

渐入佳境

——A 股 2020 年中期策略展望

报告摘要：

- “不要对抗美联储”依然有效。2020年上半年大类资产波动最关键判断是“流动性宽松”，疫情之下全球处于“业绩减记与政策对冲的角力期”，大类资产走势印证流动性宽松最终战胜了业绩减记的悲观预期。展望下半年，后疫情期的全球经济自创伤中爬坡，市场的分歧在于：“修复”还是“反复”？这将主导下半年股市表现的核心矛盾。
- “修复”还是“反复”？全球的主旋律是“修复”！中国经济增长持续修复但斜率平缓，Q3A股的核心支撑金融条件将维持“弱双宽”无虞，当前高-低品种估值阶段性收敛的条件已部分满足，接下来更可能以“估值降维”的形式阶段性演绎，在逆全球化、混合财政和底线思维下，修复将逐渐走向分层——“由内及外”、“哑铃消费”、“TO-B更优”，关注各修复路径受益的“合理估值”龙头企业。
- 中国经济修复的两个动力。20Q3的动力来源于海外经济错位复苏拉动中国出口，20Q4中国主动补库周期有望开启接力。国内消费率先沿“必需消费→可选消费”路径复苏，地产投资和基建投资温和复苏。海外复苏滞后于中国约一个季度，力度大概率呈现中国“弱化版”。中性假设下我们预计A股剔除金融全年盈利增速-16%，企业盈利逐季改善，周转率和利润率驱动ROE中报触底回升。下半年TMT、中游制造、可选消费等板块的利润增速改善幅度相对较大。
- 流动性环境将维持宽松直至Q4。全球已经走出流动性危机，低利率将维持较长时间。中国创设直达实体工具表明央行当前重心由宽货币切换至宽信用，流动性边际最宽阶段已过，但宽信用前期仍需宽货币护航，A股剔除金融盈利单季度转正前维持宽松。伴随着海外疫情缓和、以及美国大选进入到关键时期，预计下半年逆全球化将进一步升温，但包括存量注册制和中概股回归等内部改革有望提升长期风险偏好中枢。
- 配置：从修复中寻找“估值降维”。避险情绪有所消退但全球政经环境仍具有不确定，市场将在长赛道中寻找合理估值——即“估值降维”，沿着三条路径展开：(1)居民消费需求修复，从出行修复、竣工拉动及线下修复的角度关注休闲服务、机场、家电、黄金珠宝；(2)出口需求修复，内供外需共振、居家消费出口相关的消费电子(苹果链)、机械设备、白电；(3)生产供给修复，估值较低+景气度较好盈利修复的“周期三剑客”(重卡、建材、工程机械)，以及受益场景革命的新基建(IDC、医疗信息化)。主题投资：改革与产业新周期进阶，(1)新能源车“贯穿全年”，关注中游电池环节；(2)国企改革“全新起点”，关注地方负债率高、竞争性领域；(3)央行数字货币“增量落地”，关注POS机具厂商环节。选股策略：金融供给侧慢牛指数&净利润断层策略。
- 风险提示：疫情反复，经济不及预期，流动性收紧，中美关系不确定。

图：上半年全球大类资产走势


数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

分析师： 戴康


SAC 执证号: S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师： 郑恺


SAC 执证号: S0260515090004



021-60750638



zhengkai@gf.com.cn

分析师： 曹柳龙


SAC 执证号: S0260516080003



021-60750626



caoliulong@gf.com.cn

分析师： 俞一奇


SAC 执证号: S0260518010003



SFC CE No. BND259



010-50335057



yuyiqi@gf.com.cn

分析师： 陈伟斌


SAC 执证号: S0260518080005



SFC CE No. BOD694



021-60750626



gfchenweibin@gf.com.cn

分析师： 倪赓


SAC 执证号: S0260519070001



021-60750654



nigeng@gf.com.cn

请注意，郑恺,曹柳龙,倪赓并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人： 韦冀星 021-60750604

weijixing@gf.com.cn

目录索引

引言	6
一、大类资产及大势研判：修复是主旋律	7
(一) 大类资产：20H1 是“流动性危机→无限流动性支持”的过程	7
(二) 全球股市回顾：“业绩减记”与“流动性宽松”的角力	9
(三) 前瞻下半年，是“修复”还是“反复”？	11
(四) A 股“渐入佳境”处于盈利弱修复+流动性宽松的权益友好组合	12
(五) Q3“弱双宽”转向的约束条件不会很快出现，Q4 观察变化	14
(六) 配置思路转变：20H1“免疫”→20H2“修复”+“分层”	15
二、经济增长&A 股盈利：修复还是反复？修复！	17
(一) 中国经济：修复的两个动力	17
(二) 中国经济：消费率先复苏、地产和基建投资均呈现温和复苏态势	19
(三) 海外经济：开始进入修复，力度大概率呈现中国“弱化版”	20
(四) 企业盈利：预计 A 股盈利将逐季改善	24
三、流动性&风险偏好：维持宽松，逆全球化	26
(一) 全球流动性：危机已度过，低利率环境维持较长时间	26
(二) 中国流动性：金融条件宽松是 A 股的核心支撑	26
(三) 风险偏好：“逆全球化”H2 大概率升级带来扰动	27
(四) 风险偏好：内部改革提升长期风险偏好中枢	28
四、行业配置：从修复中寻找“估值降维”	30
(一) 估值降维：寻找受益于“修复”的合理估值龙头企业	30
(二) “修复”路径一：居民端的消费修复——可选消费/服务	32
(三) “修复”路径二：出口端的需求修复——消费电子/机械设备/白电	34
(四) “修复”路径三：生产端的供给修复——“周期三剑客”/IDC/医疗信息化	37
五、主题投资：改革与产业新周期进阶	39
(一) 新能源车主题“贯穿全年”，重点关注中游电池环节	39
(二) 国企改革“全新起点”，重点关注地方负债率高、竞争性领域	40
(三) 央行数字货币“增量落地”，重点关注 POS 机具厂商环节	40
六、选股策略：金融供给侧慢牛指数&净利润断层	42
(一) 金融供给侧慢牛指数：超额收益之匙	42
(二) 净利润断层策略：行业配置指导意义较大	43
七、风险提示	45

图表索引

图 1: 上半年大类资产波动的三个阶段.....	8
图 2: 上半年全球股市的运行思路——“业绩减记”与“流动性宽松”的角力	9
图 3: 20 年估值继续小幅扩张，贴现率下行由流动性宽松所贡献	10
图 4: 展望下半年 A 股市场的三个分歧及我们的判断	11
图 5: 20 年 H1 至 H2, DDM 核心驱动力的变迁	12
图 6: 历史上的四轮“货币+信用”双宽	13
图 7: 自主可控科技+必需消费持续获得超额收益	15
图 8: 经营现金流考验使消费和科技龙头凸显优势	15
图 9: 配置思路从上半年的“免疫”转向，下半年的“修复”与“分层”.....	16
图 10: 中国粗钢产量 4 月同比转正，美国复苏节奏滞后	17
图 11: 美复苏滞后 1 个季度，海外复苏错位拉动出口	17
图 12: CRB 底领先库存底，预计中国最早 20Q4 补库.....	18
图 13: 意外冲击后主动补库周期仍会延续	18
图 14: 食品率先修复，汽车和空调销售增速逐级回升	19
图 15: 预计中国制造业投资最早于 21Q1 进入回升期	19
图 16: 土地费下滑/贷款负增长约束地产投资复苏斜率	20
图 17: 海外前期 lockdown 弱于中国，且部分地区疫情反复使得复工弹性偏低	21
图 18: 海外零售数据触底回升	22
图 19: 海外餐饮的热度也开始有所修复	22
图 20: 储蓄增速回落滞后于经济冲击的最低点	22
图 21: 消费信贷增速回升滞后于经济冲击的最低点	22
图 22: 3 月海外企业的库销比大幅上行	23
图 23: 海外自 3 月以来的产能利用率快速下行	23
图 24: 前期海外企业进入被动去库	23
图 25: 信用利差所处水位并不低	23
图 26: 去库幅度批发商>制造商>零售商	23
图 27: 库销比上行压力零售商>制造商≈批发商	23
图 28: 美国居民部门具备加杠杆的空间	24
图 29: 海外房屋价格有所回升，销量出现企稳迹象	24
图 30: 20 年盈利增速预测	24
图 31: 大类板块 20 年盈利增速预测	24
图 32: A 股剔除金融收入增速和资产增速	25
图 33: 加杠杆有限，利润率成为 ROE 主要驱动力	25
图 34: Libor-OIS 利差、美国高收益债利差均已回落	26
图 35: 美联储降至零利率，德日在负利率附近徘徊	26
图 36: 19 年以来宽货币传导机制有效疏通	27
图 37: 盈利大底后流动性收紧需要盈利单季同比转正	27
图 38: 宽信用降低实体融资成本需要货币维持宽松	27
图 39: 2020 年美国大选未来时间轴（美国东部时间）	28

图 40: 注册制助力民企融资纾困	29
图 41: 中国台湾注册制后流动性分化	29
图 42: 中概股四大回归路径	29
图 43: 200 亿市值中概股行业分布以科技+消费为主	29
图 44: 下半年的配置线索: 高估值高景气 → 修复中寻找估值“降维”	31
图 45: 高低估值收敛的 3 个条件中, 当前满足了 1 个半	32
图 46: 03-04 年业绩“相对优势”VS “修复弹性”	32
图 47: 03 年股价表现的阶段一领先于景气修复	32
图 48: 可选消费代表行业的基金配置接近低点	33
图 49: 可选消费的相对估值具备优势	33
图 50: 五一期间离岛免税额同比增速 84%	34
图 51: 4 月的家电当月零售增速修复显著	34
图 52: “后疫情时期”外需复苏下出口修复 2 条路径	35
图 53: 19 年报电子、家电、机械出口依存度前三	35
图 54: 09 年海外需求 U 型底缓慢爬升阶段, 高新技术产品反弹最为突出, 消费整体反弹较强	35
图 55: 消费电子、工程机械等品类 4 月出口增速显著回暖	36
图 56: 汽车、家电等可选消费品类 4 月出口增速显著回暖	36
图 57: 生产端高频数据显著改善	37
图 58: 政策“两重一新”, 增加新老基建供给	37
图 59: 我国重卡行业月度销量及同比增速显著改善	37
图 60: 全国水泥价格与去年同期基本持平	37
图 61: 中国医疗信息化的市场规模将持续扩张	38
图 62: 2010-2021 (E) 中国 IDC 规模复合增速	38
图 63: 新能源车国内销量(月度)	39
图 64: 特斯拉销量预测	39
图 65: 2019 年全球动力电池市场格局	39
图 66: 新能源汽车产业链	39
图 67: 19 年以来上市国企股权激励实施加速	40
图 68: 近年来国企改革提法变化	40
图 69: 海外 Libra 的推出给央行数字货币带来竞争压力, 预计后续加速	41
图 70: 央行数字货币产业链	41
图 71: 金融供给侧指数获得较高的绝对和超额收益	42
图 72: “4 维度·25 指标”构建金融供给侧慢牛选股体系	43
图 73: 净利润断层代表性个股: 长春高新	44
图 74: 净利润断层策略可显著跑赢市场	44
图 75: 19 年-20 年电子行业可被有效识别	44
图 76: 分行业净利润断层个股相对数量占比	44

表 1: 19 年 VS 20 上半年大类资产收益率	7
表 2: 2000 年以来“风险资产&避险资产齐涨”的表现出现过五轮，20 年 H1 得到相似验证	8
表 3: “双宽”下的大类资产及 A 股风格启示	13
表 4: 历史上 A 股盈利增速自大底回升的过程中，货币政策转向的前瞻信号	14
表 5: 本轮中国财政政策转向“混合型”	20
表 6: 海外主要经济体财政刺激计划以纾困为主，投资占比低，对经济拉动偏弱	21
表 7: 中性情形下今年社融增速维持在 12%高位附近	27
表 8: A 股整体对于中美摩擦事件的整体反应逐步钝化	28
表 9: 金融供给侧指数在近期高波动当日中表现出色	42

引言

2020年至今，策略分析师的最关键判断应该是“不要对抗美联储”。一旦全球央行携手，流动性宽松对资产价格的影响仍然是主导性的，当市场好不容易总结出“不要在推土机前捡硬币”的时候往往是逆向投资的最佳时机。当美联储最终划出“无限量宽松”红线，当流动性指标出现趋势性改善后，右侧的信号逐步明朗。

新冠疫情的发展看上去难以对风险资产的现金流形成永久性损耗，股票定价是未来现金流折现，我们就不难理解纳斯达克指数创出历史新高，美股中受益于数字产业浪潮的成长性资产，在新冠疫情创造的居家环境中加速提升渗透率，其远端现金流甚至是受益的，而同时流动性宽松带来的零利率则将远端现金流的优势无限放大，结果就是新冠疫情给场景革命成长股带来了戴维斯双击的机会！不得不赞叹市场在如此短的时间内实现快速定价的效率。

2019年以来贴现率下行驱动的A股“金融供给侧慢牛”与全球的大趋势暗合，只是由于A股稀缺平台型成长类公司上市，未能将中国的数字经济产业趋势更淋漓尽致地展现在A股市场，而是形成了消费/科技制造成长类公司慢牛。

胜率和赔率是一枚硬币的两面，投资者会不时地给予其中的某一项赋予过高或过低的权重。近年来巴菲特持续跑输市场本质上是对胜率赋予过低权重而对赔率赋予过高权重。数字经济时代的产业趋势浪潮正在不断推升平台型成长类企业的胜率，成就了一批伟大企业如美团、拼多多、今日头条、B站、特斯拉等。我们发现资本市场资源分配的高效率使得平台型公司行业集中度提升的速度要远远快于传统资源/制造业公司因供给收缩改善行业竞争格局的速度。

胜率的另一面是赔率，我们没有发现数字经济的产业趋势有被颠覆的风险，但即使是广度深度最高的美股也并非一味追求“高精尖”，道琼斯工业指数同样离疫情前的高点不远，当全球政府迅速祭出足够的“纾困”措施后，一旦上市公司在疫情中存活，那么在业绩减计已经被充分定价后，市场会更倾向于反映他的”自由现金流“修复的过程，美股市场最近周期性行业快速补涨正在另一面体现其有效性。

展望下半年，策略分析师最关键的判断是什么呢？这个阶段可能要提升对宏观经济研判的重要性，市场目前挣扎于“修复”还是“反复”？我们的看法是：全球的主旋律是“修复”！因此尽管我们对慢牛的主线科技成长必需消费坚定不移，但由于疫情促使A股市场已经对长期赛道相对“免疫”的特征迅速形成共识并反映为相关品种较极致的相对估值和配置水平，这个时候我们更倾向于建议投资者阶段性地沿着“修复”的线索配置受损于新冠疫情而产业趋势较好或供求格局良好的“合理估值”龙头企业，我们关于“修复”和“估值降维”判断将在正文探讨。

一、大类资产及大势研判：修复是主旋律

2020年上半年大类资产波动最关键的判断是“流动性宽松”，新冠疫情之下全球处于“业绩减记与政策对冲的角力期”，大类资产走势印证流动性宽松最终战胜了业绩减记的悲观预期。展望下半年，后疫情期的全球经济自创伤中爬坡，市场的分歧在于：“修复”还是“反复”？这将主导下半年股市表现的核心矛盾。

(一) 大类资产：20H1 是“流动性危机→无限流动性支持”的过程

2020年大类资产由静到动，波动显著上升而收益率落入负区间。2019年是大类资产表现最好的一年，多类资产均录得正收益&低波动，主导逻辑是全球经济增长低于预期，而流动性超预期；然而2020年全球大类资产明显进入跌宕期，多类资产与19年截然相反，录得负收益&高波动。

表1：19年VS 20上半年大类资产收益率

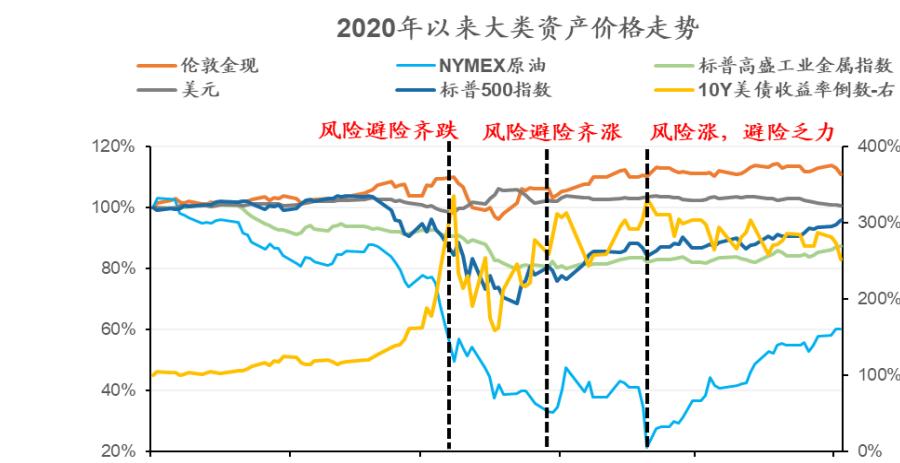
	收益率(年化, %)	2019年	2020年(年化)
股市	A股-上证综指	22.3	-9.2
	港股-恒生指数	9.1	-28.4
	美股-标普500	28.9	-2.7
	法国CAC40	26.4	-30.5
	英国富时100	12.1	-32.8
	德国DAX	25.5	-7.1
	标普500	28.9	-2.7
债市	货币-中证货币基金指数	2.6	0.9
	利率债-中债利率债指数	3.9	5.7
	信用债-中债信用债指数	6.5	5.3
房地产	房地产-70大中城市房价	6.8	1.5
大宗商品	黄金-伦敦金现	18.3	10.8
	布伦特油价	22.7	-36.3
	农产品-南华农产品	3.8	-4.8
	大宗商品-南华大宗商品	15.6	-6.7
美元	美元指数	0.4	0.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2020年数据截止6月5日后收益率年化

上半年全球大类资产走势大致可分为三个阶段，印证了全球从“陷入流动性危机”→“无限流动性支持”→“走出流动性危机”的波动过程。回顾上半年全球大类资产的走势，大致经历了“风险资产&避险资产齐跌”→“风险资产&避险资产齐涨”→“风险资产上涨&避险资产乏力”的三个过程。引起全球大类资产走势震荡的原因主要在于新冠疫情触发了全球流动性危机及各国央行财政的宽松举措——3月上旬疫情危机在全市场波动率、股票波动率、原油波动率、流动性、底层资产风险、对冲政策力度等多方面接近或打破了过去40年高波动时期的历史记录，3月中下旬全球主要央行财政通力协作打破流动性危机，风险与避险资产齐齐修复；4月下旬以来，风险涨、避险乏力的组合印证全球彻底走出高波动率市场。

