

【策略专题】
密云不雨，垂翼留余
——2020年中期策略
❖ 回顾：通缩对抗预期引导“小逐险牛”三波展开

经历疫情在开年之后的短暂冲击之后，A股迅速反弹，2月下旬海外疫情开始发酵，权益市场进入回调。在2月1日《当前疫情对股市逻辑、空间及结构的影响》中，我们鲜明做出了A股回调空间静态测算7-8%，医药、消费具有防御性的研判。此后，自3月8日《三月播种，四月开花》报告开始，我们反复提示4月份之后的“小逐险牛”机会，并通过一系列报告，探讨了该轮行情的性质、节奏和结构，并在5月6日《第三轮通缩对抗下的“小逐险牛”》深度报告中做了系统逻辑梳理。我们明确指出，三大驱动接力，“流动性充裕+风险偏好提升”下行情将呈三波展开：1）市场定价机制修复，核心价值蓝筹将会迎来估值修复。2）复工以及稳增长预期升温下，过度悲观情绪修正。3）经济修复预期升温，风险偏好进一步上修。

❖ 演化：对抗政策实效验证成为下阶段主导因素

进入到“小逐险牛”第三阶段，基于边际定价的博弈机会已经在市场上得到充分发掘和体现，市场关注重点可能转向通缩对抗实际效果上，而二季度数据的发布预计将会具有以下几个层面的意义：其一，Q2宏观数据将会是前期复杂局面最终的总结，这将结束自2月以来市场“类似数据空窗期”的局面，也就意味着市场对于宏观数据敏感度重新回归；其二，Q2数据是前期各项因素相互角力的阶段内结构，对于未来经济趋势演化已经开始具有了不可忽视的意义；其三，从行情预期定价-边际定价-交易定价三阶段演化规律角度看，经历了前期预期定价主导阶段，Q2数据或标志着行情转向边际定价主导阶段，对于市场预期能够进一步上修具有重要意义。

❖ 变局：期限利差定节奏遭受挑战蕴含的三重冲击信号

3月底以来的上涨行情节奏与期限利差变化高度契合，充分体现了政策支持下的流动性充裕状态，经济复工改善预期不断升温的格局，而5月下旬以来期限利差开始快速走弱开始出现与上证综指的背离，投资者需要高度重视其背后的信号含义：1）政策宽松支持流动性充裕格局，边际上节奏开始放缓；2）内需改善充分，叠加外需弱化显现，经济动能改善趋势开始放缓；3）内外需交叉下，金融均衡格局可能受到冲击，外储-利率-汇率三者矛盾的加强，具有增强资本市场压力风险。这些变化或对我们此前所论述的“小逐险牛”的逻辑基础产生动摇。

❖ 节奏：下半年行情或呈V字形，Q4有望迎来转机

Q2“小逐险牛”已经证真，核心是在于通缩对抗预期支撑。以上我们重点讨论了进入Q3，外部与内部即将面临的新变局。但需要指出的是，Q3预计仍不能成为市场解决核心问题的时间节点。在该阶段市场可以对阶段内前期对冲政策基于新的经济发展趋势预期进行重估，换言之，在该阶段市场或将明确经济向上程度并没有如同“小逐险牛”阶段所体现的那么好，但仍旧不能明确经济向下程度是否即将进入持续的金融经济去杠杆（也就是衰退）。

❖ 内需坚守价值，科技精选龙头

结合当前的行情结构特征，我们重点看好三条主线：1）对于纯内需板块，需要坚守景气仍在继续改善的细分领域，对于估值偏好的标的应及时兑现收益，重点看好家电、食品饮料；2）对于内需改善深化主线，看好及交运中的国内航空+物流、机械、汽车，关注疫情二次冲击预期升温利好的医药、纺织、传媒机会；三是科技领域中具有坚实中长期逻辑支撑的核心标的，重点关注5G新基建、新能源领域。随着市场风险偏好进一步提升难度的加大，单纯基于风险偏好弹性的主题概念型投资机会，建议谨慎参与。

❖ 风险提示：

通缩态势进一步恶化，对抗政策效果证伪，美元流动性紧张回归，经济金融陷入持续去杠杆。

华创证券研究所
证券分析师：周隆刚

电话：010-66500868
邮箱：zhoulonggang@hcyjs.com
执业编号：S0360519080003

证券分析师：刘阳

电话：010-66500887
邮箱：liuyang2@hcyjs.com
执业编号：S0360520050001

投资主题

报告亮点

2020 年上半年，我们明确指出，三大驱动接力，“流动性充裕+风险偏好提升”下行情将呈三波展开。自 3 月 23 日《曙光出现，四月行情或正发酵》提示市场见底，4 月 12 日《行情望在反复中展开，看好第二阶段》，到 5 月 31 日《行情仍在途，看好第三波》，我们提出的“小逐险牛”行情逻辑逐步证真。站在当前是点，我们认为“小逐险牛”在风险偏好持续提升环境下，已经开始对经济复苏开始定价，而二季度之后实际经济数据能否支撑或加强这一预期将会成为行情能够延续的关键。市场将会对“疫情的冲击到底是一次性冲击，还是开启了经济金融持续去杠杆？”这一根本性问题进行本年第一轮“作答”，而这必然的也就是决定了下半年 A 股行情演化的国际宏观环境。整体来看，下半年行情或呈 V 字形，经济内生调整趋向充分以及对冲政策发力的滞后效应仍是当前值得重点期待的积极因素，Q4 有望迎来转机。

投资逻辑

2018 年下半年之后期限利差对市场指引性增强，从利率曲线的体现的市场信号意义来看，短端利率的变化更多的体现了金融系统内生力量和央行货币政策举措外生力量综合作用下，最终流动性的充裕状态，长端利率的变化除了一定程度体现流动性影响外，更多的体现了投资者对于经济增长动能的预期变化。然而，5 月下旬以来期限利差开始快速走弱开始出现与上证综指的背离，投资者需要高度重视其背后的信号含义：1）政策宽松支持流动性充裕格局，边际上节奏开始放缓；2）内需改善充分，叠加外需弱化显明，经济动能改善趋势开始放缓；3）内外需变化交叉下，金融均衡格局将受到冲击，外储-利率-汇率三者矛盾的加强，具有增强资本市场压力风险。自上而下角度看，内需修复性改善到达后半程，外需弱化将会逐渐显现背景下，投资者仍需将关注重点放在内需方面，主要是基于寻找更加坚实的基本面支撑。基于以上大势研判的观点前提，建议投资者后续将关注重点转向 EPS。

目 录

一、回顾：通缩对抗预期引导“小逐险牛”三波展开	6
（一）第一阶段：美元流动性缓解，市场定价机制修复	6
（二）第二阶段：国内经济复工叠加稳增长预期，过度悲观预期修正	8
（三）第三阶段：经济修复性改善关注度提升，对冲政策再定价	9
二、演化：对抗政策实效验证成为下阶段主导因素	10
（一）居民消费：宽松政策对于提升居民消费倾向相对有限	10
（二）国际贸易：需求疲弱与贸易摩擦形成抑制性力量	12
（三）生产与投资：短期预计难看到趋势性好转	13
三、变局：期限利差定节奏遭受挑战蕴含的三重冲击信号	14
（一）脱实入虚风险上升迹象下需关注货币政策边际变化	15
（二）近期偏离所蕴含的盈利与估值冲击风险	16
四、节奏：下半年行情或呈 V 字形，Q4 有望迎来转机	18
五、内需坚守价值，科技精选龙头	20
（一）消费：坚守具有强势稳定盈利支持价值标的	20
（二）内需深化：寻找具有景气改善空间细分领域	22
（三）科技：精选具有中长期逻辑支撑的核心创蓝筹	23
六、风险提示	24

图表目录

图表 1	华创策略“小逐险牛”逻辑的逐步证真	6
图表 2	3 月份美元流动性紧张问题凸显	7
图表 3	美元流动性紧张驱动投资者抛售风险资产	7
图表 4	A 股受到冲击影响，但并未扩散	7
图表 5	应对流动性紧张，美联储快速扩表	8
图表 6	3 月下旬美元流动性紧张出现缓解趋势	8
图表 7	随着美元流动性缓解，北上资金回归	8
图表 8	4 月上旬全球疫情数据出现边际改善	9
图表 9	风险偏好提升下，科技股阶段内趋于活跃	9
图表 10	通缩风险延续，但主要经济体 PMI 数据出现改善	10
图表 11	发达经济体消费者信心仍处于相对低位	11
图表 12	发达经济体消费数据当前表现疲弱	11
图表 13	发达经济体 CPI 下行显示消费弱势	11
图表 14	近期美日消费倾向处于下行趋势中	12
图表 15	发达经济体失业率未来仍不乐观	12
图表 16	发达经济体进口增速仍处于下行趋势之中	12
图表 17	年初以来中美贸易进出口相对增速发生变化	13
图表 18	中美贸易差额扩张和人民币汇率贬值对应中美摩擦升温	13
图表 19	欧美日投资信心指数仍处于负值区间	13
图表 20	美日工业部门产出和产能利用率均处于历史低位	13
图表 21	欧元区工业部门产出和产能利用率均处于历史低位	14
图表 22	中国 CPI-PPI 剪刀差与工业企业利润增速	14
图表 23	中国经济各部门杠杆率变化	15
图表 24	期限利差定节奏的恢复与近期的挑战	15
图表 25	3 月以来期限利差演化分为三个阶段	15
图表 26	进入 5 月公开市场操作边际上观望为主	15
图表 27	货币宽松下金融系统存在出现脱实入虚风险	16
图表 28	宽货币向宽信用传导效果较弱	16
图表 29	6 月 12 日全国高炉开工率 70.72%，接近高点	17
图表 30	粗钢日均产量已经修复接近历史高点	17
图表 31	螺纹钢去库速度边际上开始出现弱化	17
图表 32	水泥磨机开工率呈现见顶回落态势	17

图表 33	贸易差额弱化预计会使得外汇储备承压	18
图表 34	外汇储备与利率变化具有正相关性	18
图表 35	人民币汇率与外储变化具有负相关性	18
图表 36	外汇储备的波动影响资本市场流动性	18
图表 37	6 月世界银行全球经济预测增速变化	19
图表 38	美国库存周期向下，仍处于通缩风险中	20
图表 39	中国库存周期反复，仍处于通缩风险中	20
图表 40	家电销售增速处于改善趋势之中	21
图表 41	空调加库存，冰箱、洗衣机去库存	21
图表 42	白酒涨价预期提速，有望取得较好效果	21
图表 43	随着美元流动性缓解，北上资金回归	21
图表 44	行业发展景气向上支持医药板块相对收益强势	22
图表 45	国内航空有望度过“最坏时光”	22
图表 46	物流行业仍处于景气改善趋势之中	23
图表 47	新能源汽车产量销量边际出现积极变化	24
图表 48	光伏相关产品出口增速出现向好变化	24

一、回顾：通缩对抗预期引导“小逐险牛”三波展开

今年上半年，华创策略提出的“小逐险牛”在争议中稳步展开。经历疫情在开年之后的短暂冲击之后，A股迅速反弹，2月下旬海外疫情开始发酵，权益市场进入回调。从逻辑上看，疫情冲击使得通缩回归悲观预期快速升温，而对冲政策发力下，经济修复成为市场关注焦点。在2月1日《当前疫情对股市逻辑、空间及结构的影响》中，我们鲜明做出了A股回调空间静态测算7-8%，医药、消费具有防御性的研判。此后，自3月8日《三月播种，四月开花》报告开始，我们反复提示4月份之后的“小逐险牛”机会，并通过一系列报告，探讨了该轮行情的性质、节奏和结构，并在5月6日《第三轮通缩对抗下的“小逐险牛”》深度报告中做了系统逻辑梳理。我们明确指出，三大驱动接力，“流动性充裕+风险偏好提升”下行情将呈三波展开：1）市场定价机制修复，核心价值蓝筹将会迎来估值修复。在该阶段，对于疫情的担忧并未缓解，但美元流动性紧张冲击将会缓和，前期主要受被动资产抛售影响，以陆股通标的为代表的核心价值蓝筹估值有所回调，但随着美元流动性缓解，北上资金有望重新回归，估值修复行情可期。2）复工以及稳增长预期升温下，过度悲观情绪修正，风险偏好继续提升，前期回调幅度较大的科技股迎来反弹。3）经济修复预期升温，风险偏好进一步上修，前期对冲政策再定价驱动行情上行，大宗商品价格持续反弹，国内外主要股指回补前期跌幅。自3月23日《曙光出现，四月行情或正发酵》提示市场见底，4月12日《行情望在反复中展开，看好第二阶段》，到5月31日《行情仍在途，看好第三波》，我们提出的“小逐险牛”行情逻辑逐步证真。

