

【策略专题】

第三轮通缩对抗下的“小逐险牛”

❖ 第三轮“通缩对抗”是本轮行情的主线

1) 第一轮通缩对抗：“大水牛”与两年“慢牛”：2014-15年间中国货币宽松、财政刺激、地产放松等一系列举措，美国美联储持续扩表、减税和财政刺激计划。A股在2014-2015年间牛市，2016-2017年两年慢牛。2) 第二轮通缩对抗：“快牛”与“结构牛”：2018年下半年中国政策放松，财政提前发力，2019年美国重启降息周期。A股在2019年初走出了一波快速上涨行情，2019年全年结构性行情不断。3) 第三轮通缩对抗：复工内生驱动+对冲外生驱动。市场预期内会偏向悲观，当前复工内生驱动与对冲外生驱动效应并未明确，而其中的预期差正是提示的“小逐险牛”发展的基本面基础。

❖ 全球经济金融“大避险”格局延续，“小逐险”行情或到二季度末

当前市场的核心问题在于疫情冲击后经济趋势的研判。市场关注的风险点来看，1) 疫情拐点预期有望在5月中下旬升温；2) 全球经济金融进入持续去杠杆明确仍待时日；3) 疫情冲击供给侧，需求端强刺激可能形成的通胀风险，风险节奏较远；4) 中美经贸关系短期仍将会存在着反复，但预计不会出现质变拐点。从当前这四大风险因素实际上都导向了大萧条开启的讨论。我们并不认为当前具有研判这一趋势确切方向的充分信息，但相对更为确定的是，对于这一研判进行的新一轮预期锚定并不是在现在，相对更快也会在二季度末。

❖ 阶段内市场有望实现三波驱动接力下的“小逐险牛”行情

1) 第一波驱动：美元流动性紧张缓解，市场定价机制修复。随着3月底美联储无限QE的推出，美元流动性紧张问题解除，定价机制修复将带动金融商品价格反弹。2) 第二波驱动：经济运行正常化推进，过度悲观情绪修正。后续的复工进度对于市场的引导作用要强于经济数据和盈利基本面的引导作用，随着过度悲观情绪的修正，前期受疫情影响而下跌的资产价格修复也将带来行情的向上演绎。3) 第三波驱动：疫情拐点预期升温，全球联合对冲政策再定价。当前行情正处于第二阶段，主要是过度悲观预期的修正，其核心驱动仍在于“流动性充裕+风险偏好提升”。这一阶段市场将进一步淡化基本面驱动逻辑，而是更多依赖于估值端驱动，着眼于风险偏好驱动的主题性机会。

❖ 投资建议：把握三波驱动力，从内需修复到风险偏好弹性

第一阶段核心价值蓝筹将会迎来估值修复，陆股通重仓指数带领上涨；第二阶段过度悲观情绪修正是行情基础，创业蓝筹指数相对强势有望逐渐显现和明确；第三阶段随着风险偏好的进一步提升，风险偏好弹性高的科技股有望迎来加速表现，周期资源品板块也有望迎来补涨行情。行情的前期，即第一阶段主要表现为内需修复行业板块的估值修复，主要看好食品饮料、医药、农业、商贸零售，风险偏好由中等水平向更高水平提升时敏感的行业更受青睐，主要看好券商、军工。随着国内复工进程的推进、海外疫情缓和和复工进度展开，风险偏好弹性更好的稳增长与新基建板块要更加具有风险收益比，主要看好新基建、科技（主要是5G-新能源两大科技板块）、轨交、建筑建材、家电。

❖ 风险提示：

中美冲突加剧提前、疫情中断复工进程、中国政策宽松大幅低于预期、美元流动性紧张卷土重来。

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

联系人：刘阳

电话：liuyang2@hcyjs.com

邮箱：010-66500887

投资主题

报告亮点

行情的产生或来源于内生性经济动能，或来源于外生性政策动能。2002-2010年全球经济在中国加入 WTO 红利的释放周期之中，而 2012 年中国经济增速进入了下行通道之后，全球经济实际上进入了“内生动能趋弱-外生动能对冲”的格局之中。在这种格局之中，内生动能的弱化核心体现在全球经济通缩的强化，经济全球化的实质是制造业的全球化，这就集中体现在 PPI 的变化上，这就意味着“内生动能趋弱-外生动能对冲”又可以简单概括为“通缩对抗”。自 2012 年以来，我们已经经历了两轮全球性通缩对抗的轮回。疫情冲击破坏了去年年底升温的全球经济见底预期，全球经济通缩重回。市场易于出现过度悲观的倾向，对于通缩对抗的效果必然抱有相较前两轮更重的怀疑，但这并不影响第三轮“通缩对抗”对于当前行情的引导性作用。

投资逻辑

第三轮通缩对抗是本轮行情主线；“大避险小逐险”格局下，行情窗口有望到二季度末；美元流动性紧张缓解、市场定价机制修复，经济正常化推进、过度悲观情绪修正；疫情拐点预期升温、全球联合对冲政策再定价三波驱动接力。从行业配置角度看，随着三波驱动力的演化，将会是逐渐从内需修复到风险偏好弹性过渡的过程。

目录

一、第三轮“通缩对抗”是本轮行情的主线.....	5
（一）第一轮通缩对抗：“大水牛”与两年“慢牛”	5
（二）第二轮通缩对抗：“快牛”与“结构牛”	7
（三）第三轮通缩对抗：复工内生驱动+对冲外生驱动	9
二、“大避险小逐险”格局下，行情窗口有望到二季度末.....	10
（一）疫情拐点预期有望在5月中下旬升温	10
（二）全球经济金融持续去杠杆明确仍待时日	11
（三）经济顺利启动驱动通胀风险节奏更远	12
（四）中美摩擦仍将会存在着反复	13
三、“小避险牛”的三波驱动接力.....	14
（一）第一波驱动：美元流动性紧张缓解，市场定价机制修复	14
（二）第二波驱动：经济正常化推进，过度悲观情绪修正	15
（三）第三波驱动：疫情拐点预期升温，全球联合对冲政策再定价	16
四、投资建议：把握三波驱动力，从内需修复到风险偏好弹性.....	18
（一）内需修复与风险偏好转折	19
（二）风险偏好高弹性	20
五、风险提升.....	20

图表目录

图表 1	2012 年以来经历的两轮“通缩对抗”	5
图表 2	2016-2017 年中美库存周期共振向上	5
图表 3	中国三轮“微刺激”未改经济下行趋势	6
图表 4	美联储 2014 年底退出 QE3	6
图表 5	2014-2015 年中国连续降准降息	7
图表 6	2015 年底基建与房地产投资增速回升	7
图表 7	第二轮通缩对抗下的两波权益可观行情	7
图表 8	2016-2017 年“龙马行情”驱动下的两年慢牛	7
图表 9	金融紧缩下 2018 年非标融资快速下降	8
图表 10	2017 年底美联储开始转向缩表	8
图表 11	中美贸易战对中国对外贸易产生拖累作用	8
图表 12	2018 年下半年中国对冲政策发力	9
图表 13	美联储 2019 年重新转向宽松	9
图表 14	2019 年权益市场整体表现积极	9
图表 15	A 股结构性牛市行情表现亮眼	9
图表 16	哥伦比亚大学模型显示美国新增高峰最晚在 5 月中旬出现	11
图表 17	《世界经济展望》最新增长预测	12
图表 18	主要国家复产计划梳理	13
图表 19	美元流动性紧张出现缓解趋势	15
图表 20	中美利率变化层面当前表现出友好态势	15
图表 21	全球疫情每日新增确诊病例数据出现积极变化	16
图表 22	美联储资产负债表近期迅速扩张	17
图表 23	主要国家经济刺激计划梳理	17

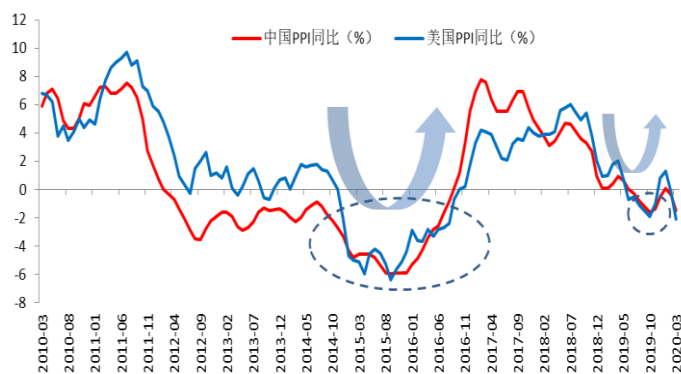
一、第三轮“通缩对抗”是本轮行情的主线

行情的产生或来源于内生性经济动能，或来源于外生性政策动能。2002-2010 年全球经济在中国加入 WTO 红利的释放周期之中，而 2012 年中国经济增速进入了下行通道之后，全球经济实际上进入了“内生动能趋弱-外生动能对冲”的格局之中。在这种格局之中，内生动能的弱化核心体现在全球经济通缩的强化，经济全球化的实质是制造业的全球化，这就集中体现在 PPI 的变化上，这就意味着“内生动能趋弱-外生动能对冲”又可以简单概括为“通缩对抗”。从经济体量以及边际变化重要程度来看，G2 视角可以提供一个简明的观察框架。

