

黎明前的徘徊

2020年第二季度宏观策略

2020年03月26日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-6.91	-7.51	-7.19
沪深300	-8.61	-7.54	0.60

罗琨 分析师
 执业证书编号: S0530519050001
 luokun1@cfzq.com 0731-89955773

相关报告

- 《策略报告: 预期核心指数区间下移, 仓位控制上谨慎乐观-『财信投资者行为问卷调查第九十五期』》 2020-03-24
- 《策略报告: 两融余额环比下降, 融资买入额继续净流出-融资融券周报第244期》 2020-03-24
- 《策略报告: 周策略点评(3.23-3.27): 短期重结构布局, 长期看跌出黄金坑的核心资产》 2020-03-22
- 《策略报告: 两融余额环比下降, 融资买入额由正转负-融资融券周报第243期》 2020-03-16
- 《策略报告: 周策略报告(3.16-3.20): 降低流动性宽松预期, 虽然走的慢但更远》 2020-03-15

投资要点

- 我们的周期处于黎明即将到来之时。根据利差模型, 我国经济周期领先于美国, 处于复苏区间, 美国则处于过热到衰退的过渡区间。实际上, 我国在 2015-2018 年就以各种形式开启了去杠杆、挤泡沫模式, 2018 年后由于中美贸易战的开启、供给侧改革效应的消退, 国内经历了从阶段性高点到衰退的过程。站在现在, 2019-2020 年信用利差基本稳定且有缩小的趋势, 宽松的流动性拉大了期限利差, 在 2020 年初疫情还未发生时, 我们经济本质上是处于一个复苏周期的开始。但疫情将使得我国经济复苏周期延长, 因此作为提前反应经济周期的股市而言, 启动牛市前的徘徊可能会更久一点, 2020 年大概率是一个震荡市。
- 海外经济基本面不确定性较高, 国内需更关注改革措施的推进以及财政政策的效果, 经济增速预期的降低反而更好。海外疫情很难像国内如此迅速有效得到控制, 海外市场对于基本面的不确定性预期仍然会反复波动。国内, 我们认为要更关注改革政策的推进、财政政策的落地, 适当降低经济增长预期。李克强总理在 3 月 12 日国务院常务会议上说“只要今年就业稳住了, 经济增速高一点低一点都没什么了不起的”、“要进一步着力扩大改革开放, 不断优化营商环境, 持续激发市场活力”。每一次面临危机都是一次改革开放的机遇, 适当放低经济增长预期, 反而能够改变短期刺激、牺牲长期增长动能为代价的老办法, 换取更长时间的经济增长潜力。
- 国内疫情新增病例人数已经基本控制, 市场即将进入后疫情行情演绎的时期。市场 3 月份的调整主要是受到海外市场波动带动的外资流出效应, 随着美联储的降息降准、资产购买的流动性注入, 海外市场的流动性危机或将逐步缓解, A 股下阶段的矛盾将回到业绩主线。由于海外国家纷纷效仿中国开始严格的隔离政策, 海外消费等需求将出现类似于中国 2 月份的断崖式骤降, 国内的出口、出口产业链订单将受到明显的冲击。这也打破了市场之前预期国内疫情快速控制后将迎来迅速复苏的预期, 同时也显著推迟了补库存周期、地产后周期的到来, 预计 A 股 2020 年的业绩增速将较 2019 年增速进一步下滑。我们下调 A 股盈利增速从 8-10% 下调至 4-6%。
- 政策上, 财政刺激政策将是主要发力点, 货币政策稳健比大水漫灌更好, 二季度或将召开的两会也是下阶段重点关注的亮点。从美联储 2019 年提前下调利率、造成危机来临时货币政策空间不够、资金在市场空转吹大泡沫的经验教训来看, 目前保持审慎的货币政策更好, 市场不应有大水漫灌抱有过度的期望, 货币政策的关键是流动性要往实体经济滴灌, 才能解决目前的经济需求不足的困境。国内的发力点将转向基建投资和消费刺激领域, 基建投资中更注重结构性的改变, 传统基建起到了托底的作用, 新基建则起到了结构改善的作用, 新基建中 5G 建设投资速度可能比预期中更快, 宽带网络速率的提升也将刺激数字基站的建设需求, 工业互联网等企业的产能可能面临扩张和改善。消费上来看, 目前各地均有推出消费券、减税降费政策, 但因其主要的政策刺激资金来源是地方政府承担, 目的是以保民生、保中小微企业、保就业为主, 相关地方性为主的商贸零售企业以及上游农产品需求将受到一定支撑。产业政策来看, 大基金 2 期即将启动利好计算机、通信、电子等相关板块。我们认为, 危机中蕴含的更多的是机会, 越是在经济萧条时刻改革的阻力往往越小, 因此今年的两会相关改革开放政策的力度可能会进一步加大, 着重点在于放松相关领域的管制、释放经济活力。总体来看, 目前宏观的流动性虽然不应期待过分的大水漫灌, 但面对一个大的经济下行周期以及被疫情打断的短复苏经济周期, 央行仍然将长时间保持宽松的流动性以支持实体经济的复苏, 财政政策仍然将保持较为积极的状态。
- 若全球疫情控制顺利, 第二季度沪指可能反弹至 2900-3000 区间震荡。2019 年以来, 沪指 2800 点已经经历过 2019 年 4 月贸易战和流动性收紧的冲击、2019 年 7 月科技股调整、2019 年 11 月经济预期调整以及 2020 年 2 月初疫情冲击的四次终极“大考”, 因此我们认为短期向下 2700-2800 点是比较安全的位置。在经历本轮调整后, 科技成长中超买的板块得到了充分的调整, 随着二期大基金的布局, 新基建、半导体、5G 等