图表1 华创策略“小逐险牛”逻辑的逐步证真



资料来源：wind，华创证券

（一）第一阶段：美元流动性缓解，市场定价机制修复

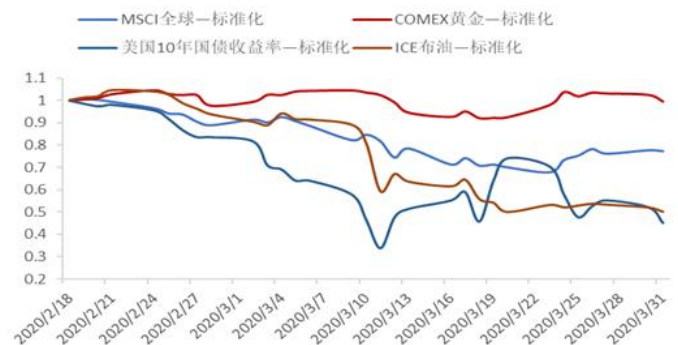
3月初美元流动性紧张冲击市场，风险资产被抛售，资本市场出现定价失灵风险暴露。随着海外疫情趋于严峻，叠加美联储紧急降息，加剧市场对于全球经济悲观情绪，原油价格战等冲击下，投资者风险偏好继续下降，资本市场出现美元流动性紧张，风险资产被无差别抛售，主权基金赎回压力，金融机构风险敞口调整等因素进一步加大了冲击影响。自3月9日开始，各类资产共振下跌，截至3月19日，美元指数上涨8.03%，WTI原油下跌18.98%，CRB工业指数下跌6.40%，LME铜下跌14.55%，COMEX黄金下跌11.72%，10y美国债收益率由0.54%上升至1.12%，vix指数上涨32.21%，TED利差由0.44%上升至1.16%，美国高收益企业债利差由6.68%上升至9.82%，MSCI全球指数下跌15.58%。同时期，美元流动性紧张对A股影响更多体现在情绪层面以及北上资金，A股尽管有回调，但并未表现出由于流动性紧张产生的被动抛售资产压力。3月9日-19日，北上资金持续大幅净流出，陆股通区间净流出629亿元。陆股通重仓指数阶段内跌幅为13.32%，同期上证综指下跌10.95%，北上资金的流出冲击并未扩散。

图表2 3月份美元流动性紧张问题凸显



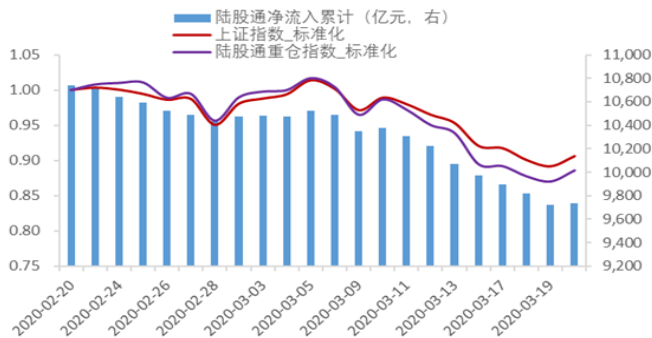
资料来源: wind, 华创证券

图表3 美元流动性紧张驱动投资者抛售风险资产



资料来源: wind, 华创证券

图表4 A股受到冲击影响,但并未扩散



资料来源: wind, 华创证券

各国积极推出救市应对政策,美元流动性逐渐缓解,A股见底展开第一波。在市场流动性风险上升情况下,以美联储为代表的各国央行采取了积极行动。3月19日美联储宣布扩大货币互换国家范围,美联储在2月26日到3月25日1个月间资产负债表规模扩张1.09万亿美元,远超历史上前四次QE扩表节奏,在3月23日推出无限量QE,强有力的货币宽松政策在一定程度上缓解了市场恐慌情绪和美元流动性紧张。同时,全球范围内为应对流动性短缺问题,自美联储两次紧急降息以来,截至3月底已经有超过30个国家或地区央行推出不同程度降息举措。日本央行宣布将采取额外宽松政策,将年度ETF购买目标增加6万亿日元,总规模达12万亿日元,将日本房地产投资信托基金购买目标提升至1800亿日元,增加收购大企业发行的长期债券2万亿日元。英国央行将银行利率降低50个基点至0.25%。一系列措施为市场注入了流动性和信心支持,3月20日美元流动性紧张缓和迹象初现。美元指数出现回落,跌0.29%;LME铜上涨3.63%;黄金上涨0.36%;MSCI新兴市场上涨4.80%,陆股通净流入由负转正,流入16.87亿元。截至3月底,美元指数下降至98.9636,COMEX黄金期货价格上涨至1643美元/盎司,美国10y国债收益率0.70%,均接近恢复至3月9日前水平。在此期间,人民币汇率与中美利差整体维持平稳,市场重点关注的北上资金在美元流动性缓解之后重回净流入态势。3月9日至19日北上资金净流出772.52亿元,3月20日至31日,合计净流入+37.59亿元。A股随后见底,并展开第一波修复行情,从结构特征来看,随着前期外资大规模流出导致优质资产被动抛售情况的改变,阶段内陆股通相关标的,在北上资金回归和内需逻辑支撑下表现强劲。

图表5 应对流动性紧张，美联储快速扩表



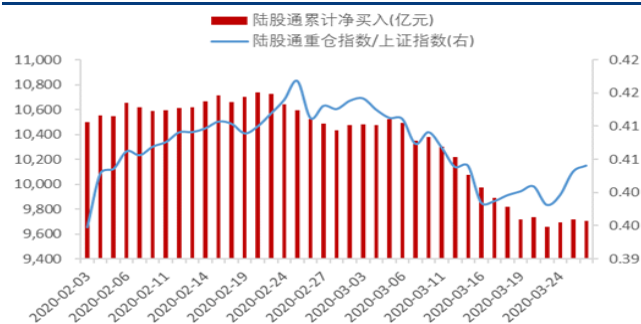
资料来源: wind, 华创证券

图表6 3月下旬美元流动性紧张出现缓解趋势



资料来源: wind, 华创证券

图表7 随着美元流动性缓解，北上资金回归



资料来源: wind, 华创证券

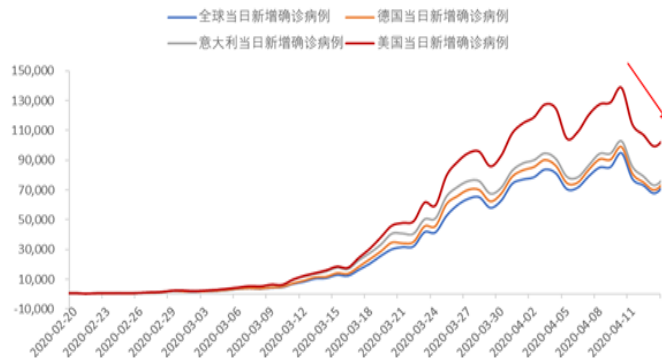
(二) 第二阶段：国内经济复工叠加稳增长预期，过度悲观预期修正

阶段内中国经济复工率先推进，海外市场方面疫情影响仍是关注重点。中国疫情防治走在全球前列，政策层面也在积极推进企业复工，而该阶段海外疫情仍是市场关注重点。在2月份市场回调中已经充分体现了疫情对于市场情绪层面的冲击，而疫情对于经济基本面的冲击尚未明确。这种不明确主要有以下几个方面的含义：其一，短期经济数据的走弱已在预期之内，但对于负面冲击程度并未得到充分估计；其二，短期经济数据的走弱并不能提供更多关于经济趋势性变化的信息；其三，对于政策层面的宽松举措，尽管投资者存在着经济停摆期间没有抓手的担忧，但一旦经济重启其对冲效果并不明确。在此背景下，基于经济趋势的不明确，整体市场处于类似“数据空窗期”状态，投资者关注重点更多集中在短期变量，海外市场情绪受到疫情演化情况的影响，而中国国内则更多的关注中观层面体现的企业复工的情况，以及随后召开的两会稳增长预期。

海外疫情边际积极变化，国内复工稳步推进，有效提升市场信心。基于10个主要肺炎疫情国每日的新增病例数据变化情况，可以观察到意大利、西班牙、比利时、德国、荷兰等国在3月中下旬出现每日新增日数高峰，进入4月开始逐渐下降，美国、英国也在4月迎来每日新增曲线的边际平滑，市场对于疫情拐点到来预期有所强化，美欧各国关于经济复工的政策讨论也随之而升温。中国国内阶段内复工进度的积极进展，叠加国内金融数据超预期，两会稳增长预期，有效缓解了投资者对于疫情冲击基本面的担忧情绪。中观数据显示国内复工加速，4月全国高炉平均开工率68.29%，3月均值64.75%，维持高位，螺纹钢需求旺盛，高需求高供给下库存持续快速下降；水泥磨机平

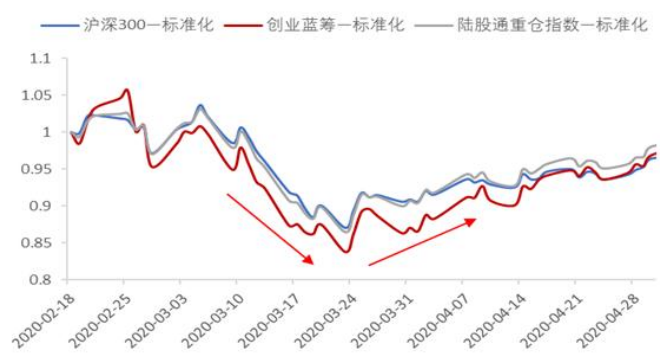
均开工率 61.24%，环比 3 月均值 32.56% 大幅提高，基本恢复至历史同期正常水平；6 大发电集团日均耗煤 55.39 万吨，3 月均值 53.16 万吨，虽仍显著低于往年平均水平，但环比改善明显，企业层面复工稳步推进将增强市场对于盈利信心稳定性。从行情结构上看，随着第一阶段行情的展开，基于避险逻辑的内需行业板块涨幅显著，而高弹性板块在海外疫情影响仍在持续情况下，不确定性仍较大相对滞涨。随着市场风险偏好的进一步提升，在相关主题性热点带动下，4 月初之后创成长、创蓝筹阶段内开始走强。

图表 8 4 月上旬全球疫情数据出现边际改善



资料来源: wind, 华创证券

图表 9 风险偏好提升下，科技股阶段内趋于活跃



资料来源: wind, 华创证券

(三) 第三阶段: 经济修复性改善关注度提升, 对冲政策再定价

海外复工预期升温，随着经济出现修复性改善迹象，市场重新审视前期宽松政策。疫情冲击之下，全球经济动能显著弱化，核心体现在通胀数据的走弱。进入五月份，美欧经济复工出现实质性进展，海外市场关注重点逐渐转向经济复工动能。中国国内两会定调尽管从总量层面没有太多超预期，但宽松政策基调进一步明确。从经济实际表现来看，全球主要经济体 PMI 数据开始出现改善，对于经济复苏的预期开始增强。根据最新公布的制造业 PMI 数据，英国 5 月制造业 PMI 为 40.7，前值 32.6；欧元区 5 月制造业 PMI 为 39.4，前值 33.4；美国 5 月制造业 PMI 为 43.1，前值 41.5；德国 5 月制造业 PMI 为 36.6，前值 34.5。国内 PMI 数据连续三个月稳定在扩张区间，5 月官方制造业 PMI 为 50.6，前值 50.8。综合来看，海外投资者关注重点演化进程为，疫情冲击影响-经济复工预期-经济修复性改善，国内投资者关注重点经济复工推进-两会稳增长预期-内外修复性改善共振。