自 2012 年以来，我们已经经历了两轮全球性通缩对抗的轮回。1) 第一轮：“四万亿”红利逐渐消退，2012 年中国 PPI 增速开始转负，2014 年发展为全球性通缩。第一轮对抗中，2014-15 年间中国货币宽松、财政刺激、地产放松等一系列举措，美国美联储持续扩表、减税和财政刺激计划。对抗举措发力下，我们经历了 A 股在 2014-2015 年间货币宽松驱动下的牛市，然后是 2016-2017 年中美库存周期形成共振向上、中美 PPI 转正支持下的两年慢牛。2) 第二轮：2017Q3 之后，中美库存周期共振向上走向尾声，中国国内金融收缩、中美贸易战升温，全球通缩再回归。第二轮对抗中，2018 年下半年中国政策放松，财政提前发力，2019 年美国重启降息周期。对抗举措发力下，A 股在 2019 年初走出了一波快速上涨行情，2019 年全年结构性行情不断，在 2019 年末出现主要经济体 PMI 回暖，PPI 回升，经济见底预期升温。

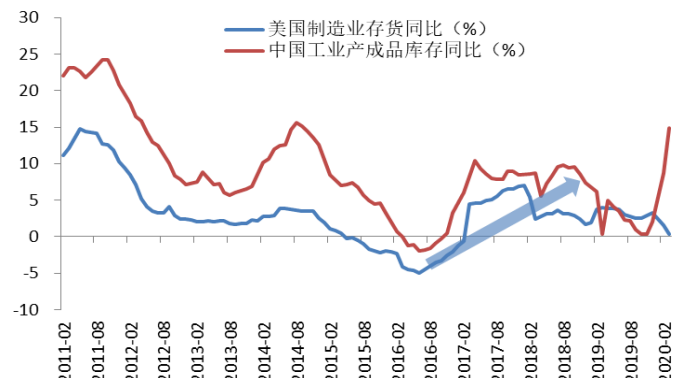
疫情冲击破坏了去年年底升温的全球经济见底预期，全球经济通缩重回。作为持久战的通缩对抗，市场对于对冲政策效果的信心是逐渐弱化的，但必须要承认对冲政策的极限并不能提前探知。正如 2016 年初、2018 年底市场对于对冲政策起效始终抱有怀疑，但最终在经济数据积极表现下，市场重新对前期宽松对冲举措重新定价。当前的情形如同这一轮回的重来，疫情冲击下，市场易于出现过度悲观的倾向，对于通缩对抗的效果必然抱有相较前两轮更重的怀疑，但这并不影响第三轮“通缩对抗”对于当前行情的引导性作用。

图表 1 2012 年以来经历的两轮“通缩对抗”



资料来源：wind，华创证券

图表 2 2016-2017 年中美库存周期共振向上



资料来源：wind，华创证券

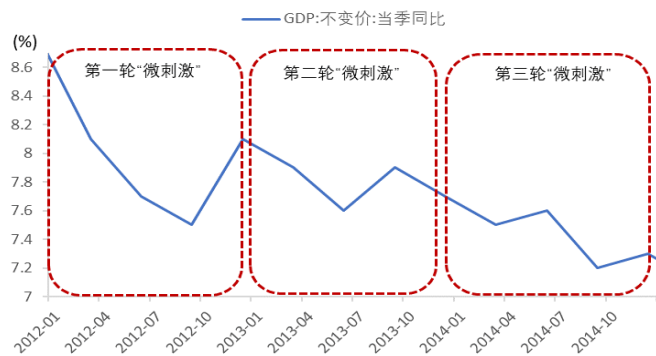
(一) 第一轮通缩对抗：“大水牛”与两年“慢牛”

“四万亿”红利逐渐消退，中国逐渐进入通缩趋势中。2008 年四季度至 2009 年，经济刺激政策密集出台，继 2008 年底“四万亿”扩内需政策出台后，2009 年迎来中国版量化宽松政策。在 2008 年下半年 5 次下调存贷款基准利率的基础上，2009 年共投放 9.6 万亿元信贷规模，同比 2008 年增长 96%，M1 增速达到 32.35%，M2 增速达到 27.68%。政策刺激下，2009 年下半年中国经济出现“V 型”反转，GDP、工业数据以及价格指数触底后快速反弹。随着经济的快速回暖以及价格指数的上升，监管层开始“管理通货膨胀预期”，2010 年开始严控信贷投放与地产投资，并先后 2 次加息、6 次提准。叠加“四万亿”刺激效果的消退，2010 年初“滞胀”隐忧初现，欧洲债务危机引发国内经济二次衰退担忧，国内通胀水平高企。2011 年，国内主要经济数据均较上一年存在不同程度下滑，四个季度 GDP 增速分别为 10.2%、10.0%、9.4%、8.8%，呈加速下行趋势，而通货膨胀水平在同一时期不断走高，经济形成“滞胀”

局面，经济动能转向弱化。

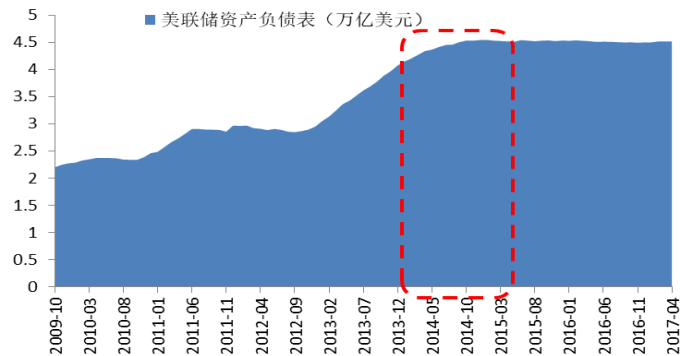
中国三轮“微刺激”未改趋势，美国退出 QE3 下全球通缩到来。2012 年中国经济延续了 2011 年经济下行趋势，前三季度 GDP 增速分别为 8.1%、7.7%、7.5%。随着经济动能的持续放缓，第一轮微刺激政策出台。其中，年内 2 次下调存款准备金率，2 次下调存贷款基准利率，财政政策方面则加快投资项目审批，补贴刺激消费，最终使得四季度 GDP 止跌回升至 8.1%。2013 年初，由于受“新国五条”、理财非标限制等规定影响，GDP 增速再次出现回落。随后，国务院推出了以中小企业减税为主的第二轮“微刺激”出台，最终使四季度 GDP 增速稳定在 7.7%。2013 年即使在两次“钱荒”背景下，货币政策持续保持收紧，从而导致了 2014 年一季度基本面的再次下行，国内随后开启第三轮“微刺激”，主要措施内容涵盖定向降准、税收、棚户区改造和中西部铁路建设，稳定外贸以及在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目等。“微刺激”短期稳增长效果再次显现，2014 年二季度 GDP 增速短暂回升，但下半年再次下行。从中国 PPI 趋势来看，尽管始终处于负值区域，但整体呈现出逐渐回升态势。但美联储于 2014 年底退出 QE3，自 2014 年 12 月之后，中美 PPI 均进入负值状态，全球通缩格局形成。

图表 3 中国三轮“微刺激”未改经济下行趋势



资料来源: wind, 华创证券

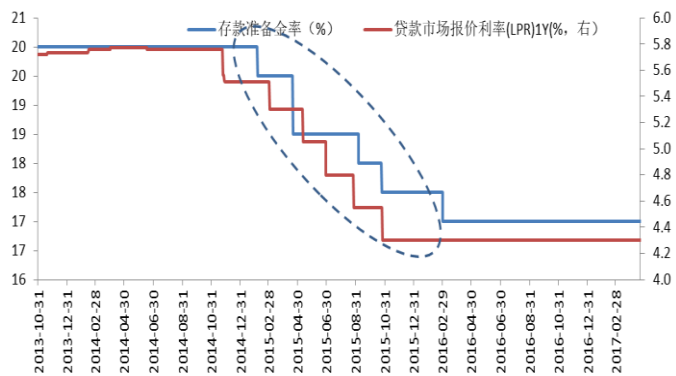
图表 4 美联储 2014 年底退出 QE3



资料来源: wind, 华创证券

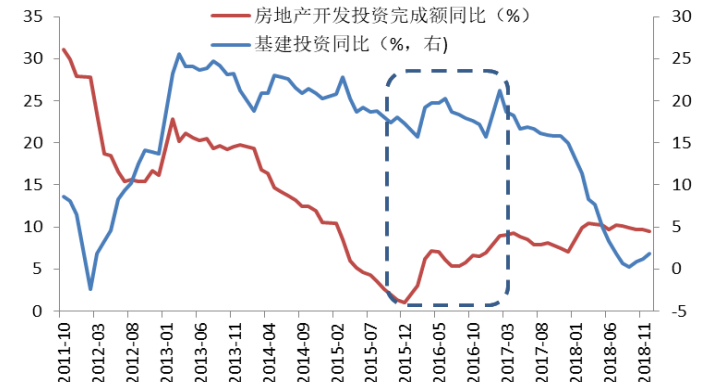
2014-2015 年中国连续降准降息，2016-2017 年中美库存周期共振向上。2014 年到 2015 年中国进入货币宽松周期，连续降准降息，从 2015 年底开始财政政策也有所发力，基建投资增速与房地产投资增速开始出现回升。除了需求端的发力之外，2016-2017 年间，中国推进的供给侧结构性改革，钢铁煤炭为代表的上游资源品供给侧结构持续优化，产品价格也出现了强势表现，这对于全球通缩环境的改善产生了积极影响。在通缩预期改善情况下，美欧经济体前期持续受到抑制的私人设备投资出现回升，市场上一度产生了关于“全球朱格拉周期”开启的讨论，事后来看只是一轮通缩缓解之后的短暂回补。作为 2014-2015 年中国对冲政策发力的衍生，A 股出现了一轮由流动性充裕叠加风险偏好提升的“大水牛”行情，而 2016-2017 年则在通缩对抗见效基础上，展开了一轮为期两年的慢牛行情，只是这轮行情是在供给侧结构性改革政策背景下，更多表现出 EPS 主导下的“龙马行情”特征。

