

首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人： 党崇钰
E-mail: dangchongyu@foundersc.com

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

引言：作者在 3 月 10 日的研报《疫情关键月识别与 A 股全年 W 型结构》中对 A 股的全年结构化趋势做出了分析。基于疫情关键月识别分析框架预计农历 2020 年是 W=V+U 形态，并且提出在春节后 V 型反弹后，如果是悲观情形，由于国际其他国家的疫情防控形势严峻，股指直接进入 U 型模式。作者在 3 月 29 日的研报《宏观政策对冲疫情损失：A 股震荡市开启》中指出 A 股上证综指将进入 U 型底部震荡，但 U 型并不是完全规则的，随着经济恢复，下半年的 A 股行情预计整体好于上半年，所以 U 型可能向右上方倾斜；股市利好利空同在，对于 U 型底中的震荡行情，如果利好力度超预期则震荡向上，否则 A 股反弹后将受利空影响回落。目前两会已经结束，同时国内外宏观局势发生了较大变化，本文将对未来 1-2 个月的 A 股上证指数走势做出判断。

摘要：本文认为上证指数在出现趋势性上涨前，在未来 1-2 个月内将出现一次调整，原因有五个：第一，国内经济边际恢复但尚未完全达到去年同期水平。第二，两会政策未超预期，宽货币边际收紧。第三，中美关系边际恶化，问题常态化无法抵消问题重要性。第四，全球疫情风险仍未解除、世界经济难以 V 型复苏。第五，股市短期存在三大担忧：美股的估值高点和港股的香港可能受到美国制裁等问题无法对 A 股构成利好，而 A 股的盈利恢复也尚在观察期。

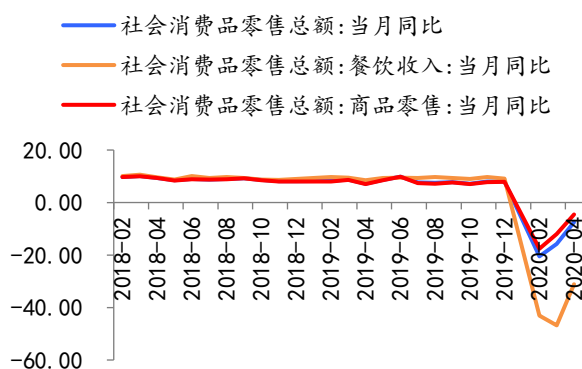
风险提示：国内政策变化超预期、国内经济恢复超预期、中美关系变化超预期、海外疫情及经济恢复超预期。

作者在3月10日的研报《疫情关键月识别与A股全年W型结构》中对A股的全年结构化趋势做出了分析。基于疫情关键月识别分析框架预计农历2020年是W=V+U形态，并且提出在春节后V型反弹后，如果是悲观情形，由于国际其他国家的疫情防控形势严峻，股指直接进入U型模式。作者在3月29日的研报《宏观政策对冲疫情损失：A股震荡市开启》中指出A股上证综指将进入U型底部震荡，但U型并不是完全规则的，随着经济恢复，下半年的A股行情预计整体好于上半年，所以U型可能向右上方倾斜；股市利好利空同在，对于U型底中的震荡行情，如果利好力度超预期则震荡向上，否则A股反弹后将受利空影响回落。目前两会已经结束，同时国内外宏观局势发生了较大变化，本文将对未来1-2个月的A股上证指数走势做出判断。

