

分析师: 杨震宇
登记编码: S0730519050001
yangzy1@ccnew.com 021-50586725

拨云见日，守望光明

——半年度策略

证券研究报告-半年度策略

发布日期: 2020年06月18日

相关研究

- 1 《策略报告: 防御板块走强 A 股反弹遇阻-市场分析》 2020-06-17
- 2 《策略报告: 科技医药领涨 A 股全线反弹-市场分析》 2020-06-16
- 3 《策略报告: 外盘下跌拖累 A 股震荡回落-市场分析》 2020-06-15
- 4 《策略报告: 内部利好对冲外部调整, 维持震荡判断-A股策略》 2020-06-13
- 5 《策略报告: 精选层推进加速, 2 家公司获审议通过-新三板精选层与 IPO 周跟踪》
2020-06-12

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **疫情冲击: A股 M型走势与结构性分化** 受疫情影响, 上半年 A股走出 M型行情, 疫情主导 A股主升与主跌浪; 海外市场剧烈波动, 美股出现连续熔断, A股显现出较强的韧劲; A股小盘股表现好于大中盘股, 绩优股和成长板块表现较好, 消费、医药和成长板块走势较强, 市场分化显著。
- **业绩驱动: 疫情影响下的周期与分化** 疫情推动资本性支出周期加快收缩, 库存周期快速上行; 下半年库存周期有望重新下行并带动中周期上行, 下半年业绩驱动力表现不弱; 由于疫情以及周期性因素影响, 工业化后期中坚企业群内生性扩张, 造成行业间业绩进一步分化, 业绩驱动力结构性特征将较为显著。
- **估值驱动: 宽松格局下的再配置动力** 全球货币政策保持宽松, 央行政策兼顾抗疫和打压资金空转, 下半年货币政策环境总体料将延续宽松, 利率水平有望震荡下行; 一方面全球资金有向权益类资产配置动力, 而 A股目前具有估值优势, 有利于吸引全球资金配置。在双重再配置力量作用下, 下半年 A股估值驱动力料将不弱。
- **风险积聚与释放: 疫情、中美关系和改革** 下半年疫情存在二次攀高的可能, 中美关系仍有不确定性, 资本市场改革继续在路上; 下半年还将反复出现风险的积聚与释放, 影响 A股整体风险溢价水平。此外, 周边政治局势以及美股大选等风险事件均可能会对下半年行情构成扰动。
- **策略研判: 业绩与估值驱动下的主升行情** 结合此前业绩驱动和估值驱动分析结果, 引入并拓展 PB-ROE 分析框架。经分析, 我们判断下半年沪指有望摸高 2019 年高点 3200 点附近, 整体保持震荡上行, 并有望迎来一波主升浪; 期间 A股可能会随着美股调整以及疫情冲击或者其他风险事件的影响出现二次探底, 但底部较为夯实, 不会突破前低。时序上 A股攀高后稳健运行, 建议加仓至中高水平。A股在业绩驱动分化、估值分化以及“抱团取暖”市场心理作用下继续保持结构性行情。下半年市场继续围绕“政策对冲+疫后复苏+业绩确定性”主线发展, 成长股与绩优股行情交替出现, 新基建、新能源汽车、消费蓝筹、医药等板块景气度将贯穿下半年, 券商、国防军工、传媒、纺织服装、贵金属等板块以阶段性交易机会为主。

风险提示: 疫情防控低于预期、经济政策和数据远低于预期、外围市场表现低于预期、中美经贸关系出现超预期波折

内容目录

1. 疫情冲击：A股M型走势与结构性分化	5
1.1. 2020年上半年，疫情主导A股升跌	5
1.2. 大类资产波动加剧：美股连续熔断，油价跌至负值	6
1.3. 结构性分化，成长与绩优交替	8
2. 业绩驱动：疫情影响下的周期与分化	11
2.1. 疫情后短周期带动中周期的修复过程	11
2.2. 不可避免的业绩分化	16
2.3. 并购浪潮再启与再融资兴起	20
3. 估值驱动：宽松格局下的再配置动力	22
3.1. 疫情推动宏观杠杆率阶段性抬升	22
3.2. 资金再配置权益资产的动力	24
3.3. 全球货币政策宽松下的资金再配置	26
4. 风险积聚与释放：疫情、中美关系和改革	30
4.1. 警惕疫情二次冲击	30
4.2. 中美关系问题的缓和与隐忧	32
4.3. 资本市场改革继续在路上	33
5. 策略研判：业绩与估值驱动下的主升行情	35
5.1. 当前A股正处于第二轮PB-ROE循环后期	35
5.2. 基于PB-ROE选股策略：金融、医药和消费占优	40
5.3. 基于PB-ROE框架的拓展：资产负债率与销售净利率维度	42
5.4. 市场风格的考量：成长与绩优股交替	44
5.5. 下半年A股的两阶段演绎：策略时序选择	47

图表目录

图 1 疫情主导上半年A股升跌表现	5
图 2 道指连续熔断，一度进入技术性熊市	6
图 3 原油价格一度跌至负值	6
图 4 股债性价比指标仍偏向股票	8
图 5 今年成长、绩优股行情是过去几年的延续	9
图 6 消费股再度结构性上涨，大小盘较为均衡	9
图 7 美国朱格拉周期变化	11
图 8 截止2019年9月份我国朱格拉周期和基钦周期变化	12
图 9 疫情前工业产能利用率稳步回升	12
图 10 疫情推动产能利用率下降	12
图 11 4月份以来产能利用率持续回升	13
图 12 挖掘机增速触底反弹	13
图 13 费雪效应推动实际利率上行	14
图 14 基建投资占比扩大	14
图 15 房价增速趋于回落	14
图 16 4月地产销售和投资边际回升	14
图 17 地产两个剪刀差边际回暖	15
图 18 商品房销售面积回升，但延续累库	15

图 19 工业企业累库后将进入去库存阶段	15
图 20 5月份 PMI 显现外需回落、价格和预期扩张	15
图 21 中美信用利差均冲高回落	18
图 22 大盘股行情伴随利润集中度上升	18
图 23 2011 年以来工业企业利润率不断下降	19
图 24 医药和食品利润率表现较为稳健	19
图 25 2019 年-2020 年 4 月电信业务收入累计增速 (%)	19
图 26 医药和食品利润率表现较为稳健	19
图 27 按人均 GDP 计算我国经济发展的不同阶段	20
图 28 从产业结构变化看我国经济发展的不同阶段	20
图 29 近年来我国并购需求回落	21
图 30 中国企业平均资产规模不断壮大	21
图 31 A 股增发实施规模变化	22
图 32 上半年增发实施的行业结构	22
图 33 一季度我国企业加杠杆最明显	22
图 34 我国结构性存款规模持续上升	22
图 35 货币市场利率抬升	24
图 36 M1M2 增速上升，剪刀差收窄	24
图 37 虚拟经济与实体经济之间回报率的差异是资金流向的重要参考	25
图 38 下半年收益率仍有下行空间	25
图 39 金融危机后美联储资产负债表波动加剧	26
图 40 美联储资产负债表占比重新扩张	26
图 41 2019 年以来美国私人部门倾向于买股卖债	28
图 42 美股五巨头优势显著	28
图 43 沪指和创业板指目前在全球指数中估值水平	29
图 44 中国利率水平较为正常	29
图 45 外资持股增速冲高回落	29
图 46 境外机构持股占比持续上升	29
图 47 北向资金净流入规模变化	30
图 48 外资持股结构变化 (较 1 月 30 日变化)	30
图 49 本次疫情与 08 年金融海啸、29 年大萧条期间道指表现比较	31
图 50 08 年金融危机与本轮疫情期间 VIX 指数比较	31
图 51 国际新增确诊病例变化	31
图 52 2017 年中国 GDP 占比首次超过美国	32
图 53 近年来我国对外贸易结构发生了重大变化	32
图 54 对美贸易顺差略有回落	33
图 55 近年来我国经济的对外贸易依赖度下降	33
图 56 工业化发展到一定阶段会对证券市场改革产生需求	33
图 57 A 股部分重大改革回顾	34
图 58 2019 年 6 月以来创业板表现明显好于沪指	35
图 59 2019 年 11 月以来新三板做市指数持续上行	35
图 60 一季度 A 股业绩驱动和估值驱动均遭遇挫折	36
图 61 下半年 A 股 PB-ROE 运行框架	36
图 62 A 股经历了 PB-ROE 两轮周期	37
图 63 全部 A 股 (剔除负值) PE(TTM) 当前水平	38
图 64 全部 A 股 (剔除负值) PB 当前水平	38

图 65 当前创业板估值表现略强势	38
图 66 当前行业估值分化较为明显	38
图 67 A 股 ROE 趋势性下沉	39
图 68 近年来创业板指 ROE 逆势上行	39
图 69 PB-ROE 策略表现好于沪深 300	40
图 70 当前 A 股个股的 PB-ROE 分布	41
图 71 ROE 大于 8% 且 PB 较低的行业主要集中在大金融领域	41
图 72 PB-ROE 策略选股结果的 PB-ROE 分布	41
图 73 PB-ROE 策略选股结果的二级行业分布	41
图 74 拓展的 PB-ROE 选股体系	42
图 75 A 股资产负债率与 PCF 组合时序演变	43
图 76 A 股市现率与资产负债率的行业分布	43
图 77 A 股市销率与销售净利率时序演变	44
图 78A 股市销率与销售净利率的行业分布	44
图 79 本文选股策略	45
图 80 历次绩优股行情与 ROE 之差、M2 增速比较	46
图 81: 绩优股行情往往出现在经济下行压力较大时期	46
图 82 A 股高点阶梯型下降	47
图 83 预计下半年 A 股演绎逻辑	48
图 84 黄金价格与实际利率反向变化	49
图 85 原油价格在半年线附近震荡	49
图 86 近年来低价股频现	49
图 87 陆股通“三大件”净买入量变化	49
 表 1 年初至今大类资产表现一览（截止 6 月 8 日）	7
表 2 年初至今 A 股不同风格板块表现一览（截止 6 月 8 日）	9
表 3 年初至今 A 股一级行业表现一览（截止 6 月 8 日）	10
表 4 世界经济史上的五轮康波：1782 年至今	11
表 5 4 月工业企业利润显现改善	16
表 6 2020 一季报、2019 年报 ROE 和 g 的统计学特征一览	16
表 7 2019 年年报不同 ROE 和利润增长率组合个股数热力图	17
表 8 近年来 ROE 排名居前和居后的行业	18
表 9 人均 GDP 划分工业化阶段	20
表 10 产业结构划分的工业化阶段	20
表 11 5 月社融表现一览	23
表 12 目前为止直达实体经济的货币政策工具	25
表 13 年初至今全球央行货币政策变化情况	27
表 14 疫情版本的美联储“伯南克路线图”	28
表 15 一级行业逐年 ROE 表现	39
表 16 历年 PB-ROE、PCF-资产负债率、PS-销售净利率变化一览	44
表 17 年初至今全球成长和中小盘股表现相对较好（MSCI 指数）	45
表 18 年初至今部分市场行业表现（MSCI 指数&标普 500 指数）	46
表 19 历次绩优股行情下行业 ROE 排名和涨跌幅表现	46

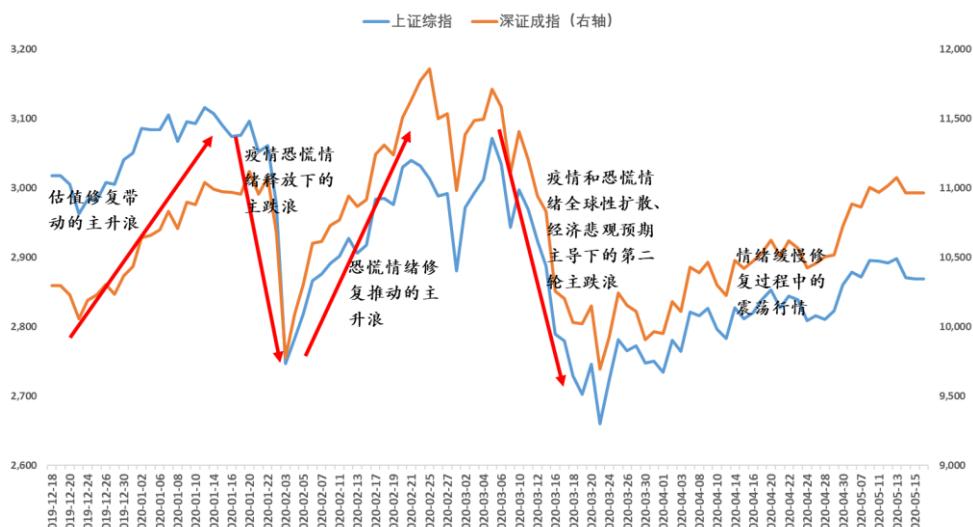
1. 疫情冲击：A股M型走势与结构性分化

上半年，毫无疑问疫情是影响全球股市运行的最重要因素，A股的运行状况亦受到疫情的显著影响。

1.1. 2020年上半年，疫情主导A股升跌

今年A股和全球都度过了非常不平凡的上半年。春节期间发生的新型冠状病毒疫情打断了此前的估值底部修复行情进程，并因为疫情发展和扩散，市场情绪出现剧烈反复，进而导致A股股价出现大幅波动。

图1 疫情主导上半年A股升跌表现



资料来源：Wind，中原证券

我们认为上半年A股进程可以分成四个阶段：

1) 2020年初至1月底：A股开始2019年下半年市场风格明显向成长股切换，科技板块持续走高；2019年12月初，中美贸易谈判传出利好，令A股建立估值底部；随后由估值修复带动一轮主升浪行情，期间中小盘行情不断自我强化，向上运行；截止1月13日上证综指较2019年12月3日低点回升8.0%，深证成指回升14.3%。随后在春节前，交投意愿趋于清淡，股指逐步回落。

2) 2月3日至3月5日：春节期间，新型冠状病毒疫情爆发；A股在推迟开市后，2月3日沪指开盘跳空低开8.7%，当天收跌-7.72%；我们及时推出策略报告提示市场已经反应到位；2月4日沪指收涨1.34%，随后开启恐慌情绪修复引导的主升浪行情；到2月21日沪指累计上涨10.6%，深证成指累计上涨18.9%；2月21日至3月5日，沪指在经历了震荡后达到上半年的高点3072点。

3) 2月 25 日至 3月 19 日：进入3月份后，疫情开始正式向全球扩散。意大利、英国和美国等重要国家或地区进入疫情防控状态，确诊病例数和死亡病例数逐日升高。全球市场恐慌情绪急速上升并快速蔓延；美联储3月初紧急启动极度宽松货币政策工具，援助市场流动性；美股一周之内出现史无前例的四次熔断；伴随海外市场恐慌表现，A股恐慌情绪蔓延推动一波主跌浪行情。截止3月19日A股累计下跌12.0%，深指累计下跌14.4%。沪指濒临2700点关口，距离2月4日盘中最低点2685仅一步之遥。

4) 3月 19 日至今：3月18日我们推出策略报告认为市场已经再度反应到位；伴随国内疫情防控措施开始显现效果，美股结束恐慌性下跌。3月19日起，A股开始新一轮情绪修复带动的震荡回升行情。截止5月21日，沪指较3月19日低点累计上涨6.72%，深指累计上涨8.23%。5月下旬，市场对欧美重启经济预期显现乐观，美股带领全球风险偏好回升，推动股市上行。

综上所述，上半年新冠疫情由国内向国外蔓延，A股受其影响比较明显，出现大涨大跌，走出M型行情。上半年恐慌情绪的起落主导A股表现，主升浪和主跌浪交替受系统性风险的积聚与释放的影响。

1.2. 大类资产波动加剧：美股连续熔断，油价跌至负值

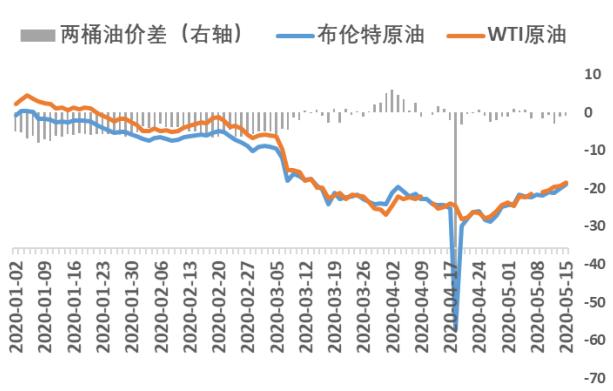
如前所述，上半年A股受到疫情以及由此衍生的海外市场波动影响较为显著。上半年大类资产轮动可以分成三段来看：疫情前、疫情发展中和疫情修复期。

图2 道指连续熔断，一度进入技术性熊市



资料来源：Wind，中原证券

图3 原油价格一度跌至负值



资料来源：Wind，中原证券

2020年1月，由于减产协议进展低于预期，原油价格受挫，上游周期品和农产品均表现不佳，但黄金单月涨幅近5%；同时，比特币价格大幅收涨29%，地产价格稳步上升，另类投资表现较好；债市普遍飘红，美债和国内利率债、信用债均收涨；MSCI全球收跌，纳斯达克指数涨幅好于标普500，A股呈现出显著的结构性行情：创业板指上涨7%，沪指下跌2%。1月份股市呈现出显著的创业板结构性行情，避险资产表现好于原油等。

2020 年 2 月疫情来袭，流动性问题进一步扰乱大类资产表现。其中股市普跌，但创业板指仍然顽强收涨 7.46%；债市表现环比改善，黄金由于流动性问题转入下跌，美元指数和人民币指数稳步收涨，流动性枯竭使得汇市表现突出。疫情导致房产交易量收缩，住宅价格环比下跌，成为上半年唯一一次房价下跌的月份。道指在 21 个交易日内抹去万点，累计跌幅达到 35.8%，最低触及 18213 点；美联储采取紧急措施，推出 CCPI 等货币政策工具，以稳住资本市场流动性预期。

2020 年 3 月国内处于疫情防控阶段，经济停顿，且疫情正在迅速向全球蔓延。A 股和海外市场几乎均于 3 月下旬迎来底部；随后美股开始震荡回升。但疫情不可避免地已经令航空、餐饮、旅游、商贸等行业遭遇重大打击，股市全月仍然显著收跌，MSCI 全球指数跌幅较 2 月扩大；因为印度蝗灾等因素农产品价格不降反升，黄金价格在流动性问题缓解后迅速回暖，但商品整体下跌压力比较明显；

表 1 年初至今大类资产表现一览（截止 6 月 8 日）

	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	上半年累计
MSCI全球	-1.02%	-9.33%	-13.73%	9.92%	3.42%	5.80%	-4.50%
标普500	0.13%	-10.03%	-12.51%	10.88%	3.57%	4.91%	-0.85%
纳斯达克指数	2.29%	-7.87%	-10.12%	14.35%	6.45%	3.42%	9.70%
上证综指	-2.09%	-3.23%	-4.51%	4.11%	1.06%	2.75%	-3.59%
创业板指	7.68%	7.46%	-9.64%	11.23%	2.77%	3.82%	21.01%
巴克莱美债指数	1.79%	1.50%	-1.95%	2.00%	0.93%	-0.14%	0.00%
国债总净价指数	0.86%	1.34%	0.90%	1.16%	-1.86%	-1.22%	1.09%
信用债总净价指数	0.14%	0.55%	-0.01%	0.64%	-0.56%	-0.67%	0.06%
南华工业品指数	-2.42%	-8.40%	-9.31%	4.97%	9.20%	2.37%	-7.72%
CRB综合现货	0.47%	-2.35%	-6.30%	-4.89%	4.56%	0.36%	-8.41%
南华农产品指数	-2.44%	-5.32%	1.78%	0.32%	1.08%	0.51%	-4.72%
NYMEX原油	-16.29%	-13.20%	-55.09%	9.51%	84.73%	9.81%	-36.82%
COMEX黄金	4.93%	-0.12%	1.55%	3.04%	1.73%	-3.61%	11.19%
美元指数	0.60%	0.27%	0.85%	-0.01%	-1.26%	-1.35%	0.16%
人民币指数	1.20%	0.17%	-0.01%	0.18%	-1.56%	-0.22%	-0.64%
日元（兑美元）	-0.48%	-0.79%	-0.50%	-0.60%	1.05%	1.67%	0.64%
比特币兑美元(GDAX)	29.33%	-10.29%	-26.23%	34.62%	7.42%	0.51%	35.08%
百城住宅价格指数	0.27%	-0.24%	0.14%	0.25%	0.31%	—	0.73%

