



# 2020年2季度权益市场展望

## ——权益研究部



# 要点

## ■ 一、疫情爆发，经济下行，全球积极应对，中观景气度较差

- 新冠疫情全球爆发，全球经济下滑，全球积极应对
- 政治局会议定调，多项举措提振经济
- 中观景气度较差

## ■ 二、二季度风格更均衡，需警惕盈利下修

- A股估值处于历史较低位置
- 市场风格更均衡
- 流动性充足，资金积极流入权益市场
- 疫情对经济冲击风险并未完全预期，盈利仍有下修空间
- 大类资产比较，权益资产中期占优

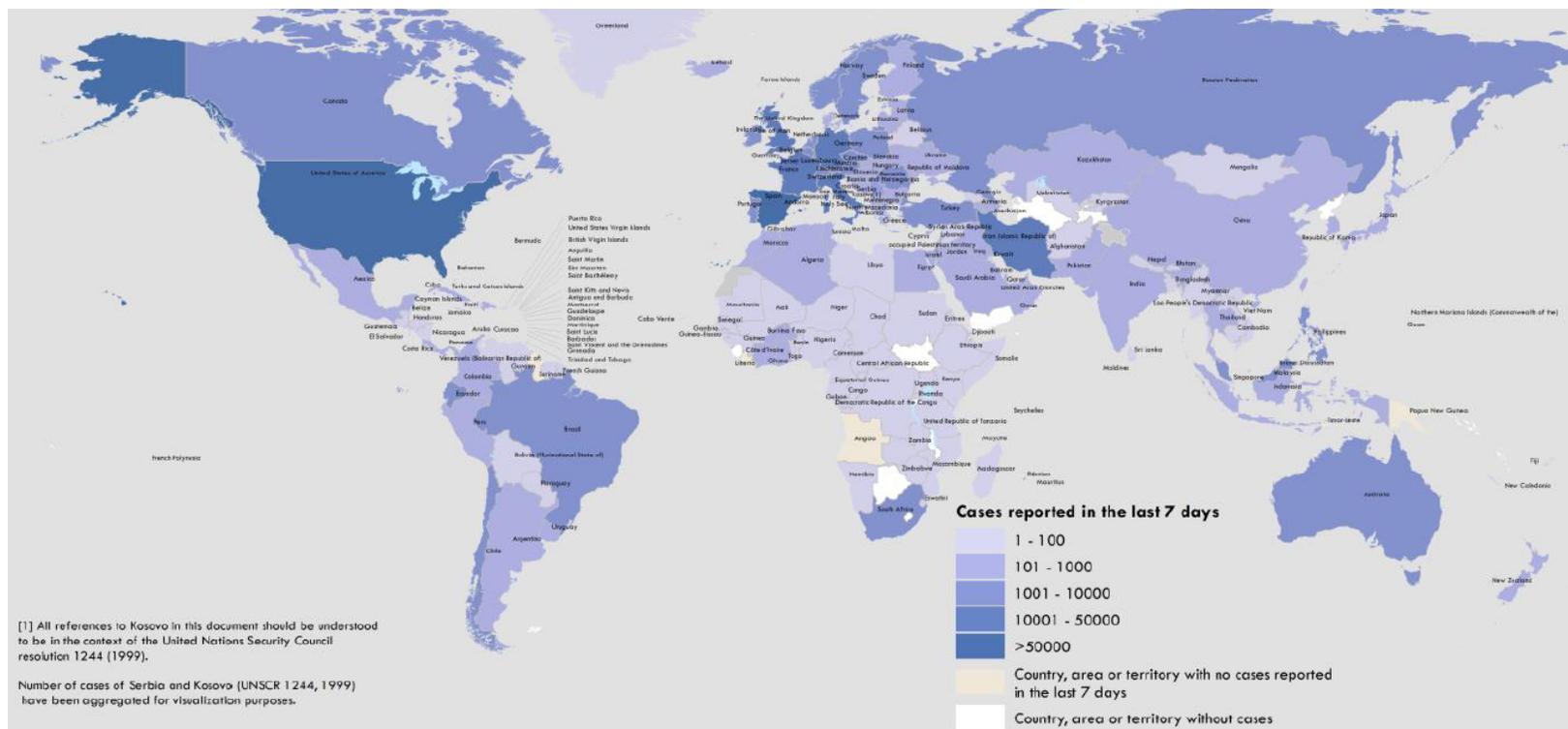
## ■ 三、短期扰动不改长期方向

- 部分必选消费受益于疫情
- 短期扰动不改长期方向
  - 医疗行业：医疗器械国产替代
  - 食品饮料：消费细分行业集中度提升
  - 科技：5G+云计算
  - 高端制造：电动汽车、光伏、工程机械



# 1.1 新冠疫情爆发，蔓延至全球

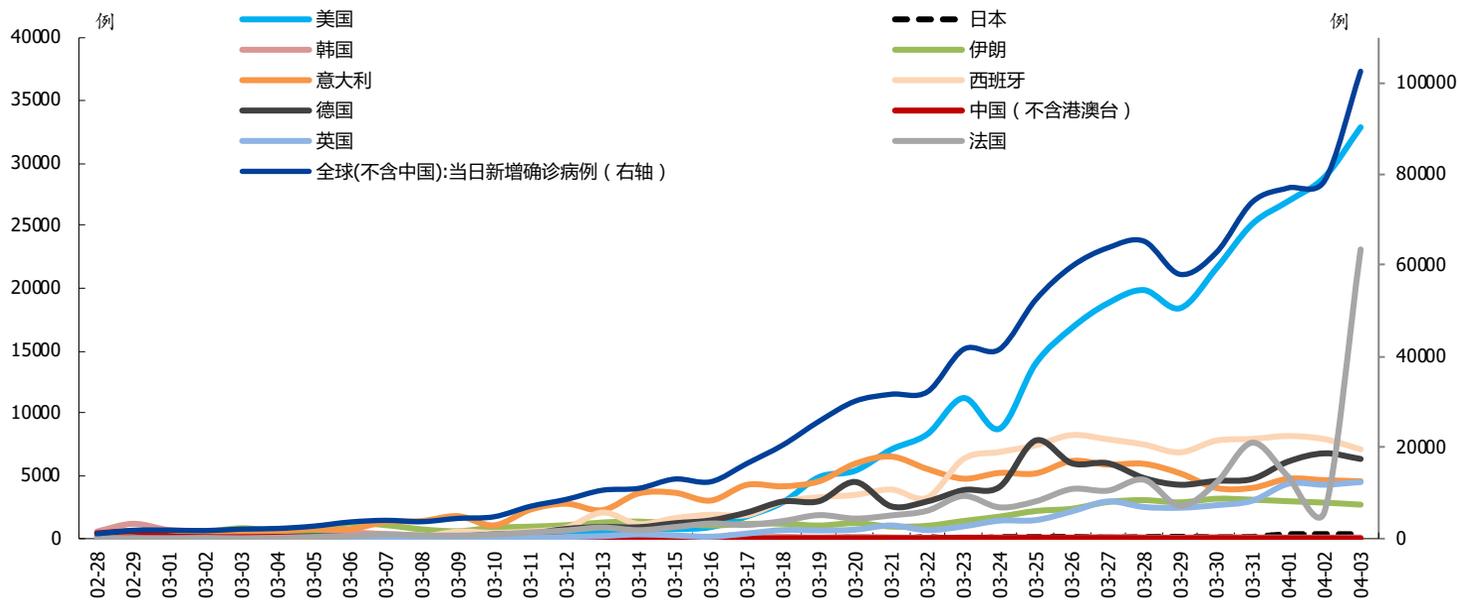
- 据美国约翰斯·霍普金斯大学公布的实时疫情数据显示，截至北京时间4月6日上午，全球新冠肺炎累计确诊病例已升至119万；累计死亡数达66206例。
- 新冠疫情已蔓延至全球绝大部分国家和地区



资料来源：约翰霍普金斯大学，WHO

# 1.1 新冠疫情爆发，蔓延至全球

- 目前美国、西班牙、意大利是全球累计确诊数最多的三个国家。其中，美国、西班牙、意大利确诊均在10万人以上。
- 截至4月6日，中国境外新冠肺炎累计确诊过万的国家增至16个



资料来源：约翰霍普金斯大学，WHO

## 1.2 全球积极应对，出台刺激政策

| 国家   | 具体内容  |
|------|---|
| 美国   | 3月3日，美联储紧急降息50个基点，将联邦基金利率的目标区间下调至1.0%-1.25%，并将金融系统的隔夜信贷产品或回购扩大至1.5万亿美元。   |
|      | 3月15日，提前降息100BP至0%-0.25%，并宣布了一项7000亿美元规模的债券购买活动，将银行贴现窗口的紧急贷款利率下调125个基点至0.25%，并将贷款期限延长至90天，将数千家银行的准备金要求降低至零。                               |
|      | 3月17日，先后启动“商业票据融资机制”（CPFF）、“一级交易商信贷机制”（PDCF），支持美国家庭和企业，为2008年来首次。   |
|      | 3月23日，无限量宽松开启，本周将每天购买750亿美元国债和500亿美元MBS，每日和定期回购利率报价利率将重设为0%。为企业债新设两个流动性工具；将很快宣布“主体街商业贷款项目”以支撑中小企业贷款。                                      |
|      | 3月25日，通过2万亿美元经济刺激法案，其中2500亿美元将用于给公民发放现金，3500亿美元将用于给小企业提供贷款，2500亿美元为因疫情失业民众提供福利，5000亿美元用于给受疫情影响严重企业、行业提供帮助，1300亿美元提供给医院，其余将提供给各州政府等。       |
| 欧洲   | 3月30日，特朗普拟推出第四轮救助方案，声称将再投资2万亿美元，用于扩大就业与重建美国基础设施，特别是宽带和5G方面。   |
|      | 3月31日，美联储宣布将推出一项临时借贷工具，允许170家外国央行和其他在纽约联储拥有账户的国际机构加入回购协议，让这些机构可以暂时将美国国债换成美元。这是美联储首次允许外国央行把持有的美国国债以回购形式换成美元。这一计划将从4月6日启动，至少持续6个月。          |
| 英国   | 3月18日，欧洲央行宣布7500亿欧元的新冠大流行资产购买计划。欧洲央行的计划包括现有资产购买项目下的所有资产类别，资产购买将进行至2020年底。   |
|      | 3月19日，宣布降息15个基点至0.1%，并一致同意将英国国债和企业债持有规模增加2000亿英镑至6450亿英镑，并扩大定期融资机制规模。   |
|      | 3月24日，英国央行宣布激活协议性定期回购便利，在3月26日-4月2日期间进行，作为常规流动性保险便利的补充；将按照评估进行协议性定期回购便利操作。  |
| 德国   | 3月24日，英国政府新公布了两项救市计划：针对中小企业的0利率贷款计划和针对大型企业的英国金融银行计划（a Bank of England finance option）其中0利率贷款计划规定：对于年营业额低于4500万英镑的企业，可以申请贷款0利率额度最高为500万英镑。 |
|      | 3月23日，公布了规模高达7500亿欧元的一系列救助计划  |
| 加拿大  | 3月25日，德国议会授予政府紧急状态权利，允许无限制发债。德国议会同意暂停“债务刹车（上限）”，以执行史无前例的援助措施。这将一举触动德国十余年来维持的两大财政限制——“黑零”和“债务刹车”。  |
|      | 3月18日，政府将投入820亿加元（约合560亿美元）保障加拿大民生和维护经济稳定。  |
| 日本   | 3月25日，国会众议院通过了总额为1070亿加元（约5243亿元人民币）的疫情救助计划——占GDP的3%。   |
|      | 3月16日，利率-0.1%不变，并加大刺激力度，将ETF目标购买量提高一倍至12万亿日元（1120亿美元）。  |
|      | 3月19日，购入2016亿日元ETF，创记录新高。宣布计划外国债购买，提供3000亿日元。计划外操作放款2万亿日元用于购买证券等。   |
|      | 3月23日，再次买入2016亿日元ETF。暗示将再购买8000亿日元日本国债。从3月27日起购买2000亿日元的企业债。  |
| 韩国   | 3月28日，将尽快通过额外预算案；计划官方批准法匹拉韦药物，增加产量；将向私营企业提供无息贷款，派发现金以维持民众生活   |
|      | 3月30日，购买2016亿日元的ETF，为第四次触及最大购买纪录；日本执政党提议制订规模达60万亿日元的刺激计划  |
| 澳大利亚 | 3月19日，承诺向小企业提供50万亿韩元（390亿美元）的紧急经济措施。此前采取了降息、增加11.7万亿韩元（合91.2亿美元）预算和增加美元供应等  |
| 全球多国 | 3月23日，公布了800亿澳元的疫情救助计划。澳洲政府和中央银行已经累计释放了高达1890亿元澳元的救助计划，占澳洲GDP的9.7%，主要用于支持中小企业、医疗部门及失业工人、学生等。  |
| G20  | 3月12日起，韩国、西班牙、意大利、英国、韩国、土耳其等多个国家宣布禁止做空措施。   |
|      | 疫情以来，全球30多个国家开始降息。  |
|      | 3月26日，历史首次视频会议，向全球经济注入超过5万亿美元资金。  |
|      | 3月31日，G20视频会议同意尽快制定《G20应对新冠肺炎行动计划》  |

