧条以来最糟糕的一年。

表 1：《世界经济展望》最新增长预测

COVID-19 疫情将严重影响所有地区的经济增长。 （实际 GDP，年度百分比变化）	2019	预测值 2020	2021
世界产出	2.9	-3.0	5.8
发达经济体	1.7	-6.1	4.5
美国	2.3	-5.9	4.7
欧元区	1.2	-7.5	4.7
德国	0.6	-7.0	5.2
法国	1.3	-7.2	4.5
意大利	0.3	-9.1	4.8
西班牙	2.0	-8.0	4.3
日本	0.7	-5.2	3.0
英国	1.4	-6.5	4.0
加拿大	1.6	-6.2	4.2
其他发达经济体	1.7	-4.6	4.5
新兴市场和发展中经济体	3.7	-1.0	6.6
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.5	1.0	8.5
中国	6.1	1.2	9.2
印度	4.2	1.9	7.4
东盟五国	4.8	-0.6	7.8

欧洲新兴市场和发展中经济体	2.1	-5.2	4.2
俄罗斯	1.3	-5.5	3.5
拉丁美洲和加勒比	0.1	-5.2	3.4
巴西	1.1	-5.3	2.9
墨西哥	-0.1	-6.6	3.0
中东和中亚	1.2	-2.8	4.0
沙特阿拉伯	0.3	-2.3	2.9
撒哈拉以南非洲	3.1	-1.6	4.1
尼日利亚	2.2	-3.4	2.4
南非	0.2	-5.8	4.0
低收入发展中国家	5.1	0.4	5.6

来源：国际货币基金组织 2020 年 4 月《世界经济展望》

注释：印度的数据和预测是基于财年列示，2020/2021 财年从 2020 年 4 月开始。基于日历年，印度 2020 年的增速为 0.5%。

我们发现，IMF 对于全球及中国明年的数据预测相对乐观：明年中国 GDP 增长 9%，全球为 5.8%。

1、疫情加剧国外经济危机

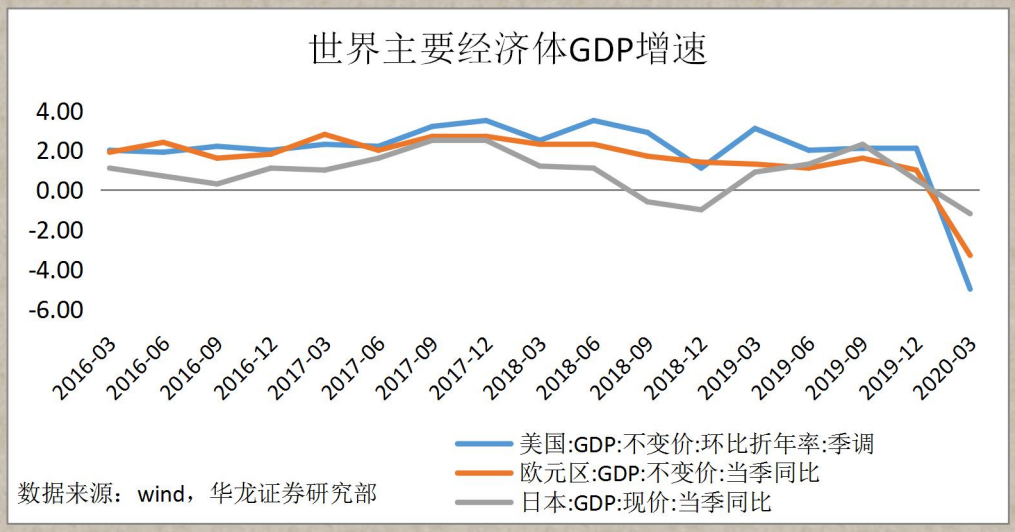
据预测，如果到 2020 年下半年冠状病毒流行可以消除的话，2021 年全球经济将部分得到恢复。毫无疑问，2020 年将是非常艰难的一年。

（1）**美国**：到 2020 年底，美国失业率将保持在 10%左右，与 2009 年美国经济危机期间的最高水平相当。

（2）**欧洲**：欧元区经济 2020 年料萎缩 7.5%，二季度遭受的打击可能最为严重。最坏的情况是，第二季和第三季经济都将萎缩，而第四季则停滞不前，这意味着经济面临巨大的下行风险。

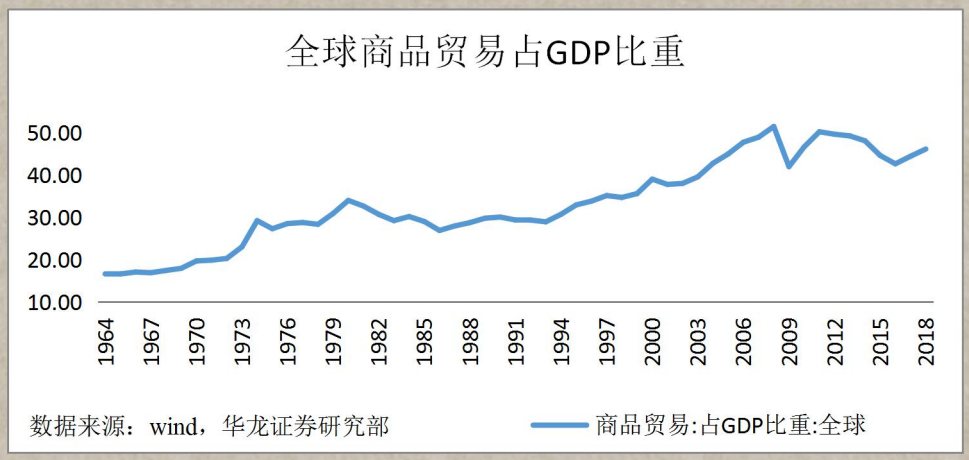
（3）**日本**：由于疫情、奥运会延迟举办等多种因素的综合影响，IMF 预测是同比下降 5.2%。这意味着，2020 年日本的 GDP 将再度降至 5 万亿美元以下。

图 26：世界主要经济体 GDP 增速



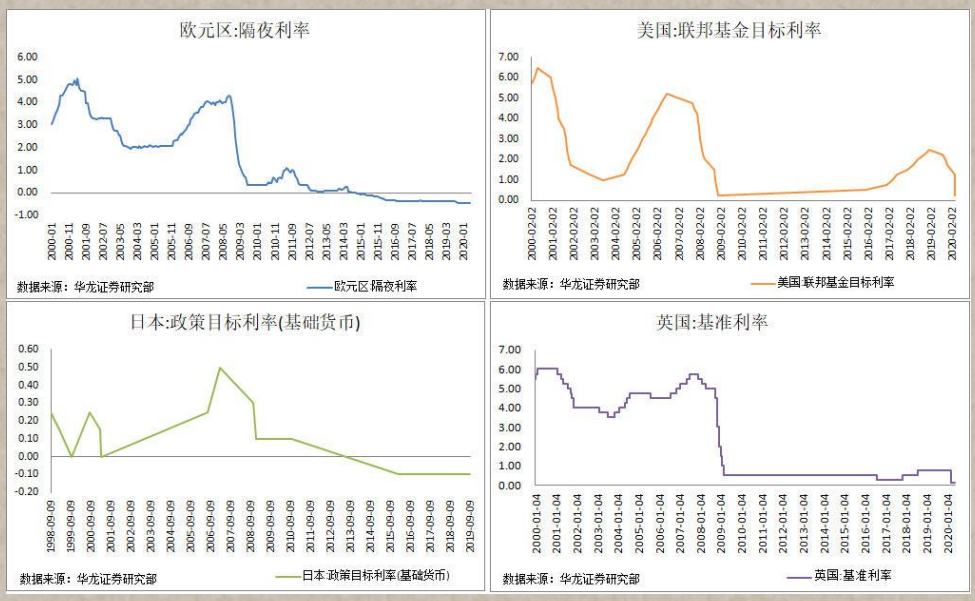
世界贸易组织（WTO）近期发布评估报告认为：新冠肺炎疫情导致的需求暴跌直接给全球贸易带来了致命一击，预计 2020 年全球贸易或将下降三分之一。将给那些依赖进出口贸易的经济体，产生重大影响。