资料来源：Wind, Bloomberg, 中原证券

2020 年 4 月，国内疫情进入复工复产阶段，全球央行执行宽松货币政策，全球股市也迅速走出低谷，标普 500 和纳斯达克指数涨幅均在 10%以上；国内股市同样反弹上证综指和创业板指反弹，创业板指涨幅超过 10%；流动性充裕保障下，原油价格开始反弹，比特币一个月上涨 34%，债市亦以上涨为主，大类资产总体表现均较为积极。

2020 年 5 月至 6 月初，市场整体风险偏好明显上升，全球权益类资产维持上涨，但涨幅收窄，走势更加稳健。上证综指和创业板指震荡运行，涨幅亦收窄；国内外利率上行，美债和国内债市指数纷纷下跌；大宗商品涨幅扩大，源于价格大举反攻，5 月涨幅达到 84%，6 月初

收复 40 美元/桶关口；原先涨势较为稳健的黄金涨幅收窄甚至转入下跌，美元指数联合人民币指数下挫，比特币涨幅显著收窄。

图 4 股债性价比指标仍偏向股票



资料来源：Wind，中原证券

年初至今，表现最好的资产是比特币，累计上涨 35%；其次是创业板指、黄金和纳斯达克指数，但边际上黄金涨势较创业板指和纳指明显回落，纳指甚至已经再创历史新高；原油价格累计下跌 36%，大宗商品重要指数均累计收跌；债市和汇率累计表现较为平稳，巴克莱美债指数平收，美元指数和日元小幅上涨，人民币指数小幅下跌，但债市和汇市波动性均有所增加。但是从边际上来看，随着需求预期好转，大宗商品价格有望将进一步收复上半年失地。从股债性价比指标来看，上半年股票市场总体延续相对债市的优势地位，在国内股票仍然是性价比较高。

1.3. 结构性分化，成长与绩优交替

上半年从 A 股市场结构来看，消费和成长板块表现较为出色。其中全指成长在 1~3 月连续收跌后，4~6 月初显著回升，上半年累计收涨 2.42%；同时全指价值指数在经历了一季度连续下跌后，4~6 月份表现平平，上半年累计收跌 11.75%；成长板块显著占优。

分行业风格来看，消费和成长分别收涨 13.53% 和 11.94%，成为各项风格板块中表现最好的。金融板块甚至收跌 11.34%；但是在疫情最为严重的 2~3 月份，TMT 指数下跌达到 11.34%；

分规模来看，上半年小盘指数累计收涨 8.2%，表现好于中盘指数（5.12%）和大盘指数（-0.54%），主要在于疫情前和复工期内，小盘股指数表现均好于大中盘，而疫情期间跌幅与其他两个指数相当。

从业绩表现来看，绩优股优势非常明显，上半年累计收涨 6.47%，而微利股指数收跌 6.05%。

从近年相对表现来看，2017 年以来市场整体处于绩优股占优的行情中；从细分阶段表现来看，去年底至 3 月 19 日，绩优股行情式微，亏损股表现相对突出；随后在本轮反弹期间，绩优股再度占优，并不断扩大优势。2018 年 11 月以来，高估值的成长板块相对低估值的价值板块相对优势不断扩大，市场“不畏高”，低估值的钢铁、房地产和银行等板块持续受挫。疫情前后成长板块优势再度扩张。

表 2 年初至今 A 股不同风格板块表现一览（截止 6 月 8 日）

	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	上半年累计
全指成长	-2.44%	-2.24%	-4.92%	9.12%	1.87%	3.45%	2.42%
全指价值	-4.33%	-4.61%	-5.47%	2.74%	-2.52%	2.45%	-11.75%
基础设施及建设(中信)	-3.44%	-3.30%	-1.61%	2.57%	-0.08%	2.52%	-5.27%
TMT(中信)	9.02%	6.22%	-15.22%	7.56%	2.86%	5.93%	10.83%
金融(风格.中信)	-4.75%	-4.46%	-6.47%	3.28%	-2.27%	3.29%	-11.34%
周期(风格.中信)	-0.86%	-1.46%	-4.77%	2.56%	1.90%	3.18%	-1.81%
消费(风格.中信)	-0.90%	-0.04%	-0.07%	7.99%	4.73%	3.21%	13.53%
成长(风格.中信)	5.94%	5.60%	-9.42%	7.03%	2.97%	3.16%	11.94%
稳定(风格.中信)	-4.00%	-5.38%	-1.99%	3.56%	-0.27%	1.80%	-7.92%
大盘指数(申万)	-1.63%	-1.16%	-6.34%	7.13%	-0.13%	3.61%	-0.54%
中盘指数(申万)	1.90%	1.15%	-7.67%	6.65%	3.51%	2.90%	5.12%
小盘指数(申万)	2.88%	2.41%	-7.55%	5.23%	4.37%	3.60%	8.20%
亏损股指数(申万)	-0.46%	2.52%	-6.63%	1.97%	1.73%	4.46%	0.59%
微利股指数(申万)	-0.83%	-2.52%	-7.39%	-0.80%	4.59%	3.64%	-6.05%
绩优股指数(申万)	-2.75%	-2.33%	-4.00%	11.06%	2.51%	4.14%	6.47%
新股指数(申万)	0.16%	4.56%	-6.82%	3.89%	11.48%	3.34%	13.75%

图 5 今年成长、绩优股行情是过去几年的延续



资料来源：Wind, 中原证券

图 6 消费股再度结构性上涨，大小盘较为均衡



资料来源：Wind, 中原证券

分行业来看，上半年涨幅居前的行业分别为医药、食品饮料和农林牧渔等，其中以要板块以 27.33% 的收益领跑一级行业。食品饮料、电子、计算机和农林牧渔受周期性和政策驱

动等因素影响，涨幅紧随其后，消费+科技风格较为鲜明。周期板块如石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、大金融等跌幅居前。从时间序列来看，2~3月份农林牧渔由于供需矛盾，逆势上涨，但5月份再度下跌。疫情前电子涨幅居前，疫情期间电子亦成为跌幅最高的板块；4月份反弹期间消费者服务、食品饮料、家电和电力设备及新能源等涨幅居前，消费板块优势较为明显；5月份大金融纷纷下落，消费板块整体保持韧性，计算机涨幅收窄，传媒涨幅扩大。

表 3 年初至今 A 股一级行业表现一览（截止 6 月 8 日）

	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	上半年累计
石油石化	-2.02%	-6.82%	-7.99%	1.48%	-2.04%	2.89%	-16.08%
煤炭	-5.90%	-5.73%	-4.43%	-0.94%	2.30%	0.80%	-14.87%
有色金属	-1.80%	-2.77%	-9.93%	3.24%	6.30%	1.16%	-7.82%
电力及公用事业	-2.71%	-2.81%	-1.46%	2.36%	-0.07%	1.82%	-4.34%
钢铁	-5.71%	-5.06%	-2.69%	2.26%	3.64%	0.17%	-9.68%
基础化工	0.18%	0.73%	-7.58%	5.72%	4.96%	4.08%	4.45%
建筑	-1.77%	-1.34%	-0.46%	-0.41%	-2.12%	1.26%	-5.57%
建材	-4.44%	6.81%	-1.32%	7.73%	-0.39%	0.10%	8.47%
轻工制造	1.02%	-2.63%	-6.61%	1.94%	7.42%	2.55%	1.41%
机械	-0.42%	0.94%	-6.69%	4.86%	3.00%	3.50%	3.18%
电力设备及新能源	5.43%	1.12%	-8.62%	8.06%	2.31%	3.28%	8.23%
国防军工	4.43%	3.41%	-9.45%	7.52%	2.96%	1.45%	7.84%
汽车	1.96%	2.47%	-10.46%	1.81%	4.41%	6.03%	1.34%
商贸零售	-2.25%	-3.67%	3.85%	0.63%	7.49%	4.33%	9.66%
消费者服务	-7.73%	1.47%	-9.44%	16.05%	11.20%	2.51%	9.64%
家电	-2.30%	-3.57%	-10.50%	7.81%	7.83%	3.43%	-0.02%
纺织服装	0.20%	1.63%	-5.11%	-4.73%	0.09%	3.79%	-3.70%
医药	7.41%	1.82%	1.26%	6.58%	4.68%	3.14%	27.33%
食品饮料	-5.69%	-2.24%	4.56%	12.42%	8.78%	3.02%	17.85%
农林牧渔	-2.58%	9.20%	11.19%	6.25%	-5.41%	-0.01%	11.57%
银行	-4.66%	-5.86%	-5.11%	2.90%	-1.73%	1.93%	-11.49%
非银行金融	-4.52%	-4.26%	-8.06%	3.74%	-2.55%	4.51%	-12.25%
房地产	-5.97%	-2.15%	-6.00%	3.20%	-2.05%	3.22%	-9.57%
交通运输	-5.94%	-5.54%	-2.78%	5.22%	1.64%	4.47%	-6.59%
电子	14.68%	4.61%	-20.45%	11.02%	3.98%	8.79%	14.62%
通信	4.60%	9.01%	-11.12%	2.24%	-1.85%	5.73%	3.99%
计算机	6.75%	10.03%	-12.21%	7.60%	1.63%	3.12%	12.03%
传媒	3.93%	-0.26%	-10.85%	3.81%	5.97%	4.80%	4.32%
综合	0.12%	3.82%	-8.08%	-0.37%	-0.69%	3.56%	-3.91%
综合金融	-1.62%	-1.01%	-6.70%	-2.14%	4.82%	2.06%	-7.41%

资料来源：Wind，中原证券

因此上半年 A 股运行结构性特征非常明显，小盘股表现好于大中盘股，绩优股和成长板块表现较好，消费和成长板块表现较最为突出，疫情对行情结构性形成扰动，但并没有从根本上改变近年来的结构性行情格局。

2. 业绩驱动：疫情影响下的周期与分化

综合上半年的行情，疫情影响下基本面表现对股市将产生重要影响。因此我们需要先考察下半年以业绩驱动为代表的基本面变化。

2.1. 疫情后短周期带动中周期的修复过程

疫情前全球经济处于康波萧条期内，国内外中短周期略有差异。从长周期来看，以信息技术为代表的第五波康波于金融危机后结束此前衰退期，目前进入萧条期，边际上向着人工智能、工业互联网、物联网等新兴技术方向演变；同时以房地产和建筑周期为主的库兹涅茨周期目前处于平稳扩张阶段（美国标普/CS 房价指数继续处于 2012 年 2 月以来的扩张周期，但环比增速在 0 上方窄幅震荡；国内房地产周期结束快速上涨阶段，房价总体保持稳定增长）；

疫情前，以资本性支出变化为特征的朱格拉周期出现内外分化：即美国资本性支出周期在 2018 年底触顶后下行，而中国资本性支出（工业产能利用率）于 2019 年二季度开始重新扩张；基钦周期内外共振下行（美国全部制造业存货量同比增速自 2018 年 1 月以来持续下降，国内工业企业库存增速下降），企业处于主动去库存阶段。

表 4 世界经济史上的五轮康波：1782 年至今

长波（主导技术创新）	繁荣（曲线斜率持续增大）	衰退（曲线斜率趋于归零）	萧条（曲线斜率持续为负）	回升（曲线斜率由负重新归于零）
第一波（纺织工业和蒸汽机技术） (63年)	1782-1802年（20年）	1815-1825年（10年）	1825-1836年（11年）	1836-1845年（9年）
第二波（钢铁和铁路技术） (47年)	1845-1866年（21年）	1866-1873年（7年）	1873—1883年（10年）	1883-1892年（9年）
第三波（电气和重化工业） (56年)	1892-1913年（21年）	1920-1929（9年） 战争（1913-1920）	1929-1937年（8年）	1937-1948年（11年）
第四波（汽车和电子计算机） (43年)	1948-1966年（18年）	1966-1973年（7年）	1973-1982年（9年）	1982-1991（9年）
第五波（信息技术）	1991-2002或2004年	2002或2004年-2009年（5年）	2009至今	？

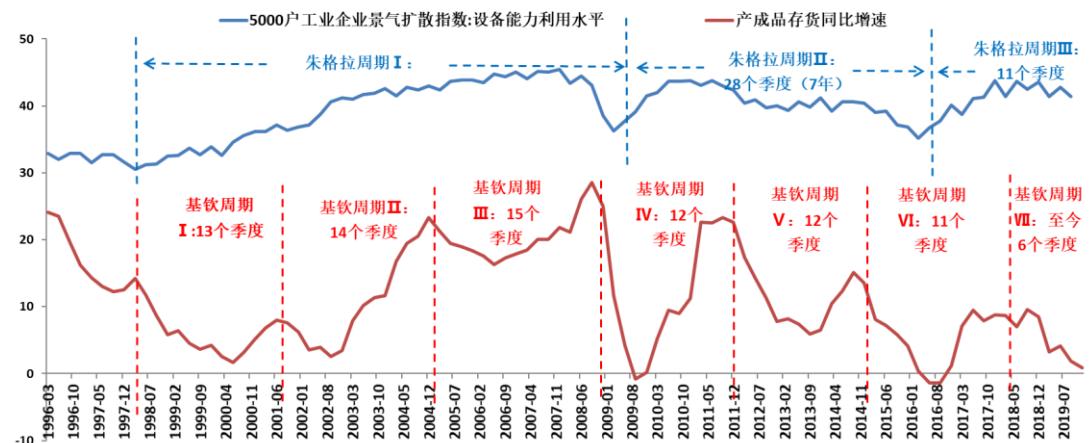
资料来源：中原证券

图 7 美国朱格拉周期变化



资料来源：中原证券，Wind

图 8 截止 2019 年 9 月份我国朱格拉周期和基钦周期变化



资料来源：Wind，中原证券

疫情的出现打乱了原有的周期运动节奏。我们认为下半年可能会出现在康波长周期转入萧条的前提下，由于库存短周期变化带动资本支出性周期的回升。

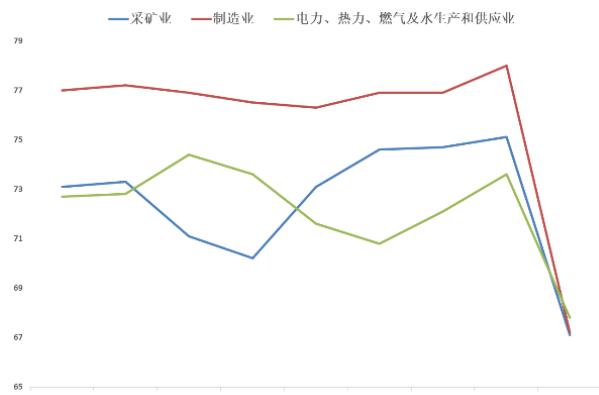
首先，疫情道指经济被迫按下“暂停键”，朱格拉周期大幅下行，库存增速显著升高。疫情出现后无论是资本性开支还是地产投资都出现显著回落。同时需求快速收缩导致库存去化受阻，明显出现一轮强劲的补库存。世界能源需求快速收缩（原油价格一度跌至负值），资本性支出加速下降（美国固定资产投资增速下降），国内外工业产能利用率下降至近年来的低点（一季度我国工业企业产能利用率仅为 67.3%，环比下降 10 个百分点）；库存快速积累，国内工业企业库存增速出现强力反弹（3 月份工业企业库存同比增速为 14.9%）。

图 9 疫情前工业产能利用率稳步回升



资料来源：Wind，中原证券

图 10 疫情推动产能利用率下降

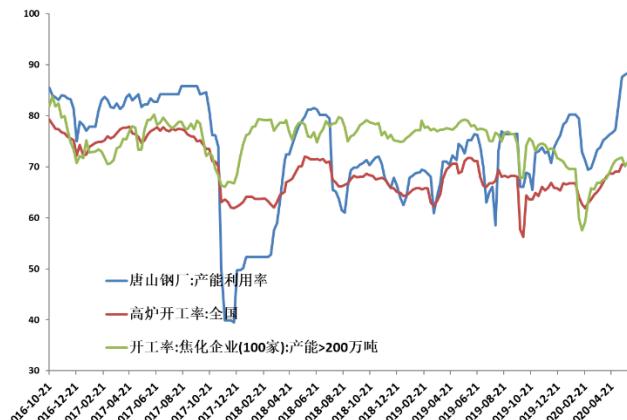


资料来源：Wind，中原证券

其次，随着国内复工复产，环比库存去化加快。复工复产以来，国内库存环比去化加快，

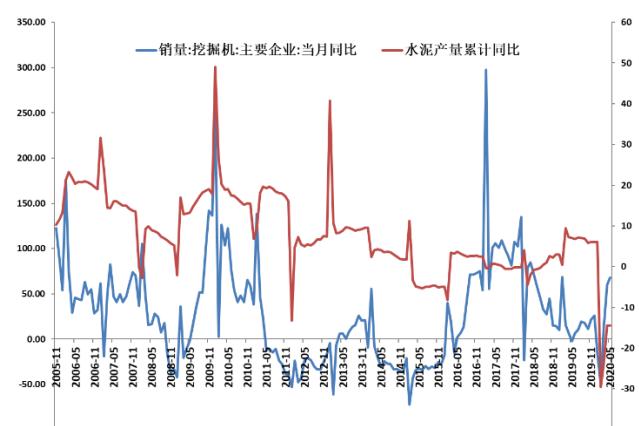
但同比仍然呈现正增长。在边际上，煤钢持续显著去库存，疫情后复工复产带动库存指标正在好转；4月份以来高频数据反映产能利用率正在回升，挖掘机销量和水泥产量增速均较3月份有明显回升。因此我们认为疫情虽然造成了全球经济的困难局面，但同时也帮助经济周期实现快速调整，将推动后市提前走出下行阶段。

图 11 4月份以来产能利用率持续回升



资料来源：Wind，中原证券

图 12 挖掘机增速触底反弹



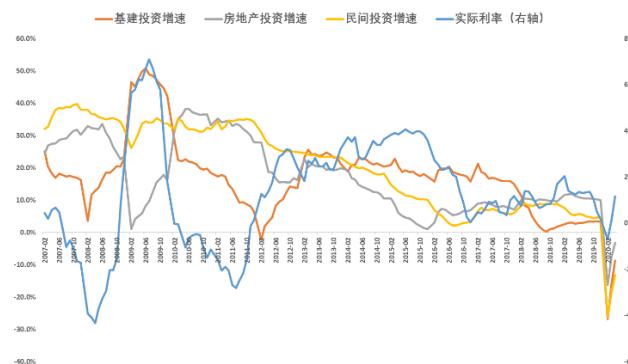
资料来源：Wind，中原证券

第三，下半年在疫情仍然存在的背景下，国内需求恢复渐趋见顶，但二次去库周期有望带动朱格拉周期回升。从周期嵌套理论角度来看，疫情对驱动股市的周期性力量改变重点在于疫情虽然很难改变长期周期运行方向，但是改变了原先短期周期指标运行的形态，导致短期内工业企业会出现需求修复带动的产能利用率的抬升和库存去化。下半年需求有望实现有限性回升，并带动库存增速回归此前的低值，从而形成二次去库存，并使得周期性因素对库存指标的作用占据主导。

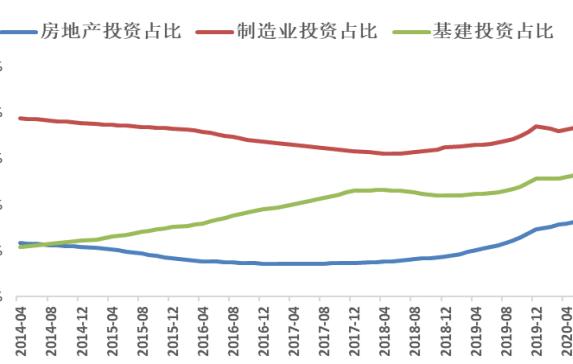
在二次去库存将通过推动总供给和总需求再次趋向平衡而带动地产投资和资本性开支逐步复苏。从而实现短周期向中周期演变。这将成为下半年驱动A股运行的重要业绩驱动力。

