

张馨元 执业证书编号：S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

王以
联系人 wangyi012893@htsc.com

相关研究

- 1《策略：风险偏好修复至前高后的核心变量》2020.05
- 2《策略：压力天平倾斜下市场主线或逐渐明晰》2020.04
- 3《策略：疫情的不确定性与政策的空间》2020.04

两会靴子落地后的两大市场风向

信号与噪声系列之一百七十期

核心观点：两会政策预期落地后关注国产替代链与后周期消费链

上周内需与疫情修复链继续跑赢大市，中美关系恶化导致科技股估值回调。两会政策预期靴子落地、中美关系不确定性迅速升温，叠加海内外复工复产推进、1月解禁高峰后产业资本减持压力出现，反映1)内外资金面短期或均面临压力，2)科技消费双轮驱动格局或短期向消费单极边际迁移，3)细分结构上，关注中美摩擦下的中高端国产替代链（半导体材料/设备）、疫情修复顺序对应的后周期消费链。行业配置建议继续加配三个“电”（电子/电源设备/家电），左侧电动车链及“汽零”，右侧“云”（云基础设施）。

市场特征：内需与疫情修复链继续跑赢，科技整体承压但国产替代走强

上周市场在中美、两会及海外复工等多空因素中震荡走弱，内需（食品饮料/医药）与疫情修复链（商贸/消费）继续跑赢；钢铁/有色、电动车链、广电系分别受大宗回暖、欧洲电动车新政、广电移动5G合作等驱动阶段性领涨；华为禁令后科技板块整体承压，但国产替代概念如半导体设备（光刻胶）、半导体材料（硅片）等走强，与去年5月中美关系恶化时类似。前期消费科技双轮驱动格局向“喝酒吃药”+疫情修复链为代表的消费单极风格演绎。

风向一：从两会预期“靴子”落地到中美摩擦“灰犀牛”再起

从历史情形来看，两会前市场倾向于在政策预期推动下走强，两会中政策预期靴子落地，市场倾向于走平或走弱，今年亦不例外，政府工作报告首次不列增长目标，政策重心置于六稳六保，以稳就业保民生为重中之重，财政发力方向强调“两新一重”中的“两新”，即新型基础设施建设、新型城镇化建设，分别对应电动车/5G/充电桩等概念、旧改概念。除政策刺激力度或略不及预期外，中美摩擦或是5.22大跌更重要因素，北向资金转弱、南向资金走强、港股地产领跌等反映外资撤出是AH市场回调的推手。

风向二：国内疫情修复或进入阶段III“后周期消费”，海外滞后一个身位

4、5月乘用车销量数据显著改善，或反映当前国内疫情修复链由必需消费（阶段I）、服务类可选消费（阶段II）演进至汽车/家电等后周期可选消费（阶段III）；海外方面，我们追踪的高频指标显示，餐饮/酒店/零售景气触底回升、零售与休闲服务龙头陆续开放门店，反映海外疫情修复或处于第二阶段。从当前点位vs疫情前（1.17）水位来看，A股必需（106-113%）>美股科技（99%）>A股科技（95-98%）>A股休闲服务（96%）>美股必需（86-97%）>A股后周期（87-90%）>美股后周期（67-76%）。