图 27：全球商品贸易占 GDP 比重



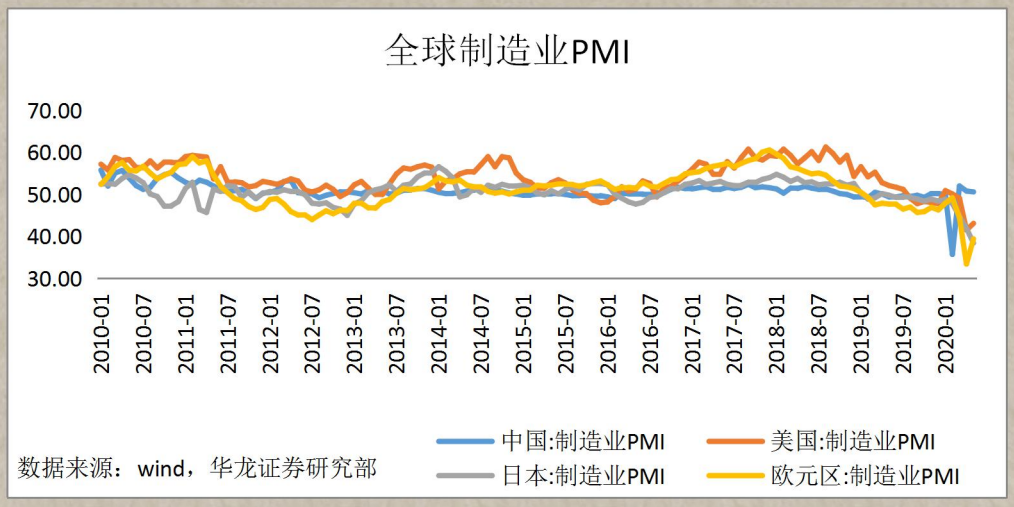
随着新冠肺炎病毒扩散升级，各国政府纷纷出台一揽子对冲经济衰退的刺激计划，其中，央行降息政策成为首选。未来经济复苏阶段，全球利率仍将维持较低水平。

图 28：各国基准利率



当前，疫情负面效应逐步显现，全球制造业面临危机，制造业 PMI 和服务业 PMI 指数较大幅度下滑并位于荣枯线之下。

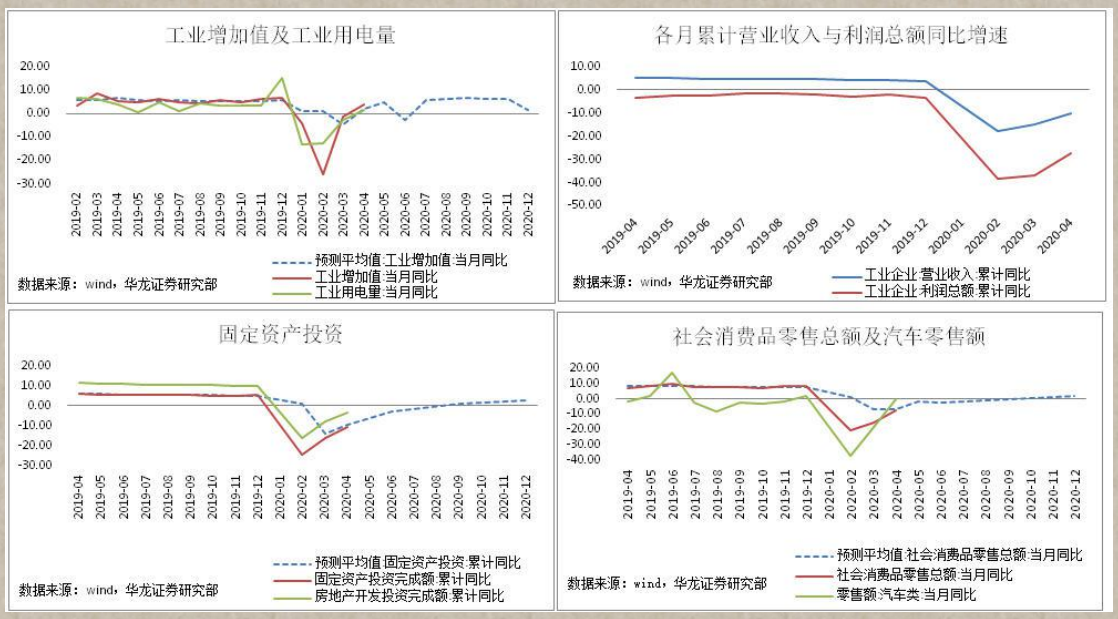
图 29：全球制造业 PMI



2、疫情加速中国经济分化

综述：疫情的短期冲击主要在于中断了供给、抑制了需求，相关数据均出现断崖式下跌。预计，国内经济不会在全球疫情得到有效控制之前彻底企稳复苏，而供给相对于需求来说，将更早也更容易得到修复。

图 30：疫情影响下供给-需求端数据走势



进入四月份后，除了部分地区，全国基本实现全面复工，疫情对供给端冲击逐渐消退，未来经济恢复矛盾焦点转向需求端。未来一段时间，需求端政策会集中发力。

（1）经济增长概况

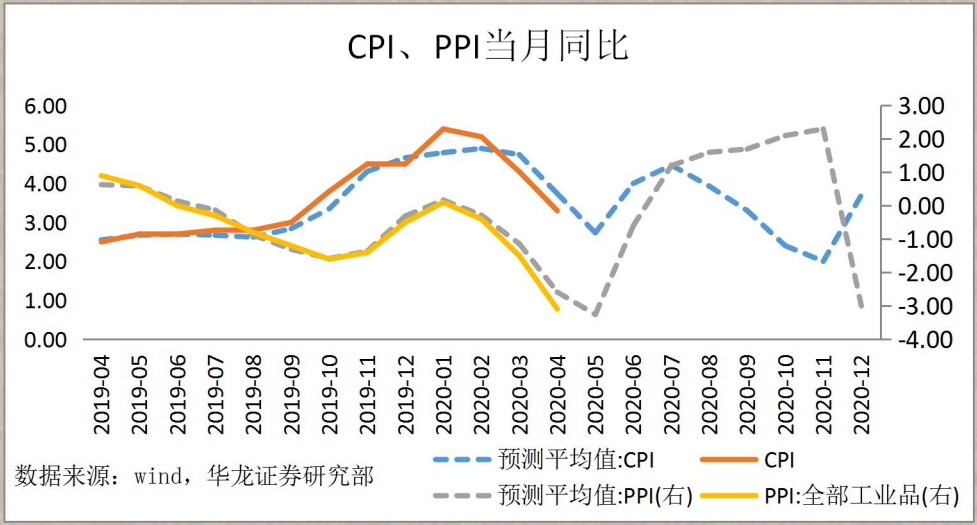
政府工作报告中虽未提到 GDP 目标增速，据测算，十三五规划中国内生产总值（近似国民生产总值）翻一番的任务目标（即全年增速 5.5%），意味着二、三、四季度经济增速需要达到 9%-10%，这一目标短期来说较难实现。因此政府工作报告中提出两个数字指标：一个是就业指标——城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%左右，城镇登记失业率 5.5%左右；另一个是物价指标——居民消费价格涨幅 3.5%左右，居民收入增长与经济增长基本同步。

