晨会报告

国都证券研究所晨报 20200511

【财经新闻】

- 证券时报：央行：贷款利率隐性下限已被打破
- 证券时报：财政赤字货币化需慎之又慎
- 证券日报：资本市场国际吸引力提升，外资看好 A 股有言更有行

【行业动态与公司要闻】

- 证券时报：互联网贷款管理办法出炉 不得用于购房投资股票

【国都策略视点】

- 策略周报：红五月逻辑动力正兑现释放

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2895.34	0.83
沪深 300	3963.62	0.99
深圳成指	11001.58	1.27
中小板综指	10231.16	0.93
恒生	24230.17	1.04
国企	9868.34	1.07
恒生 AH 溢价	127.01	0.06
标普 500	2929.80	1.69
NASDAQ	9121.32	1.58
MSCI 新兴市场	911.65	1.65

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	家用电器	1171.80	3.95
2	计算机	4013.65	2.06
3	通信	1853.70	1.71
4	传媒	3361.63	1.39
5	纺织服装	888.23	1.28

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	26.04	4.83
纽约期金	1704.80	-1.30
伦敦期铜	5280.50	1.19
伦敦期铝	1492.00	0.64

研究员:王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人:时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @guodu.com

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。

【财经新闻】

- **证券时报：央行：贷款利率隐性下限已被打破**

【证券时报】5 月 10 日，央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》。本次报告聚焦疫情冲击下的全球经济发展及潜在风险隐患，以及中国货币政策应对的成效和下一步的货币政策目标。

报告指出，新冠肺炎疫情快速蔓延，全球经济遭遇供需双侧冲击，短期已滑入衰退轨道。尽管各国已出台了一系列积极措施抗击疫情，但政策力度和实施效果存在差异，在目前仍缺乏强有力的国际协调背景下，疫情或在全球出现反复，可能引发经济社会运行的多次“暂停”和“重启”。全球疫情持续时间及负面影响可能超预期。

对我国来说，报告认为，当前我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感。主要经济体高度宽松的非常规货币政策和财政政策的效果和溢出效应需密切关注，我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。一方面，主要经济体央行大幅放松货币政策加之我国疫情防控和复工复产领先，人民币资产较高的收益和相对的安全性可能吸引跨境资金流入。另一方面，外需持续走弱、投资者风险偏好下降也可能引起出口减少和跨境资金流出。

因此，展望下一步的货币政策，报告称，稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。

在利率市场化改革方面，报告表示，4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的贷款占比为 28.9%，是 LPR 改革前 2019 年 7 月的 3 倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。

贷款利率市场化改革，也对存款利率市场化改革起到重要推动作用。报告称，随着 LPR 改革深入推进，贷款利率实现和市场利率并轨，市场化水平明显提高。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。

“从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，存款利率与市场利率正在实现‘两轨合一轨’，贷款市场利率改革有效地推动了存款利率市场化。”报告称。

此外，报告透露，为有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，加强对转换进度的监测，将金融机构存量企业贷款转换进度纳入 MPA 和合格审慎评估考核，预计在 8 月底前可基本完成转换。

- **证券时报：财政赤字货币化需慎之又慎**

【证券时报】全国“两会”召开在即，前期确定的适当扩大财政赤字、发行特别国债和扩大地方政府专项债规模等一揽子财政政策有望在“两会”明确。近期，有关财政赤字货币化的讨论日渐升温。有财政专家认为，当前财政赤字货币化具有合理性、可行性和有效性，并建议如果由央行直接购买特别国债，不但可以避免国债向市场发行产生的挤出效应，而且可以产生和央行扩大货币供应不同的效果。

财政赤字货币化并非新话题，过去业内对这一问题少有谈及，主要是因为不受约束的财政纪律曾一度令一些国家陷入恶性通胀的痛苦泥淖中，甚至引发了严重的社会问题。也因此，过去不少国家强调央行的独立性，不能成为财政政策的“钱袋子”。《中华人民共和国人民银行法》就明确提出，中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。

然而，金融危机发生后，随着日本、美国等国家实施大规模量化宽松后并未引发通胀，使得近些年现代货币理论（MMT）开始大行其道。MMT 的一大本质就是财政赤字货币化，宣称对能够以本国货币借贷的国家来说，财政赤字并不可怕，因为赤字可以货币化。