板块仍然是最值得关注的板块，关注传统基建中高分红、市场格局较好、库存较低的水泥板块，消费行业中因外资超卖被错杀的优质核心资产同样值得布局。（1）科技成长：布局新基建，关注高确定性板块。科技成长整体短期存在估值修正的需求，但长期仍然是更值得布局，建议关注 5G 基站建设、自主可控、新能源汽车产业，可从新基建的角度选择业绩确定性高的科技成长个股。（2）周期板块：等待政策陆续出台。商品在前期海外市场波动下，价格均跌至最悲观的底部，目前国内处于复苏早期、美国则开始进入衰退期，商品需求并不同步，国内商品价格发力还需要等待共振。但因国内面临保就业的压力，基建和地产投资在边际放松的可能，水泥、铜、龙头开发商中具备良好行业格局、低估值、高股息率的个股值得关注。（3）消费板块可以开始关注估值修复的逻辑，一季度线上消费、居家消费相关的行业值得重点关注，重点关注在科技成长超买后，部分优质消费品公司补涨的机会。

- **风险提示：疫情在国内再次失控，宏观经济失速，中美贸易关系恶化，人民币汇率波动，CPI超预期恶性通胀**

内容目录

1 A股在疫情冲击下凸显韧性	5
1.1 全球市场情况：海外疫情造成资本市场崩溃.....	5
1.2 美国股灾：疫情只是导火索.....	8
2 A股第二季度主要关注的矛盾	11
2.1 中国的周期位置领先于美国：权益资产仍然优先配置.....	11
2.2 经济数据：疫情后遗症引起二次冲击.....	12
2.3 政策面：货币宽松继续保持，财政政策更加重要.....	14
3 A股估值在疫情冲击过后更加舒适	18
3.1 疫情冲击过后风险溢价提升，权益资产吸引力较高.....	18
3.2 部分行业估值已经充分调整，处于历史较低位置.....	19
4 市场策略	20
4.1 风格判断：第二季度市场风格或将呈现先权重、后成长.....	20
4.2 A股配置建议.....	21

图表目录

图 1：新冠肺炎成为全球大疫情.....	5
图 2：全球（除中国）新冠肺炎确诊病例曲线拐点未到.....	5
图 3：国内新冠肺炎新增病例数基本得到控制.....	5
图 4：日均耗煤量（农历年对比）仍处于低位.....	6
图 5：美国大城市餐厅流量大幅骤降.....	6
图 6：标普 500 波动率指数达到历史峰值.....	6
图 7：2020 年美股道琼斯指数快速下跌.....	7
图 8：标普 500 盈利同比增速在 2019 年第三季度迅速放缓（%）.....	8
图 9：Shiller PE 比率从高位骤降.....	8
图 10：新冠疫情对美股影响路径，最终是否转换为金融危机取决于第三阶段演绎.....	9
图 11：美元 LIBOR-3m 利率与 OIS 利差.....	9
图 12：美国失业率面临向上拐点.....	10
图 13：美国 30 年、2 年国债利差（%）.....	11
图 14：美股回购计划大幅度下滑.....	11
图 15：美股处于经济衰退周期，类似于 2007.....	12
图 16：中国的经济周期领先美国，类似于 2013.....	12
图 17：工业增加值当月同比增速.....	13
图 18：分部门工业增加值累计同比增速.....	13
图 19：制造业投资增速下滑幅度大于房地产和基建增速.....	13
图 20：高技术产业投资增速好于整体制造业.....	13
图 21：新增专项债发行规模累计值（亿元）.....	14
图 22：PPP 项目投资额增长放缓.....	14
图 23：消费增速下滑 20.5%.....	14
图 24：餐饮收入下滑 43.1%.....	14