1 国内经济形势：边际恢复但尚未完全达到去年同期水平

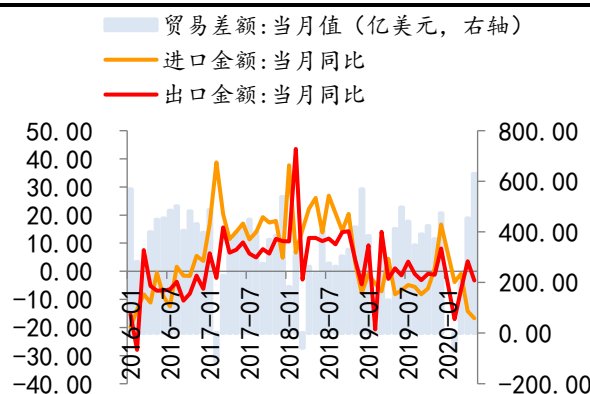
新冠疫情给我国经济带来百年不遇的冲击，2020年第一季度我国GDP同比增速为-6.8%；当前的经济数据显示从3月开始经济开始逐月边际恢复，但是并未完全恢复到去年同期水平。从经济的三驾马车来看，图表1显示消费持续回升，但仍然低迷，社会消费品零售总额4月同比下滑7.5%，其中餐饮分项回升缓慢，商品分项亦未转正。图表2显示从进出口来看，由于受国外疫情影响，海外供给能力下滑且存在订单节奏扰动，我国4-5月份进口同比严重下滑。我国出口在4月回升后5月再次转跌，国外需求压力前期仍未完全体现，只不过出口商品结构（如防疫物资）和地区（如东盟）等特定因素为出口维持一定韧性。

图表1：社会消费品零售总额当月同比（%）



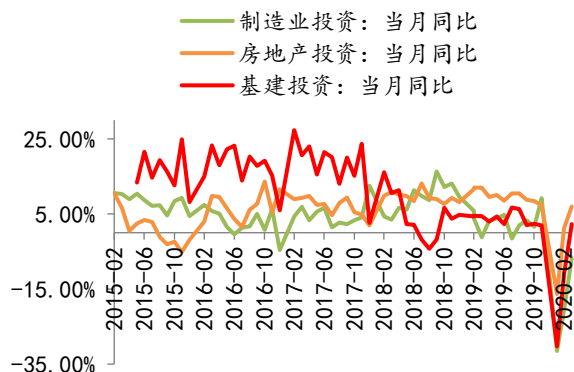
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2：进出口当月同比（%）及贸易差额



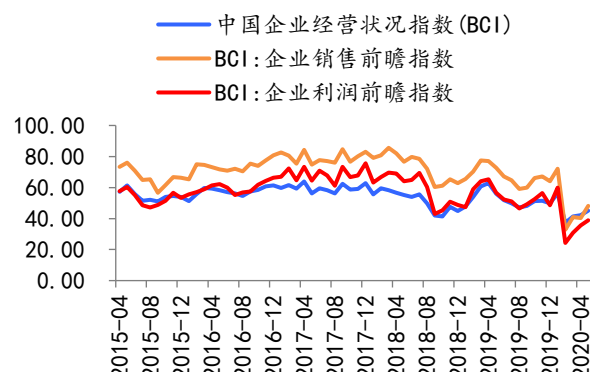
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表3：地产、制造业与基建投资单月同比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表4：BCI企业指数（单月，截至2020年5月）



资料来源：Wind，长江商学院，方正证券研究所

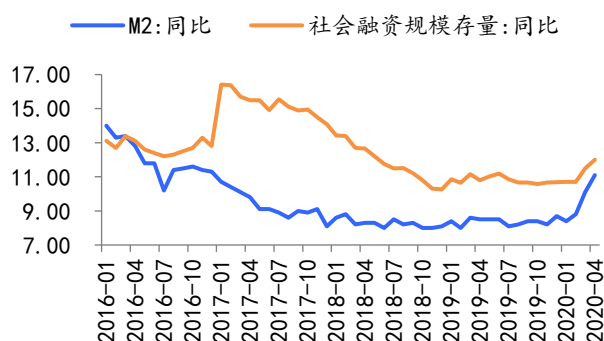
投资完成额、基建投资完成额 1-4 月累计同比分别为：-10.30%、-3.30%、-18.80%、-8.78%，降幅较 1-3 月均有不同程度收窄；制造业投资、房地产投资以及基建投资的 4 月单月同比增速（图表 3）分别为-6.75%、6.97%、2.31%。房地产投资于 3 月同比转正，基建投资于 4 月同比转正，但制造业投资 4 月仍未转正，导致 1-4 月制造业投资累计同比仍然低迷，折射出经济仍未完全恢复，制造业信心不足。