疫情席卷全球，欧美等主要发达经济体再次启动新一轮财政赤字货币化。例如，英国政府宣布，将财政部在央行的透支账户规模暂时扩大到不受限制的数额。国内的一些专家据此认为我国也可以实施财政赤字货币化，让央行直接购买政府债券。其中的理由便是国外的经验已表明，财政赤字货币化已不会引发通胀问题，因为现在整个货币运行的状态已发生质的变化，通胀的可能性很小；传统的货币政策传导效率降低，现有的货币政策宽松手段对实体经济的刺激作用在减弱。

笔者认为，一方面，国外实施财政赤字货币化并不意味着就适合当前我国的国情；另一方面，仅看到国外财政赤字货币化未引发通货膨胀，却忽视欧美等国近十年来不断拉大的贫富差距，是片面不客观的。

首先，欧美等发达经济体在上一次金融危机中已采取了量化宽松的刺激政策，其货币政策已经基本没有正常操作空间，不得不采取财政赤字货币化这种两害相权取其轻的方式，让居民和企业活下来。但对中国来说，宏观政策逆周期调控的工具相对丰富，不论是货币政策还是财政政策，都还有在正常操作空间内的回旋余地，尚未达到万不得已的一步。我国央行的货币政策可以在不突破现有法律的前提下，通过更为市场化的方式支持财政刺激政策。

其次，金融危机发生以来的十余年，欧美等发达经济体使用的财政赤字货币化虽然未引发通胀，但富人群体受益于权益类资产价格的一路猛涨，贫富分化加剧是不争的事实。一味地使用财政货币刺激手段，而忽视结构性改革，是欧美等国面临的共性问题。对中国来说，当前的物价水平呈现结构性问题，一方面，食品价格通胀，工业品价格通缩；另一方面，我国现行的统计口径中，房价变动并未纳入统计，通胀数据并不完善。

经济衰退时扩大财政赤字有必要，但财政刺激在挽救经济的同时，要兼顾财政纪律和长期的制度约束。财政赤字货币化短期内虽会带来经济企稳、稳定市场信心的甜头，但这类政策是把未来押作赌注，必须对这一问题慎之又慎。更为重要的是，财政货币刺激政策无法替代结构性改革，后者才是推动全要素生产率提升、经济长久发展的重要力量。

■ 证券日报：资本市场国际吸引力提升，外资看好 A 股有言更有行

【证券日报】证券日报头版刊文称，摩根士丹利建议超配 A 股、4 月北向资金创年内新高、一季报显示 QFII 增仓明显……，近期外资的系列行动印证了中国资本市场对全球资本的吸引力在不断提升。

根据一季报数据显示，沪深两市共有 356 家 A 股上市公司的前十大流通股股东中出现 QFII 身影，其中，有 167 只 A 股为今年一季度 QFII 的“新宠”。另外，今年 4 月份，北向资金累计净流入 532.58 亿元，创年内净流入新高。

“其他因素不足以动摇对中国股票的超配评级，建议超配 A 股。”摩根士丹利这一说法颇具代表性。外资看好 A 股，可谓有言有行。

当前吸引外资的因素主要体现在三个方面：一是中国经济长期向好的趋势未变；二是资本市场不断扩大的开放步伐；三是不断提升的上市公司质量和稳中有增的业绩表现。

首先，经济基本面的稳中向好是资本市场投资的“定海神针”。

虽然一季度突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济发展带来前所未有的冲击，但是，我国经济稳中向好、长期向好的趋势没有改变。

因为中国经济具有强大的自我修复能力，我们有高效的金融体系和强大的财税系统：目前政府已推出了一系列帮助企业解困的政策，例如银保监会的专项贷款政策、财政部专项拨款政策以及有关的减免税政策，这些政策精准链接了企业需求，发挥着积极的作用。所以，疫情对经济的影响是短暂的、局部的、可对冲的，不会改变我国经济长期向好的基本趋势。经济的稳定和韧性是我国资本市场健康运行的基础，也是外资来之前首先要考虑的重要因素。

其次，更加开放的金融市场让外资进入中国资本市场通道顺畅。

当前，资本市场对外开放诸多举措正逐步有序落实，取消证券公司、基金管理公司、期货公司外资股比限制；深化境内外市场互联互通，稳扎稳打做好境内外交易所合作项目；加大期货市场开放力度，扩大特定品种范围，推进交易所债券市场对外开放等。

5 月 7 日，央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。

多元化的投资渠道为外资带来了难得的投资机遇，随着资本市场对外开放力度的不断加大，会有越来越多的海外资金加快布局资本市场。

第三，上市公司质量是支撑资本市场的支柱和基石，没有好的上市公司，就不可能有好的资本市场。资本市场是实体经济的“晴雨表”，这个功能主要是通过上市公司质量来体现。从长期看，决定市场成色和发展走势的，不仅有经济基本面，还有上市公司质量。

不断提高的上市公司质量也是吸引外资的重要因素。根据 2019 年的年报显示，3726 家上市公司营业收入共计 50.66 万亿元。其中，沪市主板全年共实现营业收入 37.21 万亿元，同比增长 9%；深市公司营业总收入为 13.3 万亿元，同比增长 10.2%。在内外部经济环境复杂多变，经济结构深度调整的背景下，上市公司仍实现了业绩的进一步增长，体现了上市公司质量的不断提升。

在当前全球金融市场动荡加剧的背景下，中国经济的韧性十足进而为中国资本市场稳定运行提供了强大保障，国际吸引力将持续增强是应有之义。

【行业动态与公司要闻】

● 证券时报：互联网贷款管理办法出炉 不得用于购房投资股票

【证券时报】经过多轮的业内征求意见后，商业银行互联网贷款管理暂行办法终于向社会公开征求意见。

为规范商业银行互联网贷款业务经营行为，促进互联网贷款业务平稳健康发展，5 月 9 日，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》，面向社会的公开征求意见为期一个月至 6 月 9 日。

助贷、联合贷款等互联网贷款是近年来银行业兴起的新型贷款方式，银行通常与互联网平台、小贷公司等外部机构合作，利用互联网技术、大数据手段实现贷款的纯线上审核、放贷等。

不过，作为新兴的贷款类型，互联网贷款在快速发展的同时，也出现一些隐患。银保监会上述负责人称，与传统线下贷款模式相比，互联网贷款具有依托大数据和模型进行风险评估、全流程线上自动运作、无人工或极少人工干预、极速审批放贷等特点，在提高贷款效率、创新风险评估手段、拓宽金融客户覆盖面等方面发挥了积极作用。与此同时，互联网贷款业务也暴露出风险管理不审慎、金融消费者保护不充分、资金用途监测不到位等问题和风险隐患。

银保监会有关负责人表示，近年来，商业银行互联网贷款业务快速发展，各类商业银行均以不同方式不同程度地开展互联网贷款业务。现行相关管理办法未完全覆盖上述问题，且商业银行互联网贷款对客户进行线上认证，实际上已突破了面谈面签和实地调查等规定。因此，有必要尽快补齐制度短板，促进互联网贷款业务规范发展。

实际上，该文件此前已在业内小范围征求过意见，相比于前期业内流传的版本，《办法》稍作修改，主要变化表现在对个人消费信用贷款授信额度上限的调整，互联网贷款采用受托支付方式不设定具体场景要求等。

例如，《办法》指出，单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。这与此前业内流传的征求意见稿版本稍有不同，个人信用贷款授信额度上限从 30 万降到 20 万。

《办法》还加强贷款支付和资金用途管理。贷款资金用途应当明确、合法，不得用于购房或偿还住房抵押贷款、股票、债券、期货、金融衍生品和资产管理产品投资，不得用于固定资产和股本权益性投资等。

此外，在过渡期安排方面，按照“新老划断”原则设置过渡期，过渡期为《办法》实施之日起 2 年。

【国都策略视点】

■ 策略周报：红五月逻辑动力正兑现释放

一、近期展望：红五月演绎结构性修复行情

1、A 股红五月逻辑动力正兑现释放。两周前我们在 5 月策略月报《反弹催化剂蓄势待放，红五月可期》中分析提出，5 月 A 股有望迎来反弹窗口期，反弹催化动力包括：一随着经济大国欧美疫情拐点的逐步确认、复工复市等经济活动的分阶段重启，外需压力趋于边际改善；二是四月底财报基本披露完毕，短期 A 股进入数据真空期；

三国内疫情防控早见效，经济活力逐步修复，3 月下旬起楼市、汽车销量降幅收窄并进入转正阶段，发电量与高炉开工率的提升，国内经济基本面底已过，虽然外部二次冲击结构性压力尚待释放，但 20Q1 基本确认为 A 股整体业绩底，而后续随着国内经济逐步恢复、国外主要经济体的重启，预计后疫情下 A 股业绩有望逐季修复；

四是随着全国两会窗口期的临近，逆周期政策落地或超预期，同时要素配置改革正加快落地实施，包括创业板注册制推广实施在即、公募 REITs 试点办法的落地、取消 QFII/RQFII 额度等；以上稳经济促改革政策的加码落地，正提振风险偏好。

2、海外扰动不改五月阶段修复行情，科技+耐用品消费板块率先引领反弹。四月末，内部业绩数据出尽、基本面见底缓慢恢复，外部疫情边际缓和，叠加两会窗口期临近的政策憧憬，已驱动 A 股重拾反弹修复行情，以 TMT、电动汽车为代表的科技成长板块，及低估值稳增长的金融板块，引领节前反弹前奏曲。

虽然五一假期特朗普提出的加征关税威胁论，一度促使海外市场震荡调整，并引发市场担忧 A 股节后补跌风险；但如我们当时的分析指出，考虑到当前美国疫情未见实质缓解、经济与就业形势严峻，而我国复工复产有序推进、社会经济活力逐步恢复，特朗普的关税威胁论短期或难以付诸行动；若市场震荡即为结构性布局良机。

近期以科技+耐用品消费板块引领反弹。4 月 29 日反弹至今，主要指数普遍反弹 3-5%，沪指、深成指、沪深 300、中小板指、创业板指各累计反弹 3.0%、4.8%、3.0%、4.6%、4.7%；行业表现来看，TMT、动力电池、军工为代表的科技股，家电、汽车为

代表的耐用品消费股，以 9.4-5.8%的涨幅领涨两市；而农林牧渔、食品饮料、医药生物等疫情期间表现亮眼的必需消费品板块，以 1.5%以内的涨幅显著落后；此外，商贸、保险、纺织服装、交运等受疫情冲击显著而恢复缓慢的板块，板块反弹力度也明显偏弱。

3、短期扰动因素已初步证伪，利于巩固反弹信心。假期特朗普关税威胁言论，引发市场担忧 A 股节后跟随外围市场补跌；我们在上周策略周报《海外扰动或为结构性布局良机》中分析指出，考虑到当前美国经济形势严峻下，关税威胁论短期或难以付诸行动，主要受制于：一美国疫情防控压力仍未有效缓解，且疫情防控不力下美国失业人数增速创纪录、二季度美国经济下滑程度或超预期，美国短期需要中美经贸阶段协议的正常履行，尤其中国疫情防控得力经济重启最快之现状；

二美联储投放大量流动性，若进一步加征中国输美商品关税，或将导致美国国内通胀压力显著上升，大幅增加后续美联储政策实施难度，更增添后疫情时期美国经济修复阻力。综合判断，短期特朗普关税威胁言论或难以付诸行动，最有可能时机或待美国疫情防控取得成效、经济基本完全重启，预计最快或在美国大选拉票预热期的七月；短期扰动因素或创造结构性布局良机。

而近日中美全面经济对话双方牵头人的通话，也初步证伪以上担忧因素的落地实施；短期外围不利因素的消除，利于巩固反弹信心。双方牵头人表示应加强宏观经济和公共卫生合作，努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件，推动取得积极成效。

4、结构性反弹动力蓄势进发：一对冲性政策加码落地在即。新冠疫情对我国经济社会、国际经济贸易的冲击前所未有，中央已紧密召开会议、研究部署，根据疫情不同阶段不断优化调整疫情防控、复工复产对策。随着湖北日新增自 3/18 起基本归零，标志着国内疫情防控取得成效，常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复，国内对冲性政策加码落地实施条件具备、时机成熟。全国两会即将于 5 月下旬召开，5 月份市场对于逆周期的宏观、产业等定向纾困提振政策的预期或将持续保持热度。