从微观上来说，我们认为未来资本性开支周期回升的动力源主要在于以下三个方面：

首先，下半年伴随通胀回落，实际利率有回升压力，但基建投资的逆周期属性决定投资需求下行有底。两会期间，政府工作报告明确表态今年将提高赤字率水平，铁路投资加码到9000亿元，新基建投资将成为今年的重点。从近年来数据表现来看，基建投资增速与实际利率与投资增速之间呈现出比较明显的顺周期现象，在通胀率持续回落过程中，实际利率有上行压力，可能会进一步压制民间投资增速表现，投资需求将更加依赖于基建；下半年政府主导的基建投资将占比扩大，使得整体投资对利率敏感性进一步下降。因此利率阶段性回升无碍投资增速回升。

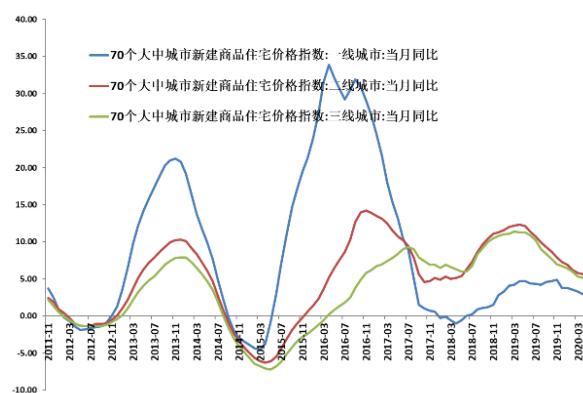
图 13 费雪效应推动实际利率上行¹


资料来源：Wind，中原证券

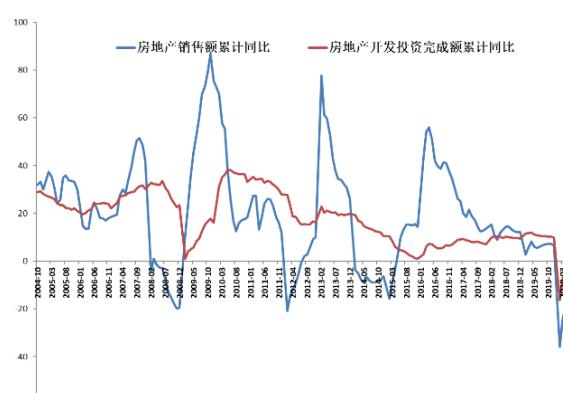
图 14 基建投资占比扩大


资料来源：Wind，中原证券

其次，地产投资复苏保障下半年中期内投资中枢的稳定。房地产投资和销售表现对经济起到重要影响作用。尽管部分城市出现新盘抢筹潮，但一二三线城市房价同比增速均缓慢下移。疫情影响下，3月份房地产销售和投资出现低点，商品房销售面积增速显著下跌，待售面积增速回到正值，地产再度进入累库阶段，竣工面积增速与新开工面积增速之差回落，建筑成本增速较安装成本增速之差冲高，表明地产开施工景气度明显受到影响。但1-4月份房地产销售和投资同比增速明显回暖，其中房地产投资增速接近修复到0；竣工面积增速与新开工面积增速之差降幅收缩，建筑成本增速较安装成本增速之差显现回落，表明地产行业景气度正在好转，地产投资机器重启。

图 15 房价增速趋于回落


资料来源：Wind，中原证券

图 16 4月地产销售和投资边际回升


资料来源：Wind，中原证券

¹ 实际利率：10 年期国债收益率与合成物价指数（0.7*CPI+0.3*PPI）之差）

图 17 地产两个剪刀差边际回暖



资料来源：Wind，中原证券

图 18 商品房销售面积回升，但延续累库



资料来源：Wind，中原证券

第三，4月工业企业盈利表现好转，PMI预示着经济景气度正在转暖。从工业企业盈利情况来看，4月工业企业利润同比降速较3月明显收窄，工业企业利润同比增速已经回落至-27%，私营工业企业更是大幅收窄至17%；分行业来看，除了采矿业1-4月利润降幅有所扩张外，其余制造业、食品、酒类、汽车、医药和纺织等上中下游制造业利润增速表现均改善有限，电子设备制造业利润增速甚至已经转正至同比15%增长。

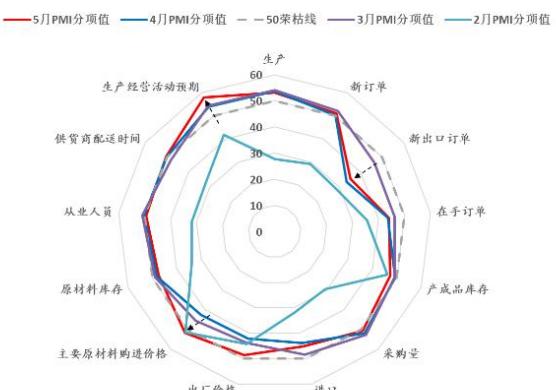
5月PMI位50.6%，较4月份小幅下降0.2个百分点；从分项表现来看，5月份PMI呈现出外需收缩、价格和预期扩张的态势。其中5月新出口订单PMI仅35.3%，稍好于4月份的33.5%；出厂价格扩张至48%，原材料购进价格更是扩张至51%；生产经营活动预期扩张至57.9%，成为PMI最高的单项。显示出当前疫情后的经济处于复苏期内，预期表现好于实际需求。产成品库存和原材料库存较4月略有下降；新订单和产成品库存PMI之比为1.5，前置为1.6，继续保持在高位。表明当前新增需求相对库存较高，经济景气度有好转的基础。

图 19 工业企业累库后将进入去库存阶段



资料来源：Wind，中原证券

图 20 5月份PMI显现外需回落、价格和预期扩张



资料来源：Wind，中原证券

表 5 4月工业企业利润显现改善

	工业企业	国有控股企 业	私营工业企 业	采矿业	制造业	食品	汽车	医药	纺织
2020年2月	-38.30%	-32.90%	-36.60%	-21.10%	-42.70%	-33.50%	-79.60%	-10.90%	-59.30%
2020年3月	-36.70%	-45.50%	-29.50%	-27.50%	-38.90%	-27.40%	-80.20%	-15.70%	-38.80%
2020年4月	-27.40%	-46.00%	-17.20%	-35.20%	-26.80%	-13.00%	-52.10%	-7.40%	-19.80%
	煤炭开选	黑色金属采 选	黑色金属冶 炼及压延加 工	有色金属冶 炼及压延加 工	通用设备	专用设备	运输设备	电气机械	电子设备
2020年2月	-45.60%	-86.20%	-34.40%	28.30%	-62.30%	-55.10%	-75.30%	-68.20%	-87.00%
2020年3月	-29.90%	-47.80%	-55.70%	-30.20%	-39.90%	-34.70%	-33.20%	-47.00%	-12.00%
2020年4月	-27.00%	40.30%	-60.40%	-40.30%	-17.60%	-3.10%	-11.70%	-22.90%	15.00%
	酒类	纺织服装	家具	造纸	化学制品	橡胶塑料	电热	燃气	水
2020年2月	-21.90%	-42.10%	-67.50%	-22.50%	-66.40%	-52.90%	-19.40%	-34.50%	-68.70%
2020年3月	-11.20%	-43.50%	-47.80%	-5.50%	-56.50%	-30.90%	-30.70%	-2.80%	-57.00%
2020年4月	-8.90%	-34.80%	-37.20%	5.50%	-48.00%	-11.90%	-27.00%	-1.70%	-31.90%

资料来源：Wind，中原证券

2.2. 不可避免的业绩分化

从理论上讲，疫情发生后，由于事件影响的不平均会导致行业间业绩分化不可避免。如对依赖于线下人流的航运、旅游和餐饮等行业遭受较大的冲击；但必需消费品、线上产业迎来机会。从近年业绩表现来看，经济周期下行区间内，以消费、医药等为代表的行业业绩表现突出，而周期板块较差，周期性力量也会推动业绩驱动在行业间发生分化。

表 6 2020一季报、2019年报 ROE 和 g 的统计学特征一览

	2020一季报	2019年报	2019年一季报	2018年报	2018一季报	2017年报	2017一季报
ROE中位数	0.8%	6.8%	1.4%	7.2%	1.4%	8.2%	1.3%
ROE均值	-0.2%	-10.8%	0.0%	-7.8%	1.2%	1.0%	0.8%
ROE偏度	-42.8	-43.8	-36.8	-23.3	-43.0	-53.9	-39.6
ROE峰度	2142.6	2131.8	1475.6	645.7	2126.7	3166.4	1635.0
ROE95%分位数	4.7%	20.9%	5.7%	23.6%	5.5%	24.7%	5.7%
ROE5%分位数	-4.3%	-34.1%	-2.1%	-28.7%	-1.8%	-3.2%	-1.7%
ROE离散度	24.5%	451.2%	45.3%	203.2%	15.1%	327.2%	31.0%
g中位数	-28.3%	9.5%	9.3%	7.1%	12.6%	16.4%	20.7%
g均值	-48.6%	-44.4%	75.7%	-86.0%	35.9%	38.7%	228.0%
g偏度	10.2	6.6	39.0	-16.3	-19.9	-4.3	41.6
g峰度	576.7	340.5	1694.0	423.8	1519.9	459.7	2035.4
g95%分位数	220.3%	189.1%	363.9%	192.9%	331.5%	335.3%	623.2%
g5%分位数	-493.2%	-513.9%	-187.3%	-613.5%	-148.0%	-132.9%	-132.7%
g离散度	1100.9%	796.1%	1714.8%	797.0%	1936.8%	725.9%	3309.5%

资料来源：Wind，中原证券

首先，2019年报和2020一季报显示，周期性和疫情因素造成整体A股业绩驱动力遭遇冲击，且显现出行业间分化格局。从2019年年报表现来看，A股企业去年ROE水平在0-10%

区间居多，增长率较为集中于-4.5-22%区间，而2018年A股企业ROE主要分布于2.4-12.4%区间，增长率主要集中于-15%-45%，疫情前2019年A股业绩较2018年走弱，周期性力量作用较为显著；在经历了两轮涨落后年初至今收涨个股主要集中在ROE大于15%、利润增速大于25%的绩优板块；绩优股表现总体好于微利股和亏损股（详情见此前周策略报告《绩优股行情延续，建议“核心资产+”配置》），验证业绩驱动力的持久作用效果。

从2020年一季报来看，疫情因素冲击A股业绩驱动力，成长性受到削弱。根据2020年一季报，2020年一季报A股ROE主要集中于1~15%区间，但其中位数和均值分别为0.8%和-0.2%，均低于2018粘合2017年同期水平；2020年一季报的净利润增速中位数和均值亦均低于2018年和2019年同期水平。2020一季报ROE偏度与往年相当，峰度略有收缩；2020年一季报净利润增速峰度同比大幅回落，偏度回落，表明一季度A股企业盈利能力在维持原先负偏斜分布特征的同时“厚尾”效应稍有下降；而成长性的正偏斜得到纠正的同时尾部效应大部收缩，整体来看一季度企业盈利能力和成长性双双受到疫情冲击，亟待提振。

表7 2019年年报不同ROE和利润增长率组合个股数热力图

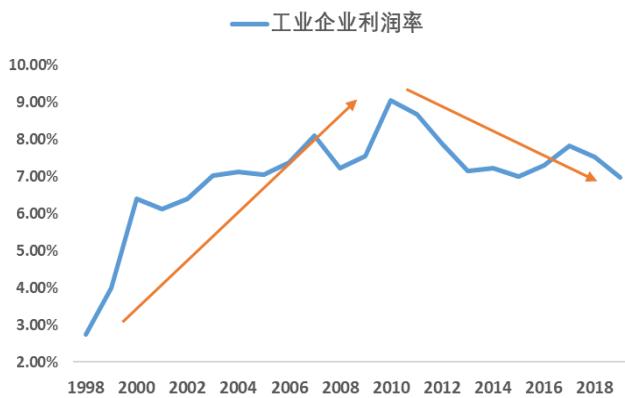
	ROE>=1 0%	40%>ROE >=25%	25%>ROE >=15%	15%>ROE >=10%	10%>ROE >=5%	5%>ROE> =1%	1%>ROE> =0%	0%>ROE> =-10%	-10%>ROE >=-15%	ROE<- 100%	小计
G>=100%	14	16	36	38	79	66	5	0	0	0	254
150%>G>=100%	10	9	23	27	76	146	44	0	0	0	335
100%>G>=50%	4	7	58	78	107	33	14	5	1	17	324
50%>G>=25%	1	16	98	121	144	57	9	0	0	12	458
25%>G>=10%	0	15	95	158	183	54	5	1	1	13	525
10%>G>=0%	0	4	56	126	156	59	6	0	0	5	412
0%>G>=-15%	0	3	21	78	144	55	7	0	1	2	311
-15%>G>=-50%	1	3	21	61	210	249	17	0	0	7	569
-50%>G>=-100%	0	0	5	5	34	147	73	0	0	12	276
G<-100%	0	0	0	0	0	0	18	100	46	198	362
小计	30	73	413	692	1133	866	198	106	49	266	

资料来源：Wind，中原证券

从行业分布看，2019年ROE居前的一级行业分别为食品饮料、家电、建材、农林牧渔、房地产、非银金融和银行等，2020年一季报ROE居前行业分别为食品饮料、农林牧渔、银行和非银金融等，基本延续2017年以来的行业轮动格局。表明当前业绩稳健的“核心资产”仍然集中于大消费、金融和地产等领域，属于优质资产集中和逆周期行业，符合当前A股行业轮动逻辑特征。政策对冲主要利好消费、金融和基建，与当前主要行业轮动受益板块较为契合，因此5月投资主线仍应当以消费、金融和基建为主，巩固此前分析结论。

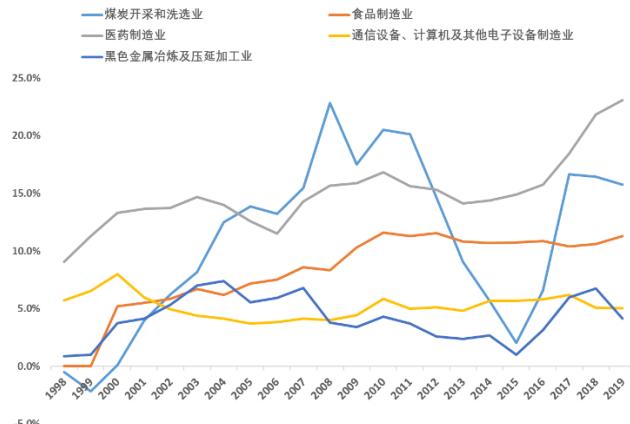
其次，A股盈利集中度将继续上升，巩固龙头企业的业绩优势。从A股当前净利润集中度表现来看，2017年四季度以来，非银行石油石化行业中净利润规模在前100位企业的净利润占比持续上升，已经突破70%，回到2016年水平。与此同时绩优股相对亏损股表现持续显现优势，二者指数之比仅在2018年下半年和今年初稍有回落。当前疫情影响下，中小企业经营困难程度上升，A股盈利集中度将继续向头部企业集中。因此从基本面和风险溢价表现来看，大盘绩优股在下半年具有机会。

图 23 2011 年以来工业企业利润率不断下降



资料来源：Wind, 中原证券

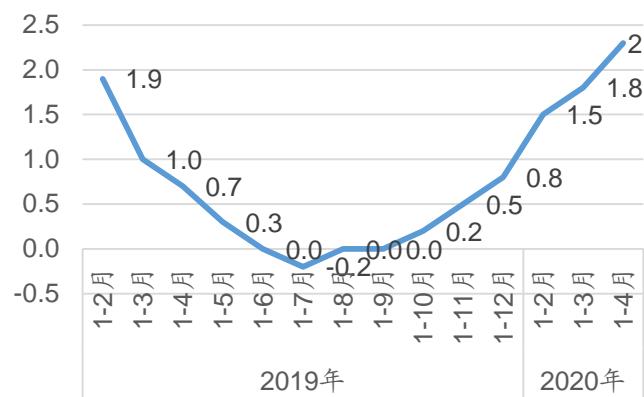
图 24 医药和食品利润率表现较为稳健



资料来源：Wind, 中原证券

在通信方面，根据运行监测局近期发布的“2020 年 1-4 月通信业经济运行情况”，2020 年 1-4 月，电信业务收入累计完成 4562 亿元，同比增长 2.3%，增速同比提高 1.6 个百分点，较 1-3 月增幅提高 0.5 个百分点；移动互联网流量保持快速增长，4 月 DOU 值达到 9.38GB/户。1-4 月，移动互联网累计流量达 479 亿 GB，同比增长 36.6%；其中，通过手机上网的流量达到 462 亿 GB，同比增长 32.4%，占移动互联网总流量的 96.5%。4 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 9.38GB/户，同比增长 28.1%，高于上年 12 月 0.79GB/户。下半年随着 5G 商用加快推进，以及新基建落地扩张对通信设备的需求。因此在经济下行压力下，通信业绩确定性较高。

图 25 2019 年-2020 年 4 月电信业务收入累计增速(%) 图 26 医药和食品利润率表现较为稳健



资料来源：Wind, 中原证券



资料来源：Wind, 中原证券

2.3. 并购浪潮再启与再融资兴起

首先，当前我国工业化已经进入成熟阶段，对资本运作的内在需求必然会上升。按照工业化发展阶段的划分，按照 2005 年美元标准计，2014 年我国人均 GDP 首次突破 6000 美元大关，意味着我国在人均 GDP 标准意义上已经实现进入工业化后期；而此前我国已于 2009 年实现第一产业 GDP 占比不足 10%，且保持第二产业占比领先，意味着按照产业结构标准我国已经进入工业化后期；2012 年，我国第三产业占比又超过第二产业意味着我国进入后工业化时代。

表 9 人均 GDP 划分工业化阶段

工业化阶段	前工业化阶段	工业化阶段			后工业化阶段	
时期	初级产品	工业化初期	工业化中期	工业化后期	发达经济初级	发达经济高级
人均GDP (1964年美元)	100-200	200-400	400-800	800-1500	1500-2400	2400-3600
人均GDP (1970年美元)	140-280	280-560	560-1120	1120-2100	2100-3360	3360-5040
人均GDP (2005年美元)	745-1490	1490-2980	2980-5960	5960-11170	11170-17890	17890-26830

资料来源：《涛动周期论》，中原证券

表 10 产业结构划分的工业化阶段

工业化阶段	产业结构的变动
工业化前期	第一产业>第二产业
工业化初期	第一产业<第二产业，且第一产业>20%
工业化中期	第一产业<20%， 第二产业>第三产业
工业化后期	第一产业<10%， 第二产业>第三产业
后工业化阶段	第一产业<10%， 第三产业>第二产业