就经济景气而言，5 月 31 日公布的 5 月制造业 PMI 下滑为 50.6%（前值 50.8%），非制造业商务活动指数上升为 53.6%（前值 53.2%），显示出制造业恢复缓慢。同时，本报告也应用长江商学院 BCI 指数（Business Conditions Index，中国企业经营状况指数，简称 BCI）来看国内的 5 月经济景气情况，作为交叉比对。在计算方法上，BCI 与 PMI 类似，也都以 50 为荣枯分水线。5 月份 BCI 为 45.16（前值 42.20），BCI 企业销售前瞻指数为 48.24（前值 40.24），BCI 企业利润前瞻指数为 38.83（前值 35.65）。BCI 相关指标代表 5 月份经济景气与 4 月比继续环比回升（图表 4），但尚未恢复到去年同期水平。

2 国内经济政策：两会政策未超预期，宽货币边际收紧

本次两会政策并未超出市场预期，即抗疫特别国债规模、财政赤字增量规模以及地方政府专项债规模均未超出此前市场的一致预期。但随着两会结束，政策逐渐落地将有助于经济持续边际恢复，而且政策留有空间，可以持续为刺激经济提供动力。就货币政策来说，2020 年政府工作报告提出“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。”由此可见，M2 和社融增速未来将保持较高水平（M2 和社融增速见图 5），降准降息可适时推出，货币政策总体基调为宽松。但宽货币短期收紧，债券市场已经出现了较大波动。就财政政策而言，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”（重点投向内容见图 6），财政赤字规模比去年增加 1 万亿元（赤字率拟按 3.6% 以上安排），同时发行 1 万亿元特别国债。另外预计全年通过减税降费为企业新增减负超过 2.5 万亿元。基于我国财政资金比较紧张，目前货币政策空间稍大，但目前的财政刺激规模尚不足以动摇央行的“正常货币政策”。总理在两会闭幕答记者问时强调“放水养鱼”依然“不搞大水漫灌”。总理同时提出“我们推出的规模性政策叫作纾困和激发市场主体活力，它注重的是稳就业、保民生，主要不是依赖上基建项目。”

图表 5：M2 和社融增速当月同比（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 6：地方政府专项债重点支持“两新一重”

“两新一重”	扩大有效投资的具体内容
新基建	发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
新型城镇化	大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。
重大工程建设	加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。

资料来源：政府工作报告，方正证券研究所

3 中美关系边际恶化，问题常态化无法抵消问题重要性。

中美关系既是影响国际地缘政治的关键因素之一，也是影响当前金融市场的核心问题之一。自 2018 年中美贸易摩擦开始，中美关系问题时而浮现，影响人民币汇率、港股和 A 股等金融市场走势。虽然中美关系问题倾向于常态化，但因为问题本身的重要性，中美关系边际恶化仍会给股市带来额外的不确定性。当前中美关系趋于恶化体现在科技、金融、政治等多个维度（见图表 7）。

