

策略报告

乘风破浪济沧海—— 新华基金2020年Q3投资策略

2020.06.26



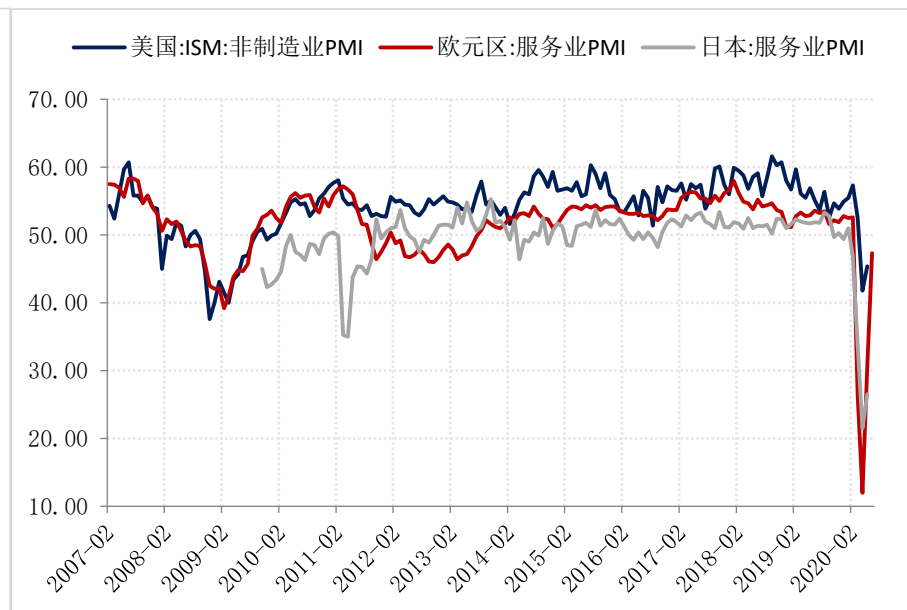
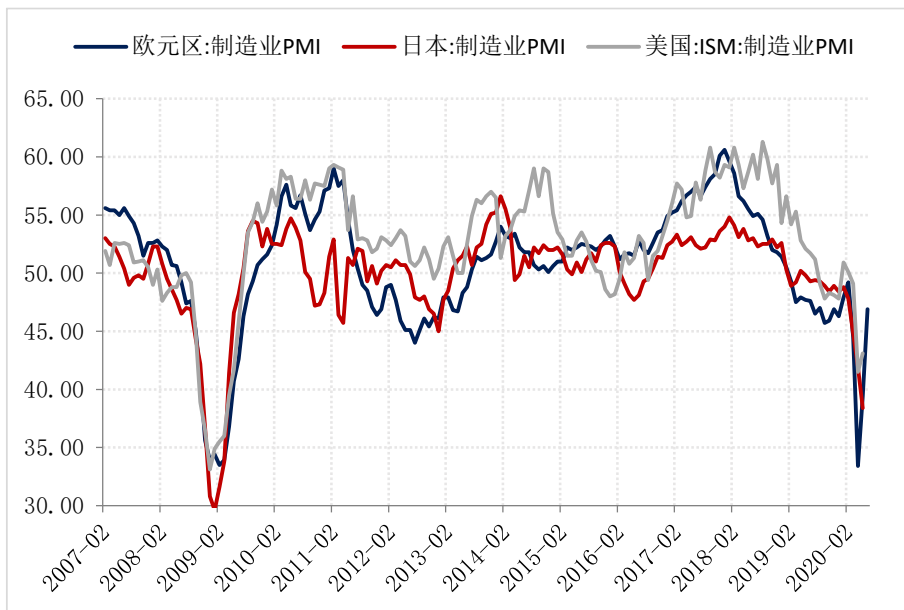
Q3宏观策略观点摘要

- ▶ **宏观摘要：**三季度全球经济在目前基础上进一步修复应是市场的共识，分歧在于反弹的力度以及政策面可能出现的变化，考虑到欧美财政刺激都未完全落地，欧美央行也较大概率会继续扩表，预计海外政策面将维持宽松的格局。外需、基建和生活性服务业将推动国内经济在三季度继续改善，但随着流动性边际上有所回撤、社融增速触顶，对金融条件最为敏感的地产前端产业链面临一定的回落压力。维持通胀在年内不构成主要矛盾的判断，汇率可能会阶段性对市场和政策构成干扰，但内在贬值压力非常有限。
- ▶ **策略摘要：**伴随全球经济体逐步复工复产，A股企业盈利Q3-Q4呈现逐步修复的走势，但斜率取决于经济回暖的力度，还需要观察。流动性方面，美联储及G20成员国此前联手出台的强力政策有效解决了市场流动性危机，6月FOMC会议联储表态会维持0利率以保证流动性，但是扩表节奏有明显放缓。央行在近期讲话中强调不大水漫灌，考虑政策后遗症及何时退出，整体上也比较鹰派，短期国内流动性可能难以进一步宽松，重点将是宽货币向宽信用的传导；风险溢价目前处在均值水平，但3季度疫情，中美双边关系等不确定性因素仍然较大，7月面临年内解禁高峰，同时政治局会议值得关注。回顾历史，历次大的危机往往都带来优质公司的买入机会，在长期资本回报率不断下行叠加居民资产再配置的大背景下，资金会向最确定的方向集中，代表中国未来经济结构转型重点的消费科技板块中的核心资产是最重要的方向。综上分析，展望3季度，我们对市场维持看好，但是短期市场面临较多不确定性事件集中落地，可能有一定调整压力，但是调整是买入机会，在风险释放之后，市场有望伴随经济恢复走出结构性行情。
- ▶ **行业配置：**中性假设下，我们通过模型测算2020年A股非金融盈利增速为-5%至-7%。截至6月底全A估值PE 19.52倍，处在历史估值39%左右分位水平，其中创业板（剔除商誉减值）估值78.58倍，处于历史79%分位数水平。3季度行业配置建议优选二条主线：1) 代表长期科技发展方向的电子，计算机，传媒，新能源车等；2) 聚焦业绩确定性和经济回暖的板块，如医药，食品饮料，家电，社服等。低估值板块如金融地产可以关注阶段性估值修复行情。

宏观经济运行情况

欧美经济在重启后较快反弹

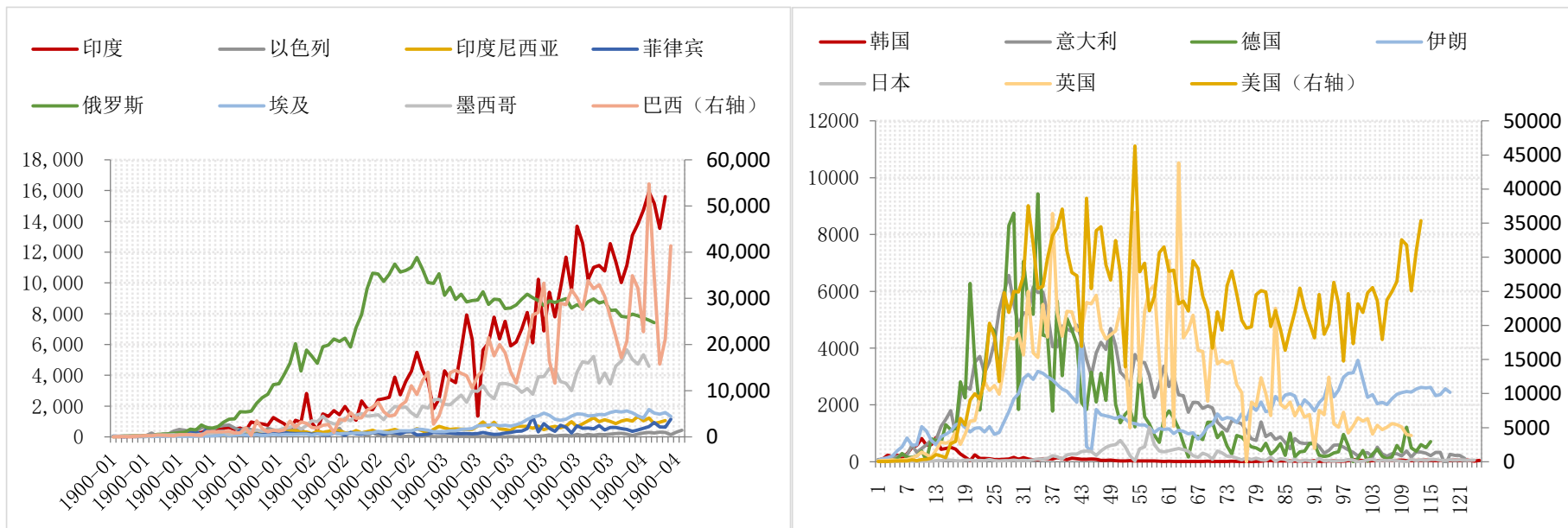
- 欧美经济从4月底开始相继重启，从5-6月的经济表现来看，5月修复幅度较为有限，整体上还处在收缩区间；6月反弹加速，欧洲部分经济体已经重回扩张区间，且疫情没有出现明显的反复，美国则在经济修复的同时疫情也开始二次抬头；



数据来源：WIND

全球疫情的拐点仍未到来

- 虽然中日韩等国疫情已经得到有效控制、欧洲新增病例也已经连续第三个月明显放缓，但全球疫情的拐点远未到来，巴西、印度和墨西哥等主要新兴经济体的疫情仍在爆发阶段，美国确诊人数近期也反弹至高位，并带动全球新增确诊人数再创新高。
- 考虑到保持社交距离、供应链受损以及债务负担加重等诸多疫情导致的负面影响，全球经济预计将U型修复，即恢复疫情前水平可能需要相当长时间。



数据来源：中信证券

欧美将维持宽松格局

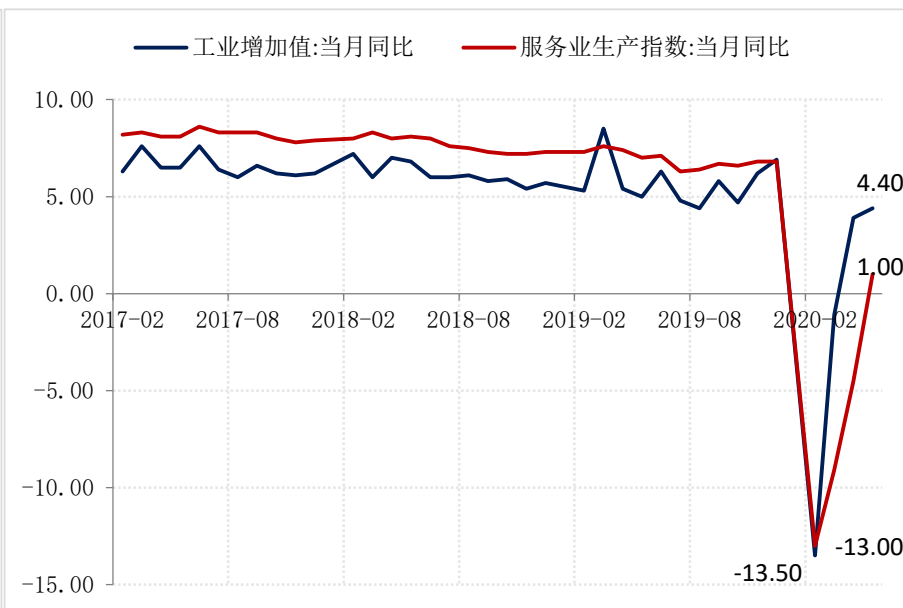
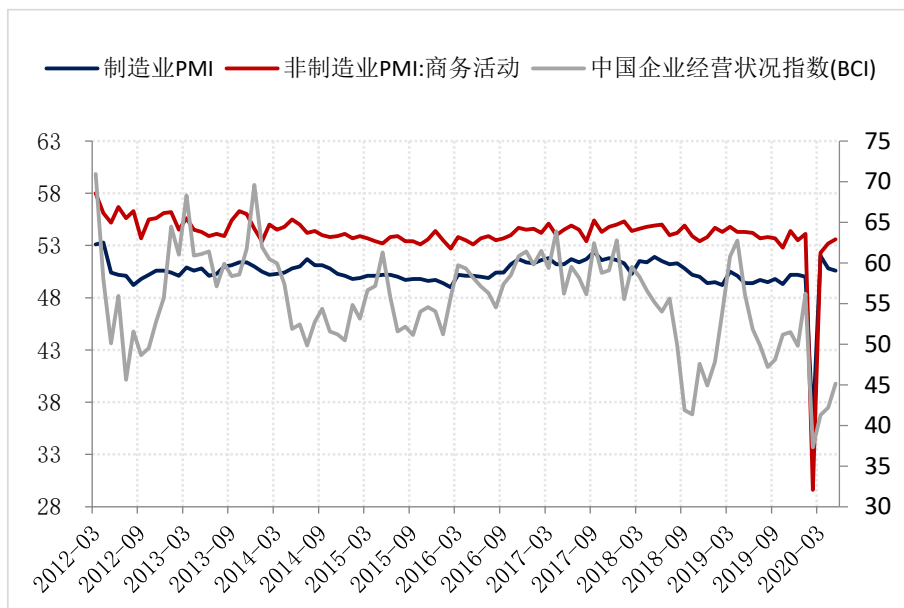
- 考虑到疫情短期仍在压制经济动能，长期负面影响也不明朗，预计欧美将维持宽松的格局，欧美央行都将继续扩表，只是扩表速度较前期放缓，信用利差也将继续改善；美国新一轮财政刺激方案和欧盟财政一体化进展都有望对第三季度的经济和市场构成积极支撑。



数据来源: Wind

二季度国内经济恢复正增长

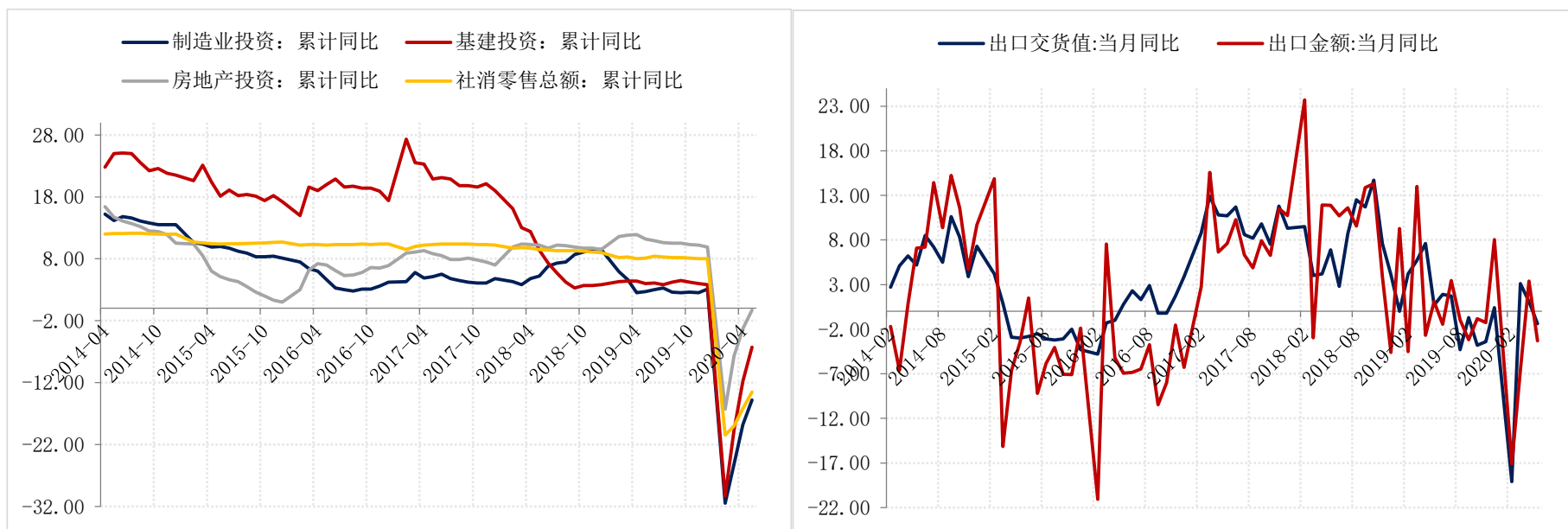
- 国内经济从2月下旬重启以来，已经连续四个月改善，工业生产和服务业生产在4月和5月相继恢复至正增长，结合6月高频数据，预计二季度实际GDP增速将从一季度的-6.8%反弹至1-2%左右。



数据来源: WIND

基建和地产引领经济修复性反弹

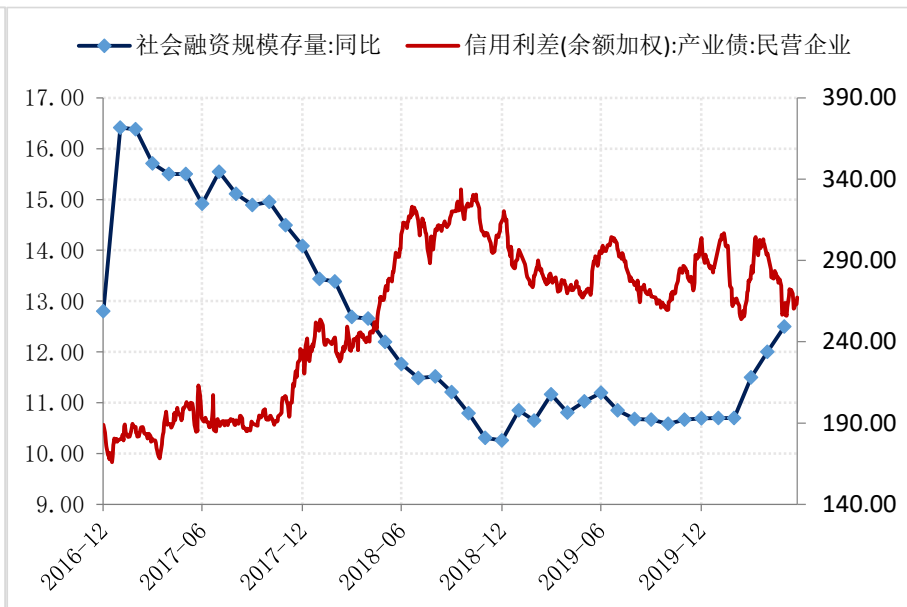
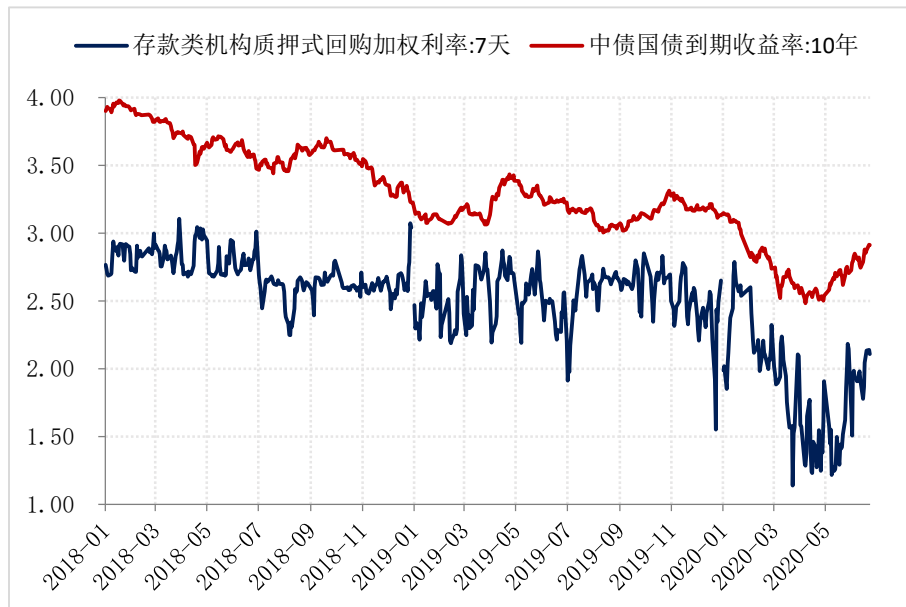
- 从需求侧来看，基建和地产引领着过去四个月国内经济的反弹，基建投资、地产投资以及地产销售5月单月都实现接近10%的正增长，而可选消费、尤其是餐饮旅游等受疫情压制仍处在负增长区间；
- 出口在二季度的韧性远超市场预期，部分来自抗疫相关物资出口大增，也和中国经济率先重启、订单向国内转移有关。但从制造业投资的疲软来看，出口的隐忧并没有解除。



数据来源: WIND

政策宽松推动经济修复

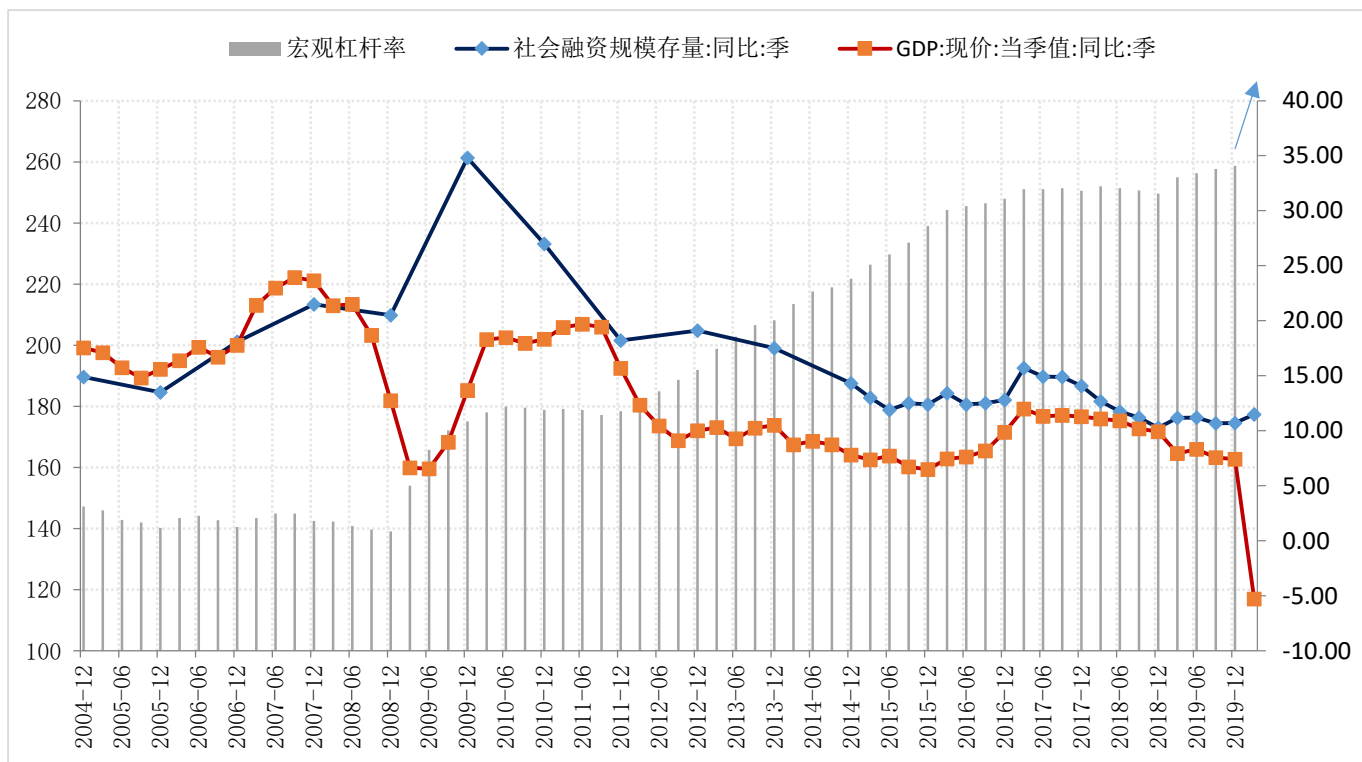
- 基建和地产的快速反弹在相当程度上得益于金融条件的宽松：疫情爆发后无风险利率快速下行、社融增速明显反弹，民营企业信用利差在疫情剧烈冲击下也未见抬升；
- 新旧基建作为稳增长的重要抓手直接受益政策的宽松，地产虽在需求侧没有明显松动，但按揭利率和房企融资成本的下行以及供给端的放松都对楼市有积极支撑。



数据来源：WIND

政策为什么修正：宏观杠杆率高企

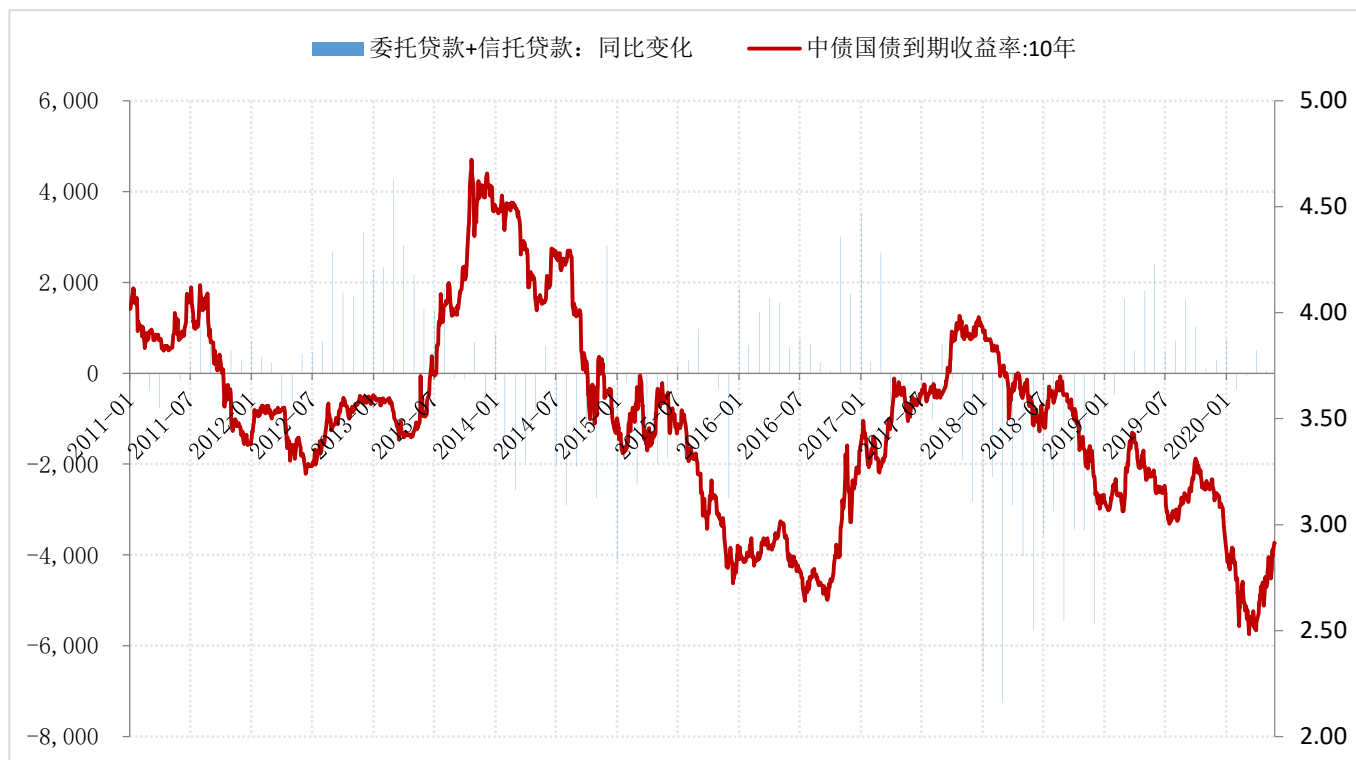
- 但更为重要的原因在于宏观杠杆率高企的约束。2008年金融危机以来国内宏观杠杆率持续攀升的势头在2017-2019年已经得到较为明显的控制，信贷缺口成功降至0附近，但宏观杠杆率的绝对水平仍在高位，疫情的突然爆发更是导致今年的杠杆率再次跳升约10个百分点。当经济走出疫情的阴影后，稳杠杆和结构去杠杆势必会重新提上政策日程。