图 25: 中美利差处于高位.....	15
图 26: 风险溢价足够高, 权益市场具备很强吸引力	19
图 27: 民-央企信用利差扩大, 市场风格将在成长和权重之间震荡.....	20
图 28: 2010 年以来上证 50/创业板指比值	21

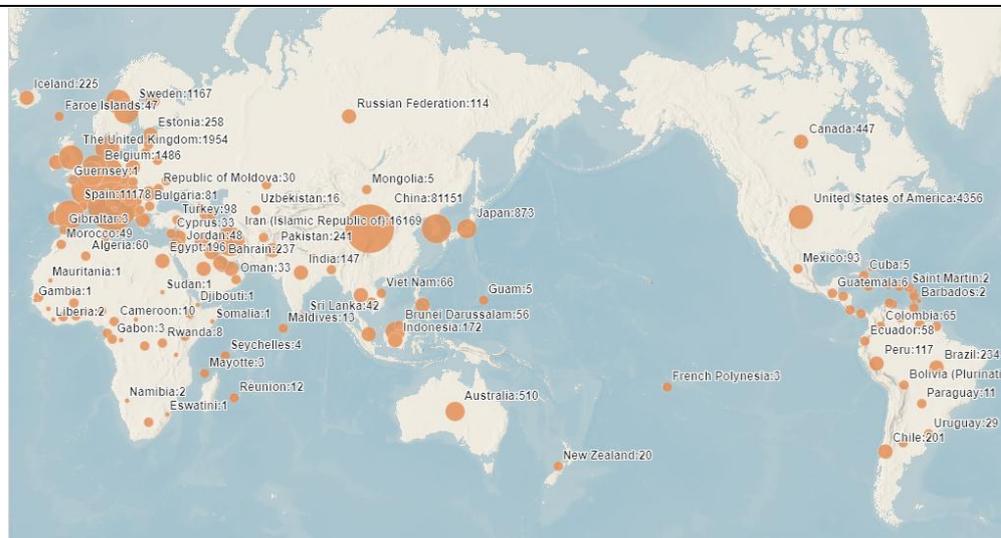
表 1: 2020 年以及 2 月股灾以来全球主要市场跌幅, A 股韧性最强 (%) (截止 3.19) .7	
表 2: 主要央行所剩余的货币政策手段.....	15
表 3: 全国各省份 2020 年重点投资项目.....	16
表 4: 申万行业估值水平.....	19

1 A股在疫情冲击下凸显韧性

1.1 全球市场情况：海外疫情造成资本市场崩溃

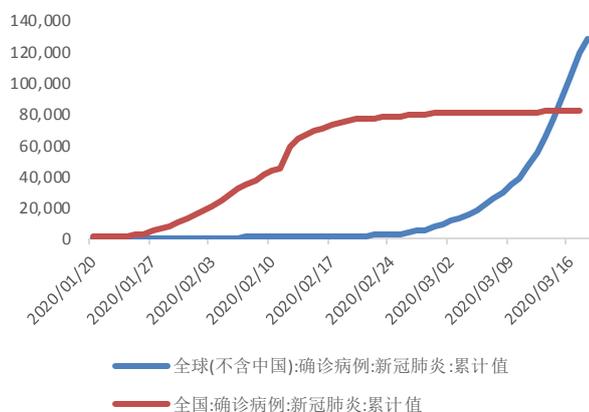
新冠疫情全球流行，海外疫情延后爆发。2020年初以来，在国内爆发的新冠疫情逐步扩散至全球，我国坚定的采取了抑制疫情的措施，初步有效的控制了疫情在国内的蔓延，在国内1月20日疫情快速爆发后1个月后，由于海外国家对疫情反应不及时，欧美成为全球疫情重灾区。疫情初期，国内采取了十分严格的疫情控制措施，在1月20日疫情快速爆发后、经过2个月后每日新增病例（非输入）逐步趋近于0。目前来看，海外疫情的累计病例曲线仍然成指数增长状态，由于海外国家较难采取类似严格的措施、佩戴口罩的习惯同样难以普及，海外疫情可能很难在2个月内新增病例归0。