图 31：就业市场景气指数与失业登记率



数据来源：wind，华龙证券研究部

图 32：CPI、PPI 当月同比



数据来源：wind，华龙证券研究部

（2）疫情之后的流动性

相比 2019 年货币政策“松紧适度”的表述，2020 年政府工作报告延续了近期对货币政策“更加灵活适度”的宽松取向，**这意味着下半年降准降息仍有可能。虽然可能会陷入凯恩斯“流动性陷阱”，但不降的效果会更差。**中长期看，在疫情未完全消除情况下，LPR 大方向也将是持续下行。但短期货币政策并未像疫情最严重时期般宽松。**预计货币政策节奏不会再接连释放宽松信号、进行一系列密集操作，而是调整节奏、配合经济复苏进程，先保留一定宽松空间。**

图 33：LPR 利率走势

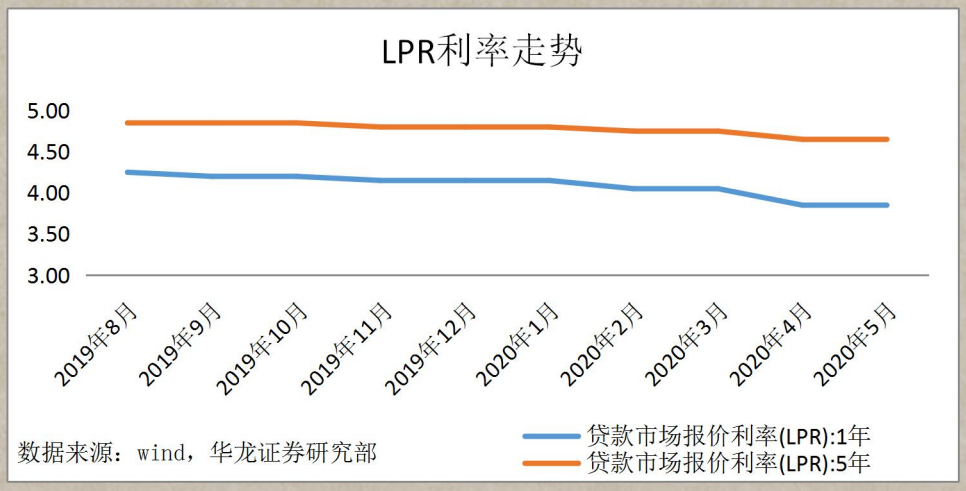
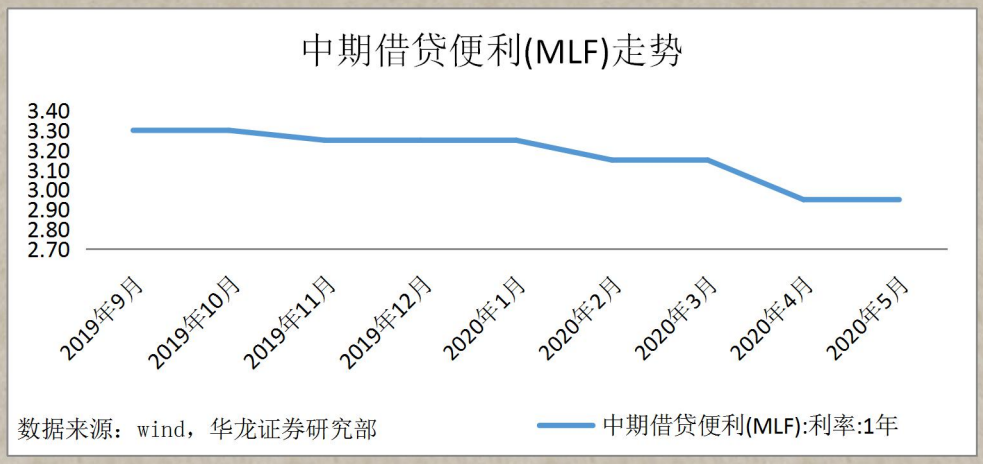
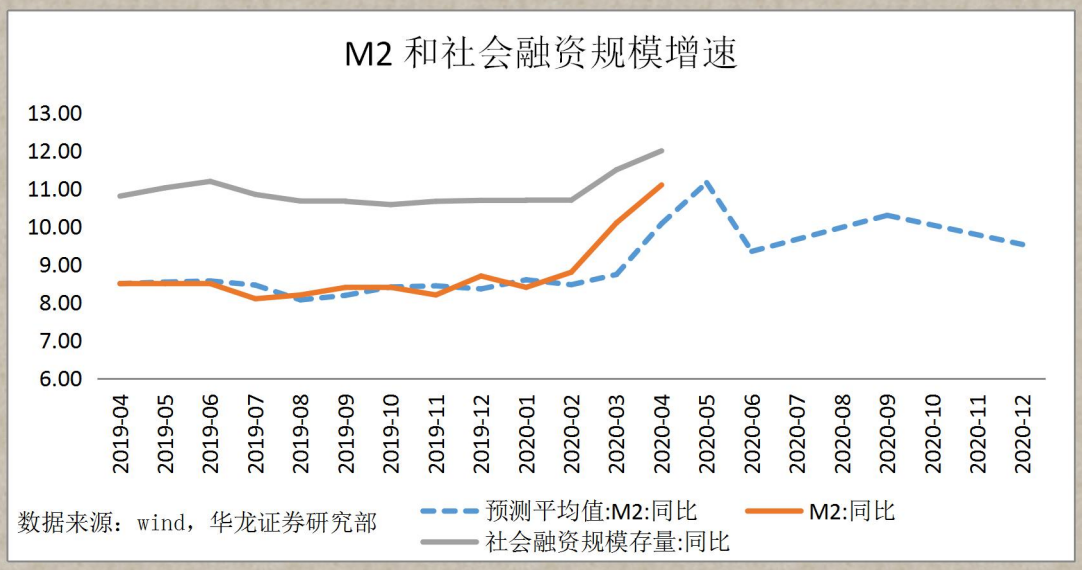


图 34：中期借贷便利（MLF）走势



央行 5 月初发布的货币政策执行报告指出，保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。今年没有给 M2、社融增速设立年度目标，原因之一是二者增速通常是在年度经济增速基础上设定的。**预计 2020 年社融走势整体呈现前高后稳的态势。**

