策略研究/策略周报
2020 年 6 月 8 日

国都证券 GUODU SECURITIES

策略研究 | 策略周报

后疫情下把握两大主线—出口贸易恢复与可选消费回暖

——国都证券市场策略周报（20200608）

核心观点：

1、六月策略观点：下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势。我们在六月策略月报《下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势》中分析指出：六月指数或区间震荡，紧抓扩大内需与产业链提升两大主线，主要判断依据在于：一阶段性两大下行风险已释放殆尽，即内部流动性边际收缩、外部中美摩擦升级，已在 5 月中下旬得到较为充分释放；二上行动力仍需积蓄确认，即后疫情下的经济、企业业绩等基本面恢复较为缓慢，尚需国内逆周期的财政政策发力落地、欧美日等海外疫情解封后的经济全面重启。并建议重点围绕受益于扩大内需战略与关键核心产业链提升工程两大主线的结构性机会。

2、**近中期展望：基本面恢复趋势有待确认，政策面预期或有纠偏，指数有限结构为主**

近期我们对市场指数区间震荡、结构性机会为主的判断逻辑主要包括：**一两会后政策预期弱化，但部分改革进展值得期待，尤其资本市场制度改革举措的落实，有望提振科技板块的风险偏好；**

二内需正触底回升，但后疫情下经济修复力度偏弱，且在海外疫情蔓延或复发的不确定性下，基本面恢复趋势有待确认，市场上行动力尚待蓄势；

三近期美国当局面临内部多重压力，短期不具备全面持续升级与我国摩擦冲突的条件，近期中美摩擦可控甚至有望降温，外部风险减弱；

四国内宽货币宽信用有望延续，双降窗口期再次来临，5 月市场已对近期的货币政策阶段调整消化较为充分，后续随着双降窗口期的兑现，或有政策预期纠偏、触发市场反弹的机会。

3、研判逻辑一：近期基本面恢复预期强化。结合最新国内外宏观数据、政策动向来看，**预计基本面恢复趋势，近期有望强化预期；**该研判从 5 月全球制造业 PMI 环比反弹、美国 5 月非农就业数据超预期、我国 5 月出口贸易超预期及国内汽车、楼市销量回暖等判断，近期欧美日的经济重启、国内后疫情下的深度复商复市，短期或强化市场对全球主要经济

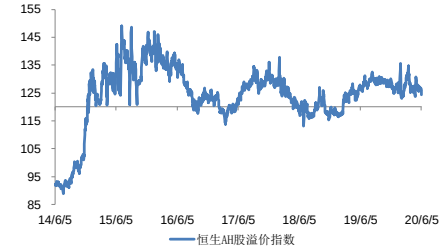
市场统计估值数据

	上证指数	沪深300	深成指
收盘指数	2,930.80	4,001.25	11,180.60
近一周涨幅(%)	2.75	3.47	4.04
本月涨幅(%)	2.75	3.47	4.04
今年以来涨幅(%)	-3.91	-2.33	7.19
PE(TTM)	13.19	12.33	29.11

上证综指、创业板指走势叠加图



恒生 AH 溢价指数走势图



独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

体的基本面恢复预期，**因而近期海外出口需求恢复、国内可选消费回暖两大市场主线，有望延续；中期或待 6 月中下旬更多宏观金融数据、货币财政政策的进一步出台或落实。**

4、**研判逻辑二：中期基本面恢复趋势有待确认，或待逆周期政策的加码落地。**受制于新冠肺炎病毒的复杂性与长期性，尤其此次疫情全球蔓延、3-5 月欧美发达经济体为疫情重灾区，年内全球经济陷入衰退，外需衰退二次冲击仍待释放（**虽然 4、5 月我国出口贸易增速大幅好于预期，但预计二季度欧美疫情严重期经济大幅下滑，我国出口贸易增速仍有转负压力**）。同时，居民收入预期、消费意愿与信心的下降，使得此次后疫情的消费修复力度较 2003 年的 SARS 疫情后明显偏弱。经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地对冲，两会政府工作报告提出的扩大内需战略、推动消费回升、扩大有效投资（"两新一重"），预计后续有望助推经济恢

研究员 :肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人 :王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@guodu.com

复。

5、**研判逻辑三：政策预期弱化，但资本市场制度改革加快落实，有望提振科技板块。**刚结束的全国两会及政府工作报告已公布全年工作目标与重点、宏观政策等，整体基本符合预期，近期之内政策预期对于市场的驱动力已弱化；后续预期差或主要为降准降息等货币政策操作、财政政策落地执行等时点

近期资本市场制度改革落实进度超预期，尤其支持或吸引科技创新企业上市发行、回归 A 股的举措，制度红利或提振市场对科技板块的风险偏好。近日上交所对红筹企业申报科创板发行上市中的相关事项做出了针对性安排，中芯国际登陆科创板进度超预期；近期上交所透露将研究适时推出做市商制度、研究引入科创板单次 T+0 交易、研究借鉴国际最佳实践经验完善上证综指编制方法，进一步预示资本市场制度改革正加快落实。近两年科创板注册制试点并即将推广至创业板、并购重组与再融资新规优化、减持新规优化、加大引入境内外中长线机构投资者、新证券法的实施将提高法治监管力度等；以上系列资本市场的改革举措，有望从提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、投资者结构等多方面，促进我国资本市场行稳致远。

6、**研判逻辑四：近期流动性边际收敛，中期双降有望再次落地。**为对冲纾困疫情防控高峰期的企业现金流压力，3、4 月宽货币宽信用政策持续发力，宏观杠杆率快速攀升，同时存在资金套利金融空转现象；5 月货币政策与流动性投放边际放缓，为导致近期货币资金价格、国债利率显著反弹的主要原因。然而，后续随着政府债券大规模发行、财政政策加码落地，消费通胀的回落、人民币汇率的企稳，降准、降息及结构性贷款政策空间有望再次打开。

政府工作报告明确提出，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速明显高于去年；我们预计 20 年的 M2、社融同比增速预计在 11%、13%附近（同比提升 2 个百分点左右），基本能保持在最近 4 月的近三四年的高位水平。为了配合年内大规模政府债券的发行，预计货币政策将通过降准或者公开市场操作，中期双降有望再次落地，以维持市场流动性的合理充裕。

6 月中上旬大规模 MLF 到期下，为央行货币政策量价操作的重要观察窗口期；为配合政府债券的大规模发行，预计届时或降息 0.5 个百分点并同时引导 LPR 小幅下调 5-10bp。

7、研判逻辑五：中美摩擦近期可控。5 月中下旬美国当局针对我国持续发起技术、金融、政治、教育等领域的摩擦与威胁，为导致 A 股半导体科技板块、人民币汇率、港股弱势震荡的主要扰动因素。然而，当前美国国内骚乱不断、疫情防控形势仍较严峻、经济重启初期不确定性较高；以上内部多重压力下，美国短期不具备全面持续升级与我国的摩擦条件，且真落实时恐将更多伤及美国自身，而真正对我方伤害有限，主要依据包括：一美国疫情防控成效、经济重启与恢复进度显著落后于我国，当前美国急需我国加大进口美国农产品、油气能源等，这一点从近日中美双方均正式表达了认真落实第一阶段经贸协议也得到印证；

二是美国若真正撤销香港特殊关税待遇，考虑到香港已成为美国主要的贸易顺差地区，撤销后真正伤及更多的是美国自身；三考虑到香港开放的金融、贸易市场地位，美国资本与企业在香港市场的利益根深蒂固，而当前港股处于全球洼地，且在市场制度改革后正吸引互联网、生物技术等优秀的创新公司赴港上市，或吸引中概股回归港股二次上市，美国资本即使非理性撤离，也将吸引包括大陆的全球资本配置香港市场。

8、中期展望：趋势反弹或待后疫情下基本面的恢复预期向好。展望中期，当前 A 股正进入疫情防控曲线的第三阶段，即市场将进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。该阶段市场风险偏好或保持平稳，但受疫情的负面滞后影响，经济数据、企业盈利显著下滑，基本面冲击显现；同时，疫情后复工复产、供应链修复、消费回补等经济社会活动的正常化恢复过程较为缓慢，货币财政等对冲性政策见效延后。以上疫情对基本面滞后影响显现、经济恢复及政策见效延后，使得指数或保持阶段底部震荡，**市场或围绕疫情对不同行业的冲击、修复、重构的不同影响，而呈现结构分化行情。**

9、配置建议：以内需确定性板块为主，近中期重点把握可选消费及新基建机会。年内**而言，"必需消费品+新老基建"内需板块避险为主。**主要逻辑包括：一是基于如上分析，年内**政策重心以稳消费稳投资为主，内需板块增长确定性较高；二是国内疫情防控已取得战略成果，消费回补与开工投资条件具备，内需板块启动时机逐步成熟；三是**稳投资稳消费等对冲性政策加码落地在即，有望提振相关受益板块。

随着国内外疫情防控压力的逐步缓解，经济社会工作重心由高压防疫、经济停摆转变至常态化防控、重启与恢复经济活力的新阶段；经济逐步恢复预期下，对应的市场投资机会相应阶段性切换。**建议重点把握估值已调整充分至底部、而盈利预期边际改善的细分行业或个股，**有望领涨近中期结构性行情：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其

是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块（国务院已下发做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见，提出可采取预约、限流等方式，开放旅游景点、影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所），以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建；具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建，及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

三，**低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计 5 月起随着国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。**

风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

策略周报：后疫情下把握两大主线—出口贸易恢复与可选消费回暖

一、市场观察：市场主线切换至海外需求恢复、国内可选消费回暖

1、后疫情下的主要经济体已进入经济重启与恢复阶段。3 月中旬我国防控疫情见效，随后全面有序推进复工复产、复商复市；欧洲、美国日新增确诊数也分别于 4 月初、4 月末见顶趋势回落，且多数已于 5 月初至 6 月初分阶段解封与经济重启计划；当前疫情仍处高发平台期主要为巴西、俄罗斯、印度等新兴市场国家。以上全球主要经济体由疫情集中防控阶段，转入疫情常态化防控下的经济重启阶段，标志着全球经济已由前 1 个半月疫情暴发期的停摆期，**5 月起已转入后疫情下的经济恢复阶段，6 月初随着中国疫情等级较高的京津冀、湖北及东北等地区的再次下调，以及各地消费季的依次启动，标志着国内已进入后疫情深度恢复期。**