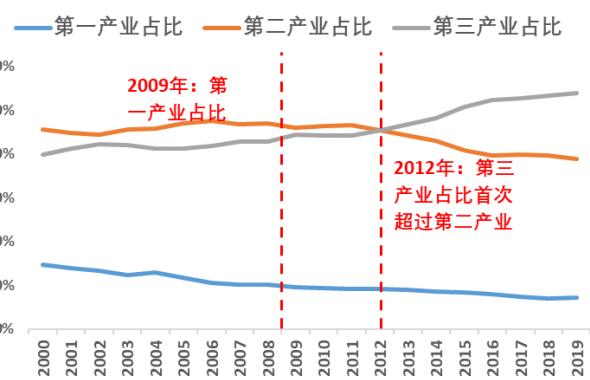
资料来源：《涛动周期论》，中原证券

图 27 按人均 GDP 计算我国经济发展的不同阶段



资料来源：Wind，中原证券

图 28 从产业结构变化看我国经济发展的不同阶段



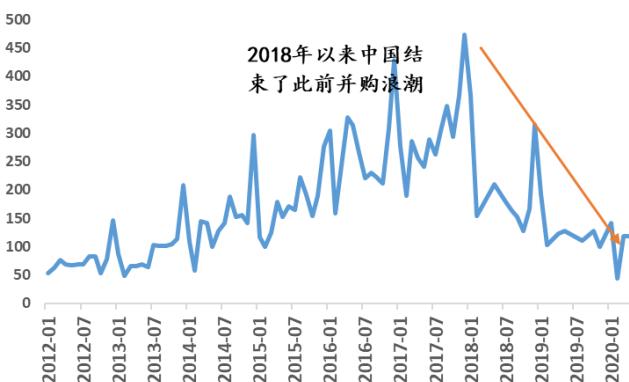
资料来源：Wind，中原证券

无论按照哪个标准，我国至少已经进入工业化后期，并处于持续繁荣发展阶段。因此当前

经济会内生性对金融产品、融资产生巨大需求，通过并购重组实现企业的飞跃发展。

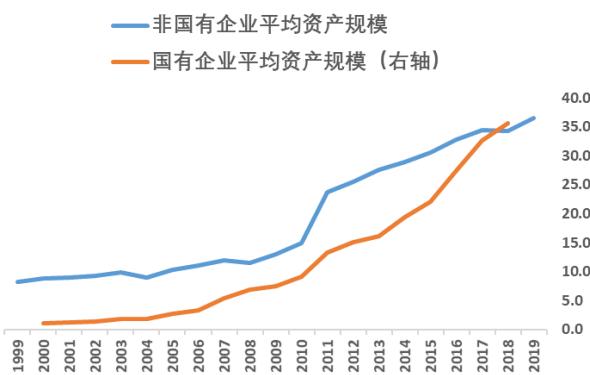
第二，工业化后期会对并购等形成需求，未来我国有望开启新一轮并购浪潮，并推动中坚企业群壮大。数据上来看 2018 年以来我国并购数量明显下降，并购需求持续回落。同时我国企业平均资产规模正在大幅跃迁，企业正在不断壮大。

图 29 近年来我国并购需求回落



资料来源：Wind，中原证券

图 30 中国企业平均资产规模不断壮大

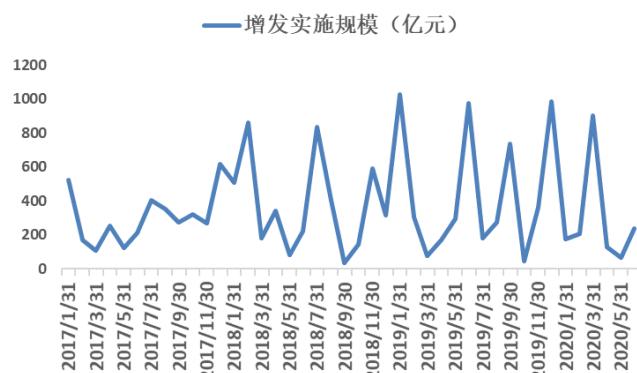


资料来源：Wind，中原证券

2020 年 3 月 20 日，证监会颁布《关于修改部分证券期货规章的决定》，其中修改的法规包括《上市公司重大资产重组管理办法》。《办法》进一步明确了上市公司控股股东、实际控制人违法违规行为的法律责任，明确了发行股份购买资产存在欺诈的法律责任，依法扩大证券支付工具范围，对证券交易所相应板块的授权规定进行概括性调整，为深化市场化改革预留空间。这毫无疑问将会为我国未来并购重组提供政策支持；企业具有内生性做大做强的需求。未来如果重启并购浪潮，将会便于龙头企业横向和纵向发展，从而巩固其业绩优势；中型企业也可以通过并购弯道超车，实现企业跨越式发展。因此未来在使用并购工具帮助下，预计我国的中间企业群将会进一步壮大，巩固其群体性业绩优势和竞争优势。

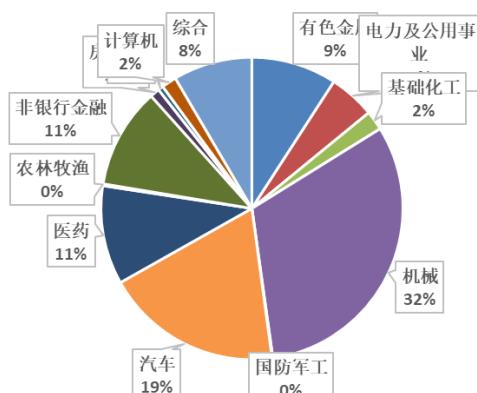
第三，再融资等监管开放，有助于企业融资发展，巩固和扩大竞争优势。2020 年 2 月 14 日，证监会发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》(以下简称《再融资规则》)，主要内容包括精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口等。截至 6 月 10 日，再融资新规以来，514 家上市公司发布或修订定增预案，合计计划募资 7695.36 亿元，较去年同期增长 175%。从行业上来看，今年以来宣布定增的公司中，机械、汽车、医药和非银金融等企业占比最高。

图 31 A 股增发实施规模变化



资料来源：Wind，中原证券

图 32 上半年增发实施的行业结构



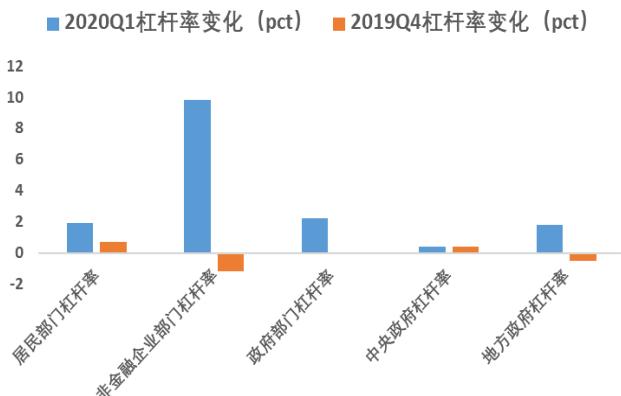
资料来源：Wind，中原证券

3. 估值驱动：宽松格局下的再配置动力

3.1. 疫情推动宏观杠杆率阶段性抬升

由于 $P=PE^*E$ ，而股市估值很大程度上受流动性影响。我们认为股市流动性表现在两个层面：第一个层面是货币增长为市场提供基础流动性保障，令资本市场处于较为充裕的流动性环境中，资金成本较低，有利于资产价格上涨；第二个层面是流动性向股市的再配置，或者说资金“脱实向虚”，即：一方面产业资本由实体经济向虚拟经济流入，家庭收入由消费、不动产等其他资产向股市流入等。

图 33 一季度我国企业加杠杆最明显



资料来源：Wind，中原证券

图 34 我国结构性存款规模持续上升

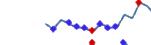
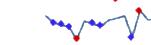
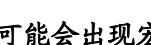


资料来源：Wind，中原证券

就第一个层面而言，在周期性和疫情因素影响下，货币政策整体将维持宽松格局。但在经历了一季度的杠杆率抬升后，下半年宏观杠杆率可能会进入一个高位平稳发展期，边际上货币

政策宽松力度会低于预期。两会后，我国明确今年可以允许宏观杠杆率阶段性上升，这样我国从 2017 年以来的金融去杠杆过渡到金融加杠杆阶段。一季度我国实体经济宏观杠杆率由 2019 年末的 245.4% 提升至 254.6% 的历史最高水平。并且从结构上来看，一季度非金融企业加杠杆幅度最高，杠杆率提升了 9.8 个百分点，居民部门和政府部门分别提升 1.9 个百分点和 2.2 个百分点。央行对此解释认为“当前应当允许宏观杠杆率有阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持，这主要是为了有效推进复工复产，为未来更好地保持合理的宏观杠杆率水平创造条件。”因此一季度杠杆率的抬升主要是抗击疫情需要。

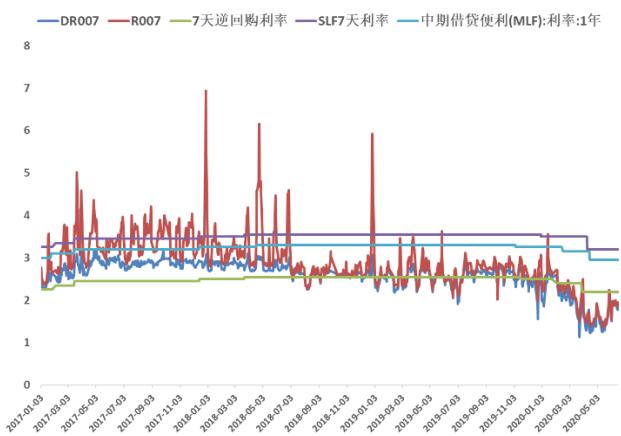
表 11 5 月社融表现一览

指标简称	单位	最新值	更新至	环比变化	同比增长	去年同期增长	近1年
社会融资规模	亿元	31900	2020-05	959.00	14776.27	5890.10	
新增人民币贷款	亿元	15500	2020-05	-739.00	3644.54	459.28	
新增外币贷款	亿元	457	2020-05	-453.00	266.29	418.66	
新增委托贷款	亿元	-273	2020-05	306.00	358.06	939.27	
新增信托贷款	亿元	-337	2020-05	-360.00	-285.09	884.37	
新增未贴现银行承兑汇票	亿元	836	2020-05	259.00	1604.42	972.21	
企业债券融资	亿元	2971	2020-05	-6044.00	1938.10	1383.73	
非金融企业境内股票融资	亿元	353	2020-05	38.00	93.77	-178.41	
政府债券	亿元	11400	2020-05	5056.00	6967.30	-870.13	
存款类金融机构资产支持证券	亿元	-202.00	2020-04	-41.00	-445.00	-578.36	
贷款核销	亿元	460.00	2020-04	-657.00	143.93	57.25	
本外币贷款	亿元	15957	2020-05	-1192.00	3910.84	877.94	
企业直接融资	亿元	3324	2020-05	-6006.00	2031.87	1205.31	
表外融资	亿元	226	2020-05	205.00	1677.39	2795.85	
非政府融资	亿元	19507	2020-05	-6993.00	7620.10	4879.10	

资料来源：Wind，中原证券

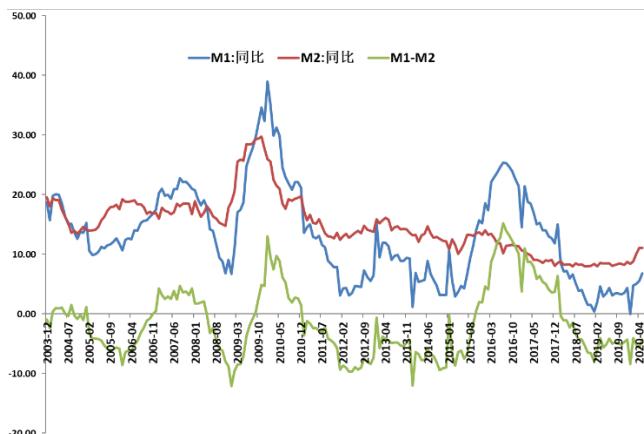
从社融表现来看，我国信用扩张在边际上正在逐步向政府部门集中。下半年可能会出现宏观杠杆率总体维持在高位稳定运行的同时结构上缓慢向企业部门倾斜的格局，货币政策宽松力度低于预期。5 月中旬，央行负责人表态，虽然一季度宏观杠杆率显著回升，但只是阶段性的。因此 5 月央行减少公开市场操作，并开始强力推动压降商业银行的结构性存款，减少资金套利空间。5 月份社融规模为 3.19 万亿元，环比增加 959 亿元，同比增加 1.47 万亿元，社会整体信用保持扩张。从结构上来看，推动 5 月份实现社融环比正增长的主力在于政府债券融资，其总规模达到 1.14 万亿元，环比上涨 5056 亿元，同比增长 6967 亿元；同时企业本外币贷款合计为 1.6 万亿元，环比下降 1192 亿元；直接融资合计为 3324 亿元，环比下降 6006 亿元；传统表外融资依靠未贴现银行承兑汇票实现正融资，环比增长 205 亿元。至少就 5 月份融资结构而言，杠杆率继续向政府部分集中，宽信用政策主导下的企业杠杆结构性抬升并不明显。2016 年以来我国非金融企业处于持续去杠杆过程中，伴随政府明确放松宏观杠杆率要求，下半年有望看到非金融企业杠杆率的稳定和回升。

图 35 货币市场利率抬升



资料来源：Wind, 中原证券

图 36 M1M2 增速上升，剪刀差收窄



资料来源：Wind, 中原证券

5月份M1和M2增速分别为11.1%和6.8%，前者持平前值，后者较前值明显改善；同时M1和M2的负剪刀差收窄至-4.3%。表明在逆周期政策作用下，社会整体货币派生能力得到修复，企业信贷有所扩张，企业账户活跃度提升，企业现金流和生产意愿改善和回升。

可以确定的是，短期内国内景气度正在强力逆周期政策作用下恢复中，货币增速上升，企业活跃度上升，国内信用形成复苏性扩张态势，但结构上对政府融资依赖度仍然较高。总体来说信用周期表现对A股影响较为积极。但这并不影响政策作用大方向，下半年央行仍将会继续以宽松操作为主，但需要注意央行货币政策操作的节奏，宏观杠杆率可能会于下半年出现见顶后高位震荡走势，边际上会影响资本市场的运行。

3.2. 资金再配置权益资产的动力

就第二个层面而言，从周期理论角度来看，伴随着一国工业化进入后期，该国资本市场便拥有进入繁荣期的基础，以满足实体经济的融资需求，并且虚拟经济的繁荣会超越实体经济，表现出一定的独立性。朱格拉周期反映了无风险利率的中期走向，可以决定市场估值水平，并可以预测资金在实体经济和虚拟经济之间配置变化：朱格拉周期上行会带动利率上行，流动性收紧，资金脱虚入实，股市估值中枢下行；朱格拉周期下行会带动利率下行，流动性宽松，资金脱实入虚，股市估值中枢抬升。但如前所述，下半年我国朱格拉周期可能更多表现为与无风险利率的无关，无风险利率阶段性上行既不能证明朱格拉周期上升，更不可能表明我国流动性正在收紧，从而可以推动资金从虚拟经济流向实体经济。而更多的是由于实体经济回报率低下推动资金流入虚拟经济领域。

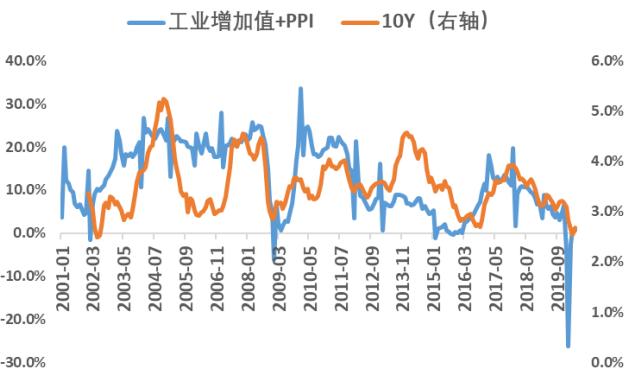
因此从这个意义上来说，下半年我们仍然继续看好股市相对于实体经济的回报率优势。首先，下半年实体经济回报率还将受周期性和疫情因素影响，维持在低位。如前所述，工业企业回报率持续下行，工业增加值与PPI增速之和自2017年以来持续下行，将会继续带动收益率

下行。因此从这个意义上讲，实体经济回报率下沉以及利率易下难上的预期将会扩大虚拟经济相对实体经济的吸引力。

图 37 虚拟经济与实体经济之间回报率的差异是资金流向的重要参考 图 38 下半年收益率仍有下行空间



资料来源：Wind，中原证券



资料来源：Wind，中原证券

但另一方面，央行推出一系列直接作用实体经济货币政策工具，助力实体经济融资，影响部分虚拟经济流入资金规模。6月1日，人民银行网站发布消息，根据《政府工作报告》的部署，人民银行再创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，进一步完善结构性货币政策工具体系，持续增强服务中小微企业政策的针对性和含金量。此前人民银行已经推出了3000亿元抗疫专项再贷款和1.5万亿元普惠性再贷款再贴现，这些工具都是直达实体企业的货币政策工具。

表 12 目前为止直达实体企业的货币政策工具

工具	日期	规模	发放利率水平	企业实际贷款利率	交易结构	影响资金
抗疫专项再贷款	1月31日	3000亿元	LPR-250BP	<1.6% (LPR-100BP, 50%财政贴息)	银行再贷款	—
普惠性再贷款再贴现	2月26日、4月20日	5000亿元+1万亿元	2.5%	5000亿元(<=LPR+20BP)；1万亿元(<=5.5%)	再贷款再贴现	—
普惠小微企业贷款延期支持工具	6月1日	400亿元	—	—	SPV与地方法人银行签订利率互换协议	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	6月1日	4000亿元	—	—	SPV与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同	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

资料来源：央行网站，中原证券

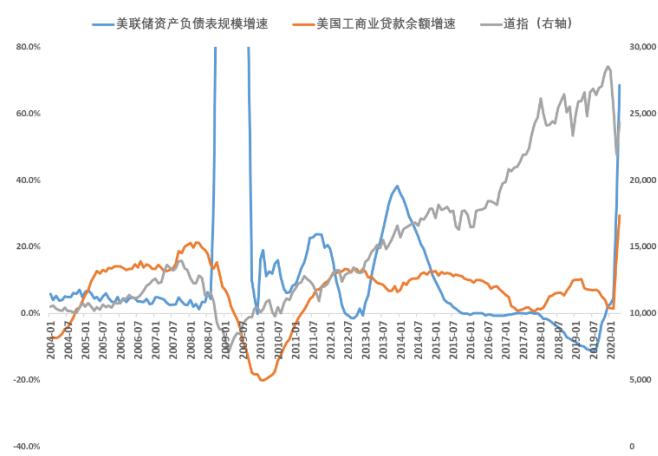
综合来看，我们认为下半年整体宏观杠杆率会结束快速上涨，在二季度后趋于平稳；在短期压缩套利空间以及结构性存款后，下半年央行货币政策总体延续宽松格局，并且MLF、LPR

还有继续压降的空间，但央行需要择机使用。我们认为债券市场最困难的时期应当已经过去，后市收益率有望震荡回落；与此同时，实体经济回报率下行，货币政策宽松，带动利率中枢下行，推动资金从实体涌入虚拟经济，利好股市。但央行直接作用于实体经济的政策工具会抵消部分宽松政策的作用。下半年股市资金面总体充裕，国内因素对估值驱动作用偏向积极。

3.3. 全球货币政策宽松下的资金再配置

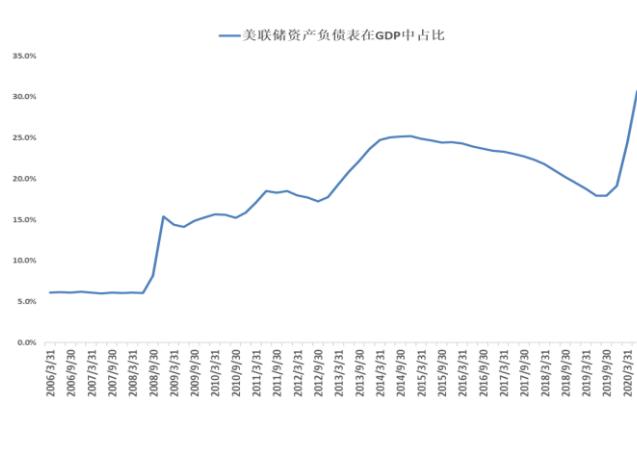
2019 年以来美联储连续降息，由 2015 年底以来的加息周期转入降息周期；疫情发生后，美联储和全球央行进一步宽松货币政策，防止经济堕入萧条。这成为下半年 A 股运行外部货币环境的重要特征之一。

图 39 金融危机后美联储资产负债表波动加剧



资料来源：中原证券，Wind

图 40 美联储资产负债表占比重新扩张



资料来源：中原证券，Wind

首先，周期性和疫情双重中长期因素推动下，全球央行保持中长期内生性宽松，塑造低利率环境。金融危机后，美联储明显增加货币政策工具的使用强度，美联储资产负债表规模波动明显高于金融危机之前，美联储政策在美国经济的影响力越来越大。疫情背景下加速了各国货币政策的调整。疫情深化了低利率环境预期，美联储资产负债表重新快速扩张，全球将面临新一轮赤字货币化和资产价格上涨。3 月份美联储宣布下调联邦基金利率至 0-0.25% 区间，并开始无限量宽松操作，截止 5 月 1 日，美联储资产负债表已经增至 6.6 万亿美元的纪录新高。按一季度 GDP 年化后的数据计，当前美联储资产负债表占美国 GDP 比例已经达到 30%，超过 2014 年前高。全球其他主要国家或地区央行纷纷下调基准利率，我国下调包括 7 天逆回购、MLF 和 LPR 等在内的重要利率，全球低利率环境向纵深发展。