随着经济数据出现积极变化，前期货币政策与财政政策市场定价将出现正向修正。美联储资产负债表规模在 2 月 26 日到 4 月 22 日两个月间扩张 1.69 万亿美元，增长近 44%。回顾美联储历史上 5 次量化宽松政策，美 QE1 从 2008 年 11 月-2010 年 3 月约 16 个月共购买了 1.725 万亿美元资产；QE2 从 2010 年 11 月-2011 年 6 月约 7 个月规模为 6000 亿美元；2012 年 9 月美联储决定将无限期每月购买价值 400 亿美元的抵押贷款支持证券，启动了 QE3，12 月美联储宣布将额外购买约 450 亿美元长期国债，QE4 开启，直到 2013 年 12 月美联储开始逐步退出 QE，约 15 个月内扩表约 1.4 万亿美元。2019 年 10 月开始的第五次扩表，截至 2020 年 2 月仅扩张 2513 亿美元。截至 6 月 17 日美联储资产负债表规模已经达到了 7.14 万亿美元规模，6 月议息会议维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，未来几个月将至少以目前速度增持美国债和 MBS 数量（国债每月 800 亿美元，MBS 每月 400 亿美元），宽松趋势仍在继续延续。从财政刺激角度看，后续预计将会成为市场关注焦点。G20 峰会公报显示，二十国集团将启动总价值 5 万亿美元经济计划。3 月 27 日美国推出 2.2 万亿美元的美国历史上最大纾困法案，并在 4 月 22 日完成了 4840 亿美元的追加救助；4 月 7 日日本政府通过了应对新冠肺炎疫情紧急经济对策，总规模达 108 万亿日元。此前市场对于相关对冲政策反应钝化，主要因为美元流动性紧张制约，以及经济停摆情况下，政策难以发力。但随着经济修复性改善迹象的增多，对冲政策重新定价，将有望进一步推动市场风险偏好的提升。5 月 WTI 原油价格上涨 88%，3 月期 LME 铜铝锌价格分别上涨 3.8%、3.5%、2.8%，CRB 工业指数也出现小幅上涨。权益市场来看，5 月 MSCI 全球上涨 4.04%，MSCI 发达市场上涨 463%。6 月 5 日，道指重返 27000 点，盘中一度暴涨 1000 点，纳指则在盘中一度最高触及 9845.69 点，创历史新高。

图表 10 通缩风险延续，但主要经济体 PMI 数据出现改善

	制造业PMI			服务业PMI			CPI同比(%)		PPI同比(%)		失业率(%)	
	5月(初值)	4月	3月	5月(初值)	4月	3月	4月	3月	4月	3月	4月	3月
美国	-	41.5	49.1	-	41.8	52.5	0.3	1.5	-6.4	-2.1	14.7	4.4
欧元区	39.5	33.4	44.5	28.7	12.0	26.4	0.3	0.7	-	-2.8	-	7.4
日本	-	41.9	44.8	-	21.5	33.8	0.1	0.4	-	-	-	2.6
德国	36.8	34.5	45.4	31.4	16.2	31.7	0.9	1.4	-1.9	-0.8	5.8	5.1
英国	40.6	32.6	47.8	27.8	13.4	34.5	0.8	1.5	-0.7	0.3	-	3.9
法国	40.3	31.5	43.2	29.4	10.2	27.4	0.3	0.7	-	-2.7	-	8.4

资料来源: wind, 华创证券

二、演化：对抗政策实效验证成为下阶段主导因素

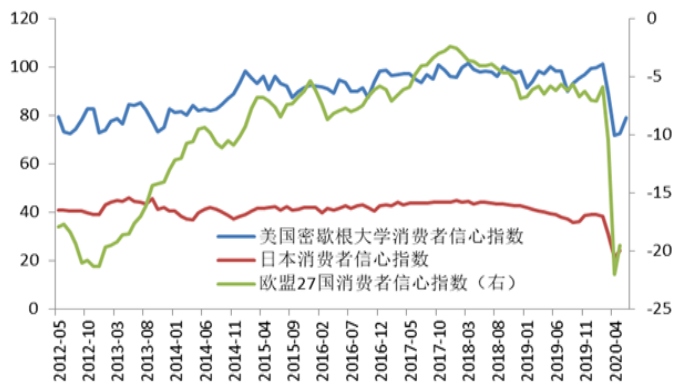
二季度数据结束“数据空窗期”，资本市场将对经济趋势进行年内第一次重估。正如上文已经指出的，“小逐险牛”得以实现的基础是市场对于宏观数据弱化表现的钝化，背后资本市场更加关注的是趋势性的变化，而不是单一时点，疫情冲击之下，阶段内宏观数据对于经济趋势性指引效应失去意义，尤其是在通缩对抗政策大力推出背景下。阶段内“类似数据空窗期+流动性充裕+风险偏好三波提升”，市场对于疫情冲击、对冲政策发力、经济内生性修复等综合因素影响下，市场选择了通缩对抗发力见效方向发展，造就了 Q2 行情。进入到“小逐险牛”第三阶段，基于边际定价的博弈机会已经在市场上得到充分发掘和体现，市场关注重点将转向通缩对抗实际效果上，而二季度数据的发布预计将会具有以下几个层面的意义：其一，Q2 宏观数据将会是前期复杂局面最终的总结，这将结束自 2 月以来市场“类似数据空窗期”的局面，也就意味着市场对于宏观数据敏感度重新回归；其二，Q2 数据是前期各项因素相互角力的阶段内结构，对于未来经济趋势演化已经开始具有了不可忽视的意义；其三，从行情预期定价-边际定价-交易定价三阶段演化规律角度看，经历了前期预期定价主导阶段，Q2 数据或标志着行情转向边际定价主导阶段，对于市场预期能够进一步上修具有重要意义。这就意味着市场将会对“疫情的冲击到底是一次性冲击，还是开启了经济金融持续去杠杆？”这一根本性问题进行本年第一轮“作答”，而这必然的也就是决定了下半年 A 股行情演化的国际宏观环境。

“小逐险牛”是预期主导风险偏好提升，随着行情的充分展开，市场将会进入到验证主导估值检验阶段。在“小逐险牛”阶段市场对于对冲政策发力强化经济内生性修复性改善预期进行充分定价，这一阶段主要体现在预期驱动估值拔升，而后续行情能够继续得到支撑和强化，核心就是前期通缩对抗政策的实际效果。从经济基本面角度来看，重点在于消费、对外贸易、生产与投资三大领域的演化趋势。“小逐险牛”在风险偏好持续提升环境下，已经开始对经济复苏开始定价，而二季度之后实际经济数据能否支撑或加强这一预期将会成为行情能够延续的关键。但从目前考察的情况来看，并不乐观。

（一）居民消费：宽松政策对于提升居民消费倾向相对有限

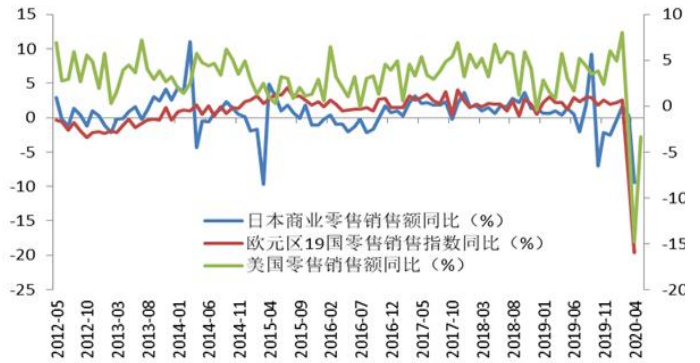
从短期数据表现看，发达经济体消费信心及实际消费表现均偏弱。疫情冲击下，为了防止疫情的大范围扩散，主要疫情国都出台了限制人员流动、聚集的措施。经济活动往往伴随着人口的流动和聚集，然而在严格的人员流动管制下，除了最基本的衣食住行外，绝大部分的经济活动接近处于停摆状态，需求出现结构性下滑，消费领域损失严重。五月以来，美欧等国均出台了宽松政策，支持本国经济复工与复苏，经济数据也出现了一定程度边际改善，但整体来看仍处于历史的相对低位。美国虽然自 5 月开始实施“复工三步走”计划，但零售销售数据并未表现出明显复苏迹象。相反由于受 5 月底、6 月初以来游行示威运动，高频数据反而出现快速下滑。6 月美国密歇根大学消费者信心指数 78.9，5 月美国零售销售额同比-3.36%，5 月欧元区 19 国消费者信心指数-18.8，4 月欧元区 19 国零售销售指数同比-19.6%，5 月日本消费者信心指数 24.1，商业零售销售额同比-9.46%。5 月美国 CPI 同比 0.1%，前值 0.3%，欧元区 CPI 同比 0.1%，前值 0.3%，均连续第 4 个月下降。整体来看，短期改善的幅度相对于前期的快速走弱实际上是相当有限的。

图表 11 发达经济体消费者信心仍处于相对低位



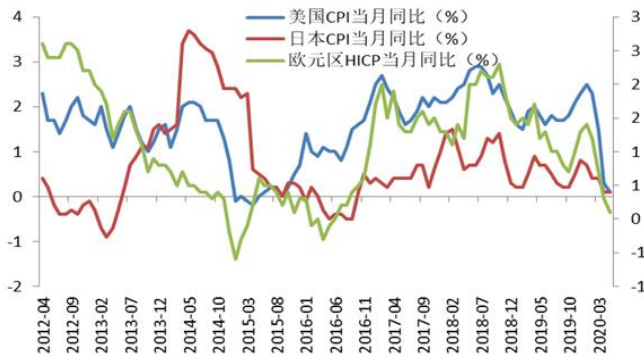
资料来源: wind, 华创证券

图表 12 发达经济体消费数据当前表现疲弱



资料来源: wind, 华创证券

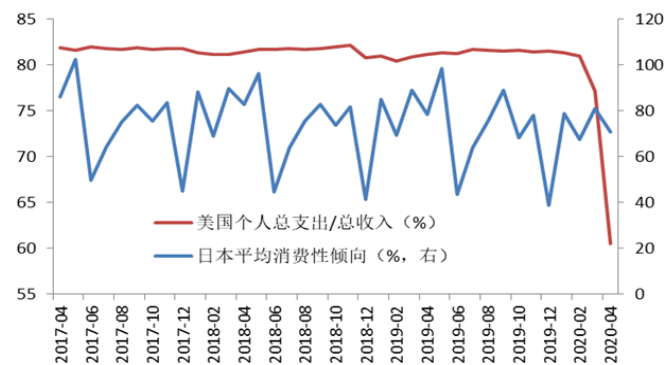
图表 13 发达经济体 CPI 下行显示消费弱势



资料来源: wind, 华创证券

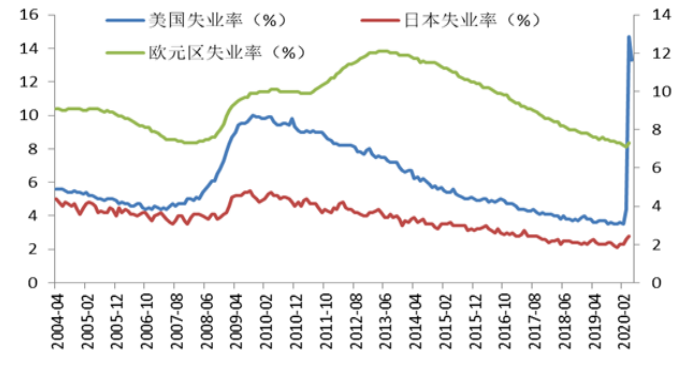
从中期看，消费倾向和失业率弱化预计将会从主客观角度抑制消费需求的回升。尽管各国推出宽松政策，试图促进消费需求提振，但从当前主要经济的消费倾向来看，显示出了更强的保守倾向。从美国和日本的消费倾向来看均处于下行趋势之中，美国消费倾向出现显著下降，日本消费倾向具有一定的季节性，从2019年趋势看，消费倾向高点处于下行趋势之中，这就意味着宽松的刺激性政策并未有效提升消费者对于未来的乐观预期。4月日本失业率为2.8%，前值为2.6%，欧元区失业率为7.3，前值为7.1%，美国5月失业率为13.3%，前值14.7%，虽然小幅下降，但由于“错误分类误差”的统计原因，5月实际失业率或达到16.4%。整体来看，失业率的走弱将会对居民收入产生客观的约束，预计将会对未来消费需求的回升形成客观抑制效应。