图1：新冠肺炎成为全球大疫情



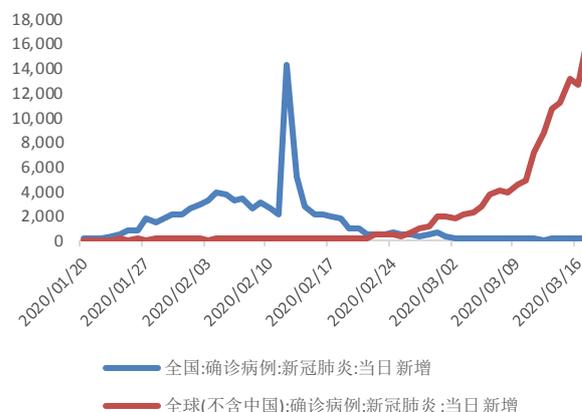
资料来源：财信证券，Wind

图2：全球（除中国）新冠肺炎确诊病例曲线拐点未到（例）



资料来源：财信证券，Wind

图3：国内新冠肺炎新增病例数基本得到控制（例）

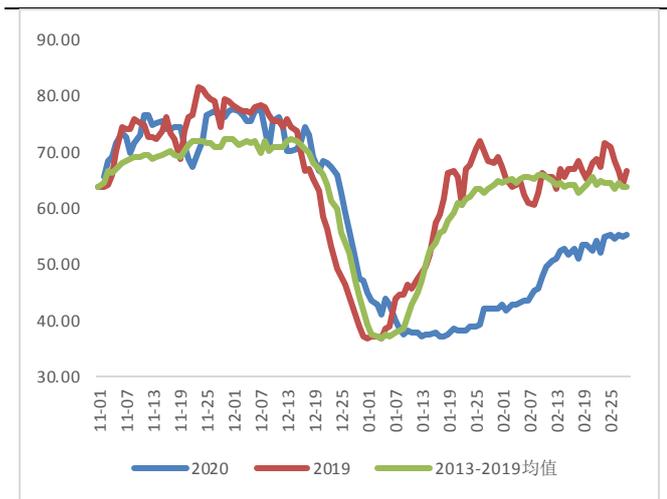


资料来源：财信证券，Wind

国内为了控制疫情按下了经济的“暂停键”，海外在采取类似措施后经济也将受到巨

大冲击。国内为了切断新冠病毒的传播路径，采取了严格的社会管控措施，社会普遍较正常年份延后 20 天到 2 月中下旬才开始恢复开工，工作日时间较同期减少 20% 以上，经济运行对疫情付出了巨大的代价，一季度 GDP 增速基本确定为负，预计在-2%~-4%左右。海外国家疫情扩散从 2 月底开始，政府采取类似于中国的严格控制措施起步于 3 月中下旬，预计对经济的冲击影响将从 3 月开始显现，例如美国大城市餐厅流量从 3 月 8 日后开始大幅度下滑，疫情对欧美国家的经济冲击将复制国内的影响路径，预计疫情对欧洲、美国的实体经济影响将持续影响到 6 月。