近期召开的年内第三次中央政治局会议，提出“六稳六保”目标，将以扩大内需为主，同时要素配置改革有望加快落地实施。对冲性宏观政策加码落地在即，最新中央政策定调较前 2 次明显加大，提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，要“运用降准、降息、再贷款等手段”，预示后续财政与货币政策双双加码落地在即。

目前市场普遍预计 20 年赤字率或由 2.8%提升至 3.5%、地方政府专项债规模或由 2.15 万亿增至 3 万亿以上，特别国债发行规模或 1 万亿；综上来看，预计 20 年实际财政赤字较去年净增 3 万亿元左右，预计可拉动 GDP 增长 3 个百分点以上，以大幅对冲上半年国内外疫情造成的经济损失与降幅。

二稳健的货币政策要更加灵活适度，中央罕见明确提出要“运用降准、降息、再贷款等手段”，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上；预示后续随着消费通胀的回落，降准、降息及结构性贷款政策空间进一步打开。

近期国务院金融委会议反复强调以“稳预期、扩总量、分类抓、重展期、创工具”的政策确定性，对冲疫情冲击和经济下行带来的诸多不确定性，金融支持实体经济力度持续加大；并要求金融委各单位完善宏观预案，创造有效需求，优化供给结构，保持流动性合理充裕，提高政策质量，狠抓政策落实。预计在当前国内外经济下行压力环境下，对冲性的逆周期金融政策取向有望延续并得到有力落实。

二要素配置改革有望加快落地实施。中央提出要善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制；预计土地、劳动力、资本、技术、数据等提高要素配置效率的改革有望加快落地实施，中长期利于激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。其中，资本要素配置效率提高方面，近期金融委提出要发挥好资本市场的枢纽作用，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。继科创板注册制试点改革落地实施九个月后，创业板改革并试点注册制即将落地，总体实施方案已获中央深改委审议通过，监管层同步发布试行办法。新三板精选层改革、注册制推广实施，取消境外机构投资额度等，均标志我国资本要素改革进入新阶段。

值得注意的是，近日发布的公募 REITs 试点办法，兼顾有效盘活存量资产、降低企业杠杆率、拓宽项目资本金筹集渠道、丰富资本市场投资品种，将聚焦重点区域（优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等，及国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点）、聚焦重点行业（优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点）、聚焦优质项目（项目权属清晰、具有成熟的经营模式及市场化运营能力等），有望发挥稳投资、补短板、防风险功能。在我国地方政府债务刚性约束及今年财税收入下降压力的背景下，以及拓宽建设多层次资本市场、金融稳杠杆、实体稳投资等目标任务下，公募 REITs 的实施推广值得期待。

5、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。

二、焦点分析：货币政策逆周期调节见效，关注政策力度与节奏的适时适度变化

今年以来，金融监管部门综合运用多种工具有效应对疫情冲击，通过再贷款再贴现专用额度、加大公司信用类债券融资等结构性金融政策发挥定向支持作用。货币政策操作“量增价降”，我国货币政策传导效率明显提高。

1、流动性投放短长兼顾，保持流动性合理充裕，对中小型、大型商业银行的降准累计 3、2 个百分点，以优惠利率向中小微企业提供信贷支持；今年以来央行三次降低存款准备金率，共释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性共 1.7 万亿元，持续保持了流动性合理充裕；

2、加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度，设立 3000 亿元专项再贷款以定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，并再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元以支持经济恢复发展；

3、有效引导社会融资成本下降，央行年内已相继下调逆回购 OMO、MLF、LPR 利率（7 日逆回购、1 年期 MLF、1Y/5Y LPR 年初迄今各累计同步下调了 30、30、30/15bp，当前依次为 2.20%、2.95%、3.85%/4.65%），同时时隔 12 年将商业银行的超额储备金存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%，以推动银行加大服务实体经济的信贷投放、提高资金使用效率；社会融资成本明显下降，3 月份一般贷款平均利率为 5.48%，比 LPR 改革前的 2019 年 7 月份下降了 62bp；3 月份企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底下降 30bp，较 2018 年高点累计下降 78bp。

4、货币政策传导效率明显提高。评价货币政策效果关键看能否增加实体经济融资支持总量和降低融资成本。一季度人民银行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿元，新增人民币贷款 7.1 万亿元，即每 1 元的流动性投放支持了 3.5 元的贷款增长，货币政策呈现了 3.5 的倍数放大效应。

对比欧美无限量的宽松货币政策，我国货币政策传导效率明显较高；一季度，美联储投放了约 1.6 万亿美元流动性，贷款增长约 5000 亿美元；欧央行投放了近 5400 亿欧元流动性，贷款增长约 2300 亿欧元；以上数据表明，美联储、欧央行的货币政策传导效率（信贷增长规模：流动性投放）分别约为 0.3、0.4 的缩减效应。

值得注意的是，为有效降低商业银行的负债端成本以打开资产端的贷款利率，后续随着 CPI 的趋势回落，存款基准利率也存在较高的下调概率。

后疫情下，随着实体经济活力的逐渐恢复、中小微企业渡过难关，但稳增长保就业稳投资压力下，财政政策有望接棒加码落地；同时国内消费通胀回落、工业阶段通缩的局面确立，后续货币政策逆周期调节力度、重点与节奏或适时适度调整，需重点关注。

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、疫情对经济基本面的滞后影响有待释放。此次新冠肺炎疫情传染率高，特效药或疫苗经临床试验确认安全有效前，实行人员隔离为防控阻击疫情扩散升级的不二选择。而在各国普遍实行“内防扩散、外防输入”的防控策略下，人流、物流、贸易链基本冻结，工业生产、服务消费及经济活动近乎停摆，企业破产、失业及经济衰退压力凸显。

根据日新增确诊数这一反应疫情发展及防控成效指标，疫情曲线可划分为“暴发-加速-确认高峰-趋势回落-基本归零”；最终疫情防控成效，即新增确诊数基本归零，为复工复产、重启经济活动的前提条件。因此，疫情曲线经历的时长，将决定疫情对经济与社会冲击的持续时长与程度。短期各国货币财政纾困政策，缓解了市场恐慌性抛售压力；近期欧美新增数见顶回落，有望提振市场风险偏好，但中期来看后疫情市场，疫情对经济的滞后影响有待释放。

2、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。

中期而言，低利率美元周期中，美元大概率弱势震荡，利于新兴市场资产估值修复；流动性宽松及弱势美元环境下，以中国为首的新兴市场，疫情暴发已控制在前、经济有望率先触底反弹、资产价格估值偏低等因素，或将吸引全球资金加大对中国债券、股票的配置；预计以 A 股为首的新兴市场有望提前反弹。

3、后疫情下的经济基本面恢复力度有待提升。

1）内需正触底回升。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，全面复工复产的有序推进，3 月消费、投资、工业、信贷社融等宏观金融数据，较前 2 月的同比降幅明显收窄；此外，4 月重点电厂耗煤量降幅的进一步收窄且 5 月以来已转正、全国企业开工率继续提升、重点城市的交通指数回归正常水平等，均表明经济社会活力得到进一步恢复，预示内需正触底回升。

生产端来看，工业生产基本恢复正常，中游制造业降幅明显收窄，表明此前持续有序推进的组织人员返岗返城、恢复供应链物流的复工复产取得成效。

消费端来看，收入预期下降消费恢复较慢，稳消费政策或需发力，主要系可选消费品、耐用消费品持续疲软所拖累；随着复商复市的有序推进，地方消费补贴券的发放，消费增速有望逐步修复，4 月下旬以来全国汽车销量加速回暖，据中汽协、乘联会公布的 4 月汽车批零销量同比转正至 1.0%附近，结束了此前同比持续下滑态势。考虑到疫情对就业、居民可支配收入的不利影响，居民消费信心与意愿的恢复或较为缓慢，后续或需进一步的针对性刺激消费政策出台，尤其对于中低收入群体的定向消费补贴、及鼓励智能绿色、数字信息等耐用消费品，如汽车、家电的升级换代等。

投资端来看，工业投资信心修复缓慢，受外需疲弱滞后影响及企业盈利预期下降，制造业投资跌幅最大且恢复最弱，而房地产投资降幅最小韧性最好，基建投资尚待财政政策落地发力。