图1：上半年大类资产波动的三个阶段



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

我们在19年末提出，19年风险资产与避险资产齐涨的鲜明特征具有较强的指示意义，随后往往对应美国经济扩张后期、波动率回升、美股调整等信号，这些前瞻判断在20年H1得以应验。首先，19年风险和避险资产齐涨，美股、美债、黄金、原油在19年均录得正收益，且美股波动率明显下行。类似情景自00年以来仅出现过5次，每次持续时间为12-15个月。风险和避险资产同涨，反映投资者对于资产价格的争议加大，类似大类资产表现常发生于美国一轮经济小周期的扩张后期。从历史经验来看，我们在19年底做出前瞻判断，资产联动性增强（分散性降低）+波动率处于阶段低位的组合，也往往会在之后迎来波动率的上行和风险资产的阶段调整。

上述信号在2020年H1均得到相似验证，2020年虽然全球疫情发酵始料未及，但大类资产的走势依然未脱离历史规律——美国经济下行、VIX指数飙升、风险资产出现大幅调整。

表2：2000年以来“风险资产&避险资产齐涨”的表现出现过五轮，20年H1得到相似验证

风险与避险资产“双涨”时段	1999/09-2000/09	2006/06-2007/09	2010/04-2011/07	2013/12-2015/01	2016/12-2017/12	2019/01-2020/02
黄金涨跌幅 (%)	9	21	35	9	15	25
VIX指数120D均值变动 (%)	-5	27	-15	9	-23	-20
美债变动 (BP)	-23	-91	-84	-109	-20	-104
美股涨跌幅 (%)	14	17	14	12	18	38
原油涨跌幅 (%)	54	4	39	-58*	29	12
风险与避险资产“双涨”之后	2000/09-2002/10	2007/10-2009/03	2011/07-2011/10	2015/02-2016/02	2018/01-2018/12	2020/02-2020/03
黄金涨跌幅 (%)	16	25	8	4	-6	-4.1
VIX指数120D均值变动 (%)	36	185	38	36	58	42.90
美债变动 (BP)	-207	-178	-137	-36	8	-76
美股涨跌幅 (%)	-49	-57	-19	-14	-18	-34
原油涨跌幅 (%)	-19	-43	-12	-52	-26	-60

数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

注：资产价格上涨用红色底纹表示；其中美债变动(BP)为负意味着美债价格上涨

(二) 全球股市回顾：“业绩减记”与“流动性宽松”的角力

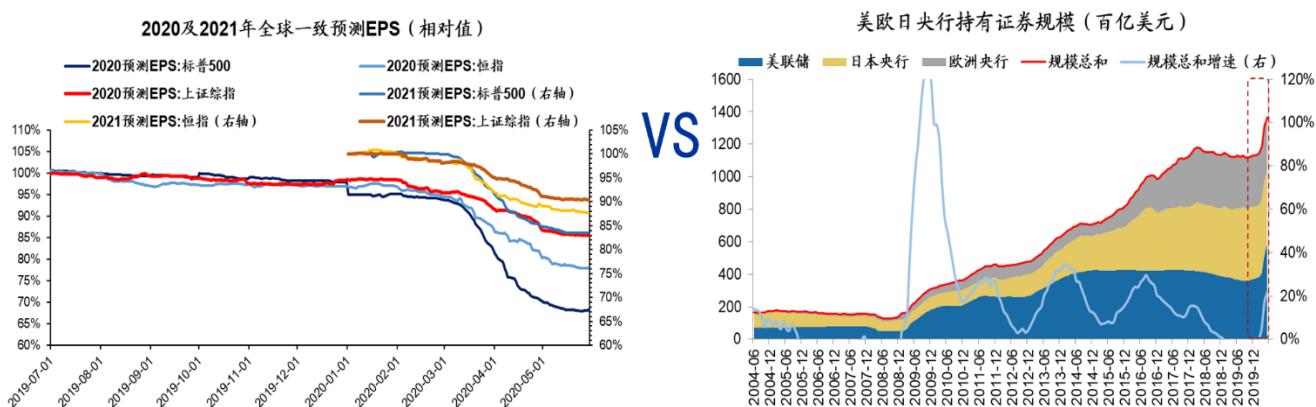
上半年最关键的策略判断是“流动性宽松”压倒一切。疫情下全球股市的运行逻辑相似，“业绩减记”下拉分子、“流动性宽松”支撑分母。最终全球股市表现印证，“流动性宽松”战胜“业绩减记”。

以彭博全球股指的一致预期盈利预测来看，疫情下2020-2021年业绩遭遇不同程度的减记。随着3月全球疫情蔓延，各股指业绩减记幅度进一步扩大。20年疫情的全球蔓延同时影响经济的供需两端，一方面是社交隔离与消费萎缩带来的全球需求锐减，另一方面是生产暂缓和物流梗阻对全球供应链产生扰动，最终带来了全球经济受创与业绩减记。以20年初的彭博一致预期盈利预测来看，标普500指数2020年业绩减记幅度超过30%、恒指20年业绩减记幅度超过20%，而市场一致预期对2021年的业绩减记幅度也在10-20%不等。

疫情的连锁反应持续发酵，从“业绩减记”进一步蔓延至“全球流动性危机”。疫情主要通过三条途径触发了上半年的全球流动性危机：（1）海外疫情扩散对企业经营现金流形成负面影响；（2）次贷危机后“举债→回购→增厚EPS→股价上涨”的正循环推高了美国非金融企业部门的财务杠杆，而经营性现金流预期恶化导致美国高收益债信用利差迅速扩大，筹资性现金流恶化又会向企业的投资现金流形成负反馈传导；（3）美股高收益/低波动的“常态”被逆转引发全球资产配置转移，大量衍生品及ETF交易的结构加剧了股市下跌中的流动性快速“枯竭”。

在此背景下，全球央行一致行动明朗，“不要对抗美联储”的口诀依然有效，全球市场系统性风险已经被遏制住。自3月下旬全球央行财政通力合作，政策组合包括但不限于：美联储推出“无限制宽松”、全球强力降息、各国更大规模的财政计划、担保品和资产购买范围较08年更广泛的PDCF/MMLF等工具。最终全球走出流动性危机，使得“流动性宽松”战胜了“业绩减记”，全球股市录得正面反馈。

图2：上半年全球股市的运行思路——“业绩减记”与“流动性宽松”的角力



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：20年各指数一致预测EPS以2019年6月30日数值标准化为100%；2021年一致预测EPS以2020年1月1日数值标准化为100

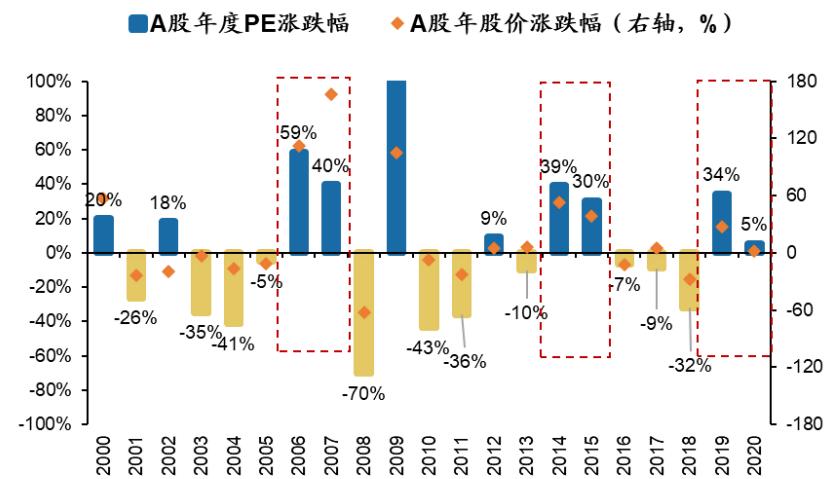
我们在2.5《底部已现》判断“我们去年初提出的贴现率下行驱动金融供给侧慢牛并不会因疫情而破坏，从逻辑、估值、交易等层面看到积极曙光。”并对A股转向乐观；**A股疫情发酵、业绩减记、政策对冲的逻辑与海外相似但时点略有错位，在海外疫情扩散触发全球流动性危机期间，我们做出了股市核心矛盾的判断“流动性相比疫情是更好的路标”** 3.19《不卑不亢》前瞻提出“全球流动性仍在恶化但政策也开始走向正确的道路”。

1. 我们在19年末的20年度策略展望中提出“A股历史上连续2年大幅拔估值的情形比较少见，降低20年股市收益率预期”。A股估值19年扩张幅度位列2000年以来第六水平，历史上估值能连续2年抬升情形寥寥，仅存在于06-07、14-15。我们在20年度策略展望中提出：“2020年A股难以复刻06-07年的盈利强复苏、也很难复刻14-15年的贴现率猛下行，合理降低20年A股估值提升和收益率预期。”

2. 从上半年A股业绩走势和贴现率波动规律来看，A股仍处于19年初开启的贴现率下行驱动的“金融供给侧慢牛”，20H1疫情下A股与全球股市运行逻辑相仿但时间稍有错位。A股疫情发酵时点领先全球，业绩减记与政策宽松均早于全球；由于疫情控制得当、复工复产修复，因此在全球流动性危机及央行扩表时期，中国政策更显定力；整体上半年依然是“业绩减记”与“宽松对冲”的抗衡，在上半年A股盈利大幅落入负增长区间的背景下，截止6月5日，A股估值小幅扩张5%而全A指数录得2%收益。

3. 整体而言，上半年估值扩张是全A指数收红的重要支撑，从估值的三个决定因素来看，上半年核心驱动力在于利率下行。估值扩张的三个因素是盈利预期、风险偏好及利率水平，上半年A股盈利预期明显下行，风险偏好受到压制，显然都不是支撑A股估值扩张的因素；利率下行、流动性宽松则是支撑上半年估值扩张的主要驱动力。

图3：20年估值继续小幅扩张，贴现率下行由流动性宽松所贡献



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 前瞻下半年，是“修复”还是“反复”？

我们对2020年上半年的回顾已较为清晰：疫情冲击全球，资金寻求“免疫”的成长类资产配置，而货币宽松支撑估值扩张胜过了业绩减记。

站在Q2后期前瞻下半年，疫情冲击最大的时段过去，全球经济自创伤中爬坡已是一致预期。但是我们观察到市场的核心分歧可以概括为一句话：

2020年下半年是“修复”还是“反复”？

由此衍生了市场对下半年最为关注的三个问题，我们做出判断——

1. “后疫情”时期全球经济改善的持续性如何？是疫情压抑需求的集中爆发和后继乏力，还是能够爬出深坑持续改善？

我们认为，修复是下半年的主旋律。20Q3中国经济修复的持续动力来源于海外经济错位复苏拉动中国出口，20Q4的持续动力来源于中国主动补库存周期有望开启。在2020年消费与投资的“混合型财政”下，与2008年“投资型财政”有不同，中国经济修复斜率持续向上但趋势平缓。

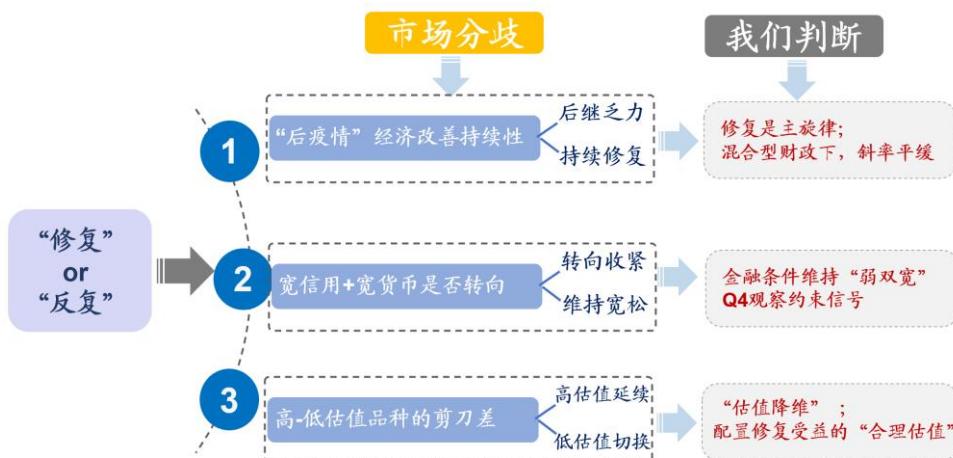
2. 上半年“宽货币+宽信用”的双宽格局是否面临转向？

我们认为，参考历史上盈利自历史底部大坑初始向上修复的过程（06年、09年、16年），金融条件“由松转紧”的前瞻信号目前仍未看到，因此Q3金融条件将维持“弱双宽”无虞，Q4逐步关注约束信号。

3. 配置层面，A股当前高-低估值品种的剪刀差处于极限位置，下半年是高估值品种的延续，还是低估值的切换？

我们认为，当前高-低品种估值阶段性收敛的条件已部分满足，接下来更可能以“估值降维”的形式演绎，关注各修复路径受益的“合理估值”品种。

图4：展望下半年A股市场的三个分歧及我们的判断



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

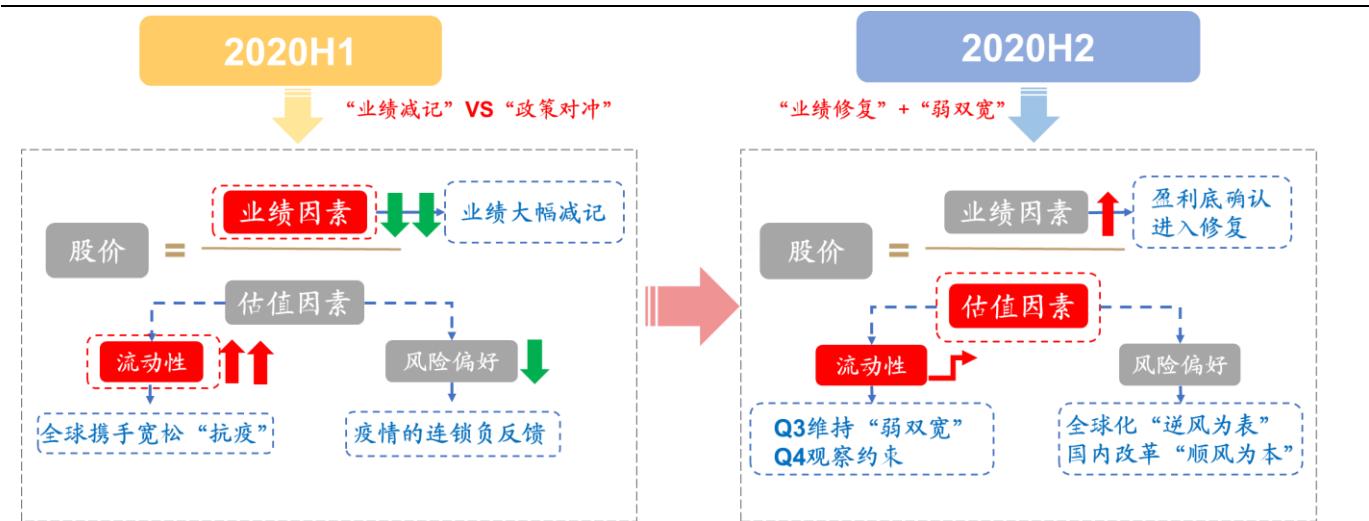
(四) A股“渐入佳境” 处于盈利弱修复+流动性宽松的权益友好组合

从上半年至下半年，DDM模型三因素将有何变化？**2020下半年，“盈利底部确认”叠加“流动性维持弱双宽”，这是权益资产的友好组合。**

上半年DDM三因素中，分子端企业盈利大幅减记呈现显著负贡献，疫情连锁负反馈使风险偏好对A股亦是负贡献，而全球携手宽松对流动性环境显著正贡献。

下半年DDM三因素有所变化，首先分子端企业盈利自Q1确认“盈利底”，下半年季报披露期呈现底部修复态势，但上行斜率有限，对A股小幅正贡献；分子端流动性，Q3金融条件将维持“弱双宽”，Q4逐步观察约束；风险偏好并非核心影响因素，全球化“逆风为表”，国内改革“顺风为本”。展望全年，金融条件的宽松节奏与幅度决定A股“金融供给侧慢牛”斜率。

图5：20年H1至H2，DDM核心驱动力的变迁

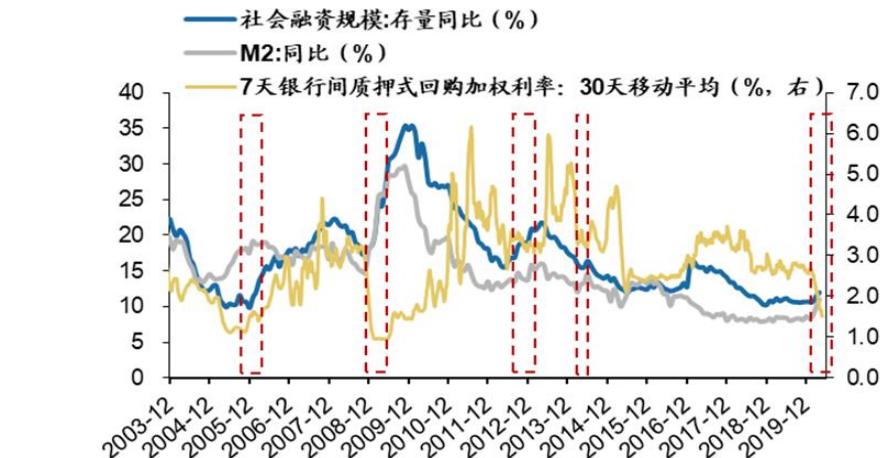


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5月两会《政府工作报告》定调货币信用的“弱双宽”格局，对未来的金融环境提供参考。5月两会在特殊背景和时点下召开，会议定调决定全年政策思路，其中对于A股市场最为重要的是货币信用政策的描述。相比去年删除了M2/社融增速与GDP增速匹配提法，强调了“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，定下了货币信用“双宽”的基调，如果考虑到“金融供给侧改革”的顶层设计，我们判断本轮“双宽”将是定力和张力并举的“弱双宽”。

自**2003年以来有过的四轮货币和信用双宽的组合，分别是2006年1月-2006年5月、2008年12月-2009年6月、2012年8月-2013年2月、2014年4月-2014年6月（一轮较小的非典型双宽周期），目前A股再次进入“弱双宽”周期。**