图 35：M2 和社会融资规模增速



（3）疫情之后实现目标主要靠财政

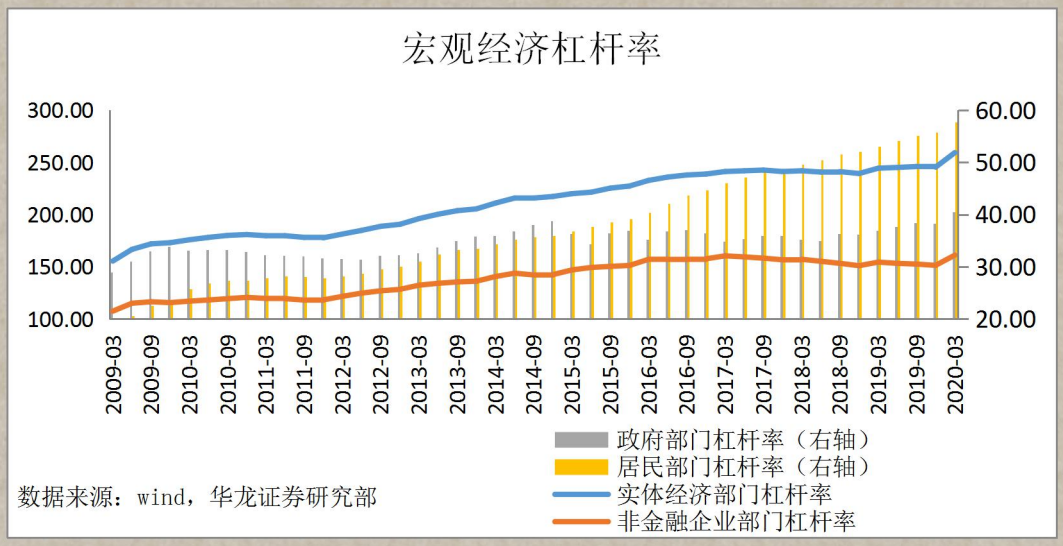
从结构上来说，传统基建仍是拉动经济的主力。而新基建虽然发展较快，但由于目前体量较小，拉动作用不够明显。**工业化、城镇化步入后期，人口老龄化加速，总需求增速出现见顶迹象，企业实际融资成本难以下降等问题都制约经济发展。**

图 36：基建投资与财政支出增速



另外，一季度实体经济杠杆率大幅攀升，主要是因为受到疫情影响、刺激市场经济复苏采用的特殊经济政策后的一个表现，并不代表着我国经济容易引发债务危机。预计**今年全年宏观杠杆率增幅将在 20%，且下半年体现为杠杆或债务由非金融企业部门向政府部门转移。**

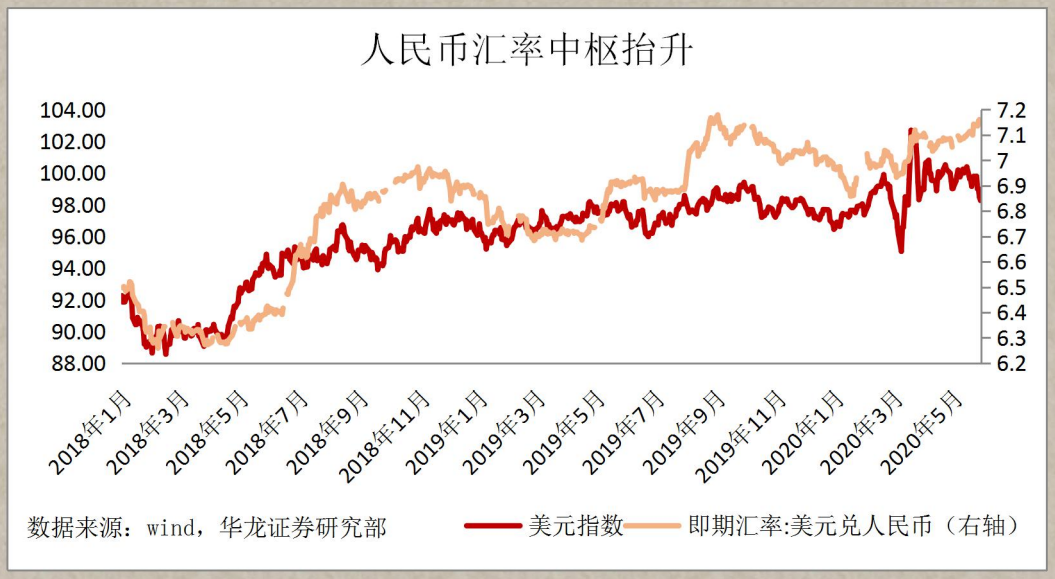
图 37：宏观经济杠杆率



（4）汇率走势

2018 年以来人民币汇率大幅贬值，2019 年 8 月美元兑人民币汇率一举突破 7 的整数关，最高贬值接近 7.2。从过去一年逆周期因子的运行来看，央行开始允许中间价更充分地波动。**展望 2020 年，人民币汇率中枢将稳中有升，波动区间在 6.9-7.2 之间。**

图 38：人民币汇率中枢抬升

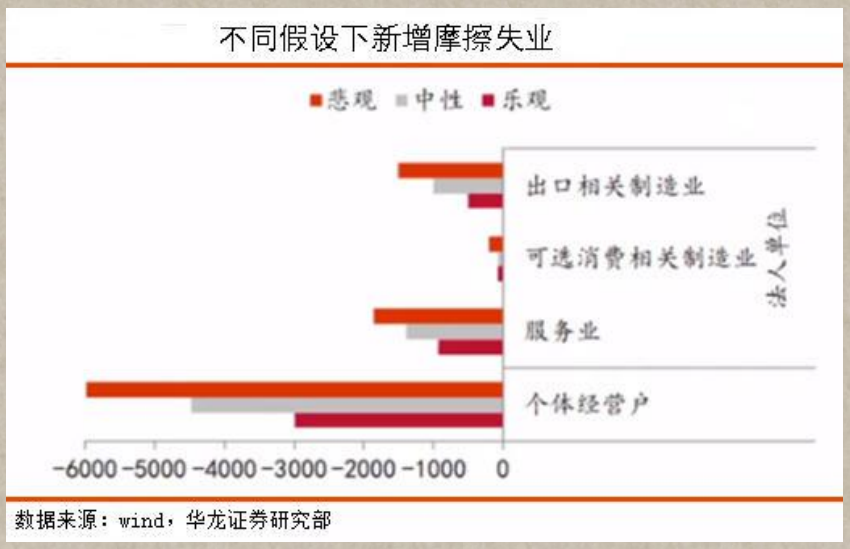


（5）疫情严重冲击出口和服务业

中国作为世界工厂，是全球产业链和供应链中很重要的一环。一季度中国疫

情扩散，影响了全球供应链；进入二季度，全球疫情爆发，又影响了中国产业链。**出口数据在四季度之前都将处于较低水平，拐点标志还看全球疫情控制情况。另外，外需走弱还会造成大量人口的就业问题。**