图表 7: 2020 年 5 月以来中美关系重要事件

日期	事件	具体细节
5 月 13 日	特朗普施压美国联邦退休金停止投资中国股市	特朗普敦促联邦退休储蓄和投资委员会(FRTIB)停止在中国股市的投资，并提取已投资于中国股市的 45 亿美元资金。
5 月 13 日	美国军舰穿越台湾海峡	美国伯克级驱逐舰“麦克坎贝尔号”(USS McCampbell DDG-85)由北向南穿越台湾海峡。
5 月 14 日	美国延长对华为禁令	2019 年 05 月 16 日，美国发布 Executive Order 13873，该命令把华为加入其所谓的“实体清单”之中，禁止美国公司和华为展开合作。2020 年 5 月 13 日，美国把 Executive Order 13873 的有效期延长一年，这意味着对华为的限制将延长至 2021 年 5 月。
5 月 20 日	美国祝贺蔡英文就职	美国国务卿蓬佩奥发表声明祝贺台湾地区领导人蔡英文就职，并将其称为所谓“总统”。
5 月 20 日	美国批准对台军售	美国国务院批准对台军事销售，将出售 18 枚 MK-48 重型鱼雷与相关设备，金额达 1.8 亿美元。
5 月 20 日	美国参议院通过《外国公司问责法案》，针对中概股。	美国参议院通过《外国公司问责法案》HFCAA 法案，此法案要求如果外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)对会计师事务所检查要求的则禁止其证券在美国交易。提出这一法案的参议员明确表示，此法案主要针对的在美国上市的中国公司。
5 月 22 日	美国将 33 家中国企业与机构纳入“实体清单”	被列入“实体清单”，意味受到美国商务部产业与安全局(BIS)限制出口，无法从美国公司和有 25%以上美国技术或零件的他国出口商处进口需要的产品，本质上是美国的技术封锁和供应链隔离。
5 月 28 日	孟晚舟未能获释	加拿大法院公布孟晚舟引渡案第一个判决结果，认定孟晚舟符合“双重犯罪”标准，对她的引渡案将继续审理。“双重犯罪”指在美国与加拿大同时犯罪，为引渡孟晚舟在美国受审扫清法律方面的障碍。
5 月 28 日	美国拟驱逐 3000 名具有军校背景的中国留学生	《纽约时报》引述不具名官员指美国政府正考虑取消某些研究生级别的中国学生签证。这些学生毕业自与中国解放方有直接联系的院校。据官方估计，如果政策落实，美国或将把至少 3000 名留美中国研究生驱逐出境，以防他们在美进行情报工作。
5 月 29 日	特朗普召开记者发布会，宣布制裁香港	美国不再承认香港自治，取消香港的关税独立地位，并声称将影响与香港的所有协议（即美国 1992 年通过的《香港-美国政策法》的内容）。
6 月 3 日	美国宣布 6 月 16 日起暂停所有中国客运航班往返美国	美国交通部以中国“未能允许美国承运人实现往返中国的定期客运航空服务，无法行使双边权利的全部内容”为由，宣布暂停所有中国航空公司往返美国的定期航班运营。该命令将于 6 月 16 日生效。
6 月 5 日	美国军舰穿越台湾海峡	美军第七舰队在官方披露美军驱逐舰拉塞尔号(USS RUSSELL, DDG-59)穿越台湾海峡。

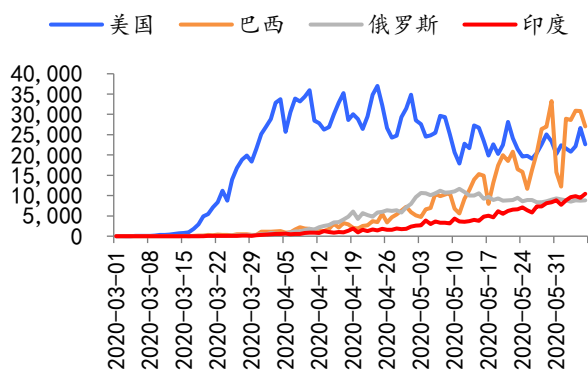
资料来源: Wind, 方正证券研究所

4 全球疫情风险仍未解除、世界经济难以 V 型复苏

目前全球疫情风险仍未解除，一些国家单日新增病例仍然较多（如美国、巴西、俄罗斯、印度，见图表 8，截至 2020 年 6 月 6 日），世界经济恢复弱于预期，世界经济陷入衰退后较难出现 V 型复苏，既为中国经济复苏增加了出口（防疫物资等除外）及产业链方面的掣肘，又