2）但经济恢复力度有待提升。近两个月国内逐步有序复工复产、复商复市，经济较疫情防控高压期环比改善，内需已触底回升；然而，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、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 月我国出口贸易增速大幅好于预期且年内首次转正，但主要系低基数、防疫医疗器械与物质的集中出口、4 月大面积复工消化前两月积压订单所致，预计未来几个月随着欧美经济大幅下滑，我国出口贸易增速或将重新转负），居民收入预期下降；以上局面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 疫情后偏弱；4 月中采制造业 PMI 指数环比回落、服务消费修复力度弱于预期，及五一假期居民跨城出游人数及假期消费额仍明显低于往年正常期，也进一步印证此次疫情的滞后影响较为深刻。经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地来提振。

四、业绩简要回顾与展望：疫情期行业属性与市值大小决定业绩表现，后疫情下看业绩恢复弹性

1、疫情对业绩的阶段性冲击显著。从发布 20Q1 财报的 3829 家 A 股上市公司的业绩变化来看，全 A/非金融全 A/非金融两油全 A 营收、归母净利润、经营现金流净额同比增速各为-8.8%/-12.3%/-11.2%、-24.0%/-52.5%/-42.1%、+91.8%/-291.6%/-161.9%；

从 19 年度业绩变化来看，全 A/非金融全 A/非金融两油全 A 营收、归母净利润、经营现金流净额同比增速各为+8.8%/+7.7%/+8.3%、+6.5%/-2.1%/-1.5%、+27.3%/+14.2%/+17.5%。对比来看，20Q1 上市公司业绩增速较 19 年快速下滑，且非金融 A 股的经营现金流净额也普遍由正增长转为大幅负增长，表明疫情对非金融企业经营的阶段性冲击显著。

一季度全 A/非金融全 A/非金融两油全 A 营收、归母净利润、经营现金流净额悉数同比显著下滑，表明疫情对非金融企业经营的阶段性冲击显著；对比各市场板块来看，周期为主的非金融主板利润降幅最大，而科创板的利润逆势增长且经营现金流平稳，主要反应板块内上市公司的产品定价能力、成本与费用控制能力的差异。

统计近十年各季度 A 股上市公司的业绩增速变化曲线可知，其业绩增速基本与名义 GDP（包含量价因素）走势一致；一季度疫情防控与冲击高峰期，名义 GDP 同比增速由 19 全年的+7.8%显著放缓至 20Q1 的-5.3%。

2、疫情拖累企业盈利与营运能力。疫情对企业基本面的影响，一方面包括营收、利润等业绩表现、及经营性现金流的较大负面冲击，另一方面包括毛利率、净利率、ROE 等盈利能力，及总资产周转率、存货周转率及应收账款周转率等营运能力。从盈利能力变化来看，整体影响较为明显，但中小创强于非金融主板；疫情冲击下各板块的扣非 ROE 悉数下滑，主要系净利率、总资产周转率双双同比下滑所致（总资产周转率普遍同比下降 20%附近），而权益乘数 20Q1 普遍被动上升；展望后疫情下的 A 股上市公司的 ROE 变化，预计在净利率、资产周转率、杠杆率三要素上升推动下，年内 A 股各板块的 ROE 有望自 20Q1 的底部逐季回升。

3、疫情期行业属性与市值大小决定业绩表现。分行业来看：一季度业绩表现稳健甚至逆势增长的主要包括农林牧渔、国防军工、银行、食品饮料、电子、医药生物及电气设备，主要集中在必需消费品、行业景气趋势上升周期的行业；而石油石化、餐饮旅游、交运、商贸零售、传媒等可选服务消费行业，及汽车、计算机、家电等耐用品消费行业，净利润同比跌幅居前高达 50%以上。此外，有色、钢铁、建材、化工机械、房地产等中游周期为主行业，一季度疫情冲击下普遍量价齐跌，导致一季度净利润同比降幅也普遍高达 40-50%。

分大小盘风格或行业地位来看，大盘蓝筹股业绩稳健性明显好于中小盘成长股，行业龙头股抗压性较强。

4、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-2.0%，调降幅度达 13.2 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。

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。

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			