图 39：不同假设下新增摩擦失业



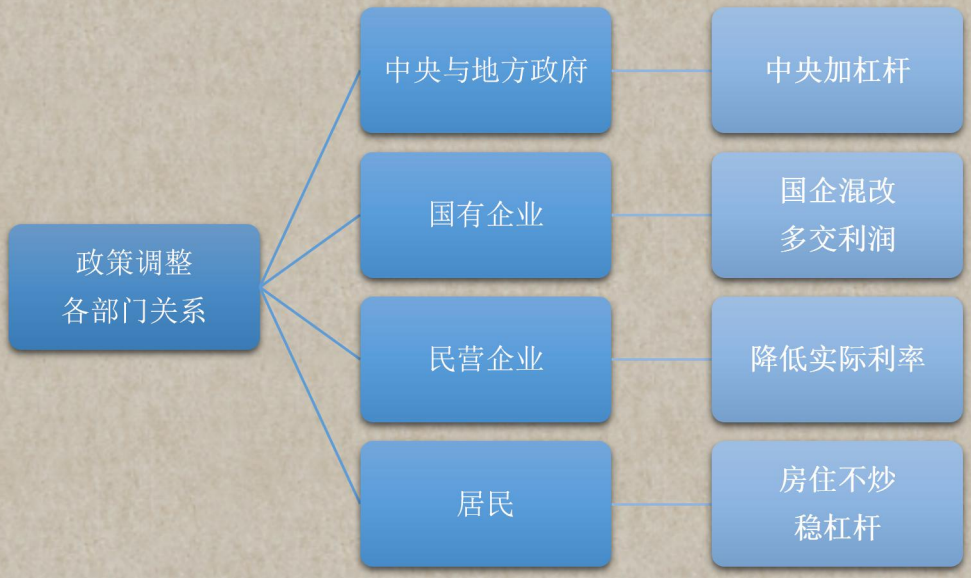
（6）全球负增长背景下国内经济恢复的动力

综上所述，未来经济增长恢复的动力主要看两方面：内需和外需。

内需方面，下半年依靠积极财政政策、重点支持“两新一重”**基建投资；**另外，后疫情时代，短期依靠相关政策刺激**消费恢复**，但不会出现爆发式增长；再看**制造业**，受到疫情影响下半年虽会恢复，但整体情况仍不佳；最后是房地产行业，当前已基本恢复至疫情之前水平。受到 LPR 利率下行影响，需求端的恢复具备持续性，政策面压力及债务层面风险较小。因此，**房地产投资对宏观经济影响表现是相对平稳的。**

外需方面，在海外疫情得到有效控制，开放政策完善的背景下，外需（出口）将有所改善。

当前拉动经济的另一举措为改革，改革有风险也有成本，但不改革矛盾更加突出、并且不改革的成本也将更高。目前国内靠消费拉动短期经济，但居民收入差距太大，因此，中下层居民收入的提高是未来激发消费的主力。

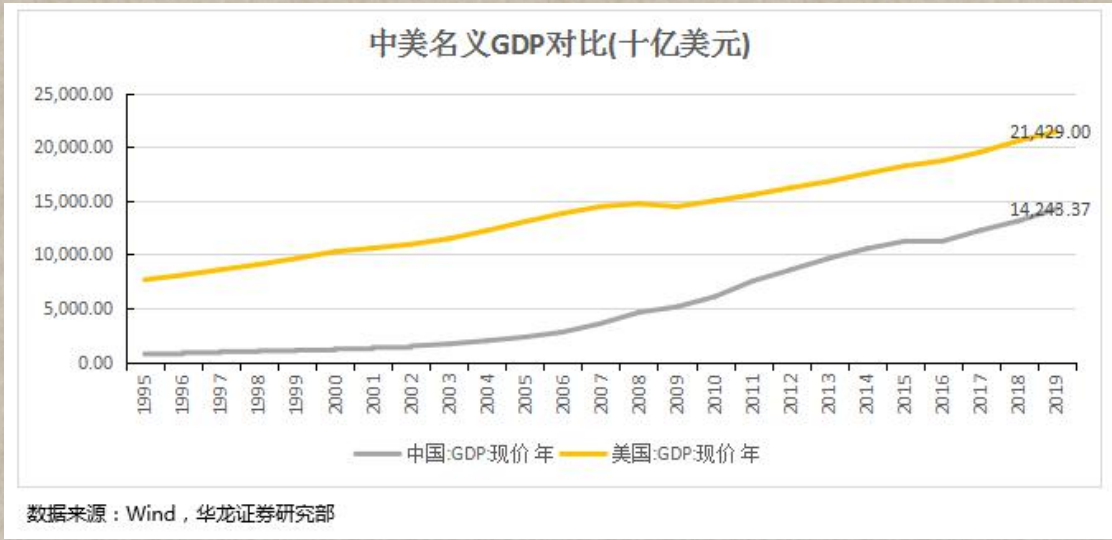


（二）中美对峙分析

中美对峙表现出长期性和持续性，影响波及经济、贸易、科技、知识产权、地缘政治等领域，其中冲突核心在于科技主导权之争。近期集中表现在对华为 5G 打压，和限制中国留学生赴美留学接触美前沿科技、科研领域，再到插手香港，台湾等地缘政治层面。

经济方面，随着美国国内对疫情控制措施趋严，以及宽松货币政策的实施，美股市场走出了一轮上升行情，但新冠疫情对经济领域影响短时难以消除，美国为转移矛盾多次公开指责中国疫情信息不透明，应当对全球疫情负责，并扬言世界卫生组织偏袒中国，威胁退群。疫情爆发以来，美国国内经济环境恶化，失业率一度超过 3000 万人，近期有所好转，其一季度公布的 GDP 数据显示 GDP 为 52649 亿美元，同比实际增长 0.6%，环比年化下降 5%；而同期中国 GDP 下滑了 6.8%，但中国疫情控制得当，复工复产进展顺利，经济逐步恢复，从公布的经济数据来看增长已经接近疫前常态。此次疫情作为导火索可能加速美国经济步入调整期，这将进一步助推美国对中国发展的干扰和压制。

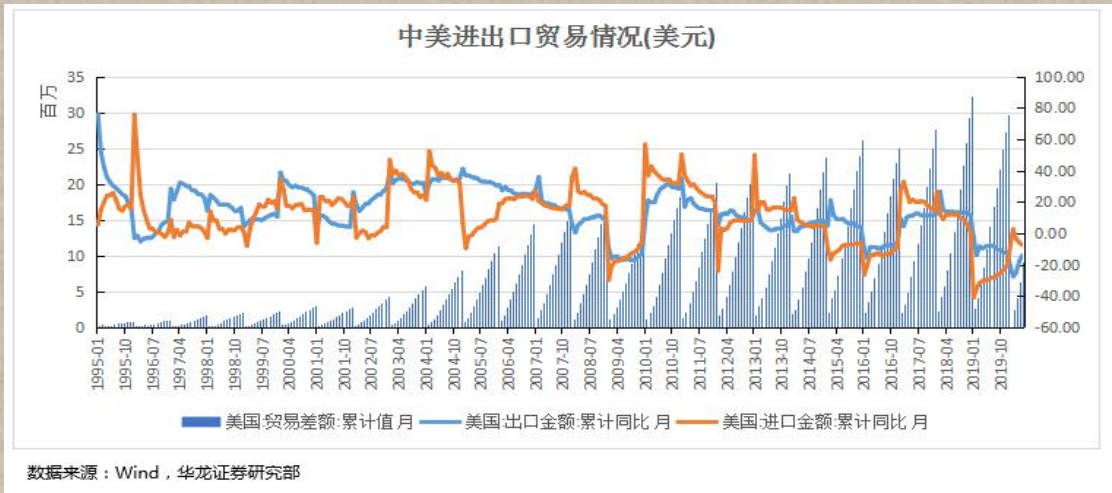
图 40：中美名义 GDP 对比



数据来源：Wind，华龙证券研究部

贸易方面，中国积极落实中美第一阶段经贸协议，这将有利于缓和中美紧张关系。但我们要认识到中美经贸关系的长期复杂性，不是一纸协议就能完全解决的。根据海关总署数据 2020 年前 5 个月美国为中国第三大贸易伙伴，第一、二大贸易伙伴是东盟、欧盟，中美贸易总值为 1.29 万亿元，下降 9.8%；其中，中国对美国出口下降 11.4%；自美国进口下降 4.5%；对美贸易顺差 6425.5 亿元，减少 14.5%。尽管受疫情影响可以看出对美贸易进口下降较少，这一方面是因第一阶段贸易协议所起作用，另一方面表明国内的需求有所恢复带动了进口增加，总体导致贸易顺差有所下降，这是美国所希望见到的结果。