图表5 2014-2015年中国连续降准降息



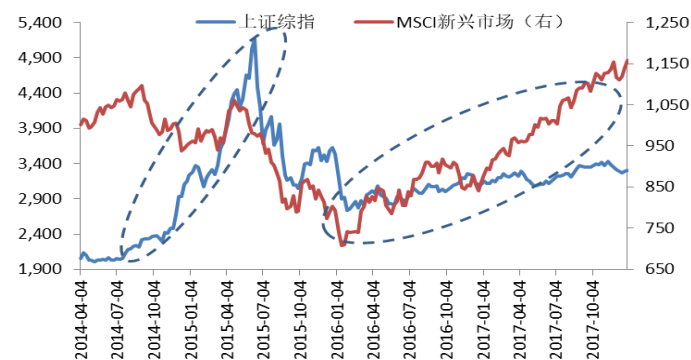
资料来源: wind, 华创证券

图表6 2015年底基建与房地产投资增速回升



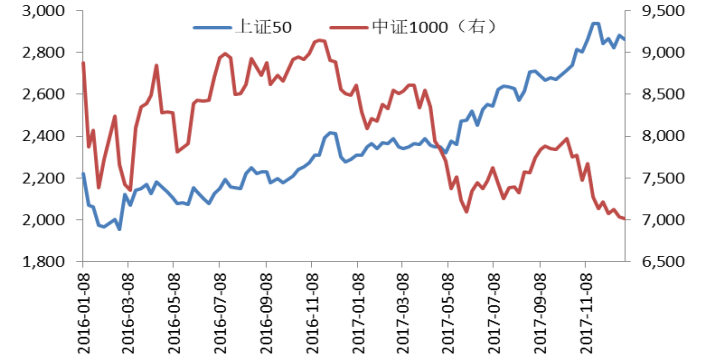
资料来源: wind, 华创证券

图表7 第二轮通缩对抗下的两波权益可观行情



资料来源: wind, 华创证券

图表8 2016-2017年“龙马行情”驱动下的两年慢牛

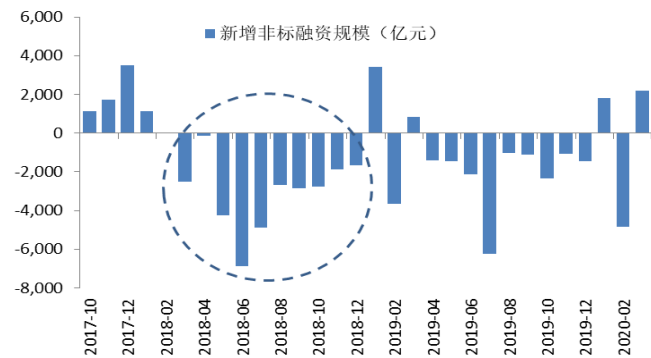


资料来源: wind, 华创证券

(二) 第二轮通缩对抗: “快牛”与“结构牛”

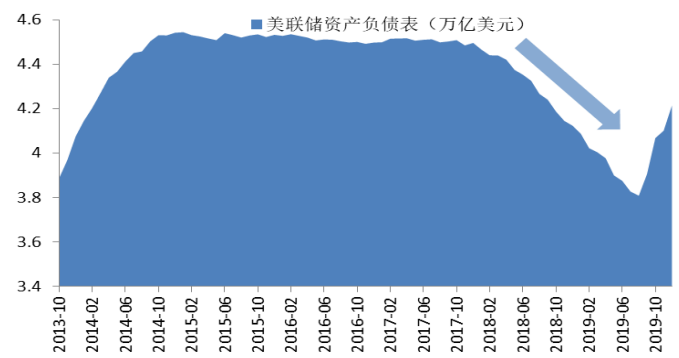
库存周期动能弱化,金融紧缩与中美贸易战下通缩回归。对于2018年全球经济而言,整体上面临者三方面的压力,进入2018年之后,全球PPI快速下行,通缩力量重新回归。1) 从中美库存周期角度看,2017Q3之后共振向上格局开始出现弱化,这表明从全球经济内生动能视角来看,已经开始出现了弱化。2) 从金融条件角度看,中国金融去杠杆政策背景下,2017年11月,人民银行、银监会与保监会联合发布“资管新规”,就资管业务刚性兑付、多层嵌套、监管套利、期限错配等一系列问题进行了统一规范。虽然长期来看,“资管新规”有利于金融市场风险定价的规范,但短期增加了市场不确定性。打破刚兑降低了投资者风险偏好,取消“通道业务”则加强了市场金融监管和去杠杆预期,都导致了市场流动性的进一步趋紧,尤其以非标融资存量规模的快速萎缩最为突出。从美国方面看,美联储在2017年底进入了缩表阶段。3) 2017年8月美国贸易代表办公室发起对华“301调查”,2018年3月特朗普基于“301调查”报告指令对从中国进口的600亿元商品加征关税,次日中国宣布对部分自美进口的128个税项产品加征25%的关税,中美贸易战正式打响,并在2018年4月至2019年5月间不断升级反复。首批500亿美元中国商品加税清单在7月和8月分批落地,影响2018年中美进出口金额同比增速下降至8.5%。随后在2019年,贸易摩擦的负面影响全面显现,中美贸易额规模与对美贸易差额规模不断缩小。

图表 9 金融紧缩下 2018 年非标融资快速下降



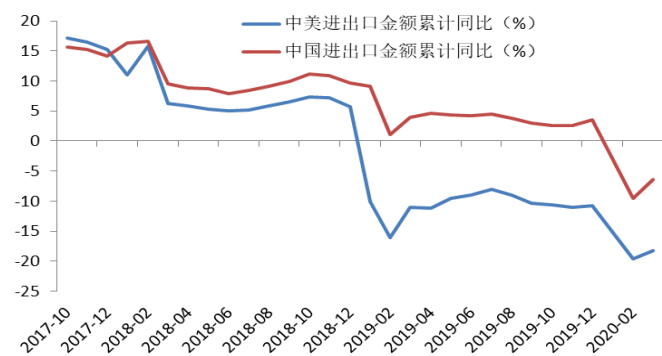
资料来源: wind, 华创证券

图表 10 2017 年底美联储开始转向缩表



资料来源: wind, 华创证券

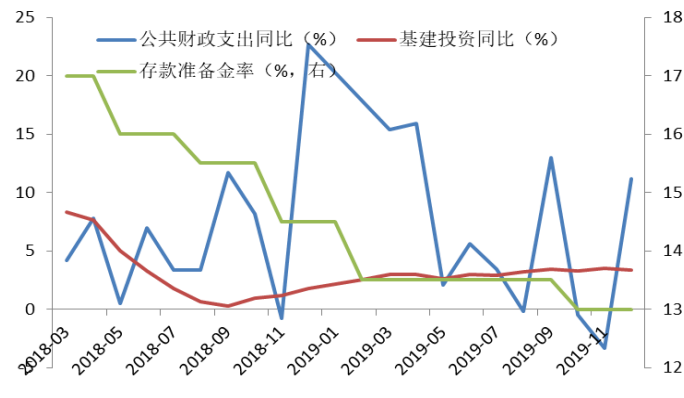
图表 11 中美贸易战对中国对外贸易产生拖累作用



资料来源: wind, 华创证券

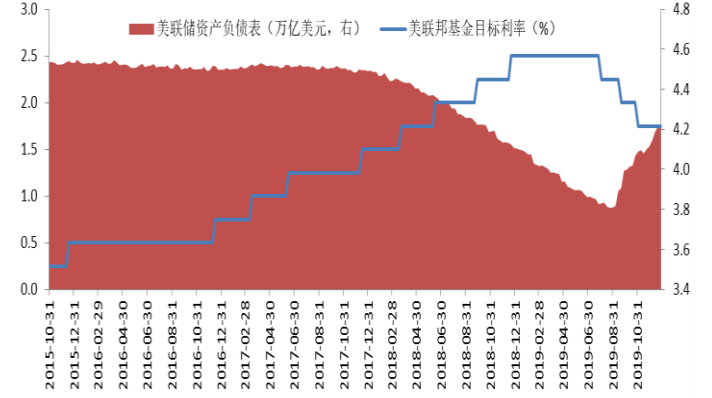
中国自 2018 年下半年开始转向宽松, 美国 2019 年重启降息周期。中国自 2018 年下半年开始实施更加宽松的货币政策和积极的财政政策。2018 年央行分别在 4 月、6 月、10 月三次实施定向降准, 并在 7 月、10 月两次增加再贷款再贴现额度 3000 亿元, 并扩大 MLF 担保范围。此外, 在一系列政策护航下, 2018 年地方专项债发行明显提速, 有效支持了重大在建项目建设和补短板, 更好发挥专项债对稳投资、促消费的重要作用。全球范围内, 在贸易环境恶化与经济增长放缓的背景下, 全球近 30 家央行 2019 年纷纷降息, 新西兰央行 5 月率先降息 25 个基点开启全球降息潮, 随后马来西亚、菲律宾、澳大利亚和俄罗斯的央行也纷纷降息; 7-10 月, 美联储四个月内三次下调联邦基金利率, 并于 10 月重启扩表; 欧洲央行 9 月下调存款利率从-0.4%下调至-0.5%, 并重新使用了定量宽松政策。2019 年末, 在全球联合宽松政策作用下, 主要经济体 PPI 回升、PMI 改善。

图表 12 2018 年下半年中国对冲政策发力



资料来源: wind, 华创证券

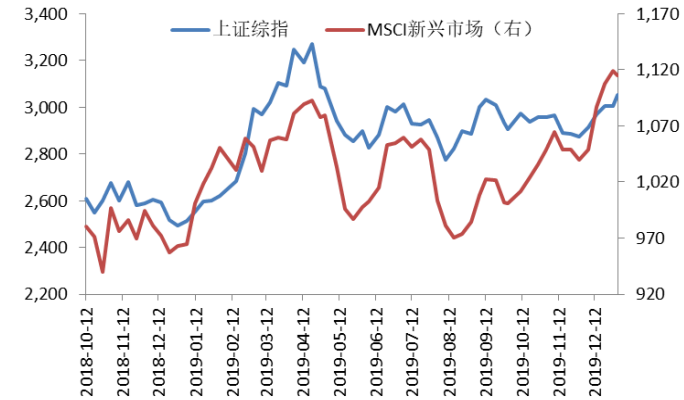
图表 13 美联储 2019 年重新转向宽松



资料来源: wind, 华创证券

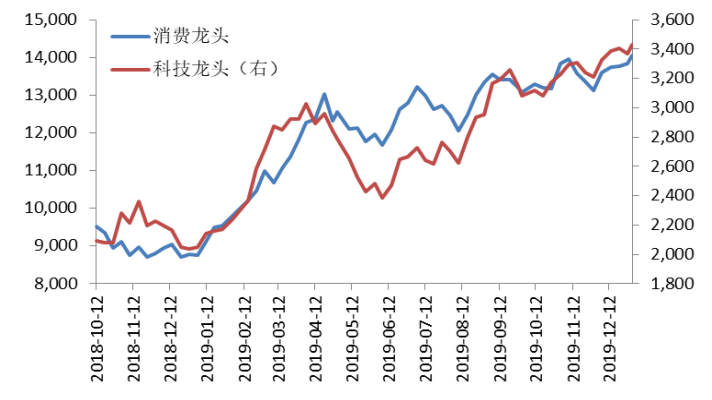
经济改善证真驱动“快牛”，对抗强化下的“结构牛”。2018 年底 A 股市场对于国内货币宽松政策效果是抱有怀疑态度的，核心体现在“宽货币-宽信用”传导的效果方面。但实际上进入到 2019Q1,金融数据、经济数据接力改善情况下，叠加中美贸易战缓和、市场低估值，A 股市场展开了一轮快牛。在 2019 年下半年，虽然没有出现大的确实性行情，但以消费股为重点的核心资产和以科技股为重点的新引擎资产结构性牛市表现亮眼。从 MSCI 新兴市场来看，2019 年下半年上行趋势表现得更为明显。相对于第一轮通缩对抗来看，中国对抗性政策要相对更弱一些，而美国对抗性政策要相对更强一些。中国 2019Q1 经济数据的改善趋势也并未得到强势延续，当相对于 2018 年底市场预期而言，其效果无疑是超出预期的，全球主要经济体 PMI、PPI 数据在 2019 年底的改善延续性是存疑的，但仅就数据出现改善，已经是超出市场预期的了。

图表 14 2019 年权益市场整体表现积极



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 A 股结构性牛市行情表现亮眼



资料来源: wind, 华创证券

(三) 第三轮通缩对抗：复工内生驱动+对冲外生驱动

从“内生动能趋弱-外生动能对冲”大格局角度看，两者之间的角力当前尚未看到阶段内转折性拐点。较高级别的矛盾在当前表现为“疫情冲击下，全球经济是否将进入大萧条趋势之中？”这就意味着相对于内生动能趋弱的大趋势而言，外生政策性力量的对冲力量正如市场所担心的那样，最终确认是无效的。但就前两轮经济表现而言，2019 年下半年以来的经济改善是否可以形成 2016-2017 年类似的趋势性改善无法确认，但不可否认，对冲性政策确实形成了初步的效果。

疫情对于经济基本面的冲击是确定的，但是经济的趋势仍是不确定的。疫情对于中国疫情的冲击已经显现。1-2

月全国固定资产投资增速大跌至-24.5%，前值+5.4%，1-2月房地产业投资同比增速为-16.3%，前值+9.9%，投资对经济的驱动力疲软。1-2月社消零售增速下滑至-20.5%，前值+8%。整体来看，受疫情冲击，一季度国内经济供需疲软，最终导致2020年一季度GDP同比增速下降6.8%，前值+6.0%。目前中国国内疫情发展得到有效遏制，企业复工稳步推进，3月经济数据随着复工的开始而有所改善，PMI回升至52.0，工业增加值同比收窄至-1.1%，工业企业利润同比收窄至-36.7%，全国固定资产投资增速收窄至-16.1%，房地产开发投资完成额同比收窄至-7.7%，社消零售额同比收窄至-15.8%。我们认为市场关注的重点在于经济演化的趋势，而并非是已经预期到的，疫情冲击下的一个离散值，资本市场的演化也体现了与之相符的逻辑。

海外主要经济体疫情爆发于3月上旬，目前尚未完全度过第一波高峰，前所未有的隔离措施已经展现出对经济的负面影响。4月欧元区制造业PMI初值33.6，前值44.5，德国制造业PMI初值34.4，前值45.4。美国3月失业率升至4.4%，其中，3月21日初次申请失业金人数调升至330.7万人创历史最大涨幅，前值仅28.2万人。截至4月18日当周，美国连续5周初次申请失业金人数超300万人，累计共有创纪录的2645.3万人申请失业救济。同样的，我们并不认为二季度海外相关经济数据的走弱具有明确的负面冲击效应，更为重要的是疫情冲击之后，全球经济演化的趋势。

当前全球经济动能弱化下，通缩卷土重来，对抗性政策已经看到。“第三轮通缩对抗”正在进行时，核心问题依然与前两轮类似：对冲性政策是否能够见效？在一个整体下行趋势之中，市场预期内生会偏向悲观，这在前两轮通缩对抗中已有体现，而当前在疫情冲击背景下，尤其是在大萧条讨论甚嚣尘上之时，这种悲观倾向会被进一步强化。在前两轮通缩对抗中，尽管并未看到经济的V型趋势反转，但政策效果确实一定程度上显现。当前复工内生驱动与对冲外生驱动效应并未明确，而其中的预期差正是提示的“小逐险牛”发展的基本面基础。

二、“大避险小逐险”格局下，行情窗口有望到二季度末

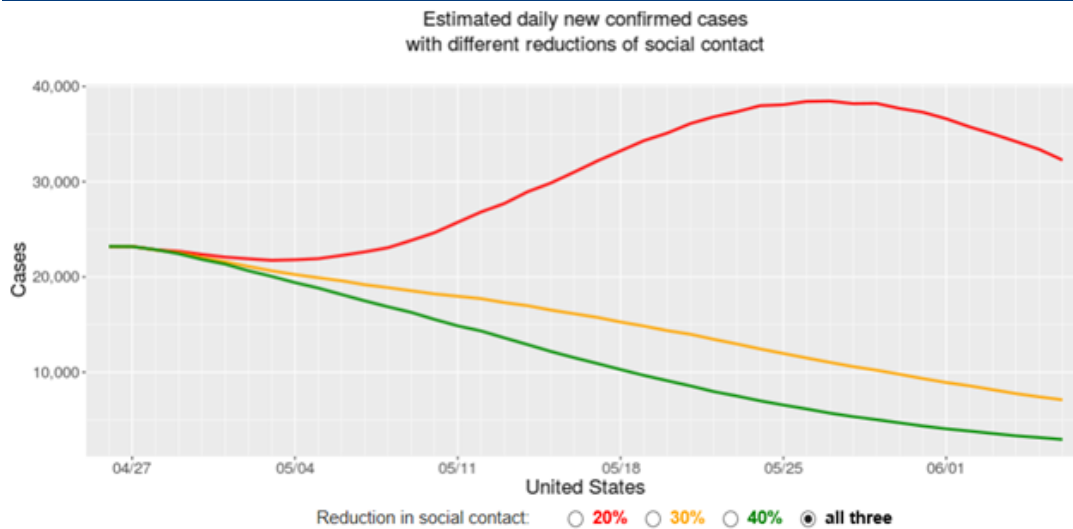
全球经济金融“大避险”格局延续，“小逐险”行情或到二季度末。上文已分析，当前市场的核心问题在于对于疫情冲击后经济趋势的研判，但预期锚定的时间节点却并不在当前。从这一核心问题衍生的市场担忧主要风险来看，我们认为预期锚定的时点都会在二季度末之后，这就为当前风险偏好的提升创造了时间区间条件。

当前疫情冲击是一次性暂时的，还是会开启大萧条，这一问题会以多种形式体现出来。从当前市场关注的风险点来看，主要有四个方面，但本质上与根本性问题是一致的。1)当前全球疫情演化时间节奏；2)疫情冲击供给侧，需求端强刺激可能形成的通胀风险；3)疫情冲击开启经济金融持续去杠杆；4)中美经贸关系重新趋向恶化。这四大风险因素实际上都导向了大萧条开启的讨论。我们并不认为当前具有研判这一趋势确切方向的充分信息，但相对更为确定的是，对于这一研判进行的新一轮预期锚定并不是在现在，相对更快也会在二季度末。

(一) 疫情拐点预期有望在5月中下旬升温

疫情对于经济的影响首先体现在企业的流动性层面，货币政策宽松在该阶段能够起到一定的救助作用，而一旦影响时间过长，企业偿债能力受到损伤的可能性将会提升，信用风险的加剧可能会强化银行风险，也就增加了经济内生动能加速恶化的可能性。相对于疫情拐点预期的关注，实际上更为根本的是对于经济重启进程的关注。根据哥伦比亚大学梅尔曼公共卫生学院科学家最新的模型预测估计，美国范围内，在社交活动减少30%的情景假设下，COVID-19新增确诊病例将从4月第三周开始下降，相应的每日新增确诊峰值将是2万例左右。若在社交活动减少20%的情景假设下，即悲观假设下，COVID-19每日新增确诊病例的峰值可能要到5月中旬出现，到时预计峰值将在每天新增约3万例左右。当前海外疫情仍在发展之中，但是从市场预期角度看，并未进一步走向悲观，市场预期全球复工大概率将在5月底、6月初启动，结合当前各国经济重启计划，预计5月中下旬之后对于疫情拐点预期有望进一步升温。

图表 16 哥伦比亚大学模型显示美国新增高峰最晚在 5 月中旬出现



资料来源：哥伦比亚大学，华创证券

随着疫情发展趋势的放缓，各国开始计划经济重启计划。4月13日凌晨起，西班牙政府开始放宽因新冠疫情而实施的“全面封锁”政策，允许工业企业、建筑业、家政业等需要员工离家上班的行业复工；4月15日，德国政府公布了逐步取消为应对新冠肺炎疫情而实行的一些限制措施；4月16日，美国总统特朗普公布了“重启美国”计划，宣布分三阶段重新开放美国的社会经济生活；4月26日，意大利总理孔特公布了5月4日后，意大利进入疫情第二阶段的各项防控措施，被允许复工的企业可以从4月27日起开展复工准备工作，5月18日以后重新开放商业零售、博物馆、展览活动，酒吧、餐厅、理发店、美容院等经营场所于6月1日开放。整体来看，美欧国家复工进程仍在稳步推进，这将有利于市场信心的提振，其中尽管有疫情影响卷土重来的风险，但预期到等到三季度才能明确。

（二）全球经济金融持续去杠杆明确仍待时日

为了减缓病毒传播、保护生命，此次疫情导致全球范围内实施了史无前例的隔离、封锁和广泛的关闭措施。公共卫生危机给人们造成了高昂且不断增加的成本，对经济活动产生严重的影响。根据IMF预测，2020年全球经济由于受COVID-19疫情影响预计将急剧收缩3%，比2008-2009年金融危机期间的情况还要严重。IMF预计2020年下半年防控措施可以逐步取消，在这一情景中，随着政策支持措施帮助经济活动恢复正常，全球经济预计在2021年将增长5.8%。对于全球经济金融持续去杠杆的担忧主要是基于对于疫情冲击影响超预期条件下的。因此，短期之内预计并不会出现悲观预期的加速强化。

目前来看，疫情对经济数据存在较强冲击，4月欧元区、德国制造业PMI初值均环比3月存在10个百分点以上下滑，制造业滑向更深的萎缩区间，经济动能明显疲软。美国3月失业率升至4.4%，且3月21日至4月18日的5周时间，累计共有创纪录的2645.3万人申请失业救济，失业潮的持续蔓延将对美国消费需求造成重创。然而，由于海外疫情爆发距今不足两个月，且截至目前并未完全结束，所以疫情对经济的实际影响仍有待逐步落地，经济数据尚未明确趋势。从中国抗疫过程来看，疫情防控措施对一季度中国数据冲击较大，但复工的启动带来了经济数据的显著修复。中国经济复工进程走在全球前列，当前中国经济复工成色仍有待二季度数据验证，而海外复工效果则需要到二季度之后才能得到进一步验证。

图表 17 《世界经济展望》最新增长预测

实际 GDP,年度百分比变化	2019	2020	2021
世界产出	2.9	-3.0	5.8
发达经济体	1.7	-6.1	4.5
美国	2.3	-5.9	4.7
欧元区	1.2	-7.5	4.7
德国	0.6	-7.0	5.2
法国	1.3	-7.2	4.5
意大利	0.3	-9.1	4.8
西班牙	2.0	-8.0	4.3
日本	0.7	-5.2	3.0
英国	1.4	-6.5	4.0
加拿大	1.6	-6.2	4.2
其他发达经济体	1.7	-4.6	4.5
新兴市场和发展经济体	3.7	1.0	6.6
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.5	1.0	8.5
中国	6.1	1.2	9.2
印度	4.2	1.9	7.4
东盟五国	4.8	-0.6	7.8
欧洲新兴市场和发展中经济体	2.1	-5.2	4.2
俄罗斯	1.3	-5.5	3.5
拉丁美洲和加勒比	0.1	-5.2	3.4
巴西	1.1	-5.3	2.9
墨西哥	-0.1	-6.6	3.0
中东和中亚	1.2	-2.8	4.0
沙特阿拉伯	0.3	-2.3	2.9
撒哈拉以南非洲	3.1	-1.6	4.1
尼日利亚	2.2	-3.4	2.4
南非	0.2	-5.8	4.0
低收入发展中国家	5.1	0.4	5.6

资料来源: IMF, 华创证券

（三）经济顺利启动驱动通胀风险节奏更远

这一担忧形成的基础是疫情顺利平息之后，严厉的疫情防控政策下，经济内生动能趋弱，制造业长期处于停滞状态，需求端收缩导致的制造企业流动性紧张加剧了制造业收缩，最终导致全球产业链供给侧的结构性萎缩。与此同时，为对冲疫情负面影响，全球联合货币宽松增加信贷投放，经济全面重启后，需求恢复弹性强于供给侧，中短期内的供需不均衡或将产生通胀水平超预期上升。

目前来看，这一担忧具有一定合理性，但从演化节奏来看，并不是当前的问题。1) 目前以美国、日本、欧盟为代表的主要经济体纷纷推出了经济刺激计划，其中，美联储分别于3月3日和15日迅速把政策性基准利率从1.5%-1.75%降至零利率水平，并开启不限量QE，随后特朗普签署了总额高达2.2万亿美元的美国历史上最大纾困法案，并在4

月追加 4840 亿美元救助计划。日本同样在 4 月 27 日通过了无限量购买国债向市场注入流动性。2) 严厉的疫情防控措施严重阻隔全球产业供应链, 对商品货物在全球范围内的流通造成严重损害, 或将造成局部供需不平衡现象。此外, 原材料主要生产国多为非洲、东南亚等落后及发展中国家, 随着未来欧美等国家疫情迎来拐点, 落后及发展中国家的疫情风险或将完全暴露。若考虑到发展中国家本就匮乏的医疗资源, 预计将会对全球经济产生第三波较强冲击, 全球复工后或将面临原材料短缺, 有色金属、铁矿、粮食等商品或将在供需失衡下迎来价格上涨。通胀问题的出现核心在于对冲性政策生效, 且效果要超预期, 我们认为在这一情景出现之前, 权益将会体现出风险偏好的加速上升。