表 13 年初至今全球央行货币政策变化情况

国家或地区	基准利率指标	最近变动日期	最新值 (%)	年初至今变动幅度	上次变动后值 (%)	环比变动幅度
发达国家	美国:联邦基金目标利率	2020/3/15	0.25	⬇️ -150BP	1.25	-100BP
	日本:政策目标利率(基础货币)	2016/2/16	-0.1	➡️ 0BP	—	—
	欧元区:基准利率(主要再融资和)	2016/3/16	0	➡️ 0BP	—	—
	英国:再回购利率	2020/3/19	0.1	⬇️ -65BP	0.25	-15BP
	澳大利亚:隔夜利率	2020/3/20	0.25	⬇️ -50BP	0.5	-25BP
金砖国家	俄罗斯:再融资利率	2020/4/27	5.5	⬇️ -75BP	6	-50BP
	南非:再回购利率	2020/5/22	3.75	⬇️ -275BP	4.25	-50BP
	印度:再回购利率	2020/3/27	4.15	⬇️ -75BP	4.9	-75BP
	巴西:隔夜利率	2020/5/7	3	⬇️ -150BP	3.75	-75BP
亚太地区	新西兰:基准利率	2020/3/16	0.25	⬇️ -75BP	1	-75BP
	韩国:基准利率	2020/5/28	0.5	⬇️ -75BP	0.75	-25BP
	菲律宾:菲律宾:隔夜借款利率	2020/4/17	2.75	⬇️ -125BP	3.25	-50BP
	马来西亚:隔夜利率	2020/5/5	2	⬇️ -100BP	2.5	-50BP
	中国香港:贴现窗基本利率(日)	2020/3/15	0.86	⬇️ -114BP	1.5	-64BP
	中国台湾:短期融通利率	2020/3/20	3.375	⬇️ -25BP	3.625	-25BP
	泰国:隔夜利率	2020/5/20	0.5	⬇️ -75BP	0.75	-25BP
	印尼:基准利率	2020/3/19	4.5	⬇️ -50BP	4.75	-25BP
欧洲	挪威:银行同业存款利率	2020/5/7	0	⬇️ -150BP	0.25	-25BP
	瑞典:再回购利率	2020/1/8	0	⬆️ 25BP	-0.25	25BP
	乌克兰:贴现利率	2020/6/12	6	⬇️ -750BP	8	-200BP
	匈牙利:基准利率	2016/5/25	0.9	➡️ 0BP	1.05	-15BP
	波兰:28日再回购利率	2020/5/29	0.1	⬇️ -140BP	0.5	-40BP
	捷克:2周再回购利率	2020/5/8	0.25	⬇️ -175BP	1	-75BP
	土耳其:隔夜利率	2020/5/22	6.75	⬇️ -375BP	7.25	-50BP
	以色列:基准利率	2020/4/9	0.1	⬇️ -15BP	0.25	-15BP
	保加利亚:基本利率	2015/1/1	0.01	➡️ 0BP	—	—
	匈牙利:基准利率	2016/5/25	0.9	➡️ 0BP	1.05	-15BP
美洲	加拿大:隔夜目标利率	2020/3/27	0.25	⬇️ -150BP	0.75	-50BP
	墨西哥:基准利率	2020/5/14	5.5	⬇️ -175BP	6	-50BP
	智利:隔夜利率	2020/3/31	0.5	⬇️ -125BP	1	-50BP
非洲	埃及:隔夜贷款利率	2020/3/16	10.25	⬇️ -300BP	13.25	-300BP

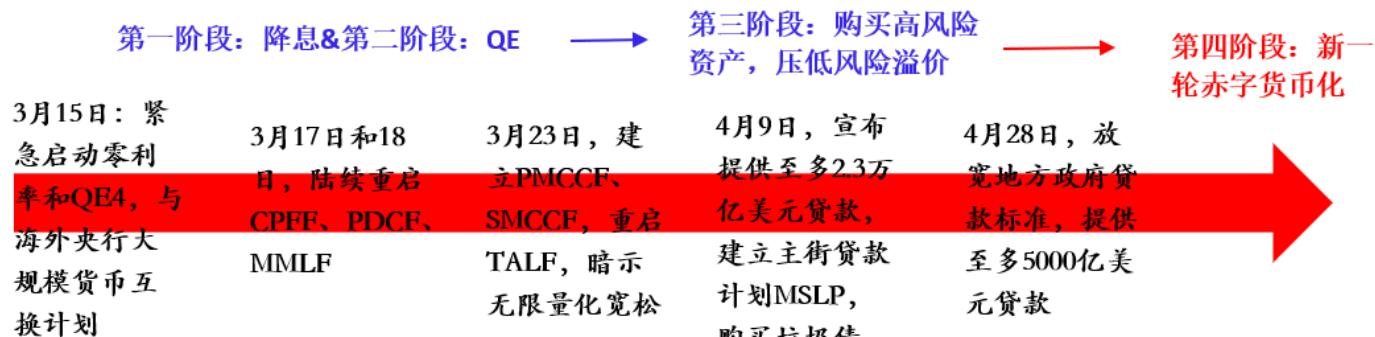
资料来源：Wind，中原证券

回顾 3 月 6 日以来美联储的货币政策，可以发现，美联储正在复制 2008 年“伯南克路线图”：第一阶段：大幅降低联邦基金利率；第二阶段：实行 QE 和扭曲操作，扩张美联储资产负债表，向市场提供流动性，并压低长端国债收益率，令美债收益率曲线走平，激励需求扩张；第三阶段：购买高风险资产（如 MBS 等），压低风险溢价和长期信用债收益率；第四阶段：实行大规模减税和财政支出，并通过央行发行货币为财政赤字融资，实现赤字货币化，确定性地提高总需求。从目前美联储的操作来看，3 月 15 日美联储已经“两步并一步”地直接实现零利率和量化宽松操作；3 月 17-23 日，美联储通过 CPFF、PDCF、PMCCF 等对多个市场提供流动性，进一步扩大量化宽松的范围；4 月 9 日通过 MSLP 购买垃圾债，实现第三步操作；4 月 28 日放宽地方政府贷款标准，“放水” 5000 亿美元，意味着其已经开始走上第四阶段。6 月美联储议息会议声明中强调对未来经济的悲观预期，但 2022 年之前不会调整联邦基金利率，还将继续以扩表为主要政策工具。

根据博伯南克路线图，未来美联储还将通过配合财政扩张，实现赤字货币化，创造总需求，避免经济陷入衰退困境。在低利率环境中，债券价格处于高位，股票、房地产等资产均因资金成本低廉且流动性供给充裕而迎来利好。同时在美联储操作影响下，期限利差和信用利差走低，

全球资金不得不去配置更高风险的资产以获得足够的收益。这也会导致未来风险释放压力激增。

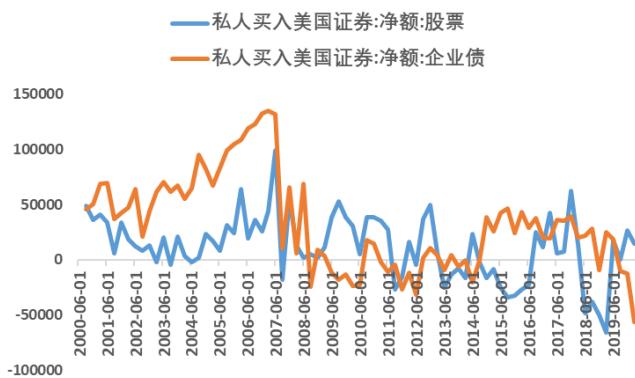
表 14 疫情版本的美联储“伯南克路线图”



资料来源：Wind，中原证券

其次，低利率环境下，全球资产对权益类资产配置保持韧劲。综上所述，当前这种低利率环境还会维持较长一段时间，低利率无疑为资产价格和股市提供了利好。美国私人买入股票净额逆势上行，而买入企业债净额持续下行。5月末美股风险偏好持续上升，反映了市场预期“易乐观”的特征。以“FAANG”为代表的美股五巨头市值占比持续扩大。如果五巨头二季报显示业绩表现受疫情影响有限，具有韧劲，毫无疑问将会继续鼓励资金买入股票，强化配置韧劲。

图 41 2019 年以来美国私人部门倾向于买股卖债



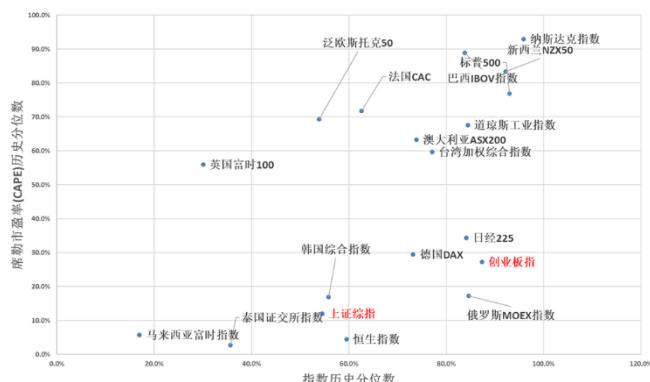
资料来源：Wind，中原证券

图 42 美股五巨头优势显著

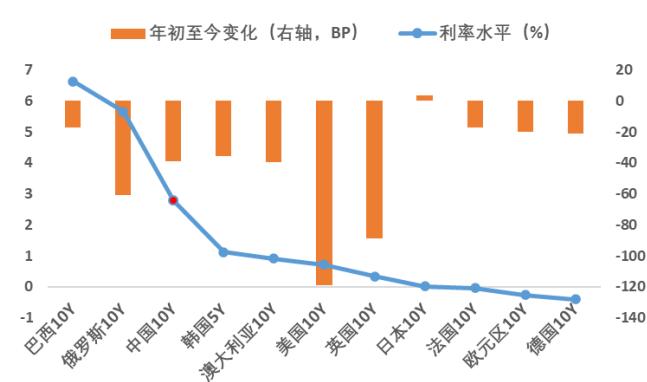


资料来源：Wind，中原证券

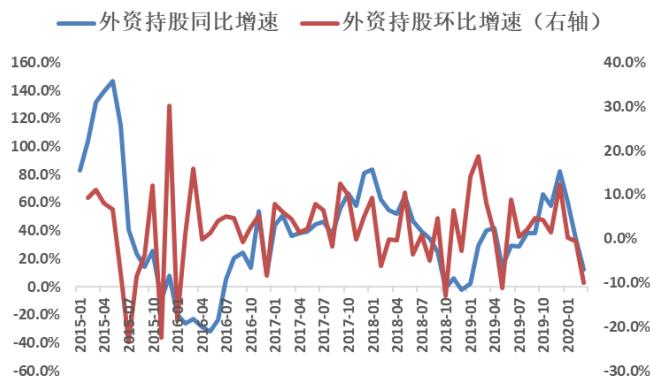
第三，鉴于当前的估值优势与深化对外开放，A 股全球宽松下资金吸引资金再配置。当前 A 股具有一定估值优势，上证综指和创业板指的席勒市盈率均处于历史偏低的水平，而发达国家市场股指大多处于历史高位。此外，以巴西、俄罗斯和中国为代表的新兴市场国内利率水平明显高于全球其他地区，但中国经济内在的战略空间较巴西和俄罗斯更为充足，且中国货币政策处于常态，施政空间较大，巩固人民币资产吸引力。

图 43 沪指和创业板指目前在全球指数中估值水平


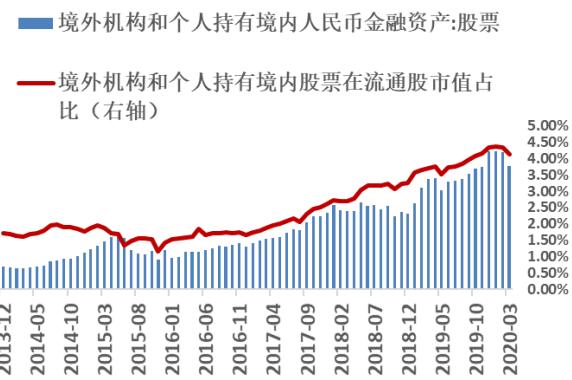
资料来源：Wind，中原证券

图 44 中国利率水平较为正常


资料来源：Wind，中原证券

图 45 外资持股增速冲高回落


资料来源：Wind，中原证券

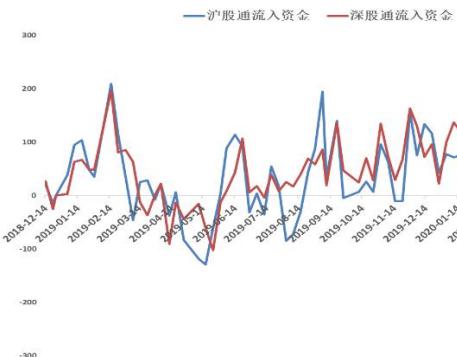
图 46 境外机构持股占比持续上升


资料来源：Wind，中原证券

第四，外资持股偏重于大盘蓝筹和计算机等板块，有利于巩固优势板块的估值。疫情发生后，相较于1月末，外资（包括陆股通和QFII/RQFII）增持规模居前的行业分别为医药、建筑、计算机、商贸零售和有色金属等，与基金增持方向较为一致；减持规模居前的分别为电子、银行、家电和交通运输；按照变动比率来看，外资增持比率最高的是商贸零售、计算机、建筑和医药等，减持比率最高的为综合、纺织服装、煤炭和传媒等。外资持股的行业结构变化与一季度行业ROE表现之间存在一定的错配：食品饮料和农林牧渔等ROE居前的行业增持规模并不靠前，而计算机和商贸零售等ROE较低的行业却予以较高增持；相反，银行、电子、非银金融等一季度ROE表现较好的行业遭遇显著减持。我们认为外资持股结构变动的思路主要依赖于政策对冲（建筑、计算机）、长线经济结构转型（计算机、商贸零售、国防军工、电力设备及新能源等）、业绩稳健蓝筹（食品饮料等）以及短线热度较低或者存在估值风险的领域（银行、

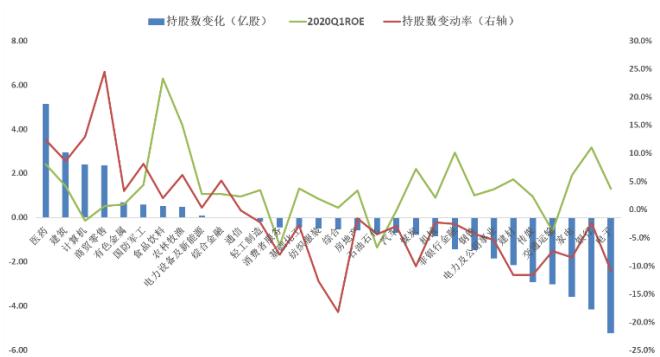
非银金融、家电、电子等)。

图 47 北向资金净流入规模变化



资料来源: Wind, 中原证券

图 48 外资持股结构变化 (较 1 月 30 日变化)



资料来源: Wind, 中原证券

随着近年来取消外资投资额度限制，未来三年内外资有望持股占比达到 6%以上，其持股思路和风格将会显著影响 A 股运行。预计消费、医药、计算机等蕴藏着中国优质企业较多的行业将会长期受益投资者结构的变化。

4. 风险积聚与释放：疫情、中美关系和改革

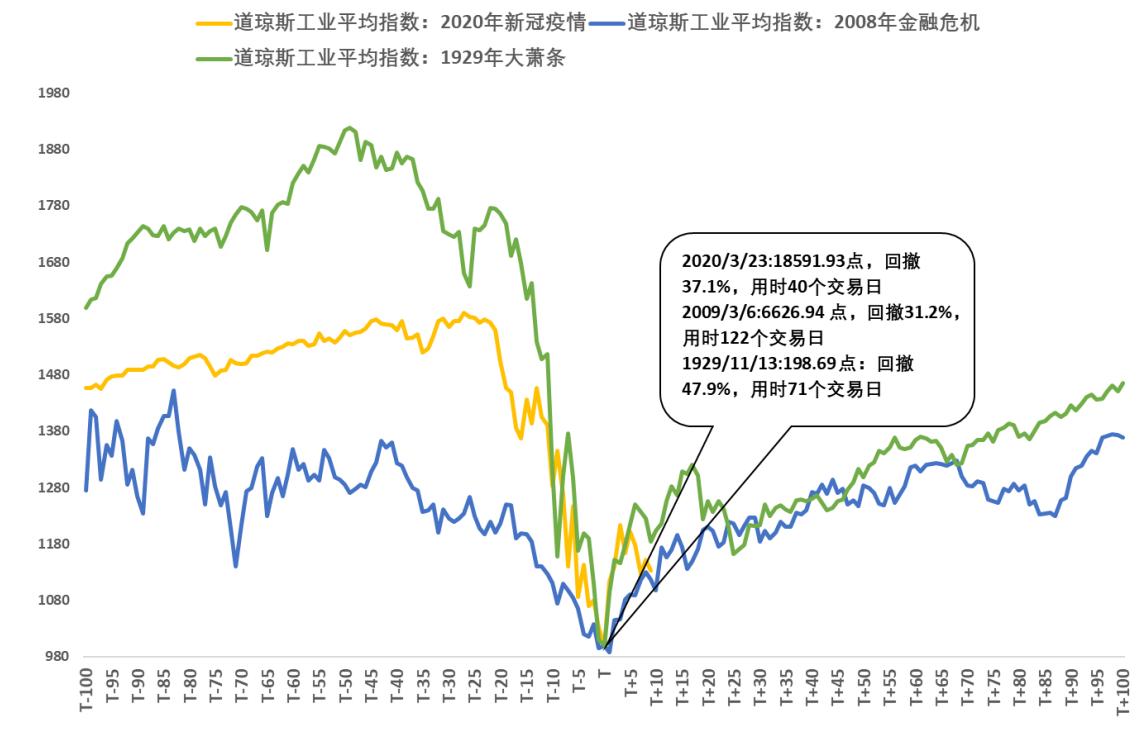
4.1. 警惕疫情二次冲击

今年下半年预计 A 股除了受到前述业绩和估值驱动力变化影响之外，不排除疫情会出现第二波高峰的可能，届时可能会反复作用于 A 股市场情绪，甚至会在一段时间内主导 A 股走向。

从历史比较来看，疫情最危险的时刻已经过去，但美股存在二次探底的可能。如果我们比较当前新冠疫情与 08 年金融危机、29 年大萧条期间美股的表现可以发现，当前美股或已于 3 月 23 日触底成功，自前高共回撤 37%，跌幅大于金融危机，但小于大萧条时期；本次下跌至最低点共用去 40 个交易日，少于过去两次危机时期。但是不排除美股后市还可能会再有一跌，类似于大萧条时期触底后大约第 15 个交易日开始的回撤，但是幅度较第一次下跌会小很多。

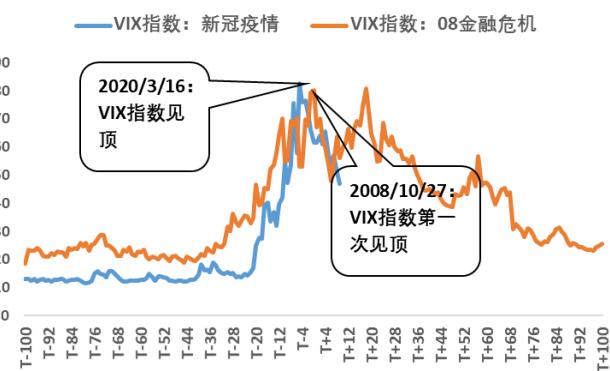
从其他指标以及疫情情况比较来看，疫情存在二次攀高可能。标普 500 恐慌指数 VIX 在 3 月份后显著回撤，市场恐慌情绪较前期明显回落。但是从 08 金融危机时期 VIX 指数表现来看，不排除后市 VIX 指数还有再冲高的可能；在疫情发展方面，国际新增确诊病例还在继续攀高，目前尚未见顶；当前美国每天新增确诊人数仍在 2 万人以上。但是美国国内目前示威游行愈演愈烈，并且向英国和欧洲蔓延，有着较高的失控风险。美国一项备受关注的预测模型显示，到今年 10 月 1 日，美国新冠死亡人数预计将超过 20 万。该模型还显示，预计 9 月及 10 月的单日死亡人数将大幅上升。疫情后市发展形势不容乐观。