2、**全球大类资产表现：经济恢复预期下，风险资产继续反弹，避险资产普遍下跌。**3 月下旬起，全球主要央行持续货币宽松，流动性充裕驱动下，风险资产与避险资产普遍上涨；6 月以来，随着欧美日等主要经济体进入大范围经济重启阶段，尤其是流动性纾困投放力度边际收敛下，资产驱动主逻辑已由流动性切换至基本面修复预期。以上市场逻辑或动力的切换，上周风险资产继续反弹，而风险资产普遍下跌。

上周大类资产具体表现为：1）**股指显著反弹，顺周期板块领涨。**MSCI 全球、发达、新兴市场股指各反弹 5.8%、5.5%、7.8%，出台财政刺激政策的欧盟、德国股市表现领先；金融、能源、工业等顺周期板块领涨，涨幅显著高于医疗保健、信息技术、日常消费品等防御性板块；表征市场恐慌指数的 CBOE VIX 波动指数继续回落 11%至 25 附近，已自 3 月中旬的历史峰值 85 持续下行至 2 月 25 日欧美疫情暴发前夕的水平。

2）**美元指数震荡回落，工业大宗普遍反弹，黄金与国债下跌。**美元指数延续 5 月中下旬以来的震荡回落态势，上周美元指数下跌 1.4%至近一年半低点 97 下方附近， 自 3 月 20 日阶段高点至今已累计大跌 5.6%。美元走弱，人民币兑美元汇率反弹 0.5-0.9%至 7.10 关口下方。同时，受主要经济体重启恢复推动，工业大宗普遍反弹，国际原油期价周涨 10%左右至 40 美元/桶附近，LME 铜周大涨 5.3%。

而黄金、国债等避险资产普遍下跌，上周 COMEX 黄金期价明显下跌 3.6%，至近两月内低点 1680 美元/盎司附近，10Y 美国国债利率显著上行 14.6bp 至 0.8%，为 3 月 27 日以来最高；继 5 月持续上行后，上周 1Y/10Y 中国国债利率继续显著上行 48.0、14.6bp 至 2.01%/2.85%，分别反弹至今年 3 月中旬、2 月下旬水平。

3、**A 股方面，市场以海外需求恢复、国内可选消费回暖为主线反弹。**上周欧美日显著反弹 4.5%-11.0%，A 股主要指数普遍反弹 3.5-4.7%，A50 期货、恒生指数、恒生国企指数各周涨 3.7%、7.9%、5.3%。行业板块表现方面，电子、汽车、传媒、纺织服装、休闲服务、非银金融、商贸、通信等领涨 8.8-4.0%，而钢铁、建筑建材、农林牧渔、国防军工、有色金属、采掘等周期板块小幅涨跌而显著落后。以上板块的分化表现，反应市场对欧美日主要经济体的重启下的出口需求恢复预期，及国内后疫情下深度恢复期的可选消费回暖，而基建周期板块普遍弱势，反应两会后年内政策明朗、市场对强刺激基建投资的预期大幅弱化。

二、近中期市场展望：基本面恢复趋势有待确认，政策面预期或有纠偏，指数有限结构为主

1、**简要观点回顾：下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势。**我们在六月策略月报《下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势》中分析指出：六月指数或区间震荡，紧抓扩大内需与产业链提升两大主线，主要判断依据在于：一阶段性两大下行风险已释放殆尽，即内部流动性边际收缩、外部中美摩擦升级，已在 5 月中下旬得到较为充分释放；二

上行动力仍需积蓄确认，即后疫情下的经济、企业业绩等基本面恢复较为缓慢，尚需国内逆周期的财政政策发力落地、欧美日等海外疫情解封后的经济全面重启。并建议重点围绕受益于扩大内需战略与关键核心产业链提升工程两大主线的结构性机会。

2、**近中期展望：基本面恢复趋势有待确认，政策面预期或有纠偏，指数有限结构为主**

近期我们对市场指数区间震荡、结构性机会为主的判断逻辑主要包括：一**两会后政策预期弱化，但部分改革进展值得期待，尤其资本市场制度改革举措的落实，有望提振科技板块的风险偏好；**

二内需正触底回升，但后疫情下经济修复力度偏弱，且在海外疫情蔓延或复发的不确定性下，基本面恢复趋势有待确认，市场上行动力尚待蓄势；

三近期美国当局面临内部多重压力，短期不具备全面持续升级与我国摩擦冲突的条件，近期中美摩擦可控甚至有望降温，外部风险减弱；

四国内宽货币宽信用有望延续，双降窗口期再次来临，5 月市场已对近期的货币政策阶段调整消化较为充分，后续随着双降窗口期的兑现，或有政策预期纠偏、触发市场反弹的机会。

1、**研判逻辑一：近期基本面恢复预期强化。**结合最新国内外宏观数据、政策动向来看，**预计基本面恢复趋势，近期有望强化预期；**该研判从全球制造业 PMI 环比反弹、美国 5 月非农就业数据超预期、我国 5 月出口贸易超预期及国内汽车、楼市销量回暖等判断，近期欧美日的经济重启、国内后疫情下的深度复商复市，短期或强化市场对全球主要经济体的基本面恢复预期，**因而近期海外出口需求恢复、国内可选消费回暖两大市场主线，有望延续；中期或待 6 月中下旬更多宏观金融数据、货币财政政策的进一步出台或落实。**

从最新宏观数据来看，近日公布的 5 月摩根大通全球制造业 PMI 环比回升 2.8 个百分点至 42.4，其中主要系美国、欧盟的显著回升 1.6、6.0 个百分点所致，反应欧美 5 月起疫情逐步解封与分区域经济重启；近日美国 5 月新增非农就业人数 250 万人失业率 13.3%，大超预期，虽然此后劳工部称统计存在错误分类误差。同时，从政策动态来看，欧洲支持经济修复的政策力度加码，包括欧盟计划发行 7500 亿欧元共同债券、近日欧央行决定在 3 月中旬 7500 亿欧元基础上再加推 6000 亿欧元 PEPP（大流行紧急购买）资产购买计划（并将期限延长至 2021 年 6 月底）、德国通过 1300 亿欧元财政刺激计划等。以上欧美宏观数据的改善、刺激政策的加码，近期强化欧美经济重启下的恢复预期。

2、**研判逻辑二：中期基本面恢复趋势有待确认，A 股上行动力尚待蓄势**

1）内需正触底回升，但后疫情下经济修复力度偏弱。3 月中旬起国内疫情防控已见成效，经济社会秩序逐步恢复，3、4 月消费、投资、工业同比增速，已较前 2 月的同比降幅连续收窄，且 4 月工业、投资由负转正，信贷社融等金融数据也连续两月超预期放量上行，均表明内需正触底回升，后疫情下有望继续逐步修复。

同时，5 月大中城市楼市销量同比降幅近乎收窄至零附近，6 月首周已转正至+10%以上；5 月乘联会乘用车批发、零售销量同比增速回升至+9%、0%，为近三年首次月度销量增速双双归正。以上汽车、楼市等耐用品消费的回暖，也进一步表明后疫情下随着国内复商复市的深度恢复，内需已触底回升。

此外，5 月我国出口贸易（美元计价）同比-3.3%，大幅好于一致预期值-9.8%，主要系欧盟经济重启后自我国进口贸易的恢复、抗疫医疗物质与器械的高增长所致；进口贸易同比-16.7%，弱于预期值-9.4%，主要系海外停工交付延期、国际大宗商品价格同比下滑所致，而大宗商品进口量仍正增长；当月贸易顺差扩大至 629.3 亿美元。

2）经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地。受制于新冠肺炎病毒的复杂性与长期性，尤其此次疫情全球蔓延、3-5 月欧美发达经济体为疫情重灾区，年内全球经济陷入衰退，外需衰退二次冲击仍待释放（**虽然 4、5 月我国出口贸易增速大幅好于预期，但预计二季度欧美疫情严重期经济大幅下滑，我国出口贸易增速仍有转负压力**）。同时，居民收入预期、消费意愿与信心的下降，使得此次后疫情的消费修复力度较 2003 年的 SARS 疫情后明显偏弱。经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地对冲，两会政府工作报告提出的扩大内需战略、**推动消费回升、扩大有效投资（“两新一重”），预计后续有望助推经济恢复。**

3、研判逻辑三：政策预期弱化，资本市场制度改革落实，有望提振科技板块。刚结束的全国两会及政府工作报告已公布全年工作目标与重点、宏观政策等，整体基本符合预期，近期之内政策预期对于市场的驱动力已弱化；后续预期差或主要为降准降息等货币政策操作、财政政策落地执行等时点。

同时，中央务实弱化 GDP 目标增速，今年没有提出全年经济增速具体目标，主要基于全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。虽然政府报告没有提出今年具体 GDP 增长目标，但根据今年财政赤字率 3.6%以上、净增加 1 万亿元财政赤字预算规模，可以推算 20 年的乐观名义 GDP 增速为 5.4%，剔除平

减指数后，预计 20 年实际 GDP 增速区间在 2-4%。

此外，政府工作报告提出的**旨在激发市场主体活力的**六项**深化改革举措，市场预期已较为充分，**近期连续推出的要素配置改革、加快完善社会主义市场经济体制等中央文件，多为中长期根本举措、短期难以有效提振市场风险偏好。

然而，**近期资本市场制度改革落实进度超预期，尤其支持或吸引科技创新企业上市发行、回归 A 股的举措，制度红利或提振市场对科技板块的风险偏好。近日上交所**对红筹企业申报科创板发行上市中的相关事项做出了针对性安排，中芯国际登陆科创板进度超预期；近期上交所透露将研究适时推出做市商制度、研究引入科创板单次 T+0 交易、研究借鉴国际最佳实践经验完善上证综指编制方法，进一步预示资本市场制度改革正加快落实。近两年科创板注册制试点并即将推广至创业板、并购重组与再融资新规优化、减持新规优化、加大引入境内外中长线机构投资者、新证券法的实施将提高法治监管力度等；以上系列资本市场的改革举措，有望从提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、投资者结构等多方面，促进我国资本市场行稳致远。