图6：历史上的四轮“货币+信用”双宽



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在历史上几轮双宽周期中，A股市场均录得了正收益。A股本轮自4月以来也进入“盈利修复+维持宽松”的权益友好组合，后续金融条件的宽松节奏与幅度决定A股“金融供给侧慢牛”斜率。2009年的货币和信用宽松力度均最大，A股相应在双宽周期中录得最高涨幅；2006年的货币和信用宽松力度次之，涨幅亦次之。而2012年是信用宽松力度大于货币宽松，2014年双宽周期中两者的宽松幅度均最弱，A股涨幅相应偏小。宽松幅度影响A股的上涨斜率，但并不改变A股市场的方向。与历史相比，预计本轮双宽周期货币端的力量居中而信用端的力量偏弱：货币端力度接近于06年，略弱于09年；信用端的改善由于缺少地产这个抓手程度仅优于14年。因此A股市场的估值具备支撑，但盈利的修复比较慢，维持A股“金融供给侧慢牛”的判断。

表3：“双宽”下的大类资产及A股风格启示

开始	结束	货币	信用	股票市场		债券市场			商品市场	A股风格	
				上证综指 (%)	万得全A(%)	10Y国债变化 (BP)	表现	信用利差 AA+-国债: 5年		大小	金融周期消费成长稳定
2006-01	2006-05	1.52-1.73	11.33-15.64	41.36	52.22	-1	先下后上	-	51.99	小盘	消费
2008-12	2009-06	2.71-1.00	18.19-30.45	58.16	77.33	32	熊陡	1.60-1.76 ↑	45.04	小盘	金融
2012-08	2013-02	3.63-3.20	16.89-20.66	12.45	13.99	25	熊陡	2.08-1.83 ↓	8.31	大盘	金融
2014-04	2014-06	3.30-3.30	15.48-16.41	0.74	3.82	-34	牛陡	2.25-2.14 ↓	-0.6	小盘	成长
2020-01	2020-05	2.61-1.51	10.70-12.00	-6.48	-1.50	-42	牛陡	1.06-1.44 ↑	-11.7	小盘	成长

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注1：货币指7天银行间质押式加权利率的30天移动平均值变化情况，单位%

注2：信用指社会融资规模存量同比增速的变化情况，单位%

注3：大小盘采用申万大小盘指数进行区分；风格采用中信风格指数进行区分

(五) Q3 “弱双宽” 转向的约束条件不会很快出现, Q4 观察变化

由于政策具备“相机抉择”机制,因此A股盈利自历史底部大坑爬坡往往与货币和信用的“双宽”相辅相成,2020年恰巧处于这一时段。2020年A股非金融一季报录得-50%以上的负增长,自Q2缓慢修复,“弱双宽”政策保驾护航。

历史上相似时期“双宽”条件转向收紧是带来股市震荡下跌的催化剂,也是2020年下半年部分投资者的核心担忧。我们判断虽然金融条件的宽松节奏与幅度决定了A股金融供给侧慢牛的斜率,但Q3“双宽”约束的条件不会很快出现。

历史来看,约束宽松周期拐点的前瞻信号包括:①A股单季盈利增速转正;②政策定调转向;③通胀或地产约束;④经济修复趋势持续一季度以上。06年、09年、16年在盈利底部爬坡过程中,货币政策由宽松转向收紧都会带来股市的震荡或下修,我们梳理了三轮周期中宽松约束的时点,可以发现转向并非“一蹴而就”,而是有前瞻信号可以把握:

1. A股非金融单季盈利增速由负转正,是最有效的信号。历史3次宽松约束时点出现在A股非金融企业盈利的单季增速由负转正的当季或下一个季度。
2. 政策表述口风转变,是可以辅助判断的有效信息。在宽松约束转向的附近,央行货币政策执行报告、政治局会议、中央经济工作会议等高层政策表述会出现或微妙、或严格的转向。
3. 经济恢复动力,或通胀/房价约束。经济已确认从衰退中走出,甚至通胀与房价提示有趋向过热的风险。

目前来看,担忧宽松转向显然并不必要,我们认为Q3约束不会很快出现,参考20年Q4单季A股盈利增速或转正,我们对Q4的潜在信号保持关注。从5.10二季度货币政策执行报告、5.16《求是》刊发央行行长易纲文章、两会政府工作报告等信息来看,央行维护良好的货币环境的基调也并未改变。而20年A股非金融企业单季盈利增速转正或将出现在Q4,我们可在Q4逐渐加强关注。

表4: 历史上A股盈利增速自大底回升的过程中,货币政策转向的前瞻信号

宽松约束	标志性信号	经济增长	通胀背景	房地产	A股非金融单季盈利增速	政策表述变化
2006年 4月	开启加息周期	经济从复苏渐至过热	CPI增速1%左右,压力不大	06年地产投资增速持续上行;销售年中触底回升	06年Q2单季盈利增速由负转正	5月央行货政执行报告关注“流动性过多”风险
		固定资产投资增速上行				
2009年 7月	回购利率上调	Q2工业增加值、固定资产投资增速持续回升	CPI当月同比-1.8%,底部上行趋势中	Q2地产投资增速显著改善	09年Q3单季盈利增速由负转正	8月央行货政执行报告指出“动态微调”
	央行票据利率上调	5月出口增速触底后持续复苏				
2016年 11月	表外理财纳入MPA考核;开启金融去杠杆	工业品价格持续上涨;	CPI当月同比2.3%,上行趋势中	16Q3百城房价增速持续上行至历史新高点	16年Q3单季盈利增速由负转正	10月中央政治局会议“抑制资产泡沫和防范风险”
	国债收益率触底回升	7月出口增速触底回升				12月中央经济工作会议首提“调节好总闸门”

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(六) 配置思路转变: 20H1 “免疫” → 20H2 “修复” + “分层”

回顾上半年的A股配置思路，可以概括为配置“免疫”的“业绩相对优势”，我们持续推荐的销售利润率支撑、经营现金流稳健的科技龙头/必需消费跑赢。参考03年SARS、08年金融危机可比时段，在“业绩减记”的初期市场都是优先寻找“业绩相对优势”。2020年亦不例外，上半年“业绩相对优势”的医药、食品、农业、半导体伴随疫情扩散而持续跑赢。

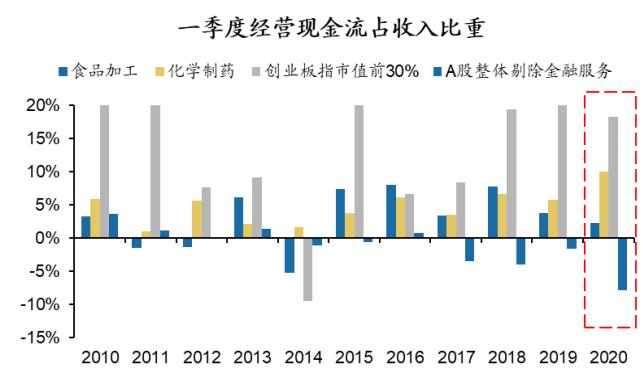
20上半年疫情冲击下，内需内供的“免疫”品种主要有以下属性显得更为珍贵：直接受益于“抗疫”带来的需求增长，收入正增长或有限负增长；高销售利润率支撑ROE；经营现金流保持净流入。

图7：自主可控科技+必需消费持续获得超额收益



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：经营现金流考验使消费和科技龙头凸显优势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从“业绩减记”转向“修复主旋律”，相应的配置思路较上半年有所变化。我们自4.26《业绩减记后期，配置思路转变》中率先将配置思路上“免疫”切换至“修复”，下半年“修复”将进一步走向“分层”。

首先，“修复”是确定性，6月以来全球大类资产走势印证逻辑。全球风险资产上涨、避险资产下跌印证了“业绩修复”已经取代“业绩减记”成为DDM分子端的主导逻辑，全球避险情绪有所下降。

其次，“分层”是逆全球化、混合财政和底线思维的必然结果，使各品类的修复斜率呈现分层。一方面，中国本轮投资与消费兼顾的“混合型财政”决定了今年经济的修复斜率不像09年那样猛烈；其次“底线思维”下，保就业、地摊经济等政策的铺展将贯穿20年全年；最后，疫情使“逆全球化”浪潮抬头，对全球供应链产生影响。由此衍生了三个分层——

1.由内及外：H1全球需求锐减，A股买“内需内供主导”的品种；H2全球修复是主旋律而逆全球化是插曲，关注中国供给优势而外需平稳抬升的领域将迎来更大的边际改善弹性。

2.哑铃消费：我们认为20年的消费修复更偏“哑铃状”，一端是茅台、免税化

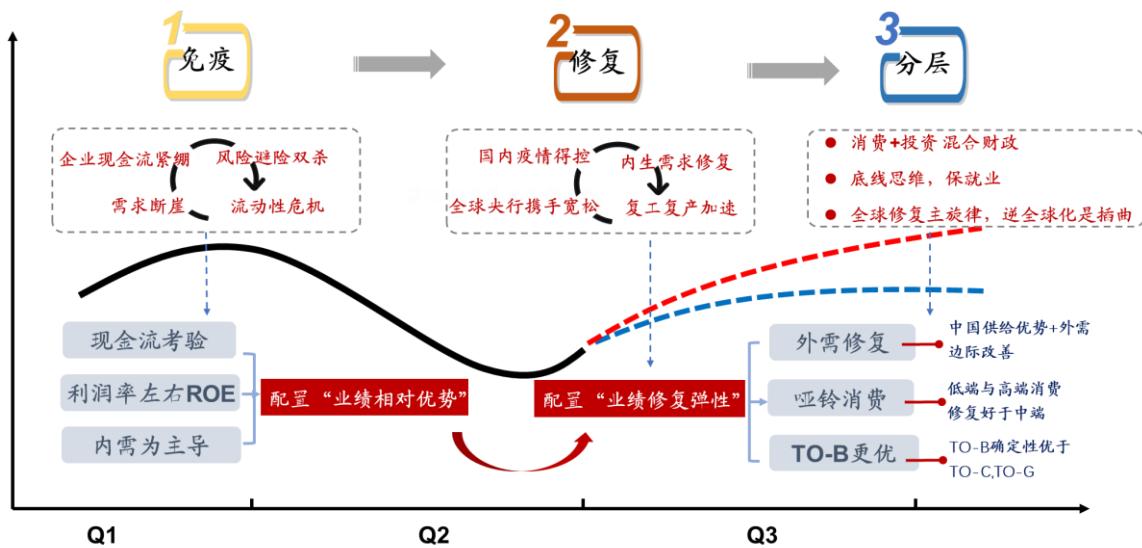
妆品等为代表的高端消费品依然维持高增长；另一方面参考03年sars后的修复经验，低端消费修复弹性大，如03年三星级以下酒店营收增速快于四五星，国内景点及旅游修复好于出境游等等，20年“地摊经济”也将引领低端消费复苏。因此关注低端、高端的“哑铃消费”趋势。

第一，流动性宽松将造成金融资产持有比例较高的人群更容易在相对低位攫取金融资源并受益于随后的资产价格上涨，高端消费的边际倾向增强。

第二，新冠疫情对大部分人群的收入预期造成趋势性的抑制，而政府出台“纾困政策”“地摊经济”更有利于低端消费边际倾向的恢复。

3.TO-B更优：现金流及订单视角，20年TO-B的确定性明显优于TO-C和TO-G，更关注后续TO-B链的产业修复，如精装修链条、信息安全链条等。

图9：配置思路从上半年的“免疫”转向，下半年的“修复”与“分层”



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、经济增长&A股盈利：修复还是反复？修复！

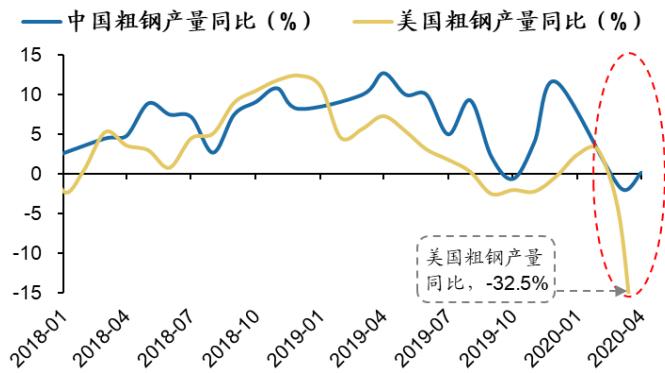
(一) 中国经济：修复的两个动力

对于疫情后的中国经济，市场的共识是已开始逐步复苏，但在下半年的修复可持续性上存在分歧，很多投资者担心在疫情可控“报复性消费”集中释放之后修复会“后继乏力”，我们认为经济修复能够持续，**20Q3**的持续动力来源于海外经济错位复苏拉动中国出口，**20Q4**的持续动力来源于中国主动补库周期有望开启。

市场对于**20Q2**的疫情延迟需求修复动力已经形成共识，我们认为**20Q3**中国经济修复的可持续性来源于海外经济错位复苏拉动中国出口。本轮全球经济复苏的特点是错位复苏，中国于**20Q1**触底，**20Q2**开始回升，海外经济大概率**20Q2**触底，**20Q3**回升，复苏节奏上中国领先海外一个季度左右。从中美高频指标看，**20年4月**中国粗钢产量当月同比已由负转正，由-1.7%转为0.2%；而美国**20年4月**粗钢产量同比底部继续加深，从-6%降至-32.5%，底部深度大于中国。考虑到当前美欧经济重启计划，海外经济底大概率会出现在**20Q2**。我们认为海外经济在**20Q3**的复苏将通过出口拉动中国经济复苏延续。

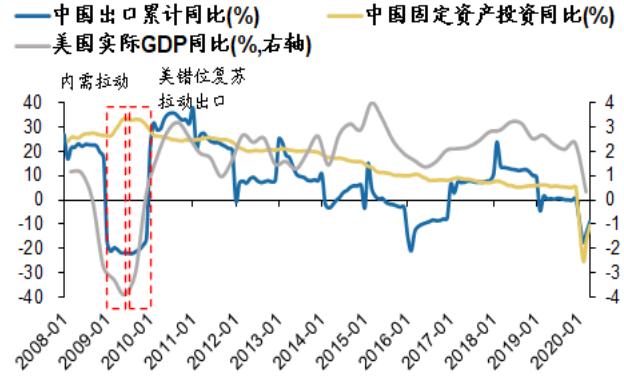
参考**09年**经验，金融危机后中国经济复苏节奏领先美国约一个季度，美国经济在**09年下半年**错位复苏通过出口拉动中国经济复苏延续。彼时中国实际GDP同比于**09年Q1**触及6.4%底部，美国实际GDP同比于**09年Q2**触及-3.9%底部，中国经济复苏节奏领先于美国一个季度。其中**09Q1**到**09 Q2**中国经济复苏主要靠内需内供拉动，表现为国内固定资产投资增速回升，但中国出口增速还是下滑。**09Q3**美国开始复苏，拉动中国出口开始回升，中国出口金额累计同比从**09年8月底部**-22%开始回升至**09年末**的-16%，**10年上半年**则进一步回升至35%。而同期中国固定资产投资在**09年6月份**触顶，之后增速逐渐回落。在本轮新冠疫情冲击中，海外复苏同样滞后中国一个季度，预计今年**Q3**海外经济错位复苏将通过出口持续拉动中国经济复苏。

图10：中国粗钢产量4月同比转正，美国复苏节奏滞后



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：美复苏滞后1个季度，海外复苏错位拉动出口

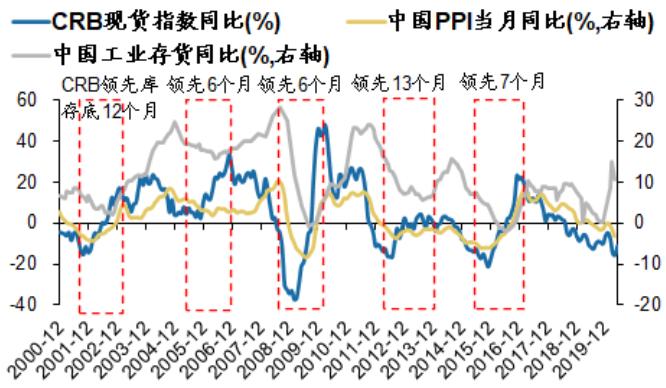


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

20Q4中国经济复苏的可持续性来源于主动补库周期开启。从经验规律看，库存周期基本沿着“CRB底→PPI底→库存底”演绎，整体看CRB底领先中国库存底6-12个月左右。CRB指数在20年4月见底，本轮中国库存周期最早有望于20年10月进入主动补库周期。疫情前本轮库存底工业企业产成品存货累计同比增速已降至0.3%的低位，与先前五轮库存底02年（2.2%）、06年（15.6%）、09年（-0.8%）、13年（5.7%）、16年（-1.9%）相比也处于极低水平。考虑到中国库存周期在疫情前的低库存，中国疫情后因需求压制导致的被动库存消化后，本轮库存周期进入主动补库的时间应该是相对较早而不是较晚。我们预计中国有望在20Q4进入主动补库周期。

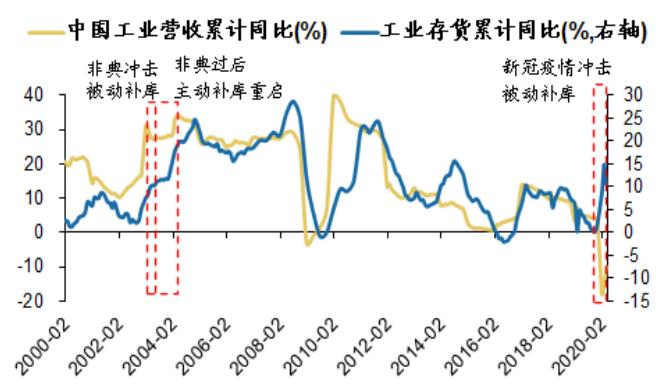
历史经验表明，主动补库只会延迟或者力度偏弱而不会缺席。疫情冲击过后的库存大趋势还是延续主动补库周期。参考03年非典经验，02年底中国进入主动补库，从02年10月到03年2月，中国工业存货累计同比由2.21%升至7.59%，同时间段工业营收累计同比由15.67%升至31.10%，呈现收入和库存双升的主动补库特征。非典时期03年3月到5月中国进入库存升但营收降的被动补库，工业存货同比继续上升至03年5月的10.34%，而工业营收累计同比持续下降至27.29%。非典结束后03年6月至04年4月中国恢复到主动补库，此期间工业存货同比上升至18.87%，营收同比也上升至34.03%。03年中国的主动补库周期被非典暂时中断一个季度左右，但非典过后主动补库周期仍然延续。按照原先的存货水平调整，本轮补库周期本来是有望在今年初开启，但新冠疫情爆发临时中断了这轮补库周期，03年经验表明外部冲击过后原有周期仍将延续，主动补库不会缺席，疫情冲击过后的库存大趋势还是延续主动补库周期。当然，03年是经济强复苏，对应的补库周期也强补库，本轮复苏强度大概率弱于03年，补库强度也大概率弱于03年，但这二者的差异主要是在斜率上，共同点主动补库这个方向是不变的。

图12：CRB底领先库存底，预计中国最早20Q4补库



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：意外冲击后主动补库周期仍会延续



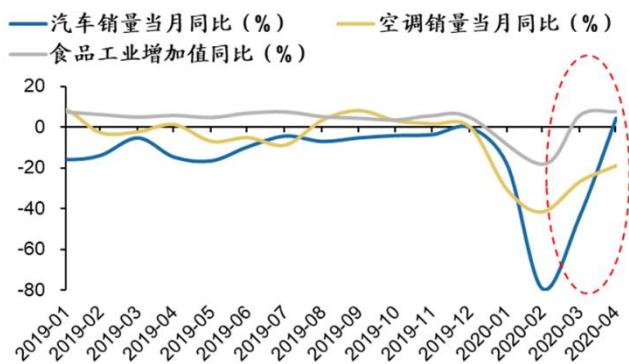
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 中国经济：消费率先复苏、地产和基建投资均呈现温和复苏态势

国内消费率先复苏，复苏路径“必需消费→可选消费”。食品率先修复，汽车和空调销售有所滞后但同比增速逐级回升。疫情冲击之后食品这类必需消费率先修复，3月食品制造业工业增加值当月同比由负转正为5.7%，4月进一步增长为7.5%。之后复苏路径将走向可选消费，汽车和空调销售有所滞后但同比增速正在逐级回升，其中汽车销售同比在2月触底后4月由负转正，从-79.1%增长至4.4%，空调销售同比也从2月底部-41.5%回升至4月的-18.9%。

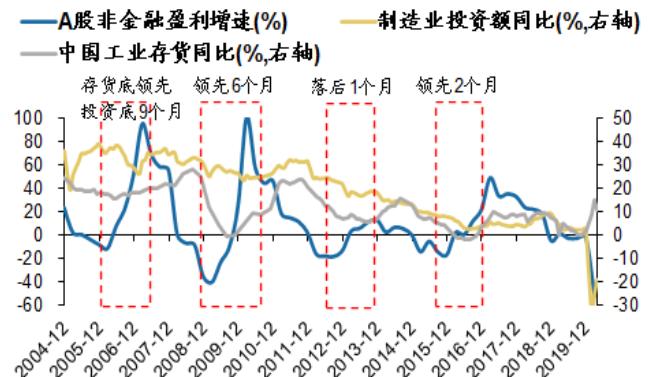
经济复苏过程中先后出现“盈利底→库存底→投资底”，中国制造业投资最早于21Q1进入回升期。“盈利底→库存底→投资底”的经验规律也比较符合逻辑常识，在经济复苏过程中，企业部门在看到盈利回升后，最先采取的是增加进货，即体现为由被动去库进入主动补库。之后经济继续复苏产能利用率逐步接近满载，企业部门进而考虑通过增加固定资产投资扩大产能来实现利润最大化。经验表明复苏期中国库存底/盈利底分别领先制造业投资底约4个月/10个月，预计中国制造业投资最早于21Q1进入回升期。

图14：食品率先修复，汽车和空调销售增速逐级回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：预计中国制造业投资最早于21Q1进入回升期

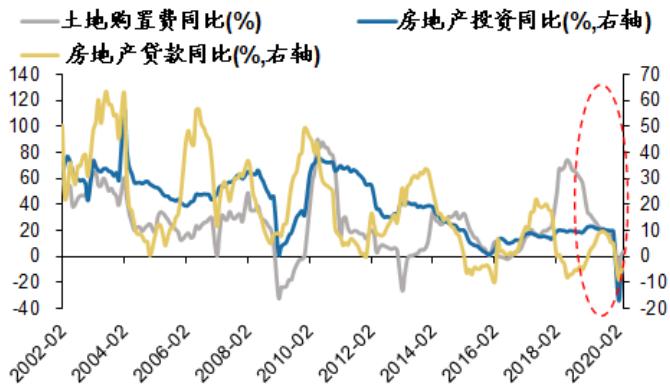


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

房住不炒基调下预计20H2地产投资温和复苏。疫情后施工面积仍为正增长，销售和新开工负增长也逐渐收敛。但土地费用同比由18年6月峰值74.4%降至20年4月的4.1%，处于下滑趋势中，在“房住不炒”的房地产调控政策原则下，房地产贷款目前处于负增长状态，今年2到4月份房地产贷款同比分别为-8.6%、-5.9%、-2.5%，虽然负增长有所收敛，但在今年前四月社融余额增速从10.7%大幅上升至12.0%的宽信用大背景下，房地产贷款负增长还是反映了房住不炒对地产领域的信用不松，会对地产投资向上复苏斜率形成一定制约。

本轮财政政策由投资型转向混合型，20H2基建投资温和回升。为应对次贷危机，09年政府推出了“四万亿”投资计划，为投资性财政政策。而今年两会基调“底线思维”“投资+消费”混合型财政，重点发力“两新一重”，即新型基础设施建设，例如5G、充电桩等、新型城镇化建设和重大建设，如交通、水利等。

图16：土地费下滑/贷款负增长约束地产投资复苏斜率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表5：本轮中国财政政策转向“混合型”

国家	08年财政政策		当前财政政策	
	内容	类型	内容	类型
美国	1. 1500亿一揽子财政刺激计划 2. 向房利美房地美注资2000亿美元 3. 建立7000亿受损失资产处置计划	消费型	1. 健康保险公司免除新冠病毒治疗手续费 2. 允许个人和企业延期缴纳税款 3.2万亿美元经济刺激计划	消费型
中国	4万亿投资计划：基础设施等	投资型	消费：推动消费回升、促进汽车消费等 投资：新型基础设施建设、新型城镇化建设	混合型
日本	1. 26.9万亿一揽子刺激 2. 10万亿日元紧急对策	消费型	执政党支持9880亿美元刺激措施	消费型
德国	5000亿欧元金融救市计划：金融市场稳定基金、为银行间贷款提供担保	消费型	1. 7560亿欧元一揽子援助计划 2. 1.1万亿欧元经济援助计划	消费型
法国	3600亿欧元计划，为银行债务担保 190亿复兴计划，挽救汽车产业、提振建筑业	消费型 投资型	450亿欧元援助，失业救济和减少社保缴费 暂停征收企业房租和水、电、燃气费用，为企业银行贷款提供3000亿欧元的“国家担保”	消费型
英国	对北岩银行注资250亿英镑，为储蓄担保	消费型	1. 向个体经营者支付应纳税补贴 2. 3300亿政府贷款计划 3. 注入300亿英镑现金；暂停征收增值税	消费型

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 海外经济：开始进入修复，力度大概率呈现中国“弱化版”

海外经济逐步恢复，但力度偏弱，外需短期仍有压力，然而结构上存在亮点。伴随着海外主要经济体逐步进入复工复产，疫情对于生产生活的约束逐步放开，经济增长的“至暗时刻”也相应过去。能源和工业品的价格触底，长端利率亦进入平台期，大类资产表现反映全球对于经济增长的预期正在修复。由于海外修复斜率偏缓、前期支撑出口超预期的“抗疫物资”需求回落，因此外需链条短期内整体仍有一定压力，但结构上存在亮点——预计“抗疫”类需求回落，终端消费链条边际回升，中间端需求的供给结构进一步优化。

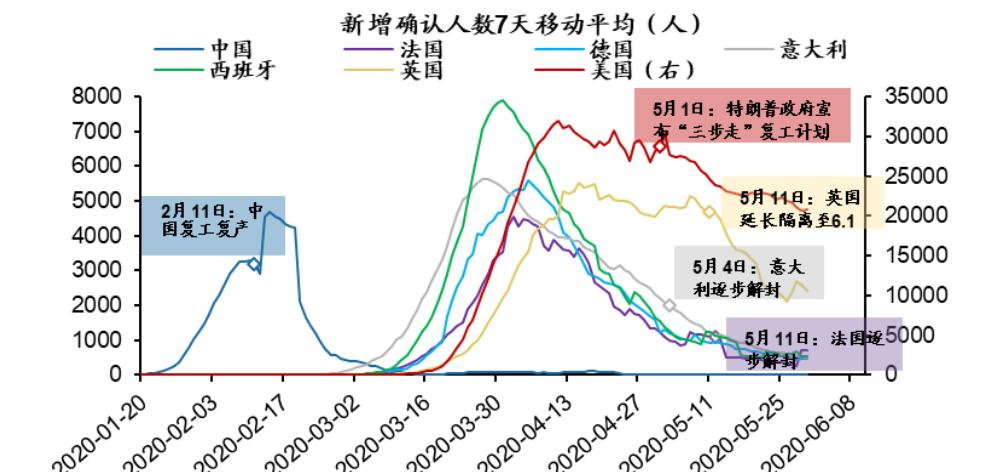
从经济所处的周期位置、复工弹性、刺激计划、复工后疫情控制的情况来看，海外经济修复力度大概率呈现中国“弱化版”。(1) 经济所处的周期位置：从前期美国难以继续下行、基本触底的失业率和不断上行的时薪增速组合，抑或是大类资产的表现来看，疫情前美国经济已基本处于扩张周期的后期。(2) 海外lockdown程度弱于中国，相应放开边际弹性更低。(3) 海外财政刺激计划中投资型计划的占比相较于中国偏低，相应用于经济的拉动力偏弱。为了应对“新冠”疫情+流动性危机+油价暴跌，当前主要经济体公布的财政刺激政策的力度已经超过08年次贷危机时代。海外的财政刺激计划以纾困型（消费型）为主，主要是托底企业和居民的基本需求能力，维持社会总需求和就业水平的相对稳定，但并不直接创造新的需求进行拉动。而投资型的逆周期属性则更为强烈，在经济下行压力较大的时候，通过加码地产/基建投资，额外创造新的需求以弥补其他领域的需求缺口，维持社会总需求和就业水平相对稳定。相较于08年的投资型财政刺激计划，本轮我国“投资型/消费型”兼顾，但投资型的占比仍较多数海外经济体要高。(4) 此外，美国大选年效应+复工后疫情反复也使得修复进程相较中国更为波折。从历史经验来看，大选年H2，由于政治格局的不确定性升高而有效的财政政策又较难落地，美国经济常呈现前高后低的特征。此外，由于美国在疫情高位阶段复工复产且部分地区复工后疫情出现反复，尽管重回“封锁”状态的概率较低，但仍会影响居民自主的线下消费意愿。

表6：海外主要经济体财政刺激计划以纾困为主，投资占比低，对经济拉动偏弱

世界主要经济体财政政策一览表		
国家	总额（美元）	措施
中国	4.2 千亿	纾困： 扩大财政赤字规模和抗疫特别国债规模共 1 万亿美元用于补贴基层。 投资： 新增 3.75 万亿地方政府专项债。扩大有效投资，重点是“两新一重”。旧改 3.9 万套。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。
美国	2.9 万亿	纾困： 对民众发放现金补贴，对企业与州进行贷款支持，对疫情相关的医疗卫生进行补贴。
英国	2.5 千亿	纾困： 为民众发放工资补贴，为企业提供贷款与担保，提供国民医疗系统应急资金。 投资： 财政预算方案中表示未来 5 年英国将投资约 6400 亿英镑用于基建，其中 2020/21 年之前将投资逾 2400 亿英镑，但包含具体细则的《国家基础设施战略》仍未公布。
德国	8.3 千亿	纾困： 为自由职业者提供补贴，为企业提供资金、贷款和担保。
法国	1.2 万亿	纾困： 为医护人员和贫困者发放现金，为中小企业设立发展基金。
日本	2.2 万亿	纾困： 为企业提供贷款或为雇员提供补贴，提供医疗支出。

数据来源：各国政府官网，广发证券发展研究中心

图17：海外前期lockdown弱于中国，且部分地区疫情反复使得复工弹性偏低



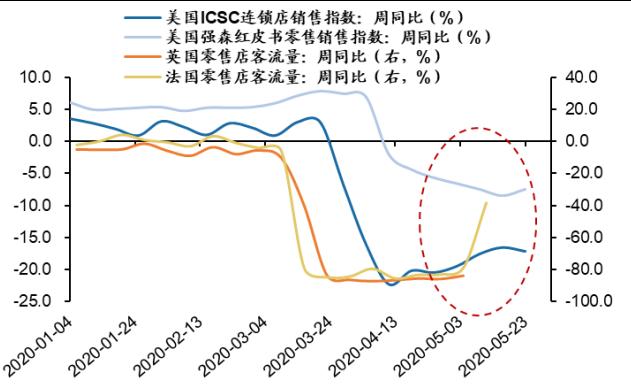
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

海外经济修复以消费端率先破冰，预计低值可选先行，高值可选发力相对滞后。海外主要经济体（美日欧）均已进入复工复产状态，当前为复苏计划的第一阶段，美国基本所有州均有限制地开放了餐饮、零售等，半数州已经开放了对当地经济相对重要的制造业（主要集中于汽车和电子）和建筑业；欧洲多国也相继进入复工复产状态。疫情对供给和需求端产生的强约束放开，复苏在消费端率先破冰。伴随着餐厅、商场的重新开放，海外餐饮、零售、酒店等指标同比增速依然为负但明显回升。但预计海外低值可选消费的初期修复斜率偏低。由于美国疫情高位复工、数据反复，

以及近期的抗议事件使得线下消费的意愿仍会受到扰动，压制消费修复斜率。而日本则由于前期提升消费税和奥运会取消的影响对消费复苏的斜率也会形成负面影响。

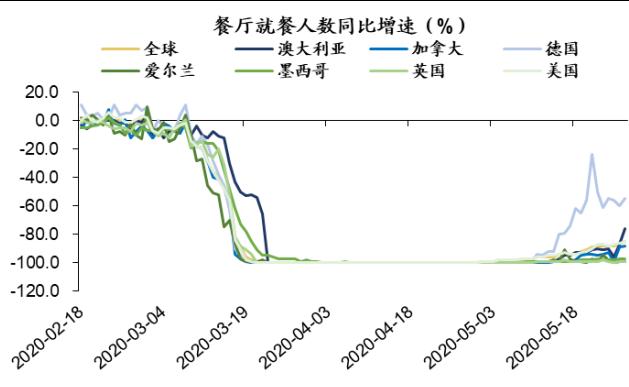
海外高值可选消费的发力则会相对滞后。从历史上来看，历次经济遭遇重大冲击之后，居民的储蓄意愿均会上行，同步对应开支意愿的下行。储蓄增速的回落和消费信贷增速的回升通常分别滞后PMI冲击低点1-8个月和4-12个月，均值和中位数都为5-6个月。因此居民高额可选消费的发力可能仍需数月时间。

图18：海外零售数据触底回升



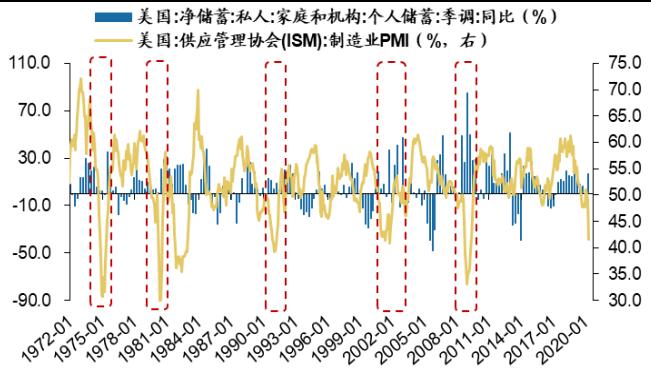
数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19：海外餐饮的热度也开始有所修复



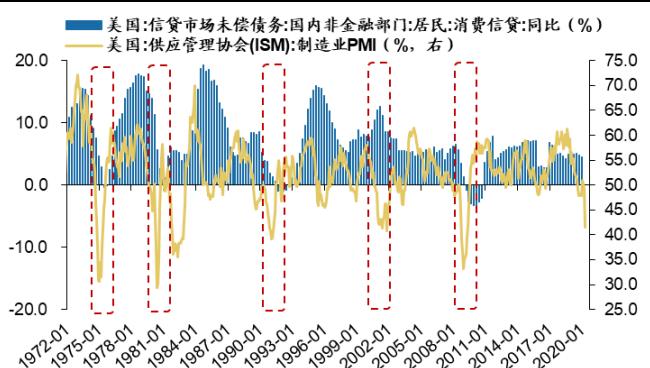
数据来源：Opentable, 广发证券发展研究中心

图20：储蓄增速回落滞后于经济冲击的最低点



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图21：消费信贷增速回升滞后于经济冲击的最低点



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

海外投资端将有赖地产链发力。从库存、现金流、确定性三个维度来看，企业资本开支短期依然乏力。（1）库存：企业资本开支往往滞后于需求，前期海外企业的产能利用率下行、库销比上行带来较大的库存消化压力，在库销比和产能利用率改善前难以出现资本开支的快速上行。（2）现金流：海外企业前期经营性现金流遭遇重创、杠杆率被动抬升，当前信用利差维持高位，制约企业资本开支大幅扩张的意愿。（3）确定性：宏观经济的极端情况逐步排除，但整体不确定性仍较强，叠加美国大选年和中美摩擦，对企业资本开支亦产生一定压制。

结构上来看，海外库存压力上零售商>制造商>批发商，中国出口产业链通常针对制造商和批发商，且海外制造商中汽车产业占比高，却与中国的出口产业链重合度低，因此整体上，中国出口产业链所对应的海外库存压力或好于海外企业整体的库存压力，而疫情错位和生产能力差异也有助于中国进一步扩大市场份额占比。

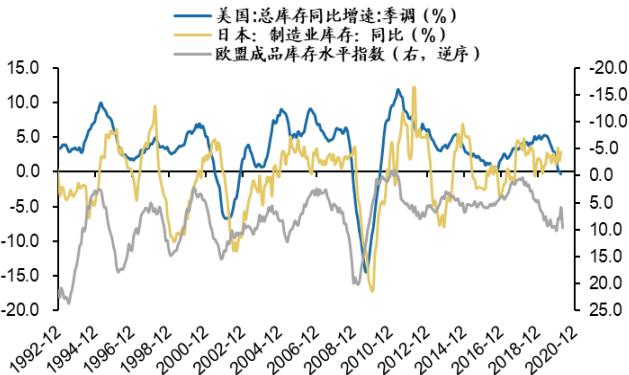
此外，低利率、居民具有加杠杆空间、以及前期高景气低库存将推动地产成为海外投资端的主要抓手。

图22：3月海外企业的库销比大幅上行



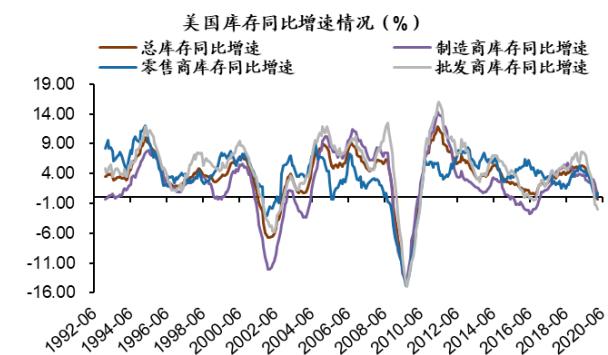
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24：前期海外企业进入被动去库



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：去库幅度批发商>制造商>零售商



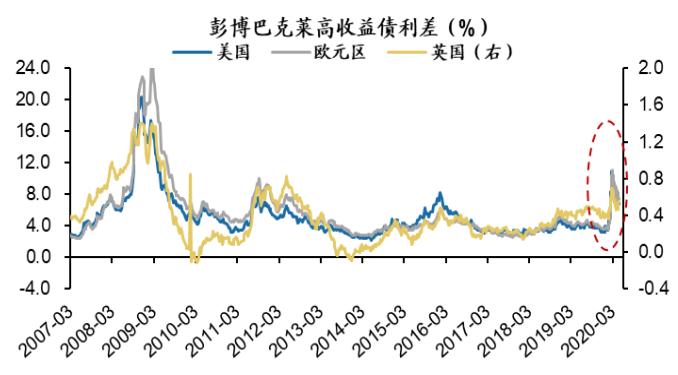
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：海外自3月以来的产能利用率快速下行



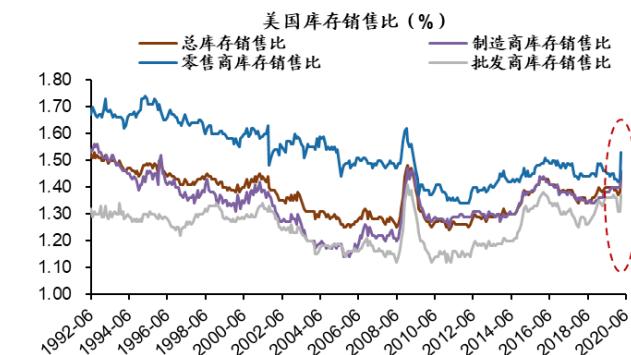
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：信用利差所处水位并不低



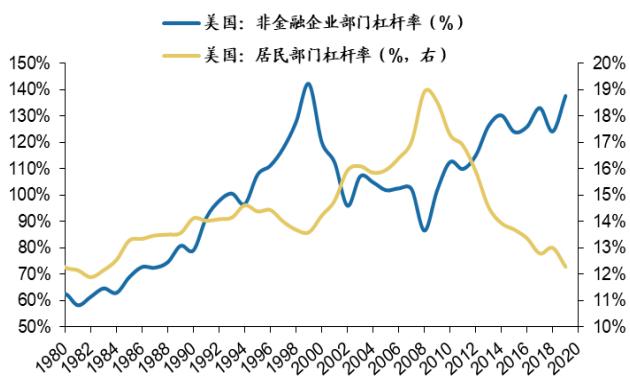
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：库销比上行压力零售商>制造商≈批发商



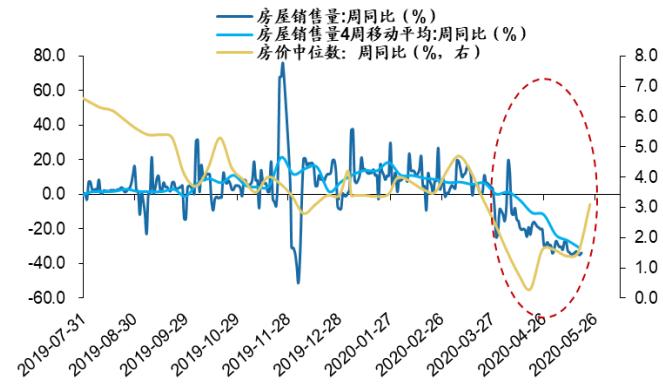
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：美国居民部门具备加杠杆的空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：海外房屋价格有所回升，销量出现企稳迹象



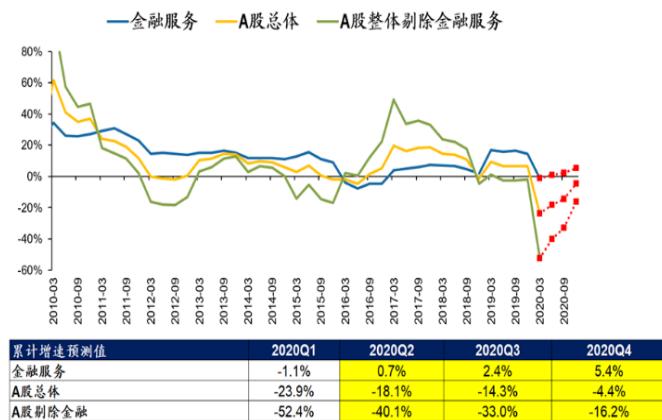
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) 企业盈利：预计A股盈利将逐季改善

20年Q1确认“盈利底”，中性假设下A股剔除金融全年利润增速-16%。我们主要参考了A股盈利相对稳定的季节性规律（环比增速）、以及经济呈现“前低后高”修复态势的类比年份，如06年、09年、16年，得出在中性假设下，20年Q2-Q4企业盈利环比修复好于06年、16年但略弱于09年，预测全年A股剔除金融盈利增速约-16%。

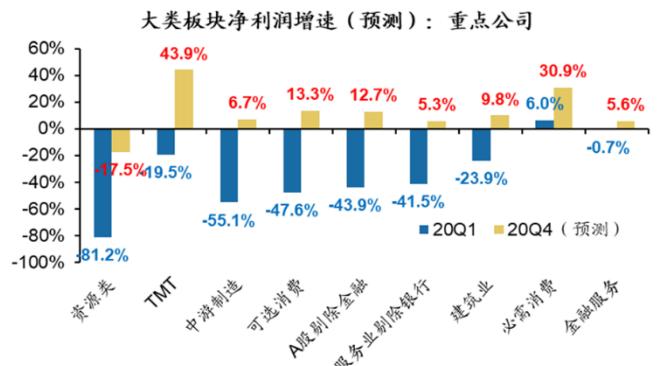
随着逆周期政策落实，企业经营恢复，预计下半年TMT、中游制造、可选消费等板块的利润增速改善幅度相对较大。我们基于940家分析师重点跟踪标的，测算了大类板块20Q1的利润增速以及20Q4的预期利润增速，从预测结果来看，TMT、中游制造和可选消费的全年利润增速加速幅度排名靠前（分别为+63.4%/61.8%/60.9%），资源类虽然全年利润增速加速幅度最大（+63.7%），但资源类重点公司全年利润增速依旧负增长。

图30：20年盈利增速预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：大类板块20年盈利增速预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

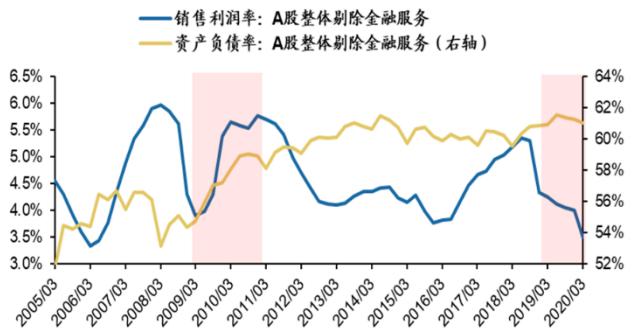
周转率、利润率将支撑 ROE 中报触底回升。（1）资产周转率加快回升节奏，促进 ROE 提升：我们预计 20 年“供给收缩常态化”将约束资产增速，而财政兼顾“消费/投资”将促进收入增速回升，因此资产周转率回升节奏将加快，带动 ROE 向上。（2）加杠杆空间有限，利润率将成为 ROE 提升的主要驱动力：当前，A 股剔除金融的杠杆率仍处历史高位，“供给侧改革”企业“加杠杆”的空间有限。同时，A 股剔除金融的利润率已经接近历史底部，借鉴 08 年美日欧“消费型”财政经验，20 年中国财政兼顾“消费/投资”，将形成利润率的重要支撑。

图32： A股剔除金融收入增速和资产增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33： 加杠杆有限，利润率成为ROE主要驱动力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

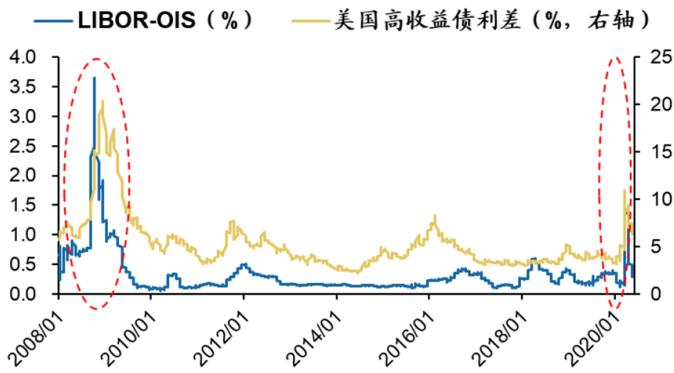
三、流动性&风险偏好：维持宽松，逆全球化

(一) 全球流动性：危机已度过，低利率环境维持较长时间

Libor-OIS和垃圾债信用利差等指标表明全球流动性危机已经度过。伴随着各国央行向市场中注入流动性，金融条件趋于宽松，Libor-OIS和垃圾债信用利差等指标表明全球流动性危机已经度过。本轮Libor-OIS利差从3月份峰值1.38%回落至当前0.30bp，接近危机前平均0.22%的水平；美国高收益债利差从3月份峰值10.93%回落至当前的6.37%，市场风险偏好明显改善。

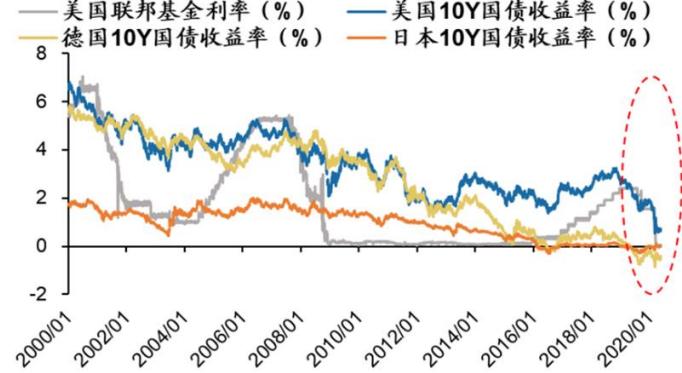
预计全球低利率环境将维持较长时间。目前全球流动性总龙头美联储已降至零利率，德国、日本在负利率附近徘徊。在全球高杠杆低增长的宏观大背景下，预计全球低利率或将维持较长时间。

图34：Libor-OIS利差、美国高收益债利差均已回落



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图35：美联储降至零利率，德日在负利率附近徘徊

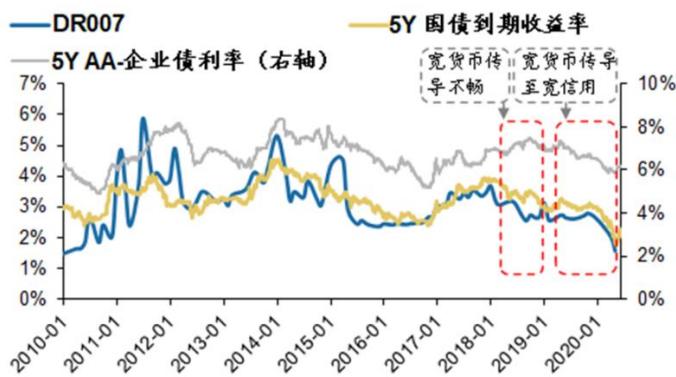


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 中国流动性：金融条件宽松是A股的核心支撑

今年两会明确指出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，创设直达实体经济工具等信号表明当前央行重心由宽货币切换至宽信用。18年受到去杠杆的影响，宽货币传导不畅，但自19年以来，宽货币向宽信用传导机制开始有效疏通，宽货币传到至信用端。今年一季度疫情对经济冲击较大，央行在疫情后的经济重建期宽信用基调不会轻易变更。今年6月1日，央行宣布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，表明央行的重心由宽货币切换至宽信用。今年两会明确指出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，在中性情景下，假设20年5月至12月新增社融同比微增5%，则全年社融余额增速为11.93%，与当前12%的增速高位基本持平。

图36: 19年以来宽货币传导机制有效疏通



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

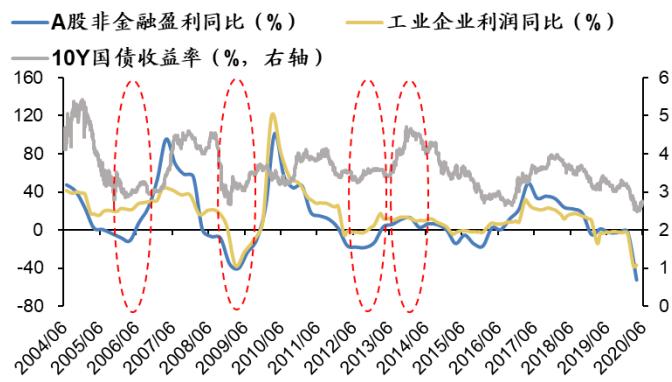
表 7: 中性情形下今年社融增速维持在 12%高位附近

项目	测算		
	乐观情形	中性情形	悲观情形
19年新增社融 (万亿元)	25.58	25.31	25.17
19年末社融余额 (万亿元)	251.31	251.22	251.12
20年前4月新增社融 (万亿元)	14.17	14.07	13.97
20年4月末社融余额 (万亿元)	265.22	265.12	264.97
19年新增社融相比18年增加	13.71%	13.61%	13.51%
20年5-12月新增社融相比19年同比	10%	5%	0%
20年5-12月新增社融 (万亿元)	16.83	16.07	15.30
20年12月末社融余额 (万亿元)	282.05	281.29	280.52
20年4月末社融余额同比	12.00%	11.93%	11.62%
20年12月末社融余额同比	12.23%	11.93%	11.62%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

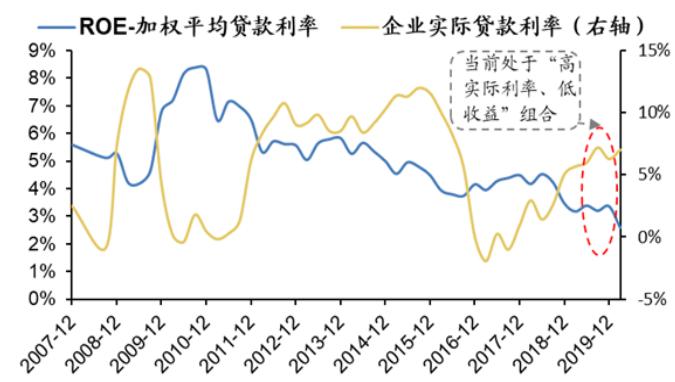
中国流动性边际最宽松阶段已经过去，未来一个季度货币维持宽松。“金融供给侧改革”降低实体融资成本的主导下，宽信用前期需要宽货币护航。当前企业部门考虑PPI后的实际贷款利率处于历史中等偏高水平，而ROE-加权平均贷款利率处于相对较低位置，如果这样的组合长期维持，企业部门的资本开支意愿将会持续低迷，因此降低企业融资成本，适度压降银行负债端成本会是较长时间的政策取向。从持续性上来看，历次“双宽”周期的终结大概率伴随着盈利修复出现一个季度以上的回升且单季同比为正。展望当前，预计A股盈利将逐季改善但难以复刻09年的V型反转，政策收紧节奏也将相应温和，未来一个季度货币政策仍维持宽松。

图37: 盈利大底后流动性收紧需要盈利单季同比转正



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 宽信用降低实体融资成本需要货币维持宽松



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 风险偏好：“逆全球化” H2 大概率升级带来扰动

伴随着海外疫情缓和、以及美国大选进入到关键时期，预计下半年“逆全球化将进一步升温。但考虑到美国经济和股市的基础仍然薄弱，我们预计贸易摩擦全面升级的可能性很小，更多地关注科技领域限制和地缘政治风险，也就是体现在风险偏好的抑制和局部行业的增长受损。

当前美国两党候选人对华均持相对强硬的态度，密切关注9-10月三场总统辩论前后的事件和言论对资本市场的扰动：9月29日、10月15日和10月22日。

图39：2020年美国大选未来时间轴（美国东部时间）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

事件冲击对资本市场风险偏好的冲击主要源自其不确定性，当前“逆全球化”已被逐步纳入估值体系的常态假设，小型的事件冲击将不再被重复计价，资本市场对于“逆全球化”事件的反应将逐步钝化。

表8：A股整体对于中美摩擦事件的整体反应逐步钝化

日期	中美重大事件	之后5个交易日涨跌幅 (%)	
		万得全A	恒生指数
2018-04-03	美国贸易代表办公室宣布拟对500亿美元的中国商品加征25%关税	0.40	2.67
2018-04-06	特朗普声称将考虑对中国商品加征额外的1000亿美元的关税	0.33	4.37
2018-05-29	白宫发布针对中国的知识产权保护举措声明，将在6月30日前宣布投资限制和出口管制措施；并表示将于6月15日公布被征收25%关税的500亿美元中国产品最终名单	-2.27	0.67
2018-06-18	美白宫发表声明，特朗普指示USTR以10%的比率确定再对价值2000亿美元的中国商品征收额外的关税	-5.84	-4.45
2018-08-01	美国贸易代表办公室正式发布声明，考虑对301项下2000亿美元中国商品征税的税率从10%提升至25%	-4.32	-1.17
2018-08-13	《出口改革管制法案》与《外国投资风险审查现代化法案》通过	-4.79	-4.07
2018-09-08	特朗普称，想对另外2670亿美元的中国商品征收关税	-1.59	1.16
2018-09-17	美国贸易代表办公室发布新301报告	-5.44	0.02
2019-05-05	特朗普表示有意将2000亿美元产品的加征关税税率上调至25%，而剩下的3250亿产品也可能在未来较短的时间内加征关税至25%	-4.39	-5.09
2019-08-02	特朗普表示将对3000亿美元的额外中国商品征收10%的关税	-3.99	-5.24
2019-08-05	美国财政部周一晚间（8月5日）将中国指定为汇率操纵国	-3.62	-3.64
2019-08-24	特朗普表示，美国将于10月1日把2500亿美元商品的关税从25%提高到30%，将9月1日开始生效的另外3000亿美元产品的关税从10%提高到15%	-0.47	-1.74
2020-04-18	美国贸易代表办公室宣布对340亿加征清单中13项商品恢复额外加征关税25%	-0.90	-2.25
2020-05-12	美国贸易代表办公室宣布对340亿加征清单中27项商品恢复额外加征关税25%	-0.50	-2.71
2020-05-15	美国商务部宣布限制华为使用美国技术和软件在海外设计和制造半导体	-0.54	1.89

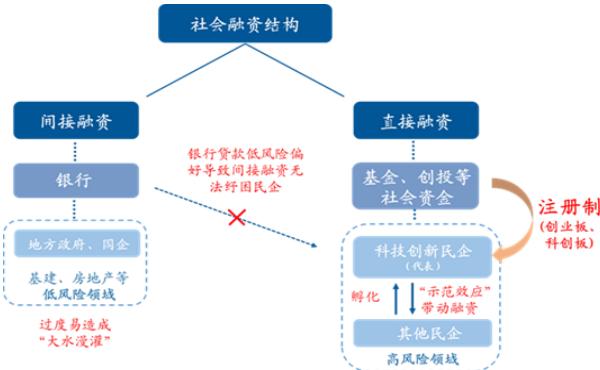
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 风险偏好：内部改革提升长期风险偏好中枢

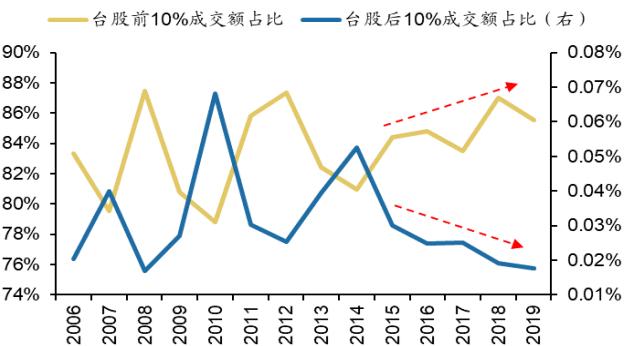
1. 存量注册制序幕拉开，金融供给侧改革延续

随着存量注册制序幕的逐渐拉开，资本市场发生生态变革，资本市场结构、投资者结构不断优化，估值体系正在重塑，“宽进多退”驱动A股市场化提质。长期风险偏好得到提升，“分层精选时代”之下利好优质科技成长龙头。

从社会融资角度来看，包括创业板和科创板在内的注册制有利于基金、创投等社会资金注入科技创新类民企，进而形成示范效应，带动其它民企的融资。相比于通过银行间接融资，注册制更好地解决民企融资纾困问题。此外，注册制可能带来流动性分化。从中国台湾实行注册制后2015年-2019年的台股成交额占比来看，前10%成交额占比和后10%成交额占比分别呈上升和下降趋势。

图40：注册制助力民企融资纾困


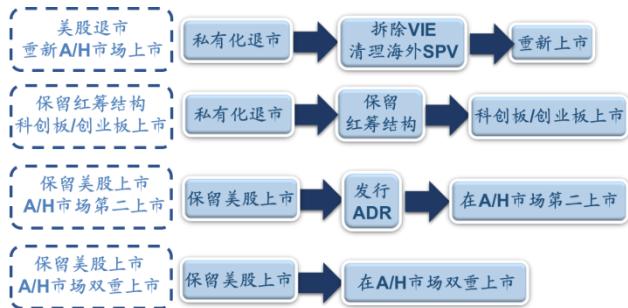
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41：中国台湾注册制后流动性分化


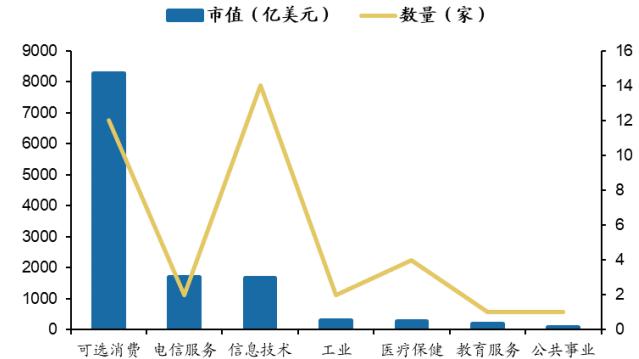
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 中概股敞开回归大门，资本市场结构进一步优化

随着美国“中概股法案”的颁布和中美贸易日趋紧张，中企在美上市风险不断增加。与此同时，国内政策已放低境外上市红筹门槛，并为VIE、存量股减持提供政策空间，拓宽中概股回归路径。中概股的回归从长期来看将增强我国资本市场包容度与竞争力，利于境内投资者把握新技术、新产业的高成长红利。

图42：中概股四大回归路径


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43：200亿市值中概股行业分布以科技+消费为主


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、行业配置：从修复中寻找“估值降维”

(一) 估值降维：寻找受益于“修复”的合理估值龙头企业

上半年全球由冲击主导，内需内供的“业绩相对优势”大放异彩，我们自经营现金流稳健和利润率支撑视角推荐的必需消费和科技龙头持续跑赢，但当前的瑕疵在于基金配置拥挤、估值接近高位。疫情之下市场“规避冲击、拥抱内需”的配置思路已经成为共识，“业绩相对优势”的医药、食品、农业等板块20Q1公募基金配置达到近10年新高，配置呈现拥挤；此外相关板块的估值已难言吸引力，食品、医药等相对A股估值已显著超过均值+1倍标准差。

下半年随着“修复”成为全球主旋律，避险情绪消退但全球政经环境仍具有不确定，市场将在长期优质赛道中寻找合理估值——即“估值降维”。与08年底不同的是，彼时“四万亿”的投资型财政刺激政策出台后，市场对政策对冲的方向形成快速共识，行业配置高贝塔的修复品种，周期股受益思路最为明确；而2020年施行消费与投资兼顾的“混合型财政”，使下半年经济向上修复的斜率需要跟踪观察，修复品类有所“分层”，市场配置将寻找修复的“相对确定性”，即受益于修复路径的合理估值品种。

下半年修复中的“估值降维”将沿着三条路径展开——

1. 居民消费需求修复

居民自发及政策呵护均指向下半年消费修复。从驱动力强弱及高频数据跟踪来看，可选消费/服务修复弹性占优的包括：出行修复（社服/交运），竣工链修复（家电），线下零售修复（黄金珠宝/百货）。

2. 出口需求修复

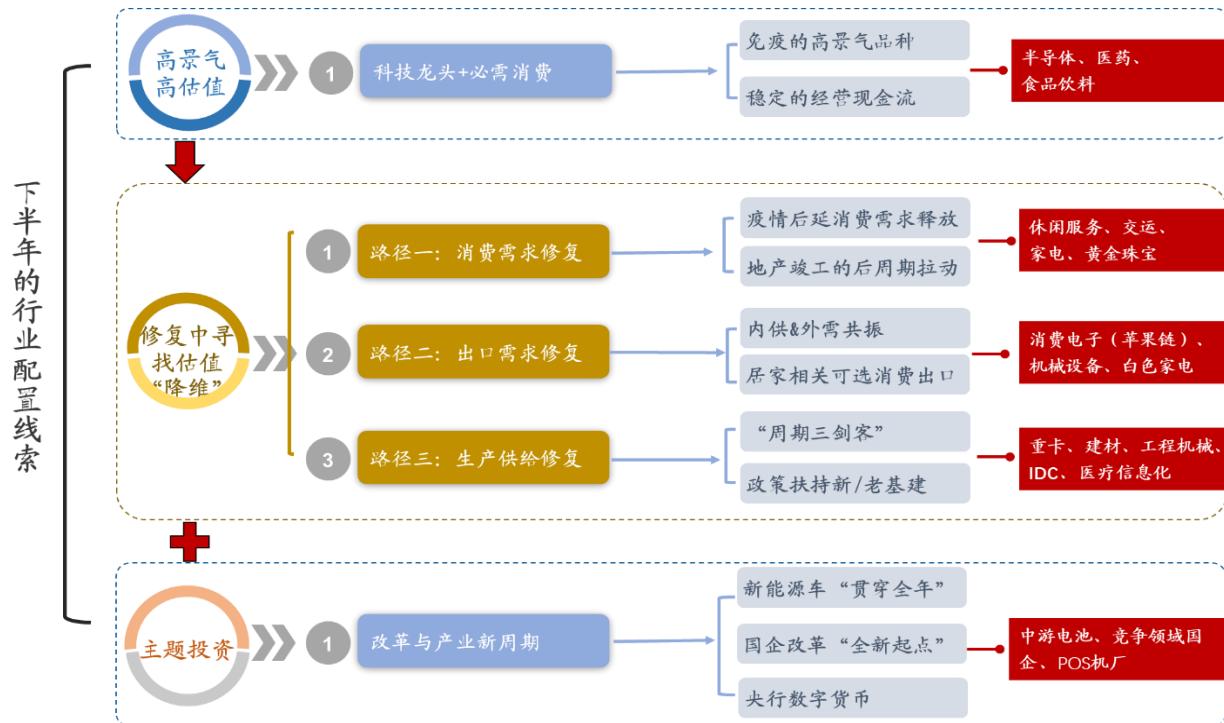
随着全球经济需求回暖、供给秩序恢复，关注出口链条的边际改善，主要是内供外需共振、居家消费出口相关的消费电子（苹果链）、机械设备、白色家电。

3. 生产供给修复

国内生产端回暖，政策“两重一新”也将增加新/老基建生产供给修复，关注估值低+盈利修复最为确定的“周期三剑客”（重卡、建材、工程机械），以及政策扶持新/老基建（IDC、医疗信息化）。

此外，下半年主题投资关注“改革与产业新周期”，建议关注三个方向：“贯穿全年”的新能源车（中游电池）+国企改革全新起点（竞争领域国企）+央行数字货币（POS机厂）。

图44: 下半年的配置线索: 高估值高景气→修复中寻找估值“降维”



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

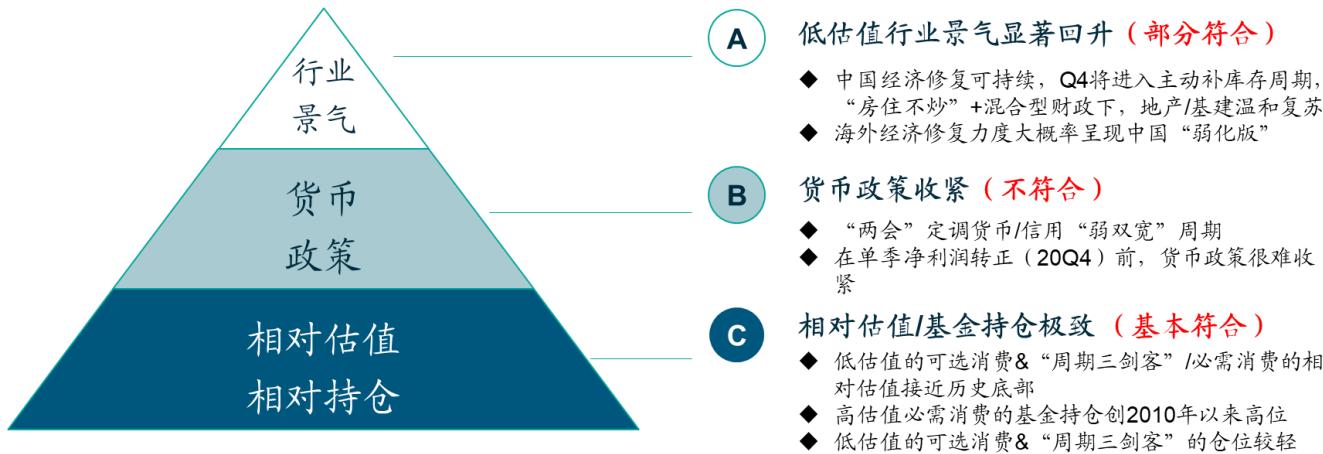
当前“估值降维”的条件已部分满足，市场将阶段性逐渐从高景气高估值的“免疫”品种转向疫情受损品种的“修复”。

1. 低估值行业景气是否占优？（部分符合）——中国经济最糟糕阶段已经度过，疫情前库存周期处于合意低位，海外疫情错位将使得出口修复起到平滑作用，下半年中国经济修复具备持续性。不过，“房住不炒”+混合型财政下，地产/基建修复较为温和。海外经济修复大概率呈现中国“弱化版”。

2. 货币政策是否收紧？（未符合）——“两会”定调货币/信用“弱双宽”周期，历史经验表明“盈利底”后往往需要A股剔除金融企业单季净利润同比增速转正货币政策才会收紧，我们判断今年四季度货币政策约束条件会上升。

3. 相对估值/基金仓位达到极致（基本符合）——当前可选消费/必需消费的相对市盈率已经处于历史低点，周期三剑客/必需消费的相对市净率也处于历史低点；同时，从公募基金的持仓来看，当前必需消费的基金持仓也已刷新2010年以来的新高。

图45：高低估值收敛的3个条件中，当前满足了1个半



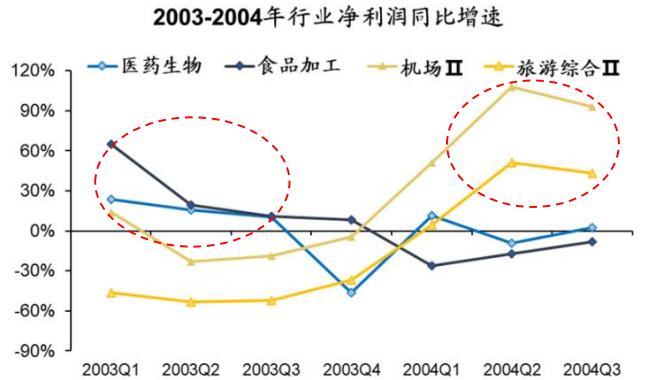
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) “修复”路径一：居民端的消费修复——可选消费/服务

疫情前后“必选”与“可选”盈利增速呈现“跷跷板”趋势。穿越疫情期间，“业绩修复弹性”的盈利增速更优。03-04年，在业绩减记初期，“业绩相对优势”的医药和食品等行业盈利增速呈现相对优势的韧性；而随着疫情过去后，业绩修复弹性与股价相对表现均弱于疫情受损链的旅游/机场等行业，两端呈现明显的“跷跷板”趋势。

择时来看，参考03年经验当前处于配置“报复性消费”的阶段一。参考03年“报复性消费”的经验，疫情受损的可选消费/服务行业的股价超额收益集中于两段，第一段，股价表现领先于景气改善，催化剂是疫情控制；第二段，同步于消费数据的实际改善，股价反应“业绩修复弹性”。目前随着全球各省市响应级别下调，类似于03年“报复性消费”行情阶段一。至暗时刻过去，疫情企稳下“业绩修复预期”，是增配可选消费/服务的良机。

图46：03-04年业绩“相对优势”VS“修复弹性”



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图47：03年股价表现的阶段一领先于景气修复

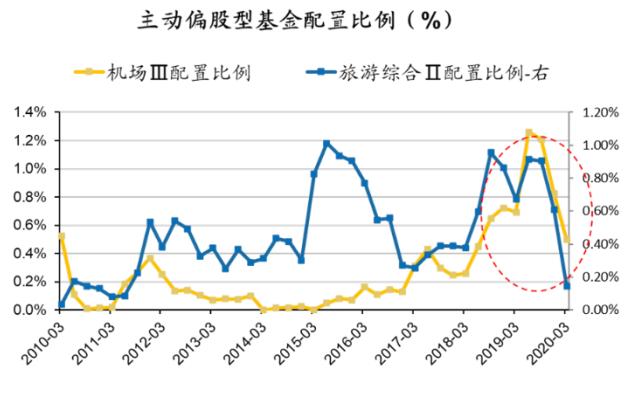


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

03年与08年需求重创后出现“报复性消费”的四个条件是：居民（①可支配收入、②消费习惯）+政策（③供给端呵护供给、④需求端产业刺激）。20年居民收入预期、产业刺激政策弱于历史，但四个条件并未破坏，“线上化”与“服务+”成为居民消费习惯的新趋势，而各地从供需两端刺激消费的政策陆续落地，使今年后疫情时期依然存在“报复性消费”结构性修复的机会。

此外，站在疫情控制得当的分水岭，可选消费/服务的景气预期、基金配置、相对估值三重“触底”，使相对配置吸引力显著上升。从股市特征来看，可选消费经过疫情冲击调整后，景气预期、基金配置（截止20Q1）、相对估值已三重“触底”，从行业比较的角度配置吸引力显著上升。

图48：可选消费代表行业的基金配置接近低点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图49：可选消费的相对估值具备优势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

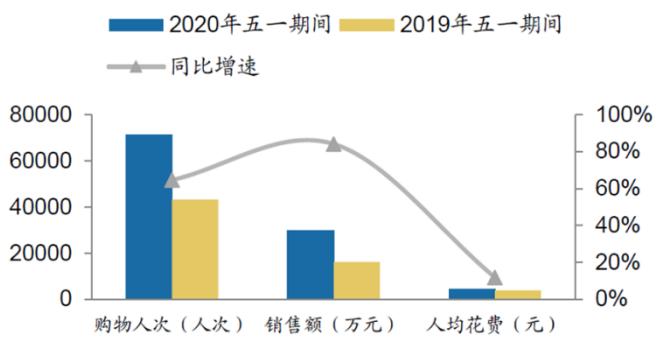
选股来看，甄别下半年修复斜率较为确定的可选消费/服务，主要集中在：出行修复（休闲服务/交运）+竣工修复（家电）+零售修复（黄金珠宝/百货）。

出行修复（休闲服务/交运）：休闲服务是2003年疫情受损后修复弹性较为明显的领域；20年五一黄金周等高频数据显示居民出行意愿在改善通道中，免税维持高景气，餐饮、酒店也在修复中；商务和休闲出行修复，以及快递业务的爆发增长，支撑交运行业景气预期改善。

竣工修复（家电）：2020年竣工数据持续改善，竣工后周期的消费需求有所后延而不会消失，TO-B早于TO-C，有望支撑后续家电等地产链可选消费数据的进一步改善；4月整体社零中家电销量同比增速达-8.5%，较3月的-22.7%有显著改善，且五一期间大件家电环比销量大幅上行。

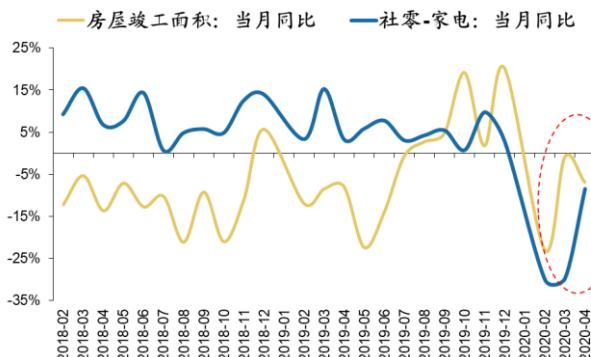
零售修复（黄金珠宝/百货）：03年Q3-Q4黄金珠宝与百货零售的数据改善超越历史季节性规律。20年随着各地商务部门和商贸流通企业通过举办购物节、发放消费券、开展让利促销等多种举措，努力集聚市场人气，黄金珠宝/百货等弹性较大的可选消费也将迎来环比增长。

图50：五一期间离岛免税额同比增速84%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51：4月的家电当月零售增速修复显著



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) “修复”路径二: 出口端的需求修复——消费电子/机械设备/白电

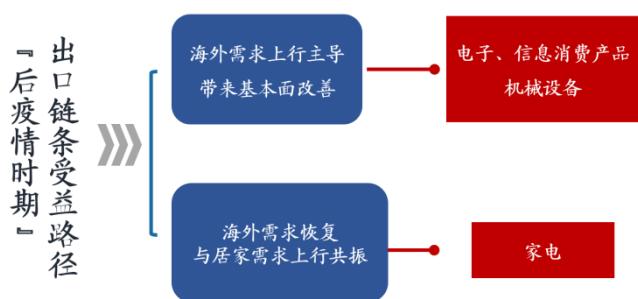
由于全球疫情阶段的错位、复工复产的节奏不尽相同，疫情对我国出口的影响逻辑主要可分为三个阶段：阶段一，国内供给暴跌，这一阶段国内产业链的断供和订单积压使得出口迅速下跌；阶段二，小幅复工复产下供给部分恢复，这一阶段出口增速进一步下行；阶段三，后疫情时期，国内接近全面复工复产，疫情全球扩散冲击海外需求供给，我国当前正处于这一阶段。

在经历了1-3月的出口同比负增长后，我国4月单月出口增速由负转正，同比增长3.5%。我们认为原因有二：（1）我国抗疫有方率先恢复产能，为全球提供了大量防疫物品等必需物资；（2）海外需求回落有一定滞后性，叠加阶段1、2积压订单的大量释放，拉高我国出口数据。

但由于海外疫情与我国疫情阶段错位，我们预计，当前疫情对海外的冲击类似2月中旬时期我国的“阶段2”，即海外的需求和供给均受到一定程度的限制，叠加海外防疫措施的力度及效果参差不齐，因此短期内我国出口仍存在一定压力，出口增速的全面复苏难以一蹴而就。因此拆解“后疫情时期”我国出口链条的受益受损情况，判断出口复苏的结构变得十分重要。

当前中国已进入“后疫情时期”，大多行业已经在4月左右全面复工，供给端的影响已经较为微弱，接下来出口的恢复由海外需求端的恢复主导。我们认为，当前海外需求已经触底，目前全球需求环境类似09年5月至12月的海外需求U型探底反弹期。结合高频出口数据景气指引、当前疫情下海外需求趋势和09年可比区间经验借鉴，“后疫情时期”出口反弹有2条途径：（1）海外需求上行的消费电子（苹果链）、机械设备；（2）海外需求恢复&居家需求上行共振的家电（白电）。

图52：“后疫情时期”外需复苏下出口修复2条路径



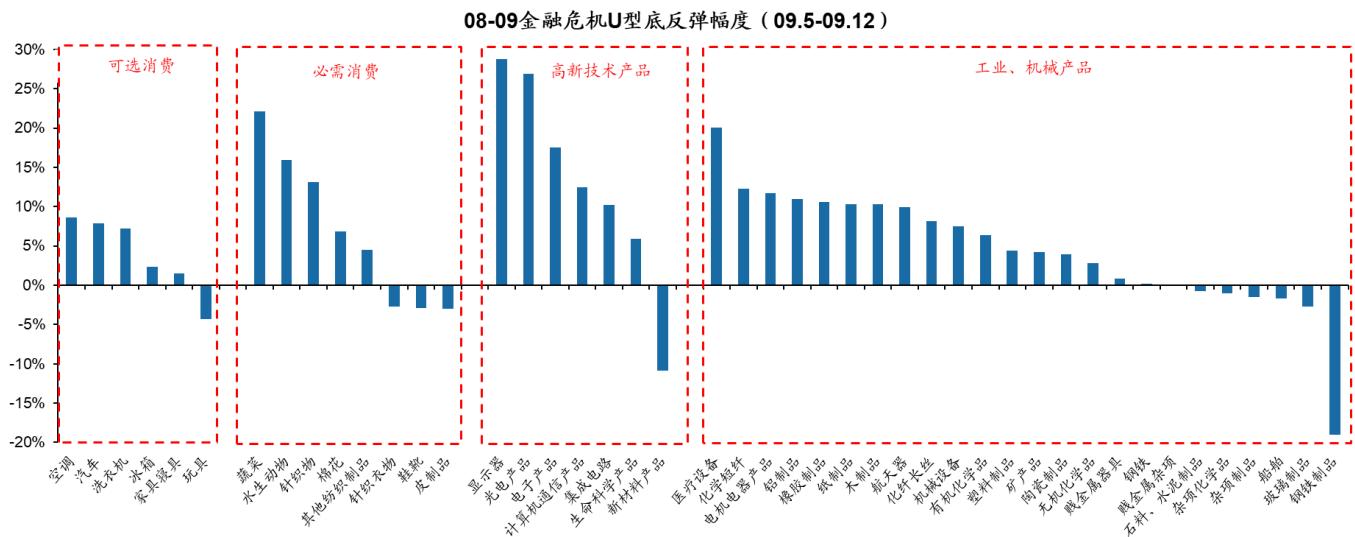
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：19年报电子、家电、机械出口依存度前三



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图54：09年海外需求U型底缓慢爬升阶段，高新技术产品反弹最为突出，消费整体反弹较强

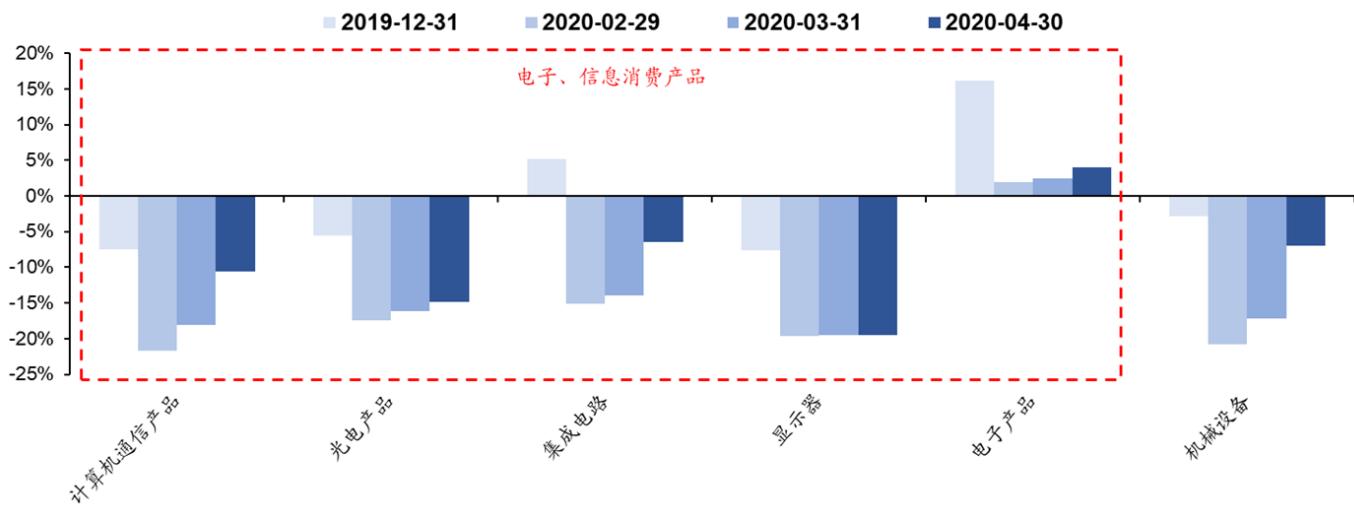


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：反弹幅度=对应品类的09年全年累计出口增速-09年前5月累计出口增速

途径1——海外需求上行主导（消费电子（苹果链）、机械设备）。借鉴历史，09年海外需求恢复的过程中，电子、信息消费产品反弹极为突出，机械设备也有接近10%的反弹幅度（反弹幅度=09年全年累计出口增速-09年前5月累计出口增速）。放眼现在，一方面当前全球疫情仍未结束，科技的发展使得线上办公成为另外一种选择，新一代场景革命下全球的信息基建、消费电子等需求增加或比09年更为强烈；另一方面全球的复工复产有望进一步释放机械设备的全球需求。由于A股电子的出口依存度位列A股第一，海外收入占比高达43%，行业在出口增速改善时基本面弹性也将最大；机械设备则位列第三，出口依存度为16%，弹性逊于电子行业。

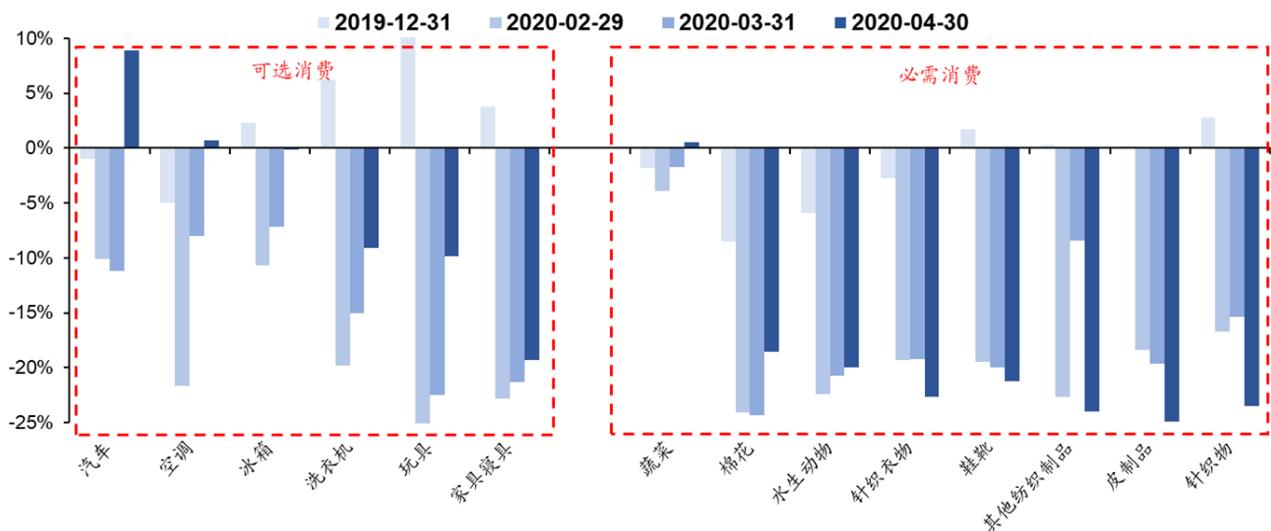
图55：消费电子、工程机械等品类4月出口增速显著回暖



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：以上为对应商品的累计出口增速。

途径2——海外需求恢复与居家需求上行共振（白色家电）。09年海外需求上行过程当中，汽车及空调、冰箱等白色家电的出口增速均有所上行。当前全球疫情仍未结束，仍有许多国家复工复产进度较低，叠加“社交距离”要求和线上办公模式的拓开，居民居家时间显著增大，出行需求显著降低。因此在全球消费需求复苏端，与居家相关的家电和与食品相关的需求复苏或将较09年更为强烈。白色家电海外收入占比高达33%，在二级行业排名中8/104，是“海外需求复苏弹性”&“出口弹性”双高品种。

图56：汽车、家电等可选消费品类4月出口增速显著回暖

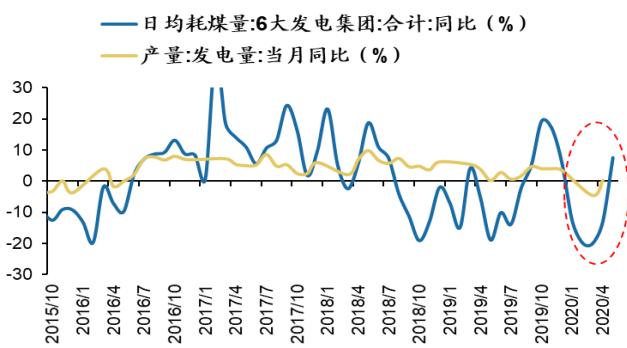


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：以上为对应商品的累计出口增速。

(四) “修复”路径三：生产端的供给修复——“周期三剑客” / IDC/医疗信息化

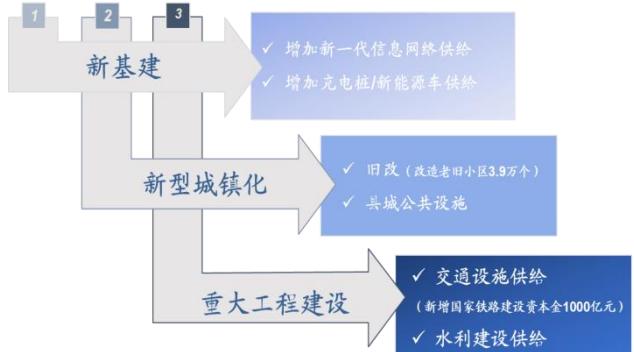
“后疫情时期”，国内外生产端也将逐步恢复，政策“两重一新”也将增加新/老基建供给。全球/中国复工复产加码，除了需求端的修复外，从粗钢产量、发电耗煤等高频数据可以看出，生产端的供给也正在修复。同时，“两重一新”财政政策驱动下，国内生产端（尤其是新老基建）供给将加速修复。我们认为当前全球经济的主旋律是“弱修复”，市场将阶段性寻求估值降维。

图57：生产端高频数据显著改善



数据来源：Wind，广发汽车小组，广发证券发展研究中心

图58：政策“两重一新”，增加新老基建供给

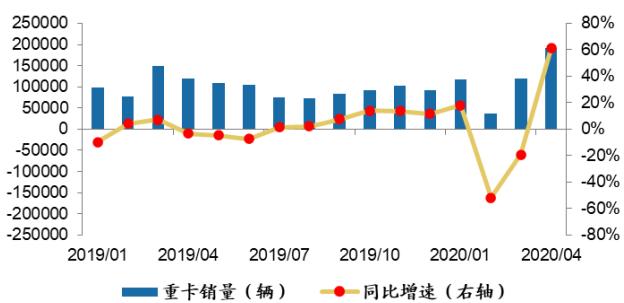


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

“周期三剑客”（重卡/建材/工程机械）是盈利修复板块中估值最低的+低估值板块中盈利修复最确定。（1）重卡：内生需求强劲，（龙头公司）中报盈利大概率超预期——重卡销量数据于三月大幅转正，同比销量上行，预计下半年销量仍将维持较高景气度。（2）水泥：需求弹性+行业供需格局改善，优质龙头业绩将持续放量——一季度工业品库存普遍积压上升，而水泥的存货同比增速处于低位，更受益于工业生产修复带来的涨价；由于水泥新增产能压力小，在较低的存货压力下，工业生产的修复将带动涨价弹性。（3）工程机械：行业格局优、供需格局好，能够在外部环境恶化的背景下依然保持较高的盈利能力，也受益于生产需求改善带来的弹性——季报来看：得益于资产周转率的支撑，工程机械是鲜有的ROE维持高位的行业；高频数据来看：得益于生产端的修复，全国挖掘机销量和起重机销量已经突破历年同期水平。

图59：我国重卡行业月度销量及同比增速显著改善

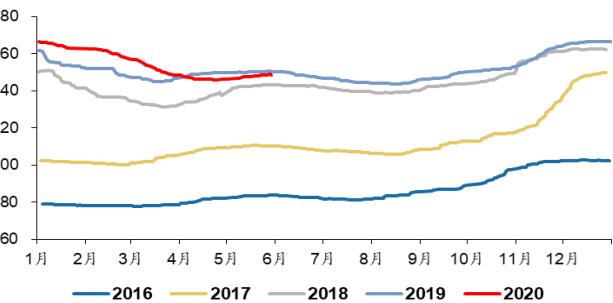
重卡行业月度销量及同比增速



数据来源：Wind，广发汽车小组，广发证券发展研究中心

图60：全国水泥价格与去年同期基本持平

全国水泥价格指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

IDC/医疗信息化：5G引领新一轮场景革命，疫情将带来需求端应用场景破壁，IDC/医疗信息化将成为“新基建”重要投资方向。5G科技赋能是下一阶段发展的关键线索，带来信息化建设的广阔市场，而“新基建”加成将进一步催化加速信息化建设，其中——(1) 医疗信息化：5G科技周期加码医疗信息化建设进程。中国医疗支出占GDP的比重仍显著低于主要发达国家，但最近几年中国医疗支出正在快速抬升，5G加速商用、“新基建”政策加码、处方药的网售许可，都将显著提升医疗信息化建设进程。(2) IDC：数据流量爆发和交互场景增加将带来IT基础设施（IDC、服务器）的需求大幅上行。2020年信息化建设加速，云需求上行、5G加速商用、大数据技术渗透、物联网交互增加共同带来流量爆发，将形成确定性较强的投资脉络。流量是移动互联时代的“必需消费品”，数据的存储、传输、运算量均将迎来爆发。

图61：中国医疗信息化的市场规模将持续扩张



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图62：2010-2021（E）中国IDC规模复合增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、主题投资：改革与产业新周期进阶

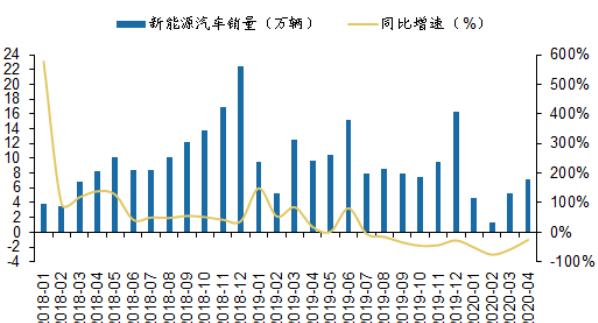
(一) 新能源车主题“贯穿全年”，重点关注中游电池环节

第一，新能源汽车战略迎“产业周期拐点”。其一，新能源车作为要素密集度高、产业空间大、延展性强的核心先进制造业，已经上升为全球科技竞争制高点；其二，经历过补贴退坡后，新能源汽车产业进入“高速发展与品质化+开放性竞争”周期，类似于供给侧改革逻辑，龙头将持续受益；其三，特斯拉引领技术周期拐点，尤其在特斯拉无人驾驶、人车交互等核心技术壁垒驱动下，未来智能化、互联网化将引领行业变革。

第二，政策驱动下半年销量或超预期。其一，补贴退坡延迟叠加后疫情时代促消费政策（两会再提及），新能源车景气度预期提升；其二，低油价约束力有限，与14H2背景不同，新能源车不单单是动能替代，ToC端认可度逐渐确立；其三，特斯拉景气度修复（Q1财报向好），补贴限价再推进国产化。

第三，欧洲出海“燃机”。其一，环保政策刺激下，欧洲新能源车需求强劲，比如今年欧洲开启全球最严二氧化碳排放量法规并开始实施欧-6d标准、补贴叠加欧盟绿色经济振兴计划免征增值税预期极大刺激需求（主流电动车售价与燃油车接近相当）；其二，供给端电池产能短缺限制车企产量，变相增加本土企业出海机遇；其三，欧洲已逐渐复工复产。

图63：新能源车国内销量（月度）



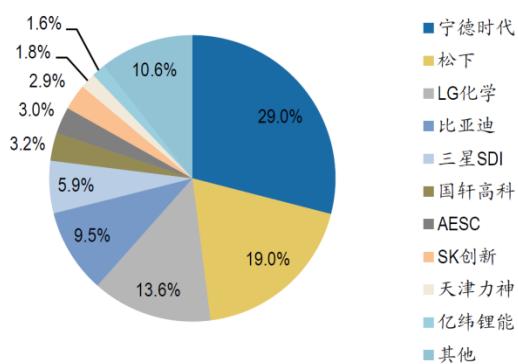
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图64：特斯拉销量预测



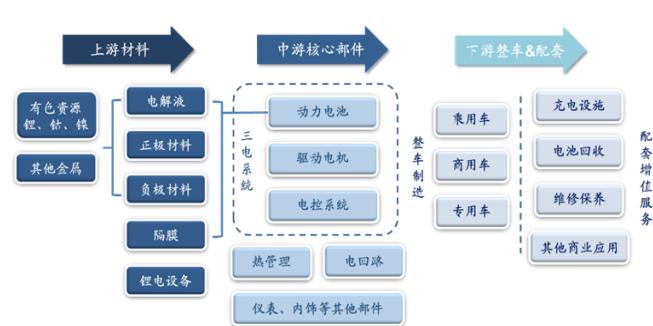
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图65：2019年全球动力电池市场格局



数据来源：起点研究，广发证券发展研究中心

图66：新能源汽车产业链

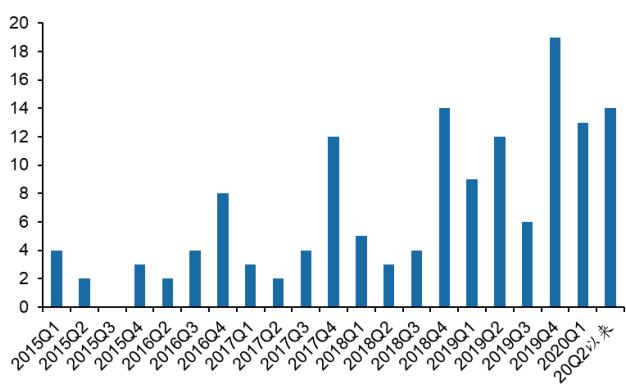


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 国企改革“全新起点”，重点关注地方负债率高、竞争性领域

财政收支压力下，国企改政策密集驱动，“改机制”内核深化：《国企改革三年行动方案》预计近期发布、国有股划转优先股政策预期（强化国资增值+公司治理改革）；上市央企股权激励政策加大激励力度和灵活性，关注市场化治理提效。投资思路：（1）地方优选财政负债率高的省份（如天津/云南）或区域试验区域（上海/深圳）；（2）竞争性领域混改（如家电/零售/食品饮料）；（3）今年是“双百行动”最后一年，优选此前改革动作小的地方国企。

图67：19年以来上市国企股权激励实施加速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图68：近年来国企改革提法变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 央行数字货币“增量落地”，重点关注POS机具厂商环节

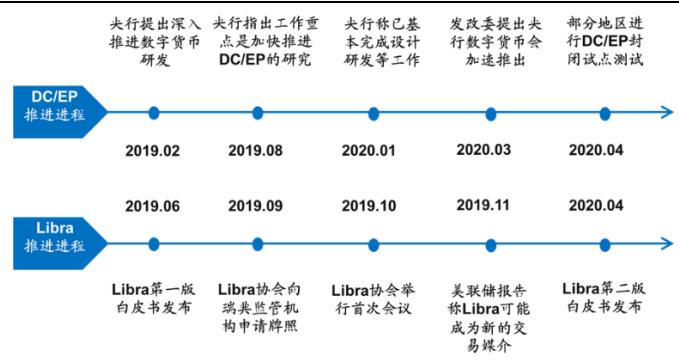
央行数字货币由央行顶层设计，央行数字货币已由概念阶段逐步进入基本面试点落地阶段。从2014年到现在，在央行坚决地推动下，央行数字货币稳步发展，目前正在逐步进入落地阶段。此时央行数字货币已经不再停留在概念阶段，而是在近期有基本面落地的可能。

当前时点央行试点落地+海外Libra竞争加速成为双催化剂，在竞争加速背景下，预计未来催化剂会密集释放。今年4月份以来中国央行加快推进央行数字货币落地试点，同时海外Libra发布白皮书，从全球视角看，当前时点全球数字货币进入竞争加速的拐点。今年央行数字货币落地过程中存在诸多催化剂，主要可分为国内央行试点落地推进和海外Libra竞争加速这两条线。

综合考虑各环节市场空间弹性及发展空间，建议优先关注POS机具厂商环节。数字货币产业链中，上游为网络安全厂商，中游为IT服务厂商，下游为机具厂商。上游领域中，中国央行在建设登记中心、认证中心过程中，考虑到货币的特殊性，预计外包建设规模不会太大；中游领域，根据IDC，我国银行业IT支出年规模在1000亿元左右；下游领域，根据wind，POS机具年销售规模约95亿元。对比来

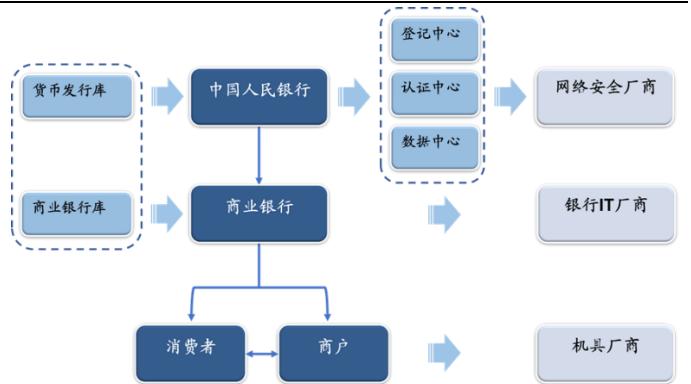
看，由于POS机具的基数相对较小，预计下游POS机具改造需求的市场弹性要高于中游银行IT改造。此外，从长期发展空间来看，央行数字货币推出后对现金的需求会进一步形成替代，ATM机具的长期需求可能进一步萎缩，因此面向支付端的POS机具环节要优于面向现金端的ATM机具。综合考虑各环节市场空间弹性和未来发展空间，建议优先关注POS机具厂商。

图 69：海外Libra的推出给央行数字货币带来竞争压力，预计后续加速



数据来源：广发证券发展研究中心

图 70：央行数字货币产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

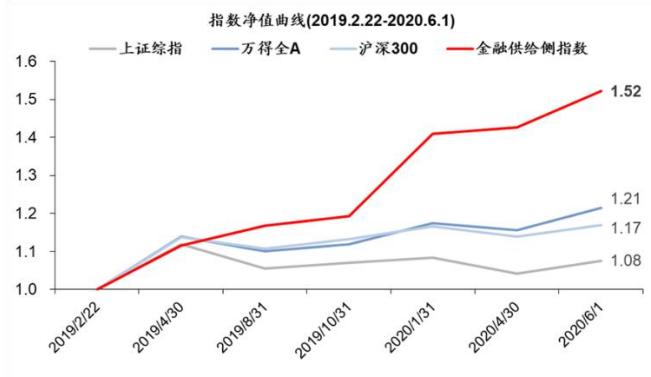
六、选股策略：金融供给侧慢牛指数&净利润断层

(一) 金融供给侧慢牛指数：超额收益之匙

我们于5月13日发布全新选股体系《金融供给侧慢牛指数：超额收益之匙》。自金融供给侧改革以来，“金融供给侧慢牛指数”持续获得显著超额收益。2019年2月22日至2020年6月2日期间，金融供给侧慢牛指数累计获得52.6%的绝对收益，相对万得全A获得30.8%的超额收益，相对股票型、普通股票+混合型、混合型基金的收益率中位数分别获得5.0%、19.8%、19.9%的超额收益！

金融供给侧慢牛指数不仅拥有较高的超额收益，还在波动率提高的市场中表现出控制回撤的优势。在19.2.22至20.6.2期间的收益率表现上，金融供给侧慢牛指数与创业板指不相上下，领先市场；在近期的高波动率市场中，金融供给侧慢牛指数则体现出了另一个明显的优势——在市场大跌时回撤控制更好，大涨时上涨的幅度更大。

图71：金融供给侧指数获得较高的绝对和超额收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

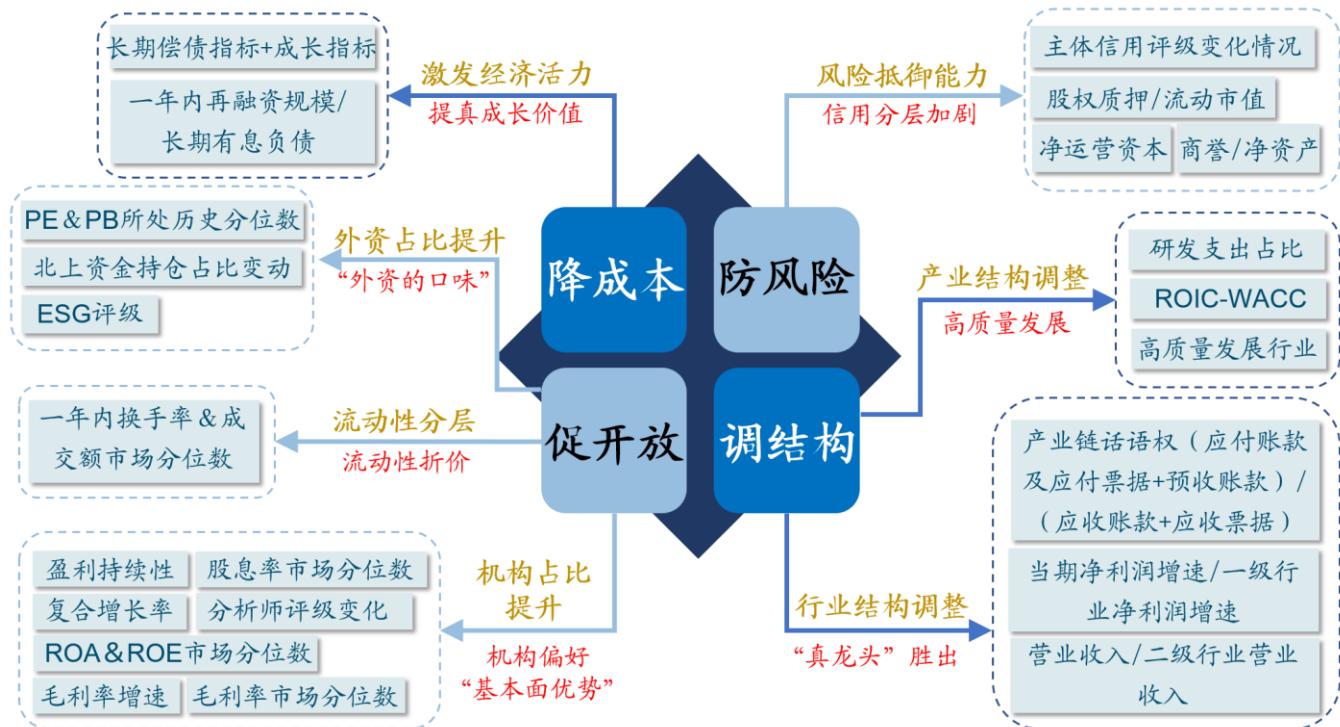
表9：金融供给侧指数在近期高波动当日中表现出色

时间区间	主要指数涨跌幅				各类基金收益率中位数	
	金融供给侧指数	创业板指	万得全A	沪深300	普通股票 (开放+封闭)	混合 (开放+封闭)
2019/2/22-2020/6/2	52.6%	54.4%	21.8%	17.3%	47.6%	32.7%
2020/2/28 大跌当日	-3.3%	-5.7%	-4.4%	-3.5%	-3.8%	-3.1%
2020/3/2 大涨当日	4.1%	3.1%	3.6%	3.3%	2.9%	2.5%
2020/3/9 大跌当日	-3.8%	-4.6%	-3.6%	-3.4%	-3.8%	-3.3%
2020/3/16 大跌当日	-4.3%	-5.9%	-4.4%	-4.3%	-4.7%	-4.1%
2020/3/23 大跌当日	-3.4%	-4.6%	-3.8%	-3.4%	-3.6%	-3.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

金融供给侧改革以来，A股生态发生了显著的进化。“金融供给侧慢牛”下，需要建立更为重视分母端作用，契合金融供给侧改革带来的变化的新“金融供给侧改革选股思路”。因此我们围绕金融供给侧改革的4大核心，建立了“4维度·25指标”全新选股体系。金融供给侧改革围绕四大核心：降成本、调结构、促开放、防风险。我们基于四大核心给股票市场带来的变化，构建了包含25个指标的金融供给侧慢牛选股指标体系（具体选股方法和指数成分股参考我们5月13日发布的报告《金融供给侧慢牛指数：超额收益之匙》）。

图72：“4维度·25指标”构建金融供给侧慢牛选股体系



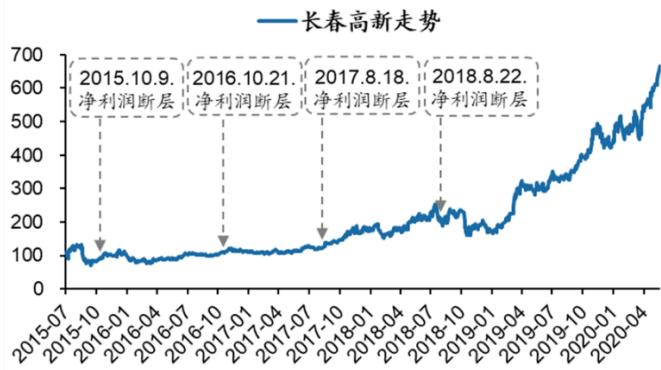
数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 净利润断层策略：行业配置指导意义较大

净利润断层是指上市公司发布超预期业绩公告后，股价出现跳空上涨的现象，本质是上市公司基本面在技术面上的体现。在构建组合时，选取净利润断层标的数量排名靠前的行业作为入选行业，对每一入选行业，选取该行业全部净利润断层个股标的，构建净利润断层组合，于每个一季报、半年报和三季报财报季月末调仓。

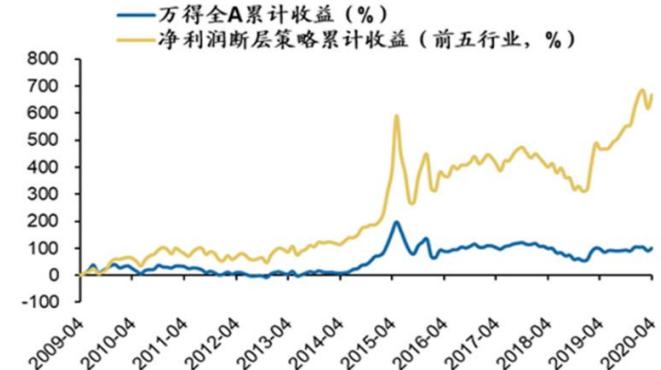
以前五行业为例，09年至今年复合收益率20%，明显跑赢wind全A，且80%年份跑赢市场，持仓体验较好。以2009年4月30日为基期，选取前五个行业，2009年4月30日至2020年4月30日累计收益达到了666%，年化复合收益率20.33%。从过去十年情况看，净利润断层策略有80%的年份跑赢市场，只有20%的年份跑输市场，而且跑赢的幅度要明显大于跑输的幅度。

图73：净利润断层代表性个股：长春高新



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图74：净利润断层策略可显著跑赢市场



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

09年-19年中，除18年外，其他年份净利润断层对行业配置指导意义都较大，基本能选出当年表现较好的行业。以19年为例，本轮电子行业净利润断层与行业景气度吻合度很高，电子行业在19Q1、19Q2、19Q3净利润断层个股数量分别位居行业第一位、第三位、第三位，在20Q1回升至第二位。同时，19年初至20年4月末，电子行业是A股中涨幅位居第一。

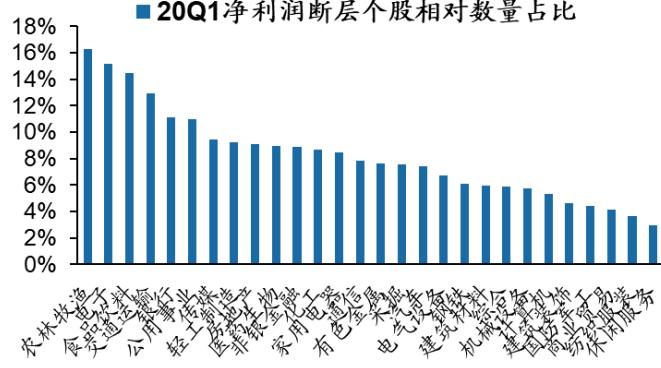
从断层个股相对数量占比看，20Q1前五行业分别为农林牧渔、电子、食品饮料、交通运输、银行。策略视角启发意义在于今年一季度业绩持续超预期的行业仍然集中在以电子为代表的科技和以饮食为代表的消费两大领域。从收益率视角看，电子和食品饮料行业净利润断层个股收益率平均来看在今年5月初以来均取得绝对收益和相对收益，食品饮料行业也成为收益率最高的行业。

图75：19年-20年电子行业可被有效识别



数据来源：广发证券发展研究中心

图76：分行业净利润断层个股相对数量占比



数据来源：广发证券发展研究中心

七、风险提示

疫情控制反复，全球及中国经济恢复不及预期，流动性环境收紧，中美关系不确定。

广发投资策略研究小组

戴 康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA 投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC 第一名。

郑 恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。

曹 柳 龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。

俞 一 奇：高级分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。

陈 伟 斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。

倪 庚：高级分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

韦 冀 星：（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：(1) 本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；(2) 研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。