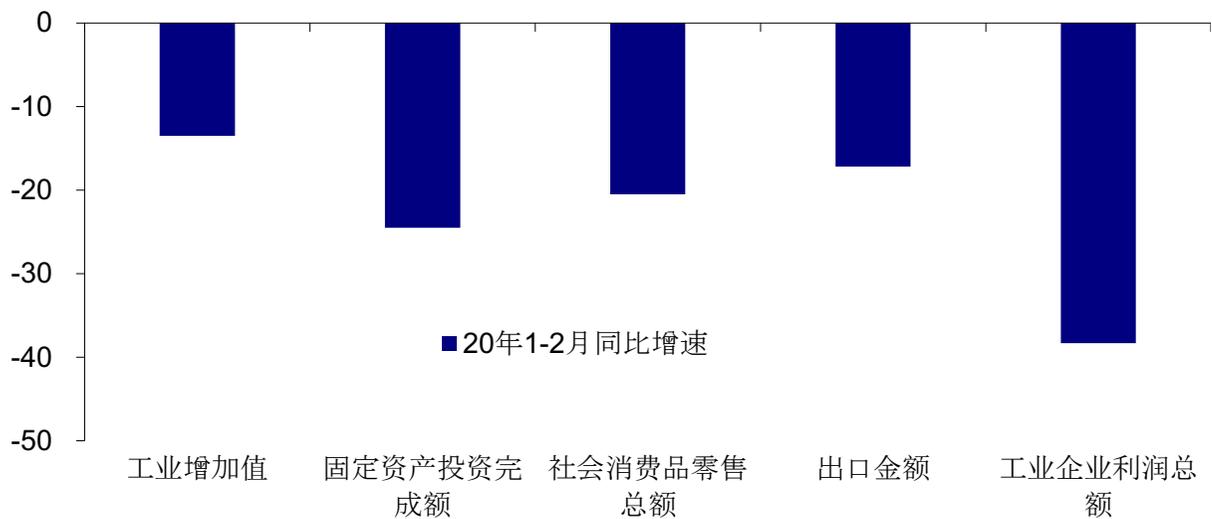
## 1.2 全球积极应对，出台刺激政策

| G20国家 | 2020年财政刺激规模（含计划） | 2019年GDP   | 财政刺激/GDP | 目前进展  |
|-------|------------------|------------|----------|---|
| 德国    | 7500亿欧元          | 34357亿欧元   | 21.83%   | 27日德国联邦参议院当地时间审议通过  |
| 法国    | 3000亿欧元          | 24189亿欧元   | 12.40%   | 欧盟已在“新型国家援助临时框架”下批准法国大规模经济计划                                |
| 日本    | 56万亿日元           | 553万亿日元    | 10.11%   | 考虑中，最早将在4月批准补充预算  |
| 澳大利亚  | 1887亿澳元          | 19948亿澳元   | 9.46%    | 包括12日宣布176亿澳元一揽子方案、19日澳政府和央行向金融体系注资1050亿澳元和22日宣布的661亿澳元刺激方案 |
| 美国    | 2万亿美元            | 21万亿美元     | 9.33%    | 27日特朗普正式签署与生效   |
| 韩国    | 100万亿韩元          | 1988万亿韩元   | 5.03%    | 24日召开第二次紧急经济会议援助资金规模翻倍                                      |
| 沙特    | 1200亿里亚尔         | 26390亿里亚尔  | 4.55%    | 20日宣布刺激措施以支持受到新冠肺炎和石油危机的双重打击而大幅降低的油价                        |
| 加拿大   | 950亿加元           | 23038亿加元   | 4.12%    | 加拿大财长莫诺表示总值950亿加元的措施包括延期支付                                  |
| 意大利   | 远超500亿欧元         | 17876亿欧元   | 2.80%    | 意大利财长宣布会在4月16日前公布新的刺激措施；意大利总理表态刺激计划将远超500亿欧元                |
| 土耳其   | 1000亿土耳其里拉       | 42803亿里拉   | 2.34%    | 18日土耳其总统宣布一揽子刺激计划   |
| 巴西    | 1500亿雷亚尔         | 72569亿雷亚尔  | 2.07%    | 巴西下议院议长认为巴西需要3000-4000亿雷亚尔的资金以应对新冠肺炎危机                      |
| 英国    | 300亿英镑           | 22100亿英镑   | 1.36%    | 惠誉预计英国财政应对方案指出将占2020年4.4%                                   |
| 印度    | 1.7万亿卢比          | 200万亿卢比    | 0.85%    | 财政部长在26日宣布计划  |
| 印尼    | 130.3万亿印尼盾       | 15833万亿印尼盾 | 0.82%    | 至13日印尼已经宣布两轮刺激方案  |
| 南非    | 300亿南非兰特         | 50732亿南非兰特 | 0.59%    | 推出300亿南非兰特失业基金  |
| 中国    | 11210亿人民币（仅财政领域） | 99万亿人民币    | 1.13%    | 耿爽在27日表示疫情以来各级财政已安排疫情防控资金超过1210亿人民币，并将在今年新增减税降费1万亿人民币       |

资料来源：互联网、东方基金

## 1.3 国内经济数据全面下滑

- 在1-2月各项主要经济数据全面下滑



资料来源：Wind

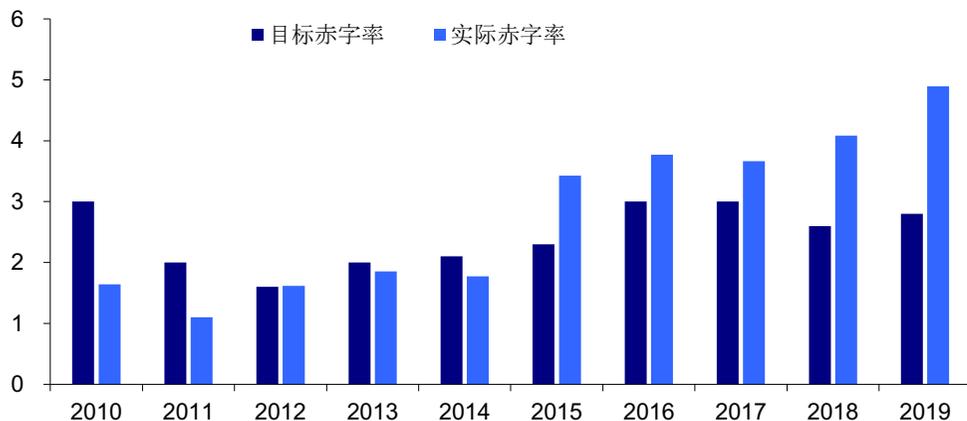
# 1.4 政治局会议定调

|       | 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   | 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。 <b>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。</b> | 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； <b>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</b>   | 上半年经济运行延续了总体平稳、 <b>稳中有进</b> ；面临新的风险挑战，国内经济 <b>下行压力加大</b> ； <b>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。</b> |
| 财政    | <b>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规模</b>  | <b>积极的财政政策，要大力提质增效。</b> 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； <b>引导贷款市场利率下行</b> ，保持流动性合理充裕   | <b>稳健的货币政策要灵活适度</b> ，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    | <b>加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需</b>   | <b>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</b>   | <b>稳定制造业投资</b>   |
| 房地产   | <b>未提</b>  | <b>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。</b>                             | 坚持房住不炒，落实房地产长效机制， <b>不将房地产作为短期刺激经济的手段。</b>   |
| 基建    | <b>增加地方政府专项债券规模</b>  | <b>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</b>   | 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    | 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  | <b>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</b> | 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   | <b>坚决打好三大攻坚战</b>   | <b>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</b>  | 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。  |
| 供给侧   | 深化供给侧结构性改革   | 把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程；坚持以供给侧结构性改革为主线；加快农业供给侧结构性改革   | 深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平；加快“僵尸企业”出清； <b>推进金融供给侧结构性改革；压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。</b>                    |
| 消费/内需 | <b>要加快释放国内市场需求，有序推动各类商场、市场复工复产，生活服务业正常经营。要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体店消费，保持线上新型消费热度不减。</b>  | <b>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</b>   | <b>深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求；有效启动农村市场；提升城市群功能。</b>   |
| 民生    | ①疫情防控相关措施；② <b>后半部分专项布置脱贫工作</b> ；③抓好农业生产和重要副食品保供稳价   | 要确保脱贫攻坚任务如期全面完成；要打好污染防治攻坚战，坚持方向不变、力度不减；要稳定就业总量，改善就业结构；加快推进养老保险全国统筹  | 实施好就业优先政策，保障市场供应和物价基本稳定。巩固拓展脱贫成果。  |
| 对外开放  | 要加强国际经贸合作，加快国际物流供应链体系建设，保障国际货运畅通   | <b>加强外商投资促进和保护，继续缩减外商投资负面清单。引导企业开拓多元化出口市场。要降低关税总水平。发挥好自贸试验区改革开放试验田作用</b>  | 加大对外开放，加紧落实一系列重大开放举措   |

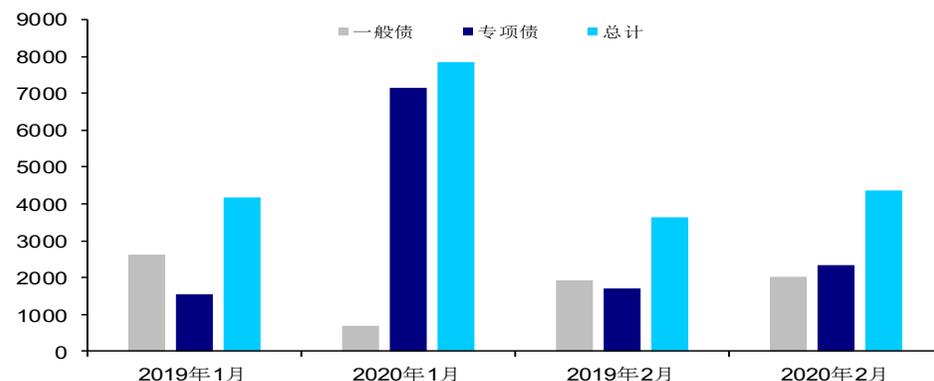
资料来源：天风证券、东方基金

## 1.4.1 财政三管齐下，更加积极有为

- 一是适当提高财政赤字率。我们在此前的报告《复工复产的路线图》中曾指出，“20年财政赤字率目标或不低于3%，实际赤字率或继续抬升”。我们预计20年财政赤字率有望升至3.5%。考虑到19年GDP为99.1万亿元，若以7%的名义GDP增速估算，赤字率从2.8%提升至3.5%，可以增加约7500亿元的财政赤字
- 其二是发行特别国债。财政部曾在98年发行2700亿元特别国债，用于补充四大行资本金；在07年发行1.55万亿元特别国债，用于注资成立中投公司。我们预计20年财政部发行特别国债规模或不低于1万亿元
- 其三是增加地方政府专项债券规模。与往年相比，20年财政部下达提前批专项债的时间更早、额度更多，截至3月19日，共发行专项债10134亿元，占提前下达专项债额度的78.6%。我们预计20年地方专项债规模或从2.15万亿增至3万亿以上



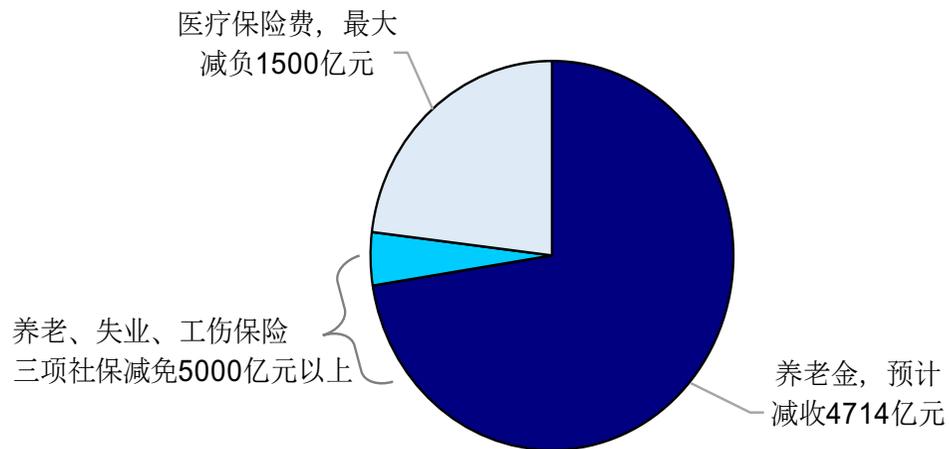
资料来源：Wind



资料来源：Wind

## 1.4.2 减税降费

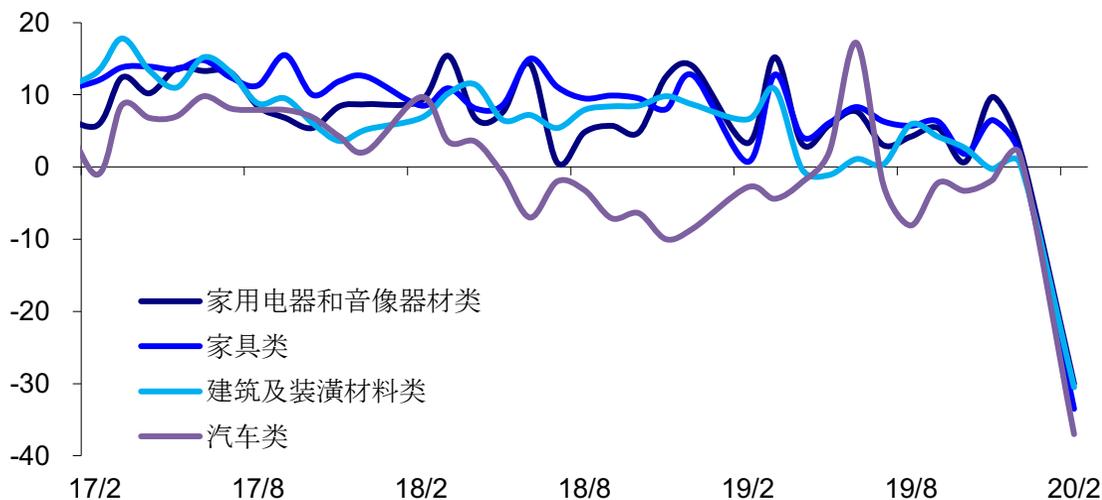
- “要落实好各项减税降费政策”
- 企业减免三项社保费用和职工基本医疗保险费合计6500亿元，小规模纳税人减免增值税1000亿元。我们预计，未来不排除减税降费政策从6月份延长到年底。



资料来源：Wind

## 1.4.3 提振可选消费

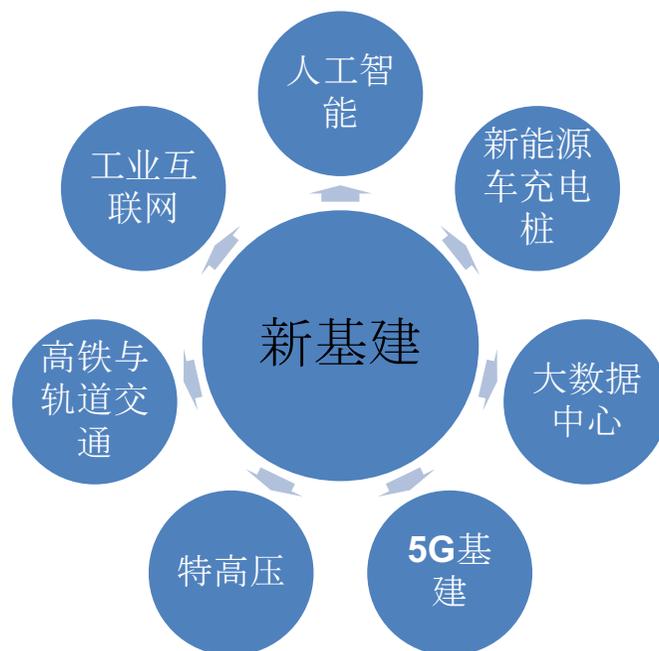
- “扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费”
- 1-2月消费增速大幅下滑，而以汽车、家电、家具、建材为代表的可选消费是主要拖累。但考虑到中国城市化率趋势未变，消费升级的趋势也未变，货币增速和房价稳定，因而居民的可选消费增长趋势未变，只是因为疫情短期搁置了消费
- 我们预计，未来有望通过消费补贴、重启小排量汽车购置税减免、家电补贴等政策提振可选消费



资料来源：Wind

## 1.4.4 加强基础设施建设

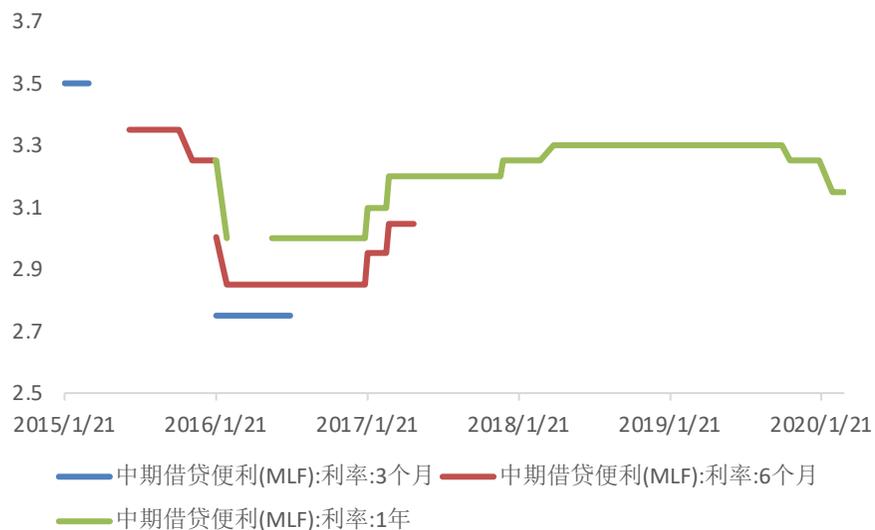
- 包括补足公共卫生的短板，建设一批公共卫生设施等
- 符合未来发展方向的新基建，具体包括人工智能、新能源汽车充电桩、大数据中心、5G基建、特高压、高铁与轨道交通、工业互联网等领域。



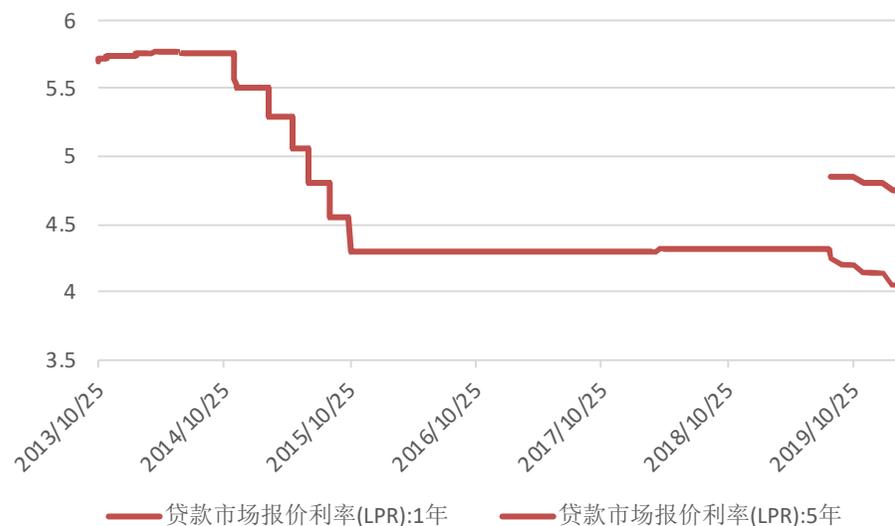
资料来源：Wind

## 1.4.5 引导利率下行，疏通传导机制

- 2月底会议指出，要“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”。而本次会议在此基础上，进一步提出，要“引导贷款市场利率下行”，“保持流动性合理充裕”，以及“疏通传导机制”
- 一方面，“引导贷款市场利率下行”意味着未来LPR仍有下行空间。另一方面，“疏通传导机制”也意味着融资成本下行不能仅依靠下调MLF来解决，也需要商业银行降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利。



资料来源：wind、东方基金



资料来源：wind、东方基金

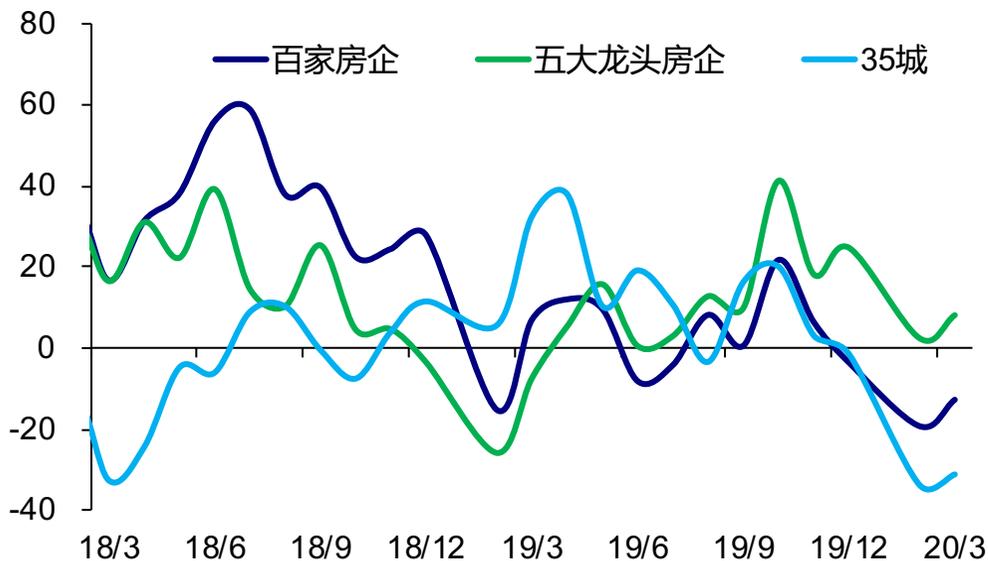
## 1.4.6 各级政府部门积极行动

| 时间    | 具体内容   |
|-------|--|
| 3月2日  | 银保监会：2020年1月25日至6月30日期间，如果中小微企业受疫情影响不能按时还本付息，可以向银行提出延期申请   |
| 3月4日  | 政治局常委会，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要在扩大对外开放中推动复工复产，努力做好稳外贸、稳外资工作。   |
| 3月4日  | 国务院常务会议，支持交通运输、快递等物流业纾解困难加快恢复发展措施，加大减税降费力度.财政“三保”：3月1日至6月底，在已核定的各地当年留用比例基础上统一提高5个百分点，新增留用约1100亿元资金，全部留给县级使用。3月纳税申报截止日期，从3月16日延至3月23日 |
| 3月10日 | 海关总署从减免滞报金和滞纳金等四个方面推出新措施，进一步降低通关成本   |
| 3月12日 | 国务院印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准   |
| 3月13日 | 国家发展改革委、中宣部、财政部、商务部等23部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》  |
| 3月13日 | 3月16日实施普惠金融定向降准0.5至1个百分点。对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点。共释放长期资金5500亿元。  |
| 3月19日 | 工信部发布支持中小企业应对新冠肺炎疫情指引，设立3000亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点保障企业提供优惠贷款，中央财政按企业实际获得贷款利率的50%进行贴息  |
| 3月21日 | 科技部印发《关于科技创新支撑复工复产和经济平稳运行的若干措施》的通知   |
| 3月21日 | 国务院印发《关于应对疫情影响强化稳就业举措实施意见》，做好“六稳”工作  |
| 3月26日 | 商务部鼓励各地结合本地实际情况，出台促进新能源汽车消费、开展汽车以旧换新等措施，进一步稳定和扩大汽车消费。  |
| 3月27日 | 政治局会议表示，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，稳健的货币政策要更加灵活适度，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；落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用                  |
| 3月30日 | 央行开展500亿元7天期逆回购操作，中标利率2.20%，较上次下调20BP，加大逆周期调节力度  |
| 3月31日 | 国务院常务会议增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元，进一步实施对中小银行的定向降准等。确定三大举措促进汽车消费。要进一步增加地方政府专项债规模   |

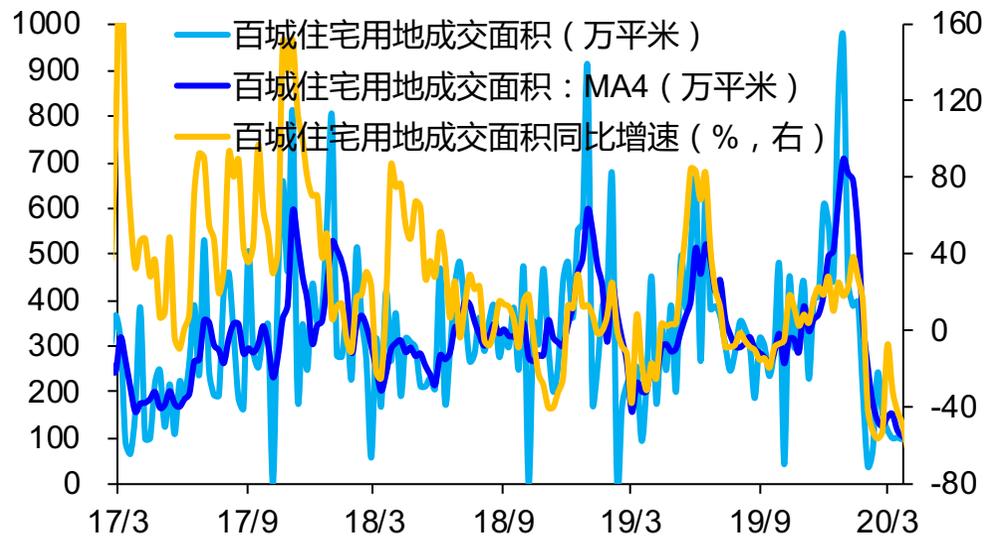
资料来源：wind、东方基金

## 1.5 地产下滑明显

- 3月各口径下，地产销量增速均现反弹。从35城地产销量来看，一二线销量低位稳定，三四线销量明显反弹
- 一方面，随着国内疫情逐渐得到控制，经济秩序也有所恢复
- 另一方面，3月房贷利率继续回落。受一二线销售依然低迷影响，上周十大城市商品房库销比仍处10年以来同期高位。3月百城土地成交面积降幅扩大，土地市场仍冷清



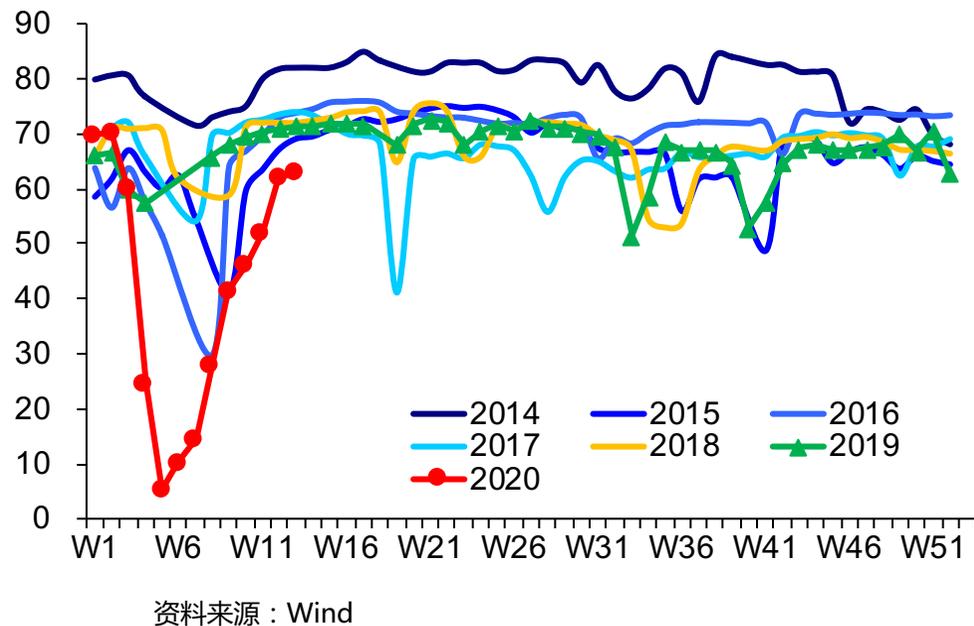
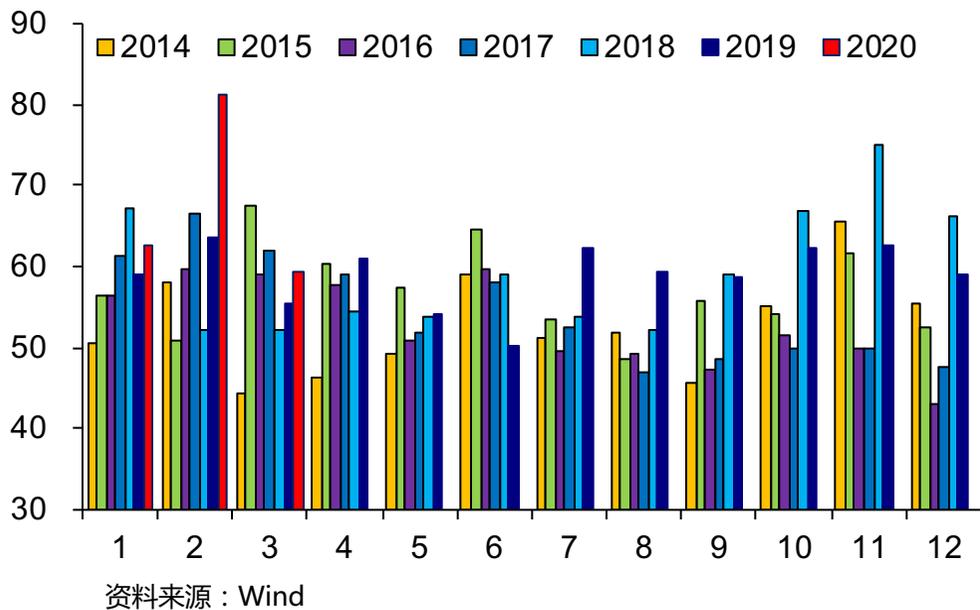
资料来源：Wind



资料来源：Wind

## 1.5 汽车行业供需两弱

- 1-2月汽车行业供需两弱，汽车制造业营收增速大幅下滑转负。而随着复工复产的推进，以及内需的缓慢修复，汽车行业景气也有所回暖
- 一方面，上周半钢胎开工率继续回升，同比降幅也继续收窄，指向生产持续改善
- 另一方面，3月经销商库存预警指数大幅回落，并降至历年同期中等水平，指向库存压力略缓解

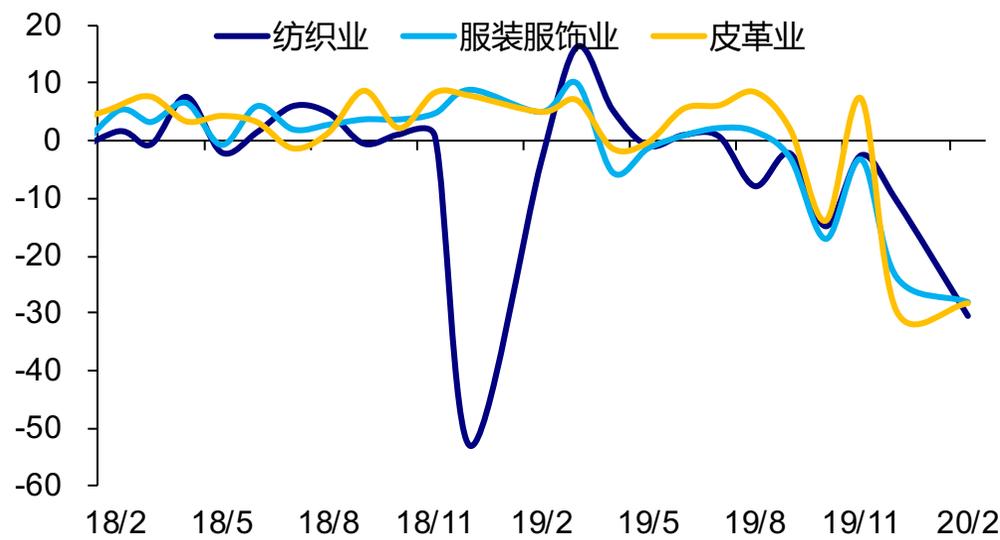


## 1.5 纺织服装需求不足

- 疫情防控导致人们居家“限足”，使得装扮类需求明显放缓，1-2月纺织服装各子行业营业收入增速涨少跌多，其中纺织业和服装服饰业收入增速降幅双双扩大，而皮革业营收增速虽有微升，但仍处低位
- 柯桥纺织价格指数和328级棉花价格指数双双下行，指向行业需求依然偏弱



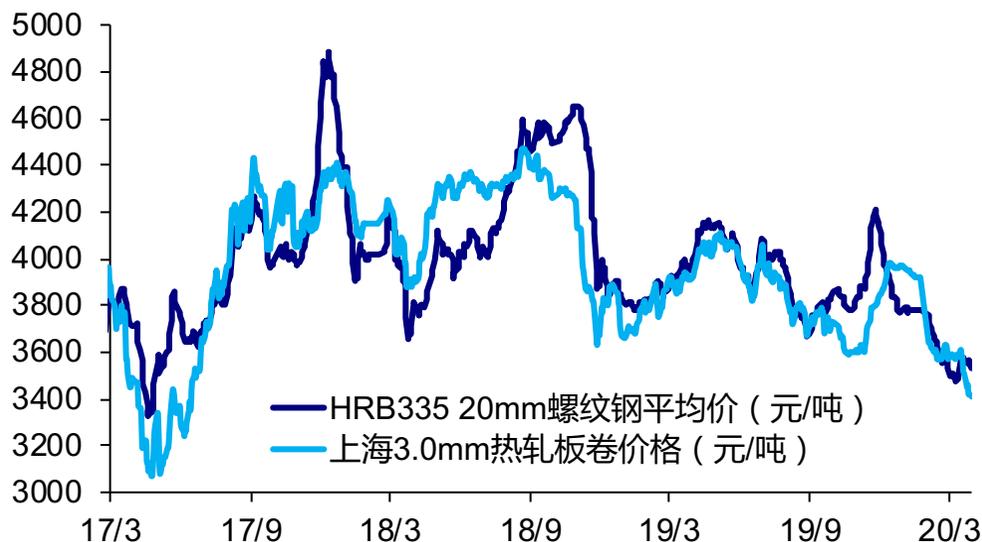
资料来源：Wind



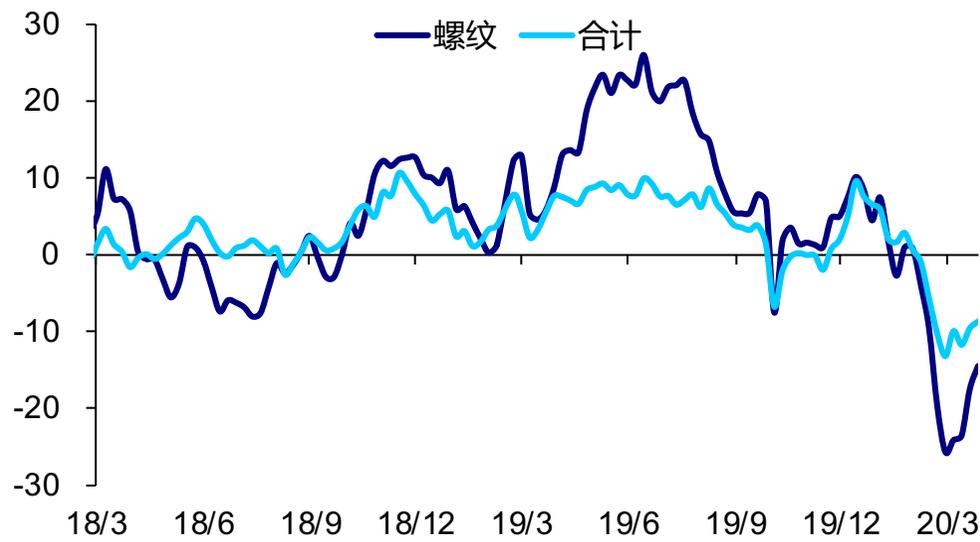
资料来源：Wind

## 1.5 中游钢材略有好转

- 钢价螺纹、热板双双回落，受原材料价格下行影响，吨钢毛利螺纹升热板降
- 整体看，行业供需格局有所好转。一方面，上周样本钢厂钢材产量降幅收窄，全国高炉开工率继续上行，均指向生产持续恢复。另一方面，上周钢材社会库存和样本钢厂库存双双去化，反映需求端也有所改善



资料来源：Wind



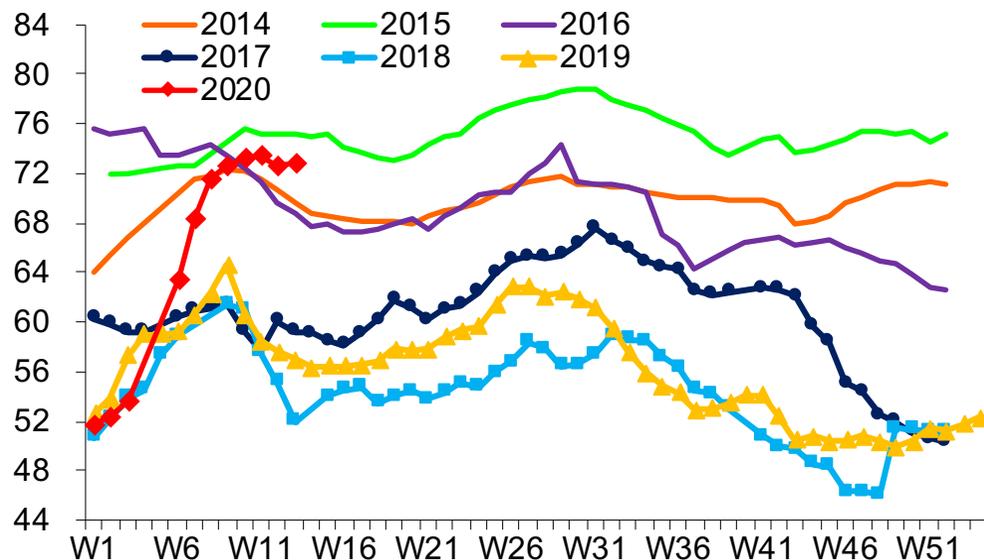
资料来源：Wind

## 1.5 中游水泥价格持续下行

- 全国水泥市场均价继续下行，环比跌幅收窄，而水泥企业库容比有所回升。
- 临近3月底，南方部分地区受阶段性降雨影响，需求尚未完全恢复到正常水平，企业发货普遍保持在8-9成，北方地区水泥需求逐步恢复，企业发货在3-7成不等。分区域来看，西南地区水泥价格大稳小动，而西北、华北、华东、中南地区水泥价格均有下调。



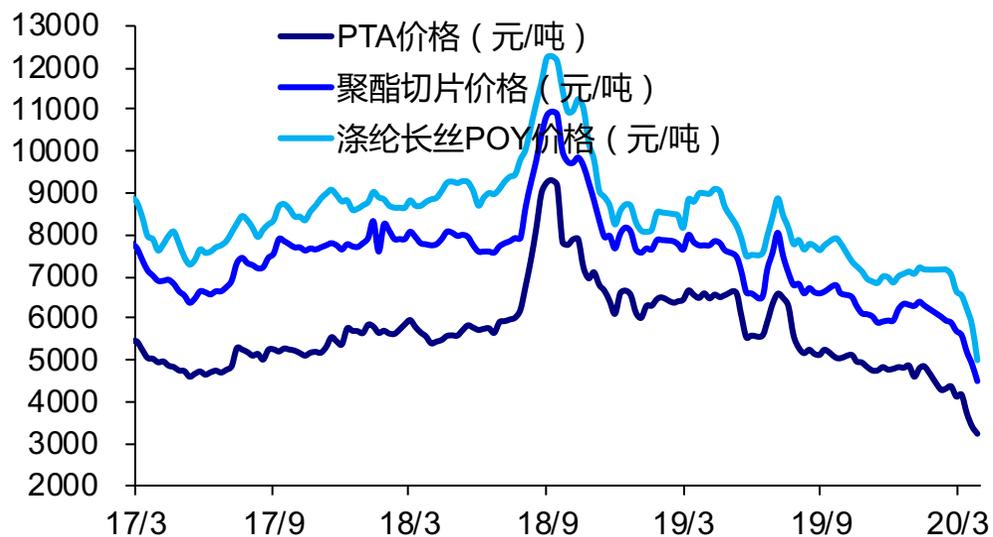
资料来源：Wind



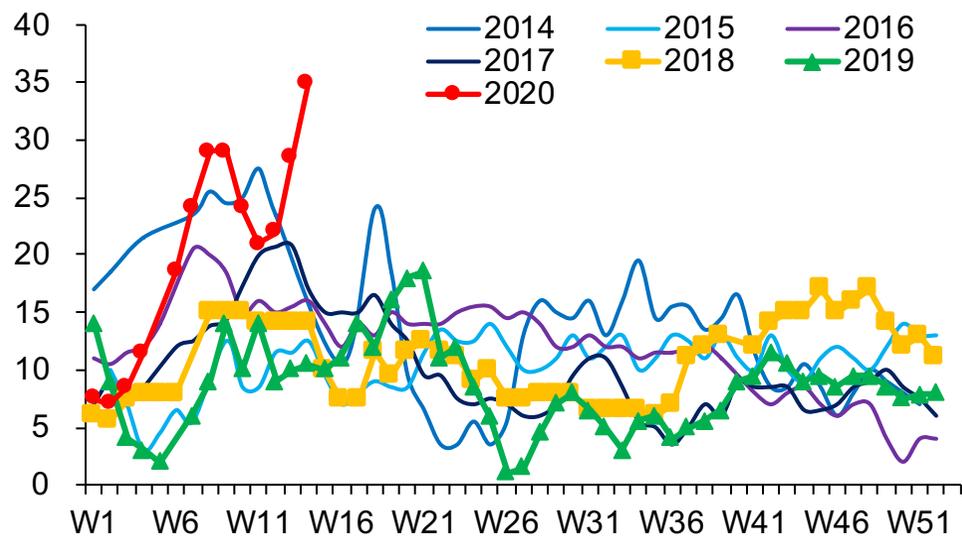
资料来源：Wind

## 1.5 中游化工景气度较差

- 上游原油价格疲弱而下游织造需求尚未复苏，使得上周PTA产业链产品价格普遍下滑，其中PTA、聚酯切片、涤纶POY价格均降。上周PTA产业链负荷率涨跌平互现。需求相对弱于生产，使得库存水平再度走高，上周涤纶POY库存天数逆势回升，创14年以来同期新高



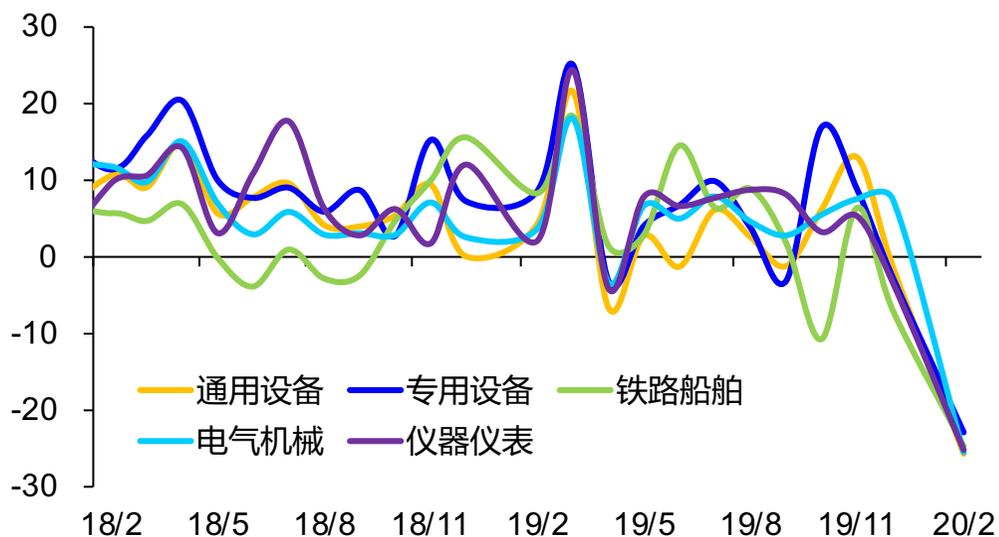
资料来源：Wind



资料来源：Wind

## 1.5 中游机械景气度较差

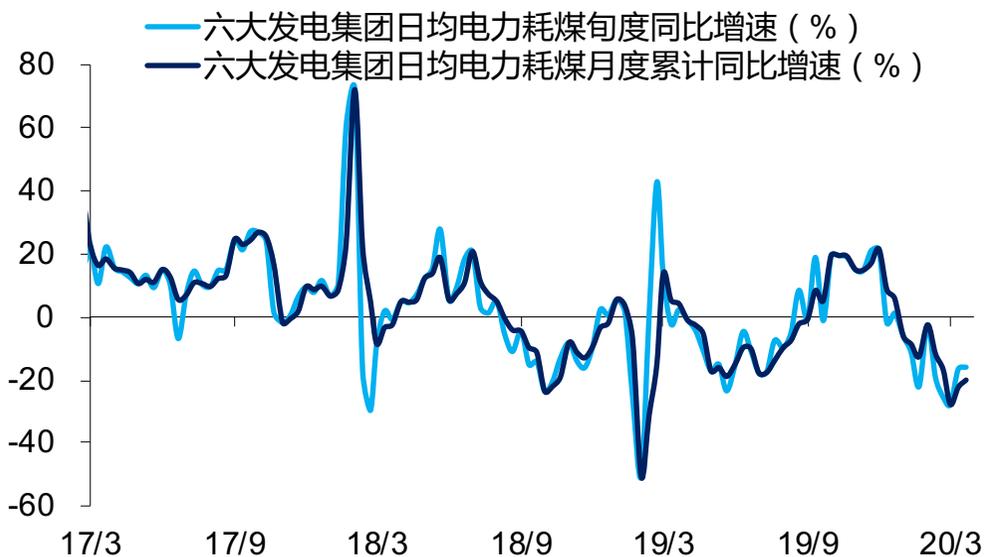
- 1-2月机械各子行业营收增速普遍回落，其中电气机械由正转负，而通用设备、专用设备、铁路船舶和仪器仪表增速跌幅均有明显扩大。
- 受新型肺炎疫情冲击，节后复工进度较往年同期偏慢，使得机械行业需求短期受阻，营收增速普遍走低。



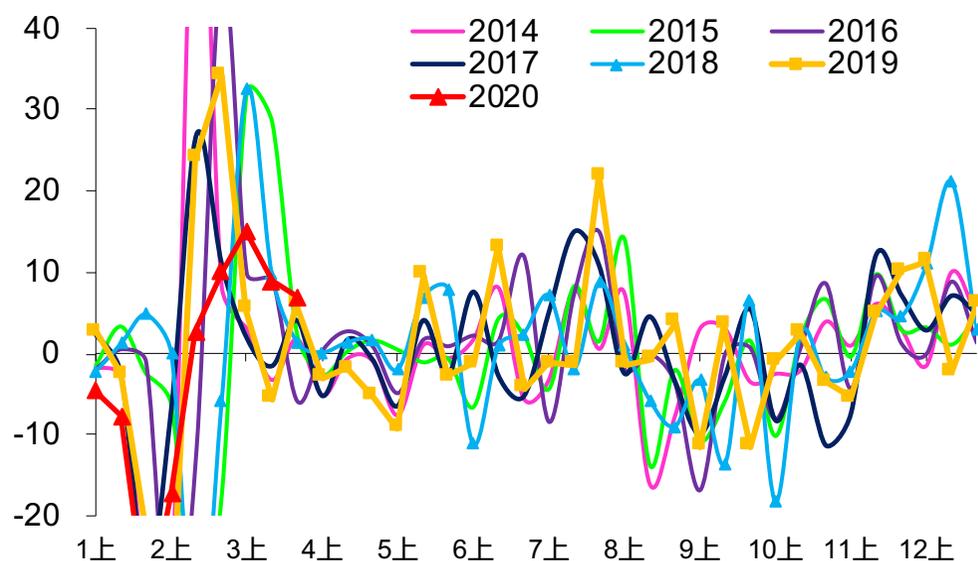
资料来源：Wind

## 1.5 中游电力有所恢复

- 3月六大集团发电耗煤同比增速逐旬回升，但因基数较高，3月降幅仍较1-2月扩大。而3月各旬发电耗煤环比增速均明显高于历年同期均值，印证粗钢产量增速回升，
- 汽车、钢铁等主要行业开工率持续上行，指向3月以来工业生产有所改善。



资料来源：Wind



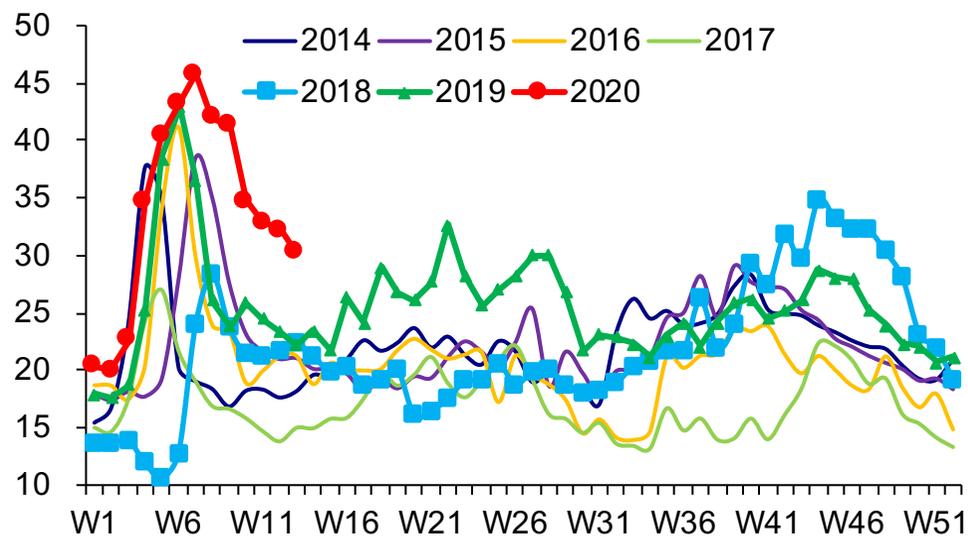
资料来源：Wind

## 1.5 中游电力有所恢复

- 煤炭价格有平有降，其中动力煤、秦皇岛港煤价格均有回落，而焦煤和无烟煤价格双双持平。
- 3月以来六大集团发电耗煤增速逐旬回升，电厂煤炭库存延续季节性回落，但仍处14年以来同期新高，上周电厂煤炭库存天数降至30.2天。
- 上周秦皇岛港口煤炭库存回升。



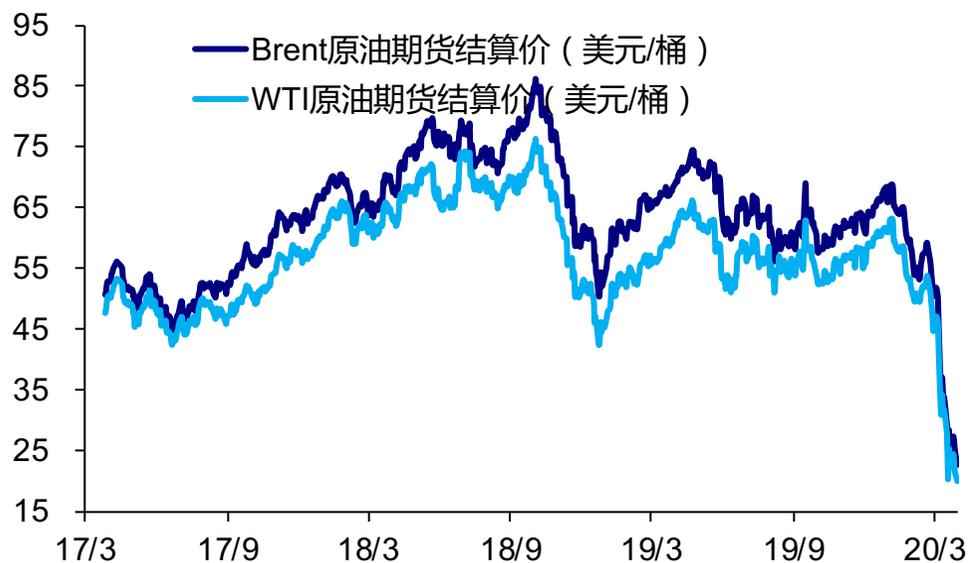
资料来源：Wind



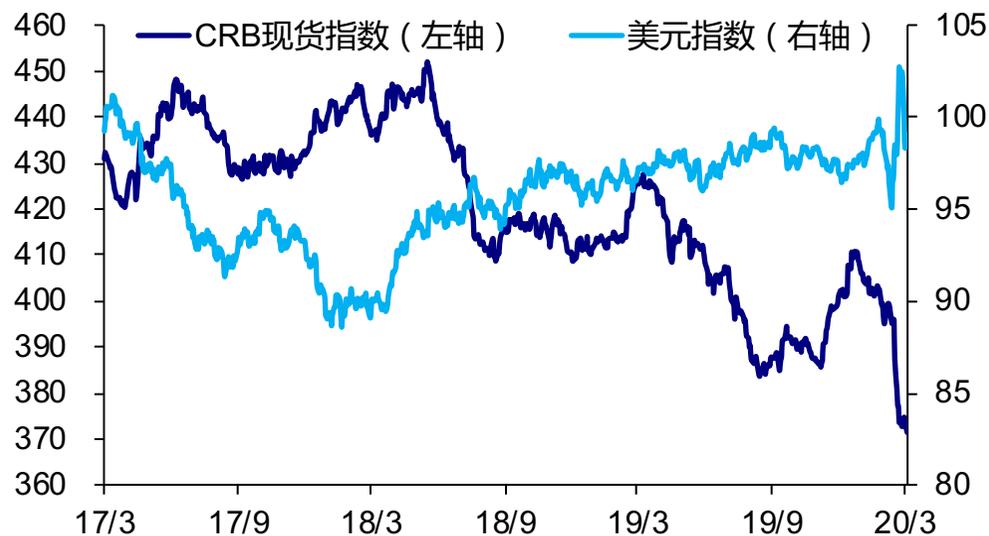
资料来源：Wind

## 1.5 中游电力有所恢复

- OPEC+成员国从4月1日起可不受限制产油，随着全球各国开始采取防范措施以遏制新冠病毒的迅速蔓延，原油需求将有进一步减少，上周原油均价回落。
- 上周CRB指数均值下滑。美国公布的首次申请失业救济人数创历史新高，是2008年金融危机时期峰值的4.9倍，上周美元指数均值走低。



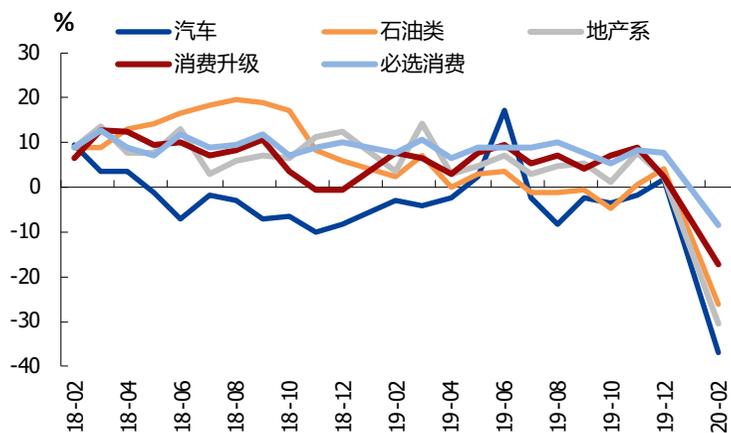
资料来源：Wind



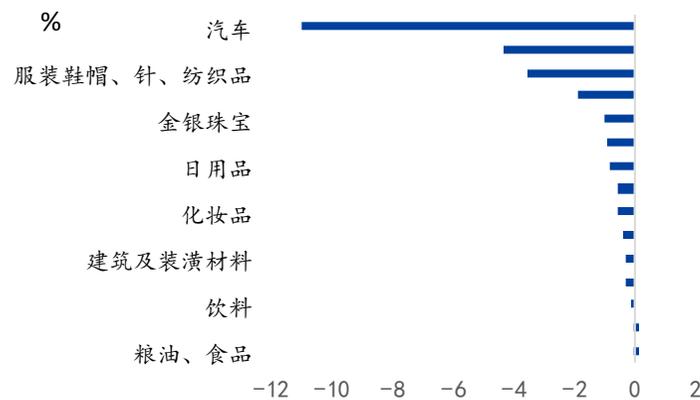
资料来源：Wind

## 1.5 下游需求下滑

- 1-2月社零增速大幅回落，汽车石油拖累最大。
- 1-2月名义、实际社零累计增速分别为-20.5%、-23.7%，分别较2019年全年下降28.5、29.7个百分点。
- 结构看，必选消费增速下滑较少，可选消费普遍下滑较多，其中汽车、石油消费增速分别回落38.8、30.2个百分点，是社零增速的最大拖累。



资料来源：Wind



资料来源：Wind

# 要点

## ■ 一、疫情爆发，经济下行，全球积极应对，中观景气度较差

- 新冠疫情全球爆发，全球经济下滑，全球积极应对
- 政治局会议定调，多项举措提振经济
- 中观景气度较差

## ■ 二、二季度风格更均衡，需警惕盈利下修

- A股估值处于历史较低位置
- 市场风格更均衡
- 流动性充足，资金积极流入权益市场
- 疫情对经济冲击风险并未完全预期，盈利仍有下修空间
- 大类资产比较，权益资产中期占优

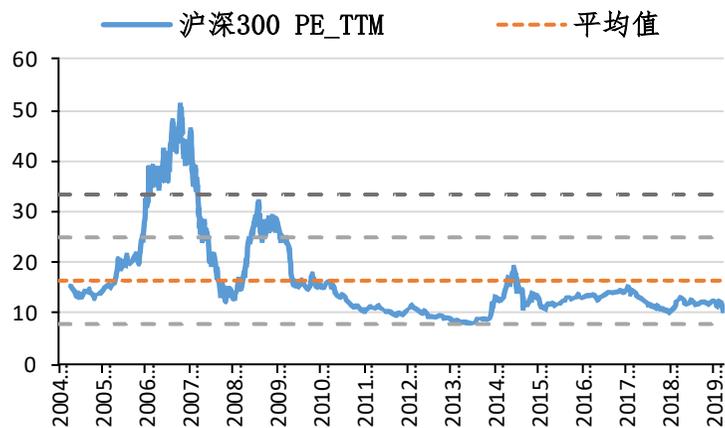
## ■ 三、短期扰动不改长期方向

- 部分必选消费受益于疫情
- 短期扰动不改长期方向
  - 医疗行业：医疗器械国产替代
  - 食品饮料：消费细分行业集中度提升
  - 科技：5G+云计算
  - 高端制造：电动汽车、光伏、工程机械



## 2.1 A股估值处于较低位置

- 沪深300 : PE : 11.1倍(历史分位20%), 均值 : 16.5倍,  $\pm 1SD$  : 7.9/25.0倍
- 全部A股 : PE : 16.0倍(历史分位28%), 均值 : 21.7倍,  $\pm 1SD$  : 12.3/31.1倍