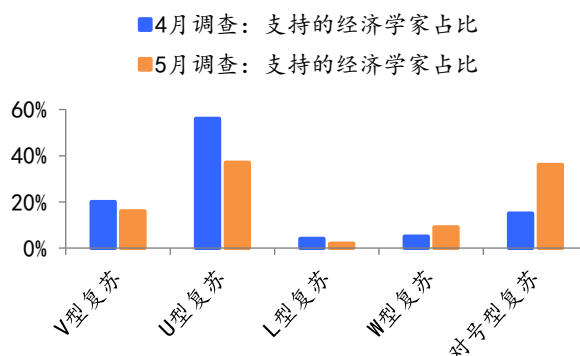
会导致新兴市场汇率贬值、债务风险从而拖累周边市场。根据图透社 5 月 7 日-25 日对大约 100 名经济学家的调查, 16% 的经济学家认为世界经济是 V 型复苏, 37% 的经济学家认为是 U 型复苏, 2% 的经济学家认为是 L 型复苏, 9% 的经济学家认为是 W 型复苏, 36% 的经济学家认为是对号型复苏, 5 月份调查的 U 型和 V 型观点的合计占比比 4 月份降低 23%, 而对号型复苏观点的占比比 4 月增加了 21%, 显示出经济学家们 5 月份的观点比 4 月份更加悲观, 世界经济 V 型复苏难度较大, 可能是 U 型或者对号型复苏 (见图表 9)。

图表 8: 部分国家新冠病毒单日新增确诊病例数



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 9: 路透社对全球经济复苏的调查

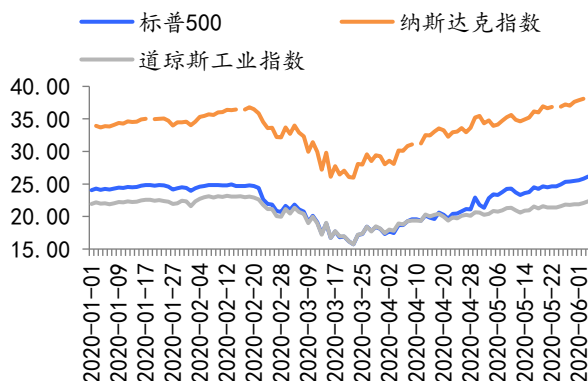


资料来源: Reuters, 方正证券研究所

5. 股市短期三大担忧: 美股的估值高点、港股的香港可能受到美国制裁等问题、A 股的盈利恢复

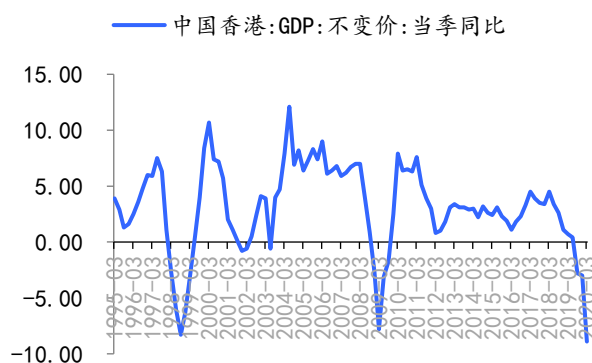
目前美股反弹幅度较大, 市盈率已创新高 (见图表 10), 但目前美联储的资产负债表扩张已然放缓、美国新冠疫情并未解除、美国多地爆发骚乱, 对恢复经济和企业盈利不利, 目前美股估值能否真实反映经济发展和企业盈利的前景、是否会出现估值泡沫、指数形态是否会出现双重顶部是市场可能担心的问题。对于港股而言, 2020 年 5 月 22 日, 十三届全国人大三次会议审议《全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定(草案)》后, 2020 年 5 月 29 日特朗普宣布将制裁香港, 投资者可能担心香港的国际金融中心地位受到影响。香港历经 2018 年的国际贸易摩擦、2019 年的修例风波、以及 2020 年的新冠疫情, 香港 GDP 实际增速已经连续 8 个季度下跌 (图表 11)。虽然近期港元汇率走强有利于港股, 但若发生香港受到美国制裁等事件, 投资者情绪将持续受到影响。综上, 美股和港股短期可能无法对 A 股构成上涨催化剂。