图表 14 近期美日消费倾向处于下行趋势中



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 发达经济体失业率未来仍不乐观



资料来源: wind, 华创证券

(二) 国际贸易: 需求疲弱与贸易摩擦形成抑制性力量

在各国内需相对疲弱情况下, 国际贸易增长的前景也不容乐观。疫情从需求和运输端对贸易形成冲击, 进而影响上游生产企业投资意愿, 而需求与供给的螺旋式下降最终加重对全球贸易的拖累。实际上随着美欧复工进程的推进, 后续疫情二次冲击也有上行的风险。除了经济整体动能影响的因素之外, 贸易保护主义的升温, 也给国际贸易增长笼罩了阴云, 其中中美贸易摩擦仍存在着较大的变数。

其一, 需求的下降叠加可能的疫情风险重新上升影响, 抑制国际贸易回升力度。根据 WTO 最新预测, 在乐观假设下, 2020 年全球贸易量较 2019 年或将下降 13%, 但如果疫情无法被控制, 且各国政府间未能展开积极有效的合作, 即悲观假设下, 国际贸易量或将下滑 32% 以上。从目前发达国家进口增速仍处于下行趋势之中, 也有加速风险, 体现了终端需求的疲弱对于国际贸易产生的拖累。4 月欧盟 27 国进口金额同比-22.7%, 前值为-10.1%, 美国为-22.36%, 前值为-11.27%, 5 月日本进口金额同比为-26.24%, 前值为-7.08%。国际贸易的回升仍需要寻找新的引擎。

图表 16 发达经济体进口增速仍处于下行趋势之中



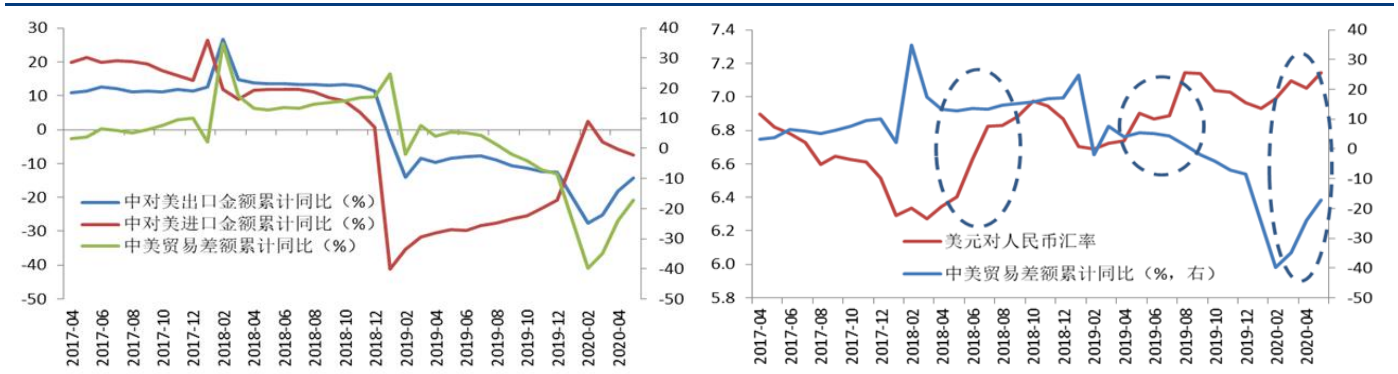
资料来源: wind, 华创证券

其二, 贸易保护主义抬头, 中美关系增加了国际贸易发展的不确定性。自从今年 1 月 15 日中美签署第一阶段经贸协议文本以来, 本应立即启动的二阶段谈判受新冠肺炎疫情影响被暂时搁置。美方 5 月以来对包括华为在内企业和部分高校发启了一系列科技制裁措施, 导致中美间博弈不确定性的持续升温, 为第一阶段贸易协议承诺内容的履行以及二阶段谈判进程蒙上阴影。从中美贸易进出口相对增速可以看出, 自 2018 年底中美经贸谈判趋于缓和开始, 中对美进口金额累计同比呈上行趋势, 而出口金额累计同比呈下行趋势, 中美贸易差额处于加速下降的态势, 而在 2020 年 2 月之后这一局面发生了变化, 这也从经济基本面为中美经贸博弈重新升温提供了佐证。从 2018 年开始, 中美贸易差额扩张、人民币相对美元贬值阶段, 往往对应中美在外贸领域矛盾有所升温, 当前贸易差额和汇率正处

于这样的阶段。此外，美国总统大选定于今年 11 月举行，随着日期的临近，中美贸易关系或被作为各方竞选筹码而被反复提及。中美经贸关系的反复预计将继续扰动国际贸易发展。

图表 17 年初以来中美贸易进出口相对增速发生变化

图表 18 中美贸易差额扩张和人民币汇率贬值对应中美摩擦升温



资料来源: wind, 华创证券

资料来源: wind, 华创证券

(三) 生产与投资: 短期预计难看到趋势性好转

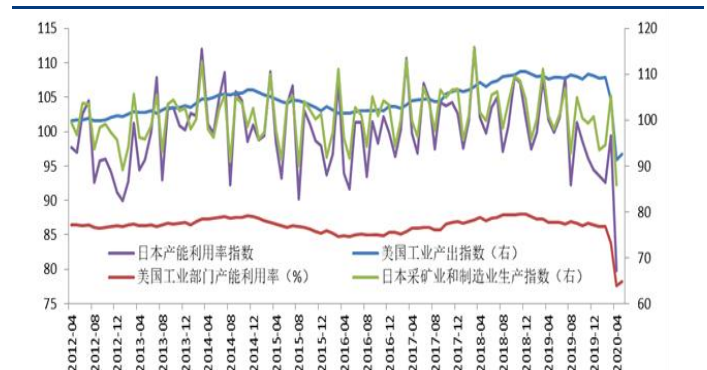
疫情扰动延续，全球经济悲观预期下，投资信心仍难得到有效提振。根据 Sentix 投资信心指数显示，美国 6 月投资信心指数为-22.3，前值-36.8；欧元区投资信心指数为-24.8，前值-41.8；德国投资信心指数-17.2，前值-35.3；日本投资信心指数为-17.0，前值-31.7。从客观约束条件来看，美欧日工业产出水平以及产能利用率均处于历史低位，而且当前正处于通缩演化仍存在着很大不确定性的环境，整体来看，发达国际的生产与投资短期内仍难看到有持续扩张的趋势性变化。从财政刺激角度看，中国相对而言具有更大的主动空间。今年两会总量定调稳健，底线思维贯穿全年经济政策。政府工作报告中未设经济增长目标，同时“六保”成为工作重心。政府工作报告中强调，“六保”是今年“六稳”工作的着力点，守住“六保”底线，就能稳住经济基本盘。5 月 CPI-PPI 剪刀差 6.1 个百分点，虽然环比前值 6.4 个百分点有所下降，但 1-4 月 CPI-PPI 的剪刀差分别为 5.3PCT、5.6PCT、5.8PCT、6.4PCT，呈现逐月走阔趋势，且 4 月创 2016 年 3 月以来的新高，CPI-PPI 剪刀差的走阔和高位稳定反映企业利润空间持续下行。从内外两方面考察情况来看，在当前政策定调与经济运行状态条件下，也很难成为全球生产与投资改善的决定性逆转力量。

图表 19 欧美日投资信心指数仍处于负值区间



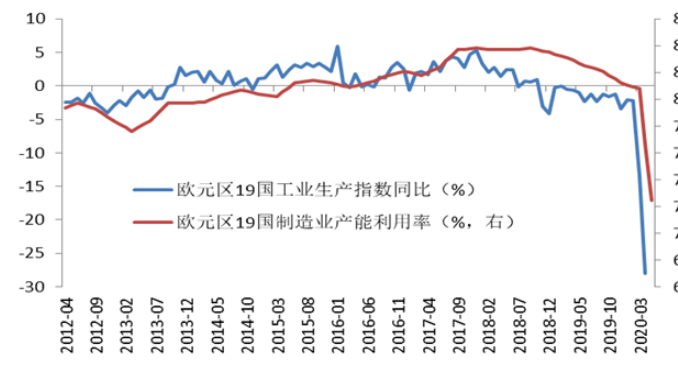
资料来源: wind, 华创证券

图表 20 美日工业部门产出和产能利用率均处于历史低位



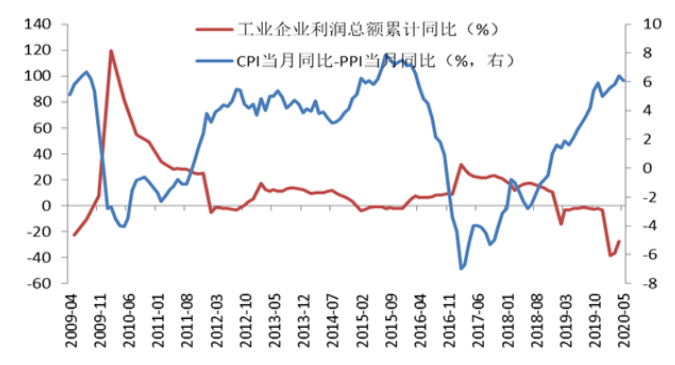
资料来源: wind, 华创证券

图表 21 欧元区工业部门产出和产能利用率均处于历史低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 22 中国 CPI-PPI 剪刀差与工业企业利润增速



资料来源: wind, 华创证券

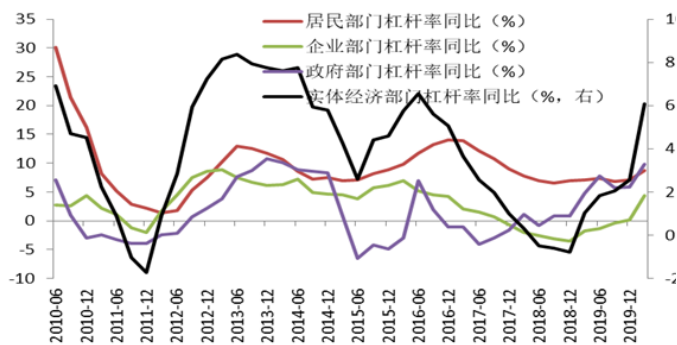
三、变局：期限利差定节奏遭受挑战蕴含的三重冲击信号

2018 年下半年之后期限利差对市场指引性增强，而近期出现的背离可能预示着宏观环境的变局。中国经济从 2014-2015 年开始进入到一轮加杠杆趋势之中，首先体现企业部门主导，然后是居民部门，近期是政府部门主导。在 2014-2018 年间，中国政策层面表现出一种大开大合态势，首先是货币政策连续降准降息为后续相关政策举措提供了金融支持性条件，然后是 2016-2017 年的以去产能为重点的供给侧结构性改革，随后进入到金融去杠杆阶段。一系列的改革改善了企业资产负债表，同时也增强了金融系统的抗风险能力，尤其是 2018 年金融系统紧缩下，经济金融都经历了一次压力测试。由此我们观察到，在 2018 年下半年开始，期限利差（10y 国债与 3m 国债利差）对于权益市场（上证综指为代表）的指引效果重新恢复。