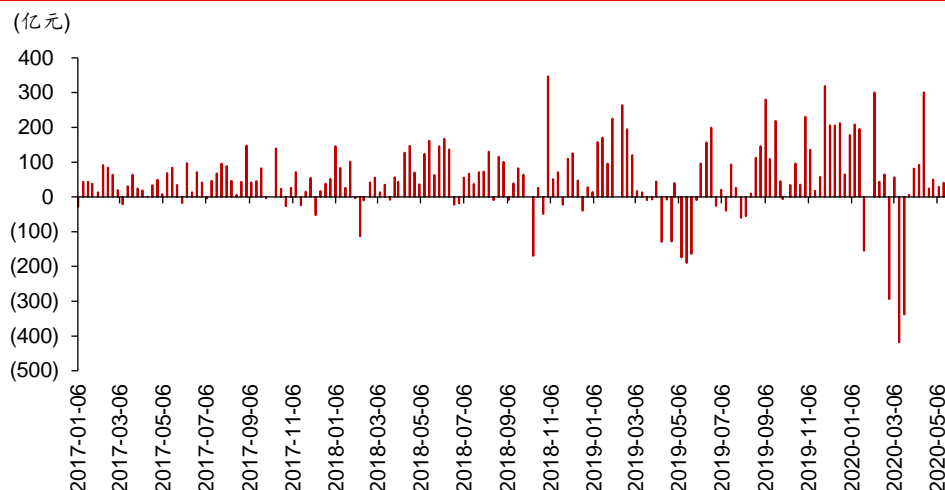
资金面：中美摩擦或制约短期外资流入，国内流动性脱虚入实加快

上周北向资金流入79亿，环比继续回升，但周五大幅流出，深市强于沪市；融资净买入额及成交占比环比下滑；场内股票ETF份额延续4月初以下行趋势；产业资本减持209亿，为年初至今最高周减持规模，或反映1月解禁高峰的滞后压力。参考去年5/8月，当前阶段中美摩擦/VIX或是制约北向资金流入的主要压力，但中美利差要优于彼时，A股性价比（AH溢价）与彼时相当，综合来看外资流出压力或低于彼时。发电量同比创年内新高、螺纹钢等期价回暖、股票ETF发行放缓等反映国内流动性或脱虚入实加快。

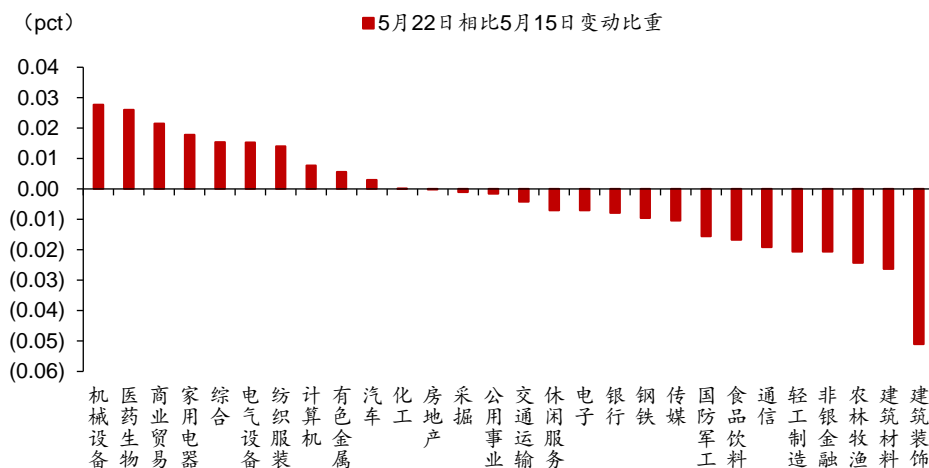
配置建议：加配三个“电”，左侧电动车链/“汽零”，右侧握稳“云”

两会政策预期落地、中美摩擦再度升温、疫情修复链顺序分别指向“两新”（新基建+旧改）、国产替代（半导体材料/设备）、后周期可选消费。结合我们5月月度配置观点，建议关注内外逻辑兼具，既受益于外需环比改善或外部焦点转移、又受益于内需政策支持或现有景气优势的三条主线：加配三个“电”：电子（半导体/组件/PCB）/电源设备（光伏/风电）/家电（白电/厨电），左侧关注电动车链/“汽零”，右侧握稳“云”（云基础设施）。

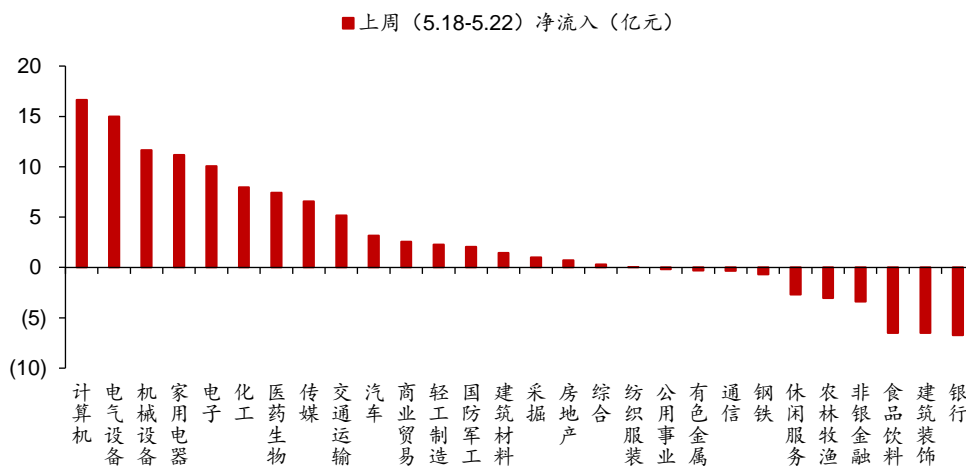
风险提示：中美摩擦升级；新兴市场疫情超预期；疫情二次爆发风险。

图表1： 上周陆股通累计净流入 79.47 亿元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

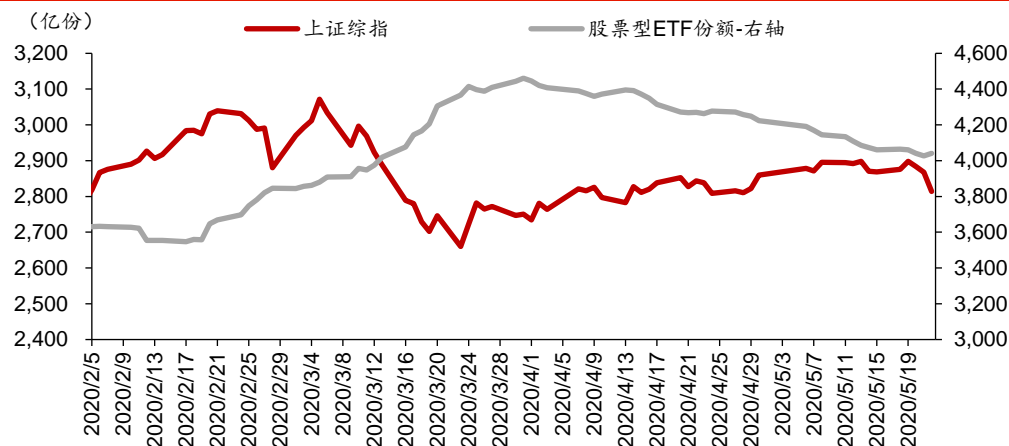
图表2： 相比 5 月 15 日，5 月 22 日陆股通持有机械设备、医药生物等数量占对应板块流通 A 股比重提升居前

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 2020.5.18-2020.5.22 家用电器板块北向资金净流入最高，为 16.64 亿元

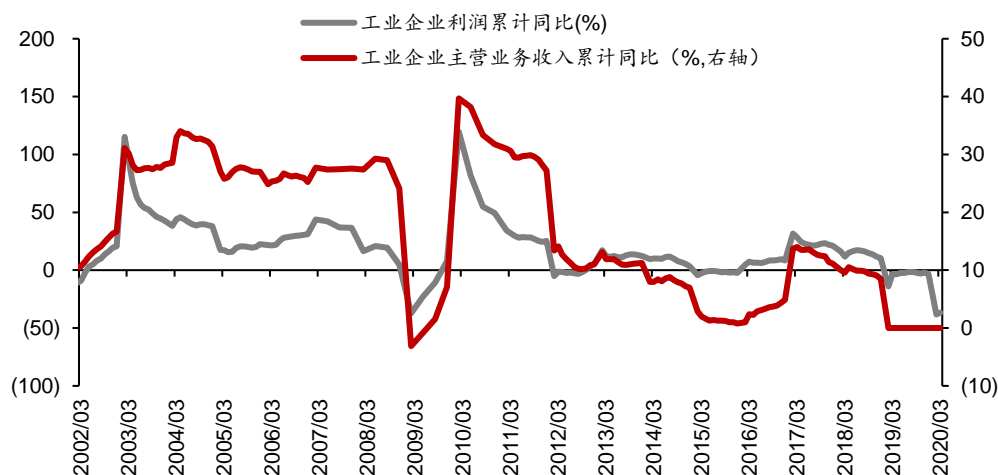
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图4：截至5月22日，上周股票型ETF份额减少19.88亿份



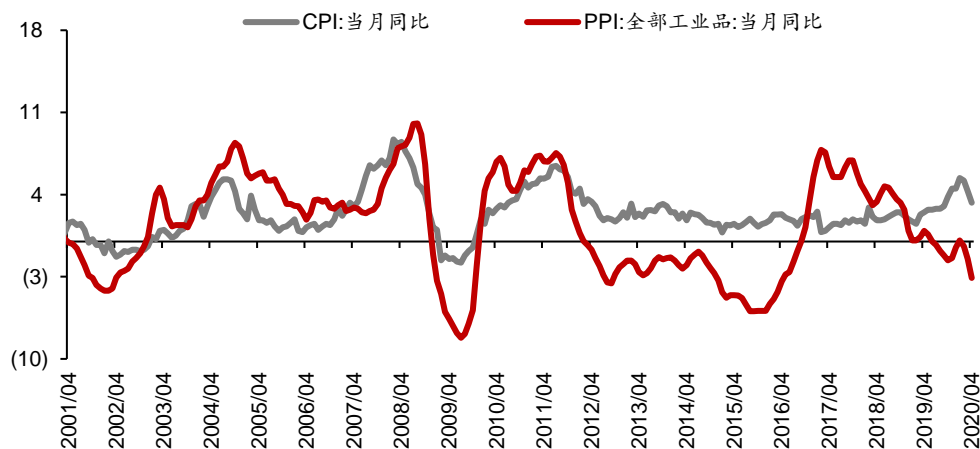
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图5：2020年3月工业企业利润累计同比大幅下滑



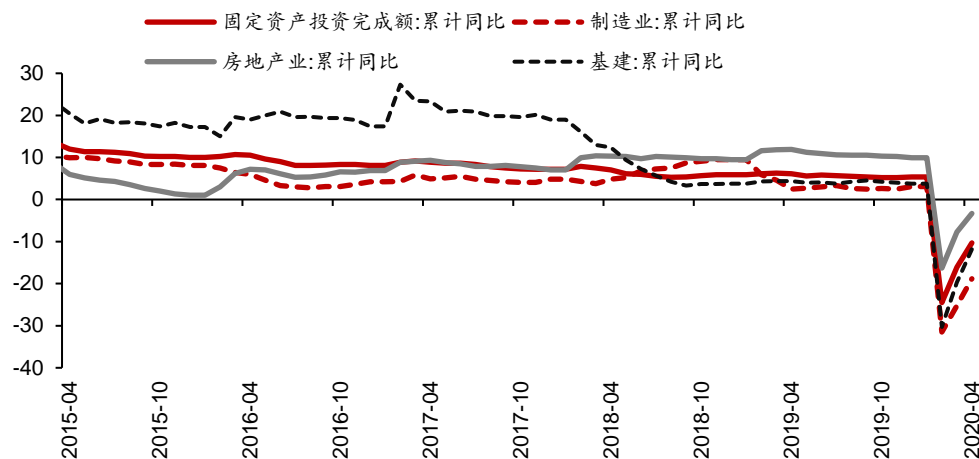
资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至3月

图6：4月CPI较3月下降，4月PPI较3月下降（单位：%）



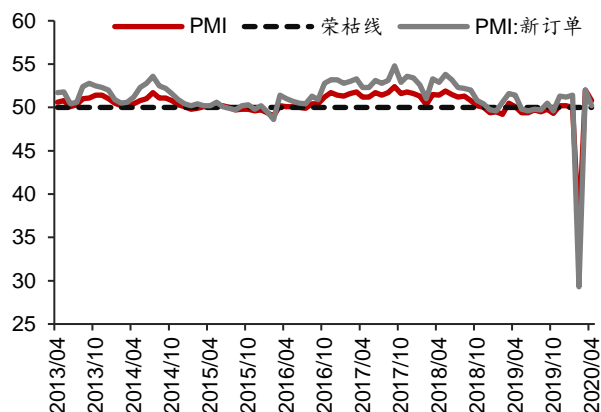
资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至4月

图表7： 2020 年 4 月固定资产投资完成额累计同比跌幅较 3 月缩小（单位：%）



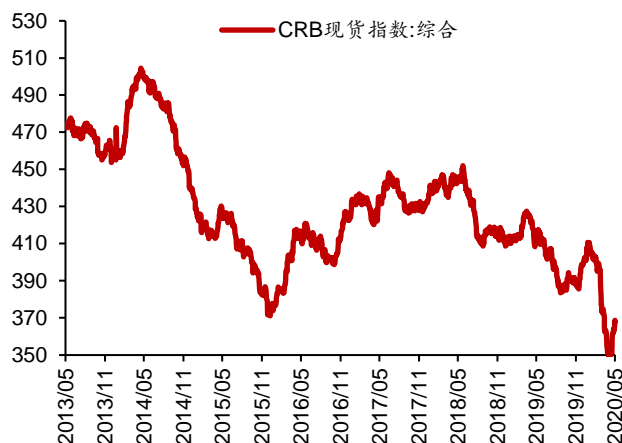
资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至 4 月

图表8： 2020 年 4 月 PMI 较 2020 年 3 月小幅回落（单位：%）



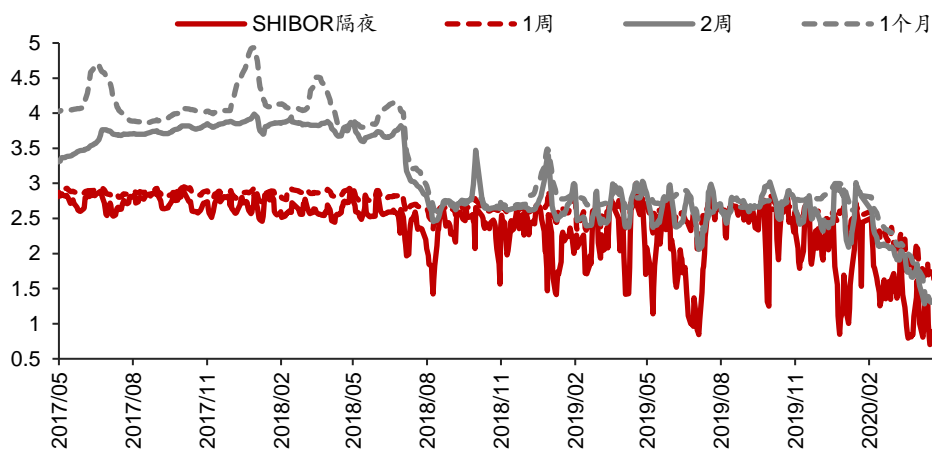
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： CRB 现货指数小幅回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所；时间：5月18日至5月22日

图表10： SHIBOR 隔夜利率小幅回升（单位：%）



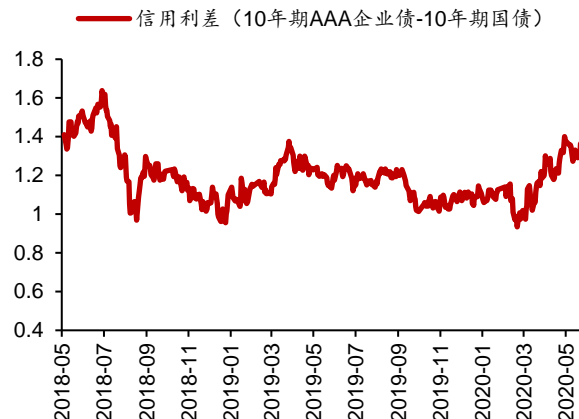
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11: 期限利差 (10年期国债-1年期国债) 小幅回落 (单位: %)



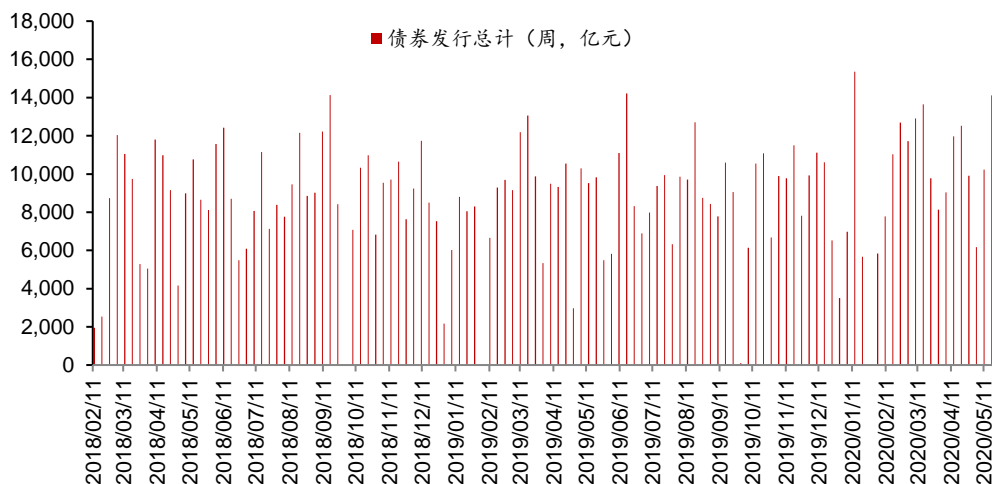
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 时间: 5月18日至5月22日

图表12: 信用利差小幅回升 (单位: %)



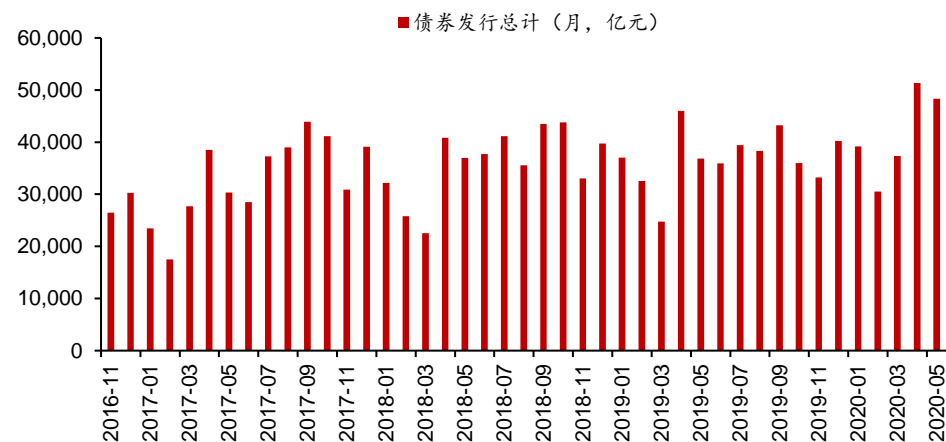
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 时间: 5月18日至5月22日

图表13: 债券融资 (周, 截至5月23日)



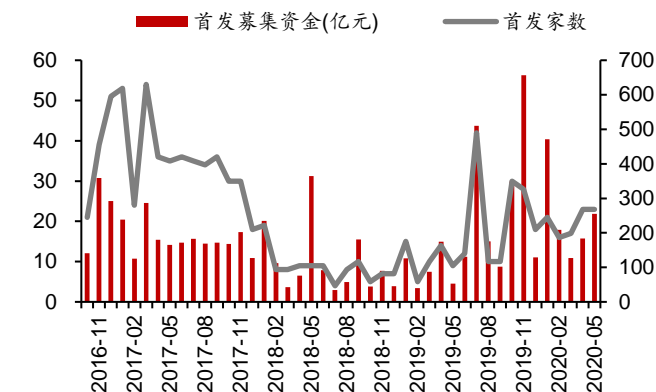
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表14: 债券融资 (月, 截至5月23日)



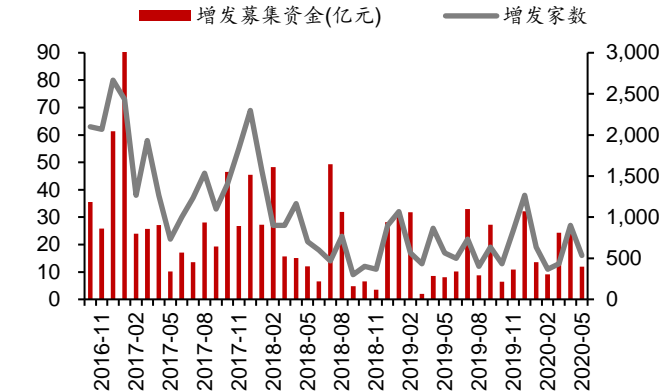
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表15: IPO 家数、募集资金(月, 截至5月23日)



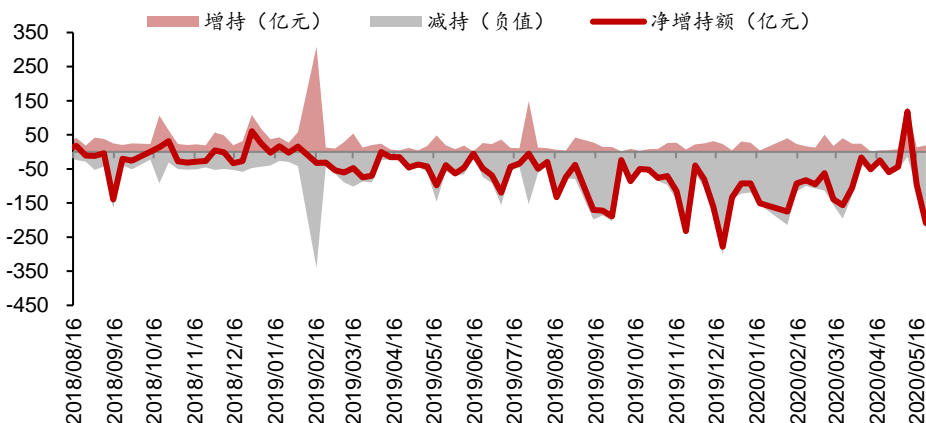
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表16: 增发家数及募集资金(月, 截至5月23日)



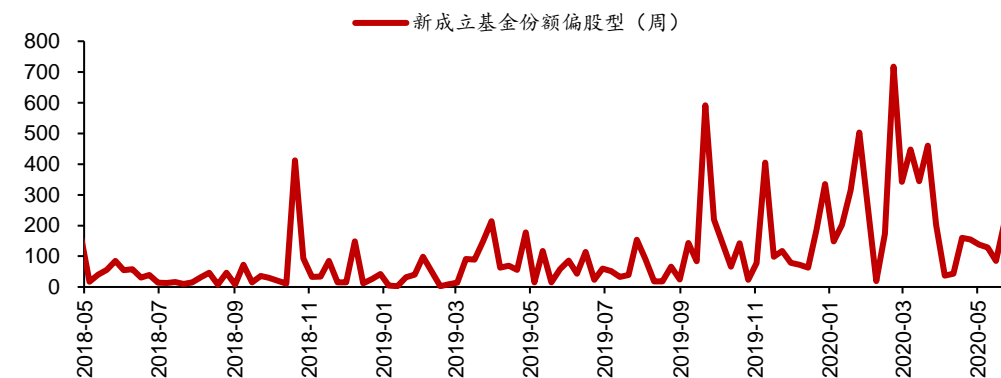
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表17: 2020.5.17-2020.5.23 期间, 产业资本净减持 209.06 亿元



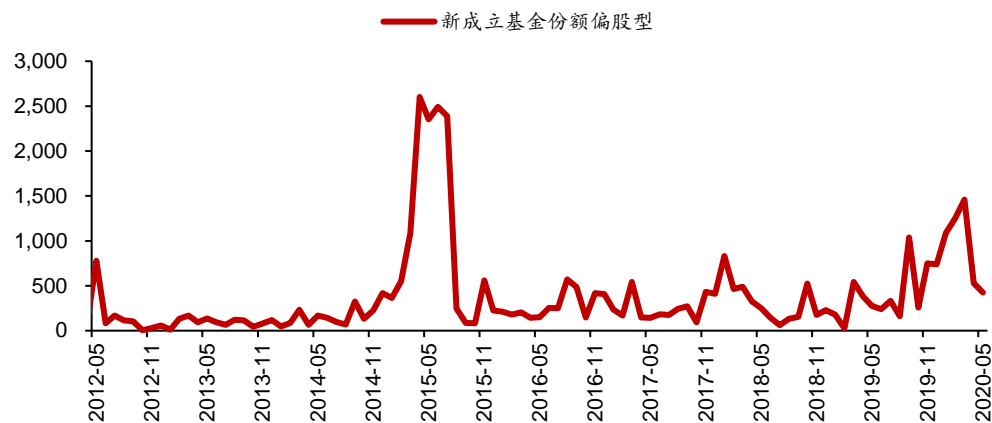
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 新成立基金份额(周, 截至5月23日, 单位: 万份)



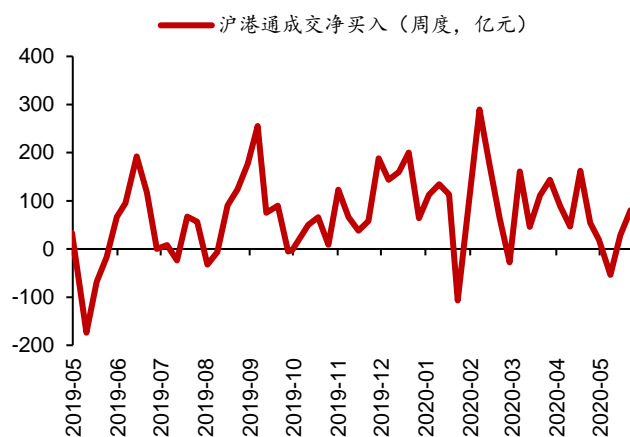
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 新成立基金份额 (月, 截至 5 月 23 日, 单位: 万份)



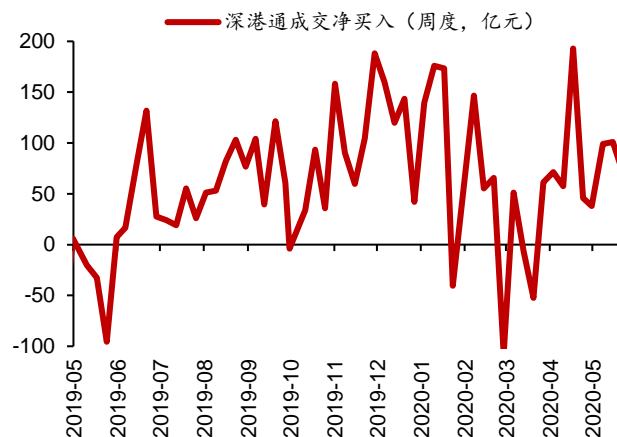
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2020.5.18-2020.5.22 沪港通净流入 80.89 亿元



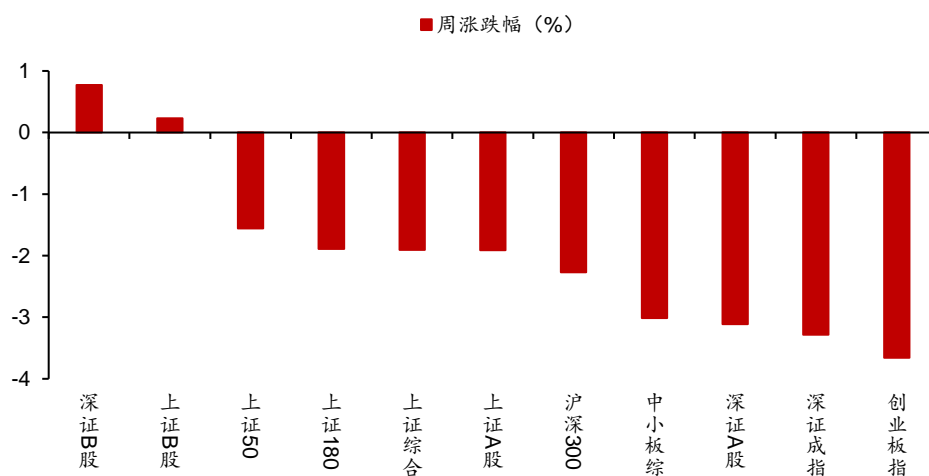
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 2020.5.18-2020.5.22 深港通净流入 71.1 亿元

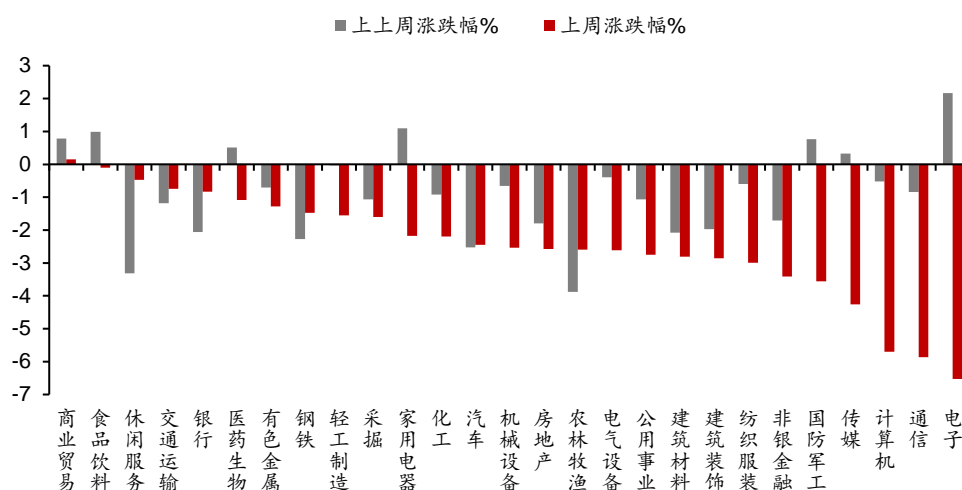


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2020.5.17-2020.5.23 深证 B 股涨幅最大, 为 0.77%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23： 2020.5.17-2020.5.23 商业贸易涨幅最大，为 0.15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

中美科技、金融、经贸等摩擦升级，市场避险情绪升温；新兴市场疫情超预期，新兴市场资金流持续走弱；疫情在欧美二次爆发，欧美复工推进不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司