图 49 本次疫情与 08 年金融海啸、29 年大萧条期间道指表现比较



资料来源：Wind，中原证券

图 50 08 年金融危机与本轮疫情期间 VIX 指数比较



资料来源：Wind，中原证券

图 51 国际新增确诊病例变化



资料来源：Wind，中原证券

警惕会出现疫情二次爆发和风险释放。综上所述，从与历史走势对比来看，伴随欧洲疫情峰值来临，美股疫情防控措施逐步到位，当前美股恐慌情绪已经度过高点，VIX 指数在经历了 6 月初单日上涨 50% 将会继续回落。但全球疫情毕竟还在爬坡阶段，且 08 年金融危机经验表明不排除恐慌指数第二次冲高的可能。且如果疫情出现二次高峰，可能会加重各国财政负担，引起新的流动性危机，并可能进而导致的债务危机或汇率危机。因此未来不能掉以轻心，即使

在股市向上时也需要多一份谨慎。

4.2. 中美关系问题的缓和与隐忧

2018 年 3 月开始，中美贸易问题就是横亘在两国经济发展面前的一道难题。对此的解释最经典的解释就是修昔底德陷阱。从数据上来看似乎也能印证这一点：2017 年按购买力平价计算，我国 GDP 占全球比例达到 16.2%，超过美国的 16.1%，2018 年这一优势继续扩大，与美国发起贸易战时间较为吻合；与此同时，美国对华进出口金额在我国全国全部进出口金额中的占比自 90 年代以来持续下降，截止 2019 年末已经不足 12%，取而代之的是欧盟和东南亚等地区，中国在经贸发展中对美国的依赖度正在下降。

图 52 2017 年中国 GDP 占比首次超过美国

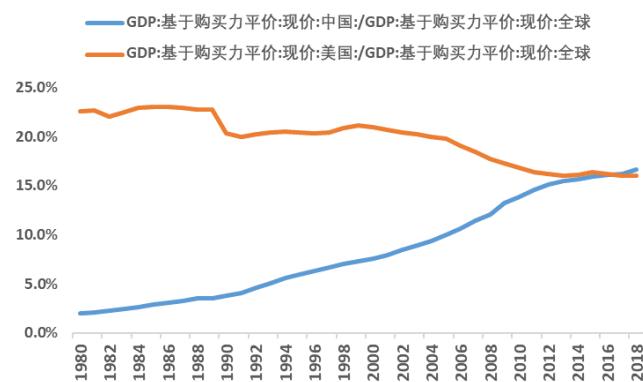
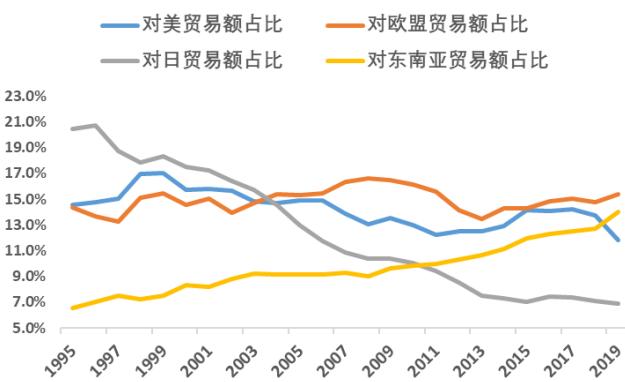


图 53 近年来我国对外贸易结构发生了重大变化



资料来源：Wind，中原证券

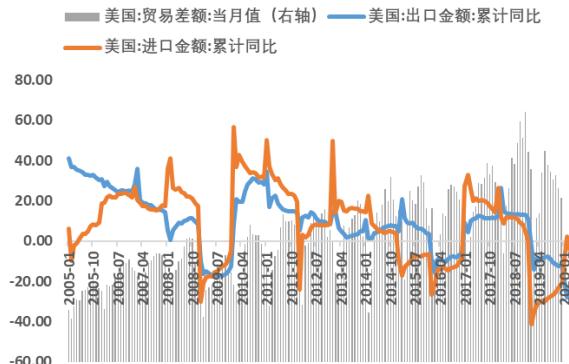
资料来源：Wind，中原证券

从更为宏观的角度来看，我国当前对外贸易依赖度正在下降。2019 年四季度货物及服务净出口对我国 GDP 贡献率已经下降至 -2.2%，对 GDP 的拉动下降至 -0.13%，内需正在不断扩大对 GDP 的贡献，我国经济增长动力源表现得更加均衡。因此我国的供给正在摆脱对美国市场的高度依赖，两个大国之间的关系在这个时间期处于较为敏感的阶段。

今年初中美已经达成了第一阶段贸易协议，并且正在积极落实过程中。从中国对美国贸易数据来看，今年 1-5 月份我国对美国出口金额累计同比下滑 14.3%，对美进口同比下滑 -7.6%，对美贸易顺差累计为 279 亿美元，去年同期为 269 亿美元，变化有限。下半年中国还需要继续加大贸易协议的落实力度，增加对美商品购买。但美国政府仍然奉行先美主义政策，在疫情影响下美国经济遭受重大打击。而 11 月份美股将举行大选，政治因素可能会超过经济因素，不排除下半年美国政府再次寻求从经贸关系中寻找提振经济表现的方法，增加中美关系不确定性。而且中美第一阶段经贸协议落地过程以及开展第二阶段经贸协议谈判的时间点均具有一定不确定性，许多结构性和重大问题亟待解决，因此不能对下半年中美关系问题掉以轻心。

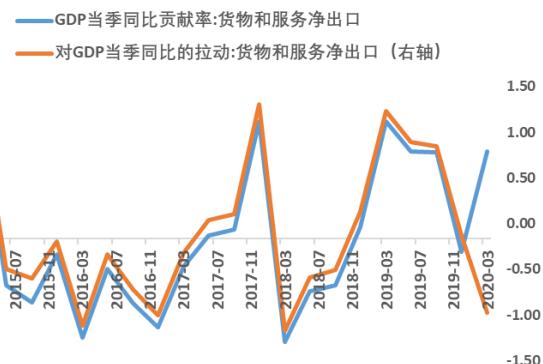
此外周边局势存在不安定因素，如朝鲜半岛，中印边境等；全球民粹主义浪潮还远未落幕，在大选年之际，各种政治矛盾会通过民粹主义等形式显化，并加剧政治不稳定性。

图 54 对美贸易顺差略有回落



资料来源：Wind，中原证券

图 55 近年来我国经济的对外贸易依赖度下降

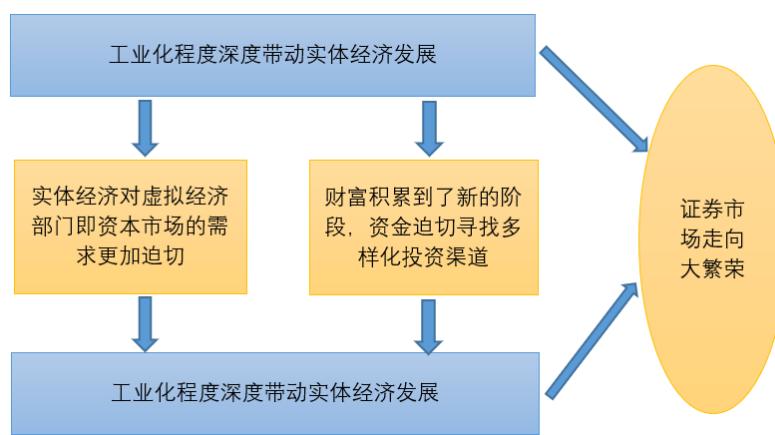


资料来源：Wind，中原证券

4.3. 资本市场改革继续在路上

如前所述，从周期理论来看，伴随着一国工业化进入后期，该国证券市场便有需求进入繁荣期，以满足实体经济的融资需求，并且虚拟经济的繁荣会超越实体经济，形成较具有独立性的表现。资本市场改革是虚拟经济发展的内在需求和必然选择，也是下一步资本市场繁荣发展的前提条件之一。

图 56 工业化发展到一定阶段会对证券市场改革产生需求



资料来源：《涛动周期论》，中原证券

从 A 股重大改革历程来看，我国 A 股制度改革主要包括 IPO 和退市制度的变革、股市交易规则的变革以及股市对外开放制度变革等多方面。从历史表现来看，2005-2006 年 A 股的股 权分置改革和 QDII 制度的建立为 2007 年大牛市提供了制度改革线索；2014 年发布《关于进

一步促进资本市场健康发展的指导意见》，大力推动证券期货行业创新；随后设置“退市条款”和开通沪港通为2015年大牛市开启做备注。

图 57 A股部分重大改革回顾



资料来源：Wind，中原证券

2019年以来，我国资本市场再度进入一个改革大年。落实创业板、新三板等改革措施，释放“改革红利”，有助提振虚拟经济表现。去年以来，资本市场改革就明显加快节奏。2019年9月9日至10日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务，其中包括充分发挥科创板的试验田作用，大力推动上市公司提高质量，补齐多层次资本市场体系的短板，狠抓中介机构能力建设，加快推进资本市场高水平开放，推动更多中长期资金入市，切实化解风险，进一步加大法治供给，加强投资者保护，提升稽查执法效能，大力推进简政放权，加快提升科技监管能力。

5月27日，人民银行网站发布消息，根据国务院金融委统一部署，发展改革委、财政部、人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融委成员单位，在深入研究基础上，按照“成熟一项推出一项”原则，将于近期推出11条金融改革措施，主要内容涵盖三个方面：加强对小微企业融资服务（第1-7条）、金融开放（第8条）、投资者保护（第9-11条）。

6月12日，在前期广泛征求意见基础上，深交所官网正式发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排，共计8项主要业务规则及18项配套细则、指引和通知。

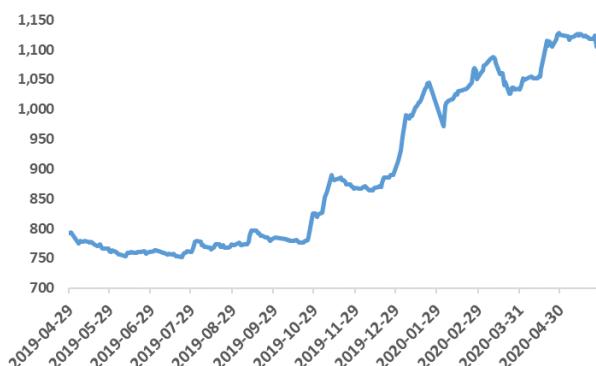
在推动创业板改革的同时，去年证监会全面启动新三板深化改革。随着新三板分层机制、降低普通投资者门槛、实施公开发行、精选层施行连续竞价交易、允许公募基金投资精选层、挂牌公司转板上市机制等一系列改革措施的不断推出，新三板近年来有所边缘化的问题有望得到彻底改变。

图 58 2019 年 6 月以来创业板表现明显好于沪指



资料来源：Wind, 中原证券

图 59 2019 年 11 月以来新三板做市指数持续上行



资料来源：Wind, 中原证券

可以预计，下半年还会继续落实 12 个方面重点改革任务，在未来一段时间内持续出台相关文件和办法，加快资本市场基础制度建设，构建资本市场健康生态，推进以注册制为基础的资本市场全面改革，强化资本市场服务实体经济高质量发展的核心职能，增强市场信心。

因此下半年市场情绪会经受疫情反复、中美贸易问题以及资本市场改革的多重影响，具有一定的不确定性。从目前来看，中美贸易回到 2018 年争执状态的可能性较低，推进资本市场改革（如年底前落实创业板注册制等）可能性较高，疫情反复可能性居中，总体来看促进市场情绪回升的动力相对较高。

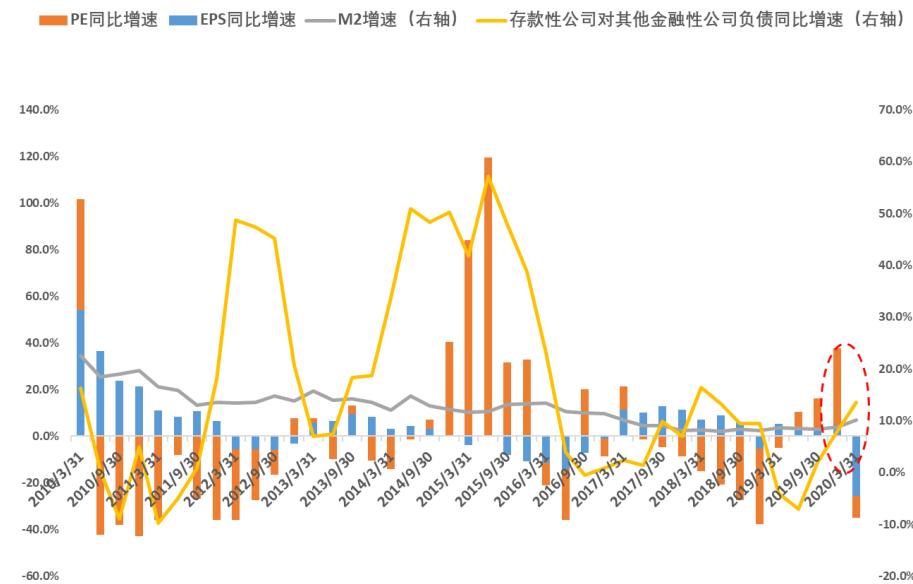
5. 策略研判：业绩与估值驱动下的主升行情

5.1. 当前 A 股正处于第二轮 PB-ROE 循环后期

我们认为上半年由于疫情影响，A 股业绩驱动和估值驱动均遭遇困难，并在一系列周策略曾经提示过，后市业绩驱动和估值驱动的重要性。

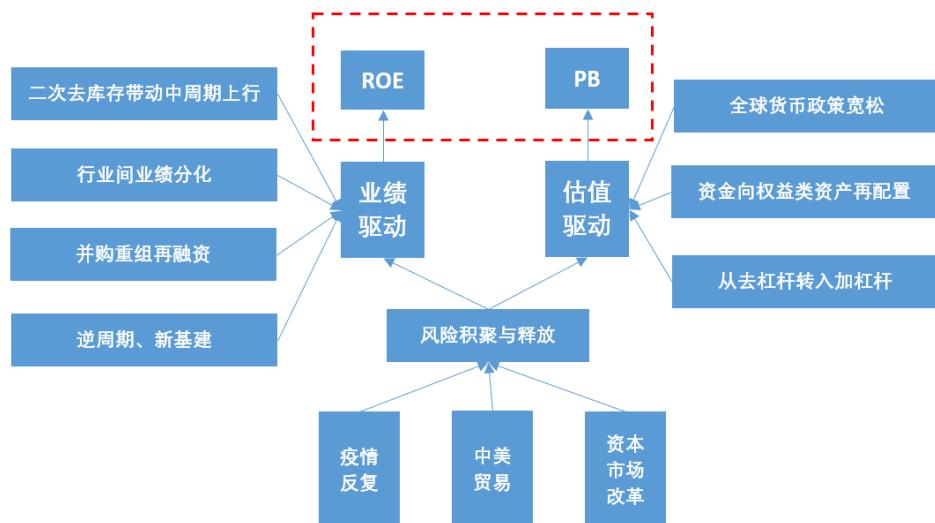
从目前来看下半年影响 A 股业绩驱动和估值驱动的正面因素正在增多：疫情后二次去库存将带动中周期上行，逆周期政策加码、新基建建设以及并购重组和再融资等将巩固中周期上行预期以及龙头企业优势，推动业绩驱动出现总量和结构性变化特征；全球货币政策宽松、权益类资产再配置优势以及 A 股在全球资产中的估值优势等为下半年 A 股提供估值驱动力。因此为了适应当前 A 股变化特征，我们引入 PB-ROE 分析框架，进行行情研判和策略建议。

从本质上来看，PB-ROE 框架就是一个 PE 选股模型。根据公式 $PB=PE*ROE$ ，因此 $PE=PB/ROE$ ，即 PB-ROE 二维图像中，点的运动轨迹就代表了 PE 的变化。但是 PB-ROE 较单纯的 PE 指标增加了每股收益，因此所含的信息量更多。

图 60 一季度 A 股业绩驱动和估值驱动均遭遇挫折


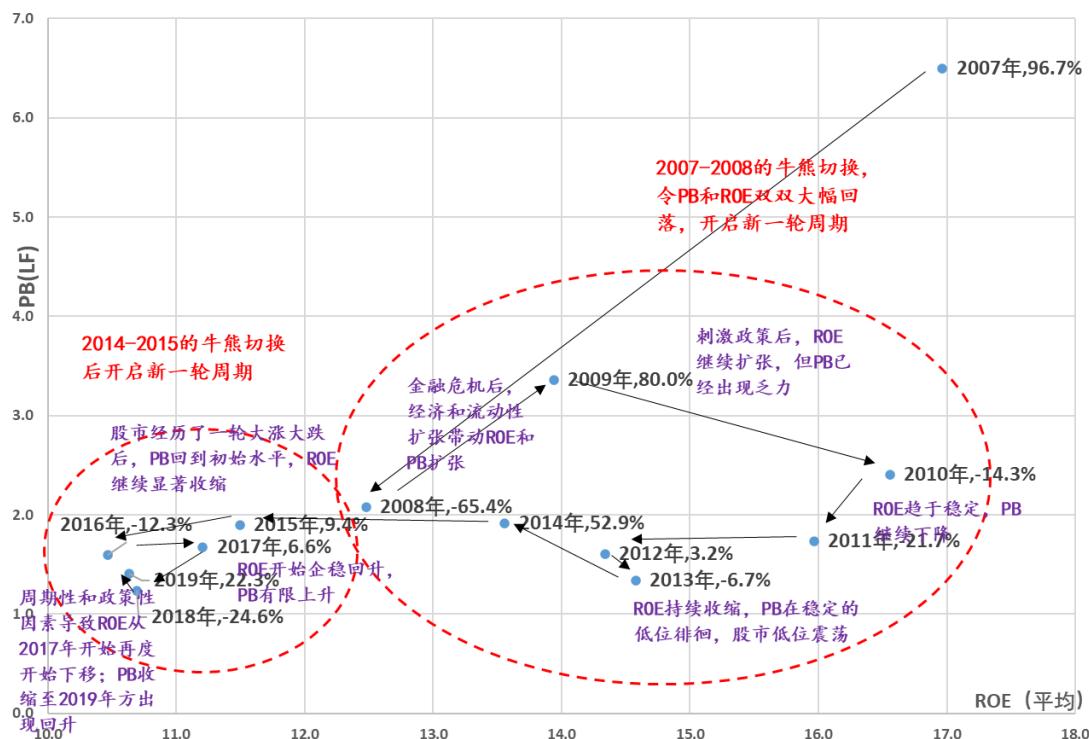
资料来源：Wind，中原证券

因此我们将通过 PB-ROE 框架来重新审视 A 股运行特征。回顾历史可以发现，以 2015 年 A 股牛市为界，2007 年以来 A 股走过了两轮 PB-ROE 循环。其中 2007-2008 年实现牛熊切换后，PB 和 ROE 双双大幅回落，显示出股票资产估值缩水和企业盈利压力骤然上升；2014-2015 年 A 股从牛市向熊市切换后，PB 和 ROE 进入一个较窄的区间循环运行。在新的区间内，PB 变化较为有限，ROE 较上一轮大循环有明显的下降。反映了 2015 年以来我国经济增速下行。当前正处于第二个 PB-ROE 大循环的后期。