4、**研判逻辑四：近期流动性边际收敛，中期双降有望再次落地。**

为对冲纾困疫情防控高峰期的企业现金流压力，3、4 月宽货币宽信用政策持续发力，宏观杠杆率快速攀升，同时存在资金套利金融空转现象；5 月货币政策与流动性投放边际放缓，为导致近期货币资金价格、国债利率显著反弹的主要原因。然而，后续随着政府债券大规模发行、财政政策加码落地，消费通胀的回落、人民币汇率的企稳，降准、降息及结构性贷款政策空间有望再次打开。

具体来看，6 月 6、19 日各有 5000、2400 亿元的 1 年期 MLF 到期，6 月中上旬为央行货币政策量价操作的重要观察窗口期；为配合政府债券的大规模发行，预计届时或降息 0.5 个百分点并同时引导 LPR 小幅下调 5-10bp。

按新增政府债券规模来看，2020 年共新增约 8.51 万亿元，包括纳入财政赤字预算的规模约 3.76 万亿元、赤字预算外的地方专项债规模 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿；而 19 年新增政府债券规模共 4.91 万亿元，包括赤字规模 2.76 万亿、地方专项债 2.15 万亿。合并考虑以上三项口径，20 年财政赤字率将由 19 年的 4.95%大幅提升至 8.5%附近。

政府工作报告明确提出，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速明显高于去年。19 年 M2、社融增速各为 8.7%、10.7%（月度增速波动区间各在 8.0-8.6%、10.6-11.2%），按今年增速明显高于 19 年，则意味着 20 年的 M2、社融同比增速预计在 11%、13%附近（提升 2 个百分点左右），基本能保持在最近 4 月的近三四年的高位水平。为了配合年内大规模政府债券的发行，预计货币政策将通过降准或者公开市场操作，**宽货币宽信用有望延续，**以维持市场流动性的合理充裕。

同时，政府工作报告要求**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。近日央行及时落实以上政策要求，通过 4000 亿元的定向再贷款支持地方法人银行，以撬动约 1 万亿元的普惠型小微企业贷款发放，该创新货币政策工具主要聚焦于缓解小微企业的融资压力，保障资金“直达”实体经济。

5、**研判逻辑五：近期中美摩擦可控，外部风险减弱。**5 月中下旬，美国当局先后升级对华为的半导体技术封锁，限制中概股在美国市场上市交易，并针对我国两会通过的涉港国家安全法，威胁撤销香港的特殊待遇、对内地及香港特区部分官员进行“制裁”、对部分中国留学生限制签证等；以上美国发起的摩擦与威胁言论，为 5 月中下旬 A 股半导体科技板块、人民币汇率、港股弱势震荡的主要扰动因素。

然而，近期美国国内骚乱不断、疫情防控形势仍较严峻、经济重启初期不确定性较高；以上内部多重压力下，美国当局短期不具备全面持续升级与我国摩擦的条件。这一点从近期特朗普的专场新闻发布会“雷声大雨点小”得到初步印证。

同时，美国当局的威胁言论真正落实起来，恐将更多伤及自身，而真正对我方伤害有限，主要依据在于：一美国疫情防控成效、经济重启与恢复进度显著落后于我国，当前美国急需我国加大进口美国农产品、油气能源等，这一点从近日中美双方均正式表达了认真落实第一阶段经贸协议也得到印证，尤其是近日美方代表莱特希泽充分肯定我方疫情期间很好履行了贸易协议；

二是美国若真正撤销香港特殊关税待遇，考虑到香港已成为美国主要的贸易顺差地区，撤销后真正伤及更多的是美国自身；三考虑到香港开放的金融、贸易市场地位，美国资本与企业在香港市场的利益根深蒂固，而当前港股处于全球洼地，且在市场制度改革后正吸引互联网、生物技术等优秀的创新公司赴港上市，或吸引中概股回归港股二次上市，如近日网易、京东；美国资本即使非理性撤离，也将吸引包括大陆的全球资本配置香港市场。

三、**中期市场展望：趋势反弹或待后疫情下基本面的恢复预期向好**

1、疫情冲击下的三阶段市场情景分析。此前我们做出过疫情冲击下的市场情景分析，根据疫情发展与防控曲线变

化的而划分市场三阶段走势：参考每日海外新增确诊数变化曲线，并大致可根据疫情防控曲线的三阶段，即加速暴露上升—确认见顶并趋势回落—底部归零后经济社会逐步恢复正常，而相应划分为三阶段；第一阶段：疫情加速暴露上升期，资产遭遇抛售而快速回调，该阶段时长约 2-4 周；第二阶段：日新增确诊数确认见顶并趋势回落，疫情隔离防控见效，该阶段时长约 6-8 周，市场有望底部企稳并在趋势回落前半程迎来技术性修复反弹；第三阶段：底部归零后经济社会逐步恢复正常，市场中期进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。

当前 A 股正进入第三阶段，展望中期，市场**将进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。**该阶段市场风险偏好或保持平稳，但受疫情的负面滞后影响，经济数据、企业盈利显著下滑，基本面冲击显现；同时，疫情后复工复产、供应链修复、消费回补等经济社会活动的正常化恢复过程较为缓慢，货币财政等对冲性政策见效延后。以上疫情对基本面滞后影响显现、经济恢复及政策见效延后，使得指数或保持阶段底部震荡，**市场或围绕疫情对不同行业的冲击、修复、重构的不同影响，而呈现结构分化行情。**

2、业绩展望：二季度"两头在外"型行业业绩压力凸显，但业绩继续下修空间有限，预示业绩预期负向差的概率较小且影响弱化。展望二季度，随着 3 月初欧美疫情的加速暴发，外需及外部供应链的中断冲击或逐步体现，**"两头在外"型行业，即**对上游关键材料与配件依赖进口、下游销售市场出口占比较高的行业业绩影响或凸显；同时，随着国内疫情常态化防控下全面推进复工复产、服务消费逐步复苏或回补（尤其是地方消费券的发放普遍产生约 10 倍的乘数效应），预计一季度疫情冲击较大的部分行业（密闭环境人口集中的消费场所的除外，如影院）有望改善。

乐观预计三季度有望触底反弹，后疫情下的行业恢复程度或各异。三季度起，若欧美疫情防控基本结束，经济活动已全面重启，则全球主要经济体的逆周期货币、财政政策发力见效，经济与贸易链有望逐步恢复，乐观预计经济增速有望显著反弹，上市公司业绩也随之触底显著回升。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异，市场机会或集中于估值已下修至底部，而后续业绩有望逐季恢复，且边际恢复弹性大。由于内外疫情进度差异下的内外需两个市场影响-恢复进度不一、行业景气自身趋势不同、叠加逆周期政策受益程度不等，预计后疫情下公司业绩的恢复进度、力度及空间，将依行业属性不同而呈现较大分化。初步判断或集中于绿色智能型的耐用消费品（电动汽车、智能家电、5G 手机等）、可选服务消费（休闲旅游、影视传媒、营销广告等）。

全年来看，一致业绩预期显著下调后，继续下修空间有限。疫情冲击下，市场对沪深 300 的 2020 年业绩增速一致预期增速，已从 1 月底的 11.2%下调至当前的-2.5%，调降幅度达 13.7 个百分点；但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，外需二季度承压下半年回复偏弱，预计后续业绩预期仍有下调空间，但继续下修空间有限，预示后续业绩基本面预期负向差概率较小，且对股价或市场的影响已明显弱化。若根据 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值 3-5%，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速或为-10%附近。

四、**配置建议：以内需确定性板块为主，近中期重点把握可选消费及新基建机会。**年内**而言，"必需消费品+新老基建"内需板块避险为主。**主要逻辑包括：一是基于如上分析，年内**政策重心以稳消费稳投资为主，内需板块增长确定性较高；二是国内疫情防控已取得战略成果，消费回补与开工投资条件具备，内需板块启动时机逐步成熟；三是**稳投资稳消费等对冲性政策加码落地在即，有望提振相关受益板块。

随着国内外疫情防控压力的逐步缓解，经济社会工作重心由高压防疫、经济停摆转变至常态化防控、重启与恢复经济活力的新阶段；经济逐步恢复预期下，对应的市场投资机会相应阶段性切换。**建议重点把握估值已调整充分至底部、而盈利预期边际改善的细分行业或个股，**有望领涨近中期结构性行情：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块（国务院最近下发做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见，提出可采取预约、限流等方式，开放旅游景点、影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所），以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建；具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建，及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

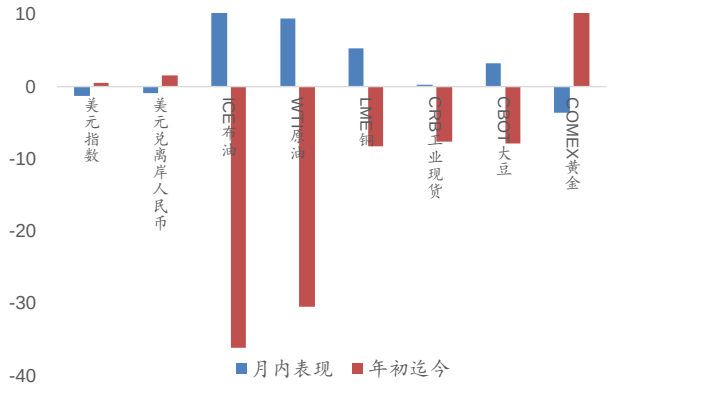
三，**低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配**

置价值，预计 5 月起随着国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。

而此前具备避险或免疫功能的必需消费品内需板块，考虑到阶段利好预期反应较为充分，短期或存在适当回调压力：包括食品饮料、畜禽养殖、农业种植、医疗器械及生物疫苗等。

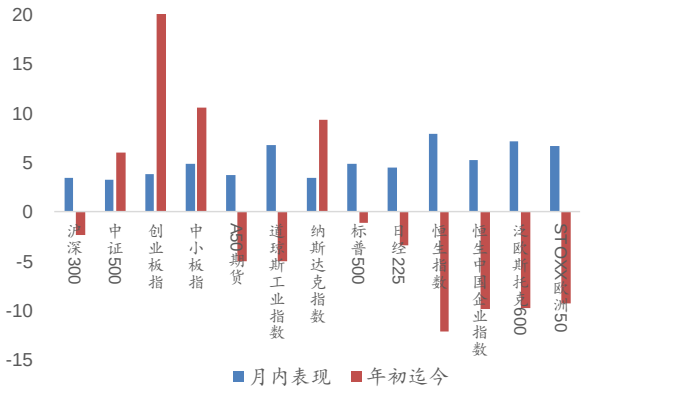
风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