图 41：中美进出口贸易情况



数据来源：Wind，华龙证券研究部

科技方面，因国安法出台，美国叫嚣对香港实施制裁，主要包括三个方面：一是将取消香港的贸易优惠待遇，包括逃犯移交、关税优惠以及敏感物品的购买；

二是将就香港地区发布旅游建议，向美国民众提示旅行风险；三是将制裁相关中国香港与大陆官员。香港在中国对外半导体贸易中占有重要地位，在半导体进出口贸易上具有独特作用。其主要表现在三方面，香港可以直接以美元交易，降低了半导体交易门槛；拥有独立关税体系，关税更低；便利的空中运输。中美贸易争端焦点在科技领域，尤其表现在对华为打压上，限制其国内高科技企业作为华为供应商。此外还表示其他供应商想要继续和华为合作，必须向美国申请。这是在数字经济逐渐成为大国经济主导的背景下，美国为打压中国崛起所采取的战略选择。在此背景下，中国也加大了研发投入，2019 年中国全社会研发投入为 2.17 万亿元，占 GDP 比重为 2.19%，大体上与欧盟平均水平相当，创新能力指数排名 15 位，进入了创新型国家。

图 42：中国研发投入



数据来源：Wind，华龙证券研究部

知识产权方面，中美在第一阶段经贸协议中就有涉及知识产权的部分。中美在知识产权领域的争端由来已久，近期的中美贸易争端其中的焦点之一就是知识产权问题。美国指责中国侵犯其知识产权，成为“301 调查”的重要方向。知识产权争端问题，也成为中美谈判的重要内容，最终落实在中美第一阶段经贸协议中。其中规定了中美知识产权方面的一般义务：“美国认识到知识产权保护的重要性。中国正从重要知识产权消费国转变为重要知识产权生产国，中国认识到，建立和实施知识产权保护和执行的全面法律体系的重要性。中国认为，不断加强知识产权保护和执法，有利于建设创新型国家，发展创新型企业，推动经济高质量发展。”

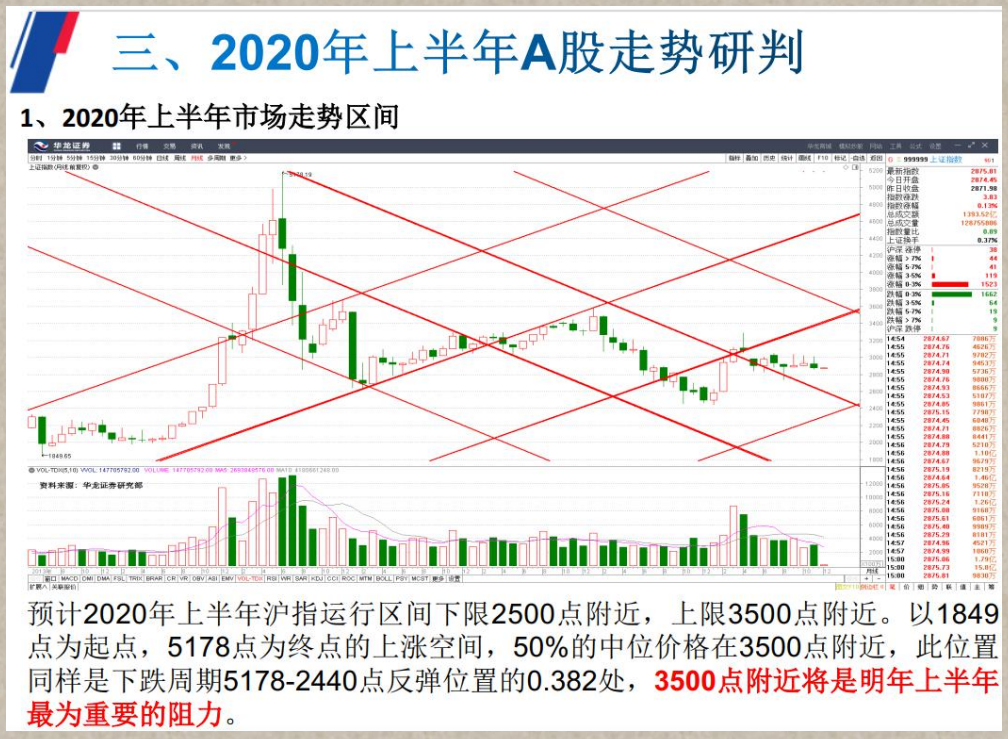
地缘政治方面，美国频繁插手中国台湾问题、南海、西藏。在台湾问题上，美国成为台独分子的主要依靠，不时提出对台军售。此外美国国会众议院通过所

谓的“2019 年西藏政策及支持法案”干涉中国内政。可见美国对中国发起贸易战背景下是全方位的进攻，不仅表现在经济、贸易、科技、知识产权领域，还表现在政治上干涉中国内政。

（三）2020 年下半年 A 股市场走势研判

1、温故而知新

2020 年上半年我们判断上证指数运行下限为 2500 点，上限 3500 点，是一个宽幅的运行区间，实际上证指数上半年低点为 2646 点，高点为 3127 点。同时我们根据斐波那契数列提出上半年最为敏感的时间周期在 2020 年 1 月，恰恰 1 月成为了上半年高点出现的时间。





总体来说，我们对于 2020 年上半年的整体判断基本准确，特别是对于低点的把握和重要时间的转点较为精确。

2、凡事预则立不预则废

2020 年下半年总体判断：上半年受新冠疫情冲击，全球资本市场、大宗商品、原油、贵金属等均出现大幅波动，A 股难以独善其身，走势同样呈现宽幅剧烈波动。预计下半年指数波动区间略有收窄，就近期而言，上证 3030 点是市场强弱分水岭，下半年若能有效突破此位置则有望形成趋势性走势，否则股指仍将以震荡结构性行情为主。总体上证指数运行区间上限 3400 点附近，下限 2600 点附近。

图 43：上证指数周线



空间上：从月线角度看，目前上证指数仍处于 5178 点之后的下降通道之中，通道不断下移，上轨阻力位在 3400 点附近，从形态上计算，19 年 1 月 2440 点至 19 年 4 月 3288 点升幅余 800 点，以 20 年 3 月 2646 为低点，假定升幅比例为 1 比 1，其目标位也处于 3400 点附近。同时由于通道下轨也在不断下移，但指数触碰下轨再次创出新低的概率较小，重要支撑应当在经过 998 点，1664 点，2440 点的 15 年周期的上升趋势线，即 2600 点附近。