图 61 下半年 A 股 PB-ROE 运行框架


资料来源：中原证券

图 62 A 股经历了 PB-ROE 两轮周期

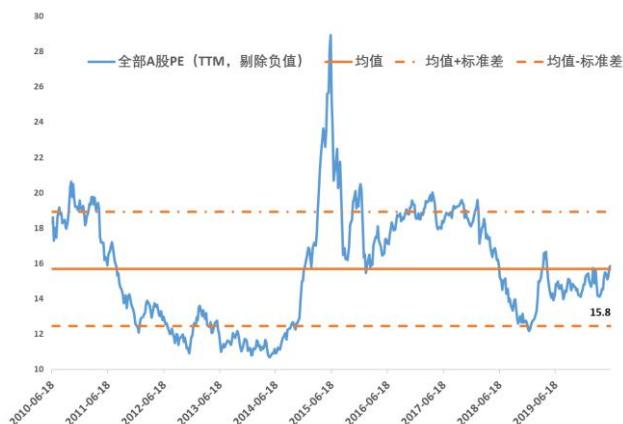


资料来源：Wind，中原证券

我们结合纵向和横向比较结果，认为当前 PB-ROE 指标还具有以下几个特征：

首先从 PB 角度来看，A 股当前处于估值显著分化，且上行空间较小的阶段。从估值总量角度来看，目前全部 A 股 PE(TTM, 剔除负值)为 15.84X，前值 15.81X，历史分位数为 48.6%，全部 A 股（非金融石油石化）PE (TTM, 剔除负值) 为 24.29X，前值 24.12X，历史分位数为 48.9%；全部 A 股 PB (剔除负值) 为 1.67X，位于历史均值-1 倍标准差水平。总体来看目前 A 股 PB 水平处于中性偏低的水平。

从估值结构变化来看，当前上证 50 估值与创业板指估值之比处于历史中位数下方，创业板指估值相对上证 50 略为强势；行业间估值分化较为明显，消费者服务、食品饮料、医药、通信、家电和传媒等 PB 历史分位数均处于历史高位，甚至接近 100%过去历史最高水平；而钢铁、房地产、煤炭、建筑等传统周期板块 PB 分位数均较低，甚至不足 1%，两极分化较为严重。

图 63 全部 A 股 (剔除负值) PE(TTM) 当前水平


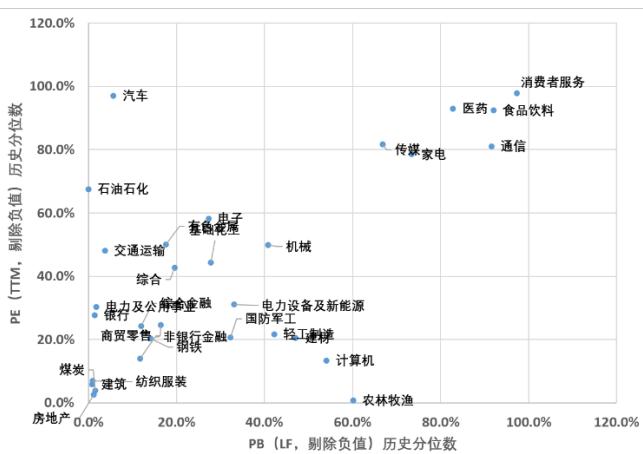
资料来源：Wind，中原证券

图 64 全部 A 股 (剔除负值) PB 当前水平


资料来源：Wind，中原证券

图 65 当前创业板估值表现略强势


资料来源：Wind，中原证券

图 66 当前行业估值分化较为明显


资料来源：Wind，中原证券

其次，从 ROE 角度来看，A 股目前处于企业盈利水平趋势性下行，但消费和医药等板块 ROE 具有结构性优势的阶段。从 ROE 变化角度来看，2010 年以来 A 股 ROE 整体趋势性下沉，决定了第二轮 PB-ROE 大循环处于低 ROE 区间运行；同时创业板指 ROE 与上证 50ROE 变化有所分化：2012-2015 年上证 50ROE 回落之际，创业板指 ROE 强势上行。2018-2019 年创业板指 ROE 再度回升，表现明显好于上证 50。

建类相关板块 ROE 于 2019 年出现明显改善。

综上所述，A 股经历了两轮 PB-ROE 大循环后，总体特征为 PB-ROE 波动区间明显收窄，ROE 中枢水平较 2008-2015 年第一个大循环明显下降，PB 处于历史中性偏低水平，ROE 处于历史低位。因此当前虽然处于第二轮大循环的后期，但总量性机会少于上一轮大循环；本轮 PB-ROE 结构性特征较为明显，创业板指估值水平略高于主板，消费、医药等板块估值明显高企，与当前 ROE 轮动后消费、医药等板块业绩优势相匹配。因此未来 PB-ROE 结构性机会大于总量性机会。

5.2. 基于 PB-ROE 选股策略：金融、医药和消费占优

根据 PB-ROE 策略进行股票筛选：采用 ROE (TTM)、PB (LF) 和 ROE 两年报告期的波动率数据，在去除极值等操作后，以高 ROE、低 PB 和低 ROE 波动率为标准，打分排序，取 ROE (TTM) 前 100 的进行组合回测。如果年报和一季报的时间重合则取并集。

回测时间：从 2008 年中报披露后的 9 月第一个交易日开始，至 2020 年 6 月 1 日；交易时点：在每一个报告期结束披露后一交易日以日均价买入标的，并卖出前一期持股；交易费率：双边千一。

图 69 PB-ROE 策略表现好于沪深 300



资料来源：Wind，中原证券

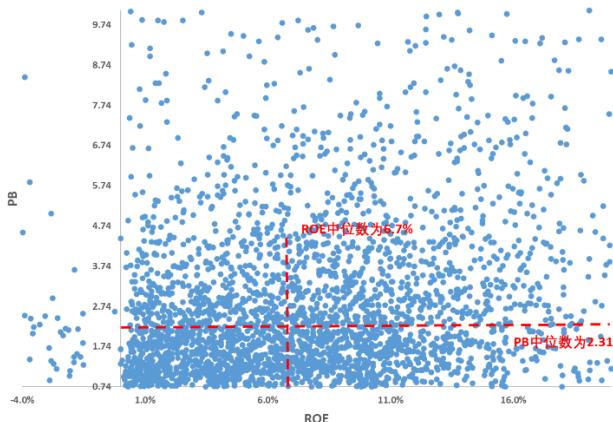
回测结果表明，2008 年 9 月 1 日~2020 年 6 月 1 日 PB-ROE 选股策略获得的总收益为 398%，同期沪深 300 总收益为 72%；PB-ROE 策略总波动率为 1.61%，同期沪深 300 总波动率为 1.59%，PB-ROE 的夏普比率明显高于沪深 300，因此该策略总体较为有效。

其中在 2015 年牛市期间，PB-ROE 策略累计涨幅达到 173%，同期沪深 300 为 150%，PB-ROE 表现出较高的弹性，取得一定的超额收益率；此外，2018 年 PB-ROE 策略回撤了 28.6%，

是该策略最大一次回撤；但同期沪深 300 回撤达到 30.5%，PB-ROE 策略并未因为弹性较好而出现超额回撤。

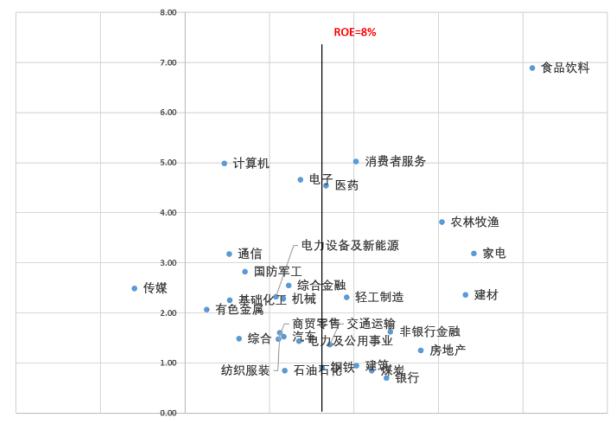
当前由于 A 股整体估值位于中性偏低水平，2018 年以来经济长期处于较大下行压力之中，因此当前 A 股个股 PB 中位数为 2.31 倍，ROE 中位数为 6.7%，我们的 ROE 筛选基准为 8%，意味着这会筛掉过半的个股。当前 PB 较低且 ROE 高于 8% 的行业主要集中于房地产、非银金融、银行、煤炭和建筑等领域，会对筛选结果产生一定影响。

图 70 当前 A 股个股的 PB-ROE 分布



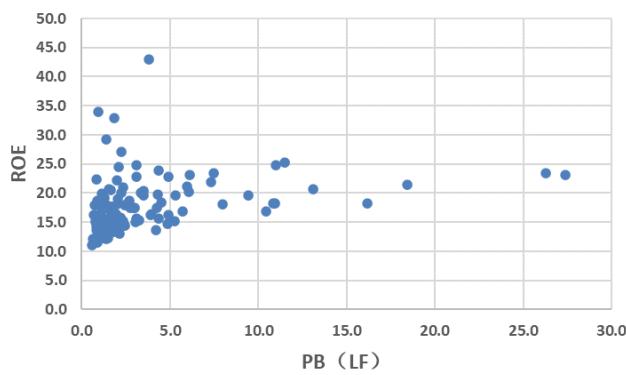
资料来源：Wind，中原证券

图 71 ROE 大于 8% 且 PB 较低的行业主要集中在大金融领域



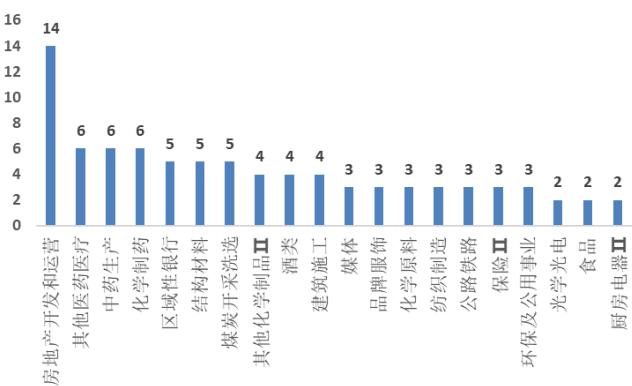
资料来源：Wind，中原证券

图 72 PB-ROE 策略选股结果的 PB-ROE 分布



资料来源：Wind，中原证券

图 73 PB-ROE 策略选股结果的二级行业分布



资料来源：Wind，中原证券

根据这一策略，我们为下半年配置筛选如下：从个股 PB-ROE 分布来看，所筛选出的股票 PB 值大多在 5 倍以内，ROE 均在 10% 以上；从行业分布来看，医药生物（19 家）、房地产（15 家）、银行（9 家）、化工（9 家）、建筑材料（9 家）等，充分体现了上述板块 PB 低，ROE 高

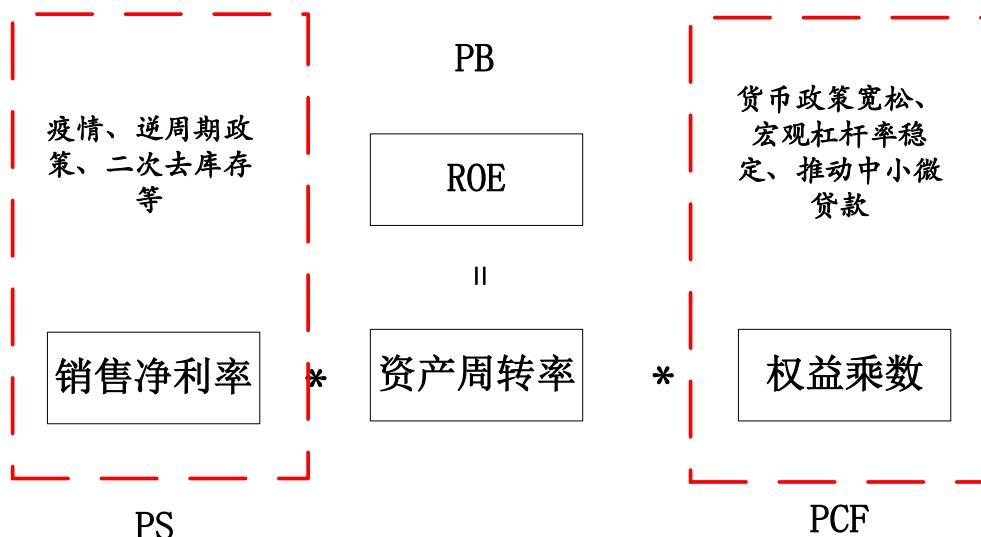
的特点。从二级行业分布来看，房地产开发和运营、其他医药医疗、中药生产和化学制药占据了前列，酒类、食品分别占据 4 家和 2 家。

5.3. 基于 PB-ROE 框架的拓展：资产负债率与销售净利率维度

PB-ROE 分析框架本质在于：以企业净资产为共同分析起点，根据代表估值水平的 PB 和代表基本面表现的 ROE，联合筛选出符合市场条件变化方向的估值-基本面特征组合的投资标的。因此我们可以根据杜邦分析，分解出不同的企业重要基本面指标，并分别以此为分析的起点构建起更加立体的估值-基本面指标分析体系。并且可以部分弥补 PB-ROE 框架受高 ROE 板块影响显著的弊端，通过丰富销售净利率和资产负债率等信息以体现行情变化过程中宏观、政策以及疫情等方面的信息，使得筛选出的板块或股票更符合实际。

$ROE = \text{销售净利率} * \text{总资产周转率} * \text{权益乘数}$ ，杠杆率变化对 ROE 产生重要影响。市现率 (PCF) 代表了股票价格与每股现金流量的比率，用于评价股票的价格水平和风险水平；而资产负债率同为评价企业经营风险的重要指标，因此可以通过配比这两个指标来基于经营风险的角度评价企业运营质量。

图 74 拓展的 PB-ROE 选股体系



资料来源：中原证券

从历史上可以看出，2008 年由于四万亿刺激计划，A 股整体资产负债率水平较 2007 年出现明显跃迁；随后 A 股进入缓慢加杠杆过程中，并伴随着 PCF 扩张和收缩；2013 年“钱荒”下货币政策骤然收紧，企业整体资产负债率下行，PCF 指标连续冲高；2015 年随着货币政策放松，连续降准降息，企业负债重新扩张，盈利改善程度超过负债，资产负债率反而下行，PCF

再度回落；2017年金融强监管先后推动经济和金融去杠杆，企业融资贵融资难问题进一步突出，但企业资产端收缩更为剧烈，导致资产负债率扩张伴随 PCF 快速下移。如前所述当前处于加杠杆周期内，A股资产负债率与 PCF 组合处于历史偏低位置，存在再度扩张空间。

从行业分布来看，当前大部分行业 PCF 和资产负债率均较低，其中比较突出的包括建材和煤炭等；PCF 较高，资产负债率极低的主要是计算机和消费者服务业；资产负债率较高而 PCF 极低的行业主要是以负债经营为主的大金融板块。

图 75 A股资产负债率与 PCF 组合时序演变

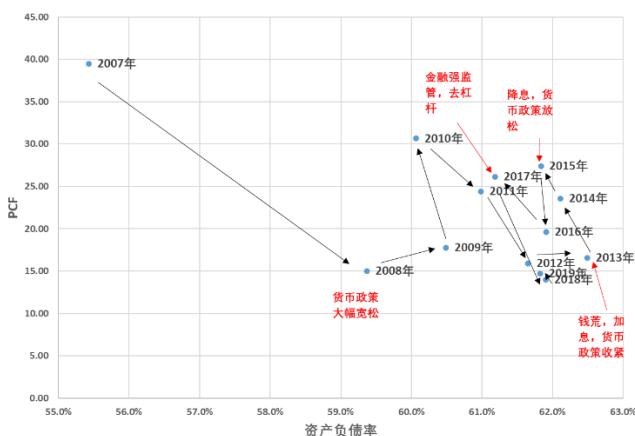
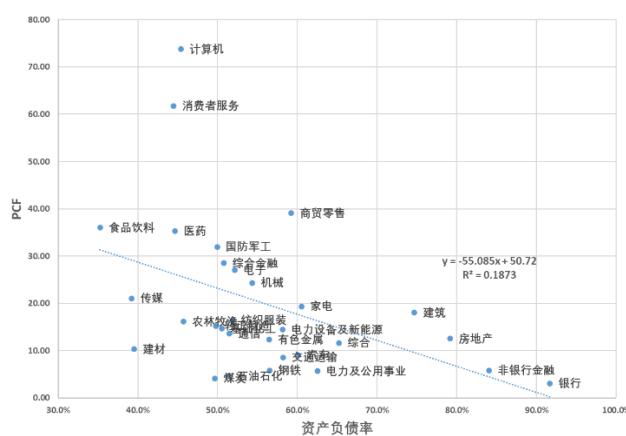


图 76 A股市现率与资产负债率的行业分布



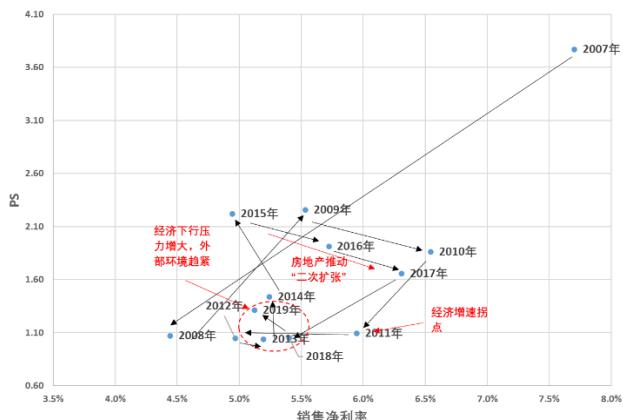
资料来源：Wind，中原证券

资料来源：Wind，中原证券

其次，销售净利率以销售部门的盈利能力代表企业基本经营能力，而市销率 (PS) 基于企业销售量的估值评价，因此二者可以匹配作为对企业盈利能力面的估值。从历史上来看，2008 年较 2007 年销售净利率和 PS 均发生较大滑坡，此后销售净利率重新扩张，但 2011 年经济大拐点之后 A 股销售净利率重新收缩；2015-2017 年在经济增速下行背景下由于房地产投资和销售两旺并带动大宗商品价格攀高，导致 A 股销售净利率一路上行并伴随 PS 稳步回落；2017 年后经济再度下滑，地产结束快速上涨时代，A 股净利率和 PS 双双下降。当前处于外部环境紧张的收缩期内，总体来看 A 股 PS 和销售净利率匹配度较好，存在扩张空间。

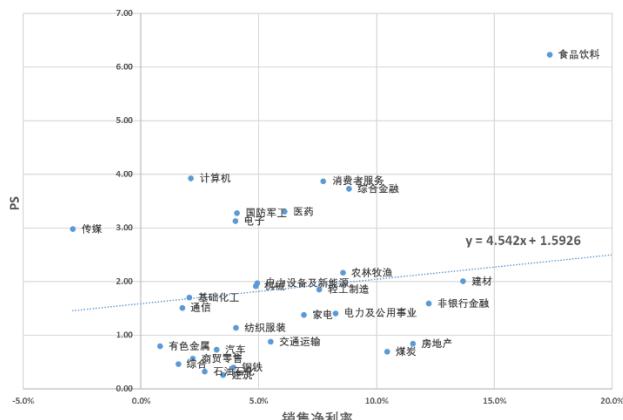
从行业分布来看，大多数行业 PS 均在 2 倍以内，其中 PS 较低，销售净利率较高的行业主要包括房地产、煤炭、非银金融和建材等；PS 和销售净利率均较高的行业主要是食品饮料；PS 较高而销售净利率较低的行业主要是计算机、传媒、电子和国防军工等。

图 77 A 股市销率与销售净利率时序演变



资料来源: Wind, 中原证券

图 78A 股市销率与销售净利率的行业分布



资料来源: Wind, 中原证券

表 16 历年 PB-ROE、PCF-资产负债率、PS-销售净利率变化一览

	ROE	PB	资产负债率	PCF	销售净利率	PS	当年涨跌幅
2008年	↓	↓	↑	↓	↓	↓	-65.4%
2009年	↑	↑	↑	↑	↑	↑	80.0%
2010年	↑	↓	↓	↑	↑	↓	-14.3%
2011年	↓	↓	↑	↓	↓	↓	-21.7%
2012年	↓	↓	↑	↓	↓	↓	3.2%
2013年	↑	↓	↓	↑	↑	↓	-6.7%
2014年	↓	↑	↓	↑	↑	↑	52.9%
2015年	↓	↓	↓	↑	↓	↑	9.4%
2016年	↓	↓	↑	↓	↑	↓	-12.3%
2017年	↑	↑	↓	↑	↑	↓	6.6%
2018年	↓	↓	↑	↓	↓	↓	-24.6%
2019年	↓	↑	↓	↑	↓	↑	22.3%