图表 10: 美股三大股指市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

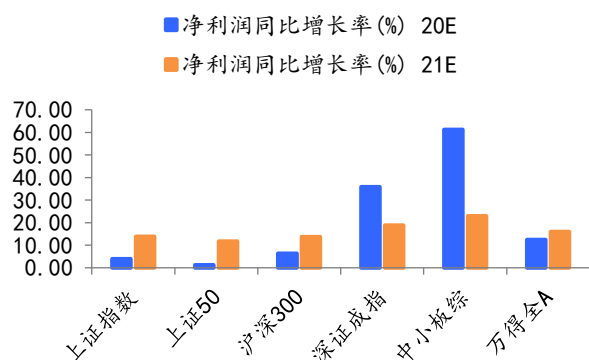
图表 11: 香港实际 GDP 连续 8 个季度同比下跌



资料来源: 香港政府统计处, 方正证券研究所

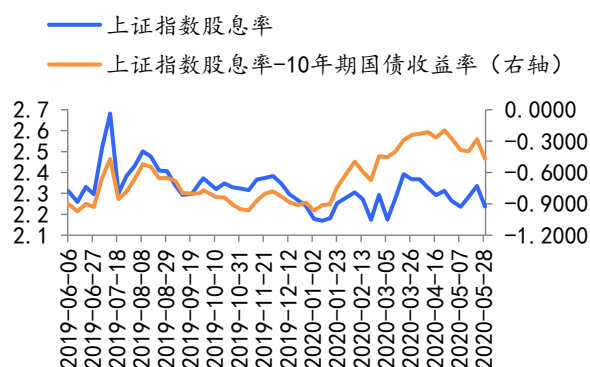
对于 A 股而言，投资者更关注第二季度的盈利恢复情况，可以肯定的是 A 股盈利情况随着经济边际恢复会逐渐转好，但整体上二季度相比三季度仍然具有一定的不确定性（虽然部分受赶工和订单节奏扰动的行业二季度比三季度确定性更强）。而在各大重要指数中，上证指数 2020 年全年净利润增速预期仅为 3.9%（图表 12），低于上证 50 之外的所有重要指数。结合其他因素，上证指数想要迅速出现趋势性机会难度相对更大一些。图 13 显示上证指数股息率与 10 年期国债收益率的差值近期掉头向下，从资产配置的角度讲，股息率下滑至低位导致上证综指的吸引力难以迅速持续上升，股市吸引力将有波折。

图表 12：各指数 2020 和 2021 年净利润增速预测



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 13：上证指数股息率及股债相对吸引力下降



资料来源：Wind，方正证券研究所

6. 结论

本文认为上证指数在出现趋势性上涨前，未来 1-2 个月内将出现一次调整，原因有五个：第一，国内经济边际恢复但尚未完全达到去年同期水平。第二，两会政策未超预期，宽货币边际收紧。第三，中美关系边际恶化，问题常态化无法抵消问题重要性。第四，全球疫情风险仍未解除、世界经济难以 V 型复苏。第五，股市存在短期三大担忧：美股的估值高点和港股的香港可能受到美国制裁等问题无法对 A 股构成利好，而 A 股的盈利恢复也尚在观察期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼 (200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201 (418000)	长沙市芙蓉中路二段200号 华侨国际大厦24楼 (410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com