资料来源 : Wind



资料来源 : Wind

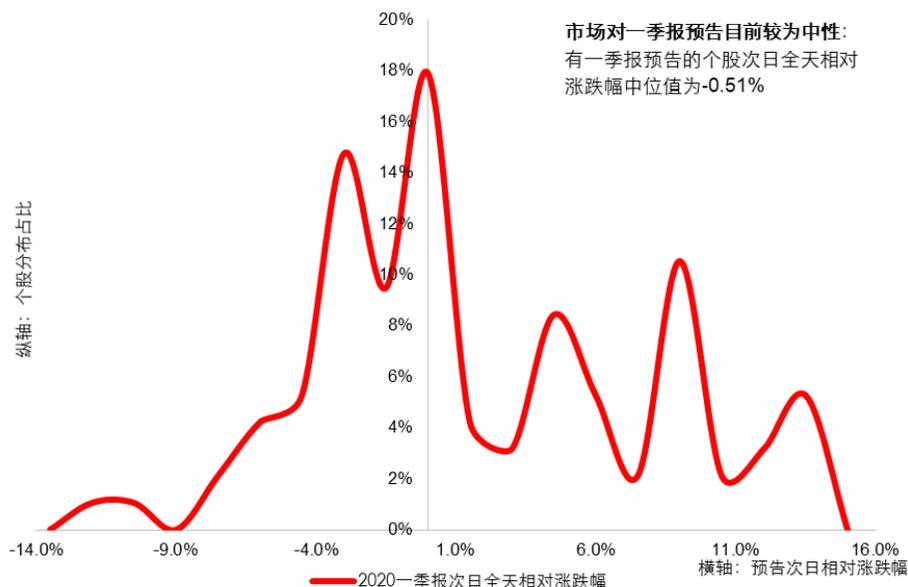
## 2.2 成长回撤，消费回升、周期平稳

- 我们以计算机、通信以及电子三个行业的加权估值作为成长的代表；以食品饮料以及家电的加权估值作为消费的代表；以钢铁、采掘、建筑和建材的加权估值作为周期的代表
- 消费相对周期的PE比值为2.58，较上月小幅提升，远高于2012年至今均值的正一倍标准差（相对PE均值为1.25，+1倍标准差为1.88，-1倍标准为位0.61）
- 成长相对周期的PE比值为4.37，较上月大幅回落，仍远高于2012年至今均值的正一倍标准差（相对PE均值为2.46，+1倍标准差为3.28，-1倍标准为位1.65）
- 成长相对消费的PE比值为1.69，较上月大幅回落（相对PE均值为2.23，+1倍标准差为2.89，-1倍标准为位1.56）

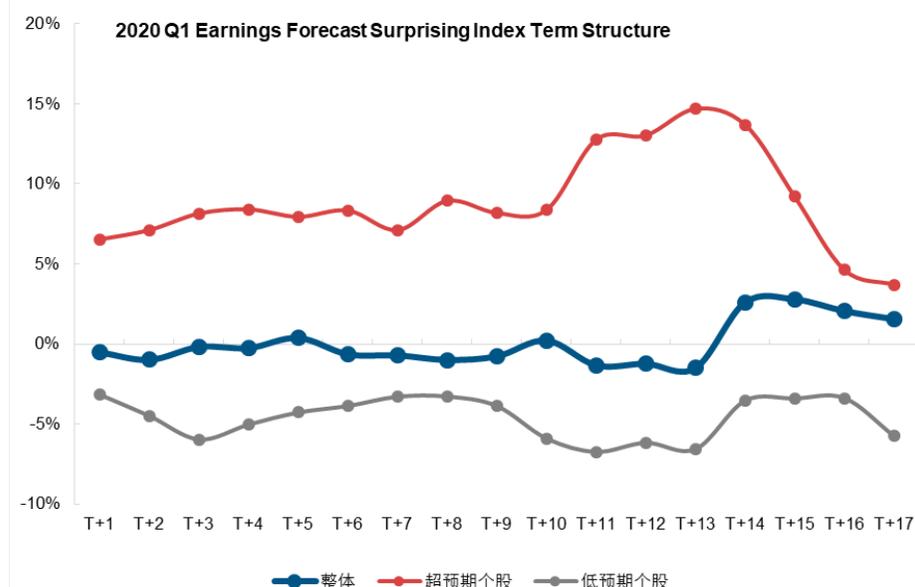


## 2.3 进入季报密集期，市场需要消化负面影响

- 一季报密集披露，目前市场对已披露季报的态度较为中性，仍未充分消化海内外宏观环境对盈利的影响
- 3月底至4月中上旬是一季报集中消化期，从我们的跟踪指标来看，市场目前对一季报的态度较为中性。可能来自两个原因：1) 核心公司一季报预告披露率较低；2) 此前已经price in。但无论如何，目前的一季报暂未对市场走势构成超预期的负面影响，后续仍需警惕



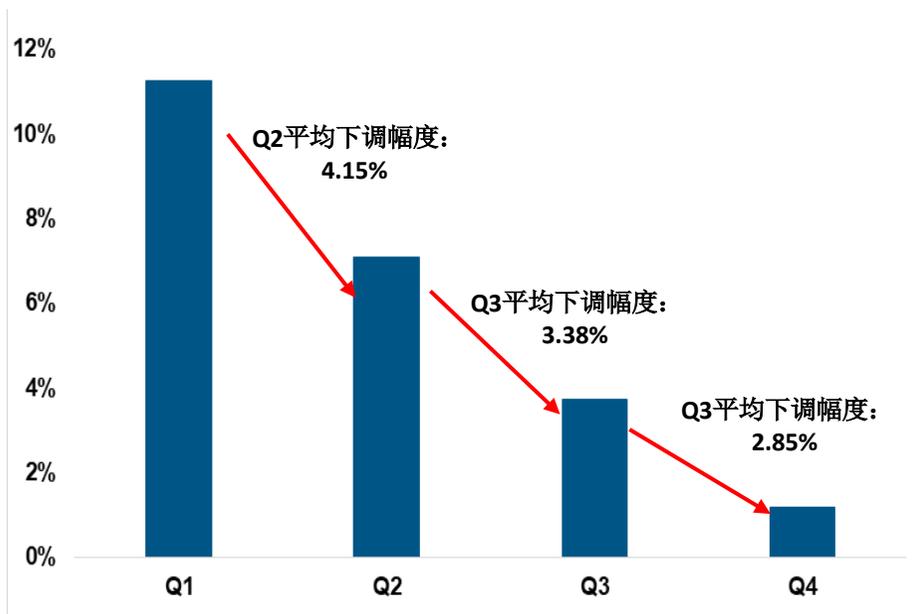
资料来源：Wind



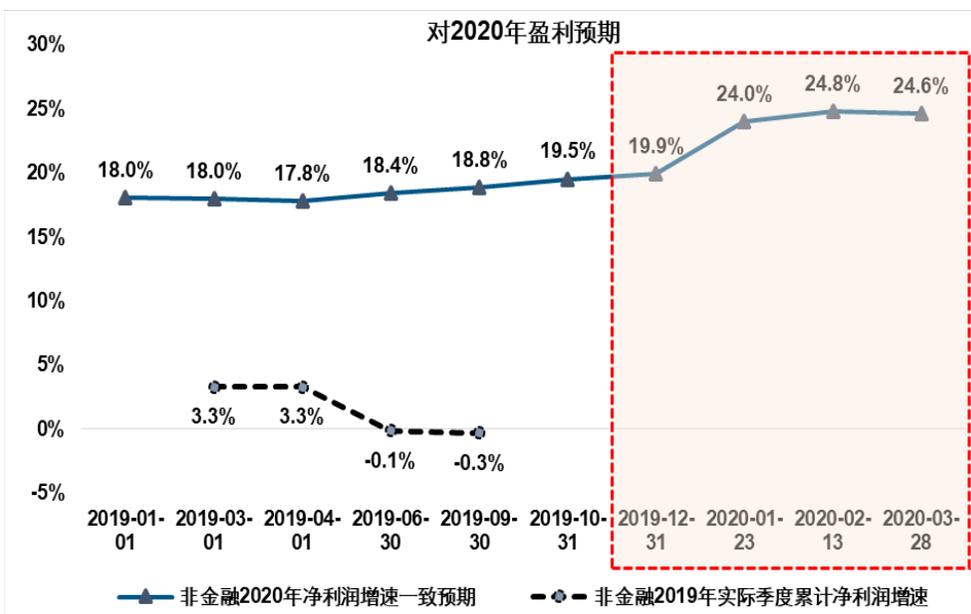
资料来源：Wind

## 2.3 全年利润，仍然有下修空间

- 除了消化一季报，还需关注对全年盈利预期的调整。历史来看，一季报对全年企业盈利预期的调整幅度通常最大
- 另一方面，4月下旬待一季报密集披露窗口期结束后，无论是投资者还是上市公司对全年的盈利预期情况都开始调整。