图表 1：上周美元下跌工业大宗反弹而黄金回调



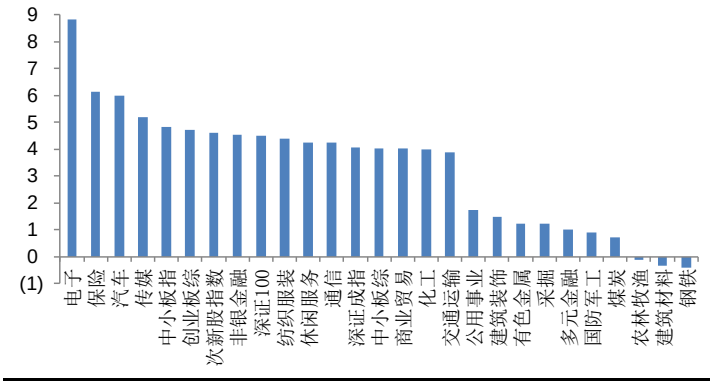
资料来源：WIND，国都证券（20 年 GDP 增速系财政赤字率推算）

图表 2：上周欧洲股指领涨全球股市



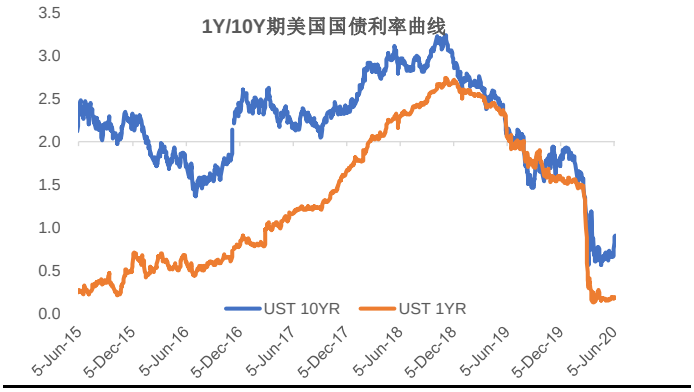
资料来源：WIND，国都证券

图表 3：上周可选消费与出口外贸板块领涨基建周期弱势



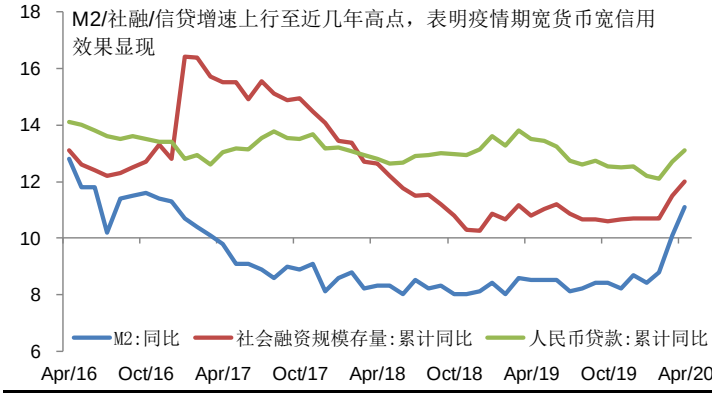
资料来源：WIND，国都证券

图表 4：近期美国国债利率呈现触底反弹态势

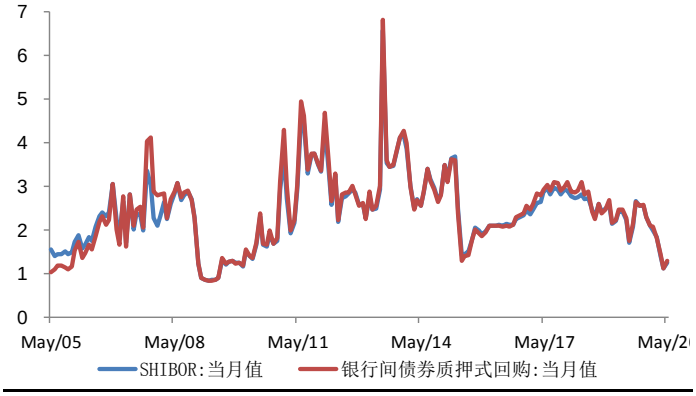


资料来源：WIND，国都证券

图表 5：宽货币宽信用 M2/社融增速上行至近几年高点



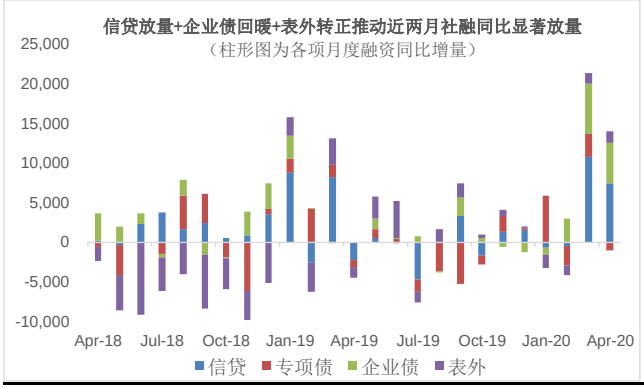
图表 6：5 月货币资金加权平均价自十年低点小幅反弹



资料来源：WIND，国都证券

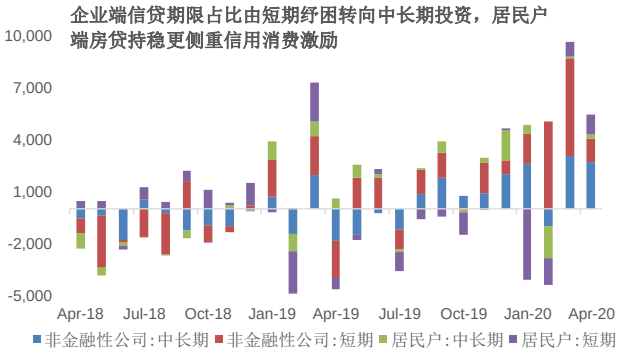
资料来源：WIND，国都证券

图表 7：信贷放量+企业债回暖+表外转正推升社融放量



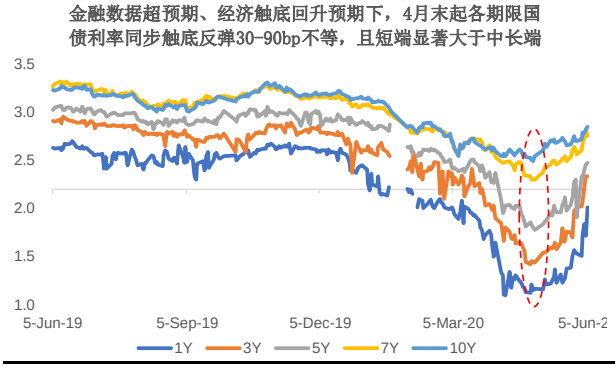
资料来源：WIND，国都证券

图表 8：企业信贷期限占比由短期纾困转向中长期投资



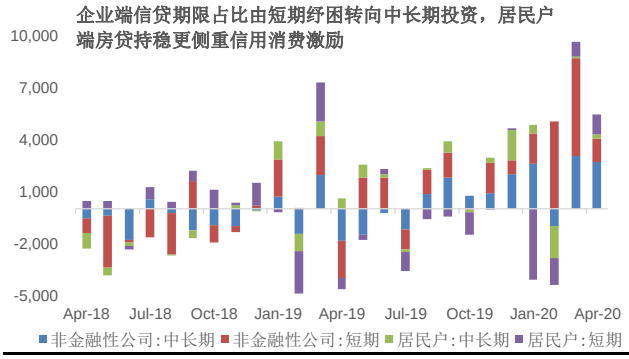
资料来源：WIND，国都证券

图表 9：经济触底回升预期下各期限国债利率均触底反弹



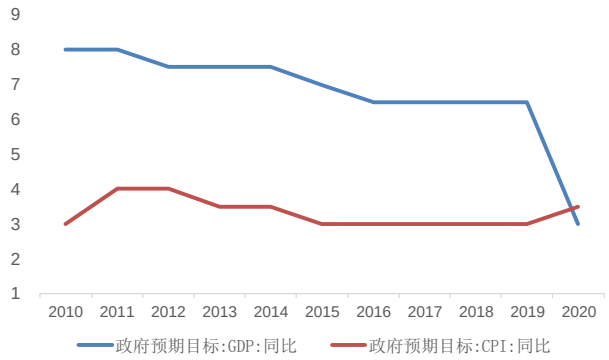
资料来源：WIND，国都证券

图表 10：企业信贷期限占比由短期纾困转向中长期投资



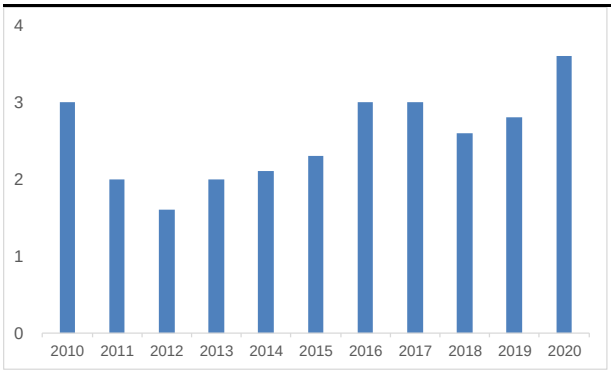
资料来源：WIND，国都证券

图表 11：近十年 GDP、CPI 的政府预期目标变化



资料来源：WIND，国都证券（20 年 GDP 增速系财政赤字率推算）

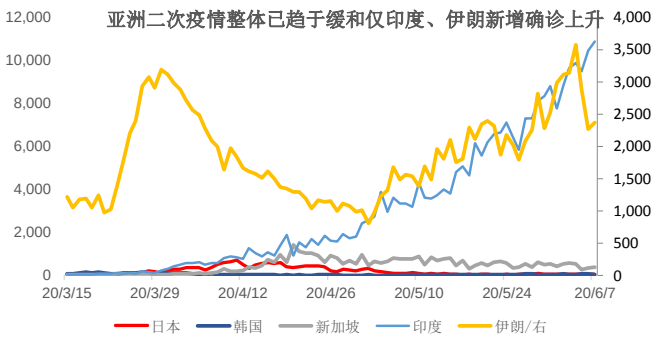
图表 12：2020 年财政预算赤字率显著提升至 3.6%以上



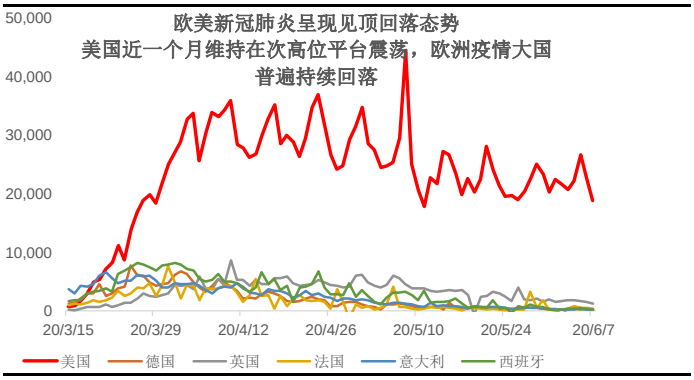
资料来源：WIND，国都证券

图表 13 :亚洲疫情整体已缓和仅印度伊朗新增确诊仍上升

图表 14：全球疫情第二波中心日增确诊数均震荡下降

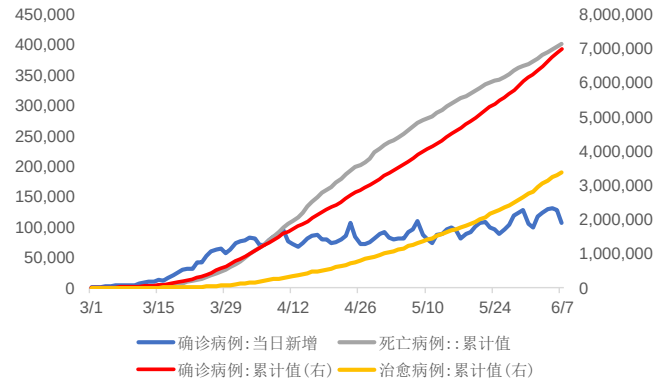


资料来源：WIND，国都证券



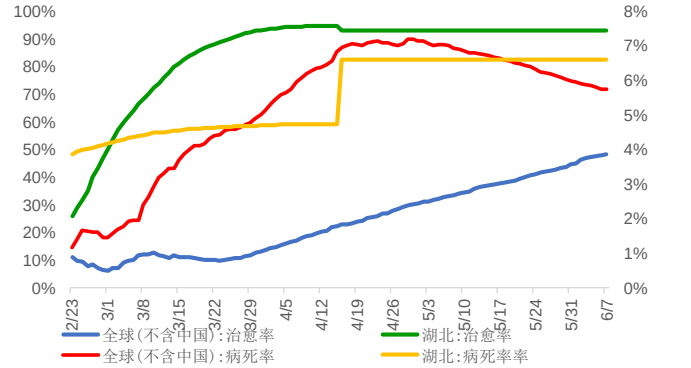
资料来源：WIND，国都证券

图表 15：全球（不含中国）日增确诊数连续两月高位震荡



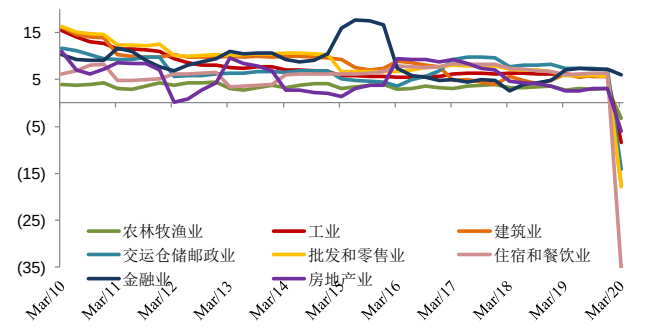
资料来源：WIND，国都证券

图表 16：全球疫情病死率自 5 月初起见顶趋势回落



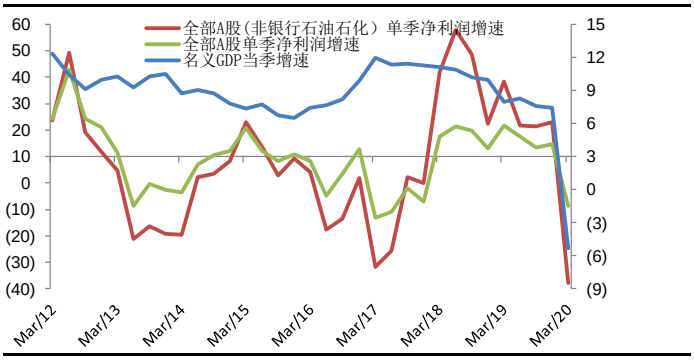
资料来源：WIND，国都证券

图表 17：一季度疫情对批零交运餐饮建筑等产业冲击明显



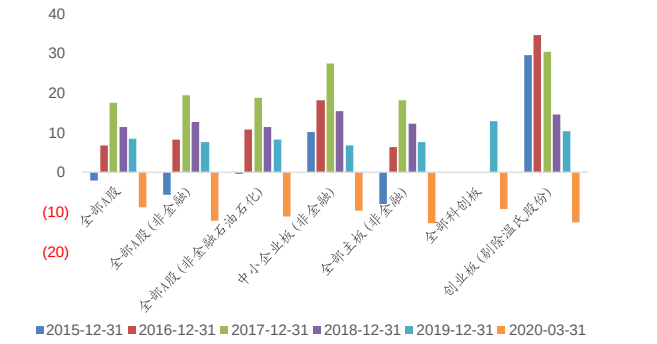
资料来源：WIND，国都证券

图表 18：名义 GDP 增速锐减下一季度业绩显著下滑



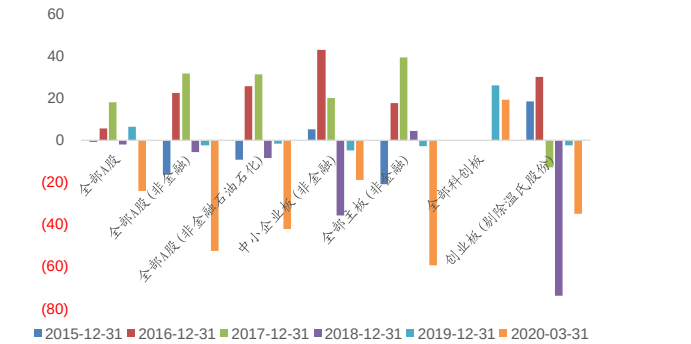
资料来源：WIND，国都证券

图表 19：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 营收同比普降 10%



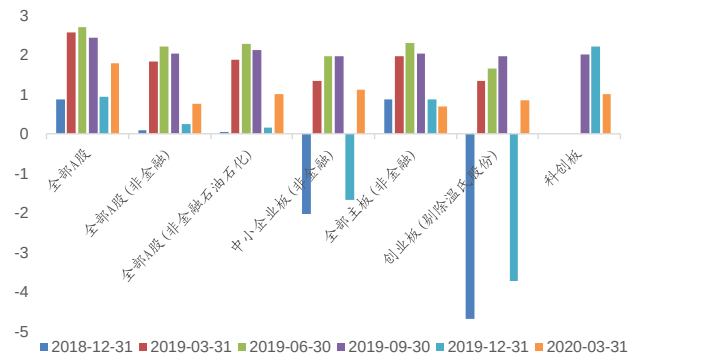
资料来源：WIND，国都证券

图表 20：疫情冲击下 20Q1 各类型全 A 净利润普遍大降



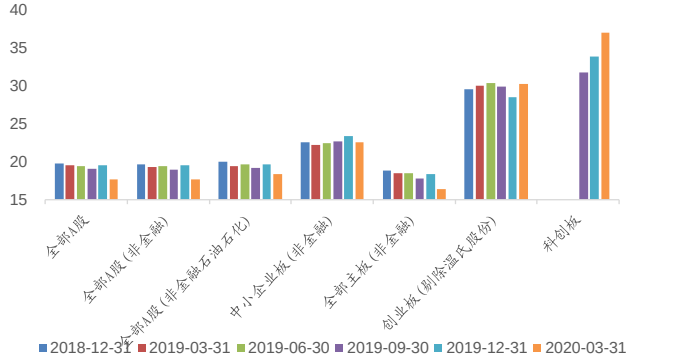
资料来源：WIND，国都证券

图表 21：疫情拖累各类型 A 股扣非后 ROE 同比下滑



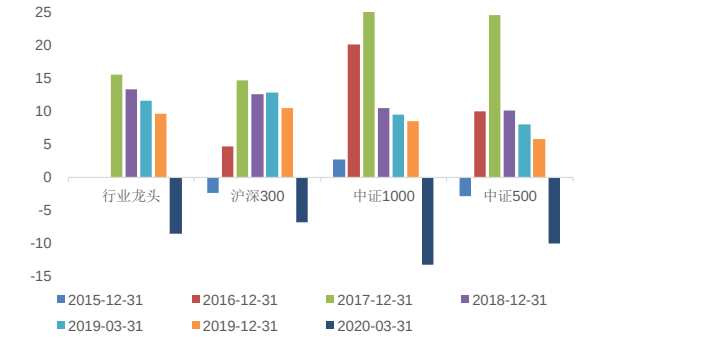
资料来源：WIND，国都证券

图表 22：疫情拖累非金融主板毛利率同比显著下滑



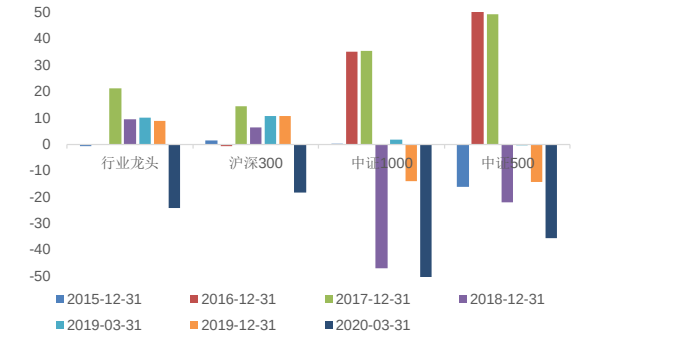
资料来源：WIND，国都证券

图表 23：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的营收降幅较轻



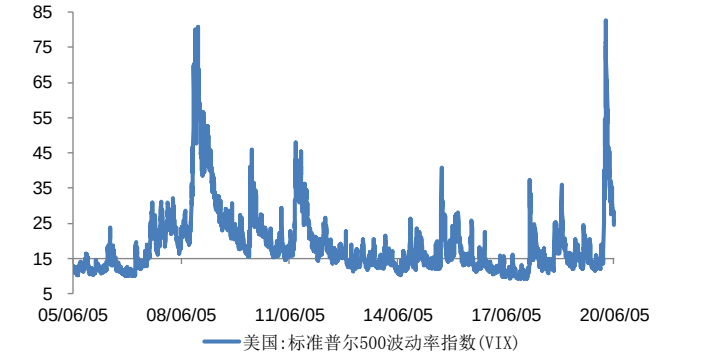
资料来源：WIND，国都证券

图表 24：疫情期大盘蓝筹或行业龙头的利润降幅较轻



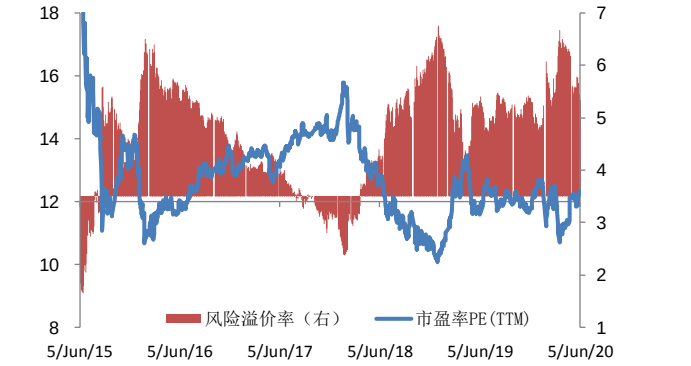
资料来源：WIND，国都证券

图表 25：VIX 指数自历史峰值持续回落两个半月后或反弹



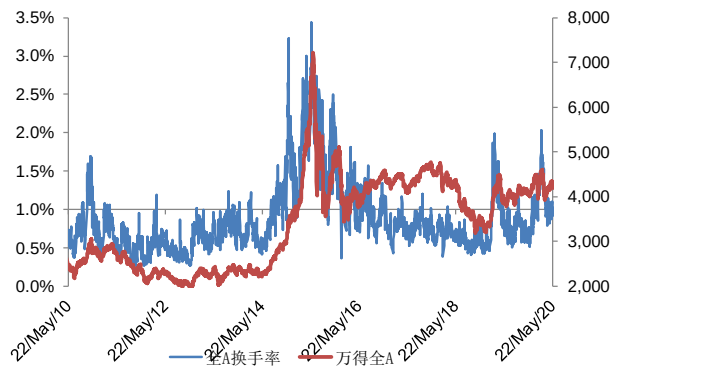
资料来源：WIND，国都证券

图表 26：当前沪深 300 指数 ERP 高出五年均值 64bp



资料来源：WIND，国都证券

图表 27：两市换手率或仍需减半至 0.5%才能确认情绪底



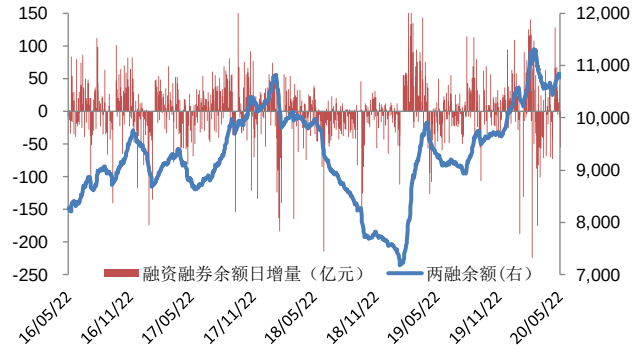
图表 28：3/24 起陆股通资金转为趋势净流入



资料来源：WIND，国都证券

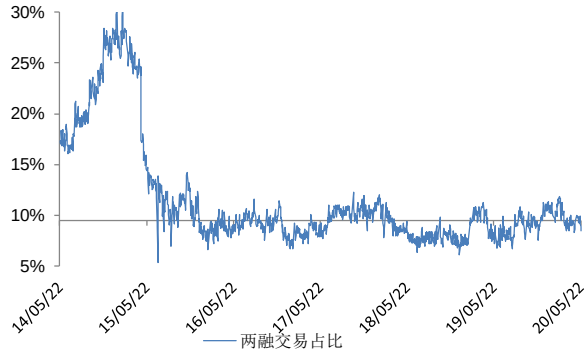
资料来源：WIND，国都证券

图表 29：3 月中旬起本轮震荡期两融余额降幅略低于指数



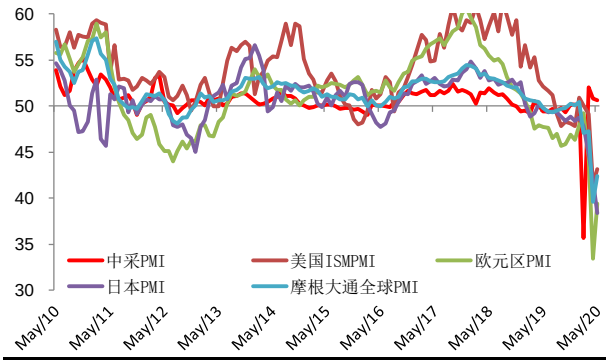
资料来源：WIND，国都证券

图表 30：两融交易占比再次回落至五年均值 9.5%下方



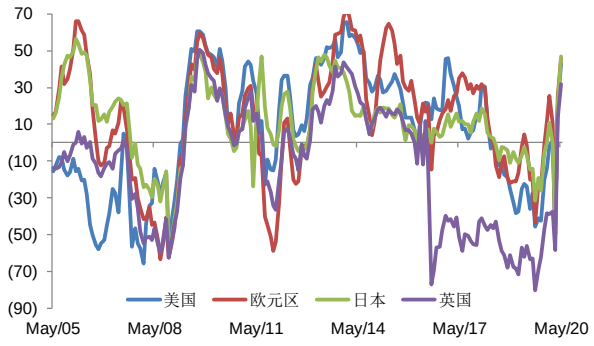
资料来源：WIND，国都证券

图表 31：5 月欧美制造业 PMI 触底回升



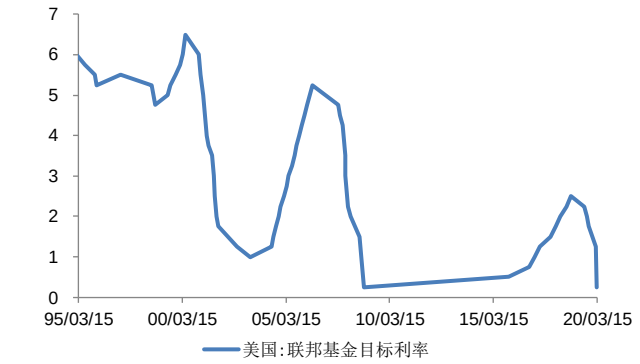
资料来源：WIND，国都证券

图表 32：疫情暴发后发达经济体 ZEW 经济景气宽幅波动



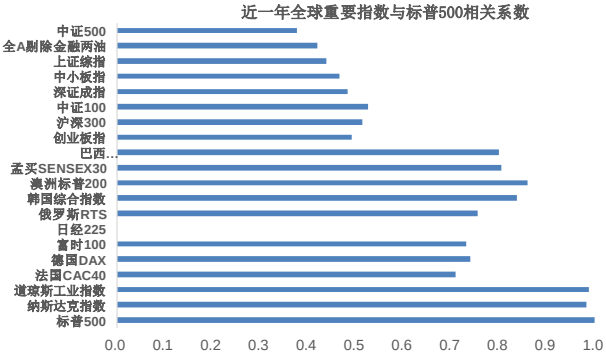
资料来源：WIND，国都证券

图表 33 :半个月内美联储连续两次紧急大幅降息至零附近



资料来源：WIND，国都证券

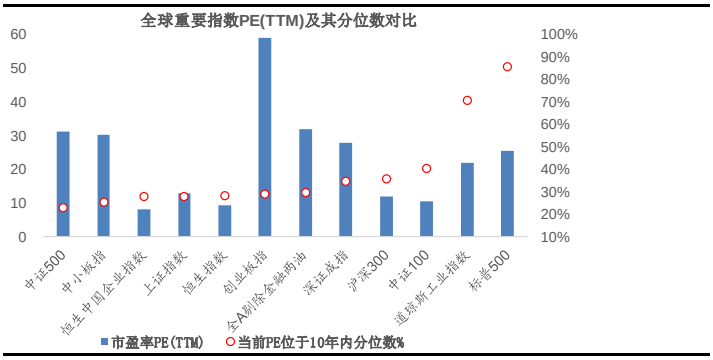
图表 34：近一年 A 股与标普 500 相关系数在 0.4-0.5



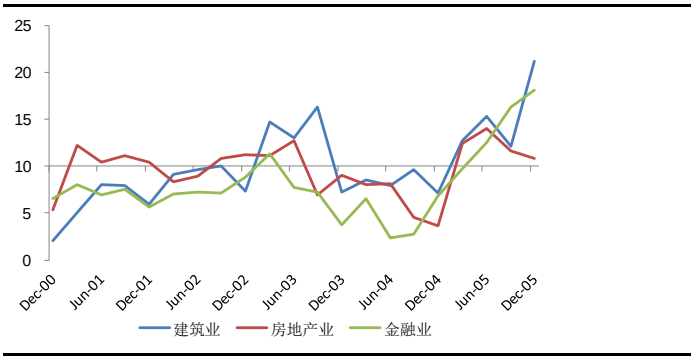
资料来源：WIND，国都证券

图表 35：A 股主要指数滚动 PE 位于历史分位数 30%下方

图表 36：金融地产业影响初期幅度较小但修复时间更长

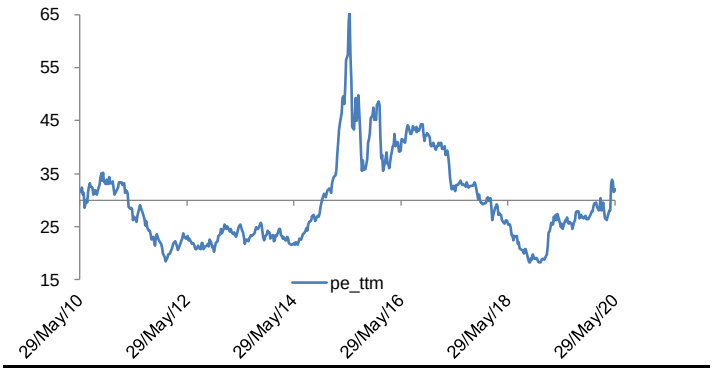


资料来源：WIND，国都证券



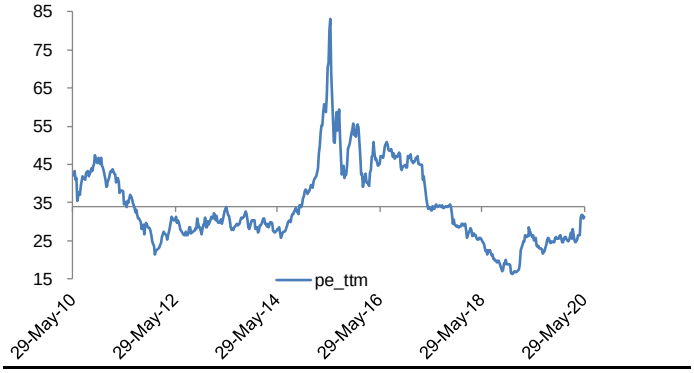
资料来源：WIND，国都证券

图表 37：剔除金融石油石化的全 A 整体 PE(TTM)位于均值



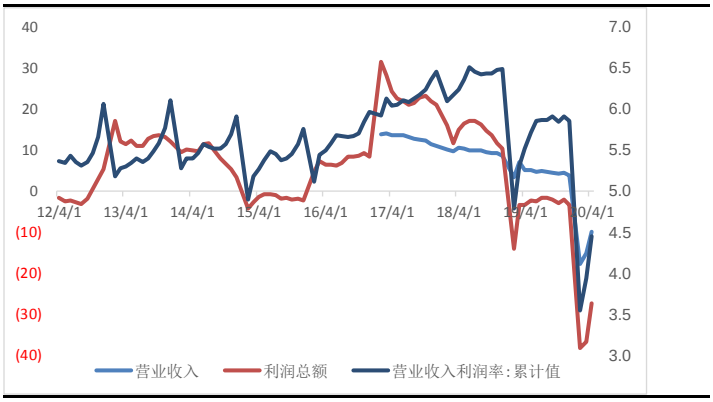
资料来源：WIND，国都证券

图表 38：中小盘指数中证 500 滚动 PE 较均值仍折价 8%



资料来源：WIND，国都证券

图表 39：近两月规模以上工业企业经营业绩逐步回暖



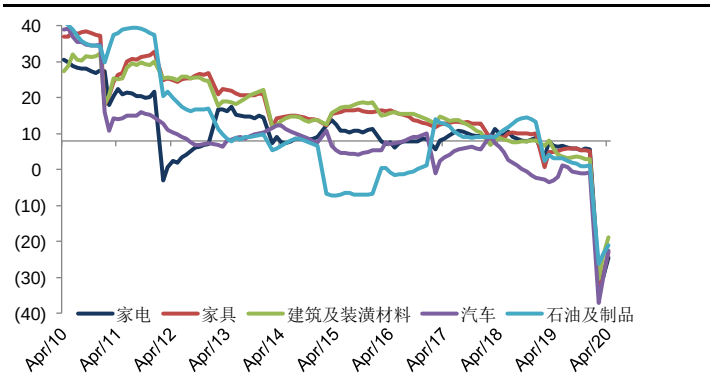
资料来源：WIND，国都证券

图表 40：近三月工业企业存货、应收账款同比波动明显



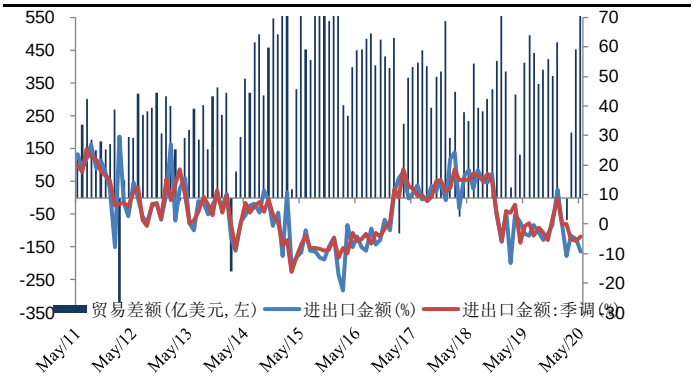
资料来源：WIND，国都证券

图表 41：耐用消费品零售额增速恢复偏弱



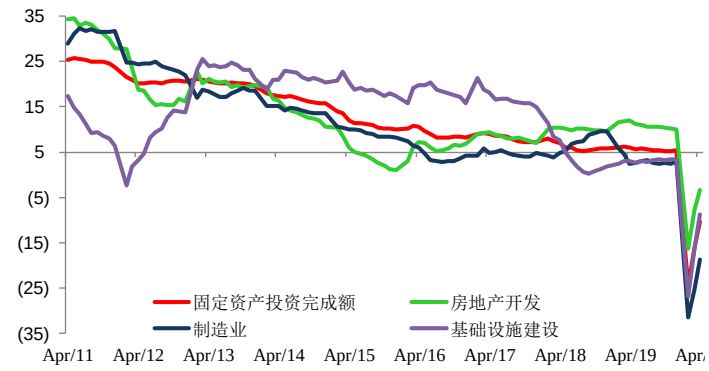
资料来源：wind，国都证券

图表 42：近两月我国出口贸易增速好于预期



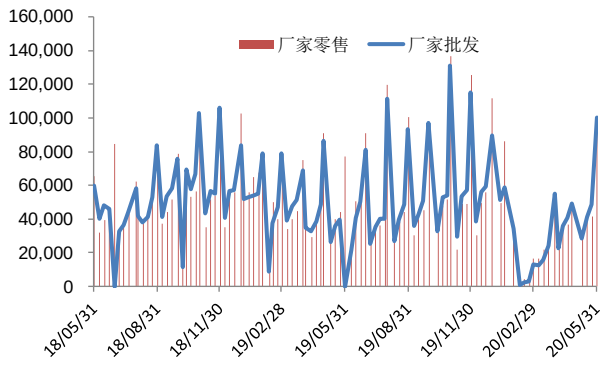
资料来源：WIND，国都证券

图表 43：制造业投资回暖显著弱于地产与基建



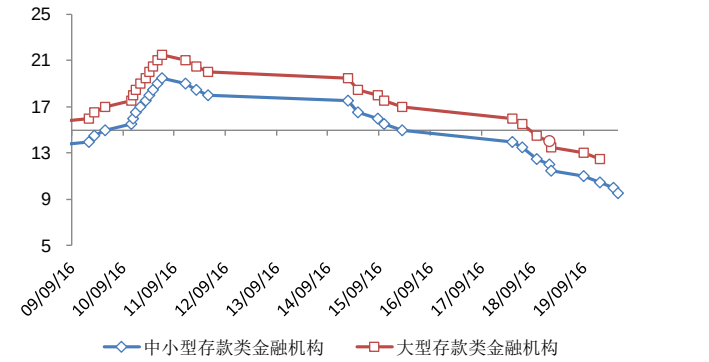
资料来源：WIND，国都证券

图表 44：5 月全国汽车批零销量同比增速转正



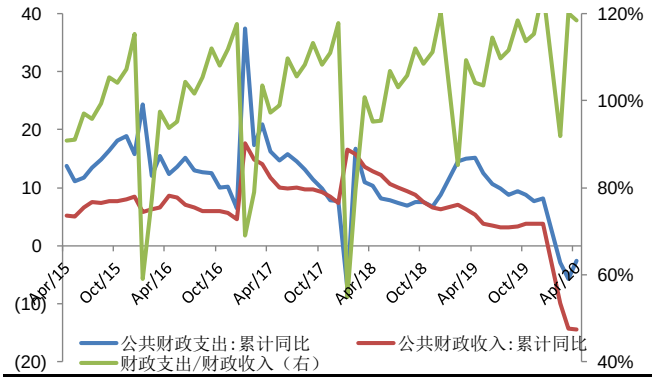
资料来源：WIND，国都证券

图表 45：近两年已累计下调存款准备金率 4-5 个百分点



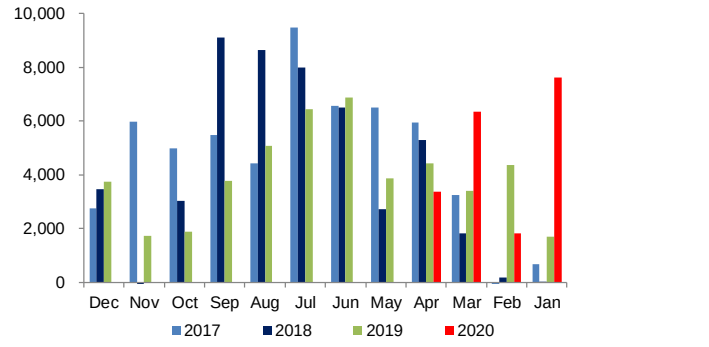
资料来源：WIND，国都证券

图表 46：经济放缓下财政收入明显减速支出扩张受限



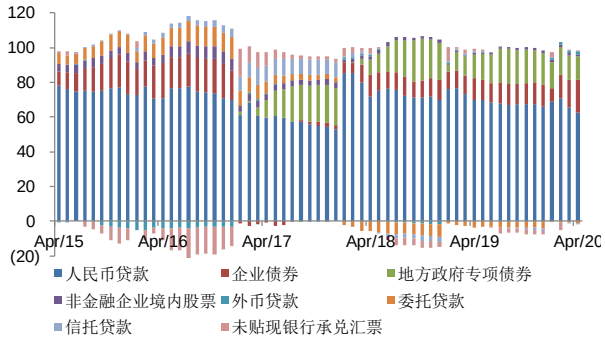
资料来源：WIND，国都证券

图表 47：20 年地方政府专项债发行与使用明显前置加快



资料来源：WIND，国都证券

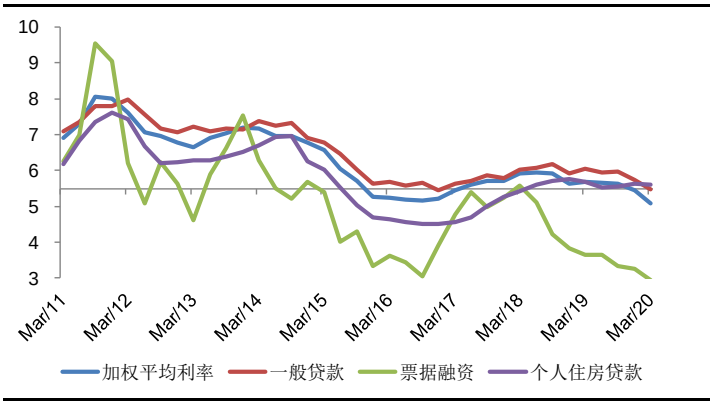
图表 48：今年以来股债直接融资占比逐月提升



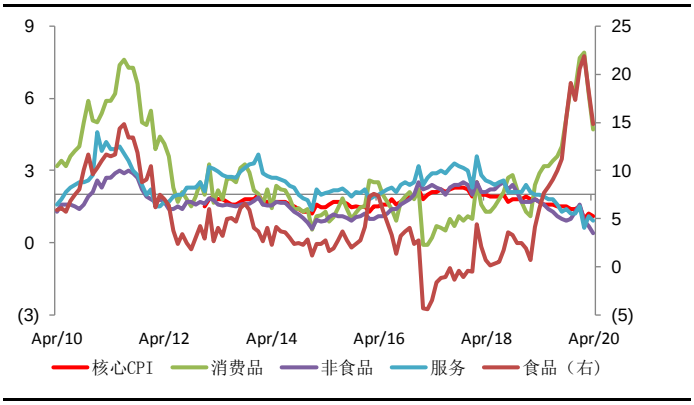
资料来源：WIND，国都证券

图表 49：近一年各项社会融资成本持续回落

图表 50：核心 CPI 与非食品、服务价格同比连降两年

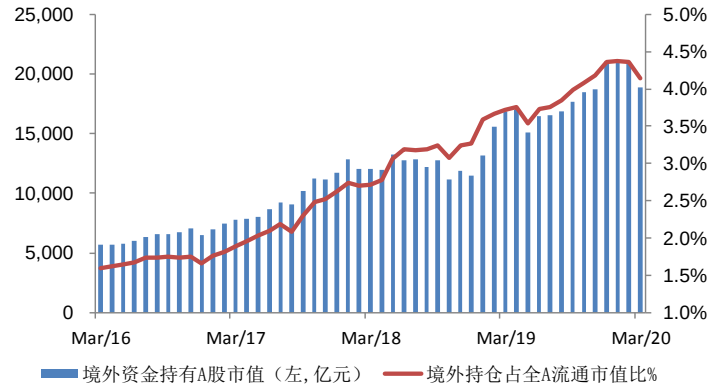


资料来源：WIND，国都证券



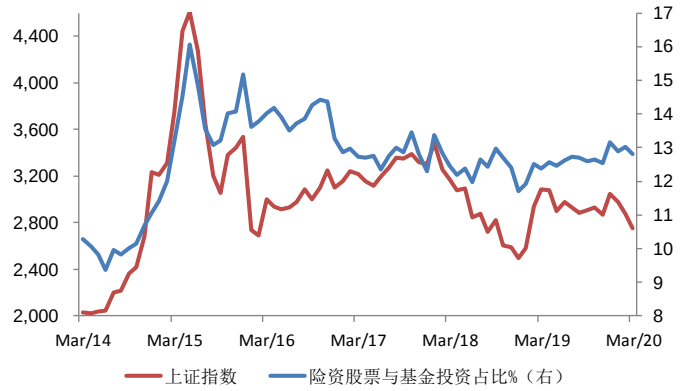
资料来源：WIND，国都证券

图表 51：近两月境外资金持有 A 股市值及占比有所回落



资料来源：WIND，国都证券

图表 52：险资股票与基金投资占比仍有较大提升空间



资料来源：WIND，国都证券

图表 53：20Q1 公募重仓 100 股行业分布（普通股票+偏股混合+灵活配置）

行业	个股数	市值占基金投资股票总市值比例%
医药生物	17	6.54
食品饮料	11	6.69
电子	11	4.3
计算机	11	3.13
传媒	6	1.92
银行	5	1.93
房地产	4	2.29
非银金融	3	1.13
农林牧渔	4	1.21
家电	4	1.95
电气设备	3	1.23
化工	3	0.59
建材	3	0.85
机械设备	2	0.92
交运	2	0.55
合计	89	35.23

资料来源：WIND，国都证券

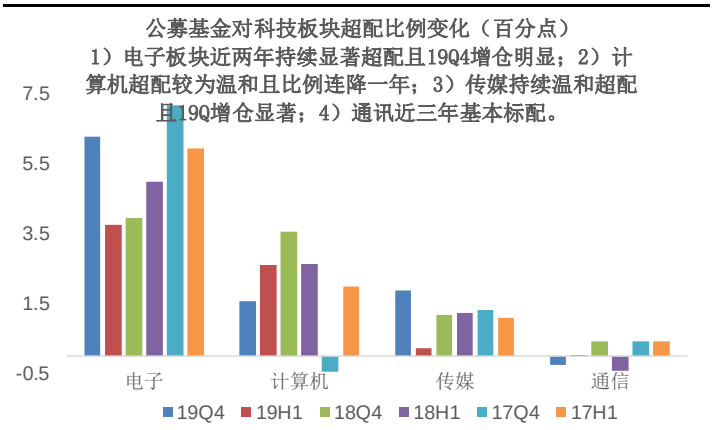
图表 54：重仓股增仓前 100 的行业分布及增仓股平均表现

行业	个股数	平均增仓百分点(占公司流通股比例)	期间平均表现%
医药生物	18	8.0	40.7
计算机	16	6.1	27.7
机械设备	9	5.2	30.7
传媒	8	9.3	4.9
电子	7	5.7	20.3
食品饮料	6	5.0	29.7
电气设备	4	6.0	23.4
化工	4	7.5	2.1
建筑装饰	3	6.5	20.0
公用事业	2	6.1	76.9
农林牧渔	3	6.7	23.6
建材	3	7.3	50.4
房地产	2	11.3	4.9
家电	2	6.9	6.8
通信	2	5.7	40.6
合计/平均	89	6.9	26.8

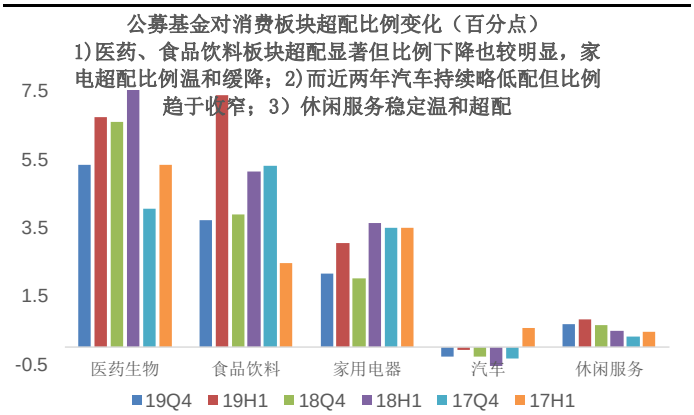
资料来源：WIND，国都证券

图表 55：公募基金对科技板块超配比例变化（百分点）

图表 56：公募基金对消费板块超配比例变化（百分点）

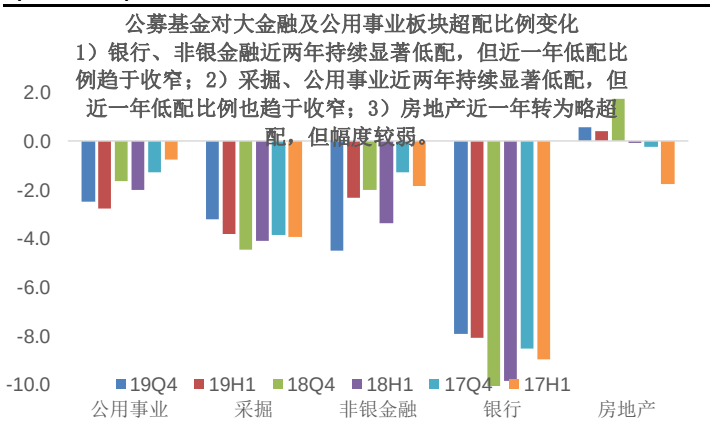


资料来源：WIND，国都证券



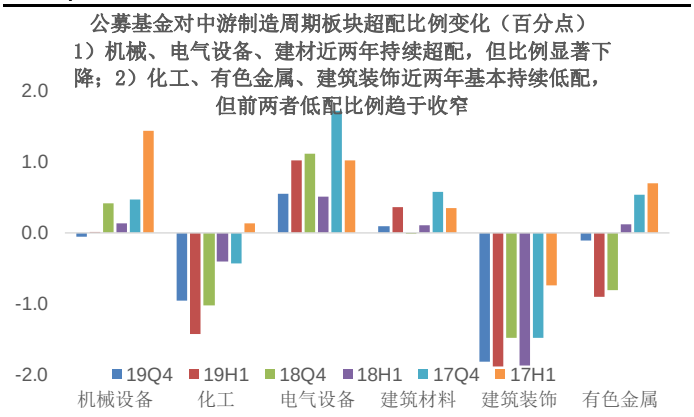
资料来源：WIND，国都证券

图表 57 :公募基金对大金融及公用事业板块超配比例变化（百分点）



资料来源：WIND，国都证券

图表 58 :公募基金对中游制造周期板块超配比例变化(百分点）



资料来源：WIND，国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoyin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	朱天辉	机械	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shiyingchao@guodu.com	傅达理	轻工、医疗服务	fudali@guodu.com
王义	医药	Wangyiyj@guodu.com			