图表 18 主要国家复产计划梳理

国家	复工政策及计划
中国	中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组关于在有效防控疫情的同时积极有序推进复工复产的指导意见: 分区分级恢复生产秩序: 低风险地区先复工, 高风险地区延缓复工。推动全产业链复工复产, 推动服务业复工复产。
美国	4 月 16 日, 特朗普公布“重启美国”计划, 宣布分三阶段重新开放美国的社会经济生活。第一阶段: 上述条件企业分批复工复产, 学校不可开放, 社交活动禁止。第二阶段: 对于没有反弹迹象且第二次满足门槛标准的地区, 企业继续复工复产, 学校、社交活动可开放。第三阶段: 对于没有反弹迹象且第三次满足门槛标准的地区, 工作不受约束, 学校、社交活动继续开放。
日本	日本处于紧急状态, 但官方并未发布的大规模停工政策。
德国	4 月 15 日, 德国总理默克尔宣布逐步解除疫情防控措施, 下周起重开部分商铺, 5 月 4 日起允许中小学逐步复课。现有的措施将保留到 5 月 3 日, 餐馆、体育馆和酒吧仍将无限期关闭。
英国	暂无复工计划。4 月 16 日, 英国将封锁延长至 5 月 7 日。
法国	4 月 13 日, 法国总统马克龙宣布延长封锁令近一个月, 至 5 月 11 日。封锁措施原本定于 4 月 15 日到期。法国或将从 5 月 11 日起逐步重启, 但在 5 月底之前不会做出是否允许酒吧和餐厅开放的决定。
西班牙	4 月 13 日, 西班牙政府开始放宽因新冠疫情而实施的“全面封锁”政策, 允许工业企业、建筑业、家政业等需要员工离家上班的行业复工
韩国	官方暂未发布的大规模停工和复工政策信息, 只有个别公司单独决定暂时停工, 但 5 月 5 日即将逐步接触限制。
澳大利亚	暂未发布复工政策。
意大利	4 月 26 日, 意大利总理孔特公布了 5 月 4 日后, 意大利进入疫情第二阶段的各项防控措施, 被允许复工的企业可以从 4 月 27 日起开展复工准备工作, 5 月 18 日以后重新开放商业零售、博物馆、展览活动, 酒吧、餐厅、理发店、美容院等经营场所于 6 月 1 日开放。

资料来源: 华创证券整理

(四) 中美摩擦仍将会存在着反复

全球经济前景的不确定性增大, 美国总统大选、中美经贸二次谈判都显著确实增加了资本市场风险。具体来看, 1) 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, 美国财长 2 月 23 日表示中美达成二阶段贸易协议的过程将会放慢。虽然由于抗击疫情的需要, 中美互相豁免部分商品的额外关税, 但第一阶段贸易协议承诺内容的履行以及二阶段谈判进程不确定性依然较大。同时美方威胁 5 月对华为进行新一轮制裁, 中美间贸易摩擦的再次升级或将成为后疫情时期市场最大风险事件。但我们预计相关的交锋应为二阶段谈判的前奏, 短期内并不会出现质变性拐点。2) 美国总统大选原定于今年 11 月举行, 但由于疫情影响, 纽约州已经取消了原定于 6 月的总统初选, 从演化节奏上来看也需等到二季度之后。

三、“小避险牛”的三波驱动接力

全球经济金融“大避险”基本格局短期内不会改变，而在二季度末之前，为市场风险偏好提升创造了时间窗口。我们认为阶段内市场有望实现三波驱动接力下的“小逐险牛”行情。1) 海外疫情爆发初期，美元流动性紧张问题是导致金融资产价格剧烈下跌的主要原因，虽然国内流动性保持充裕，但 A 股仍受恐慌情绪波及而跟随下跌。随着 3 月底美联储无限量 QE 的推出，美元流动性紧张问题解除，定价机制修复将带动金融商品价格反弹；2) 市场对于疫情对于经济基本面的冲击已经有所预期，而前期市场的调整也一定程度上反映了这种担忧。我们认为后续的复工进度对于市场的引导作用要强于经济数据和盈利基本面的引导作用，随着过度悲观情绪的修正，前期受疫情影响而下跌的资产价格修复也将带来行情的向上演绎。3) 随着海外疫情拐点到来，以及全球联合复工复产启动，市场对前期联合对抗政策效果产生较强预期，政策再定价将成为第三阶段主要驱动逻辑。我们认为当前行情处于第二阶段，主要是过度悲观预期的修正，其核心驱动仍在于“流动性充裕+风险偏好提升”。这一阶段市场将进一步淡化基本面驱动逻辑，而是更多依赖于估值端驱动，着眼于风险偏好驱动的主题性机会。疫情拐点预期浮动+两会稳增长+新基建相关产业政策都是具体催化剂。整体来看，流动性高度充裕下，悲观预期率先修正，叠加后续一旦疫情拐点出现，内外风险偏好共振向上，“小逐险”窗口期行情上行空间可能超预期。

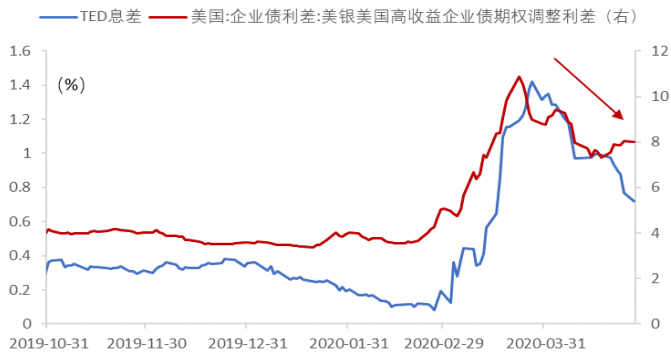
(一) 第一波驱动：美元流动性紧张缓解，市场定价机制修复

3 月初全球资本市场抛售风险资产，获取美元流动性。由于海外疫情爆发造成的市场恐慌，3 月初全球金融市场出现股债齐跌，市场甚至无差别地抛售黄金等传统避险资产。极度避险情绪下，全球经济衰退担忧加剧叠加通缩预期增强，投资者选择持有美元现金，从而导致了美元流动性紧张。美联储为缓解流动性恐慌开始加大注资力度，美联储将目标利率下调至零至 0.25% 的超低水平，纽约联储通过逆回购向市场注资 1 万亿美元，随后通过六个紧急永久公开市场操作(POMO)购买 370 亿美元美债。在资产抛售背景下，海外资本市场定价失灵，各类风险资产均出现不同程度下跌。虽然 A 股并不存在定价失灵风险暴露，但由于受到美元流动性紧张的情绪面传导，国内金融资产也出现伴随式下跌。

各国积极推出救市政策，美元流动性紧张局面得到缓解。3 月 19 日美联储宣布扩大货币互换国家范围以及 3 月 23 日推出无限量 QE，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系统性短缺问题，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%。截至 4 月 27 日，TED 利差为 72bp，较 3 月 27 日的 142bp 显著回落。美国 10y 国债收益率在 3 月 9 日-19 日出现了上行并最高升至 1.18%，但截至 4 月 27 日已经回落至 0.67% 水平，显示国际美元流动性紧张已经开始缓解。

市场定价机制修复，驱动 A 股核心资产估值修复。整体来看，随着美元流动性的缓解，市场定价机制失灵问题短期内得到修复，在资产交易过程中，投资者定价主动权将会得到修复，并成为本次行情的第一波驱动力。对于 A 股而言，核心表现是前期受美元流动性紧张，被动抛售的优质资产的估值修复。当前美元流动性紧张缓解信号更加明确，核心表现在美元指数的走弱，黄金价格连创新高，海外权益市场也出现快速上涨的行情。A 股对于美元流动性的缓和具备相对更加积极反应的条件，北上资金自 3 月 20 日至 4 月 28 日期间合计净流入 570 亿元，相较 3 月 9 日至 3 月 19 日期间 773 亿元的合计净流出存在明显流动性改善。

图表 19 美元流动性紧张出现缓解趋势



资料来源：wind，华创证券

图表 20 中美利率变化层面当前表现出友好态势



资料来源：wind，华创证券

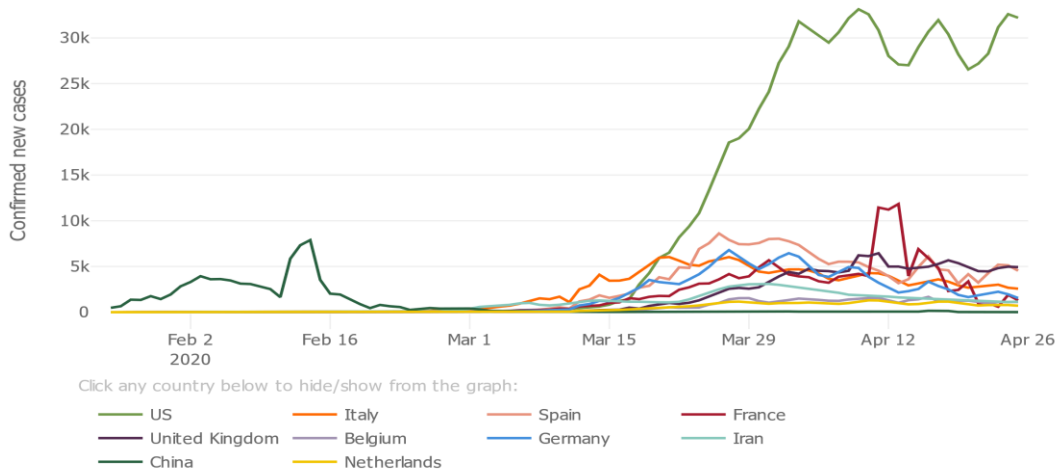
（二）第二波驱动：经济正常化推进，过度悲观情绪修正

市场此前的过度悲观情绪除了由于当时市场剧烈动荡造成的极度避险情绪外，更重要的是此前全球疫情发展趋势尚不明确，对于疫情造成经济衰退的恐慌情绪正浓。然而，经历了前期全球金融市场剧烈回调之后，市场对于流动性与疫情冲击已经充分定价。我们认为阶段内疫情对于盈利端冲击尚未进入到反应窗口期，而对于疫情影响过度悲观的情绪有望得到修复。

从国外来看，海外疫情已经出现积极变化。根据约翰霍普金斯大学统计，截至4月26日，通过对10个主要肺炎疫情国每日的新增病例数据进行分析，可以观察到意大利、西班牙、比利时、德国、荷兰等国在3月中下旬已经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，虽然并没有显著下降，但疫情拐点预期增强。

从国内来看，1）金融数据超预期，货币宽松政策传导效率较高。3月M1同比+5.0%，前值+4.8%；3月M2同比+10.1%，前值+8.8%；3月社会融资规模51627亿元，前值8554亿元；3月新增人民币贷款28500亿元，前值9057亿元；一季度社融增量累计11.08万亿，较上年同期多2.47万亿元，宽松的流动性环境有效刺激了新增贷款的增长，为经济复苏积聚动能。2）政治局会议表态积极，两会召开日程确定，稳增长政策预期升温。4月17日政治局会议首次提出了要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，明确了财政政策“提高赤字率”，货币政策“降准、降息、再贷款”。会议还首次提出“六保”，并强调确保完成“脱贫攻坚”和“小康社会”的目标不变，极大增强了逆周期调节政策加码预期。此外，两会已经确定将于5月21日陆续开幕，政策预期升温将带动风险偏好修复。3）中观显示复工加速，复工进度对于市场的引导作用强于经济数据和盈利基本面的引导作用。对于盈利端的关注，我们认为复工数据表现现阶段更为重要，截至4月24日，全国高炉开工率68.65%，维持高位，螺纹钢需求旺盛，高需求高供给下库存持续下降；水泥磨机开工率65.61%，恢复历史同期正常水平；6大发电集团日均耗煤也达到了往年平均水平，企业层面复工稳步推进将增强市场对于盈利信心稳定性。整体来看，疫情发展放缓下全球复工在即，国内金融数据超预期、复工复产有序推进，这些都对市场形成正面支撑。

图表 21 全球疫情每日新增确诊病例数据出现积极变化



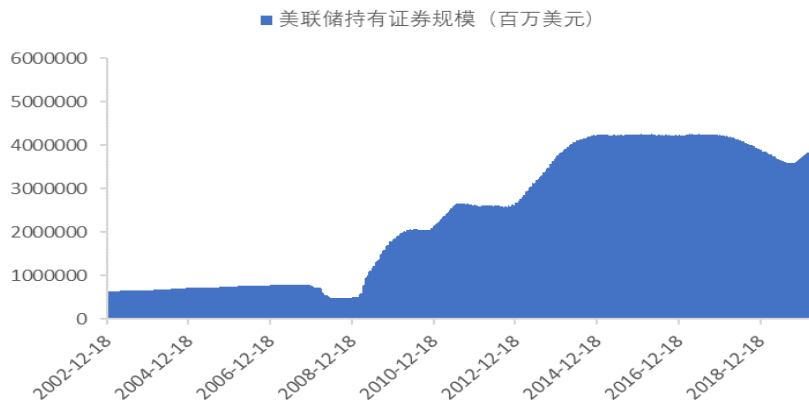
资料来源：约翰霍普金斯大学，华创证券

（三）第三波驱动：疫情拐点预期升温，全球联合对冲政策再定价

2019 年底，“通缩再对抗”政策抬升了经济见底预期，政策定价支撑了一波快牛行情。然而，突如其来的肺炎疫情影响了 2019 年全球联合宽松政策由“兑现”向“验证”阶段的过渡，疫情冲击导致全球经济衰退，全球“通缩”再次归来。在市场失灵状态下，投资者处于被动抛售状态，即使政策层面利好因素也难以在市场价格中体现。随着市场定价重新恢复正常，市场或将对第三轮全球“通缩再对抗”政策重新定价，从而产生估值端驱动的向上行情。

1) 从货币宽松来看，本轮美联储表现出了史无前例的扩表速度，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。此外，日本央行 4 月 27 日决定追加的货币宽松政策，央行能够为维持低利率环境而不限购购买国债，并且上调对企业为筹集资金而发行的商业票据和公司债的购买上限。

2) 从财政刺激来看，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，并在上周完成了 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。整体来看，本轮全球政策层面对冲力度空前，但由于前期在资产抛售、疫情悲观情绪影响下，市场对于全球联合对抗政策定价并不充分。在政策实际效果短期无法证伪下，随着市场定价机制恢复，预计未来政策的再定价将会对权益市场估值端产生推动作用。

图表 22 美联储资产负债表近期迅速扩张


资料来源：wind，华创证券

图表 23 主要国家经济刺激计划梳理

国家	发文日期	政策类型	政策内容
美国	3月3日	货币政策	美联储宣布下调基准利率 50 个基点
	3月15日	货币政策	将联邦基金利率目标区间下调至零至 0.25% 的超低水平，并将增加债券持有规模 7000 亿美元
	3月20日	货币政策	美联储宣布提高与 5 大央行的货币互换频率，这 5 家央行分别为加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行。
	3月23日	货币政策	美联储宣布广泛新措施（extensive new measures）支持经济，包括开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模，即当周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和 MBS。
	3月24日	货币政策	纽约联储将于周二至周五每天购买 750 亿美元的美国国债
	3月27日	财政政策	特朗普签署了美国历史上最大的纾困法案（CARES Act），总额高达 2.2 万亿美元。其中包括“薪水保障计划”，预算 3500 亿美元旨在帮助有 500 名员工以下的中小公司度过难关。
	4月1日	货币政策	放宽银行杠杆和会计规则：对某些投资的关键杠杆计算进行豁免，暂时放松对大型银行的杠杆规则
	4月24日	财政政策	特朗普签署了一项 4840 亿美元的冠状病毒救助计划，以补充两个已耗尽的小企业贷款项目，向医院提供更多援助，并为扩大全国的检测能力提供资金。
日本	3月10日	财政政策	日本政府 3 月 10 日曾发布紧急对策，通过政策性金融机构提供 1.6 万亿日元信贷，支援中小企业资金周转，通过财政拨款和启动就业援助基金等方式筹集 4300 亿日元，以稳定居民家庭收入。
	3月16日	货币政策	日本央行维持利率不变，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
	3月25日	货币政策	日本财务省回购 3000 亿日元的政府债券。
	4月7日	财政政策	日本政府内阁会议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，其中包括政府财政支出 39.5 万亿日元、向企业提供周转资金等

			金融支援 45 万亿日元。
	4 月 27 日	货币政策	日本央行决定追加的货币宽松政策，包括取消每年国债购入额不超过 80 万亿日元的事实上的最高限额，使得央行能够为维持低利率环境而不限额购买国债。上调对企业为筹集资金而发行的商业票据（CP）和公司债的购买上限。
意大利	3 月 6 日	财政政策	政府拨款 75 亿欧元用于支持该国的家庭以及企业应对疫情带来的紧急情况。
	3 月 11 日	财政政策	意大利将于今日批准价值 100 亿欧元的经济刺激方案
	3 月 17 日	财政政策	意大利内阁通过了总额为 250 亿欧元的经济纾困措施，内容包括：拨款 12 亿欧元给有未成年子女的家庭提供半薪休假，或领取补贴雇用保姆照看子女；年营业额 200 万欧元以下的企业暂停缴税；向失业人员提供 9 个星期的保障性收入等。
	4 月 14 日	财政政策	欧盟批准了两项意大利经济刺激计划，分别是《支持经济发展国家担保计划》和《支持个体经营者、中小企业国家担保计划》。前者将以国家担保贷款的形式，提供 2000 亿欧元的资金流动性。后者则针对 500 人以下的企业和个体经营者，意大利中小企业基金将为其担保。
英国	3 月 10 日	货币政策	银行利率降低 50 个基点至 0.25 %。
	3 月 11 日	财政政策	英国政府公布规模达 300 亿英镑的一揽子经济刺激计划。
	3 月 17 日	财政政策	对经济有困难人士将有为期三个月的缓交房贷期；政府将向各行业商户提供价值 3300 亿英镑的贷款缓解新冠病毒疫情带来的亏损。
	3 月 20 日	财政政策	政府将为因病毒疫情无法工作的雇员支付八成的工资，每月最多可达 2500 英镑。
	3 月 21 日	财政政策	将直接注入 300 亿英镑的现金，在六月底前暂停向企业征收增值税，推迟下一季度的增值税缴纳。
	3 月 23 日	货币政策	将向中小企业提供高达 500 万英镑的政府支持性贷款。
澳大利亚	3 月 12 日	财政政策	澳大利亚宣布 176 亿澳元刺激措施，以帮助经济。
	3 月 17 日	货币政策	澳洲联储会议纪要：货币政策委员会准备好进一步放松政策，以支持经济；委员同意保持沟通，评估疫情的影响。
	3 月 22 日	财政政策	澳大利亚宣布规模为 660 亿澳元的第二轮经济刺激措施。澳大利亚总理莫里森称，总刺激规模相当于 GDP 的 10%，将会有更多的经济支持措施出台。
	3 月 22 日	货币政策	政府将和银行一起增加对中小企业的借贷，将为企业提供规模为 400 亿澳元的贷款。
	3 月 30 日	财政政策	澳大利亚政府宣布一项总额为 1300 亿澳元的工资补贴措施，以应对新冠肺炎疫情对经济的冲击。

资料来源：华创证券整理

四、投资建议：把握三波驱动力，从内需修复到风险偏好弹性

基于上述逻辑，我们认为再现阶段行情逻辑演绎下，前半程受流动性与风险偏好修复催化，应把握内需主线，关注价值修复与涨价品，后半程在政策预期催化下，关注高弹性板块补涨。整体来看，我们认为修复过程中行情有望三波展开：

1) 市场定价机制修复，核心价值蓝筹将会迎来估值修复，陆股通重仓指数带领上涨。在该阶段，美元流动性恐慌的缓和以及资产定价机制的修复是核心逻辑。A 股主要受被动资产抛售导致的极度恐慌情绪影响，但随着美元流

动性缓解，北上资金有望重新回归。在此背景下，以陆股通标的为代表的核心价值蓝筹估值或将修复，内需为主的消费、金融关注度相对更高，行业上重点关注农业、医药、食品饮料、商贸零售；2）对于疫情过度悲观情绪缓解以及对于基本面的淡化是第二波行情展开的基础，但这种弹性更多是主题驱动性质为主，随着复工以及稳增长预期升温，以及海外疫情扰动仍在继续，金融地产在国内信用风险担忧缓解下，有望迎来估值修复，具有促消费政策催化的汽车、家电、建材有望迎来表现机会。在该阶段，创业蓝筹相对强势有望逐渐显现和明确；3）随着风险偏好的进一步提升，对冲政策发力效果关注度提升，风险偏好弹性高的科技股有望迎来加速表现，周期资源品板块也有望迎来补涨行情，重点关注 TMT、石化、有色、钢铁板块。

从行业配置角度看，随着三波驱动力的演化，将会是逐渐从内需修复到风险偏好弹性过渡的过程。行情的前期，即第一阶段主要表现为内需修复行业板块的估值修复，主要看好食品饮料、医药、农业、商贸零售，风险偏好由中等水平向更高水平提升时敏感的行业更受青睐，主要看好券商、军工。而随着国内复工进程的推进、海外疫情缓和和复工进度的展开，第二阶段与第三阶段，风险偏好弹性更好的稳增长与新基建板块要更加具有风险收益比，主要看好新基建、科技（主要是 5G-新能源两大科技板块）、轨交、建筑建材、家电。

（一）内需修复与风险偏好转折

1）食品饮料：①白酒板块：当前白酒板块继续关注各家酒企减压保障渠道健康动作、疫情逐步控制之后终端需求恢复力度，强调名酒龙头持续保证市场良性健康经营才是关键，Q2 市场对短期业绩预期反应充分之后，有望迎来需求恢复及业绩预期改善拐点；②大众板块：紧盯确定性及疫情受益的居家必选标的，步入报表兑现检验期。居家消费及必选消费等疫情期间受益板块，在当下波动较大的市场环境下，有望持续受到关注，后续紧盯一季报业绩兑现能力。

2）医药：①医药零售板块：短期看，医药零售为纯内需、疫情免疫板块，2020 年有望实现 3 大业绩增厚。中长期看，2020 年有望成为处方外流业绩兑现年，2020 年集中度提升逻辑持续验证，处方药流向药店，带来业绩增量。②医疗服务板块：短期业绩存波动，2 月起各专科医院受到疫情影响，医院开诊及客流均受到不同程度的影响。长期趋势向好，医疗服务需求刚性，疫情过后需求具弹性。我们认为疫情过后，患者对品牌连锁医院的选择将进一步利好上市公司。

3）农业：①畜禽价格或将高位运行，料主流猪企一季报盈利丰厚。二元种猪断档三元补，2020 年猪肉产量或同比下降 30%。本轮去产能，二元种猪产能大幅度降低，以及受新冠疫情影响种猪进口的难度加大。2020 年禽肉、牛羊肉和进口难以补缺，肉类供应同比降幅或达 535 万吨。禽类增速有限，牛羊肉供应上升缓慢，进口肉增长主要由猪肉和牛肉拉动，受新冠疫情影响，进口肉类增长大幅度的可能性低；②我国稻谷和小麦去库存压力大，主粮供给相当充足。我国小麦年产量已连续 7 年大于需求量，2019 年我国小麦期末库存高达 1.48 亿吨，库销比高达 114.8%，远高于世界公认的合理比例 40%，去库存压力依然非常严峻。

4）商贸零售：①餐饮/酒店/景区：受伤最深，按关注度、反弹确定性配置，选餐饮。重点餐企复工情况：大部分地区门店堂食已恢复，部分门店客流仍受商场营业时间限制及隔桌坐等要求影响，品牌力强大的头部餐饮企业复苏情况较好，高峰期需排队；②化妆品：相对防守，优选价值，参与动量投资；③酒店 Q1 全行业巨亏，亏损幅度接近一年盈利，Q2 之后外贸订单少，商业活动系数没有恢复到荣枯线上，不轻言拐点；景区无营收，靠压成本，但本身成本薄，二季度会有边际改善。

5）券商：①创业板注册制改革拉开序幕，长期来看，将实质性的缩短企业上市流程，从而改善创投机构的回报周期及中介机构的承做周期，对于投行业务是积极影响；②中信证券和华泰证券等六家券商获批被纳入并表监管试点，将享有风险资本准备计算系数和表内外资产计算系数调低的优惠，有利于扩大资产规模、增加重资本业务投入、和发展衍生品等创新业务，或能有效提高 ROE，行业集中度有可能继续提高；③偏宽松的流动性政策将有效提高市场风险偏好，利好券商各业务线，提振行业整体估值水平。

6) 军工: ①国企改革进程二季度有望迎来新局面。军工行业作为国企改革的重点领域, 预计改革速度将不断加快, 军工上市公司发展潜力有望持续释放; ②军工大幅补贴显示国家政策倾斜, 目前估值处于底部, 外部环境持续催化, 军工总装企业相对滞涨, 配置价值凸显。③军品定价机制改革正在稳步推进, 未来预计军工企业的成本意识将不断加强, 军工产业整体运营效率有望提升, 产业链运行及采购机制或将重塑。处于产业链下游的装备龙头有较强的议价能力, 且当前装备龙头的盈利能力普遍较低, 长期来看有提升的空间; ④疫情对军工行业影响有限, 有望带来超额收益。

(二) 风险偏好高弹性

1) 新基建: ①新基建主要围绕数字化、智能化完善相关产业基础设施, 涉及领域包括 5G、大数据、人工智能、物联网、特高压、城际交通、新能源充电桩等相关领域, 是经济结构转型的必然选择; ②新基建是为未来的经济转型奠定基础, 通过推动高科技大规模应用, 刺激新需求的产生, 通过带动数字经济、信息经济发展, 彻底摆脱经济下行的结构性问题; ③多重政策利好下, 新基建板块有望迎来戴维斯双升, 政府推出 2020 年万亿投资清单, 财政投资或将撬动更大社会投资规模, 新基建代表的新经济增量发展前景广阔, 直接利好企业盈利增长。

2) 轨交: ①新基建提“城际高速铁路”和“城际轨道交通”, 打造轨道上的都市圈; ②高铁主干道预计在未来 5-10 年建设进入尾声, 城际铁路作为毛细血管发展潜力较大, 随着我国新型城镇化建设和城市群的崛起, 城际铁路发展迅速; ③城轨建设处于增量阶段, 发展空间广阔, 城市轨道交通包含七种制式, 地铁为最重要组成部分。2020-2021 年为地铁通车高峰。城轨远期规划达 3.5 万公里, 发展空间广阔; ④已批复铁路重大项目 1292 亿, 预计全年批复金额创新高; ⑤三城市城轨项目获批, 预计全年仍有多个城市新增项目。

3) 建筑建材: ①4 月 17 日政治局会议召开, 与之前相比, 稳增长基调不变, 且首提“六保”, 一季度 GDP 负增长使今年的经济增长面临更大的挑战, 预计逆周期调节力度将进一步加强。不同之处在于, 本次会议明确提及了“加强传统基础设施和新型基础设施投资”, 符合我们前期“新老基建将齐头并进”的预期; ②, 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 1.12 万亿, 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。

4) 家电: ①新基建发力, 有望加快推进中国家电行业的数字化进程, 未来全产业链智慧化升级预将成为必然趋势, 为家电行业发展注入新的动能和活力。在下一发展阶段中, 家电龙头企业产业链竞争优势突出, 工业互联网平台布局领先, 预计仍将占据主要竞争优势; ②地产数据回暖明显, 家电社零恢复有限, 期待政策助力需求释放。广东家电下乡率先推进, 上海消费补贴助力家电销售, 多地推进消费券发放, 促进消费需求释放, 后续家电消费政策可期; ③疫情催生了健康家电需求的释放, 加速家电产品的消费升级。

五、风险提升

中美冲突加剧提前、疫情中断复工进程、中国政策宽松大幅低于预期、美元流动性紧张卷土重来。

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