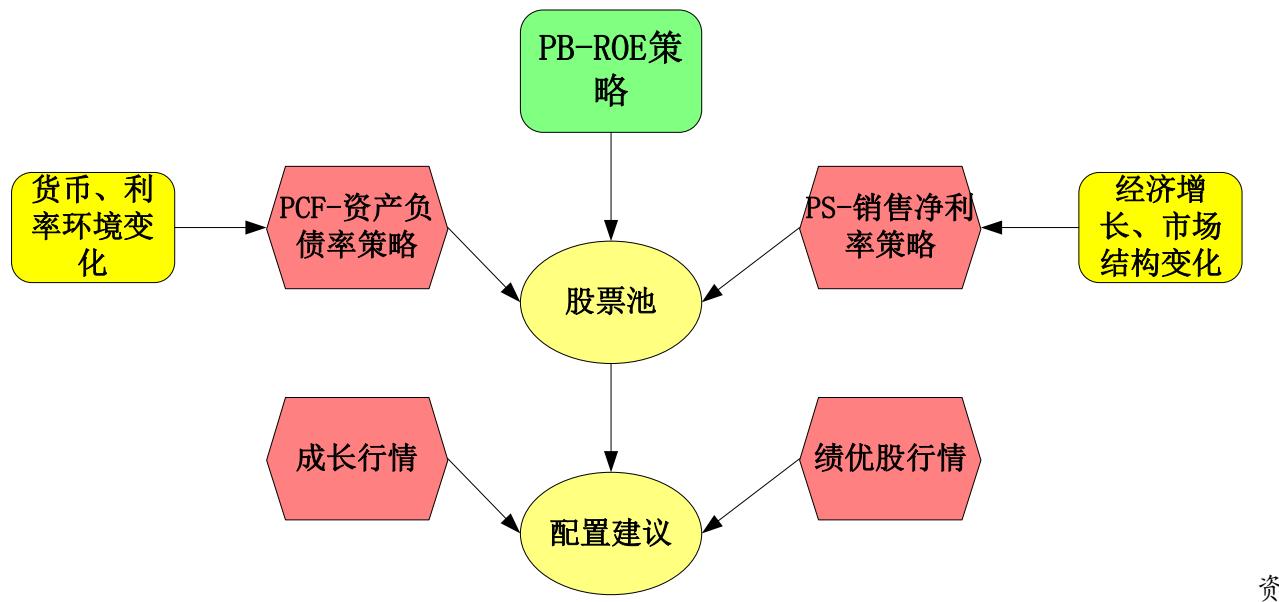
资料来源: Wind, 中原证券

我们把上述 PB-ROE、PCF-资产负债率、PS-销售净利率指标变化汇总并观察, 可以发现, 仅 2009 年实现了六个指标齐涨, 其余皆涨跌互现。其中指标表现最为暗淡的是 2011、2012 和 2018 年, 这三个年份仅资产负债率上升, 其余指标皆收跌, 这三个年份 A 股跌幅亦较为显著; 2019 年三个估值指标均上行, 但是 ROE、资产负债率和销售净利率均同比下降, 表明 2019 年经济表现下滑以及去杠杆对企业经营的深刻影响。

5.4. 市场风格的考量: 成长与绩优股交替

对于下半年的选股策略, 我们打算利用此前的 PB-ROE 模型进行初步选股和选择行业, 结合对下半年市场风格判断以及拓展的 PB-ROE 指标体系对量化选股结果进行进一步的筛选。

图 79 本文选股策略



资料来源：中原证券

我们认为总体来看下半年将会是一个成长与绩优股风格交替的行情

年初至今全球市场成长和科技板块表现较好，对A股成长行情提供外部环境支持。通过整理数据可以发现，年初至今世界主要市场成长指数表现好于地区指数和价值指数，市场风格明显偏向成长风格。这对于A股疫情前的成长行情构成了外部环境支持，表明当前全球市场进入成长股周期中。从行业表现来看，非日常消费、医疗保健、信息科技和电信业务等板块是全球或欧美主要市场表现较为出色的行业，明显好于能源、原材料、工业、金融和房地产等传统行业，表明全球市场青睐科技和医药板块。

表 17 年初至今全球成长和中小盘股表现相对较好 (MSCI 指数)

	国家指数	成长	价值	大盘	中盘	中小盘
发达市场	-8.7%	1.1%	-18.6%	-8.1%	-12.0%	-13.5%
欧洲市场	-16.4%	-7.5%	-25.3%	-16.6%	-15.3%	-16.4%
北美市场	-5.9%	5.1%	-16.9%	-5.1%	-10.2%	-12.8%
美国	-5.3%	5.6%	-16.4%	-4.6%	-9.7%	-12.5%
日本	-6.9%	-1.0%	-12.8%	-6.3%	-9.1%	-9.2%
英国	-23.6%	-9.5%	-31.0%	-23.6%	-23.8%	-24.9%
德国	-13.1%	-8.2%	-16.9%	-14.3%	-6.4%	-7.9%
法国	-20.5%	-16.1%	-25.3%	-21.1%	-17.9%	-19.6%
韩国	-14.5%	-7.3%	-22.1%	-13.3%	-22.6%	-14.1%
澳大利亚	-19.6%	-15.7%	-23.7%	-18.6%	-23.4%	-18.6%
新加坡	-25.3%	-25.6%	-24.9%	-26.5%	-23.1%	-21.8%
巴西	-43.0%	-39.7%	-46.1%	-43.1%	-42.7%	-44.1%
埃及	-23.7%	-23.7%	-23.7%	-23.7%	-23.8%	-28.1%
中国香港	-19.6%	-15.7%	-23.6%	-20.3%	-16.3%	-17.6%
俄罗斯	-22.2%	-21.2%	-23.2%	-24.4%	-6.1%	-9.0%

资料来源：Wind，中原证券

表 18 年初至今部分市场行业表现 (MSCI 指数&标普 500 指数)

	能源	原材料	工业	非日常消费品	日常消费品	医疗保健	金融	信息科技	电信业务	公用事业	房地产
全球	-34.3%	-12.6%	-15.3%	-4.5%	-7.8%	1.4%	-25.5%	3.2%	-3.2%	-9.7%	-17.0%
发达市场	-35.4%	-11.1%	-14.9%	-3.4%	-7.2%	1.3%	-24.6%	5.0%	-3.3%	-8.5%	-15.7%
新兴市场	-29.1%	-18.9%	-20.5%	-10.0%	-13.8%	5.2%	-29.6%	-11.2%	-2.5%	-20.5%	-26.9%
欧盟	-30.1%	-17.0%	-22.1%	-15.0%	-14.3%	-1.7%	-32.4%	-4.3%	-15.0%	-6.5%	—
美国	-35.6%	-9.1%	-16.5%	1.1%	-6.5%	-0.1%	-23.1%	5.8%	-0.9%	-8.3%	-9.5%

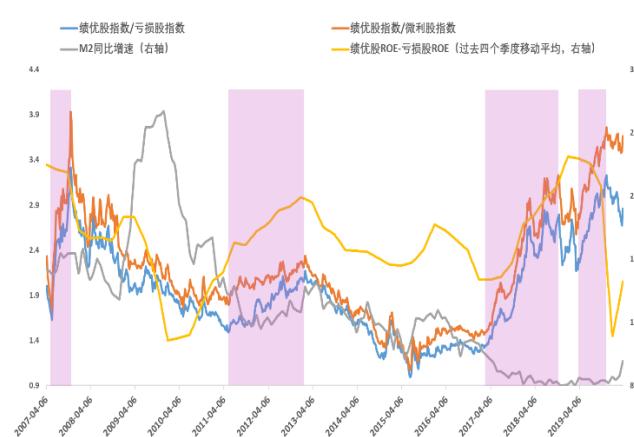
资料来源: Wind, 中原证券

大盘股行情取决于业绩驱动力是否主导, 如果货币增长较低将会使得大盘股行情更加明显。一方面, 历史上大盘股结构性行情往往都伴随着绩优股业绩优势扩大, 业绩驱动力作用占据主导的时期。2007 年至今, 以申万绩优股指数与微利股指数或亏损股指数比例为标准, 绩优股行情主要出现在 2007 年 5-10 月、2011 年 5 月至 2013 年 2 月、2017 年 2 月-2018 年 11 月以及 2019 年 3-11 月。这四个时期绩优股 ROE 与亏损股 ROE 之差要么处于扩张状态要么处于高位, 市场明显为业绩驱动行情。比较这四个阶段各行业 ROE 和涨跌幅表现来看, ROE 排名前七的行业基本囊括了期间表现较优的行业, 可以说 ROE 的解释作用比较强。

表 19 历次绩优股行情下行业 ROE 排名和涨跌幅表现

排名	第一波 (2007年5-10月)		第二波 (2011Q2-2013年初)		第三波 (2017-2018)		第四波 (2019年Q2Q3)		
	行业	平均ROE	涨跌幅排名	行业	平均ROE	涨跌幅排名	行业	平均ROE	涨跌幅排名
1	非银行金融	18.17	2	食品饮料	15.20	9	食品饮料	12.43	1
2	有色金属	17.45	1	银行	13.09	1	家电	11.47	3
3	机械	15.68	6	家电	9.44	13	建材	8.91	10
4	钢铁	13.16	7	汽车	8.30	15	银行	8.77	2
5	银行	12.81	4	医药	7.63	5	钢铁	8.40	7
6	商贸零售	11.02	18	商贸零售	7.21	27	房地产	7.30	13
7	力设备及新能	10.90	11	机械	7.20	25	轻工制造	7.12	23

资料来源: Wind, 中原证券

图 80 历次绩优股行情与 ROE 之差、M2 增速比较


资料来源: Wind, 中原证券

图 81: 绩优股行情往往出现在经济下行压力较大时期


资料来源: Wind, 中原证券

另一方面，绩优股占据优势期间往往 M2 同比增速波动较低，或者货币政策倾向于紧缩的阶段。一般来说，资产价格会受到资金充裕程度的直接影响，流动性环境的变化会造成对流动性较为敏感的中小盘股超额涨跌，流动性对于市场风格变迁具有重要解释作用。通过比较绩优股行情与 M2 同比增速可以看出，绩优股行情往往出现在 M2 同比增速波动较低，或者货币政策倾向于紧缩的阶段。无论是由于货币政策收紧还是社会总需求收缩导致的宏观流动性环境紧张均会造成股市风格偏向于大盘绩优股，对流动性弹性较好的中小创表现相对较差。

因此我们认为下半年全球疫情继续爬坡阶段，甚至有第二次冲高的可能，全球经济将遭受持续冲击；全球央行将延续宽松货币政策，主要政策焦点仍然在于疫情后经济复苏，需求短期内难以获得显著改观，原油价格将保持在相对于过去两年的低位震荡运行通胀率将继续走低。因此这种情况下，低利率、低需求环境有助于全球成长行情延续，资金寻求新产业模式突破当前的经济困局；而下行压力之下，业绩优势较为显著，市场结构中占据一定垄断地位的龙头企业业绩优势还将不断扩大，有助于出现大盘股行情。二者在大多数时间内较为矛盾，我们认为成长股行情与大盘股行情要视风险释放与积聚过程而定，又受下半年去库存进度、资本性支出何时开启以及改革进程的影响，将在下半年呈现出一定更替规律。

5.5. 下半年 A 股的两阶段演绎：策略时序选择

综上所述，从目前来看，如果全球疫情在下半年二次攀升，可能会令恐慌情绪途中再升，但影响范围和时长会低于 2-3 月。下半年全球央行将保持宽松货币政策取向，但政策利率水平不会发生超预期变化；全球经济增速预计萎缩 2-5 个百分点，通胀率略有下行；下半年全球继续维持低利率环境，原油价格预计将见顶后震荡运行，黄金价格上行空间有限。权益市场将因为流动性宽松和以科技巨头为代表的企业业绩韧劲而保持向上走势，总体外部市场环境偏向积极。

图 82 A 股高点阶梯型下降

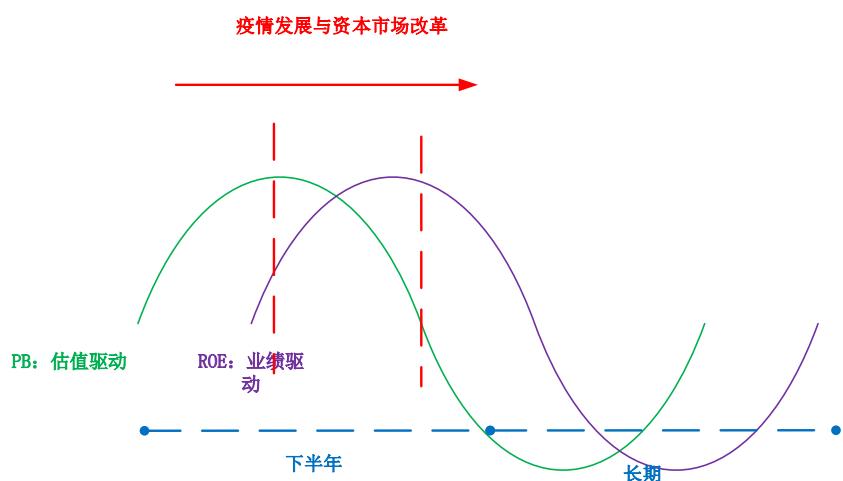


资料来源：Wind，中原证券

对于下半年行情的演绎，我们将从估值驱动和业绩驱动两个角度去探讨。业绩方面专注于二次去库存的进度以及疫情冲击的影响，估值驱动主要在于利率波动、货币供给和风险溢价的变化等。预计下半年景气度回升带动的去库存会消化疫情期间的累库后，出现景气度回落；随后中周期的资本性开支上升带动一波景气度攀升；期间消费、医药和确定性需求的科技板块将具有业绩优势；下半年国内货币政策总体保持宽松，但还要兼顾控制杠杆率和压缩套利空间的短期任务，料收益率有望在下半年出现震荡回落；如果出现疫情二次攀高，则风险溢价会阶段性高企，抵消无风险利率下行以及景气度回升的利好，引导股市出现震荡。因此我们预计在疫情负面冲击渐弱，国内需求复苏渐强，大类资产轮动有利于权益类资产情况下，上行动力占据主导；如果市场可以有效消化疫情以及中美贸易摩擦等因素，下半年沪指有望摸高 2019 年高点 3200 点附近，整体保持震荡上行，并有望迎来一波主升浪；期间 A 股可能会随着美股调整以及疫情冲击或者其他风险事件的影响出现二次探底，但底部较为夯实，不会突破前低。与此同时 A 股在业绩驱动分化、估值分化以及“抱团取暖”市场心理作用下继续保持结构性行情。预计下半年市场继续围绕“政策对冲+疫后复苏+业绩确定性”主线发展，新基建、新能源汽车、消费蓝筹、医药等板块景气度将贯穿下半年，券商、国防军工、传媒、纺织服装、贵金属等板块以阶段性交易机会为主。

结合此前拓展的 PB-ROE 分析框架，我们认为下半年作为大类资产之一的 A 股可能会沿着如下两阶段演绎：

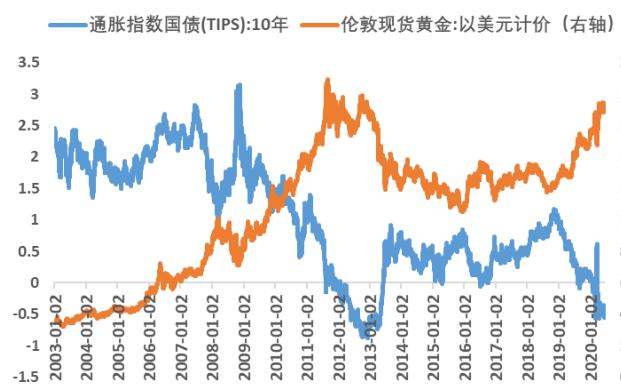
图 83 预计下半年 A 股演绎逻辑



第一阶段：从全球角度来看，近期美股有望处于短期情绪修复中，原油供需关系缓慢修复，原油价格自谷底持续复苏，维持在半年线附近震荡；美国实际利率再次接近前低，限制黄金后续上涨空间；大类资产轮动有利于权益类资产，市场氛围对 A 股较为有利。国内景气度回升，尤其是基建、地产投资逐步加码，带动制造业景气度上升，配合外需重启后的利好释放，国内基本面会迎来短期繁荣，并顺利进入二次去库存阶段，通胀率落至最低位；同时国内央行会结束资金面紧张局面，维持宏观杠杆率高位，并推动结构性优化，非金融企业有望再度加杠杆，并带动估值驱动，减少风险溢价，推升风险偏好。经济复苏主线下企业销售净利率和资产负债

率有望抬升，A股估值可以得到保障，开启年内第三波行情，大盘股和成长股有望出现齐涨格局。根据PB-ROE选股结论，建议适当升高仓位至7-8成，配置TMT（含新基建、5G、新能源汽车等）、汽车、传媒、钢铁、银行和券商等板块。

图 84 黄金价格与实际利率反向变化



资料来源：Wind，中原证券

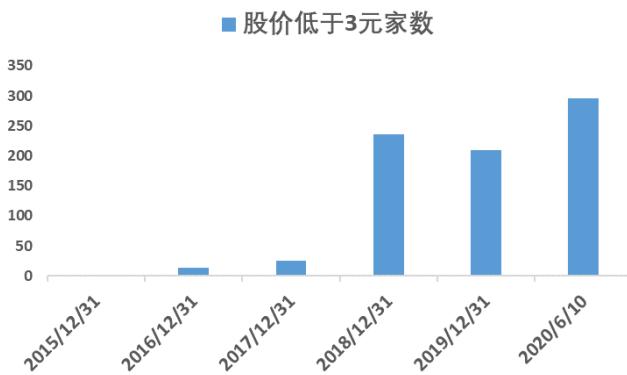
图 85 原油价格在半年线附近震荡



资料来源：Wind，中原证券

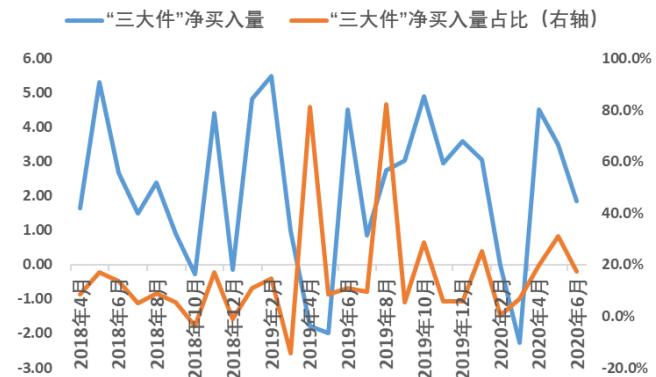
第二阶段：全球市场进入一个恢复理性阶段，需求恢复不及预期会重新带给市场压力。国内疫情后需求复苏暂告一段落，周期性因素影响渐趋明显，开工率等高频宏观数据赶顶，业绩驱动力出现边际回落态势；国外疫情处于平稳发展阶段，外需和内需表现稳健，货币政策延续宽松，通胀率在低位企稳，A股料将维持震荡运行。此时，创业板注册制改革落地时间表有望明朗化，A股会延续分化行情，低价股机会较少，北向资金继续买入“三大件”（食品饮料、医药和电子），大盘绩优股略占上风，企业盈利分化更为显著地反映在行情中。建议将仓位稳定在6成以上，配置消费、医药和新基建相关板块博取平均收益；创业板注册制以及其他资本市场改革有望落地，券商股迎来配置机会；5G、数字货币、特斯拉概念等科技板块走势独立。

图 86 近年来低价股频现



资料来源：Wind，中原证券

图 87 陆股通“三大件”净买入量变化²



资料来源：Wind，中原证券

² “三大件”：食品饮料、家电和电子

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。

本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。