图 44：上证指数月线



时间上：上证指数自 05 年 6 月 998 点以来，月线级别重要的空间转点皆存

在日月循环周期数规律，29，30，31 成为了月线级别控制循环的重要周期（如图所示），2018 年 1 月 3587 点这个重要高点之后的时间周期数刚好落在了 2020 年 6，7，8 月上，值得投资者密切注意。

图 45：上证指数月线



（四）2020 年下半年 A 股行业投资机会

1、国企改革

2020 年政府工作报告中指出，提升国资国企改革成效。国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。三年行动方案是国企改革的落地实施，是中央实施做大做强国有企业方针的重大战略步骤，具有重大的历史意义。

2020 年 5 月 30 日，国资委正式发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，此文件明确和细化至落地实施环节，是未来央企改革的纲领性文件，具有较强的指导性。股权激励是央企迈向市场化的关键一步，国资委和中央企业根据国有企业实际情况，积极探索制定符合国企自身条件的股权激励机制，有利于激发国有企业活力，推动企业实现高质量发展，受益国企改革、国资重组等政策红利的上市公司估值有望大幅提升。

从投资方向来看，一方面，国企是军工行业的建设主体，国企改革有望成为重塑军工行业生态的重要因素。当前国际形势不确定性加大，同时中美贸易战进入持久战阶段，涉及军工的相关上市公司有望重点受益；另一方面，随着混改进

程推进，上市公司资产证券化、并购重组等有望加速。国企改革是长期利好，投资者可提前布局、充分挖掘相对活跃的国企改革题材个股。

重关标的：**中航沈飞（600760）、中航飞机（000768）、航发动力（600893）、康拓红外（300455）、重庆百货（600729）、新华百货（600785）、老凤祥（600612）、国投中鲁（600962）、瑞泰科技（002066）、洛阳玻璃（600876）、内蒙一机（600967）、航天电器（002025）、振华科技（000733）、苏试试验（300416）、火炬电子（603678）、菲利华（300395）、航天电子（600879）**

2、农林牧渔

今年政府工作报告中指出，确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收。稳定粮食播种面积和产量，提高复种指数，提高稻谷最低收购价，增加产粮大县奖励，大力防治重大病虫害。压实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制。

新冠疫情暂未对国际粮食市场产生实质性影响，但对部分地区国家粮食安全、农业生产和农产品出口带来一定威胁。加之国外非洲蝗虫灾害再起，全球粮食安全担忧加大，对我国而言，强化粮食安全、支持农粮产业发展、提升农业生产技术和生产效率至关重要。确保粮食产能，才能真正做到“手中有粮，心中不慌”。

重关标的：**圣农发展（002299）、佩蒂股份（300673）、牧原股份（002714）、天康生物（002100）、正邦科技（002157）、益生股份（002458）、禾丰牧业（603609）、生物股份（600201）、瑞普生物（300119）、中牧股份（600195）、天康生物（002100）、大北农（002385）、丰乐种业（000713）、登海种业（002041）、神农科技（300189）**

3、食品饮料

2020 年食品饮料板块走势强于大盘，区间涨幅在申万 28 个子行业中位列第二，板块估值高于同期 A 股水平。分板块看，上涨主要由食品综合（+47.86%）、调味品（+38.83%）、乳制品（+23.31%）、肉制品（+20.54%）等板块带动。

图 46：2020 年 A 股行业涨跌幅



数据来源：Wind，华龙证券研究部

受新冠疫情冲击，一季度乳制品企业因居民限制出行以及物流等原因，需求下滑幅度较大，业绩同比下滑严重。4 月份奶制品企业收入开始企稳回升，并保持较好增长水平，整体呈探底回升趋势。随着下游消费的逐步正常化，相关上市公司业绩有望逐季改善。

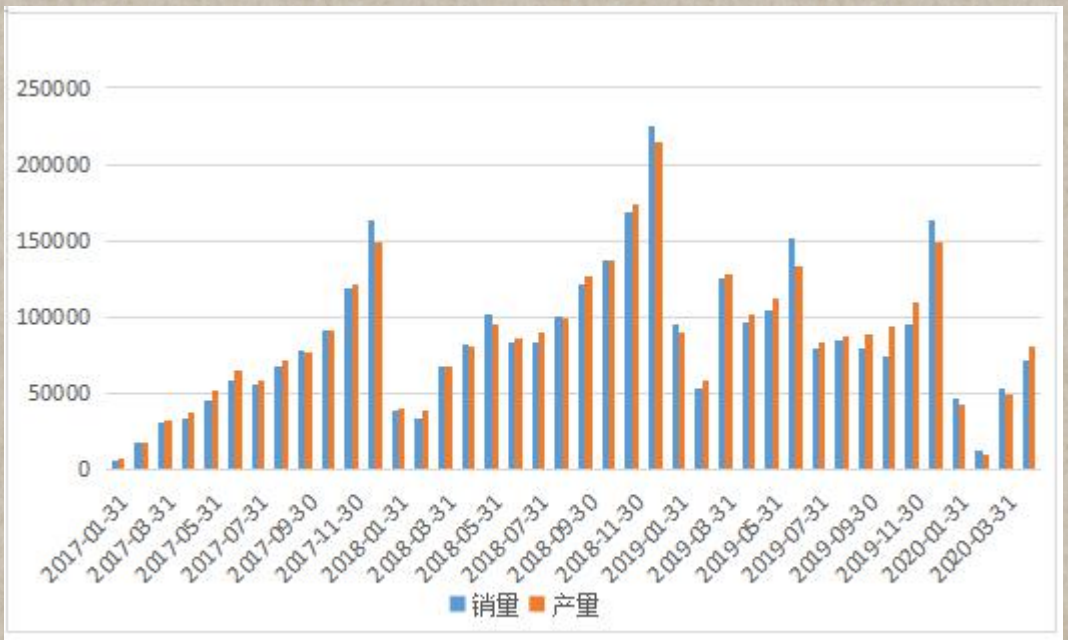
重关标的：**伊利股份（600887）、三元股份（600429）、洋河股份（002304）、龙大肉食（002726）、燕塘乳业（002732）、广弘控股（000529）、上海梅林（600073）、西王食品（000639）、金字火腿（002515）、得利斯（002330）**

4、新能源汽车

2020 年 3 月，国务院表示将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。4 月 23 日，《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》正式发布。政府工作报告中指出，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。中央层面的政策持续加码，助力新能源汽车的稳定发展。

受新冠疫情影响，2020 年一季度新能源汽车销量明显下降，疫情因素对下游市场需求存在短期扰动，但高增长趋势不改。优惠政策的驱动有助于促进下半年新能源汽车需求进一步释放。

图 47：我国新能源汽车产销量（单位：辆）



数据来源：中国汽车工业协会，华龙证券研究部

重关标的：**当升科技（300073）、特锐德（300001）、茂硕电源（002660）、阳光电源（300274）、一汽解放（000800）、九洲电气（300040）、正海磁材（300224）、英博尔（300681）、华达科技（603358）**

（五）2020 年下半年 A 股主题投资机会

1、新基建有望成为拉动经济增长的新引擎

2020 年 5 月，第十三届全国人民代表大会第三次会议在北京召开，大会指出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。新基建首次写入《政府工作报告》，成为发展重点，新基建加速经济运行、促进社会发展、助力产业升级。根据《政府工作报告》，2020 年在“两新一重”的建设上中央预算内投资安排 6000 万亿元、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。此次《政府工作报告》中，重点提及了“加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求”。