图 4：日均耗煤量（农历年对比）仍处于低位（万吨）



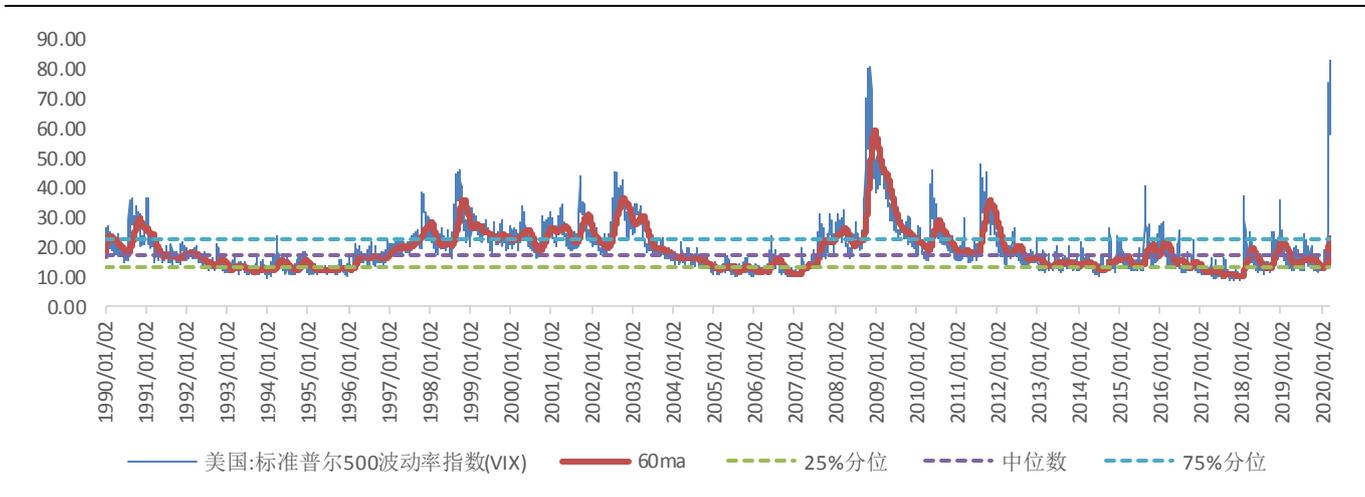
资料来源：财信证券，Wind

图 5：美国大城市餐厅流量大幅骤降



资料来源：Yahoo Finance，财信证券

图 6：标普 500 波动率指数达到历史峰值

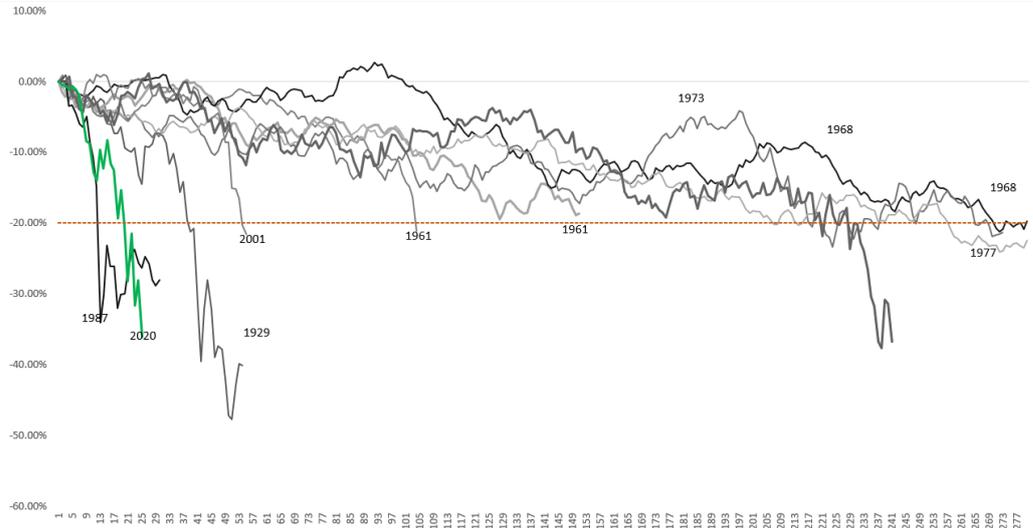


资料来源：财信证券，Wind

面对从未见过的疫情，以美股为代表的海外资本市场经历了罕见的股灾。美股标普 500 波动率一度达到 82.6，接近 2008 年金融危机最高值，其攀升的斜率快于历史任何一次股灾。在 2 月美股还曾一度创历史新高，对比美股道琼斯指数从 1900 年以来历次股灾，2020 年股指的下跌速度远快于历次股灾，与 1987 年较为类似。疫情的出现彻底扭转了市场原本乐观的预期，美联储连续的流动性紧急措施并未能够及时缓解市场恐慌情绪，而长久以来美股多头策略趋同、品种拥挤、杠杆率较高的特点使得市场下跌过程中踩踏现