期限利差的变化充分体现了经济增长预期与流动性状态预期，期限利差定节奏的恢复表明金融体系运行的稳健。从利率曲线的体现的市场信号意义来看，短端利率的变化更多的体现了金融系统内生力量和央行货币政策举措外生力量综合作用下，最终流动性的充裕状态，长端利率的变化除了一定程度体现流动性影响外，更多的体现了投资者对于经济增长动能的预期变化。综合来看，流动性越是充裕，对于经济改善预期越是强烈，短端下行加上长端上行就意味着期限利差的扩张，基于 DDM 模型来看（其三要素实际上都是预期变量），对于权益市场也会产生利多效应。经过金融去杠杆的洗礼后，金融市场的运行表现出了更多的稳健性，自 2018 年下半年开始，可以很明显的观察到期限利差的变化对于权益市场的指引效果显著，实际上对应着经济内生驱动力——盈利预期、流动性状态——对于权益市场主导性的回归，相对于 2014-2017 年间宏观政策外生力量大开大合，资本市场表现显示宏观政策更为和缓。

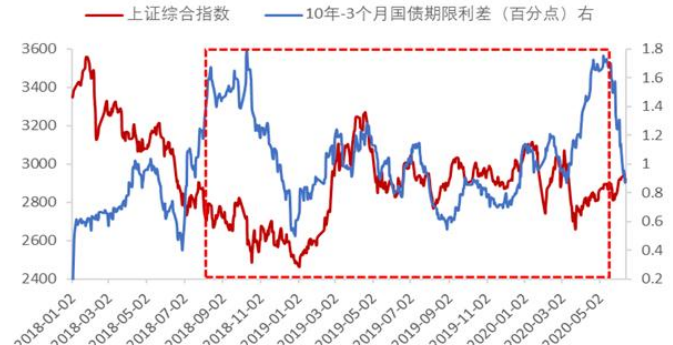
近期期限利差定节奏开始面临挑战，其表征的政策、经济金融格局变化需要高度关注。3 月底以来的上涨行情节奏与期限利差变化高度契合，充分体现了政策支持下的流动性充裕状态，经济复工改善预期不断升温的格局，而 5 月下旬以来期限利差开始快速走弱开始出现与上证综指的背离，投资者需要高度重视其背后的信号含义：1) 政策宽松支持流动性充裕格局，边际上节奏开始放缓；2) 内需改善充分，叠加外需弱化显明，经济动能改善趋势开始放缓；3) 内外需变化交叉下，金融均衡格局可能受到冲击，外储-利率-汇率三者矛盾的加强，具有增强资本市场压力风险。这些变化将会对我们此前所论述的“小逐险牛”的逻辑基础产生动摇。

图表 23 中国经济各部门杠杆率变化



资料来源: wind, 华创证券

图表 24 期限利差定节奏的恢复与近期的挑战

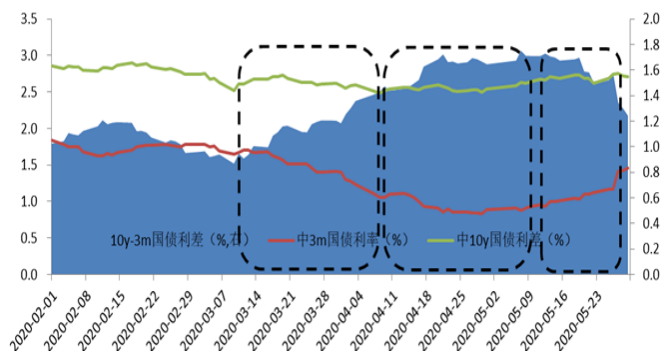


资料来源: wind, 华创证券

(一) 脱实入虚风险上升迹象下需关注货币政策边际变化

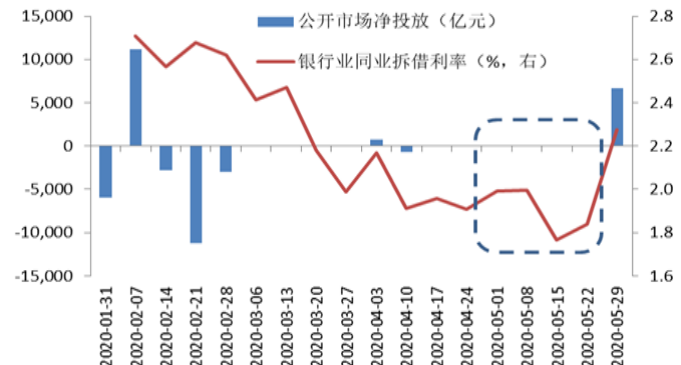
2020 年上半年期限利差对于权益市场指引效应显著, 3 月以来演化可以分为三个阶段。3 月底以来期限利差开始进入上行趋势之中, 对应着股市“小逐险牛”的稳步展开。1) 第一阶段是3月底到4月初, 此时长短端利率均处于下行趋势之中, 期限利差扩张主要依赖于宽松货币政策刺激下, 短端相对更为快速的下行。春节后首周, 央行周内累计公开市场逆回购投放 1.7 万亿元, 实际净投放 5200 亿元。2 月 17 日, 央行开展 2000 亿 1 年期 MLF 操作, 中标利率 3.15%, 下降 10bp, 央行分别于 3 月和 4 月两次进行降准, 释放资金 9500 亿元。2) 第二阶段是4月上旬到5月中旬, 此时短端利率继续维持下行趋势, 但下行速度有所弱化, 主要是长端利率受经济改善预期影响出现回升, 期限利差继续扩张。一方面是进入 4 月企业复工积极在中观数据层面得到体现, 另一方面是两会召开预期升温。3) 第三阶段是5月下旬以来, 长短端利率均进入上行趋势之中, 其中短端利率上行更为明显, 期限利差进入缩窄状态, 期限利差与权益市场趋势开始出现背离。5 月 MLF 利率调降预期落空, 提供短期流动性的逆回购工具也曾在 3 月底至 5 月下旬间连停 37 个交易日, 创自 2016 年以来最长空窗记录。5 月 26 日, 易纲在两会期间接受记者采访时表示, 目前我国经济数据呈现好转态势, 我国经济持续向好的基本面不会改变, 所以短期内货币政策缺乏进一步放松的条件。

图表 25 3 月以来期限利差演化分为三个阶段



资料来源: wind, 华创证券

图表 26 进入 5 月公开市场操作边际上观望为主

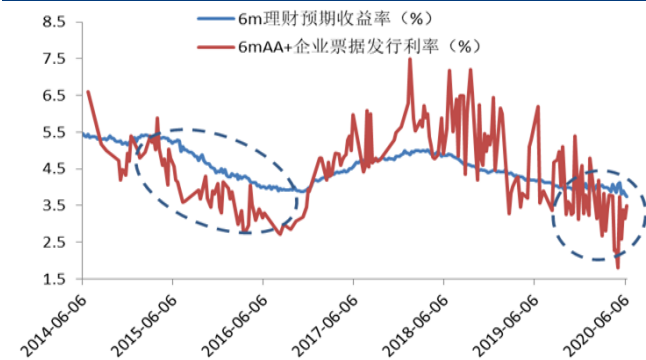


资料来源: wind, 华创证券

金融系统脱实向虚风险是影响央行货币政策边际调整的重要因素。短端流动性充裕并未有效带动无风险利率的下行, 虽然信用利差有所收窄, 但企业融资利率仍处于上行趋势之中。除此之外, 对比企业发行短期票据利率和理财预期收益率, 其中的套利空间也使得金融系统内部存在着脱实入虚的风险。此前宽货币政策更多依赖于金融体系内生传导机制向宽信用传导, 从而支持实体经济, 然而由于当前金融体系内部出现脱实向虚风险, 对货币政策的有

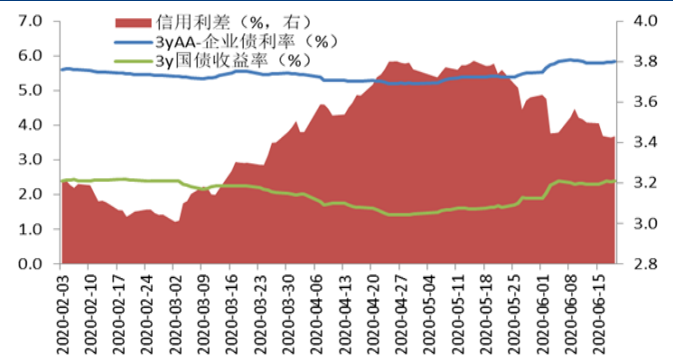
效性产生制约。央行近期创设新金融工具，连续推出了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持计划两项新的货币信贷政策工具，新的货币政策工具直接为实体注入资金支持，表现出了更多政策工具促信用的直接性。综合来看，5月下旬以来的期限利差的下行并与权益市场的背离，一是阶段内央行在公开市场净投放节奏有所放缓，二是央行近期创设新金融工具提供实体扩信用支持，3月底以来支撑市场上行的“流动性宽松+风险偏好提升”逻辑预计将逐渐弱化，后续基本面逻辑料将强化，货币宽松政策的落地效果成为关键。

图表 27 货币宽松下金融系统存在出现脱实入虚风险



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 宽货币向宽信用传导效果较弱

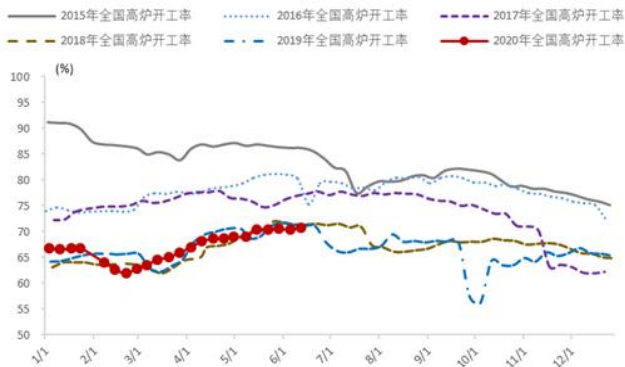


资料来源: wind, 华创证券

(二) 近期偏离所蕴含的盈利与估值冲击风险

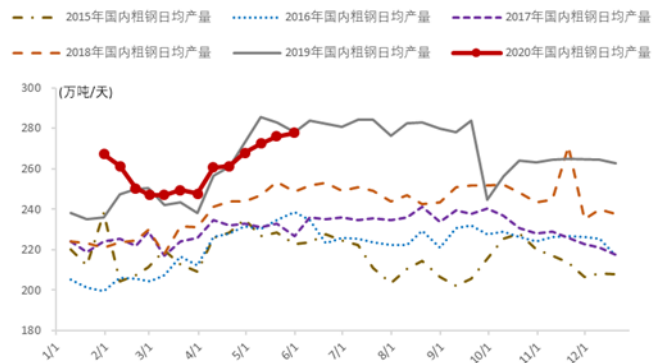
期限利差与权益市场的背离，从长端利率看，显示的是上行动能的弱化，需关注内外动能共振弱化局面到来的风险。1) 内需修复性改善充分演绎之后，在没有强力政策外生加力下，经济动能能够继续维持强势存疑。内需修复改善是前期驱动长期利率上行的重要因素，但值得注意的是，当前的经济仍处于修复式改善的状态之中，两会总量稳增长方面并未出现明显的超预期，经济动能的强化主要依靠内生驱动。从中观数据来看，疫情后复工以来国内地产和基建的需求端改善力度超预期，有效带动国内需求修复，推动产业链景气度改善，但当前已经越来越多表现出修复充分的迹象。3月份至今，房地产市场持续活跃，商品房销售面积环比上涨，房地产市场呈现供需两旺景象。具体来看，5月30大中城市房屋销售面积、房企购地面积环比4月大幅上涨超20%，已经恢复甚至好于2019年同期水平。基建端来看，5月地方债发行量超1.3万亿元提前下达额度基本完成，创地方债单月发行量新高。受下游终端需求旺盛利好，水泥磨机开工率持续上行，5月22日为73.40%创历史新高，去年同期仅64.92%，5月高炉开工率也一直维持70%以上高位。值得注意的是，截至6月12日当周，全国水泥磨机开工率为67.25%，前值69.30%，连续第三周下降；浮法玻璃产能利用率66.10%，与前值持平，但较3月底峰值下降2.4个百分点。2) 外需弱化预计将会逐渐显现。4月中国出口金额当月同比3.5%，进口同比-14.2%，出口的强势主要体现了防疫物质放量、前期积压外贸订单交付，以及阶段内出口替代效应，进口主要体现大宗商品价格下降和海外供给约束。从PMI新出口订单来看，3-5月分别为46.4%、33.5%、35.3%，后续动能存疑，此外4月以来大宗商品价格出现了不同程度的下降，五月出口同比-3.3%，进口-16.7%。从wind一致预期来看，6月出口同比预期值为-4.5%，进口为-13%。

图表 29 6月12日全国高炉开工率 70.72%，接近高点



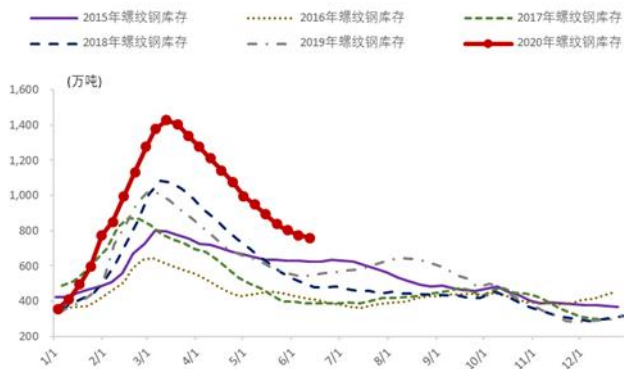
资料来源: wind, 华创证券

图表 30 粗钢日均产量已经修复接近历史高点



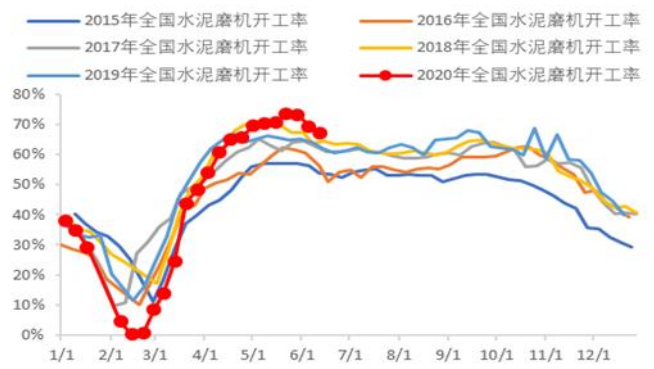
资料来源: wind, 华创证券

图表 31 螺纹钢去库速度边际上开始出现弱化



资料来源: wind, 华创证券

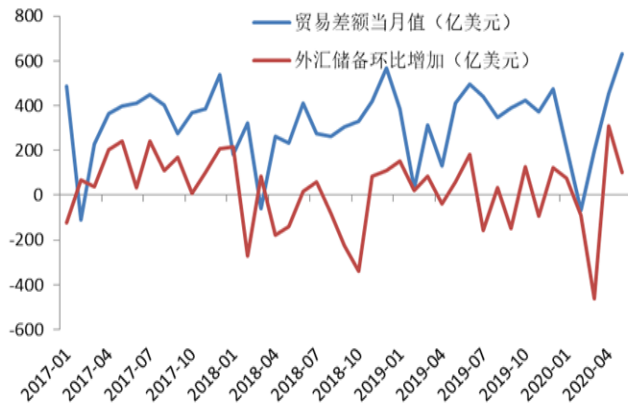
图表 32 水泥磨机开工率呈现见顶回落态势



资料来源: wind, 华创证券

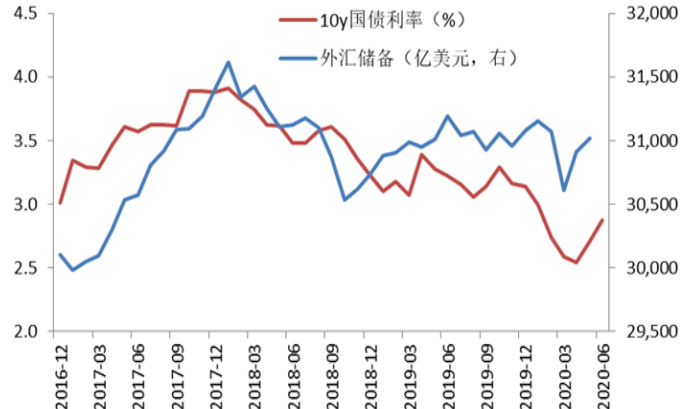
期限利差与权益市场的背离，从短端利率看，显示了央行面临的外储-利率-汇率实现均衡更加复杂。从经济增长动能来看，后续将呈现出内需动能边际的弱化，外需弱化逐渐显现的格局，相对而言外需弱化边际上变化更大。在这一格局演化下：1）内需经济动能改善速度弱化、货币政策有进一步宽松预期、中美贸易摩擦不确定性升温，整体上人民币汇率存在贬值压力；2）顺差收窄、利率有下行趋势、汇率有贬值压力，外汇储备存在减少压力；3）外储减少需要补充基础货币创造、经济下行压力需要托举，需要推出进一步宽松举措，推动利率下行。在这一格局中，外汇储备承压、汇率贬值与利率下降三者之间将会具有相互强化效应，这就意味着当前的均衡状态可能会由于内外需共振弱化格局的出现，而受到一定程度的冲击扰动，寻找新的均衡。新均衡形成过程中将会对市场流动性环境形成扰动，由此造成权益市场波动率的加大。实际上从 2016 年底开始，外汇储备的变化与权益市场的变化就显示出了较强的相关性。

图表 33 贸易差额弱化预计会使得外汇储备承压



资料来源: wind, 华创证券

图表 34 外汇储备与利率变化具有正相关性



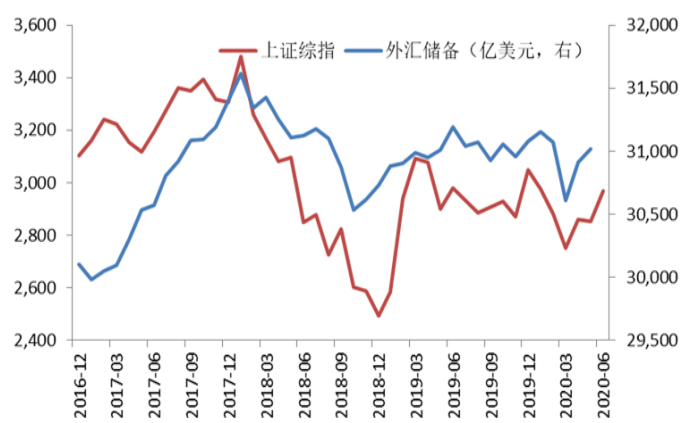
资料来源: wind, 华创证券

图表 35 人民币汇率与外储变化具有负相关性



资料来源: wind, 华创证券

图表 36 外汇储备的波动影响资本市场流动性



资料来源: wind, 华创证券

四、节奏：下半年行情或呈 V 字形，Q4 有望迎来转机

Q3 从当前看也仅仅是预期重置性质，并不能核心问题最终形成确定。在前文中我们指出，贯穿市场逻辑的核心问题是“疫情的冲击到底是一次性冲击，还是开启了经济金融持续去杠杆？”从另一个角度而言，就是各国通缩对抗努力是否有效？Q2 “小逐险牛”已经证真，核心是在于通缩对抗预期支撑。以上我们重点讨论了进入 Q3，外部与内部即将面临的新变局。但需要指出的是，Q3 预计仍不能成为市场解决核心问题的时间节点。在该阶段市场可以对阶段内前期对冲政策基于新的经济发展趋势预期进行重估，换言之，在该阶段市场或将明确经济向上程度并没有如同“小逐险牛”阶段所体现的那么好，但仍旧不能明确经济向下程度是否即将进入持续的金融经济去杠杆（也就是衰退）。美国亚特兰大储备银行最新预测美国二季度 GDP 环比按年率将下降 52.8%；德国智库 Ifo 研究所预测德国二季度经济将萎缩 12.4%，全年萎缩 6.6%。此外，根据世界银行最新预测，2020 年全球 GDP 增速预测下降 5.2%，较 1 月预测值下调 7.7 个百分点；美国 GDP 增速预测下降 7.0%，较 1 月预测值下调 8.4 个百分点；欧元区 GDP 增速预测下滑 6.1%，较 1 月预测值下调 10.1 个百分点；中国 GDP 增速预测上涨 1.0%，较 1 月预测值下调 4.9 个百分点，对于 2021 年经济预测则明显上修。

图表 37 6 月世界银行全球经济预测增速变化

实际GDP	2017	2018	2019	2020	2021	2020年1月预测值	
						2020	2021
世界	3.3	3.0	2.4	-5.2	4.2	2.5	2.6
发达经济体	2.5	2.1	1.6	-7.0	3.9	1.4	1.5
美国	2.4	2.9	2.3	-6.1	4.0	1.8	1.7
欧元区	2.5	1.9	1.2	-9.1	4.5	1.0	1.3
日本	2.2	0.3	0.7	-6.1	2.5	0.7	0.6
新兴市场和发展中经济体 (EMDEs)	4.5	4.3	3.5	-2.5	4.6	4.1	4.3
出口大宗商品EMDEs	2.2	2.1	1.5	-4.8	3.1	2.6	2.9
其他EMDEs	6.1	5.7	4.8	-1.1	5.5	5.1	5.2
不包括中国的其他EMDEs	5.4	4.8	3.2	-3.6	3.6	4.0	4.4
东亚太平洋地区	6.5	6.3	5.9	0.5	6.6	5.7	5.6
中国	6.8	6.6	6.1	1.0	6.9	5.9	5.8
印度尼西亚	5.1	5.2	5.0	0.0	4.8	5.1	5.2
泰国	4.1	4.2	2.4	-5.0	4.1	2.7	2.8
欧洲中亚地区	4.1	3.3	2.2	-4.7	3.6	2.6	2.9
俄罗斯	1.8	2.5	1.3	-6.0	2.7	1.6	1.8
土耳其	7.5	2.8	0.9	-3.8	5.0	3.0	4.0
波兰	4.9	5.3	4.1	-4.2	2.8	3.6	3.3
拉美加勒比地区	1.9	1.7	0.8	-7.2	2.8	1.8	2.4
巴西	1.3	1.3	1.1	-8.0	2.2	2.0	2.5
墨西哥	2.1	2.2	-0.3	-7.5	3.0	1.2	1.8
阿根廷	2.7	-2.5	-2.2	-7.3	2.1	-1.3	1.4
中东北非地区	1.1	0.9	-0.2	-4.2	2.3	2.4	2.7
沙特阿拉伯	-0.7	2.4	0.3	-3.8	2.5	1.9	2.2
伊朗	3.8	-4.7	-8.2	-5.3	2.1	0.0	1.0
埃及	4.2	5.3	5.6	3.0	2.1	5.8	6.0
南亚地区	6.5	6.5	4.7	-2.7	2.8	5.5	5.9
印度	7.0	6.1	4.2	-3.2	3.1	5.8	6.1
巴基斯坦	5.2	5.5	1.9	-2.6	-0.2	2.4	3.0
孟加拉国	7.3	7.9	8.2	1.6	1.0	7.2	7.3
撒哈拉以南非洲地区	2.6	2.6	2.2	-2.8	3.1	3.0	3.1
尼日利亚	0.8	1.9	2.2	-3.2	1.7	2.1	2.1
南非	1.4	0.8	0.2	-7.1	2.9	0.9	1.3
安哥拉	-0.1	-2.0	-0.9	-4.0	3.1	1.5	2.4
其他项目:							
实际GDP ¹							
高收入国家	2.4	2.2	1.7	-6.8	3.8	1.5	1.5
发展中国家	4.8	4.4	3.7	-2.4	4.7	4.3	4.5
低收入国家	5.4	5.8	5.0	1.0	4.6	5.4	5.5
金砖五国	5.3	5.3	4.7	-1.7	5.3	4.9	4.9
世界(2010 PPP比重)	3.9	3.6	2.9	-4.1	4.3	3.2	3.3
世界贸易量	5.9	4.0	0.8	-13.4	5.3	1.9	2.5
大宗商品价格							
油价	23.3	29.4	-10.2	-47.9	18.8	-5.4	1.9
非能源类商品价格指数	5.5	1.8	-4.2	-5.9	3.0	0.1	1.7

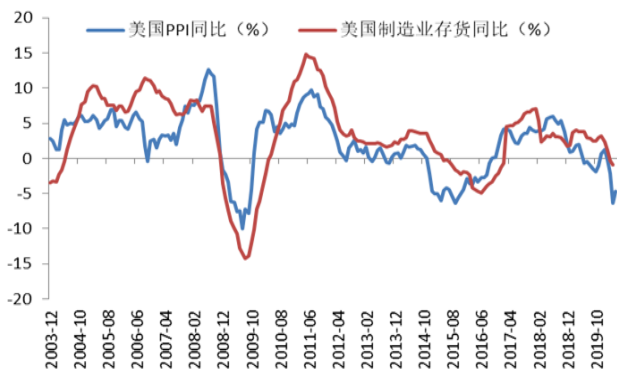
资料来源: wind, 华创证券

当前市场所面临的宏观环境仍然存在着诸多不确定性,这就决定了距离现在越远,其不确定性呈几何倍数增长。但可以明确的是,当前市场整体仍处于相对悲观预期主导之下。从当前仍尚待明确的几个矛盾对来看,后续需要关注: 1)全球疫情二次返潮风险,以及后续医疗防治取得的新进展,这一因素时间演化节奏将会影响到下一风险因素; 2)疫情冲击持续的时间长度,将对全球经济供给侧与需求端形成不同形态的冲击,随着供求关系的调整,将决定了后续通缩 vs 通胀的不同前途; 3)与之相对应的,是全球企业层面,现金流-库存-产能利用率-产能不同深度的冲击影响,核心的是企业内生创造现金流能力的破坏的及时修复; 4)作为内生创造流动性能力弱化的补足,各国央行推出了各类宽松的流动性支持举措,在道德风险形成资产价格绑架货币政策、外生缓解流动性支持以换取信用风险时间缓冲、金融风险过渡性兜底与结构型扭曲风险恶化等矛盾之间,全球决策集团的联合举措能否带领全球经济金融系统,充分把握总量、结构、时点的平衡,尚面临着诸多挑战。除此之外,随着经济金融形势的变化,各国决策层能够形成通力合作的局面本身也存在着较大不确定性。

经济内生调整趋向充分以及对冲政策发力的滞后效应仍是当前值得重点期待的积极因素。从 G2 视角出发,当前通缩风险仍在继续演绎。从 PPI 与库存周期的关系角度来看,前者具有一定的领先性。从历史经验来看,经济动能的好转,需要对应于通胀的回归。鉴于以上所述因素,通缩对抗对于外生的政策变量依赖程度很大,从内生演化角度看,本轮通缩回归引导库存周期回调的时间长度较之以往周期持续时间明显拉长,或体现了政策层面对于及经济的积极干预。当前中美 PPI 同比均临近历史绝对低位,或表明经济内生调整已趋于充分状态。在此基础上,各国

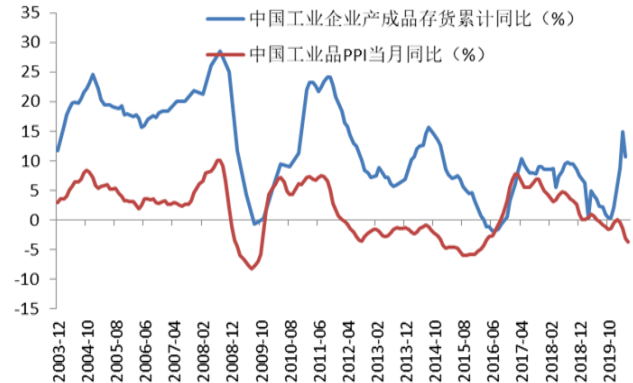
决策层在 Q1 密集推出了相关的刺激性政策，尽管短期来看其效果仍存疑，充分考虑到政策的时滞效应后，预计第三季度末期，对冲政策发力将会得到充分体现，届时如果通胀重新回归，市场有望迎来拐点。

图表 38 美国库存周期向下，仍处于通缩风险中



资料来源: wind, 华创证券

图表 39 中国库存周期反复，仍处于通缩风险中



资料来源: wind, 华创证券

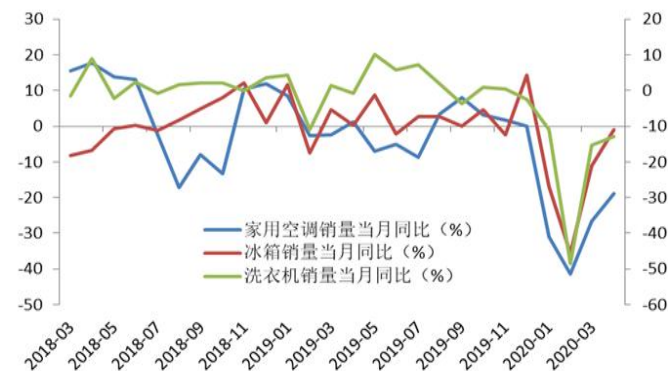
五、内需坚守价值，科技精选龙头

“小逐险牛”已经充分体现了经济修复性改善预期，后续需关注基本面 EPS 支撑强度。自上而下角度看，内需修复性改善到达后半程，外需弱化将会逐渐显现背景下，投资者仍需将关注重点放在内需方面，主要是基于寻找更加坚实的基本面支撑。基于以上大势研判的观点前提，投资者后续需将关注重点转向 EPS。结合当前的行情结构特征，我们重点看好三条主线：1) 对于纯内需板块，需要坚守景气仍在继续改善的细分子领域，对于估值偏好的标的应及时兑现收益，重点看好家电、食品饮料；2) 对于内需改善深化主线，看好及交运中的国内航空+物流、机械、汽车，关注疫情二次冲击预期升温利好的医药、纺织、传媒机会；三是科技领域中具有坚实中长期逻辑支撑的核心标的，重点关注 5G 新基建、新能源领域。随着市场风险偏好进一步提升难度的加大，单纯基于风险偏好弹性的主题概念型投资机会，建议谨慎参与。

(一) 消费：坚守具有强势稳定盈利支持价值标的

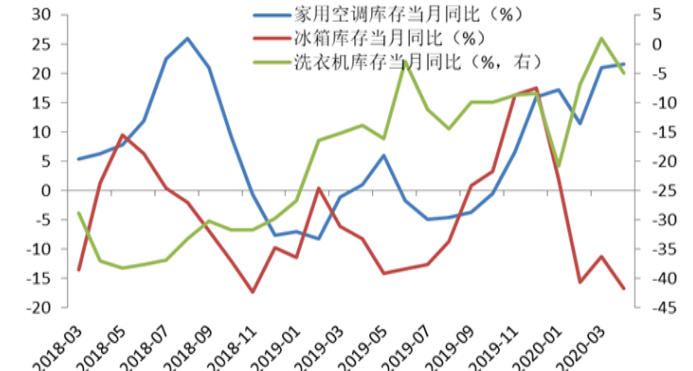
1) 家电：①2020Q1 受疫情影响，家电主要企业多数受明显冲击，营收和业绩短期略有承压，产品升级、品类拓展及渠道完善等成为企业的经营重点。②新一轮促进家电以旧换新政策落地，废旧家电回收处理体系料将得到规范完善，家电更新换代需求有望逐步释放，利好行业长期发展。③近期家电市场需求逐渐回暖，随着国内疫情态势持续向好，叠加利好政策逐步落地，前期受到抑制的家电零售需求有望逐步释放，销售数据有望逐季改善，同时在政策助推下，家电行业预计将持续向绿色智能化方向升级。④为提高公司的市场竞争力以及激发企业活力，多家大型家电企业相继开展国企混改，将有利于其进一步优化治理结构，为公司引入灵活的市场机制，激发企业活力、提升效率，给公司带来更好的发展前景。

图表 40 家电销售增速处于改善趋势之中



资料来源: wind, 华创证券

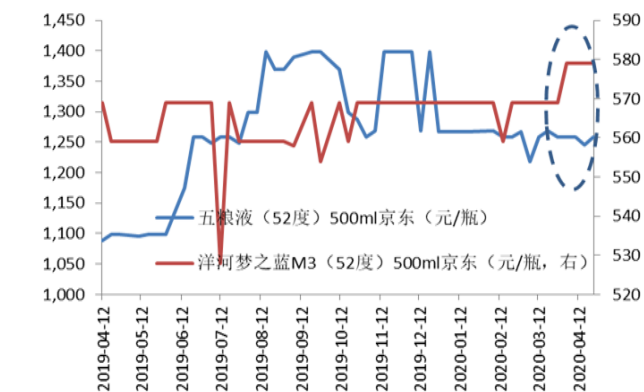
图表 41 空调加库存, 冰箱、洗衣机去库存



资料来源: wind, 华创证券

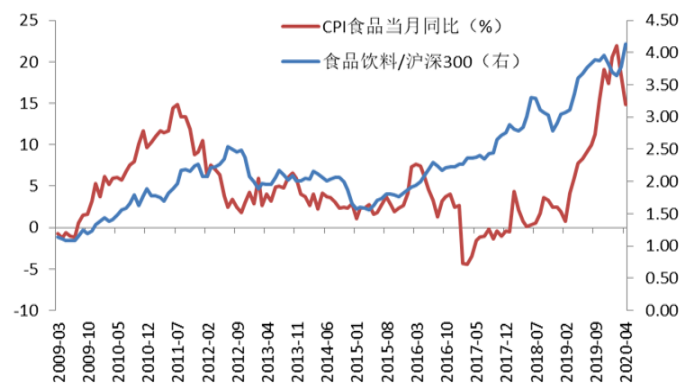
2) 食品饮料: ①大众板块: 低温区域乳企市场表现大放异彩, 市场认为源于疫情下低温奶行业增长超预期, 受影响弱于常温奶, 且疫情催升消费端的健康、高品质乳制品需求, 同时新乳业收购蒙牛乳业, 可口可乐/蒙牛合资进军低温鲜奶市场等“风口”带来板块估值提升。②白酒板块: 白酒涨价预期提速, 考虑到短期内通胀预期不会消失, 同时行业对渠道的管理水平较以前均有较大提升, 本轮提价将取得较好的效果, 未来一段时间内, 无论在增厚业绩还是进一步提升品牌力加速集中方面, 对优势企业的发展均具有积极意义, 疫情的影响将大部分由渠道层面所承担。③地摊经济: 地摊经济成为市场热点, 其本质是降低交易成本从而降价, 促进市场交易和人流活动加速复苏。表观上看, 地摊饮食现象持续时间有限, 对板块长期影响可忽略不计。

图表 42 白酒涨价预期提速, 有望取得较好效果



资料来源: wind, 华创证券

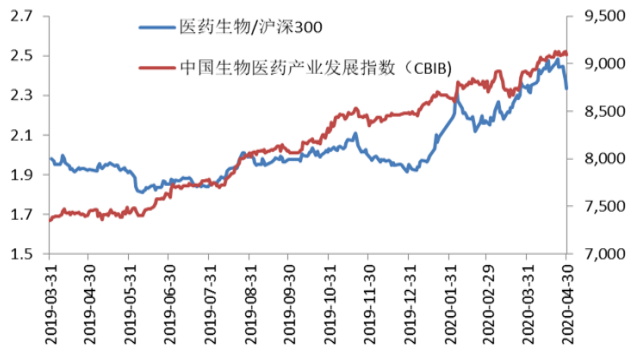
图表 43 随着美元流动性缓解, 北上资金回归



资料来源: wind, 华创证券

3) 医药: ①长期逻辑: 2020 年将是处方外流业绩兑现年, 我们采用保守的估计方式, 预计五大药房市占率约为 1.8-2.8%, 利润增厚 5000-9000 万。两慢用药外流还驱动零售药店客流大幅增加, 强化零售药店“低毛引流、高毛盈利”逻辑; 此外, 新冠肺炎疫情促进互联网诊疗业务爆发, 也是对处方外流的重要推手。②中期逻辑: 集中度提升逻辑不断验证, 益丰药房、大参林、老百姓通过外延并购提升区域规模效应, 区域优势逐步显现。2019 年是行业分化元年, 政策监管重拳频出, 不合规中小药店逐步退出, 5 大药房优势显现。2020 年是行业分化加速年, 新冠疫情转移人流量至 O2O, 5 大药房均大力布局 O2O, 获实质性利好。综合来看, 药房中长期逻辑 (医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑) 明确, 未来 3-5 年行业分化将进一步加剧, 有利于龙头整合市场, 提高集中度。③短期逻辑: 2020 年零售药店获 3 大业绩增厚, 预计 4 大药房业绩合计增厚 5-8%, 国药一致 (公司整体) 增厚 2%。我们重申药房的主要投资逻辑, 即在集中度提升逻辑下, 赚取业绩增厚的收益。我们认为 2020 年业绩具弹性, 5 家药房或均有不俗表现。

图表 44 行业发展景气向上支持医药板块相对收益强势



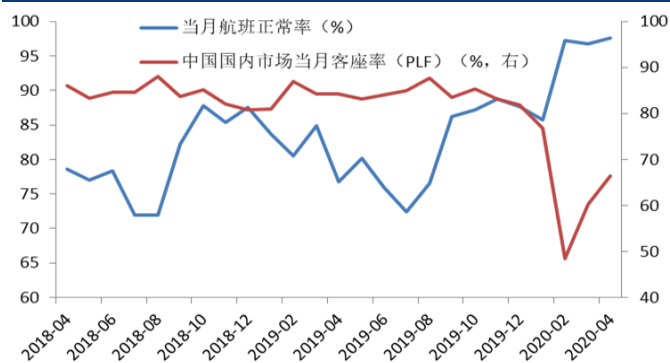
资料来源: wind, 华创证券

(二) 内需深化: 寻找具有景气改善空间细分领域

1) 家居: ①地产行业集中度提升与精装房政策快速推进, 家具企业面临更多机遇与挑战。一方面我国房地产行业集中度提升, 大型房地产企业采购议价能力提高, 另一方面, 精装房政策迅速推进要求房企实行集中采购。②渠道持续下沉, 扩展全屋定制成为行业主要趋势。随着一二线城市的竞争格局趋于稳定, 三四线城市消费能力的提升, 主要企业的销售渠道不断向三四线城市下沉。③家具企业寻求渠道变革, 大宗业务占比提升。2019 年金牌厨柜大宗业务占比最高, 已经由 2014 年的 8.80% 提升至 24.1%。目前我国定制家具行业以经销商渠道为主, 大宗业务收入占比上升趋势明显。

2) 国内航空: ①航空单日客运量逼近百万人次, 热门线排班量恢复至近 9 成。②我们认为支线运营亦有相对壁垒, 而模式加成下预计公司 Q2 或率先盈利, 并有望达到去年 Q2 接近的水平。③Q1 受疫情影响, 机场经营数据大幅下行, 3 月底起受国际航线政策限制, 国际客流骤降。但我们认为“五个一”政策是随境外疫情发展下的防疫之举, 并非“常态”, 未来随着海外疫情影响程度减弱, 该政策存在调整的可能。随着国内旅客复苏, 机场将度过“最坏时光”。

图表 45 国内航空有望度过“最坏时光”

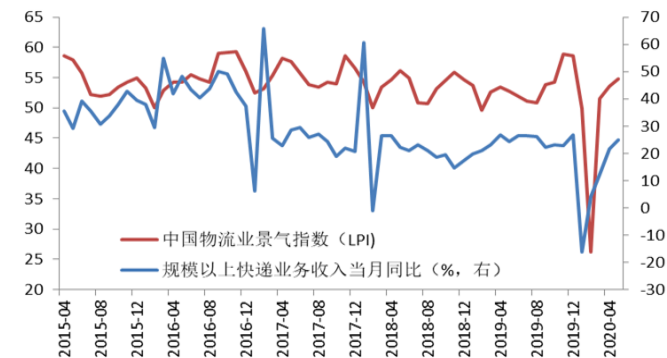


资料来源: wind, 华创证券

3) 物流: ①顺丰控股在时效业务领域具备十足领先优势, 时效件是公司核心盈利业务, 2019 年收入占比过半; 公司单票收入大幅超过行业平均, 且明显更为稳定; 公司时效领先于同行。②数据看, 时效件业务增速或已“脱钩”GDP。从过去看, 时效业务增速与 GDP 呈现一定相关性, 但我们认为 19 年下半年的企稳开始, 驱动力内涵或已在发生变化, 2020 年的表现让我们有理由给出假设, 其时效件驱动力已经发生变化: 一方面是与疫情有关, 防疫物资

的配送，对于卫生、可靠度、时效要求高，公司从而受益；另一方面也是在于通达系尚未完全复工复产，市场份额流向顺丰所致。③网购渗透率不断提升，预计时效件业务或受益于高端消费线上化，线上平台高端化或为趋势。④驱动力变化趋势延续，预计将打开顺丰时效件业务空间，提升公司盈利水平。

图表 46 物流行业仍处于景气改善趋势之中



资料来源: wind, 华创证券

4) 券商: ①38家A股直接上市券商披露5月经营情况，实现当月营业收入合计165.19亿元（同比+8%，环比-51%），净利润合计59.67亿元（同比+34%，环比-57%）；实现当年累计营业收入合计1205.88亿元（同比+15%），累计净利润合计498.65亿元（同比+15%），同比、环比皆为可比口径。②5月市场表现震荡，市场风险偏好下行令交投活跃度降低，股市主要指数分化，10年期国债收益率上行12个bp，影响券商经纪业务和自营投资业务，叠加4月业绩基数较高，5月上市券商营业收入、净利润环比都有较大降幅，拖累整体业绩表现。创业板注册制落地进程加速，直接利好投行业务市占率高、项目储备多的投行优势券商。今年以来，新证券法和诸多配套的利好政策出台落地，行业基本面不断优化，将有利于券商的持续发展，我们维持对行业的长期看好。③中长期来看，更多利好政策有望逐步出台，叠加市场流动性偏宽松趋势不变及国内外中长期资金将陆续入场，券商业绩预计将得到有力支撑。需关注“新冠”疫情在全球范围内的发展情况，有可能令市场风险偏好下行，加大券商业绩压力。

（三）科技：精选具有中长期逻辑支撑的核心创蓝筹

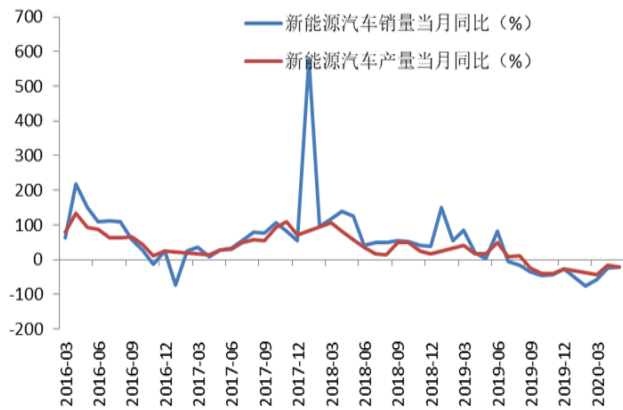
1) 苹果产业链：苹果 2020Q1 业绩: ①疫情对公司业绩有所压力，同比仍能实现正增长，业绩优于预期。②受疫情冲击 iPhone、iPad、Mac 同比下滑，可穿戴业务保持高增长，服务业务创历史新高。③受疫情影响 20 年 Q1 中日营收同比下滑严重，亚太其他地区保持稳步增长。**产业链情况:** ①估值压制因素暂时解除。②本次供应链业绩和估值预期同时上修，我们预计本次行情有持续性，上涨斜率可能较为陡峭，6 月迎来做多窗口。③短期来看（3~6 个月）：iPhone 20 年 Q2~Q3 出货仍有望同比增长，相关产业链龙头公司 2020 年 Q2~Q4 业绩增长预期乐观。④中期来看（1 年）：持续看好苹果 supercycle 创新周期&5G 推动的换机周期&TWS 持续放量，19 年 Q4~20 年 Q3 的业绩基数均较低，主流公司未来一年业绩持续高增可期。⑤长期来看（3 年）：5G 时代，VR/AR 等为代表新智能终端有望全面爆发。

2) 5G: ①截至目前我国 5G 建设发展符合预期，5G 建网规模达到预期。②终端侧来看，5G 终端及用户规模均实现快速发展。③预计到 2025 年 5G 网络的建设还会带动整个产业链上下游和各行业应用的投资规模会超过 3.5 万亿元。④建议关注 5G 应用如车联网、云计算、物联网的投资机会。我们认为目前我国 5G 建设速度超出预期，当前正沿着：“基建-终端-应用”的阶段逐步演进。当前时点看好 5G 基础设施建设逐步完善带动产业链上下游的蓬勃发展。

3) 新能源：新能源汽车: ①下半年新能源汽车销量预计将迎来同比快速增长，预计疫情后欧洲电动车销量将迎来快速增长。②预计今年国产特斯拉有望实现 15 万辆销量目标，将带动电池及材料供应商的出货量显著提升。③

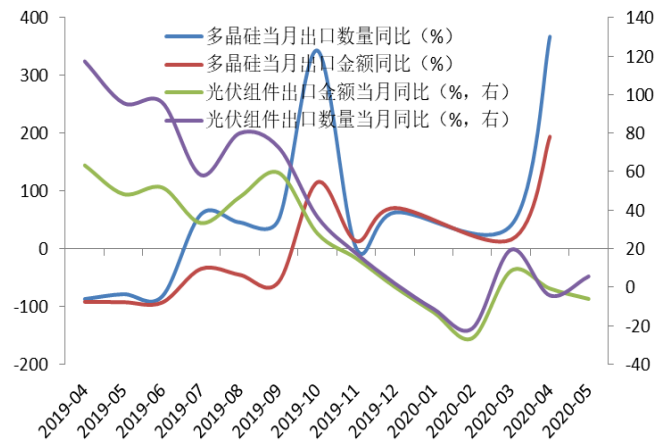
预计外资车企供应链国产化将加速，我们认为新能源汽车板块已到布局良机。**新能源发电：**①光伏板块：国内装机量预计将呈现逐季加速。下半年国内以及海外需求有望迎来共振向上，产业链需求有望迎来强势复苏。随着需求上行引发的新一轮复苏周期，龙头盈利能力将再上新台阶。②风电板块：风电抢装有望从二季度开启，呈现逐季加强的趋势。板块内公司业绩有望迎来环比、同比高增长。当下板块估值处于历史较低水平，建议积极关注零部件及整机龙头投资机会。

图表 47 新能源汽车产量销量边际出现积极变化



资料来源：wind，华创证券

图表 48 光伏相关产品出口增速出现向好变化



资料来源：wind，华创证券

六、风险提示

通缩态势进一步恶化，对抗政策效果证伪，美元流动性紧张回归，经济金融陷入持续去杠杆。

团队介绍

组长、高级分析师：周隆刚

中国人民大学经济学硕士，5 年证券研究经验，曾就职于国泰君安、民生证券、第一财经，从事策略、全球宏观、利率等领域研究。践行“信息流-逻辑-行为”，交易与配置并重的策略研究框架。曾为新财富入围（2017）、水晶球第五（2018、2016）、II 第二(2018)团队核心成员。

研究员：刘阳

帝国理工学院金融工程硕士，曾任职于民生证券，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500