图 48：新基建的主要构成



资料来源：Wind，华龙证券研究部

（1）5G 产业链

5G 产业链大致分为基站的建设和下游设备两个部分，一方面随着 5G 商用前期基础设备建设加速，国内运营商资本开支逐渐回暖，预计 2020 年国内 5G 基站部署有望达到 80 万站左右，未来两年进入快速部署期。另一方面，5G 时代传输信号向高频高速发展，对核心材料的性能要求明显提升，带动高端化工新材料的需求量迅速爆发。我国 5G 通讯处于国际领先地位，随着国内高端化工新材料的突破，国产替代将成为必然趋势。

相关上市公司：**中兴通讯（000063）、紫光国微（002049）、光迅科技（002281）、华工科技（000988）、亨通光电（600487）、顺络电子（002138）、新易盛（300502）**

（2）工业互联网及云计算产业链

我国数字经济规模位于世界第二，规模总量从 2012 年的 11.2 万亿元提升至 2018 年的 31.3 万亿元，占 GDP 比重从 2012 年的 20.8%增长到 2018 年的 34.8%，数字经济发展对 GDP 增长贡献率达到 67.9%，超越部分发达国家水平。此次两会从政策体系、数据要素流通、数字政府等方面推出了八项举措推动中国数字经济发展。

相关上市公司：**奥飞数据（300738）、光环新网（300383）、紫光股份（000938）、中际旭创（300308）**

（3）半导体

2020 年 5 月 15 日，美国商务部针对华为公司出台出口管制新规，全面限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体产品。尽管华为事件升级短期对国内半导体产业链有较大压力，但我国半导体产业链已经形成良性循环的生态圈，包括封装、代工技术、设备、材料等均有 20 年左右的培育时间，且我国电子通讯消费市场庞大，事件本身将反向推动半导体专用软件、设备、材料等基础技术在本土晶圆产线或设计公司的工艺验证和应用。

相关上市公司：**万业企业（600641）、雅克科技（002409）、北方华创（002371）**

（4）车联网

2016 年我国车联网市场规模为 366.4 亿元，2018 年提升至 486 亿元，同增 13.79%。2020 年，5G 技术将迎来快速推广，V2X 的技术发展日趋成熟，预计 2020 年车联网市场规模有望达到 975 亿元，同比增速有望高达 69.86%，故车联网的启动将带动产业万亿增长机会。

相关上市公司：**硕贝德（300322）、意华股份（002897）、武汉凡谷（002194）、工业富联（601138）、共进股份（603118）、会畅通讯（300578）**

2、西部大开发战略是实现中国梦的必经之路

2020 年 5 月 17 日中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》（以下简称“《意见》”），标志着西部大开发战略迈入第三个阶段。《意见》提出：“形成大保护、大开放、高质量发展的新格局”。因此，自然保护、双向开放和高质量发展将是新阶段西部大开发的三条政策主线。

（1）《意见》的提出给予市场一剂强心剂，将中长期支撑西北水泥需求的扩张通道。同时《意见》明确坚持以供给侧结构性改革为主线，意味着需求扩张周期供给端将维持平稳。

相关上市公司：**宁夏建材（600449）、天山股份（000877）、上峰水泥（000672）、金圆股份（000546）、青松建化（600425）**

（2）《意见》提出“加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西（宁）成（都）铁路等重大工程规划建设”，“注重高速铁路和普通铁路协同发展、扶贫通道和

旅游交通基础设施建设”以及加强综合客运枢纽、货运枢纽（物流园区）、航空口岸和枢纽建设，扩大枢纽机场航权等。

在经济放缓形势下，加快补齐西部地区交通基础设施短板或成为稳定经济的重要抓手之一。根据各地方政府公布的《2020 年政府投资项目计划》，西部地区本年度交通基建计划投资规模在 1 万亿元以上。整体来看，有助于进一步推动西部地区基础设施建设。

图 49：2020 年度西部地区交通基建计划投资规模



随着疫情缓解，5 月之后国内工作重点将回到经济建设中来，加上西部利好政策频出，为西部开发注入“活水”。

相关上市公司：**新疆交建（002941）、北部湾港（000582）、勘设股份（603458）、华夏航空（002928）、柳工（000528）、陕鼓动力（601369）、高新发展（000628）**

（3）《意见》中生态环保方面指出要打好蓝天、碧水、净土保卫战，实现污染防治攻坚战阶段性目标。工作部署方面，推进长江经济带共抓大保护，编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要；深化重点地区大气污染治理攻坚；加强污水、垃圾处置设施建设；壮大节能环保产业；实施重要生态系统保护和修复重大工程建设。

相关上市公司：**远达环保（600292）、兴蓉环境（000598）、中建环能（300425）、重庆水务（601158）**

3、疫情促使生物医药、医疗器械开启新蓝图

2020 年 5 月 28 日，国家医疗保障局副局长陈金甫主持召开高值医用耗材集中采购改革座谈会，同时结合近期各省市落地的高值耗材集采相关政策，市场对

于未来器械集采加速形成一定预期，下半年仿制药新一轮集采目录或将发布，仿制药集采和新药医保谈判或将在下半年进行，医疗健康需求存在刚性，且随着健康意识提升，需求或将进一步扩容。中长期看，随着全国人口老龄化和科学技术的进步，医药医疗行业的整体发展前景十分乐观。主要涉及三个链条，创新药行业产业链、国产医疗器械产业链、疫苗行业产业链。

图 50：2015-2019 年医药上市公司整体营收和利润增速趋势



数据来源：Wind，华龙证券研究部

相关上市公司：**国药一致（000028）、华东医药（000963）、华润三九（000999）、鱼跃医疗（002223）、恩华药业（002262）、信立泰（002294）、康弘药业（002773）、白云山（600332）、上海医药（601607）、科华生物（002022）、达安基因（002030）**

（六）风险提示

1、疫情控制不及预期，全球疫情二次爆发，地缘政治风险加剧；

2、中美全方位摩擦升级，国内政策落地力度不及预期，导致国内宏观经济复苏不及预期；

3、市场流动性大幅波动，无风险利率大幅波动，正股股价超预期波动。

结语

此次新冠疫情是全人类的灾难，疫情对未来的影响远不至此。面对疫情的冲击，中国政府出台大规模的财政支持、货币政策支持复工复产，后期政府或许还会有更大力度的的宏观政策出台。2020 年下半年还有较多的变量会影响到 A 股市场的情绪，让我们静目以待。

免责声明

以上信息由华龙证券整理公布，报告版权属华龙证券股份有限公司所有。本刊观点仅代表华龙证券观点，不构成具体投资建议，投资者不应将本刊作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本刊可取代自己的判断。相关数据和信息来源于万得终端和公开资料，本公司对信息的完整性和真实性不做任何保证。股票价格运行受到系统和非系统风险的影响，请您客观评估自身风险承受能力，做出符合自身风险承受能力的投资决策。本刊物风险等级为中风险，适合稳健型及以上投资者参考（所涉及创业板股票适合积极型及以上投资者参考）。据此操作，风险自负，因使用本刊物所造成的一切后果，本公司及相关作者不承担任何法律责任。未经许可，严禁以任何方式将本刊物全部或部分翻印和传播。