数据来源：WIND

社融增速在三季度有望触顶

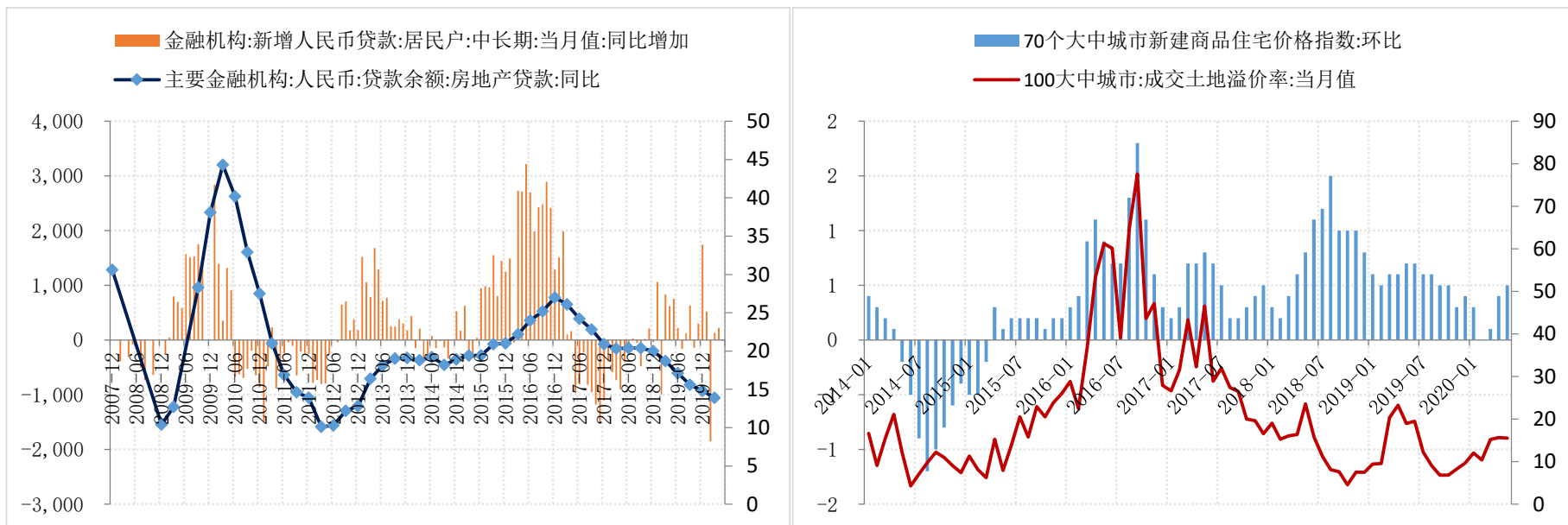
- 上述政策修正直接体现在无风险利率的快速上行上，而社融增速预计在三季度也将跟随触顶。综合各类政府债券新增额度以及政策面对于普惠小微贷款和制造业贷款投放的明确要求，今年社融的合意增速在13%左右，5月底为12.5%，已经非常接近，而随着利率上行和监管趋于收紧，票据融资、企业债券融资和非标融资都将不同程度承压，虽然有企业中长贷和政府债券融资的支撑，社融增速继续回升的空间也非常有限。



数据来源：WIND

地产产业链对金融条件的变化最为敏感

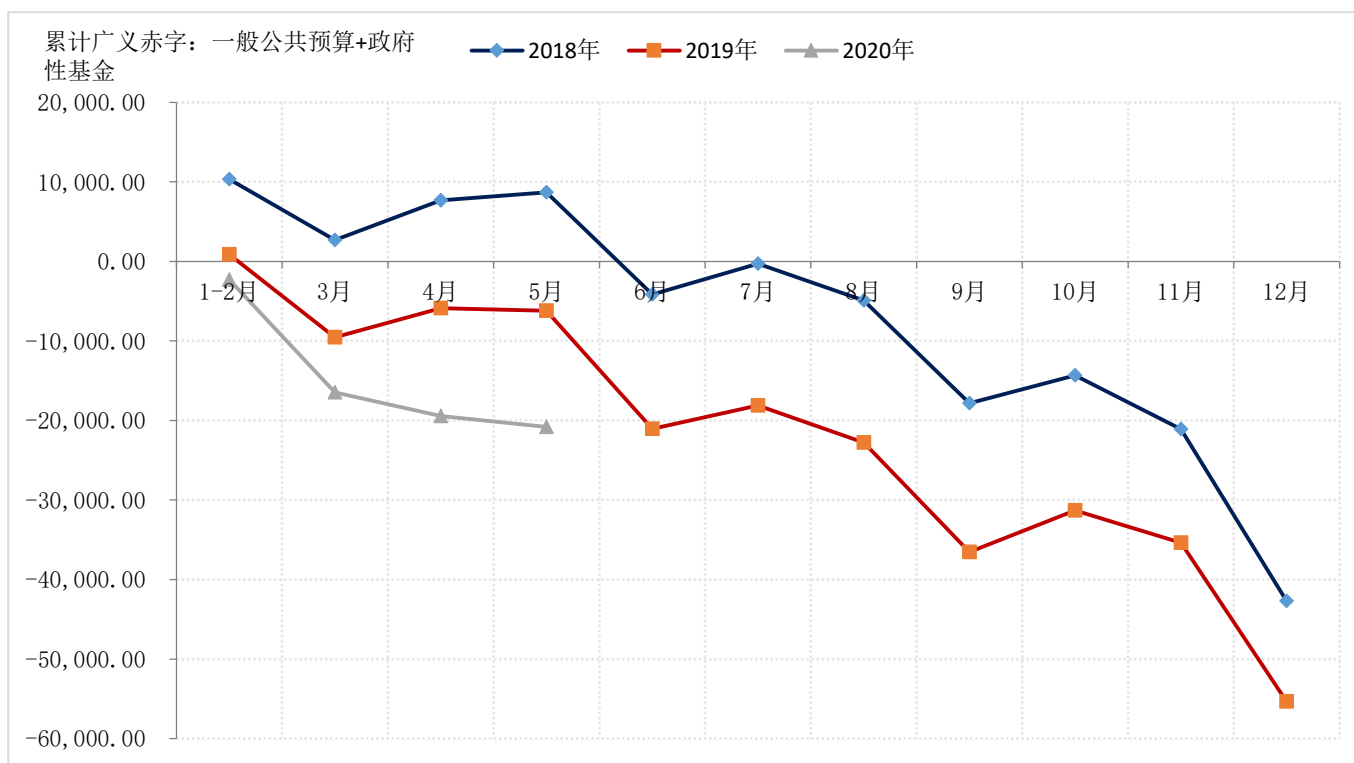
- 疫情爆发至今，地产直接受益金融条件宽松的程度非常有限：居民中长贷同比基本持平、房地产贷款增速仍在回落；
- 但开发商可以通过占用供应商信贷额度间接受益，且融资成本有明显下行。关注金融条件趋于收紧对于地产销售以及房企拿地和新开工的冲击，预计地产产业链前端在三季度会面临一定下行压力。



数据来源：WIND

财政政策在下半年仍有较大空间

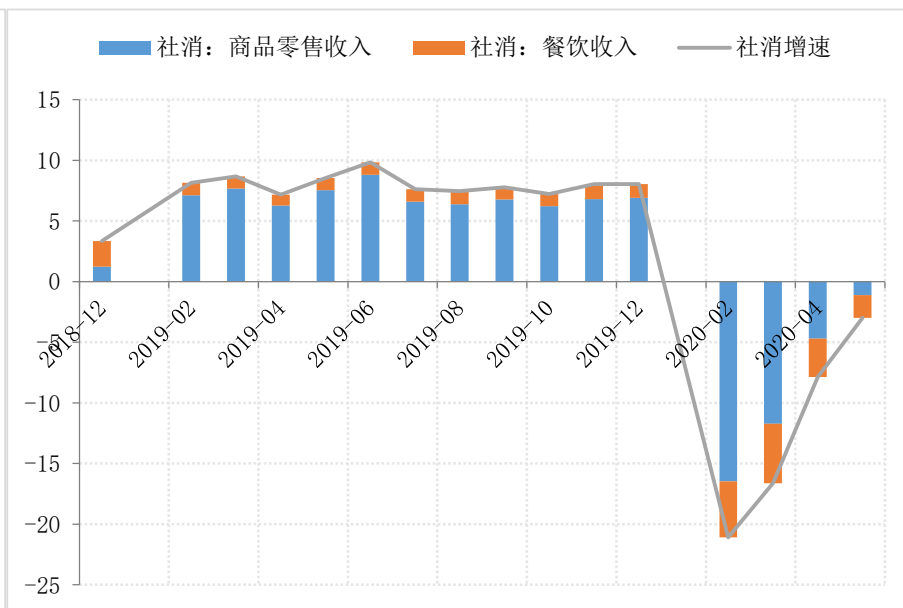
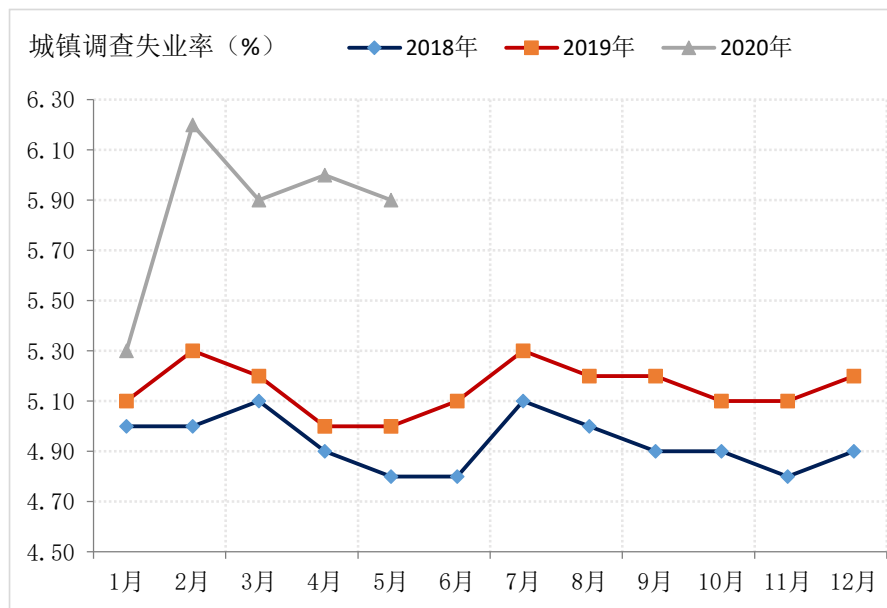
- ▶ 相比货币政策力度有所回撤，财政政策仍有较大空间，今年广义赤字率接近11%，相比2019年提高超过5个百分点；而截至5月末，一般公共预算和政府性基金账户合计实现赤字2万亿，意味着6月至年底还有超过9万亿的赤字空间，高出2019年同期约4万亿，这对于下半年的经济，尤其是政府投资将构成较强的支撑。



数据来源：WIND

就业与消费：三季度仍有压力

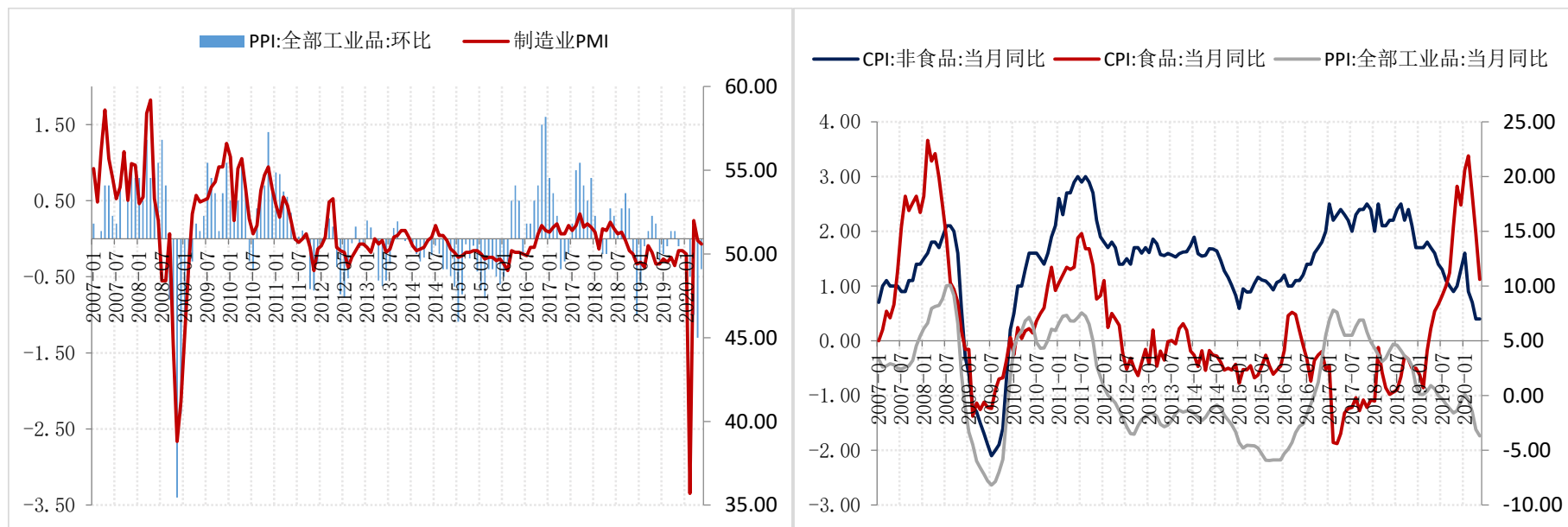
- ▶ 相比经济数据的快速反弹，就业在二季度改善有限，3-5月调查失业率都在5.9-6.0附近徘徊，明显高于去年同期，如果将因疫情返乡的农民工群体纳入其中，真实的就业形势可能更为严峻；考虑到6-7月为毕业求职季，失业率在三季度还有进一步攀升的压力；
- ▶ 就业形势较为严峻叠加疫情防控要求保持一定的社交距离，可选消费虽有进一步修复空间，但预计很难像地产和基建投资那样恢复至疫情前的水平。



数据来源：WIND

通胀：年内不构成主要矛盾

- 随着全球经济整体上趋于回升，PPI以及CPI非食品项在下半年也将相应反弹，同时CPI食品项在猪肉价格高基数的压制下将继续回落，结构对冲之下，PPI和CPI将从不同方向向0收敛，通胀整体温和，在年内很难对政策和市场构成实质性扰动。



数据来源：WIND

汇率：内在贬值压力有限

- 2018年至今，人民币汇率整体上趋于贬值，且每一次较大的波动都源自中美关系出现波折，二季度一度跌破7.2关口也不例外；
- 但美联储快速扩表和欧盟财政一体化取得的积极进展都在中期对美元构成较强的压制，叠加短期欧洲经济重启较美国更为顺利，不排除人民币汇率在三季度再次出现阶段性的较大波动，但整体贬值压力非常有限。



数据来源：WIND

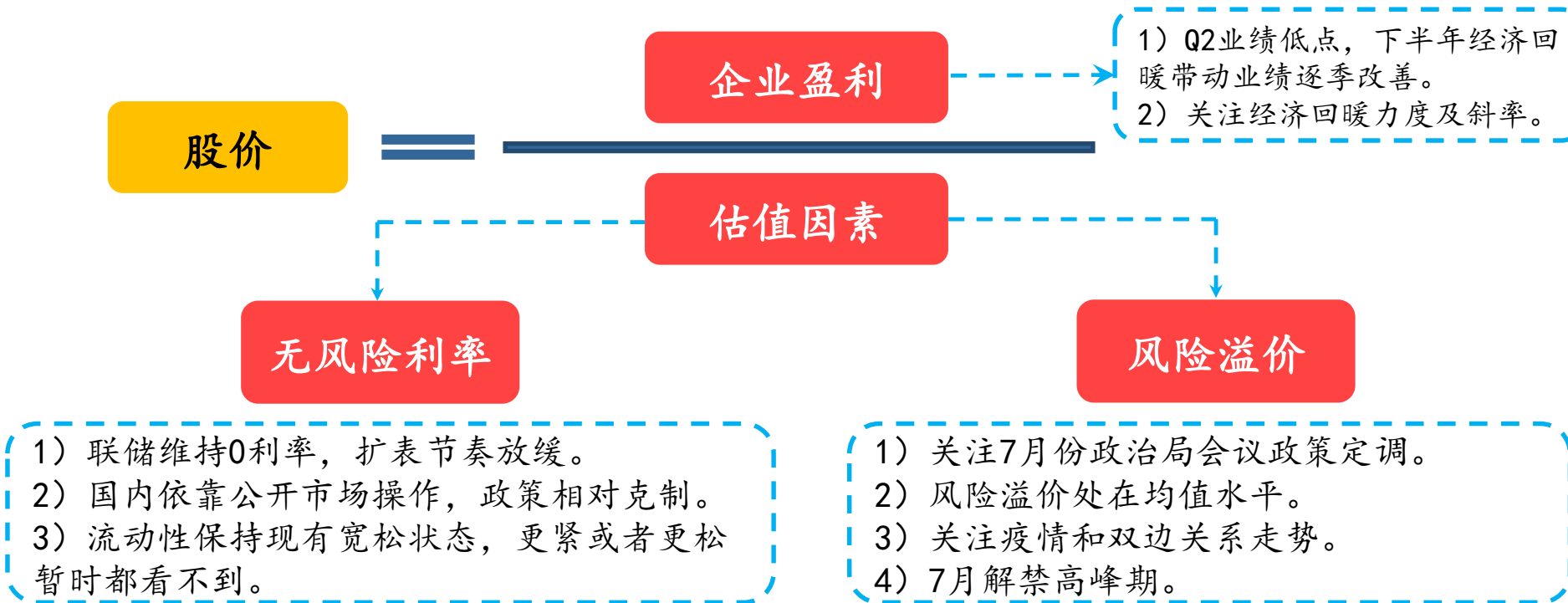
经济数据预测

	实际GDP当季同比	实际GDP累计同比	社消当季同比	投资当季同比	出口当季同比
2019年Q1	6.40	6.40	8.40	6.30	1.40
2019年Q2	6.20	6.30	8.60	5.50	-1.00
2019年Q3	6.00	6.20	7.60	4.80	-0.30
2019年Q4	6.00	6.10	7.70	5.40	1.90
2020年Q1	-6.80	-6.80	-19.00	-16.10	-13.30
2020年Q2 (E)	2.00	0.50	-3.00	1.00	-2.00
2020年Q3 (E)	4.00	1.10	4.50	4.80	1.10
2020年Q4 (E)	6.00	1.70	6.70	7.40	5.20

数据来源：WIND和作者估算

投资策略

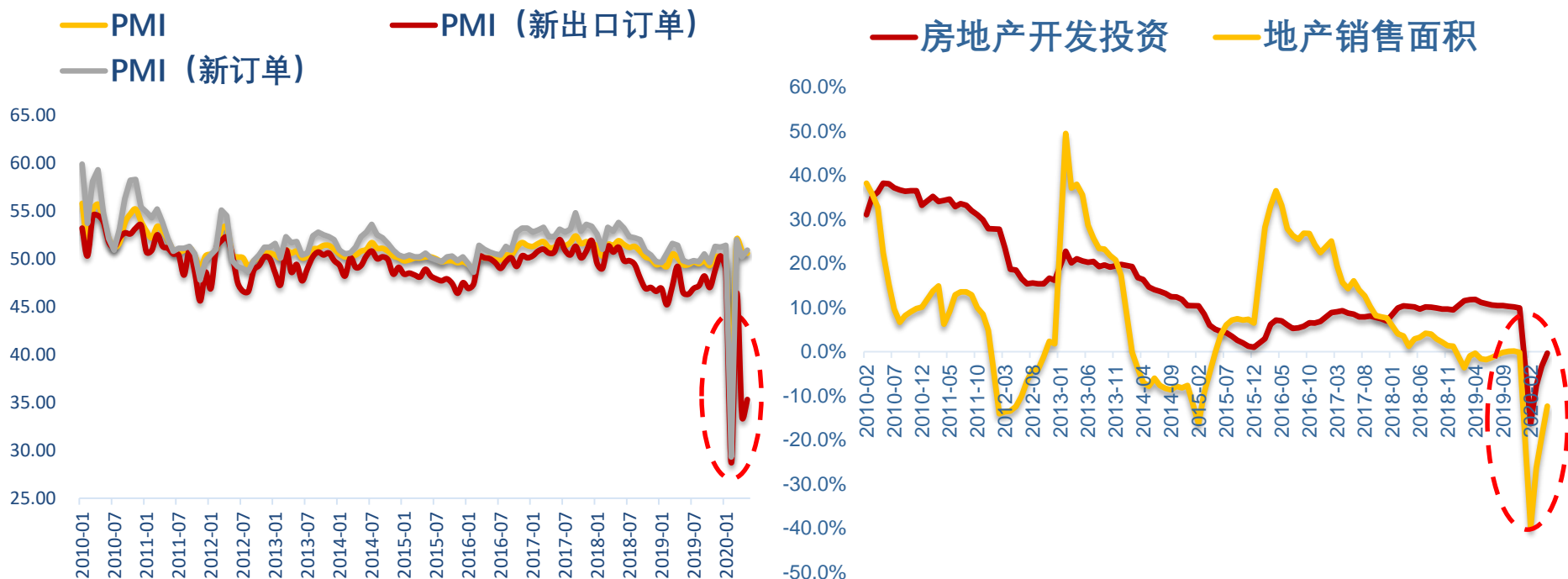
盈利边际修复，分母端不确定性仍大



- 根据DDM模型，伴随国内和海外发达经济体的复工复产，全球经济触底反弹，预计企业盈利Q3-Q4呈现逐步修复的走势，但斜率取决于经济回暖的力度；6月FOMC会议联储表态会维持0利率以保证流动性，但是扩表节奏有所放缓。央行在近期讲话中强调不大水漫灌，考虑政策后遗症及何时退出，整体上偏鹰派。短期国内流动性可能难以进一步宽松，重点是宽货币向宽信用的传导；风险溢价方面，目前风险溢价处在均值位置，但3季度疫情，双边关系等不确定性因素仍然较大。展望3季度，我们对市场维持看好，但是短期市场面临较多不确定性事件集中落地，可能有一定调整压力，但是调整是买入机会，在风险释放之后，市场有望伴随经济恢复走出结构性行情。

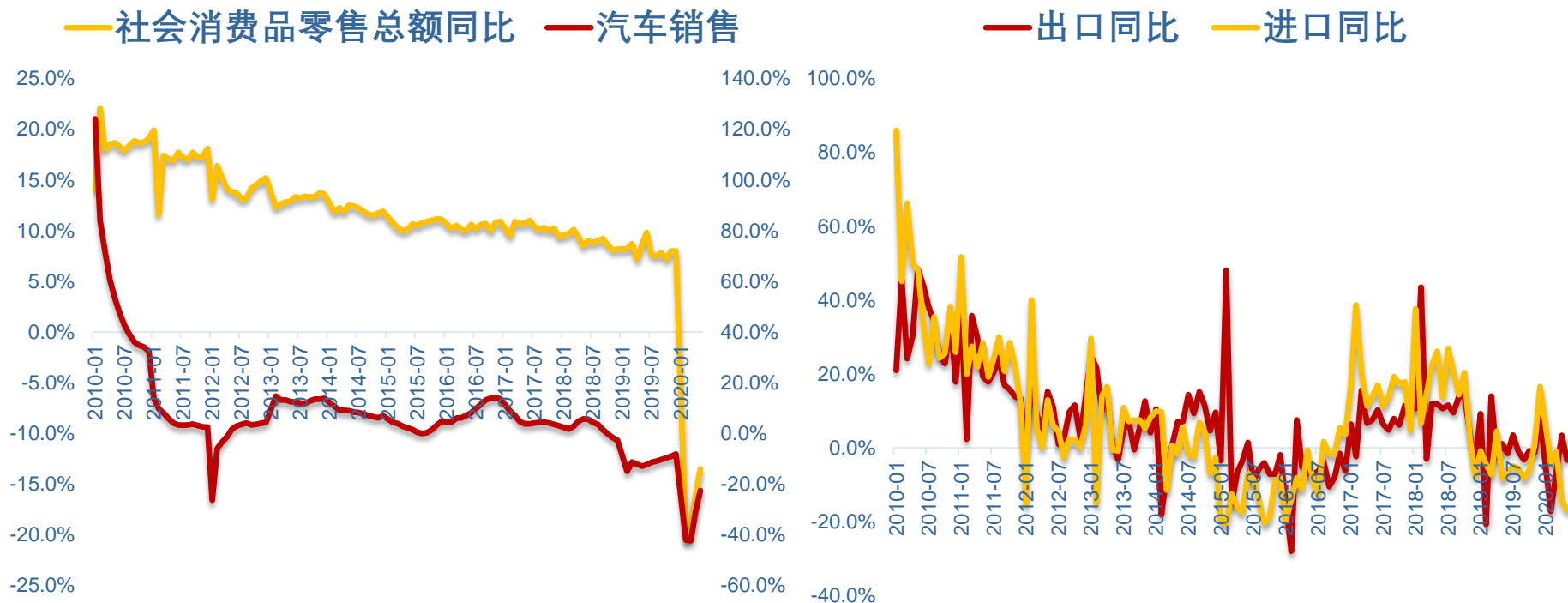
企业盈利

宏观指标



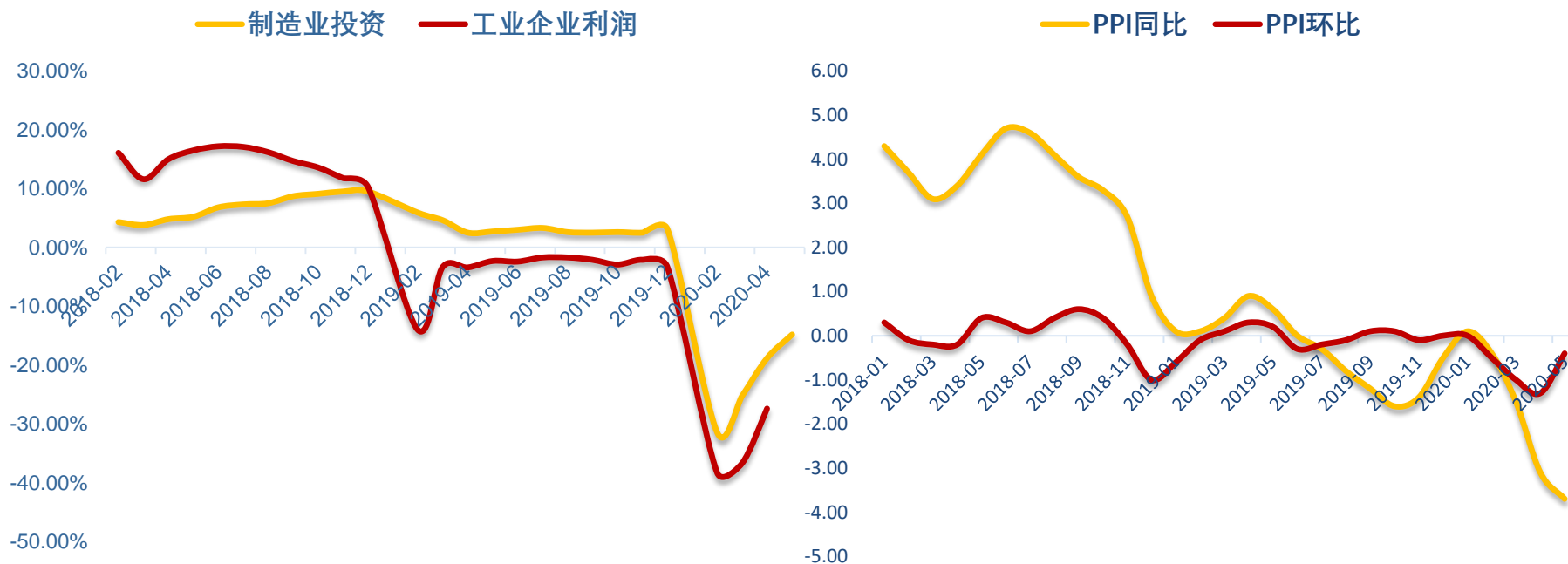
- **PMI/PMI 新订单**，PMI是具代表性的景气指数，反映企业家对制造业的信心，是监测经济运行的及时、可靠的先行指标；受疫情的影响，2月份PMI出现断崖式下滑，后续国内疫情控制住之后，PMI有明显回暖，但多是依靠国内地产和基建带动，代表外需的PMI新出口订单连续大幅低于50的荣枯线。
- 地产销售和地产投资出现明显回暖。

宏观指标



- 社会消费品零售总额和汽车销售也分别出现不同程度回暖，但是消费更多受制于居民收入和社会经济活动，属于慢变量，恢复力度明显慢于政策主导的基建投资。
- 进出口金额也出现大幅下滑。出口端3-4月好于市场预期，主因是抗疫物资的出口拉动以及中国率先稳步复工带来的订单需求上升，向后看，外需疲弱的压力可能会逐步显现。

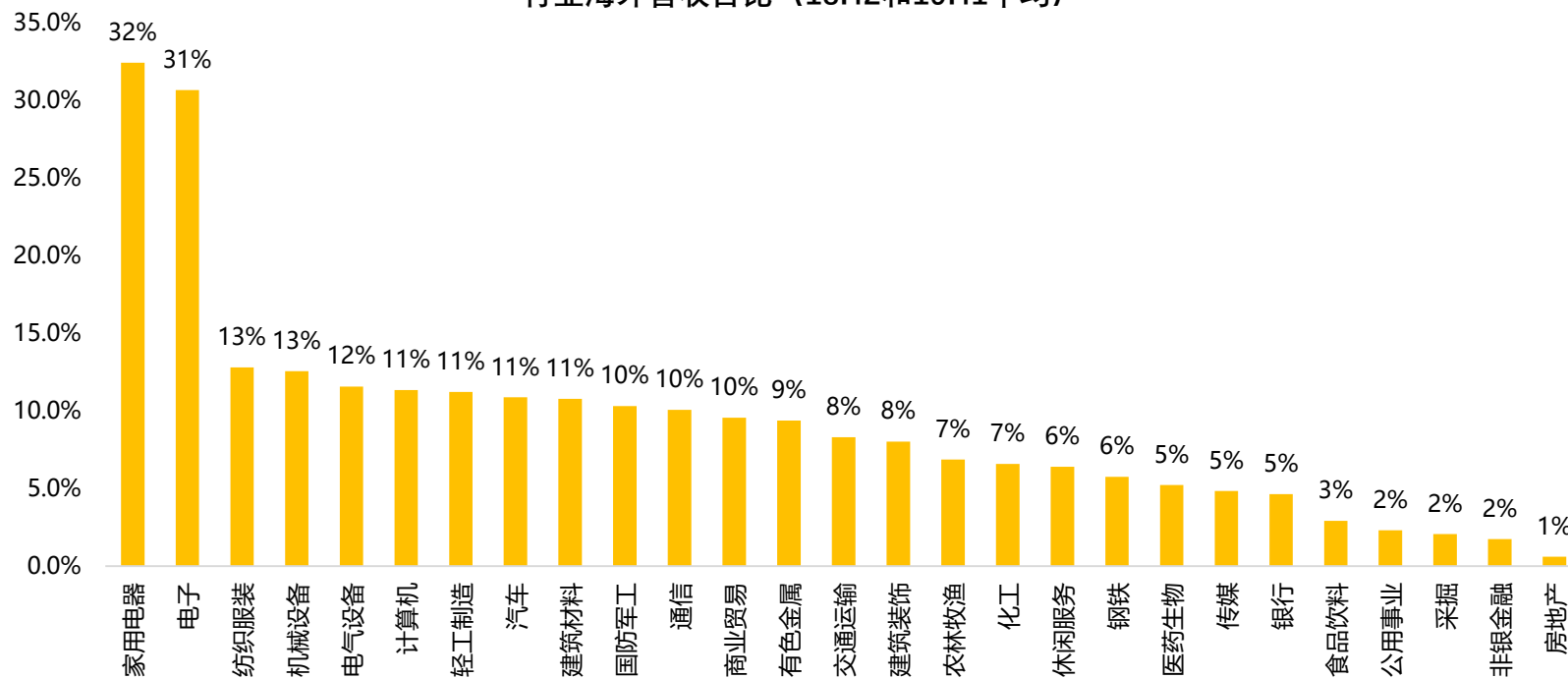
宏观指标



- 1-2月，固定资产投资增速下降24.5%，其中制造业投资增速降幅最大。具体来看，疫情对企业的投资意愿、投资能力均形成了短期的较大冲击，其中汽车制造业、通用设备制造业投资增速降幅均超过了40%，而基建和地产投资增速则受到农民工复工延迟、建筑业基本停摆的影响，降幅明显。预计3月份随着复工复产出现明显的改善。
- 2月PPI同比和环比均出现负增长，分别为-0.4%和-0.5%，基本符合预期。受到疫情影响，2月工业生产几乎停滞，需求不佳导致价格出现较大回落。

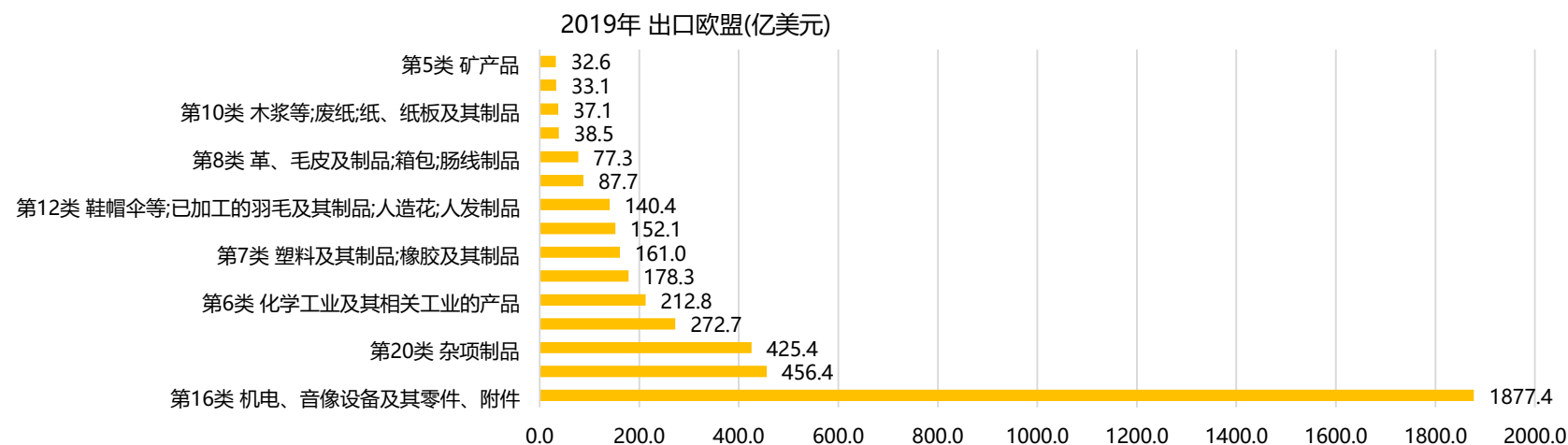
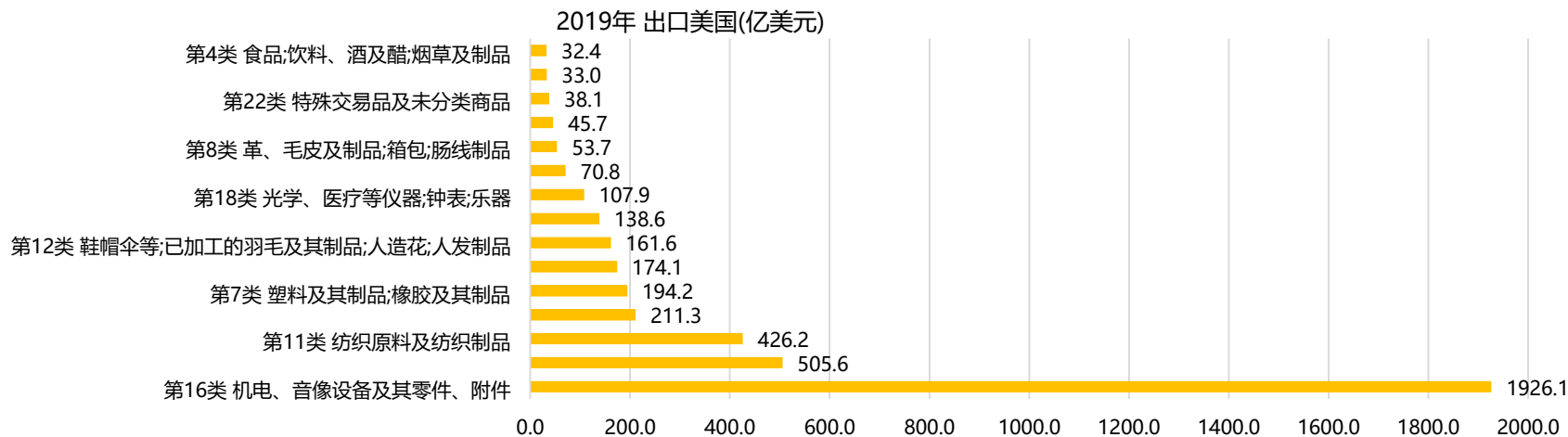
Q3外需仍有一定压力

行业海外营收占比（18H2和19H1平均）



- 取2018H2和2019H1的海外营收占比的平均值。
- A股各行业海外营收占比，前五的行业为：家电（32%）、电子（31%）、纺织服装（13%）、机械（13%）、电气设备（12%）。
- 这些行业在海外疫情蔓延的环境下，盈利不可避免将受到较大冲击。

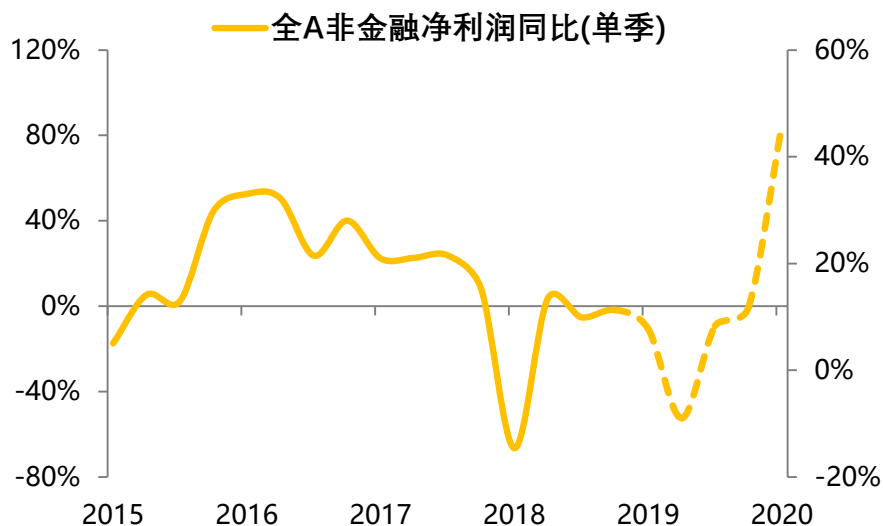
Q3外需仍有一定压力



➤ 从欧美贸易出口额较大的行业看，也是集中在家电、电子、纺服、机械等几个行业。

A股盈利预测

全A非金融	中性					乐观					悲观				
	季度	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09
GDP单季同比	6.00	-6.80	2.00	4.00	6.00	6.00	-6.80	2.50	5.00	6.50	6.00	-6.80	1.50	3.00	5.50
PPI单季同比	-1.17	-0.60	-4.03	-4.46	-3.75	-1.17	-0.60	-3.68	-3.40	-2.69	-1.17	-0.60	-4.38	-5.52	-4.80
营收单季同比	7.8%	-12.3%	-5.2%	-2.5%	2.5%	7.8%	-12.3%	-3.6%	1.4%	5.5%	7.8%	-12.3%	-6.8%	-6.5%	-0.6%
净利润单季同比	-10.7%	-52.5%	-9.2%	-0.6%	85.1%	-10.7%	-52.5%	-7.0%	5.5%	98.4%	-10.7%	-52.5%	-11.3%	-6.6%	72.3%
营收累计同比	7.9%	-12.3%	-7.5%	-5.8%	-3.3%	7.9%	-12.3%	-6.6%	-3.8%	-1.1%	7.9%	-12.3%	-8.4%	-7.7%	-5.6%
净利润累计同比	-2.5%	-52.5%	-28.3%	-18.8%	-8.3%	-2.5%	-52.5%	-27.2%	-16.0%	-4.4%	-2.5%	-52.5%	-29.5%	-21.6%	-12.1%

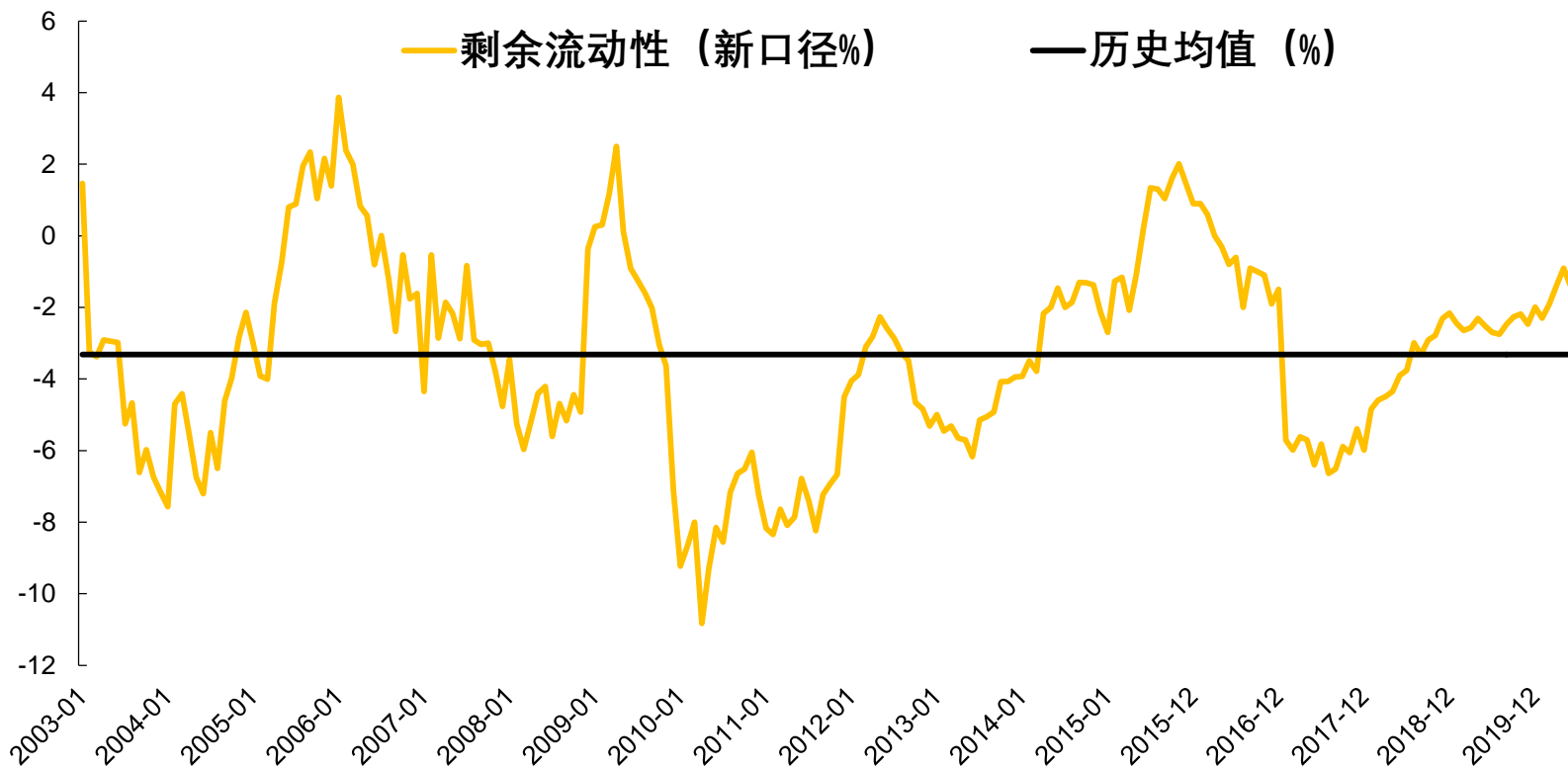


- 中性假设下（全年GDP 1.7%），预计非金融A股2020年全年净利润增速为-7%至-9%之间。
- 第一步，核心解释变量的预测：实际GDP单季同比、PPI同比。 $PPI\ 当月\ 同比 = 0.365 + 0.0849 * 布油\ 同比 + 0.0752 * CRB\ 同比$ 。
- 第二步，全A非金融单季营收增速预测。营收单季同比 $= -0.003313 + 0.0208 * PPI\ 同比 + 0.017655 * GDP\ 同比$ 。
- 第三步，全A非金融单季净利率预测。通过PPI价格指数的走势来预测净利率变动。
- 第四步，全A非金融净利润增速预测。通过营收增速与净利率预测单季净利润增速。

数据来源：Wind 新华基金

流动性分析

剩余流动性分析



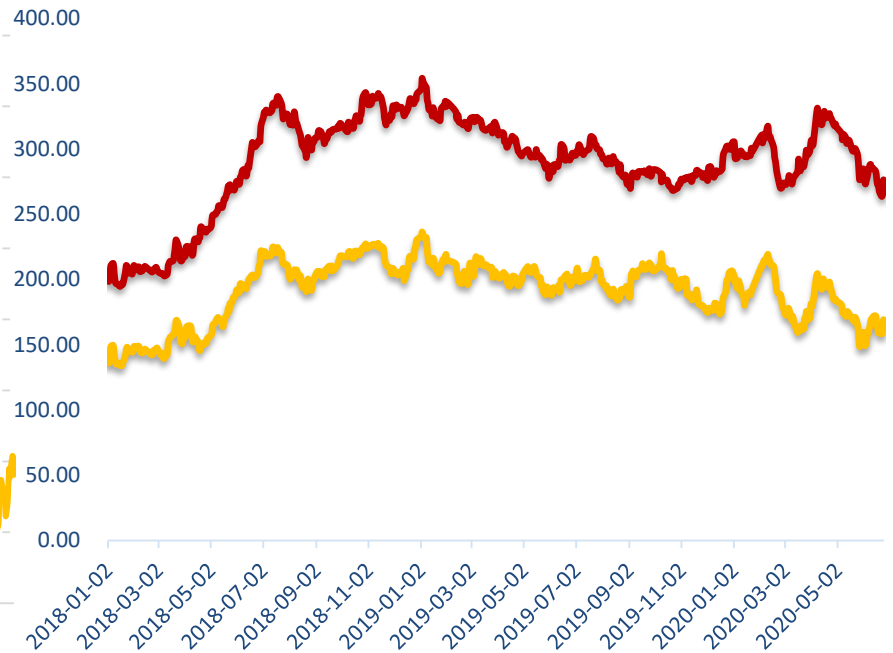
- 我们用M2-社融作为剩余边际流动性指标，用以衡量金融市场流动性状况。可以看到，目前剩余流动性水平接近2016年，属于历史均值至上，因此目前金融市场流动性较为充裕，但是5月有所拐头，需要关注边际变化。

无风险利率抬升

十年期国债



信用利差 (AA+) 信用利差 (AA)

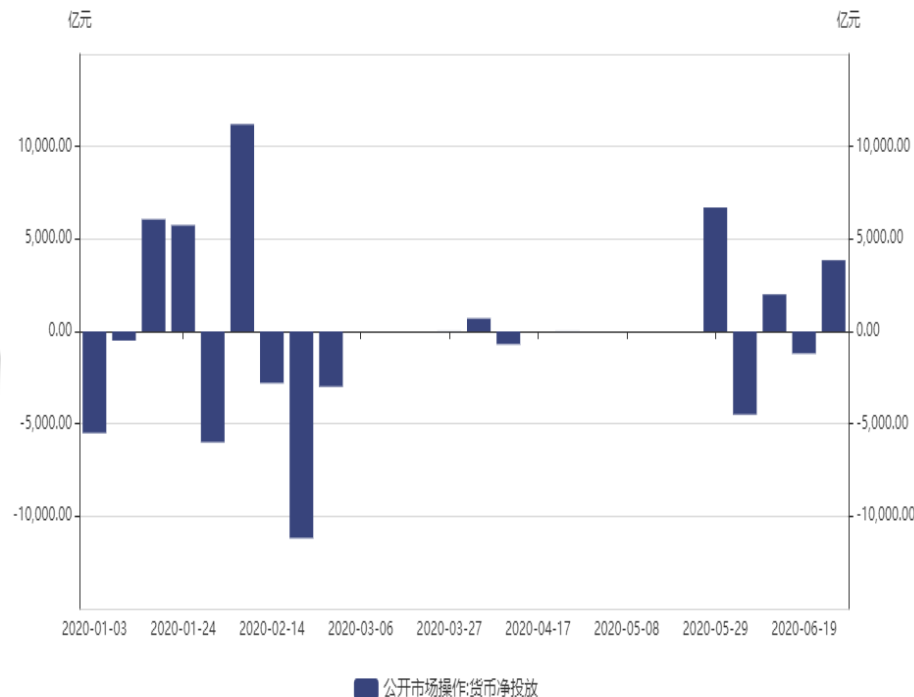
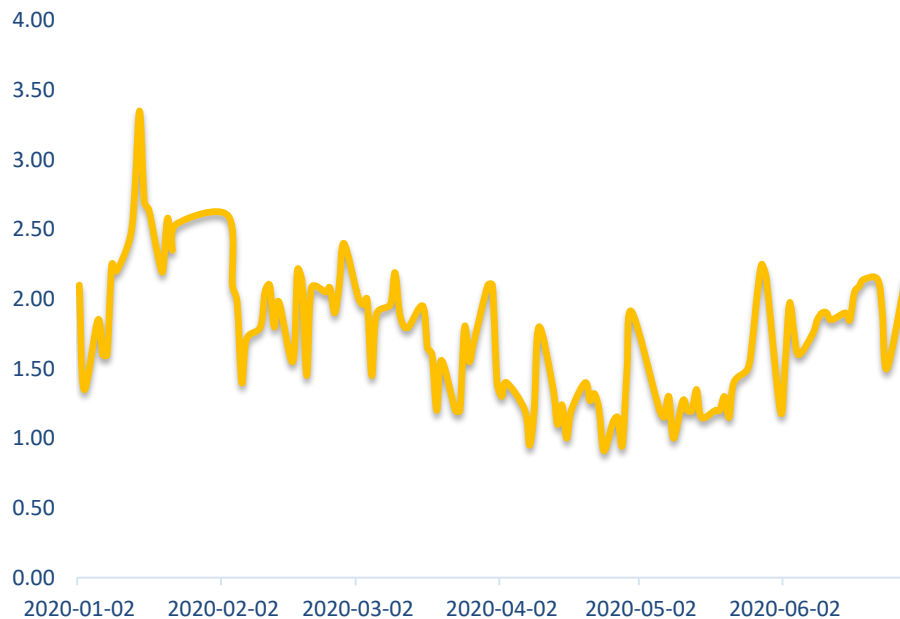


- 进入2020年，十年期国债收益率一直向下，创出近3年新低，尤其是在疫情爆发之后，央行进一步释放流动性，最低到达2.5%，而在2季度随着流动性边际预期的变化，十年期国债有明显的上升趋势，最高时已经超过2.9%。
- 从信用债利差来看，节后反而有所上升，一定程度上反应实体经济的压力，在疫情逐步好转之后有所改善，2季度保持相对低位。

数据来源：Wind

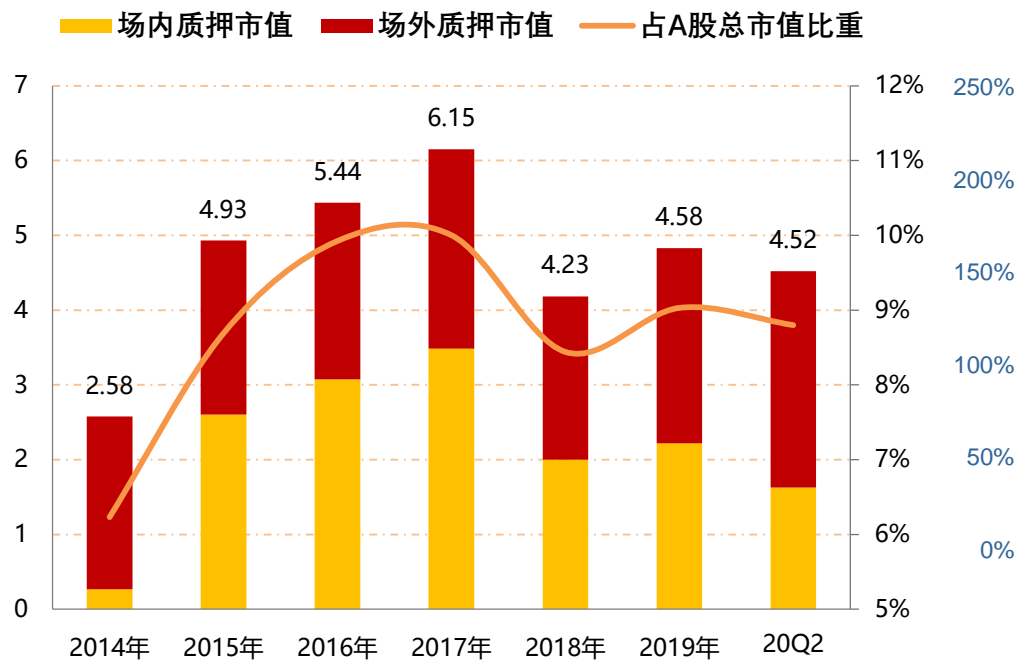
金融市场流动性保持平稳

— 收盘价

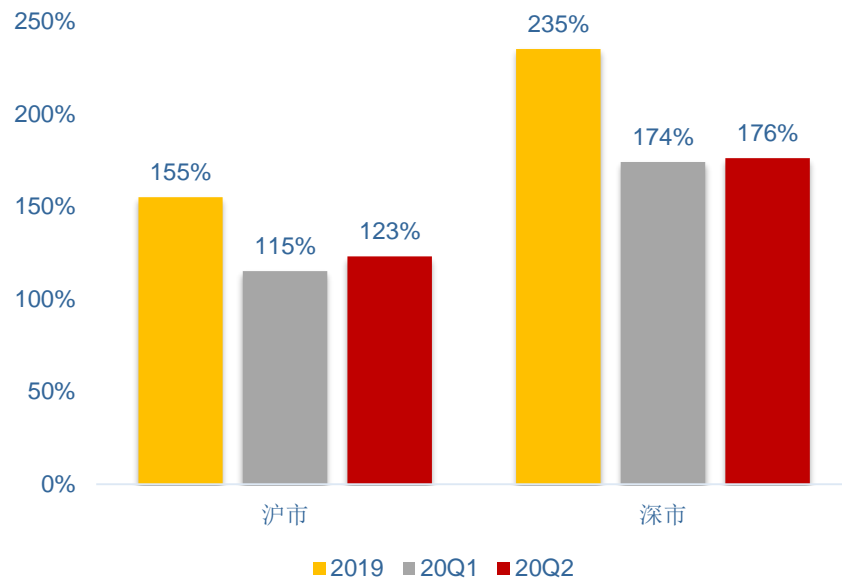


- 春节之后央行在公开市场做了大量货币投放，以稳定市场情绪和流动性，但是进入3月，央行在公开市场开始以回笼为主，整个2季度央行对于市场货币投放基本保持为0，通过公开市场操作，央行对于流动性的管控极为灵活，保持现有流动性水平。
- 从DR007来看，近期央行边际不再做流动性投放，利率中枢有所抬升，但总体仍相对平稳。

股权质押风险可控



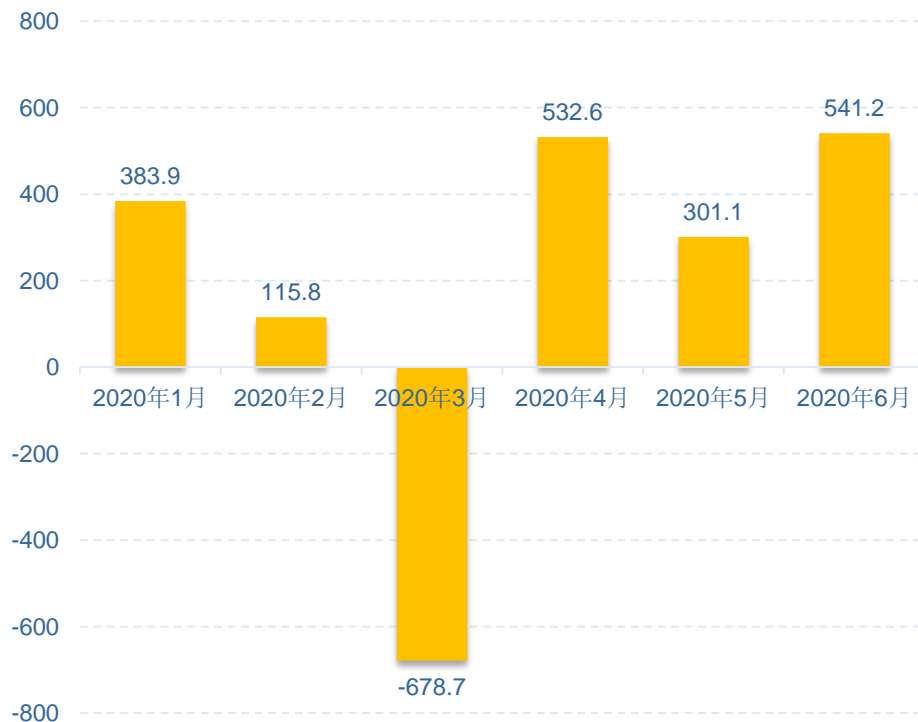
平均履约担保比例



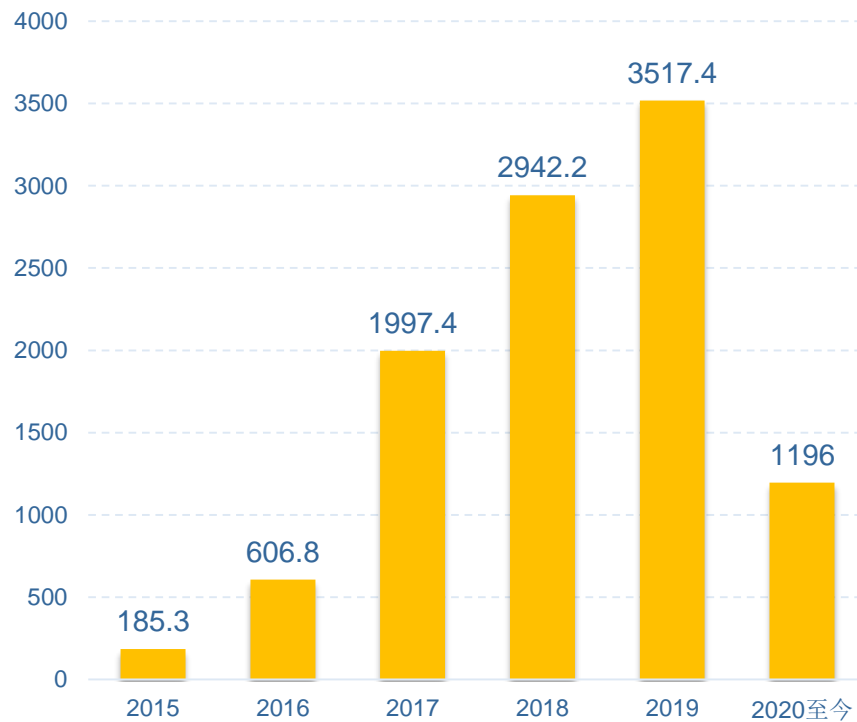
- 截止2020年6月27日，全市场股票质押未解押市值4.52万亿元，较2019年12月下降600亿。股票质押市值规模占总市值规模比例从9.03%略微下降至8.8%。
- 当前，沪市平均履约担保比例在123%。深市基本保持在176%水平。

外资流入情况

北向资金（亿元）

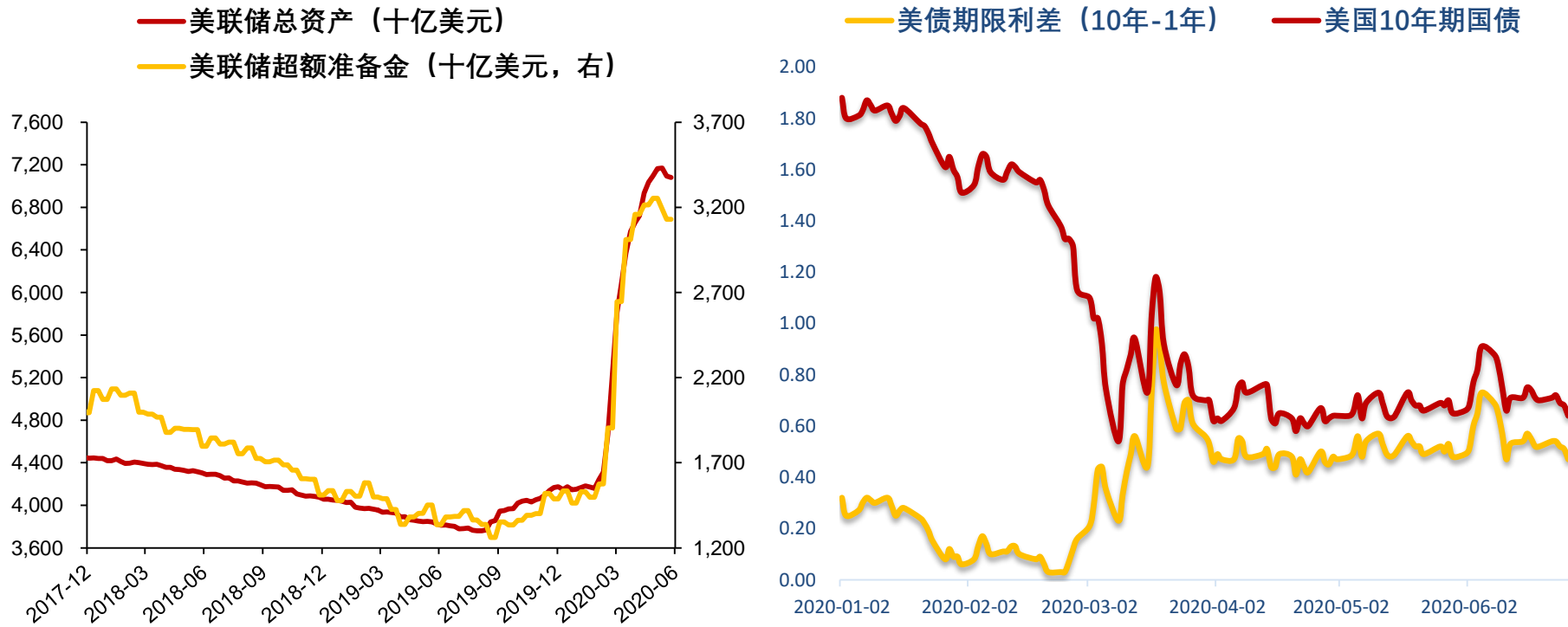


年度净买入（亿元）



- 截止2020年06月28日，沪深港通累计净买入11130亿元，2019年净买入3517亿元，2020海外疫情爆发后3月大幅流出，随后2季度北向资金又大幅净流入，除了此前流出的外资回流外，MSCI，罗素等指数生效也是助推。

海外市场流动性



- 从美联储资产负债表情况来看，自从去年联储重启QE以来，一直处在扩表阶段。3月大规模刺激之后总资产规模爆发式扩张，目前扩表节奏有明显放缓。
- 美国10年期国债收益率在疫情爆发初期快速走低，显示出市场的避险情绪，后来在市场出现流动性危机后反而走高，2季度市场流动性风险解除之后，10年期国债和期限利差都趋于平稳。

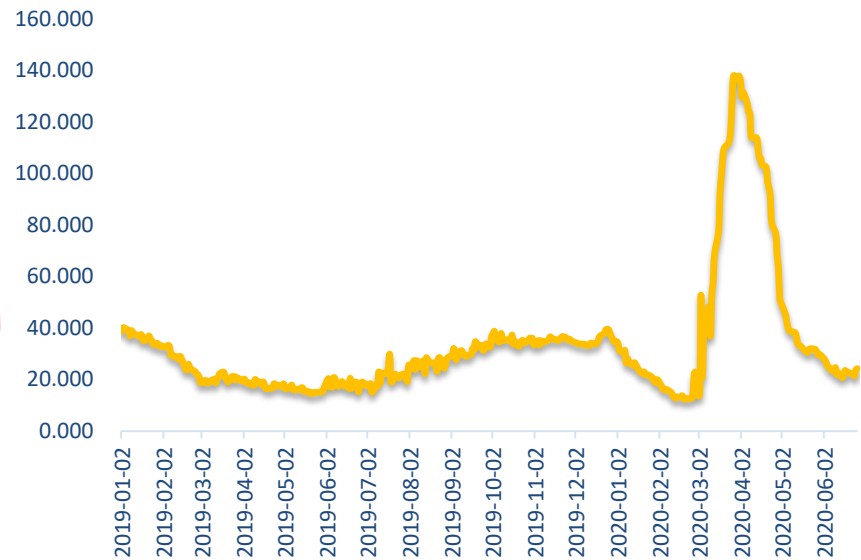
数据来源：Wind

海外市场流动性

彭博巴克莱美国投资级信用利差 (%)



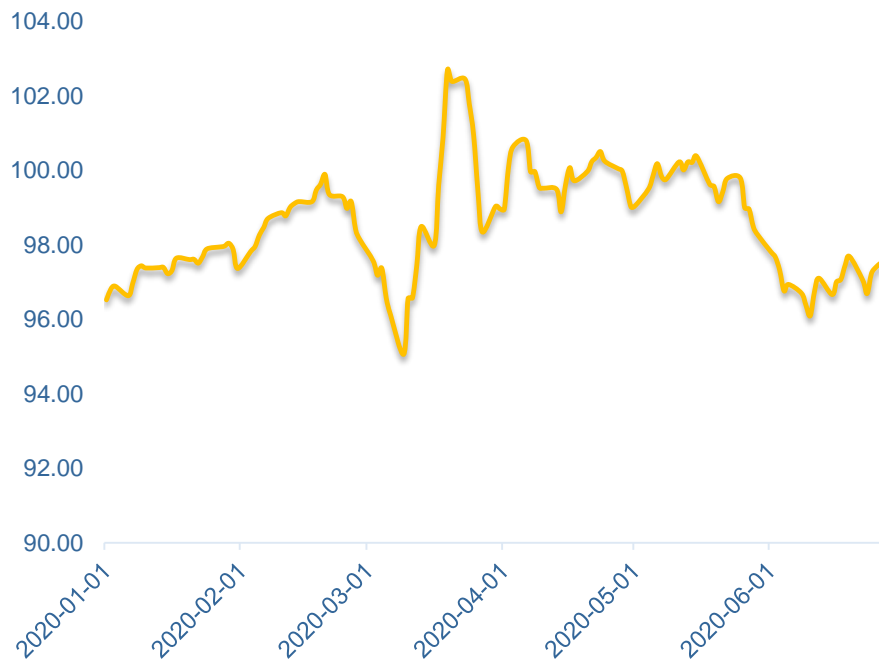
LIBOR-OIS (BP)



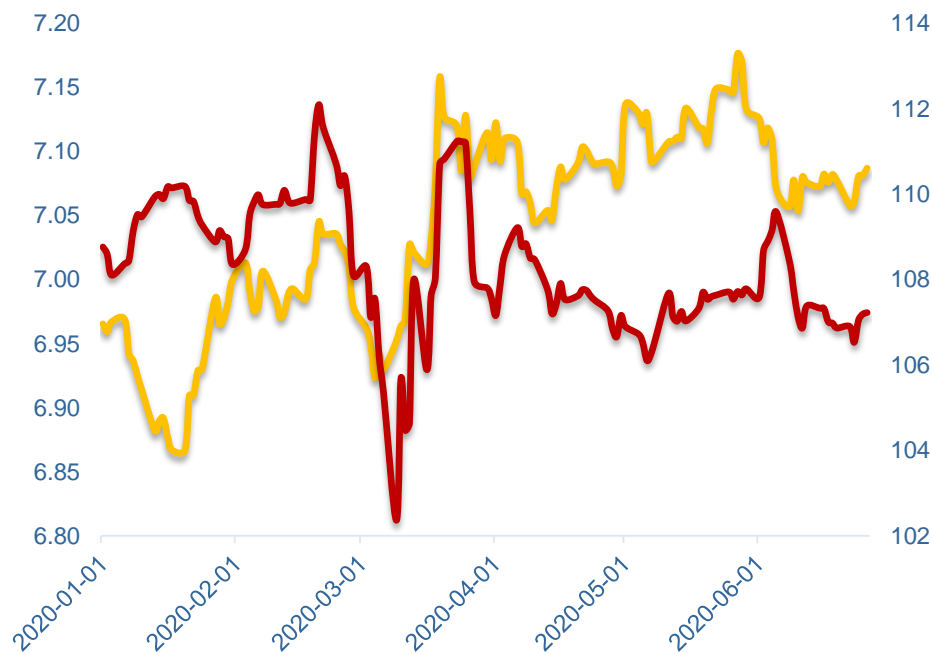
- 自从海外市场爆发流动性危机以来，美国高收益债市场流动性枯竭，高收益债收益率迅速走高，企业续债风险不断加大；Libor-OIS利差也迅速扩大。
- 近期在美联储在多项量化宽松政策出台后，高收益债利差有明显回落，显示出信用债市场流动性危机解除；Libor-OIS也呈现相同走势，基本恢复到疫情爆发前水平，显示银行间市场资金投放意愿恢复。

美元需求恢复正常

美元指数



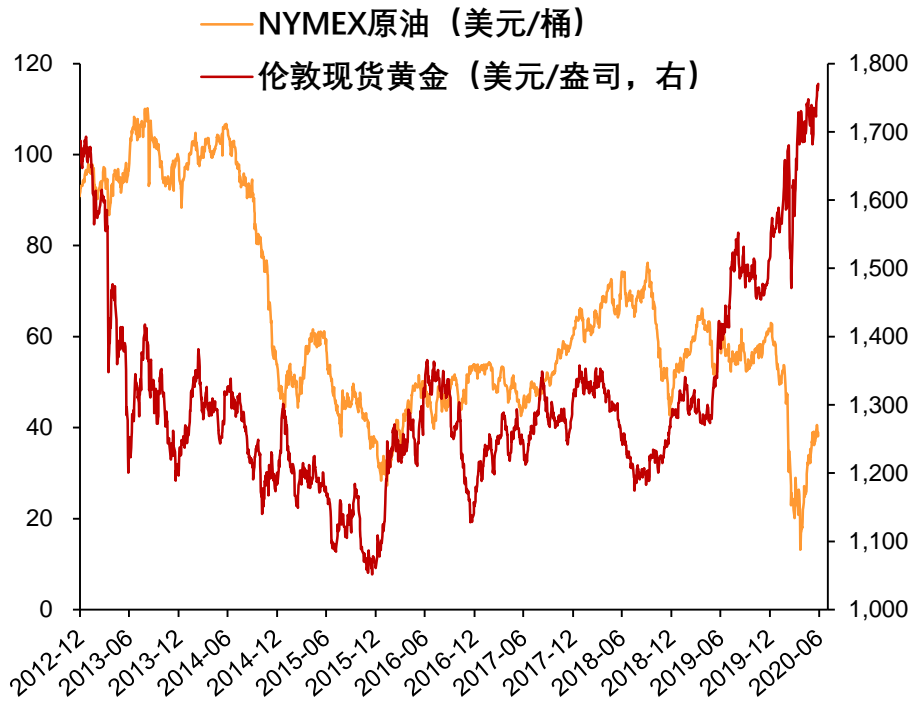
— 美元兑离岸人民币 — 美元兑日元



- 在在疫情爆发之后，美联储采取大幅宽松的政策，美元指数不降反而飙升，显示出全球对持有美元现金的追求，在联储进一步有针对性的宽松措施之后，全球流动性危机解除，美元指数重回100以下的正常区间。
- 另一方面，汇率角度，作为传统避险品种的日元兑美元（右轴）也出现大幅贬值，这和美元指数的走强保持一致；而人民币也因此被动出现贬值，为国内资产价格带来压力，加速了国际资金的流出。近期这两项指标也都恢复了正常水平，也助推了外资回流。

数据来源：Wind

海外市场流动性



- ▶ 海外爆发流动性危机之后，各类资产价格都出现异常表现，黄金作为传统避险资产价格反而出现大幅下跌，反映出市场对于美元现金的强烈追求，在联储政策逐步见效后，近期黄金价格已经达到1750美元/盎司上方；油价受供需两端共同压制，暴跌后在低位徘徊，但近期减产协议逐步起效，叠加需求侧有所恢复，油价出现反弹。
- ▶ 另一个重要指标是美国VIX波动率指标，海外疫情爆发之后快速飙升，最高点时达到85.47，金融危机时最高值为89.53。过去10年VIX的正常值区间在10-20之间，这导致风险评价基金等出现大幅被动卖出。近期海外流动性危机解除，VIX指数也回到接近正常水平。

数据来源：Wind

Q3流动性相对平稳

时间段	经济需求	信贷投放	财政存款	存款增长	实体流动性	股市流动性	银行间流动性
12月25日-1月14日	较低	多	净投放	多	宽	宽	宽
1月15日-1月24日	较低	中	净回收	少	中性	中性	紧
1月25日-3月24日	较低	多	不定	多	宽	宽	中性
3月25日-4月14日	一般	多	净投放	多	中性	宽	宽
4月15日-4月24日	较高	中	净回收	少	紧	紧	紧
4月25日-6月24日	高	中	净回收	中	紧	紧	紧
6月25日-7月14日	较高	中	净投放	多	中性	中性	宽
7月15日-7月24日	较高	少	净回收	少	紧	紧	紧
7月25日-9月24日	较高	中	不定	中	中性	紧	中性
9月25日-10月24日	较高	少	净投放	多	中性	中性	宽
10月25日-12月24日	较高	中	净回收	少	紧	紧	中性

- 一般按照规律来说，半年中财政缴款等因素，流动性会比较紧，后续会出现一定放松。

Q3流动性相对平稳

➤ 年内周期变化：银行间同业拆借加权利率：1个月

起始日	12月25日	1月15日	1月25日	3月25日	4月15日	4月25日	6月25日	7月15日	7月25日	9月25日	10月25日
截止日	1月14日	1月24日	3月24日	4月14日	4月24日	6月24日	7月14日	7月24日	9月24日	10月24日	12月24日
2019	-0.87	-0.04									
2018	-1.44	0.15	-0.12	-0.37	1.10	-0.24	-1.65	0.58	-0.35	0.34	0.07
2017	-1.25	-0.65	1.47	-0.44	0.32	0.24	-0.77	0.14	0.63	-0.51	1.51
2016	-0.44	0.39	-0.15	-0.16	0.04	0.08	-0.32	0.07	0.27	-0.21	2.05
2015	-2.75	0.19	0.00	-0.54	-0.53	0.28	-1.14	-0.06	0.11	-0.20	0.28
2014	1.32	0.19	-3.21	-0.34	-0.31	2.58	-1.07	0.89	-1.42	0.48	3.20
2013	-0.77	-0.25	-0.11	-0.37	1.47	2.37	-2.33	1.01	-0.01	0.05	-0.39
2012	0.22	-3.21	1.50	-0.48	0.36	-0.18	-1.07	0.82	1.15	-0.98	0.56
2011	-2.17	3.60	-3.57	-0.27	0.84	3.51	-2.57	1.51	-0.65	-1.26	1.01
2010	-0.12	-0.03	0.28	-0.15	0.18	2.18	-1.56	-0.31	1.36	-0.88	3.30
2009	-0.18	0.57	-0.90	0.15	0.18	0.22	-0.07	0.42	0.41	-0.47	0.02
2008	-1.43	0.58	-0.94	0.09	0.42	0.24	-0.66	0.01	0.53	-0.66	-1.77
2007	0.20	0.40	-0.40	0.23	1.57	-1.30	0.37	-0.47	2.85	2.58	-3.43
2006	-0.19	0.11	-0.16	-0.02	0.32	0.63	-0.68	1.02	-0.77	0.40	-0.45
2005	0.55	0.00	-0.21	-0.86	0.97	-0.60	-0.26	0.31	-0.51	0.46	-0.11
平均值	-0.62	0.13	-0.47	-0.25	0.49	0.72	-0.98	0.42	0.26	-0.06	0.42
特征	宽	紧	宽	宽	紧	紧	宽	紧	中	中	中



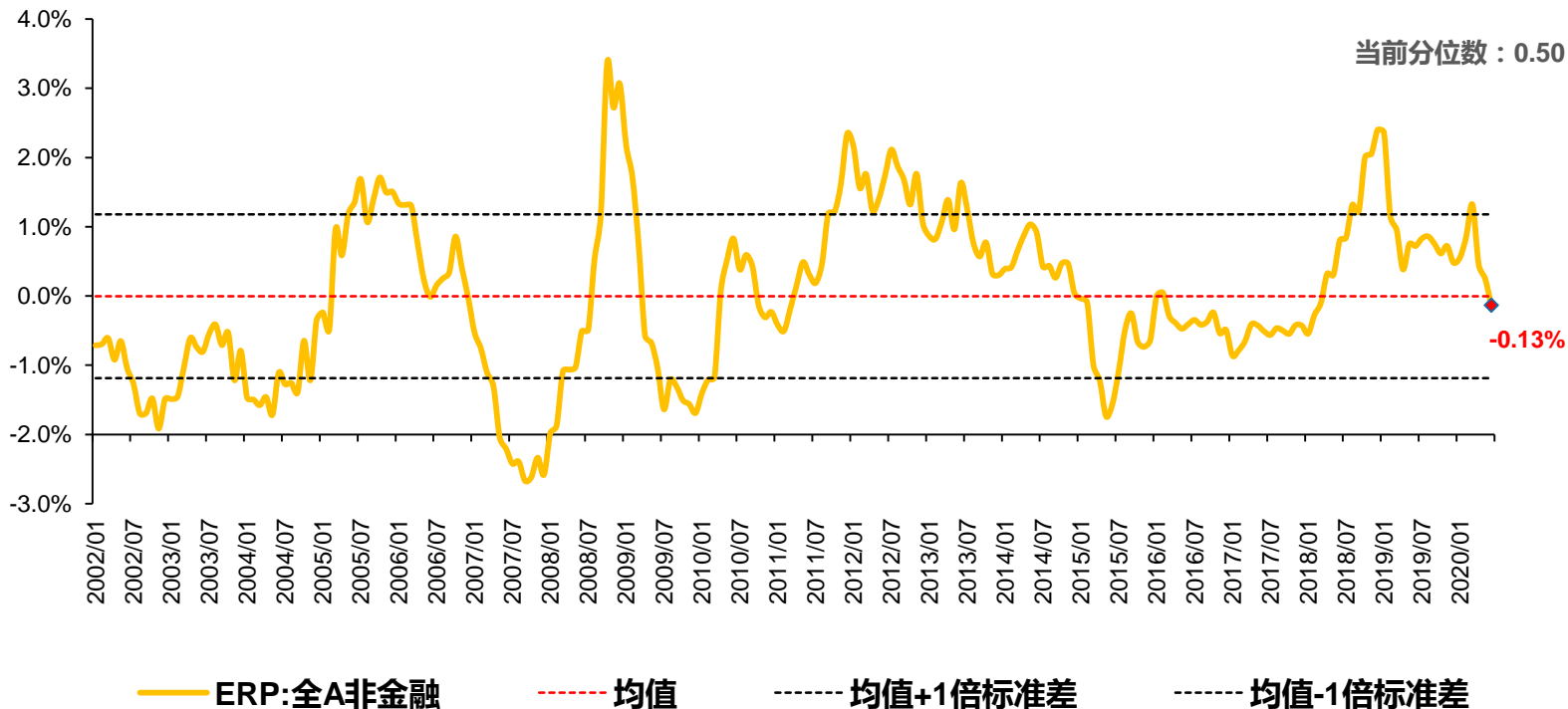
流动性分析总结

- **国内流动性预计保持现有水平，边际难再放松：**央行在春节后为了保持金融市场和实体融资稳定，一次性投放了大量的流动性。但是进入3月，央行在公开市场开始以回笼为主，整个2季度央行对于市场货币投放基本保持为0，通过公开市场操作，央行对于流动性的管控极为灵活，从6月一行三会陆家嘴讲话定调来看，偏鹰派，预计短期流动性保持平稳，最宽松时点已过。
 - **未来央行将进一步引导利率下行：**6月LPR未有下调，短期金融市场流动性已经较为充裕，边际并无太多继续放松必要；预计下半年LPR仍有下降空间，但频率可能低于上半年。
 - **股权质押风险继续缓释：**截止6月27日，全市场股票质押未解押市值4.52万亿元，整体履约担保比例维持在150%左右，整体风险可控。
 - **海外市场流动性危机有望缓解：**在美联储放出一系列宽松政策之后，包括2008年金融危机都没有采用的信用债购买，海外流动性危机明显缓解，黄金，美元，日元等指标基本都恢复正常。
 - **综上，目前国内整体金融市场流动性充裕，海外在联储的强力政策作用下，流动性危机也已经解除。联储和国内央行近期都不约而同的表现出不同程度的克制。我们预计Q3整体流动性仍旧保持宽裕，但是未来随着全球经济逐步恢复，社会复工复产，金融市场流动性难以进一步宽松，后续更多是宽货币到宽信用的传导。**
-

风险溢价

风险溢价

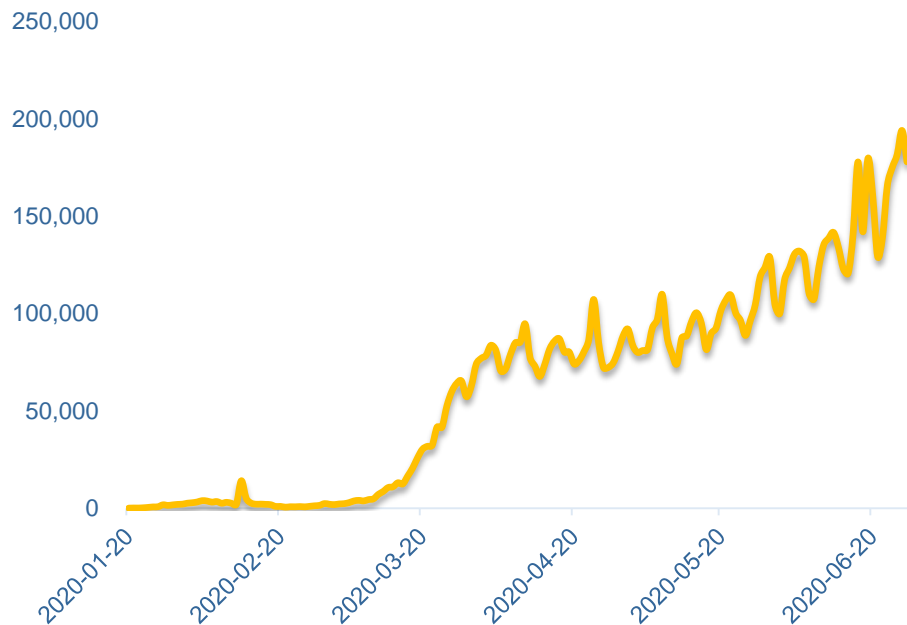
最新股权风险溢价



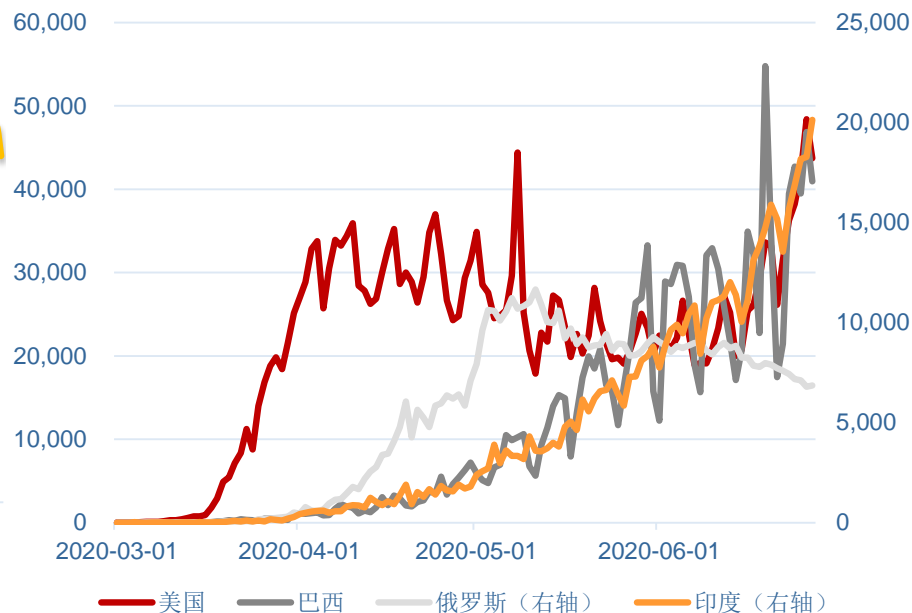
- 从数据上看，截止到6月28日，股权风险溢价（A股非金融）处在均值附近位置，50%分位数左右，相比2019年年底有明显下降，主要是近期市场部分板块估值上行叠加无风险利率上行的共同结果。目前的风险溢价显示权益市场中长期看仍然有吸引力。

全球疫情结构分化

全球新冠单日新增



单日新增



- 截至6.27日，全球累计超过1000万人，单日新增人数已经超过18万人，仍然呈现不断恶化攀升的态势。
- 目前全球疫情呈现明显的结构化特点。欧洲，亚洲都已经基本得到控制；新增感染主要由美国，俄罗斯，巴西，印度以及其他第三世界国家贡献。尤其是美国在疫情未控制住的情况下推进解封，叠加游行等因素，疫情出现二次爆发。目前佛罗里达，德克萨斯等较为严重的州已经部分重启封禁措施。
- 新冠病毒传染性较强，就目前的情况来看，全球短期难以摆脱疫情的纠缠，待天气再度转凉时，可能再次面临风险。

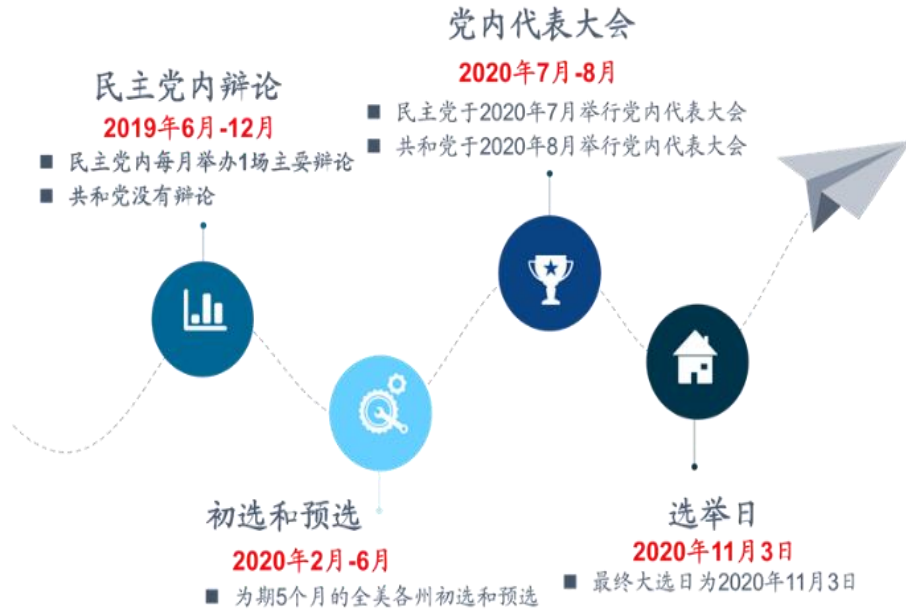
数据来源：Wind



7月ZZJ会议政策定调

	20年4月政治局会议	20年3月政治局会议	19年12月中央经济工作会议	19年730政治局会议
稳增长	经济社会运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复。当前经济发展面临的挑战前所未有。加大“六稳”工作力度，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。稳是大局，必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。 要在稳的基础上积极进取。	境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战。 要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序；全面做好“六稳”工作；努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。	国内外风险挑战明显上升的复杂局面，“十三五”规划主要指标进度符合预期；“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大； 经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变；全面做好六稳工作	上半年经济运行延续了总体平稳、 稳中有进 ；面临新的风险挑战，国内经济 下行压力加大 ； 下半年经济工作意义重大；有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作。
财政	以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。	加大宏观政策调节和实施力度；抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为；适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模	积极的财政政策，要大力提质增效。必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度；加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡；必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍	积极的财政政策要加力提效
货币	稳健的货币政策要更加灵活适度， 运用降准、降息、再贷款等手段 ，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。	稳健的货币政策要更加灵活适度； 引导贷款市场利率下行 ，保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要灵活适度 ，降低社会融资成本；要保持宏观杠杆率基本稳定。深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。
投资	要积极扩大有效投资， 实施老旧小区改造 ，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级， 扩大战略性新兴产业投资 。要调动民间投资积极性。	加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需	财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力；发挥消费的基础作用和投资的关键作用；健全“一带一路”投资政策和服务体系	稳定制造业投资
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。	未提	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房住不炒，落实房地产长效机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段。
基建	实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资	增加地方政府专项债券规模	加强战略性、网络型基础设施建设，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设	实施城镇老旧小区改造等补短板工程；加快推进信息网络等新型基础设施建设
企业	要支持企业出口转内销。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。	充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务	让各类市场主体在科技创新和国内国际市场竞争的第一线奋勇拼搏；推动高质量发展；以创新驱动和改革开放为两个轮子；要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力，发挥国有企业在技术创新中的积极作用；要支持战略性新兴产业发展，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级	继续落实落细减税降费政策；建立长效机制解决拖欠账款问题；科创板要坚守定位，提高上市公司质量。
防风险	坚决打好三大攻坚战	坚决打好三大攻坚战	要保持宏观杠杆率基本稳定；必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线；要深化金融供给侧结构性改革	打好三大攻坚战；金融供给侧改革要把握好风险处置节奏和力度。

关注双边关系及美国大选



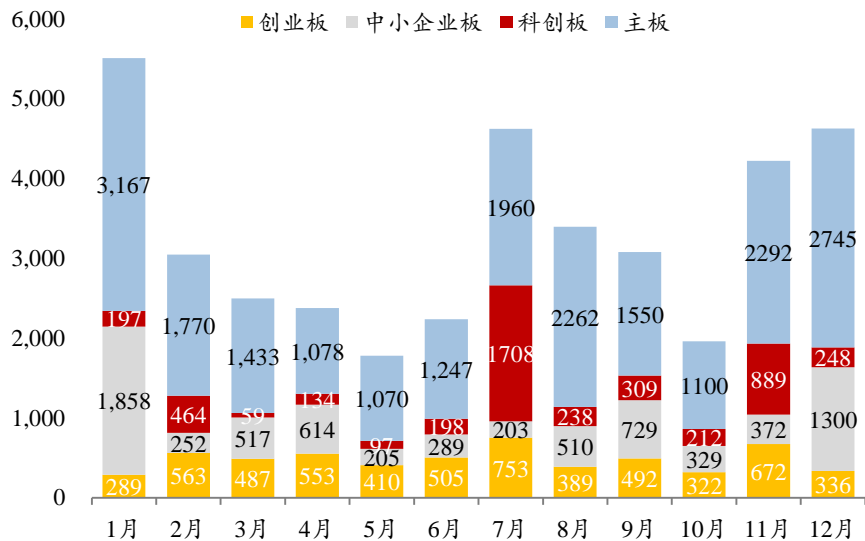
美国大选（寻求连任）年份	道琼斯工业指数全年涨跌幅	纳斯达克指数全年涨跌幅	标普500全年涨跌幅
1908	44.9%	-	-
1912	7.7%	-	-
1924	26.7%	-	-
1928	49.5%	-	37.9%
1936	25.8%	-	29.2%
1940	-12.7%	-	-15.1%
1944	11.8%	-	13.6%
1952	8.8%	-	12.2%
1956	2.3%	-	2.6%
1964	15.0%	-	13.7%
1968	4.3%	-	7.7%
1972	14.7%	18.4%	16.0%
1980	14.9%	34.2%	25.9%
1984	-3.7%	-11.2%	1.4%
1992	4.3%	16.8%	5.0%
1996	26.0%	22.7%	20.3%
2004	3.4%	8.2%	9.2%
2012	7.3%	15.9%	13.4%
美国大选（寻求连任）上涨年份占比	94.12%	85.71%	93.33%
1900年以来指数上涨年份占比	65.25%	72.92%	67.03%

注：橙色底年份为上届总统寻求连任失败的年份

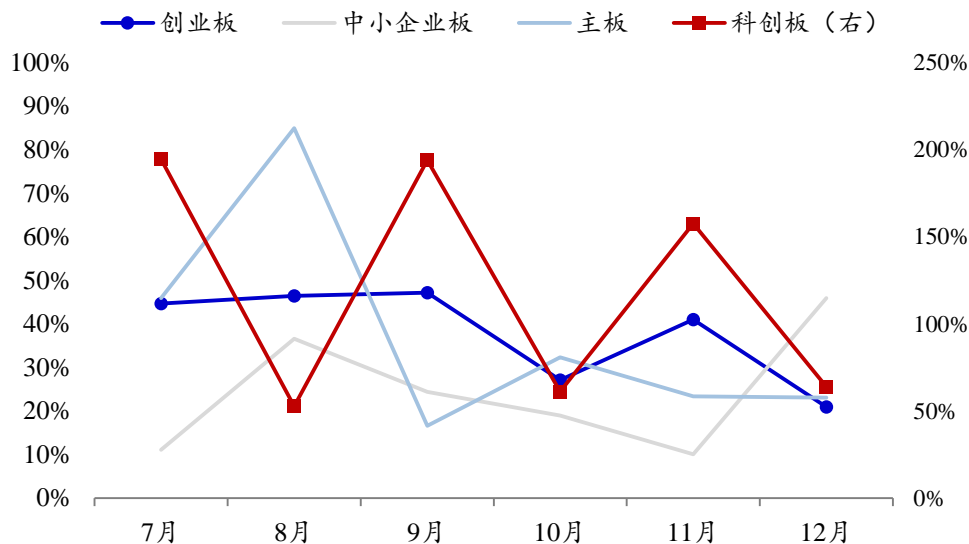
- 近期双边关系呈现不确定性加大的走势。HK问题，hw问题预计都将在7月中上旬有阶段性结果，这将对市场风险偏好产生较大压制，市场不确定性有所加大。
- 下半年美国大选进程进入关键时期，目前看川普的压力仍然较大，未来会否有极端政策以提升支持率需要观察。

科创板解禁

2020年下半年各板块解禁市值（亿元）



2020年下半年公司解禁市值/公司流通市值

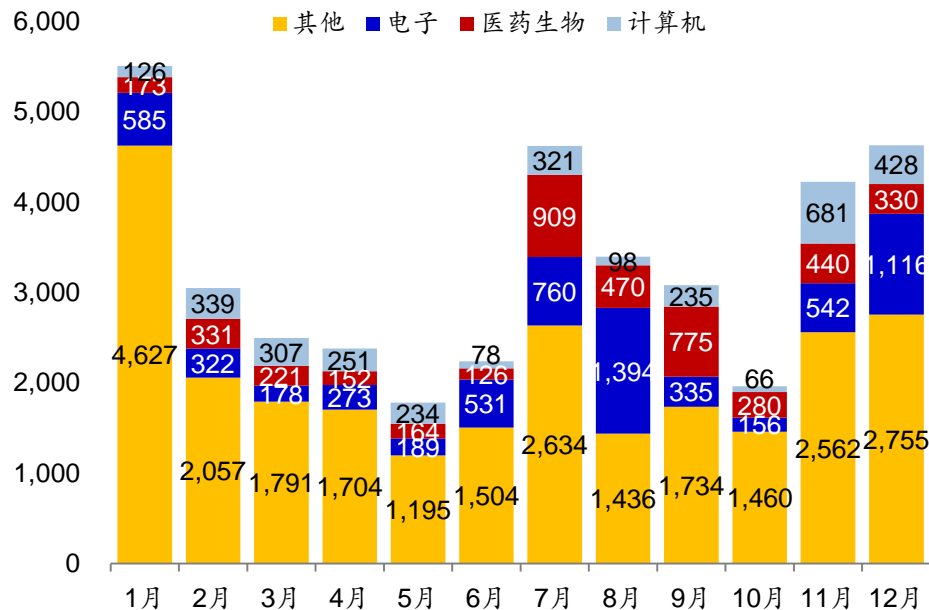


- 2020年下半年市场解禁压力高于上半年；7月、11月、12月是解禁高峰，单月解禁4624亿元、4225亿元、4630亿元。
- 分板块来看，关注下半年7月和11月科创板两波大额解禁，同比口径公司2788亿元流通市值解禁3604亿元。解禁市值/流通市值超过100%。
- 目前也有部分专投科创板的主题基金准备募集发售，对解禁起到一定承接效果。

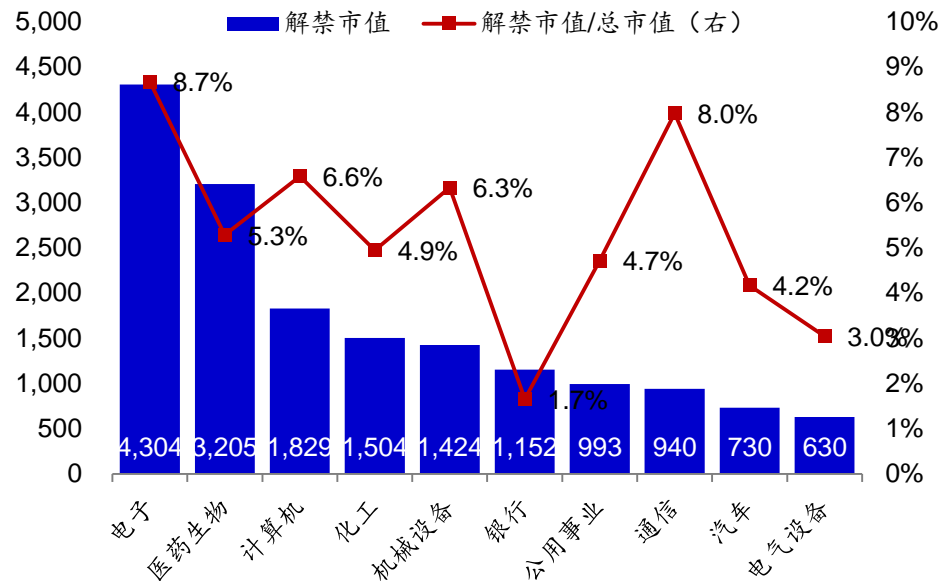
数据来源：Wind

科创板解禁

2020年下半年各行业解禁市值（亿元）



2020年下半年各行业解禁市值（亿元）



➤ 分行业来看，电子（4304亿元）、医药（3205亿元）、计算机（1829亿元）解禁市值分列前三位。

➤ 1) 电子的解禁高峰为8月的1394亿元和12月的1116亿元。

➤ 2) 医药的解禁高峰为7月909亿元和9月的775亿元。

➤ 3) 计算机的解禁高峰为11月的681亿元和12月的428亿元。

数据来源：Wind

危机之后资产价格表现

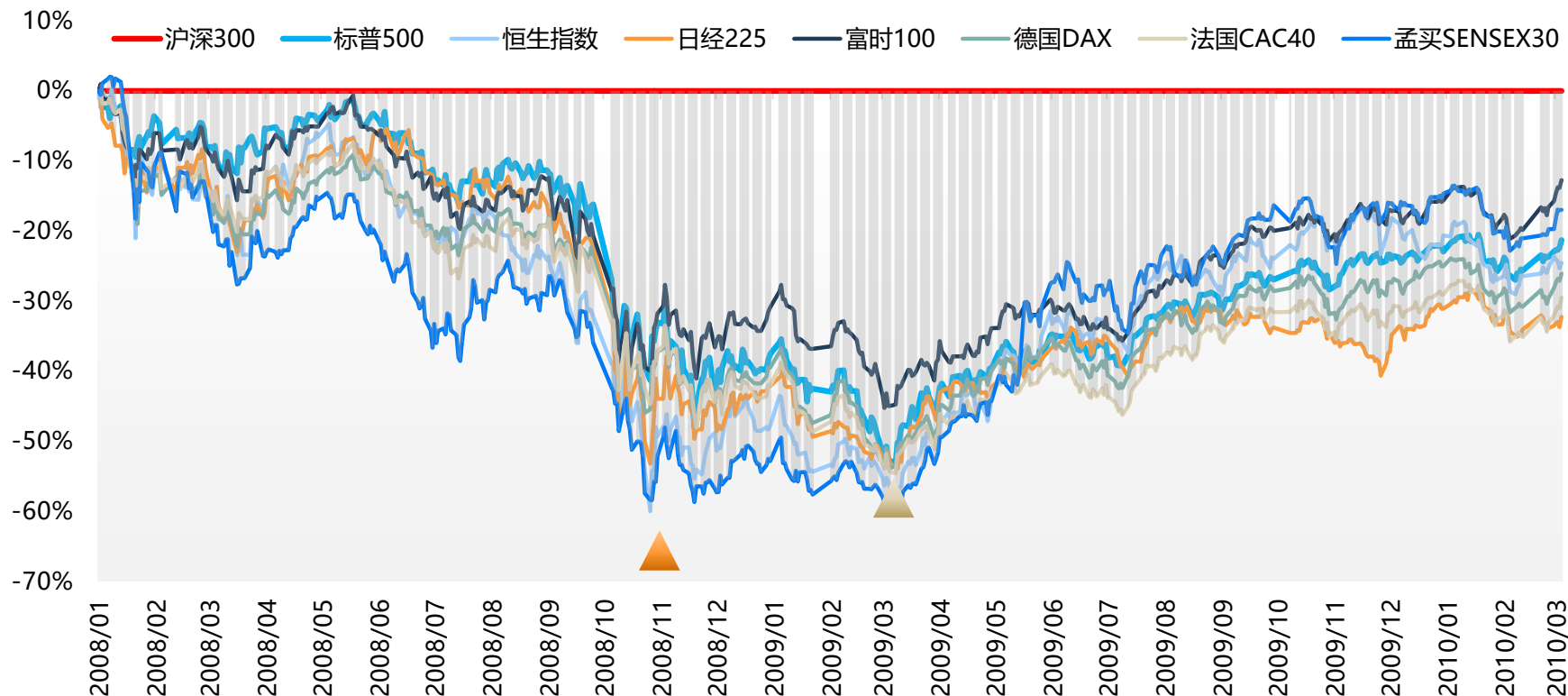
2008年金融危机A股的救市路线

➤ 2008金融危机A股的救市路线：

- ① 2008年4月24日，印花税下调至千分之一
- ② 2008年7月18日，证监会回应股市热点问题 控制新股发行节奏
- ③ 2008年8月28日，证监会出新规鼓励大股东增持
- ④ 2008年9月19日，救市三剂组合利好：股市印花税改为单边征收、汇金增持工、中、建三行、国资委支持央企增持或回购上市公司股份
- ⑤ 2008年10月5日，证监会启动融资融券试点
- ⑥ 2008年10月19日，证监会正式发布可交换债试行规定
- ⑦ 2008年10月30日，央行第三次调降存贷款利率
- ⑧ 2008年11月10日，国务院出台十大措施确定万亿投资计划
- ⑨ 2008年11月27日，央行降息108个基点，同时调低准备金率
- ⑩ 2008年12月9日，新版国九条：国务院确定项金融政策保经济

➤ 上证综指于2008年10月28日见底（四万亿刺激计划的前夕），随后走出一波牛市行情，由1664上涨至2009年8月4日的3478点。

A股先于全球主要权益指数见底



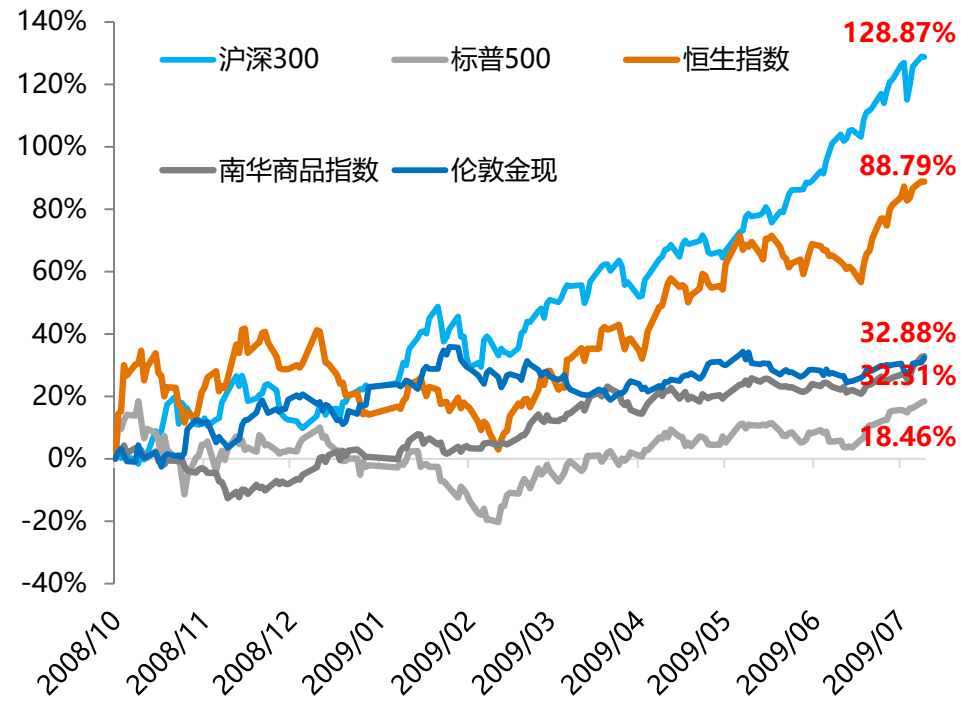
- 股见底是在2008年10月（“四万亿”推出的前夕）。2008年11月5日，国务院出台扩大内需十措施确定4万亿元投资计划。
- 美股见底是在2009年3月（QE+资产证券化+经济复苏法案）。2009年3月13日，美联储宣布买进1兆美元债券+3000亿美元长期国债，24日财政部宣布应对银行有毒资产证券化的细节，28日，美联储第二轮国债收购。美股及全球股市走出金融危机低谷。

数据来源：Wind

大类资产：权益>商品>债券>货币

2008年金融危机市场见底后（2008/10/28），大类资产涨幅

指数	1个月	2个月	3个月	半年	2008/10/28-2009/8/4
沪深300	10.6	12.5	22.8	52.2	128.8
恒生指数	26.1	28.8	14.2	32.1	88.8
南华商品指数	-4.5	-8.0	0.7	14.4	32.9
伦敦金现	11.9	19.0	21.4	22.2	32.3
标普500	5.6	2.8	3.0	0.7	18.5
ICE布油	-5.5	-25.8	-20.4	-19.0	5.9
中证企业债	0.8	3.2	3.1	3.0	2.1
货币基金	0.5	0.9	1.0	1.4	1.8
中证国债	1.8	4.2	2.5	2.4	1.6



➤ 上证综指见底（2008/10/28）之日起，6个月内，大类资产的表现为：沪深300（52.2%）>恒生指数（32.2%）>黄金（22.2%）>南华商品（14.4%）>企业债（3.0%）>国债（2.4%）>货币基金（1.4%）>标普500（0.7%）>原油（-19%）。A股见底是在2008年10月（“四万亿”推出的前夕），而美股见底是在2009年3月（QE+资产证券化+经济复苏法案）。

➤ 在2008/10/28-2009/8/4期间（上证1664-3478点），大类资产表现为：沪深300（128.8%）>恒生指数（88.8%）>南华商品（32.9%）>黄金（32.3%）>标普500（18.5%）>原油（5.9%）>企业债（2.1%）>货币基金（1.8%）>国债（1.6%）。

数据来源：Wind

权益资产：新兴市场>发达市场

2008/10/28-2009/8/4 全球股市涨幅（%）

指数	1个月	2个月	3个月	半年	2008/10/28-2009/8/4
沪深300	10.6	12.5	22.8	52.2	128.8
圣保罗指数	24.3	25.2	36.7	55.7	90.4
恒生指数	26.1	28.8	14.2	32.1	88.8
孟买SENSEX30	6.9	9.6	8.8	29.3	86.0
新加坡REITS	1.3	6.0	-0.7	4.4	68.5
韩国综指	13.7	18.1	22.3	37.4	65.5
台湾加权	2.1	1.3	-2.7	28.2	59.3
日经225	18.8	22.0	13.2	18.6	44.8
纳斯达克	2.0	1.6	3.5	11.2	33.6
德国DAX	7.7	6.8	4.2	6.3	25.0
富时100	11.3	9.4	11.5	6.3	21.3
标普500	5.6	2.8	3.0	0.7	18.5
道指	8.0	4.2	2.4	-1.9	14.0
法国CAC40	6.4	1.6	0.3	-0.5	13.3

- 从上次危机之后全球各主要市场表现来看，可以明显看出，新兴市场表现明显好于发达市场。中国，巴西，印度涨幅居前。
- 其中沪深300表现最好，达到128%，纳斯达克仅为33.6%。

风格表现

指数	1个月	2个月	3个月	半年	2008/10/28-2009/8/4
周期	12.2	16.5	30.1	70.0	164.4
成长	14.9	28.0	47.5	93.2	156.9
金融	9.4	11.6	25.6	53.5	146.2
消费	13.7	23.0	28.8	65.1	114.5
稳定	10.0	6.5	12.6	34.4	74.8

指数	1个月	2个月	3个月	半年	2008/10/28-2009/8/4
小盘指数	16.6	37.3	51.4	101.5	166.5
中盘指数	13.3	23.7	40.1	82.9	147.6
大盘指数	12.3	12.6	24.1	51.1	125.0

➤ 从风格表现来看，周期>成长>金融>消费>稳定。

➤ 小盘>中盘>大盘。

风格表现

代码	指数	1个月	2个月	3个月	半年	2008/10/28-2009/8/4
801050.SI	有色金属	19.6	24.9	45.6	120.2	283.0
801020.SI	采掘	6.6	13.5	31.9	77.4	222.7
801710.SI	建筑材料	44.5	40.4	70.6	136.5	215.6
801880.SI	汽车	13.0	16.9	37.6	106.7	204.5
801740.SI	国防军工	12.5	30.1	61.5	108.5	202.0
801180.SI	房地产	17.9	15.9	29.4	77.4	176.2
801230.SI	综合	12.1	21.4	37.1	96.0	163.0
801210.SI	休闲服务	6.4	22.3	33.0	77.3	153.0
801080.SI	电子	11.9	23.6	38.9	89.0	151.8
801730.SI	电气设备	31.5	46.4	61.0	104.5	151.0
801890.SI	机械设备	17.5	17.4	40.8	75.6	145.1
801040.SI	钢铁	12.1	9.7	20.0	32.0	139.8
801780.SI	银行	8.1	13.0	27.0	48.0	138.0
801110.SI	家用电器	16.9	24.1	26.1	86.4	137.9
801790.SI	非银金融	4.4	9.2	26.1	52.2	137.5
801140.SI	轻工制造	11.5	20.8	33.7	74.2	136.9
801130.SI	纺织服装	8.7	16.2	30.7	71.7	128.0
801750.SI	计算机	13.3	28.0	41.0	82.0	126.1
801770.SI	通信	21.8	27.4	33.8	79.3	116.5
801200.SI	商业贸易	12.8	26.2	27.2	70.2	114.3
801030.SI	化工	8.0	8.1	18.2	46.6	113.8
801010.SI	农林牧渔	13.8	24.9	34.7	55.6	111.7
801150.SI	医药生物	13.4	27.1	38.3	75.0	104.1
801120.SI	食品饮料	13.4	17.7	17.4	44.9	103.1
801760.SI	传媒	11.5	21.2	34.3	69.3	99.3
801160.SI	公用事业	18.5	15.3	23.5	44.2	95.1
801170.SI	交通运输	2.2	0.0	10.5	38.9	90.2
801720.SI	建筑装饰	22.8	20.7	29.6	43.9	87.5

➤ 从行业表现来看，有色，采掘，建筑，汽车，军工，地产等表现居前。
数据来源：Wind

全球资产：权益>商品>债券>货币>房价（美）

指数	1个月	2个月	3个月	半年	1年
孟买SENSEX30	29.8	42.6	81.7	94.4	104.8
圣保罗指数	22.7	38.5	43.3	56.1	87.5
纳斯达克	27.7	34.4	43.8	59.2	80.9
恒生指数	25.0	45.9	51.5	74.9	77.9
标普500	25.3	36.0	37.9	51.2	66.9
德国DAX	22.5	34.0	36.3	52.0	60.5
富时100	12.8	26.4	24.8	41.7	58.7
韩国综指	24.8	33.8	30.0	52.4	57.4
法国CAC40	17.4	30.7	30.1	46.3	54.3
ICE布油	18.8	22.2	41.9	36.8	53.1
日经225	24.3	31.5	36.4	43.8	47.3
沪深300	10.1	22.0	29.5	39.7	44.6
伦敦金现	-6.4	-2.4	1.6	5.6	19.4
美国标普房价指数	-0.7	-0.2	1.2	4.8	3.1

- 从标普500见底之日起，1年之内，大类资产的表现为：权益资产（新兴市场>发达市场）>商品>房价。具体来看，孟买SENSEX30（+105%）>圣保罗指数（+88%）>纳斯达克（+81%）>恒生指数（+78%）>标普500（+67%）>德国DAX（+61%）>富时100（+59%）>韩国综指（+57%）>法国CAC40（+54%）>ICE布油（+53%）>日经225（+47%）>沪深300（+45%）>伦敦金现（+19%）>美国标普房价指数（+3.1%）。

美股行业表现

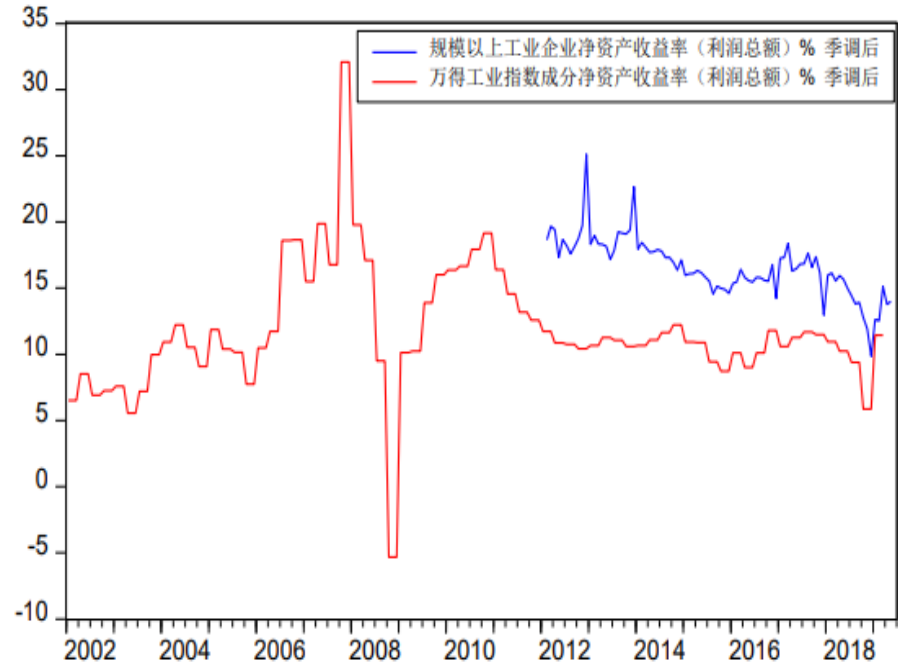
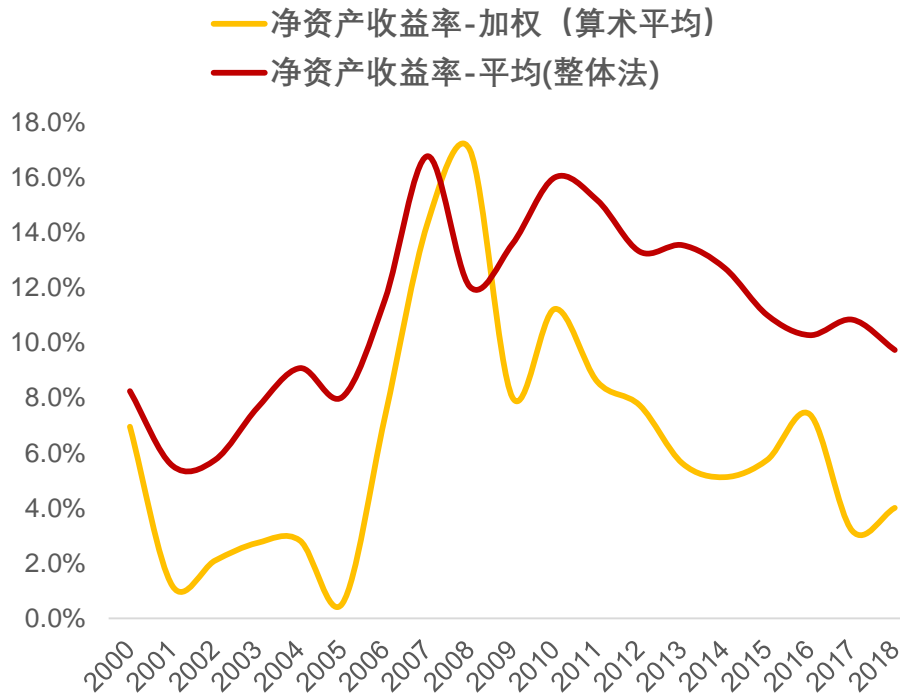
指数	1个月	2个月	3个月	半年	1年	2007/10/11~2009/3/9
标普500金融	75.3	115.1	104.9	138.5	151.5	-82.4
标普500房地产	40.4	63.8	64.2	89.1	128.1	-70.9
标普500非必需消费	36.1	48.2	50.1	65.5	96.7	-58.0
标普500工业	34.7	54.6	54.6	69.3	94.9	-64.9
标普500材料	31.4	46.8	52.2	67.0	80.9	-59.3
标普500信息技术	27.3	30.4	41.8	59.7	79.3	-53.1
标普500医疗	10.2	15.7	15.0	29.9	44.2	-39.9
标普500能源	16.1	28.7	30.2	29.7	39.7	-47.3
标普500必需消费	10.6	14.3	18.9	26.5	38.9	-31.5
标普500公共事业	13.6	18.6	15.8	25.1	29.3	-45.4
标普500通信设备	17.7	14.5	11.1	15.0	15.7	-50.4

- 从标普500见底之日起，1年之内，标普行业的表现为：金融（152%）>地产（128%）>必选（97%）>工业（95%）>材料（81%）>信息技术（79%）>医疗（44%）>能源（40%）>必需消费（39%）>公共事业（29%）>通信设备（16%）。
- 美股见底企稳后，涨幅的行业，多数是由超跌反弹驱动。其中，金融和地产，在07年的高点至09年的低点（2007/10/11~2009/3/9），下跌的幅度分别达到82.4%和70.9%。

数据来源：Wind

回报率下行+居民资产再配置
——寻找确定性方向

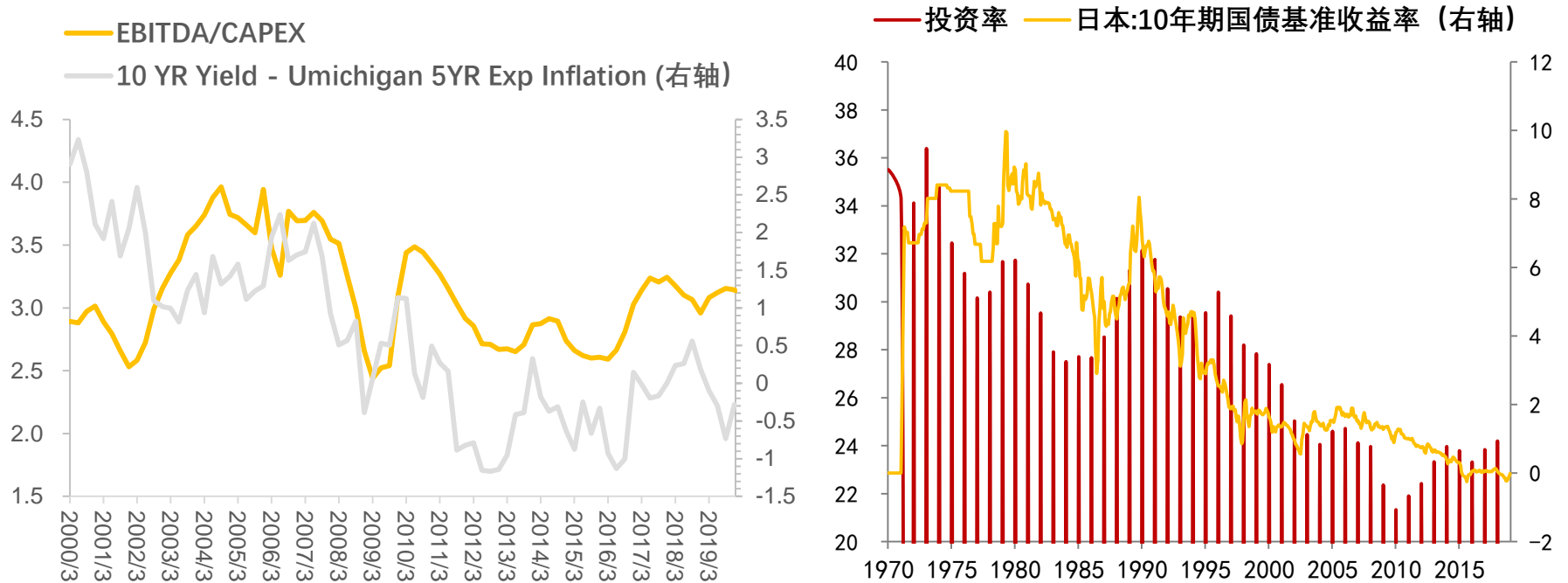
长期投资回报率下行



- 万得全A的净资产收益率（加权和平均两个口径）在2007或2008年达到高点，随后震荡下降，2018年达到2007以来最低水平。
- 规模以上工业企业净资产收益率是按照统计局公布的当月利润总额和净资产（月末）数据计算的，万得工业指数成分净资产收益率是季度数据，其中利润是利润总额以便与规模以上工业数据对比。也显示出相同的下降趋势。
- 长期角度，中国整体社会的投资回报率在下降。

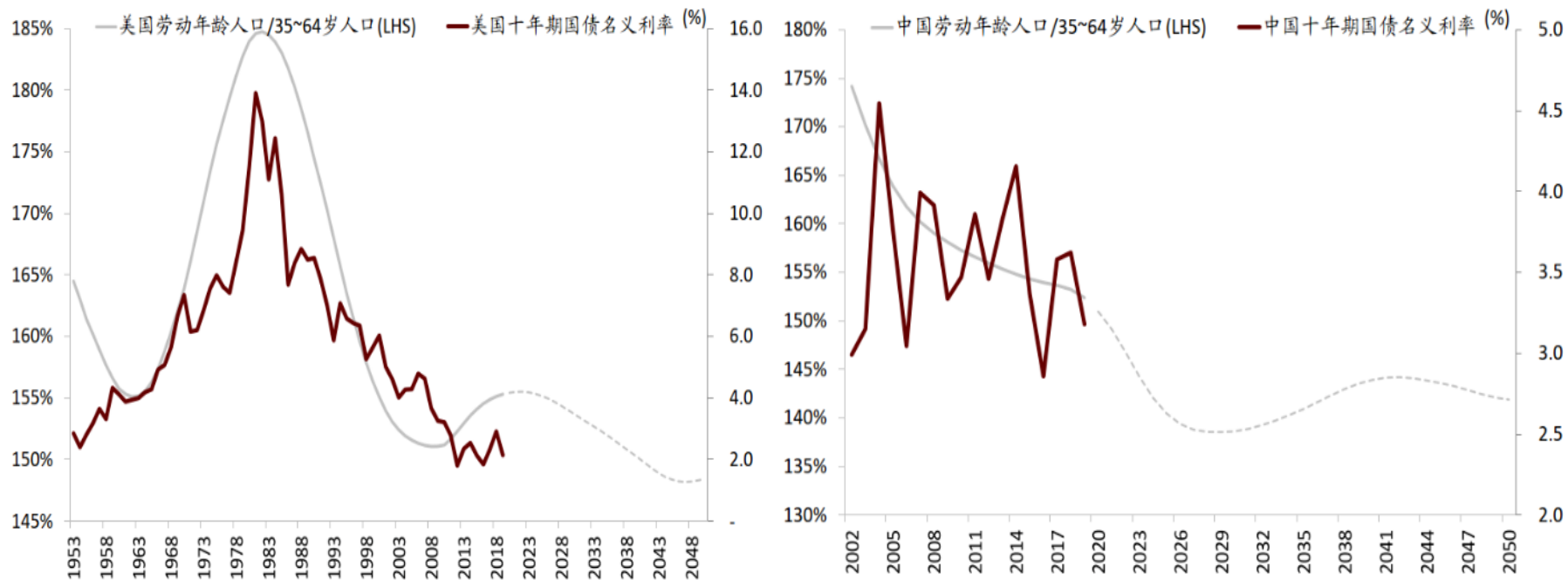
数据来源：Wind

长期投资回报率下行



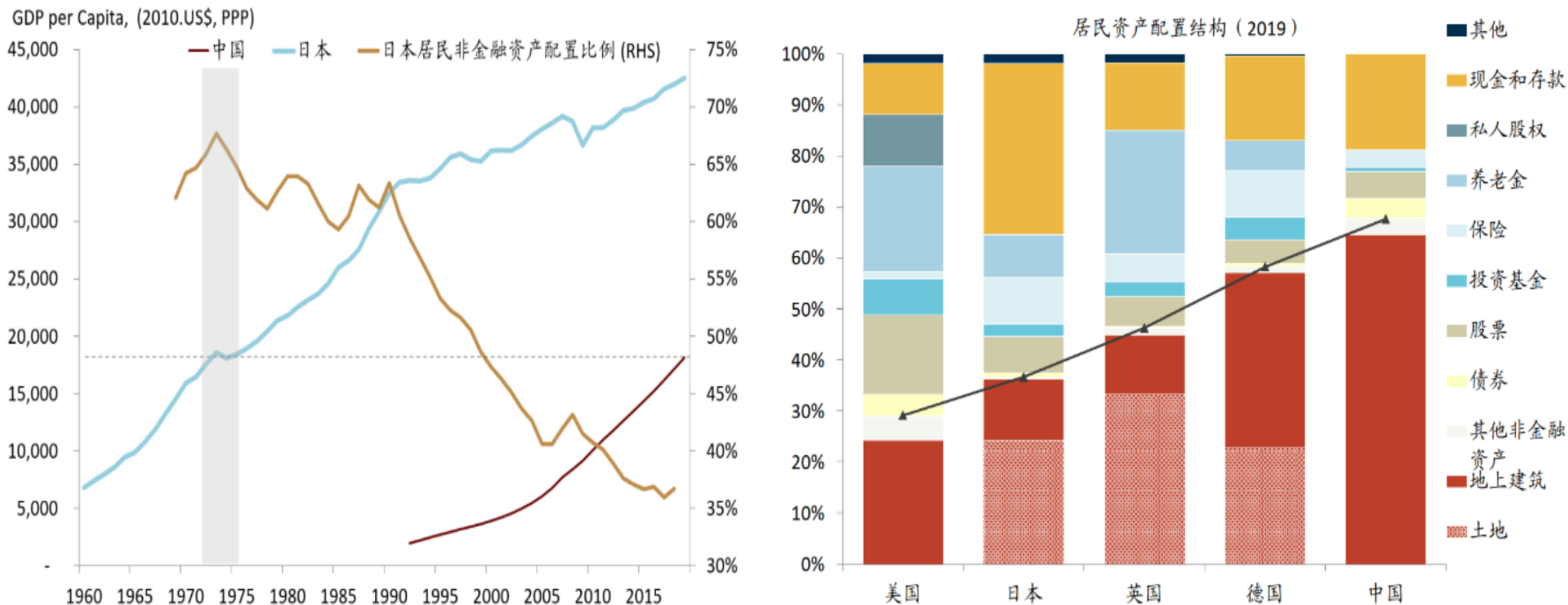
- 从美国（左图）和日本的历史情况不难看出，净资产收益率或者说投资回报率长期同长端利率保持相同走势。
- 因此从长期角度来看，中国的投资回报率或者国债收益率都难免下行趋势。

长期投资回报率下行



- 我们以20-64岁作为劳动年龄。分析美国401(k)不同年龄段参保人的人均账户规模，35-64岁是人均账户规模显著较高的年龄段，也反映了这个年龄段的人口是资本的主要提供者。因此以20-64岁人口数与35-64岁人口数的比值与十年期国债收益率作比对，从上面图中可以看出存在比较显著的正相关走势。预计中国的这一人口数比值会在未来五年趋势下行，到2025年后趋于稳定，也反映了市场均衡利率易降难升，进而说明社会投资回报率的下行趋势。

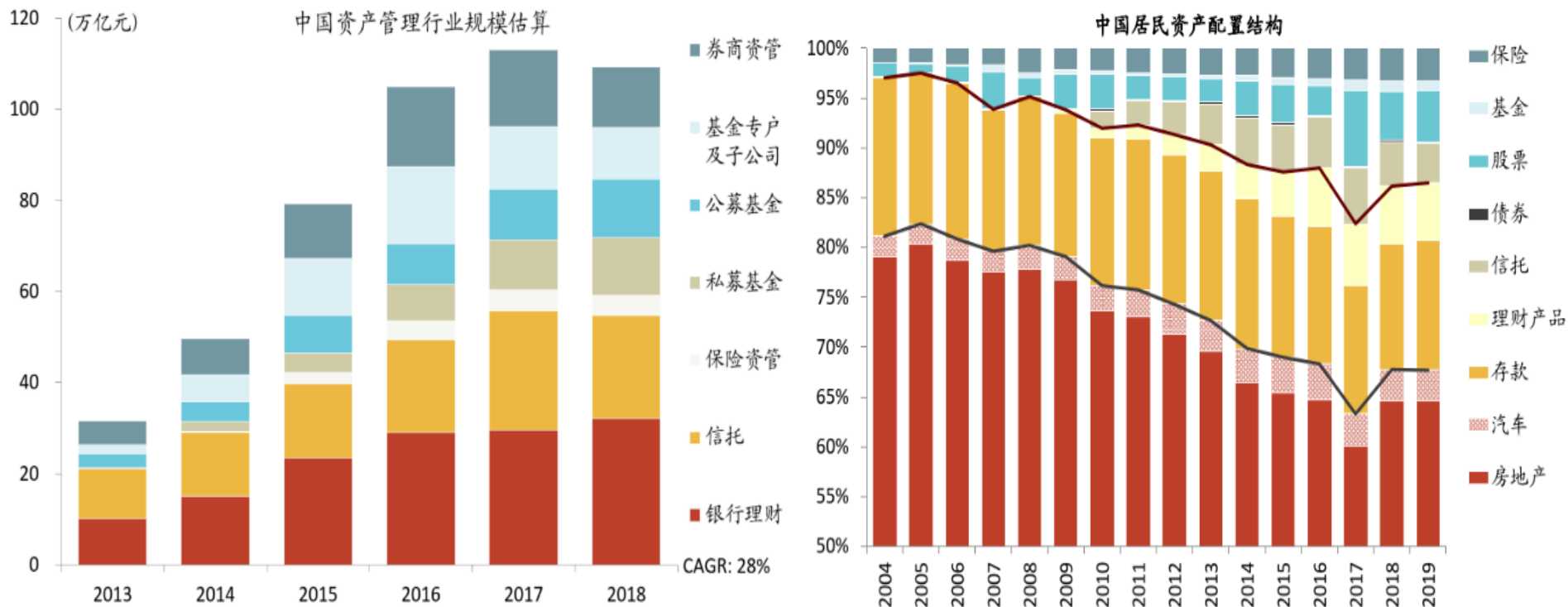
居民资产再配置



- 如左图所示，中国目前人均GDP大致处于日本70年代时期，而当时正是日本居民非金融类资产配置的顶峰，此后非金融资产配置比重一路下降。
- 横向比较来看，如2019年数据显示，中国居民资产配置在全球主要经济体中非金融资产占比最高，超过60%，最低的美国只有不到25%，结构差异巨大。

数据来源：Wind 中金公司

居民资产再配置



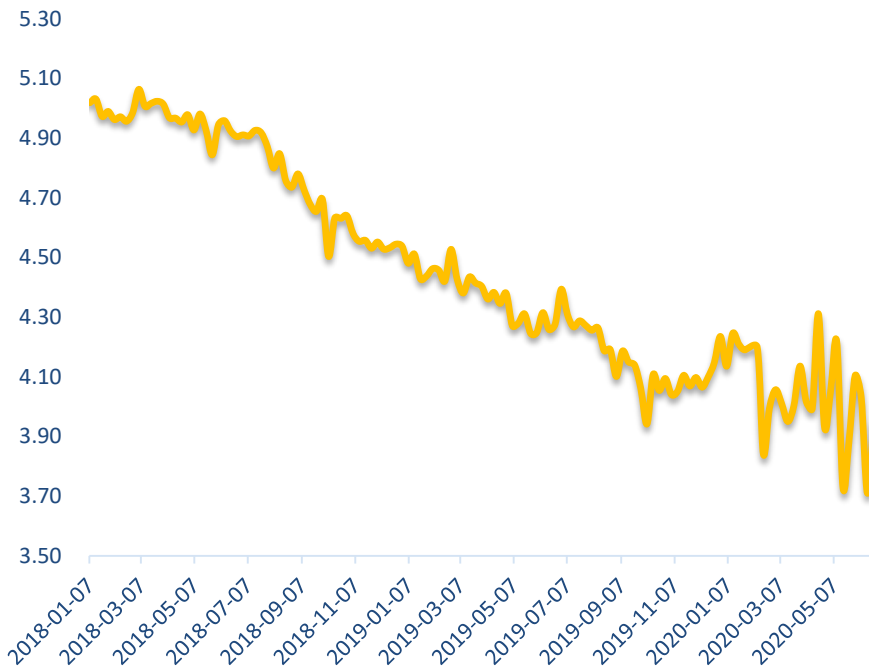
- 如右图所示，近些年中国居民的资产配置也遵循了海外发达经济体历史上的走势，不断减配房地产为主的不动产，加配股票，基金，银行理财等金融资产。
- 而中国居民金融资产配置中，又有一大块是属于银行理财，其次是信托。

理财收益率下行

LPR报价走势

	1年期LPR	5年期LPR
2019-11-20	4.15%	4.80%
2019-12-20	4.15%	4.80%
2020-01-20	4.15%	4.80%
2020-02-20	4.05%	4.75%
2020-03-20	4.05%	4.75%
2020-04-20	3.85%	4.65%
2020-05-20	3.85%	4.65%
2020-06-22	3.85%	4.65%

——理财预期年收益率1年

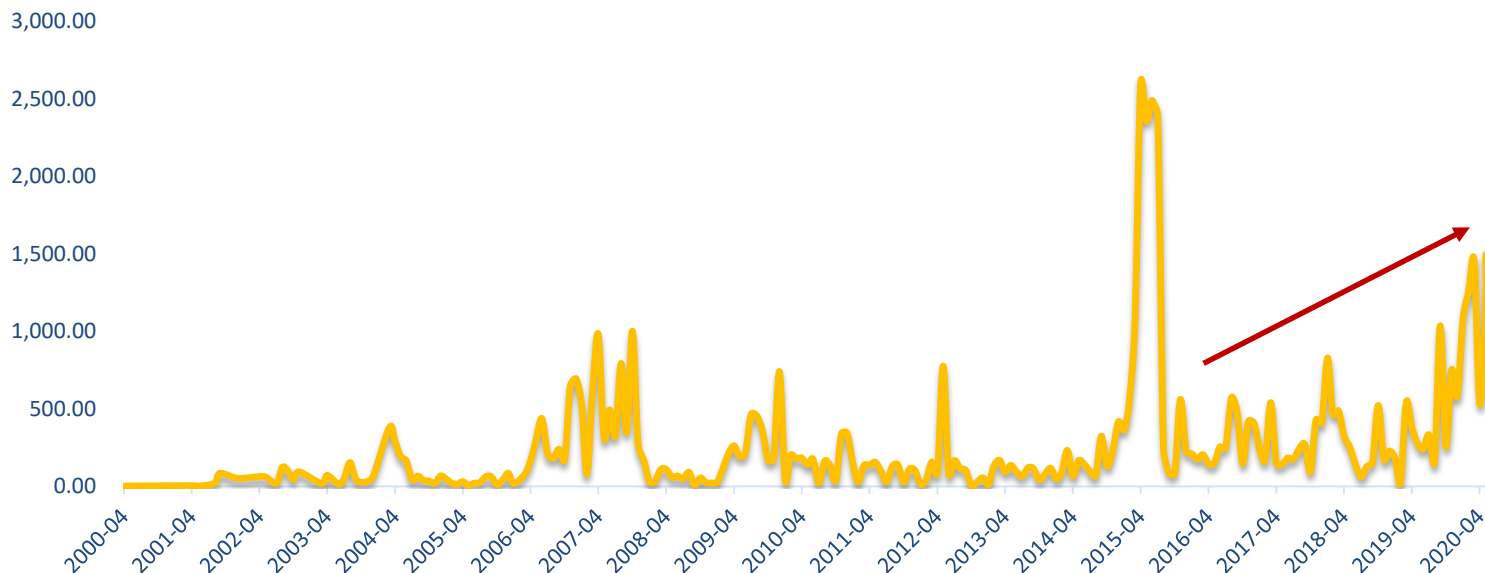


- 6月国内LPR询价无论是1年期还是5年期都保持不变，符合市场预期。预计下半年LPR仍有下行空间，但是频率和力度可能不如上半年。
- 1年期银行理财收益率自2018年以来不断走低，也使得居民理财的难度进一步加大。在近期债市持续调整的背景下，理财产品收益率受到不同程度影响。净值型银行理财产品出现大幅回撤，20余只产品净值跌破本金，部分产品最近一个月年化收益率甚至还出现了负数情况。

数据来源：Wind

居民资产再配置

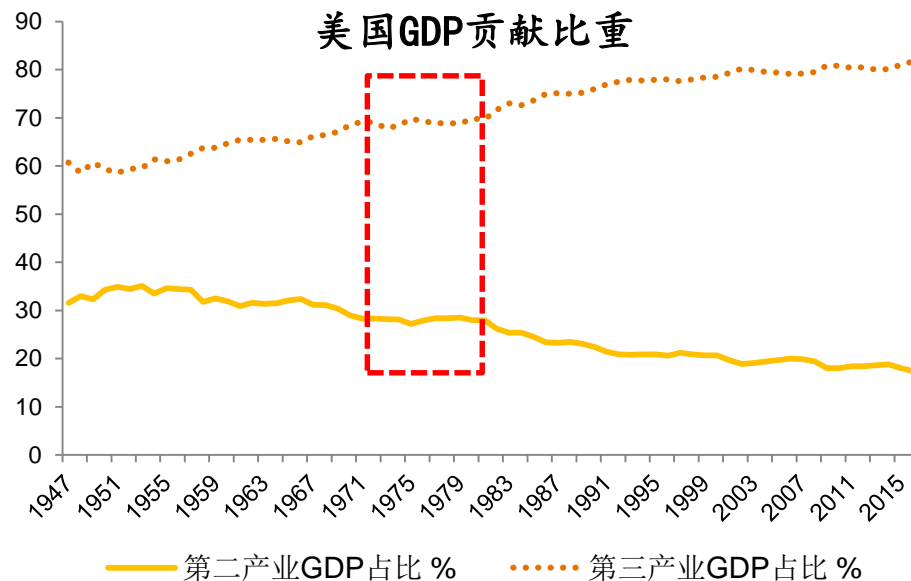
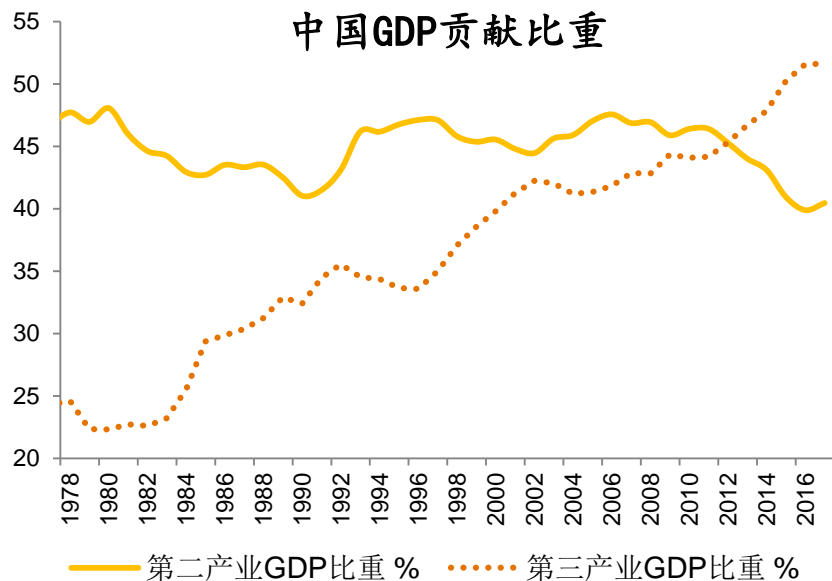
— 新成立基金份额:偏股型:月(亿份)



- 过去20年，偏股型基金的发行份额都保持相对平稳，更多是跟随市场周期而波动；但是近5年来有相对比较明显的走升趋势。
- 整个社会投资回报率下行的趋势下，确定性方向的优质资产价格将被持续推升。按 $ROE = PB/PE$ ，考虑ROE下降对PB和PE的影响，或者说谁来承担或怎样分摊ROE的下降结果。在最简单的考虑中，PB的期望值为1，与TOBIN'S $q = 1$ 相同（两者内容不同）。一般PB大于1是因为无形资本和自然资源的统计和计值问题以及幸存者偏差等。研发投入计入投资是对部分漏记的纠正。如果没有这些统计问题或者漏记的比例稳定，那么PB的长期期望是个常数。在一个简单的模型中，均衡的投资收益率恒等于贴现率， $PB = 1$ ，ROE变化全部由PE承担，即ROE下降，PE提升。

数据来源：Wind

中国产业结构转型

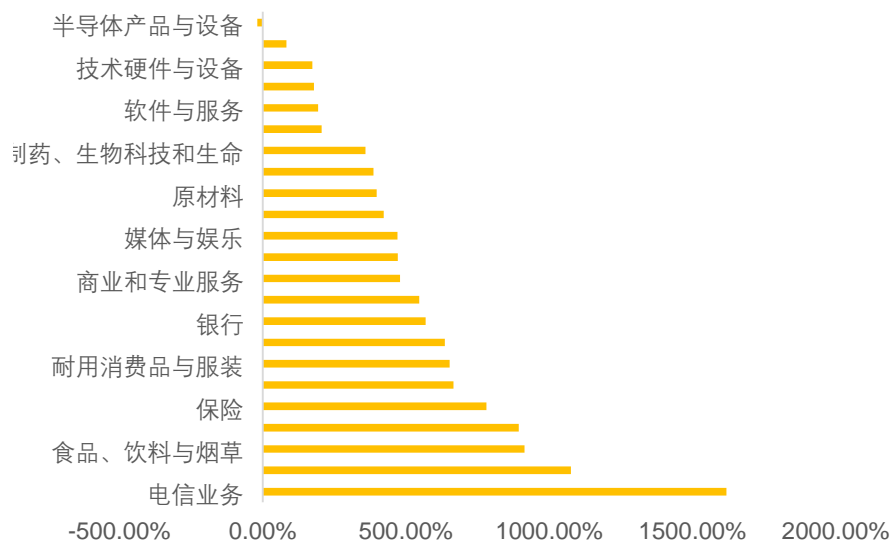


- 美国劳动生产率在1970年见顶后开始长期下降，传统工业投资的回报率也开始趋势性下降。70年代，美国处在产业结构的艰难调整中，主导产业从重资产为主的第二产业转向轻资产为主的第三产业，发展模式从投资驱动转向消费驱动，但整个70年代第二和第三产业的占比没有发生明显变化，转型相对焦灼。经历了10年滞胀后，80年代美国的第二、三产业占比在80年代迅速拉开差距。
- 从产业结构的边际变化来看，今天中国正处在产业结构调整、产业新旧更替的过程中，近似于美国70年代末-80年代初的经济转型期。过去十年，中国金融地产的黄金时代一定程度上挤压了经济的内生增长和产业的创新升级，投资驱动和债务驱动的发展模式的效率日渐式微，成本却与日俱增，这段时间的中国经济有点美国70年代产业结构艰难调整的影子。2012年，中国第三产业占比超过第二产业，2012年之后第二产业占比加速下降，第三产业占比迅速上升，产业结构转型加速。
- 未来中国经济增长的动力将主要由信息技术的升级和消费升级贡献。

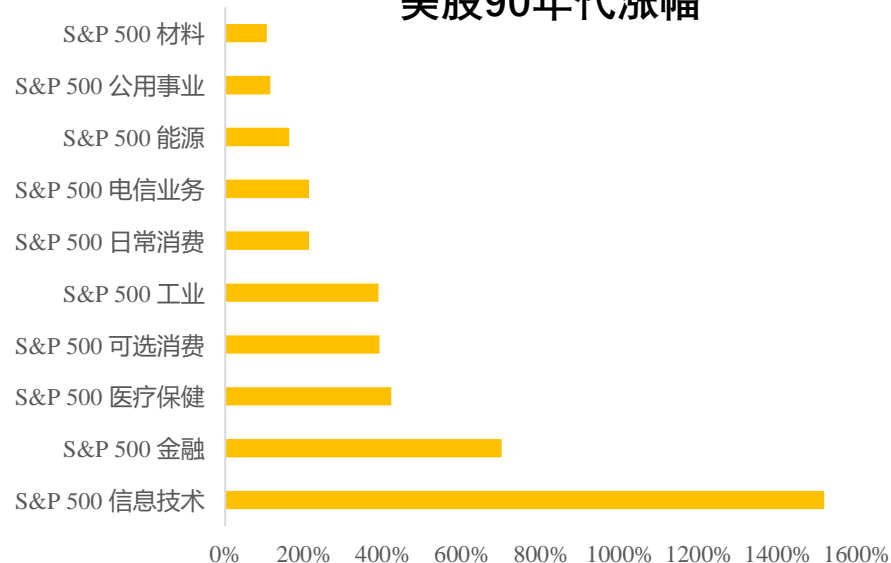
数据来源：Wind

美国的经验

美股80年代涨幅



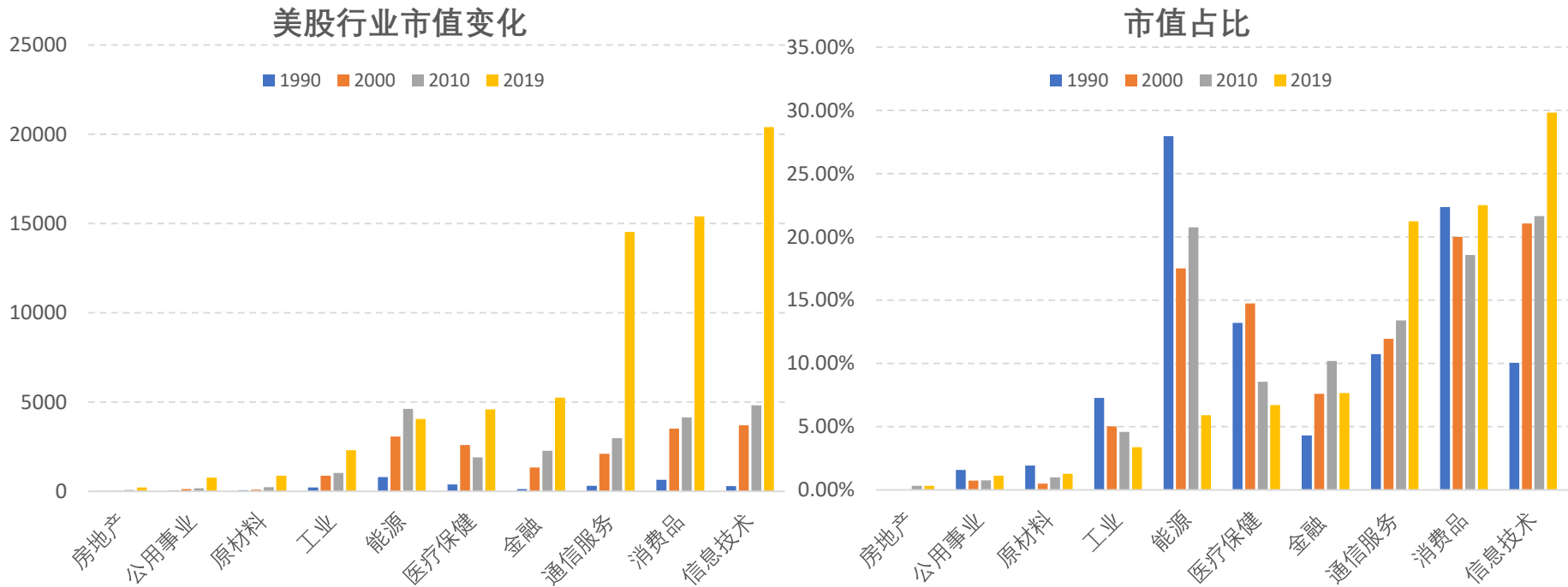
美股90年代涨幅



- **单就80年代而言，消费行业超额收益显著。**经济转型背景下，美国GDP构成中消费占比大幅提升，与此同时，信息技术产业的资本开支尚未进入大幅扩张阶段。因此，消费股显著领先科技股，更领先其他行业。
- **90年代开始科技的进步降低了社会运行的成本，新的科技技术改变了经济格局，科技也因此成为了市场的主线。**克林顿推出了信息高速公路的战略，网络技术的发展促使了互联网股票的兴起，雅虎、谷歌等互联网公司收到资本市场的追捧，美国投资于计算机和电子行业的规模在90年代飞速上涨；金融类企业也受益于互联网技术的发展，交易量增大，在线股票账户买卖股票的速度是传统经纪人的13倍；半导体电子公司依托于互联网概念蓬勃发展；医药类企业也受益于科技的发展让人类对于寿命的延长有了无限的想象。与科技相关的计算机类、半导体类、金融类以及医药类的企业涨幅居前。

数据来源：Wind

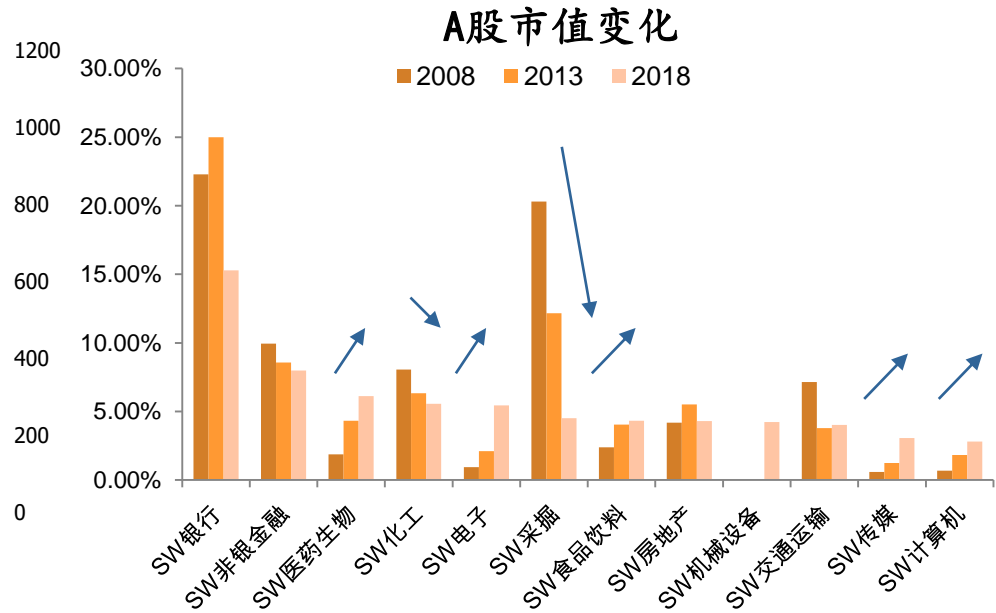
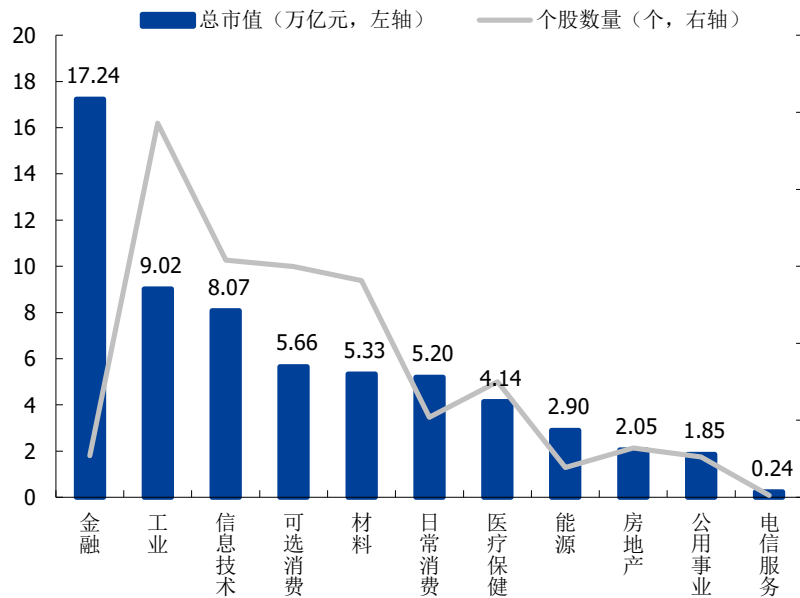
行业市值变化



- 从1990年-2019年的市值走势变化来看，可以看到很明显，绝对值有明显涨幅的，主要是集中在医疗，金融，通信技术，消费这些行业。传统行业也有增长，但是明显幅度较小。
- 从市值占比的角度，可以看到，90年代明显是传统行业如工业，能源等板块的高点；后续科技板块的市值占比提升是最明显的，消费和金融相对平稳。
- 美国70年代滞胀期间，与能源高度相关的第二产业占比基本没有下降，在28%-29%徘徊。80年代沃尔克控制通胀后，能源、工业和材料下降幅度明显；经济转由消费、创新、服务驱动，必需消费品、医疗保健、金融房地产分别上升了7.8%，3.9%和3.8%。在消费兴起的时，信息技术（具体包括计算机、传媒互联网、电子行业）市值占比有所下降，这一时期美国科技产业主要是以研发投入为主，后面开始随着个人PC的出来开始爆发。

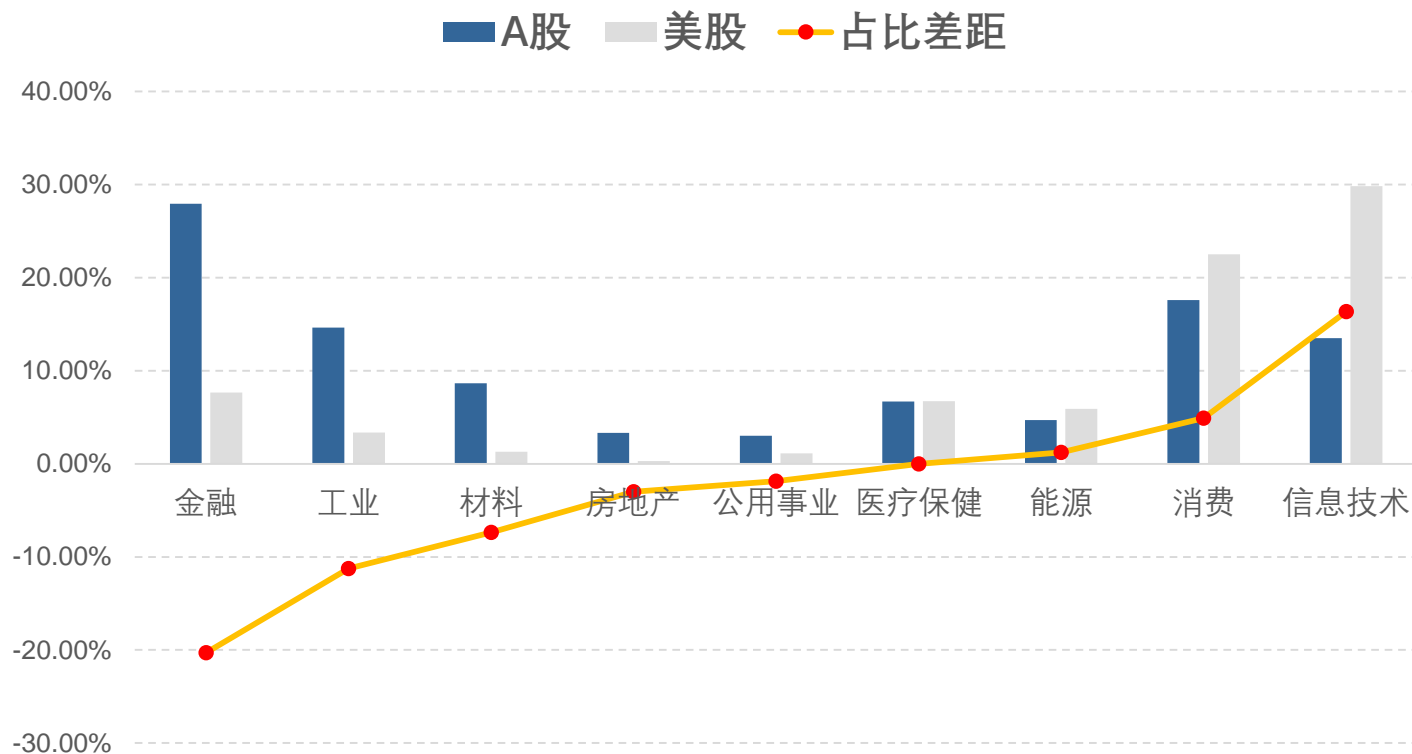
数据来源: Wind

行业市值变化



- 从目前A股市值占比来看，排第一的是金融，其次是工业和信息技术，消费和材料等。
- 从过去十年A股各行业市值变化的情况看，下降显著的包括采掘、化工代表的第二产业（化工、采掘、房地产、交通运输、钢铁）10年间下降了23.82%，金融服务业（银行+非银金融）下降了8.98%，而以电子、医药生物为代表的新经济（医药生物、电子、计算机、传媒）上升了13.38%，高端制造（汽车、机械设备）上升了8.1%。目前医药板块占市值比接近于美股1980年的水平，信息技术板块（计算机、电子、传媒互联网，11.3%）明显超过80年代美股相应的信息技术板块(7%)，但不及美国如今15.4%的比例。从过去十年A股行业市值占比变化来看，A股实际上接近于美股80年代中期。

行业市值变化

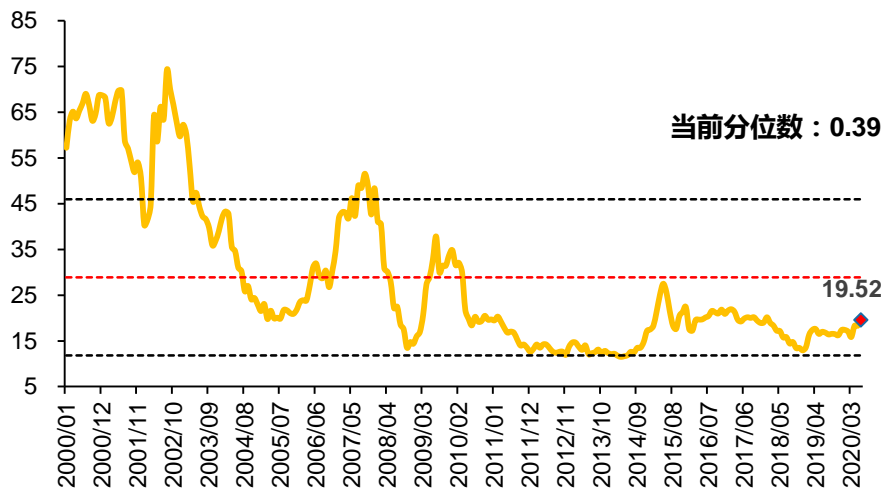


- 从目前A股和美股的市值占比数据对比来看，金融，工业，材料地产等传统行业A股市值占比明显高于美股。信息技术和消费相比美股仍然有提升空间。医疗类两边市场占比接近。

估值水平

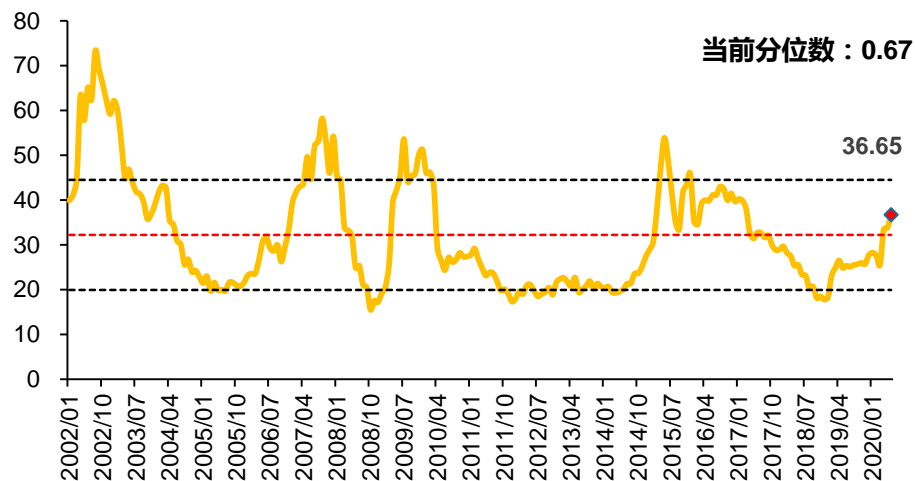
估值水平

PE (TTM) : 全A



—— PE (TTM) : 全A - - - - - 均值
- - - - - 均值+1倍标准差 - - - - - 均值-1倍标准差

PE (TTM) : 全A非金融

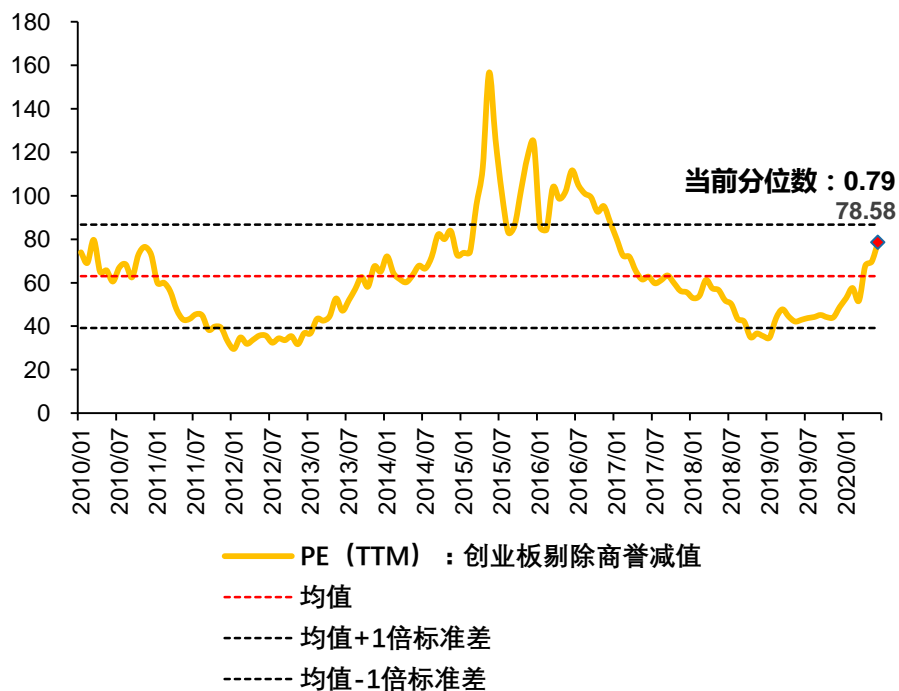


—— PE (TTM) : 全A非金融 - - - - - 均值
- - - - - 均值+1倍标准差 - - - - - 均值-1倍标准差

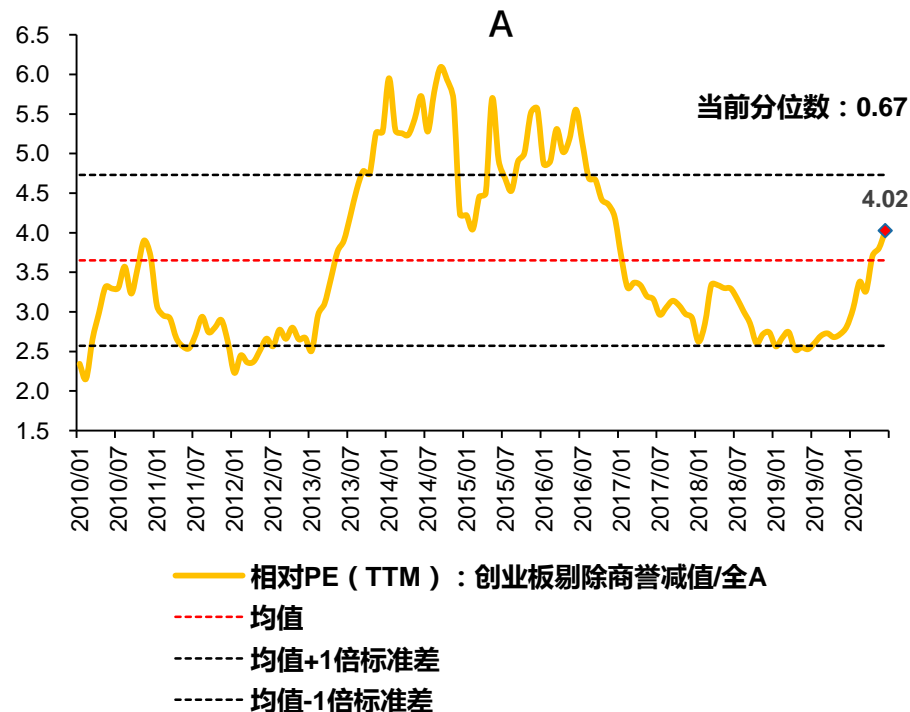
- 截至2020年06月28日，A股总体PE估值19.52倍，处在历史估值39%左右分位水平，有一定安全边际。
- 全A剔除金融服务估值36.65倍，处在66%分位数水平。显示出A股金融股目前估值水平更低。

估值水平

PE (TTM) : 创业板剔除商誉减值



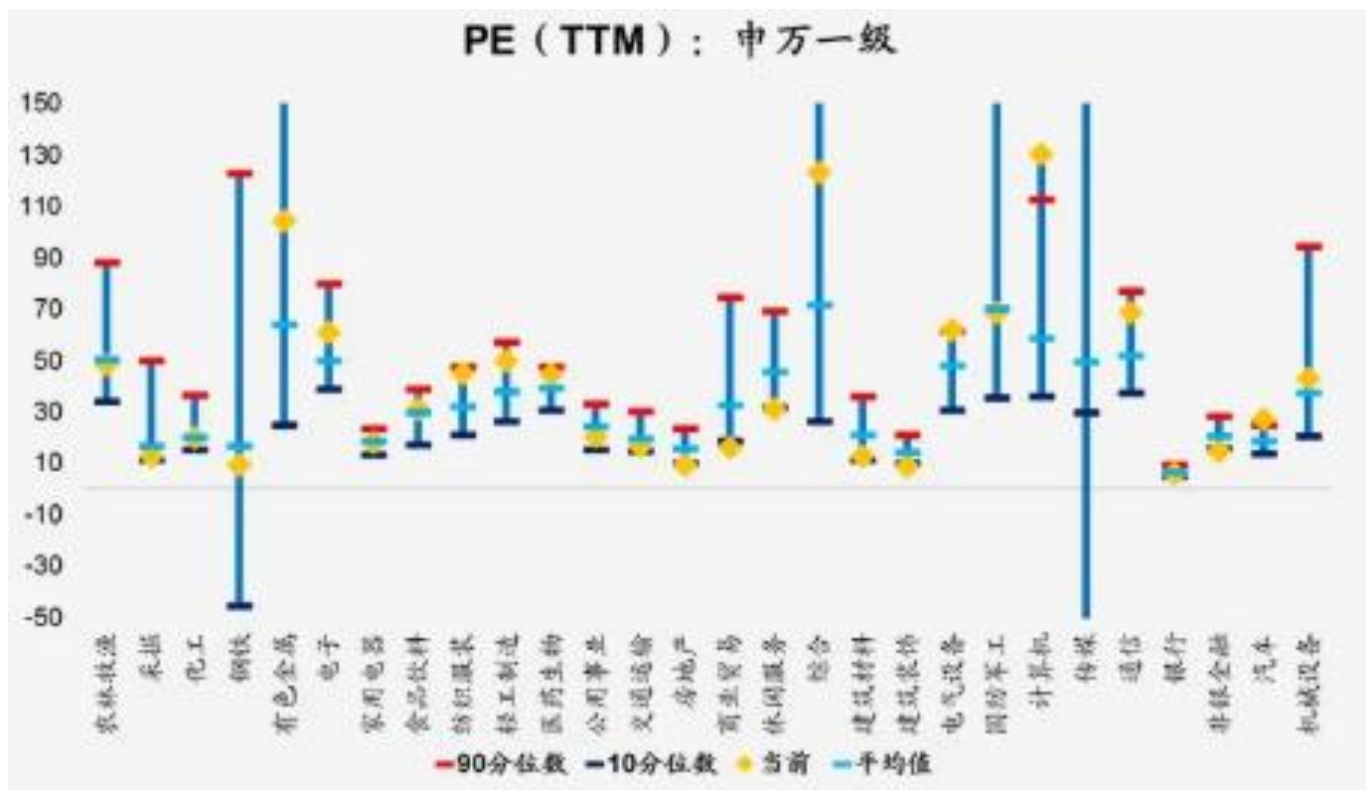
相对PE (TTM) : 创业板剔除商誉减值/全A



- 截至6月28日，创业板（剔除商誉减值因素）估值目前78.58倍，处于历史79%分位数水平。
- 创业板剔除商誉减值因素比上全A的估值比目前处在历史67%分位数水平，中位数偏上。

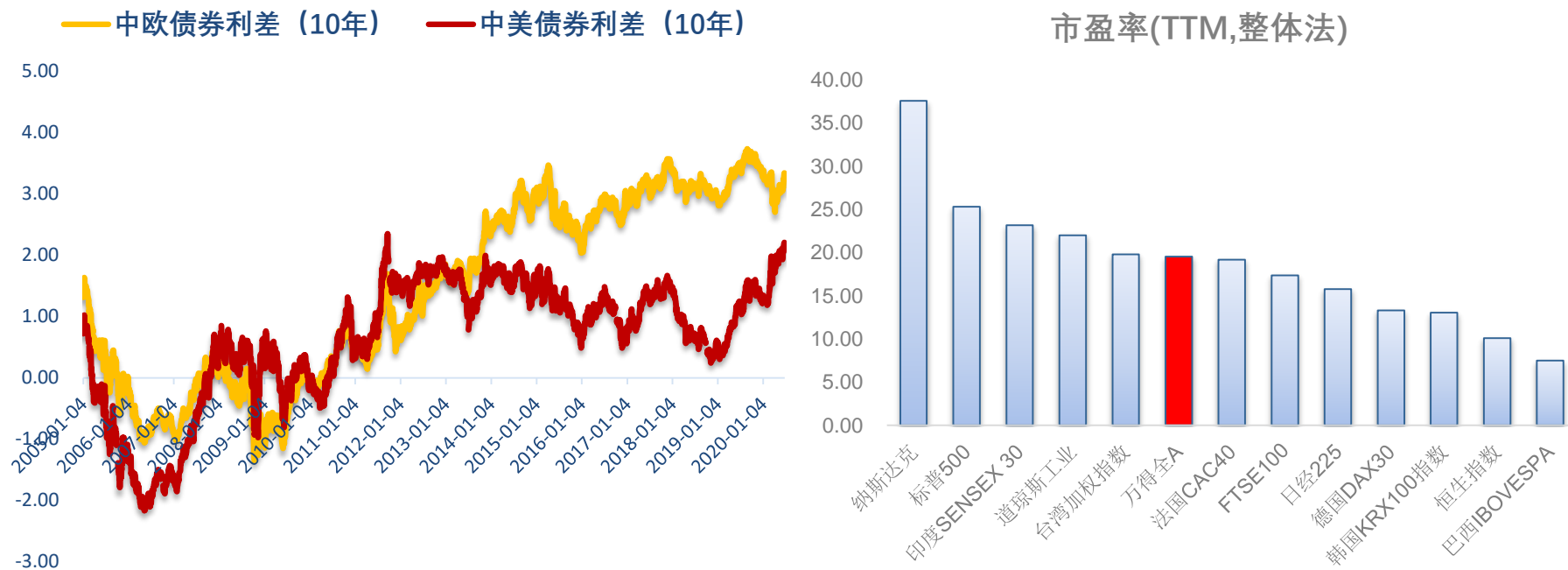
数据来源：Wind

估值水平——行业估值比较



- 有色金属，TMT，综合，电气设备，机械设备，轻工等行业估值高于历史均值。银行，非银，采掘，化工，建筑建材，钢铁，房地产，商业贸易等行业估值低于历史均值。

中国资产估值有吸引力



- 从左上图我们看出，目前中美，中欧10年期国债利差均处于历史高位。随着中国资本市场的逐步放开，全球负利率的大背景下中国债券的吸引力势必提升，有望类似美国出现欧洲负利率的溢出效应。
- 从权益市场角度，中国目前正处在经济换挡期，未来一批新的消费和信息技术产业发展潜能较大，同时从估值的角度，目前A股的估值也相对比较有吸引力。
- 综上，在国际局势和汇率都能保持相对稳定的前提下，从中长期的角度中国资产对于全球中长线配置资金来说是有吸引力的。

行业评级

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
计算机	超配	<p>中长期看，科技创新，科技兴国的大背景不变，下一阶段国家发展经济增长的动力引擎将切换至高新技术尤其是信息技术产业，计算机板块中长期行业逻辑和趋势明确，且板块上下游基本都在国内，受海外疫情影响小。云计算，智能驾驶，金融IT，医疗信息化，信创等细分领域龙头是核心的配置方向。</p>
电新	超配	<p>传统电力设备：标配 2020年，国网初步安排电网投资4,500亿元，可有效带动社会投资9,000亿元，其中特高压投资预计额度达到1,811亿元，新增三条直流线路。核心投资变量在于国家电网关于泛在电力物联网方向的投资进度。</p> <p>风电（标配）：2019-20年抢装带来订单高增，目前预期较高超预期的概率不大。但受疫情影响并网可能延续至2021H1，为订单带来一定的持续性</p> <p>光伏（标配）：疫情影响下产业链环节引发降价，在目前产业链价格下降20%后，国内二季度景气度高，海外逐渐复苏，建议配置龙头公司。</p> <p>核电（标配）：板块不确定性较强，AP1000的推广进程慢，板块受外部因素影响大，建设进度随时可能延缓。板块存在政策出台或设施建设的短期投机性机会。</p> <p>新能源汽车：超配 2020年国内电动车销量预计为120万辆，同比基本持平。结构有改善，产品力强的车型挤占低端车型市场份额。从07月排产情况来看龙头电池企业排产逐月改善，国内销量有望缓慢复苏。</p>



2020Q3行业观点

行业	评级	观点
家电	超配	看好白电，疫情缓解，需求回暖补充上半年销售，同时行业价格战进入尾声，具备中期买入价值；看好小家电，行业新品不断，仍处于高速增长期
食品饮料	超配	白酒，看好三季度中秋行情带来的基本面持续改善；食品，虽然短期估值抬升，但是长期趋势向好，预计基本面持续改善，精选细分子版块龙头公司
传媒	超配	2020年5G换机开启，5G应用进入落地期。超配游戏板块：下半年游戏储备丰富，精品游戏上线有望推动行业数据快速增长并带动相关公司业绩，同时云游戏、VR带来行业催化；互联视频超配：长视频超前点播有望带来用户ARPU值的提升；影视院线、出版、营销标配：近期随着国内疫情好转，常态化防疫的预期建立，行业边际有所改善
电子	超配	半导体板块：受益于行业景气复苏和创新加速趋势，另外贸易摩擦背景下的自主可控和国产替代依然是最具确定性的方向。华为事件后国内企业迎来战略机遇期，配合政策优惠、科创板设立、大基金二期等催化剂，中国半导体产业有望加速实现；面板标配，大尺寸LCD面板价格在持续探底后已于Q4企稳，伴随韩厂部分LCD产能逐步退出以及新建产线的进度放缓，行业供需有望边际改善。 消费电子：建议超配iPhone产业链及TWS，苹果将在未来的竞争格局中占据较强优势，5G手机销量将有希望好于市场预期。耳机与手表将在未来的2-3年维持高增长，行业景气度将持续延续。5G基站建设速度加快，新基建模式开启，相关5G PCB公司在Q2-Q3业绩会维持高增速。

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
建材	标配	地产销售面积短期透支，长期均值回归；农村需求因精准扶贫项目推进持续稳定，水泥板块梅雨季节过后将迎来第二轮旺季，玻璃板块竣工逻辑走弱，但是需求持续释放带来玻璃库存下降，玻纤行业短期受海外需求影响价格低迷，长期看已经处于周期底部；消费建材受益地产集中采购，行业集中度进一步提升。
有色金属	标配	国内经济持续好转，铜铝等偏基建、地产后周期的品种需求增加，有利于业绩表现。估值处于历史低位，有利于估值修复。新能源汽车产业链上游受益于全球新能源汽车消费复苏，3季度趋势将延续。目前钴锂价格处于底部，下半年有望温和回升，业绩压力有望缓解。黄金价格接近历史前高，震荡区间趋窄，维持高位震荡。未来的催化剂将来自美联储货币宽松进入收益率曲线控制模式，以及通胀回升，黄金继续维持超配建议。
医药	标配	医疗市场终端需求刚性，且和一般消费品相比，医疗需求的购买力有来自医保基金的保障，受个人可支配收入变化相对更小——疫情后期恢复趋势明确，相对比较优势更为突出。高景气赛道的龙头公司普遍表现出更强的经营韧性、远高于行业的增长、以及逆境中份额的加速提升。一二级投融资叠加产业趋势下，行业重点公司估值持续上移。建议守正待时，把我高景气赛道核心标的。

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
军工	标配	军品采购处于十三五最后一年，叠加军改影响，订单确定性强，核心装备增长不低于15%，关键设备增速更高。20年国防预算增长6.6%，十四五大概率开支稳定在7-8%增速，逆周期属性明显。产业链自主可控，疫情影响下二三季度赶工复产年报及季报稳步增长，主机厂、核心零部件企业估值处于历史PEband底部，反弹预期确定。航天、战斗机、新材料及信息化产业链进入高速成长期。
通信	标配	从行业景气度来看，通信整体Q2-Q3维持高增长，Q4存在一定不确定性。Q2-Q3基站侧与云侧订单能见度较高，上市公司整体业绩增速均可以持续。但是Q4景气度能见度较低：一方面华为基站影响较大，改方案策略还未完全落地；此外海外互联网云资本开支边际有所下滑，导致整体通信Q4订单能见度较低。因此建议维持通信配置，但需要及时跟踪短期数据变化。
煤炭	标配	从供给上看，5月以来受海外疫情影响，我国进口煤炭数量大幅下降，而受到检查影响，内蒙煤炭产量出现下滑；从需求上看，国内处于疫情后的复工阶段，而水电发电量大幅下滑，导致火电需求爆发。二季度煤炭供需偏紧，总体社会库存逆季节上升。预计三季度国内煤炭价格有望延续反弹，建议配置高股息率动力煤标的。
建筑	标配	全球疫情反复，海外疫情确诊人数出现二次加速上升，国内方面，在两会政策GDP目标略低于预期背景下，广义基建增速从2月份触底-26.9%修复至5月-3.31%，狭义基建投资增速从-30.3%修复至5月-6.3%，5月单月同比增长超过10%，同时发改委审批项目同比高增长，装配式建筑行业渗透率持续提升，建筑行业负债收入弹性比修复。

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
券商	标配	受疫情影响，海外股市巨震，带动A股回撤。逆周期政策和流动性宽松推动市场交易量不断放大，风险偏好提升。行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。2季度以来，二级市场不断回暖，券商估值仍位于底部。未来政策有望进一步松绑，预计2020年经纪、自营、投行业务收入持续增长。
银行	标配	展望3季度，经济虽然呈现逐步复苏的态势，但是资产质量依旧承压。同时为实体让利背景下，LPR保持下行趋势，虽然MLF，存款基准利率等对成本端形成一定利好，但是息差缓步缩窄的趋势仍然存在。目前估值处于历史底部，作为防御性品种是最优选择之一，但暂时缺乏向上弹性。
保险	标配	疫情造成阶段性业务缺失，对全年增速造成负面影响，关注保费及疫情反复的持续变化，重疾险定义调整将极大释放健康险需求推动全年新单及价值增速超出此前悲观预期；资产端利率全年有望窄幅震荡，年初利率快速下行已充分测试市场反应，利率前期为压制板块估值的中期因素，但目前已经稳定在2.8-3.0的中枢，板块整体估值有望逐步回升。
地产	标配	目前政策面和基本面对地产板块并不友好，政策层面，稳增长的政策组合中基本见不着地产的身影，中央只是默许地方政府在供给端稳定土地市场，需求侧刺激在中央层面仍没有放松的迹象；销售方面，2月地产销售暴跌过后，3月销售恢复也不乐观，没有出现之前房企和市场期待的快速反弹，这对于房企远期利润释放和年内拿地开工都有较大负面冲击。综上，在中央层面出现明确政策松动信号前，建议标配。

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
农林牧渔	标配	生猪产能依旧严重不足，二季度终端消费需求回升，预期猪价将恢复增长，维持全年均价30-35元/kg。当前时点看，产能逐步恢复，但价格同比依然高位，只有兑现出栏目标并成本地位的企业才能继续实现盈利，推荐牧原和新希望。相关板块禽养殖保持高景气度，疫苗、饲料景气度下半年预期有所回升，种子板块重点关注转基因政策是否超预期。
社服	标配	海南发展自贸岛发展规划下，离岛免税作为地方休闲产业重要支柱的发展空间大幅提升。政策层面对消费回流的高度重视，市内免税店的相关政策可能加速推出，促进中国特色免税市场体系和相应板块的发展，免税行业相关产值和市值总量会呈现高速发展，重点推荐中国国旅。同时，推荐关注处于低关注度低估值的洼地的酒店板块。
建筑	标配	全球疫情反复，海外疫情确诊人数出现二次加速上升，国内方面，在两会政策GDP目标略低于预期背景下，广义基建增速从2月份触底 -26.9% 修复至 5月 -3.31%，狭义基建投资增速从 -30.3% 修复至 5月 -6.3%，5月单月同比增长超过10%，同时发改委审批项目同比高增长，装配式建筑行业渗透率持续提升，建筑行业负债收入弹性比修复。
零售	标配	重点推荐化妆品板块，新兴线上流量入口、营销模式正加速美妆品牌变革，国货美妆品牌历来对线上渠道更加重视，能更快适应渠道变革，把握新流量红利带来的发展机遇加速崛起。同时，建议关注消费复苏和低估值板块，推荐关注黄金珠宝、电商等子行业。商超品类零售需求逐渐向常态回归，预计超市企业同店增速逐月回落。



2020Q3行业观点

行业	评级	观点
化工	标配	上半年化工企业连续生产但需求缺失，产品库存累积，同时原油价格暴跌，产业链成本坍塌，化工产品价格大幅下跌。预计三季度国内地产竣工逐步恢复，海外开始复工复产，化工产品需求回暖叠加原油、煤炭等成本向上推动，价格有望逐步回升。看好石化及基础化工产业链有成长性的白马龙头标的。精细化工和新材料领域还有较大的进口替代空间，受益国内下游电子行业加速崛起以及国家意志推动，继续看好半导体、显示材料等相关标的。
交运	标配	短期由于疫情原因，机场业绩普遍较差，当前国内客流逐步复苏，有望带来业绩回暖。中期看，免税业务逐渐成为一线机场的核心利润来源，香化消费升级+海外免税回流将支撑免税业务长期稳定增长。 疫情带来的航空至暗时刻已过，三四季度国内市场将迎来复苏，中长期看，航空业集中度将得到进一步提升，竞争格局更加明晰。由于疫情影响，全球多数航空公司估值已处于历史性底部。
钢铁	标配	基本面方面，钢铁消费持续回升，基建超预期，地产高位平稳。由于原料价格强势，且供给端产能扩张势头与需求增长相匹配，钢价涨幅温和，行业盈利处于相对低位。近期有新政策出台，产能置换投放被叫停，供求格局有望好转，行业盈利可能稳中回升。尽管周期板块关注度较低，但其估值处于历史地位附近，风险收益比合理，具备估值修复空间。

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
机械	标配	<p>20H2制造业投资受疫情影响面临收缩，优选景气段向上及机器换人标的。中报预期工程机械板块同比环比增速较高，补偿性增长。受益机器换人，智能制造是产业长期方向，高端装备制造补短板渐行渐近。疫情出口双杀情况，优选国内产业链完整龙头企业。电网及轨交装备开支较确定，全年稳定增长。受益基建稳增长，城轨、公路相关设备伴随投资拉动成长，工程机械开工率回升到正常水平。国内新能源车补贴延续，欧洲电动化加速锂电设备有望再次进入扩张期。全球油气价格下跌后反弹，油服反弹跟随较弱，国家能源局指导意见确保油气产量增长，板块存在较大预期差。核心零部件龙头企业长期看好，高端制造标的享受估值溢价。</p>
公用事业	标配	<p>大气治理（低配）：燃煤电厂治理渗透率达到80%以上，向上空间有限，非电领域由于环保督查目前存在订单增长的预期。水治理（标配）：预计2020年民营企业融资条件逐渐改善，建议标配。土壤治理（标配）：土壤修复行业2020年预计不会出现明显恢复，全年预计行业订单增长10~20%。固废和危废处理（标配）：固废行业成熟度较高，近年来中标价格逐年走低；危废行业景气度略高，但项目相对分散。火电（标配）：2020年火电发电量增速下调为3.5%，动力煤价格中枢有望下行，受2019H2来水偏枯驱动，预计火电行业2020H1利用小时数有一定保障。水电（标配）：2020H1发电量持续出现负增长，从主要水电站水位跟踪的情况来看，来水情况有所好转，建议标配。燃气（低配）：主要板块机会在于燃气价改刺激消费量的增长，关注价改、采暖季煤改气带来的阶段性机会。</p>

2020Q3行业观点

行业	评级	观点
汽车	标配	<p>伴随经济下行压力及疫情影响，预计乘用车全年增速在-5%左右，需求尚无明显复苏迹象。当前乘用车竞争格局较差，自主品牌受到合资车企向下渗透的负面影响，而合资车企因股比问题估值受到压制。电动化和智能化带来巨大的增量零部件市场空间，建议长期关注。传统零部件市场，因全球车市整体承压，大部分个股经营压力较大，但少数具有核心竞争力的优质公司仍然值得关注，如单车价值量提升，有望成为全球单一零部件巨头的企业。</p>
轻工	标配	<p>家居估值水平和地产政策正相关，地产竣工数据自2019Q3起逐季改善，建议配置估值合理家居板块的龙头公司。建议关注由于成本下降带来的造纸行业利润率提升和龙头公司集中度提升的机会。</p>
纺织服装	低配	<p>纺织品 在5月出口累积同比达到20%以上，主要为医疗物资中 口罩、手套等制品，实际服装出口同比下滑25.5% 下滑幅度进一步扩大，因此当前海外需求尚未呈现复苏状态，疫情扰动因素导致出口数据弱复苏。当前时点消费者信心指数从2019年末105.5高位回落进入下降趋势，同时城镇失业率出现较大幅度上行，此趋势在国内景气重启过程中处于延续，并未随社零增速修复而放缓，因此对于纺织服装企业消费呈现负面影响。</p>

■ 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的分析不会发生任何变更。

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。

■ 风险提示：

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

报告中的内容和意见仅供参考，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。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。