象更为迅速，道指从 29000 点跌至 19000 点左右。商品、债券市场价格同样出现异常波动，美元现金和债券成为市场最好的避险工具，美元指数创 2016 年以来新高，美国长期国债利率一度触及 0.32%。面对需求收缩沙特、俄国同时宣布扩产导致石油价格大幅下挫，由此产生的通缩预期使得贵金属以及其他商品价格一同下跌，美国的页岩油企业债市场面临大面积的违约风险。

图 7：2020 年美股道琼斯指数快速下跌



资料来源：Wind，财信证券

A 股韧性较强，源于疫情控制措施有力、央行反应及时。市场对疫情的反应分为两个阶段，当 2 月初开盘时沪指一度触及 2685，但央行及时向市场注入大量的短期流动性，稳定了银行间、资本市场的流动性预期，市场很快从恐慌中恢复过来。由于疫情管控有力，市场成交量活跃度高涨，股指一度反弹突破 3000 点。但进入 3 月初以后，海外疫情逐步失控，海外股票和商品市场出现剧烈波动，对海外投资者的风险偏好造成明显的影响，面对剧烈下跌产生较多的流动性补充需求，北上资金进入持续流出的状态。此外，由于全球主要发达经济体均开启了严格的管制措施，全球产业链面临停滞，国内出口需求将面临收缩，2020 年 A 股业绩将承受很大压力。

表 1：2020 年以及 2 月股灾以来全球主要市场跌幅，A 股韧性最强 (%) (截止 3.19)

指数	2020 年以来	2 月 19 日海外疫情爆发后
上证综指	-10.54	-8.58
深证成指	-3.85	-11.29
恒生指数	-20.92	-19.03
台湾加权指数	-23.16	-20.86
纳斯达克指数	-18.25	-24.64
标普 500	-21.72	-24.96
道琼斯工业指数	-25.58	-27.35
日经 225	-29.29	-27.88
韩国综合指数	-27.60	-27.96
富时 100	-29.80	-28.27
孟买 SENSEX30	-30.40	-29.78

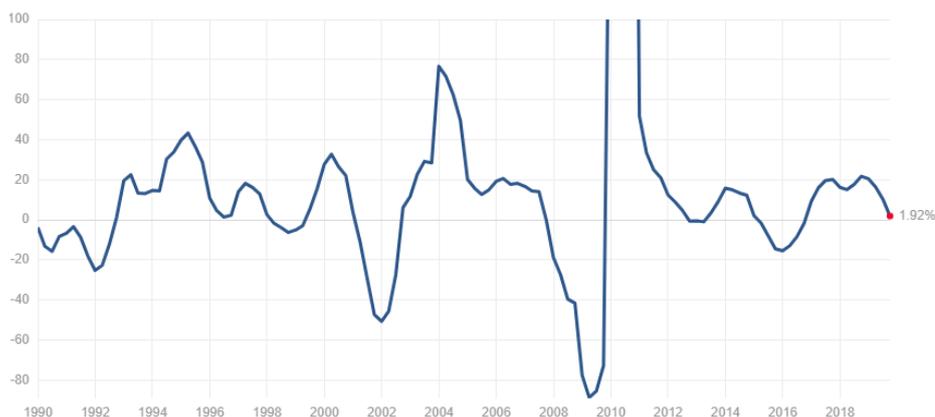
澳洲标普 200	-25.90	-30.37
法国 CAC40	-33.23	-34.09
德国 DAX	-32.53	-34.66
巴西 IBOVESPA 指数	-35.48	-35.10
俄罗斯 RTS	-39.66	-38.33

资料来源：财信证券，Wind

1.2 美国股灾：疫情只是导火索

美股估值达到历史高位。在 2008 年后，美联储保持了 10 年的宽松趋势，持续的低利率环境、企业举债回购促成了长达十年的牛市繁荣。进入 2019 年下半年后，随着失业率达到了历史低位，美国经济进入周期末端，2019 年 Q3 标普 500 成分股每股盈利同比增速放缓至 1.92%。但美股估值也同步达到了历史高位，在 2020 年初美股席勒 PE（经收益平滑计算、通货膨胀调整后 PE）达到 31.23 倍，为历史前 3% 分位，估值水平仅次于 2000 年互联网泡沫破灭时期。

图 8：标普 500 盈利同比增速在 2019 年第三季度迅速放缓（%）



资料来源：Multipl.com，财信证券

图 9：Shiller PE 比率从高位骤降（倍）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6256



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn