

【策略专题】

稳增长力度怎么看？——两会前瞻 1

❖ 【宏观】或将不设经济目标，疫情初期货币宽松态势料难以维持

经济目标预期来看，或将不设经济目标或宽范围 3% 左右；财政参数预期来看，专项债 3.6 万亿左右，赤字率 3.3-3.5% 左右，特别国债预期不明朗，可能在一万亿左右，同时对盘活财政存量与地方国有资产方面的推进有所期待；地产政策来看，大概率要坚持房住不炒，同时也要保证房地产一定的平稳发展，旧改与因城施策依然是二者平衡结合的选项。货币政策而言，一季度救死扶伤为主，货币政策的短期目标聚焦避免经济休克和流动性危机，但二季度由于脱实向虚抬头，货币政策所处环境已经开始复杂化，需要在控制脱实向虚、降融资成本、系统性杠杆波动三者之间取平衡，疫情初的宽松态势不能认为是常态，需要管理货币宽松预期。

❖ 【策略】两会召开有望成为市场加速拐点

市场行情的基础在于通缩对抗格局下，疫情冲击是否开启经济金融持续去杠杆的不确定性。在二季度宏观数据重定市场预期锚之前，为市场留下了空窗期。而在空窗期内，疫情对于资本市场情绪冲击激烈冲击之后，市场将会经历美元流动性缓解、资本市场定价机制修复，经济运行正常化、过度悲观预期修正，疫情拐点与全球复工预期升温，对冲政策再定价三波驱动，在流动性充裕条件下，风险偏好提升驱动市场上涨行情。

❖ 【固收】节后债券市场调整较多，基本面恢复节奏或仍然较慢

节后债券市场调整较多，一是受 1 万亿专项债额度下发并要求在 5 月发行完毕，且国债单期发行规模显著增长，供给压力导致市场情绪仍偏弱；二是海外部分国家疫情得到初步控制开始复工，中美贸易摩擦释放缓和信号，美债收益率持续回升影响；三是国内市场对于两会宽信用政策仍有预期，也带动风险偏好回升，股债跷跷板效应有所显现；四是受 4 月公布经济数据扰动，市场对经济数据逐步改善有一定预期。

❖ 【大宗商品】两会稳增长对基建预期有进一步提振

目前钢铁经历了一季度的压力测试环境，后期的盈利是边际好转的，且估值较低，安全边际高。如果有政策利好作为驱动，上升空间强，从这个角度看，推荐建材生产企业方大特钢、三钢闽光和韶钢松山。另外，新钢股份非钢业务盈利高业绩韧性强，公司净现金接近市值估值极不合理，且近期有大股东回购的利好，有望走出独立行情。

❖ 【建筑建材】基建审批持续放量，专项债继续发力，继续推荐基建

第三批专项债额度确定，万亿资金即将下达。截至目前，已发行 1 万多亿，若 5 月底前全部发行，则预计 5 月单月的发行量将超万亿，规模与今年前四个月总和相当，逆周期调节力度预计会进一步加强。另外，4 月单月基建审批量再创新高，环境领域仍为重点。今年经济下行压力较为严峻，疫情冲击下国内消费明显受挫，促进有效投资对于拉动内需具有重大意义，微观层面的企业经营数据也在验证这一点。

❖ 【房地产】逆周期调控力度进一步加码，地产政策从严可能不大

新冠疫情之下，房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，目前经济、财政、地产三大政策放松信号力度大幅加强，政府逆周期调控力度进一步加码，土地和户籍改革、公募 REITs 试点等逐步推进，预计板块低估值将得到修复。此外，本次疫情对物业管理行业将是一次行业价值的再认识，疏通以往难点痛点，推动行业进入更广阔、更持续的黄金发展阶段。我们重申板块推荐评级，并优选优质房企和优质物管企业。

❖ 风险提示：疫情发展超预期，全球经济动能弱化节奏超预期，政策落地节奏不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

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：周冠南

电话：010-66500918
邮箱：zhouguannan@hcyjs.com
执业编号：S0360517090002

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com
执业编号：S0360519060002

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
邮箱：yuanhao@hcyjs.com
执业编号：S0360516120001

目 录

一、【宏观】或将不设经济目标，疫情初期货币宽松态势料难以维持.....	3
二、【策略】两会召开有望成为市场加速拐点.....	3
三、【固收】节后债券市场调整较多，基本面恢复节奏或仍然较慢.....	3
四、【大宗商品】两会稳增长对基建预期有进一步提振.....	4
五、【建筑建材】基建审批持续放量，专项债继续发力，继续推荐基建.....	4
六、【房地产】逆周期调控力度进一步加码，地产政策从严可能不大.....	4

一、【宏观】或将不设经济目标，疫情初期货币宽松态势料难以维持

经济目标预期来看，或将不设经济目标或宽范围3%左右；财政参数预期来看，专项债3.6万亿左右，赤字率3.3-3.5%左右，特别国债预期不明朗，可能在一万亿左右，同时对盘活财政存量与地方国有资产方面的推进有所期待；地产政策来看，大概率要坚持房住不炒，同时也要保证房地产一定的平稳发展，旧改与因城施策依然是二者平衡结合的选项。货币政策而言，一季度救死扶伤为主，货币政策的短期目标聚焦避免经济休克和流动性危机，但二季度由于脱实向虚抬头，货币政策所处环境已经开始复杂化，需要在控制脱实向虚、降融资成本、系统性杠杆波动三者之间取平衡，疫情初的宽松态势不能认为是常态，需要管理货币宽松预期。

风险提示：经济下行、疫情发展、政策力度超预期。

二、【策略】两会召开有望成为市场加速拐点

1. 市场行情的基础在于通缩对抗格局下，疫情冲击是否开启经济金融持续去杠杆的不确定性。在二季度宏观数据重定市场预期锚之前，为市场留下了空窗期。而在空窗期内，疫情对于资本市场情绪冲击激烈冲击之后，市场将会经历美元流动性缓解、资本市场定价机制修复，经济运行正常化、过度悲观预期修正，疫情拐点与全球复工预期升温，对冲政策再定价三波驱动，在流动性充裕条件下，风险偏好提升驱动市场上涨行情。

2. 当前正处于第二阶段，五月预计为整固进击转折。1) 国外疫情影响延续，复工预期升温，边际上出现缓慢改善；2) 国内货币-信用传导效果初显，叠加复工稳步推进，盈利端预期改善；3) 两会召开有望为市场注入新的预期，召开时点也有望出现第二阶段与第三阶段驱动力共振。两会召开时点从市场风险偏好驱动节奏看，有望形成市场加速拐点。

3. 从历史表现看，两会期间市场一般风险偏好提升，风格有一定变动。

1) 从市场整体表现来看，两会前后市场多录得正收益。通过梳理2015-2019年两会行情表现，以两会开幕日为时间节点，对两会召开前一个月、后一个月内的市场表现进行分析。可以发现，除2018年外，上证综指在过去五年中其他年份的两会前、后一个月内均录得正收益。整体来看，过去五年两会前都具有较强行情，主要原因在于年初数据空窗期以及两会政策预期提升风险偏好，叠加流动性宽松共同催化出较强的春季行情。

2) 从板块表现来看，两会前后中小创表现较优。通过对沪深300、中证500、中证1000指数两会前后表现进行横向对比分析，我们发现过去五年中，除2016年，两会前一个月内中证1000指数表现最好，中证500指数表现优于沪深300指数。在两会后一个月内，过去五年中小盘股表现均明显占优。

3) 从行业表现来看，两会前后市场存在一定风格变动。过去五年中，除2016年受供给侧改革预期导致的周期股强势，其他年份两会前一个月内成长风格相对占优，计算机、通信、传媒等行业上涨明显。两会后一个月内市场仍会上涨，但占优风格多数与两会之前不同，多以消费、制造风格占优。整体来看，两会前市场受流动性宽松+风险偏好提升驱动，所以高弹性板块表现较好，两会结束后，市场回归基本面逻辑，经济数据与上市公司盈利数据陆续披露导致了风格的切换。

3. 行情结构上，随着风险偏好有低向高，将发生有纯内需向风险偏好高弹性轮动。当前格局看，食品饮料、医药、农业、商贸零售，后续仍有望获得行情贝塔收益，但相对弹性偏弱。风险偏好弹性上，一是风险偏好从中向高转变过程中高弹性的券商、军工，二是高成长空间新基建相关科技行业板块，主要看好5G、新能源相关行业，重点关注TMT、电新，三是稳增长政策催化，投资方向看好建筑建材、机械，消费方向看好家电、汽车。

4. 风险提示：中美经贸关系反复、美元流动性紧张重来、政策宽松不及预期、疫情影响超预期。

三、【固收】节后债券市场调整较多，基本面恢复节奏或仍然较慢

节后债券市场调整较多，一是受1万亿专项债额度下发并要求在5月发行完毕，且国债单期发行规模显著增长，供给压力导致市场情绪仍偏弱；二是海外部分国家疫情得到初步控制开始复工，中美贸易摩擦释放缓和信号，美债收益率持续回升影响；三是国内市场对于两会宽信用政策仍有预期，也带动风险偏好回升，股债跷跷板效应有所显现；四是受4月公布经济数据扰动，市场对经济数据逐步改善有一定预期。

但海外疫情导致的需求下行对国内经济负面冲击并未完全落地，基本面恢复节奏或仍然较慢。同时，货币政策执行报告仍延续货币政策的宽松基调，且央行对于维护货币市场利率平稳运行的态度明确，资金面大幅收紧概率较小，债市恐慌情绪或在资金价格快速回落后消退；宽松政策工具使用未尽，总量和结构政策或仍将发力，存款基准利率调整仍旧可期，故货币政策对于债市的利好未尽，收益率调整后，相对位置赔率下降，或是较好的布局机会。

风险提示：基建刺激政策超预期，宽信用政策超预期。

四、【大宗商品】两会稳增长对基建预期有进一步提振

需求：4月螺纹钢表观需求同比增长10%以上，5月延续高消费，短期内建筑钢材高需求有望延续。板材表观消费一直未能达到去年同期水平，海外直接需求和间接需求的萎缩、国内制造业的恢复偏弱是主要原因。

供给：螺纹钢在高需求高利润下产量迅速反弹，已经接近去年同期水平。板材在低需求低利润下产量一直较低，相较于去年同期低10%以上。

价格：高需求是向上驱动，高供给和高库存是压制因素，价格震荡偏强。

两会驱动：两会稳增长对基建预期有进一步提振，但目前基建偏强已经接近一致预期，地产若能有政策的边际利好对市场的驱动会更强。

当前投资观点：目前钢铁经历了一季度的压力测试环境，后期的盈利是边际好转的，且估值较低，安全边际高。如果有政策利好作为驱动，上升空间强，从这个角度看，推荐建筑材生产企业方大特钢、三钢闽光和韶钢松山。另外，新钢股份非钢业务盈利高业绩韧性强，公司净现金接近市值估值极不合理，且近期有大股东回购的利好，有望走出独立行情。

风险提示：海外疫情二次爆发，疫情导致次生冲击。

五、【建筑建材】基建审批持续放量，专项债继续发力，继续推荐基建

第三批专项债额度确定，万亿资金即将下达。根据4月20日的财政部新闻发布会，第三批专项债额度拟发行一万亿，力争5月底前完成发行。加上此前已经下达的两批额度，今年提前批专项债已达2.29万亿，超过去年全年的发行量，全年有望达3.5万亿。截至目前，已发行1万多亿，若5月底前全部发行，则预计5月单月的发行量将超万亿，规模与今年前四个月总和相当，逆周期调节力度预计会进一步加强。

另外，4月单月基建审批量再创新高，环境领域仍为重点。分地区看，新增基建审批投资主要来自广东、四川、安徽、广西，其中广东、四川一直为审批大省，安徽、广西近期占比提升。

我们认为，今年经济下行压力较为严峻，疫情冲击下国内消费明显受挫，促进有效投资对于拉动内需具有重大意义，微观层面的企业经营数据也在验证这一点。中国铁建、中国中铁、中国建筑一季度的工程/基建订单同比增速各为22.04%、11.7%、19.7%，均明显高于公司总订单增速，其中铁建的铁路订单增速超50%、中铁的公路订单增速超70%。基建政策、资金、项目持续向好，估值横纵向对比均处底部，继续推荐。

个股推荐：推荐钢构加工龙头鸿路钢构、精工钢构，设计龙头苏交科、中设集团，园林企业东珠生态，以及基建央企中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建，建议关注金螳螂。

风险提示：基建投资增速不达预期，政策推进程度不及预期。

六、【房地产】逆周期调控力度进一步加码，地产政策从严可能不大

销售：行业销售来看3月已经出现明显好转，1-3月销售面积同比-26.3%，较前值+13.6pct，疫情缓和下各区域销售同比均明显反弹，其中前期降幅较大的西部区域尤其明显，3月单月同比已经达到-2.5%。重点50家房企来看，2-4月销售额呈现逐步回升趋势，同比分别-35%、-14%和+3%。并且从五一认购来看，各家房企基本实现20-100%不等的增长，其中金科和旭辉（大比例增长），中南同比+30%，碧桂园60%+，禹洲60%，万科20%，金地100%。总体我们认为Q2销售由于需求逐步释放和5、6月份低基数之下会逐步转好，Q3销售可能要再看看。

政策：维持之前一城一策边际放松预判，最近济南、宁波、山东等省市还在陆续放开户籍制度，并且深圳、东莞等城市推出了多供地、放松限售等政策。资金端来看发债成本明显下移，深圳等地出现资金推动的市场变热，政

策总体还是保持量可以增、价格要稳的取向，从严没有太大可能。

两会展望：一般两会之前地产表现比较平，会涉及到提或不提地产、房产税等政策端的博弈猜想。

展望：新冠疫情之下，房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，目前经济、财政、地产三大政策放松信号力度大幅加强，政府逆周期调控力度进一步加码，土地和户籍改革、公募 Reits 试点等逐步推进，预计板块低估值将得到修复。此外，本次疫情对物业管理行业将是一次行业价值的再认识，疏通过往难点痛点，推动行业进入更广阔、更持续的黄金发展阶段。我们重申板块推荐评级，并优选优质房企和优质物管企业，推荐：1) 住宅开发：金科股份、世茂房地产、金地集团、龙湖集团。2) 物业管理：招商积余、永升生活服务、保利物业、绿城服务、新大正。

风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧。

策略组团队介绍

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	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	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
	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	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@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
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@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