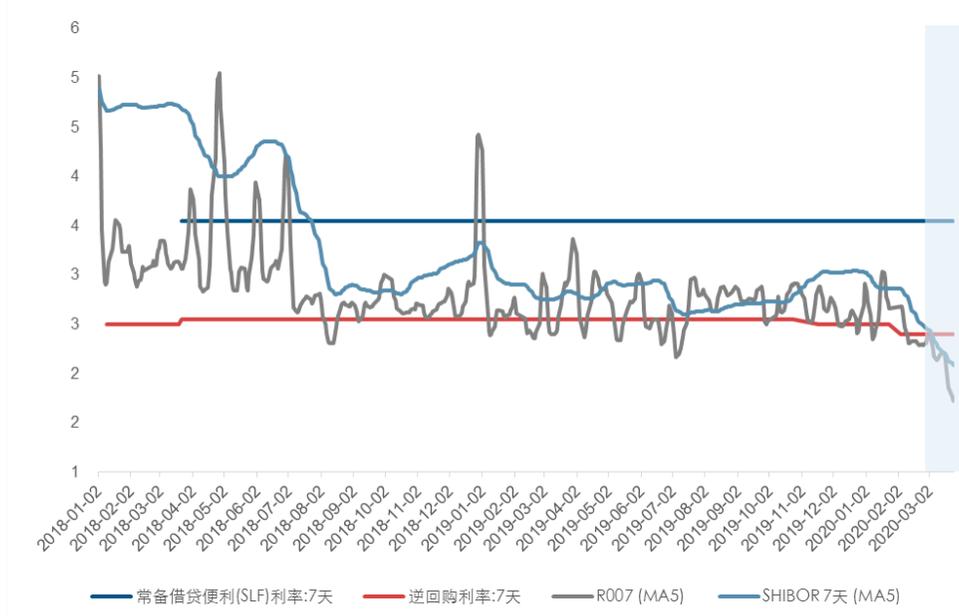
资料来源：Wind



资料来源：Wind

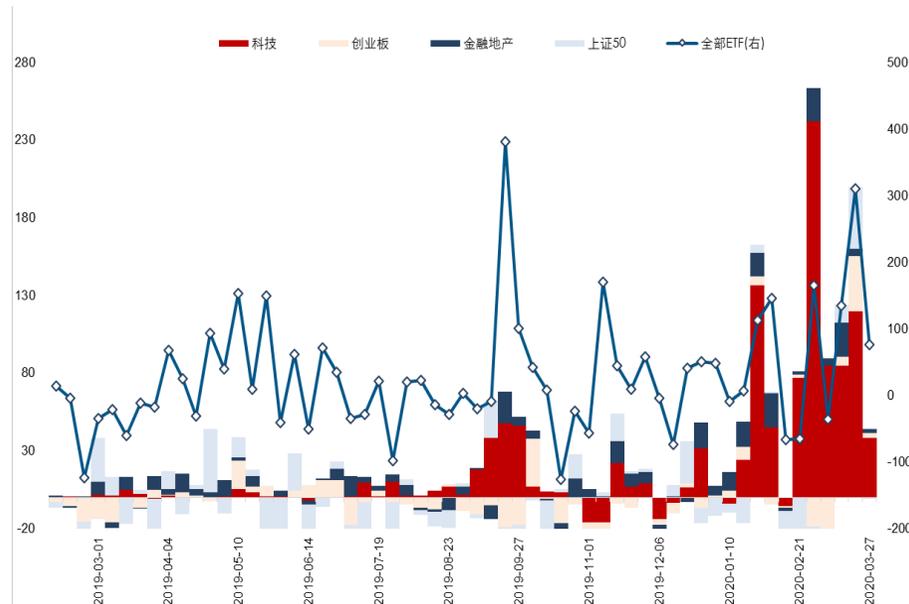
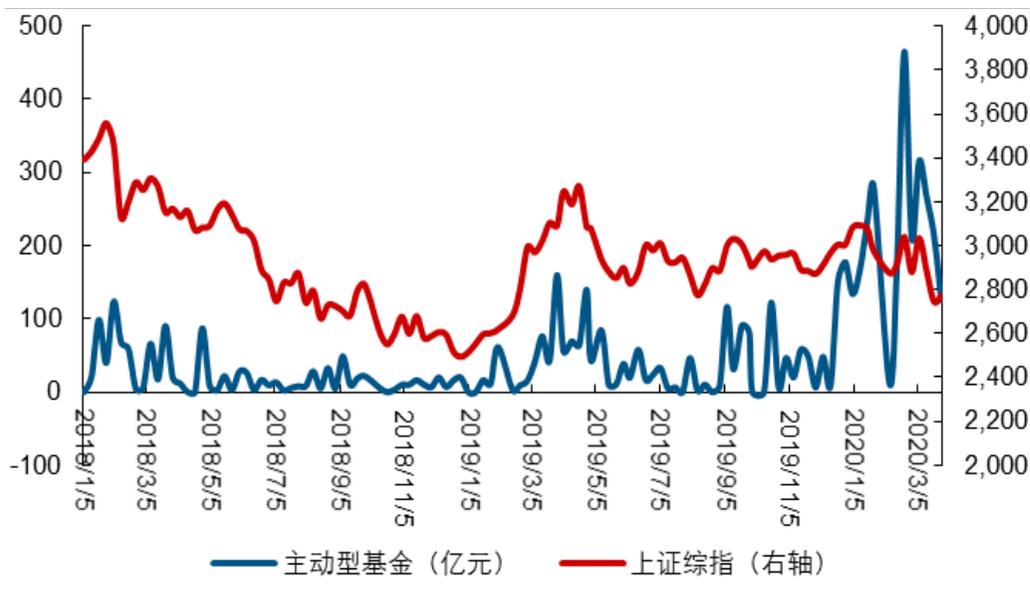
## 2.4 流动性宽松，资金入市积极

- 货币市场及债券市场均体现出资金面的充裕。节后银行间市场资金利率持续处于同期低位，近期货币市场加码宽松，资金利率已持续低于隐含利率走廊下沿
- 总量流动性依然将保持稳健充裕，实体资金需求整体缺向上弹性，金融市场流动性趋于扩张，支撑多元金融资产估值中枢提升。
- 具体来看：降低实体融资成本、对冲疫情影响需稳健充裕的总量流动性。另一方面，地产、财政的融资需求仍有政策和杠杆率的约束。且同时，企业部门目前仍处“三表修复”期，同样无加杠杆动力。因而，实体经济资金需求仍缺乏向上弹性



## 2.4 流动性宽松，资金入市积极

- 股票市场微观流动性方面，增量资金波动加大，但仍充裕。
- 主动权益类基金发行规模仍处于2016年以来高位，周均发行逾200亿。ETF资金仍处于持续净流入状态，但近期波动加大。



资料来源：Wind

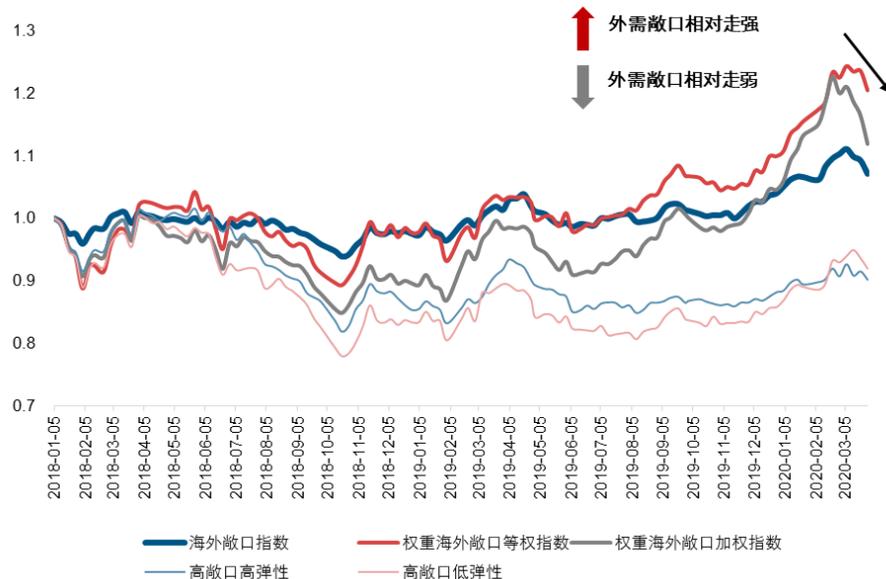
资料来源：Wind

## 2.5 外部冲击风险远未结束

- 除短期风险偏好以外，海外疫情对产业链构成冲击，同样影响部分权重股。
- 海外疫情影响下，汇率大幅波动对外资流入形成较大干扰。
- 更为重要的是，外需风险对国内产业链和基本面构成较大风险，目前或正被市场price in



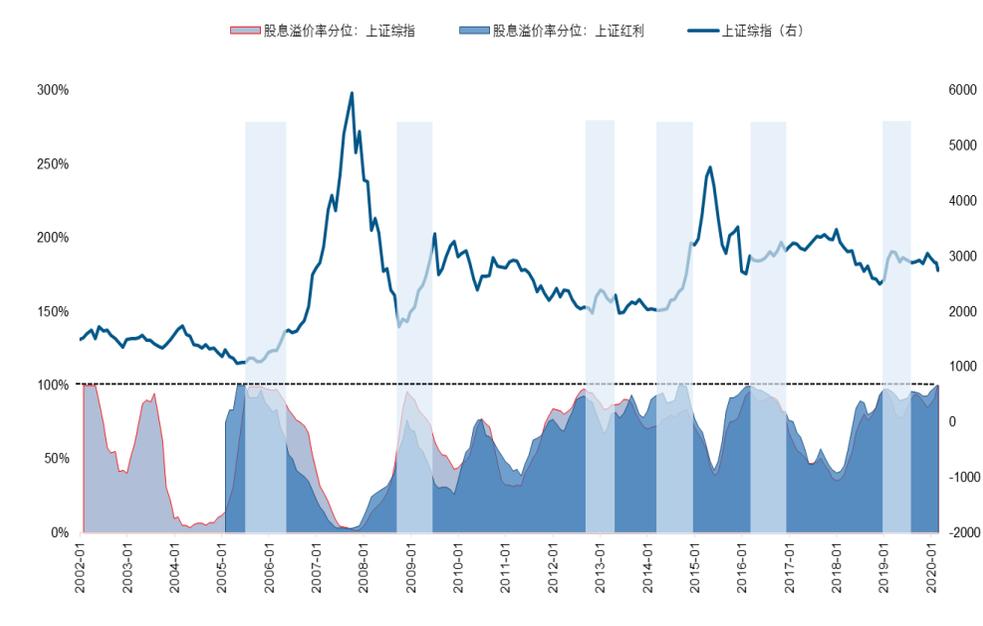
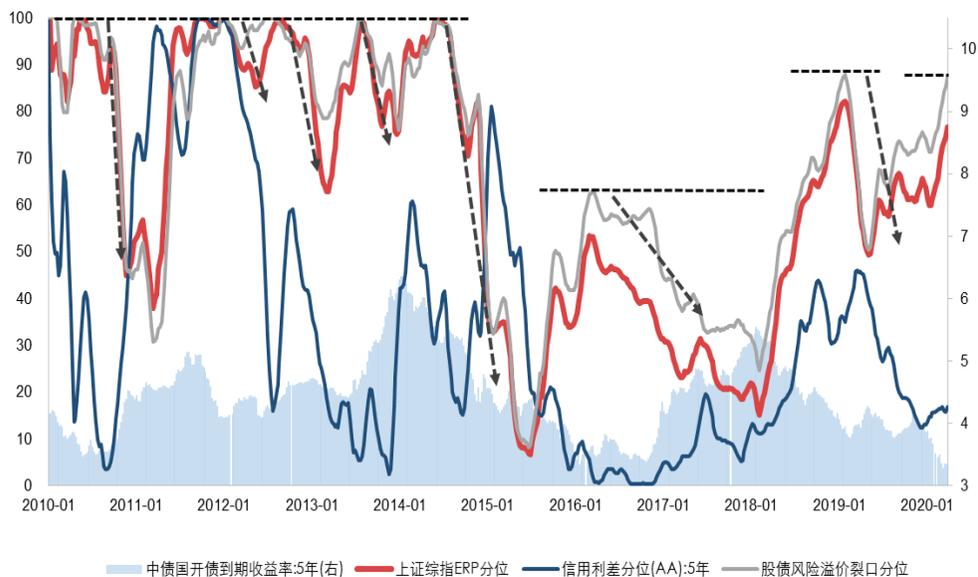
资料来源：Wind



资料来源：Wind

## 2.6 看中期，股市相对较优

- 相对估值角度，目前股债风险溢价裂口处于历史高位，资产偏向股市。相对估值角度，股债风险溢价裂口、股息溢价率（股息率相对无风险收益率溢价）均位于历史极高水平
- 历史经验来看，极高相对估值吸引力状态下，股市远期胜率较高



资料来源：Wind

资料来源：Wind

# 要点

## ■ 一、疫情爆发，经济下行，全球积极应对，中观景气度较差

- 新冠疫情全球爆发，全球经济下滑，全球积极应对
- 政治局会议定调，多项举措提振经济
- 中观景气度较差

## ■ 二、二季度风格更均衡，需警惕盈利下修

- A股估值处于历史较低位置
- 市场风格更均衡
- 流动性充足，资金积极流入权益市场
- 疫情对经济冲击风险并未完全预期，盈利仍有下修空间
- 大类资产比较，权益资产中期占优

## ■ 三、短期扰动不改长期方向

- 部分必选消费受益于疫情
- 短期扰动不改长期方向
  - 医疗行业：医疗器械国产替代
  - 食品饮料：消费细分行业集中度提升
  - 科技：5G+云计算
  - 高端制造：电动汽车、光伏、工程机械



## 3.1 部分必选消费受益于疫情

- 受益于疫情爆发，需求增加，业绩增厚可延续到Q2
  - 呼吸机监护仪CT
  - 诊断试剂出口
  - 防护用品口罩手套
  - 血制品
  - 居家消费

## 3.2 必选消费：医疗器械国产替代

### 监护仪

- 麻醉机：市场份额在2019年大幅度提升
- 呼吸机：市场份额也提升到国内第二

### 凝血检测系统

- 一直是进口垄断，希森美康一家独大。
- 国内具备了进口替代的实力，2019年市占率大幅提升

### 化学发光检验

- 国产厂家化学发光检验的产品不断升级，逐步具备了国产替代的能力
- 在2017年三家国产龙头合计市占率不到10%，到2019年三家龙头市占率估计有18%
- 2019年国产化学发光仪装机量已经超过进口品牌，占比达到50%以上凝血检测系统

### 国内骨科器械

- 国内骨科器械市场快速增长，形成明显的国产替代趋势。其中关节和脊柱产品增速更快，同时有较大的国产替代空间
- 随着高值耗材集采的推进，骨科器械市场有望迎来规范化发展，龙头市占率将获得提升

### 国内主动脉介入

- 2018年国内主动脉介入市场规模估计为12亿元
- 国产厂家产品不断更新换代升级，产品临床应用认可度不断提升，收入持续高增长，市占率不断提升

### 3.3 必选消费：消费细分行业集中度提升

#### 白酒

- 业绩影响相对有限。国内疫情爆发主要在Q1，春节前酒企发货基本结束，经销商旺季销售也进入尾声，对酒企一季报业绩影响有限
- 长期来看，本轮疫情有望加速行业整合。本轮白酒呈现“弱复苏、强分化”态势，品牌力强、有渠道优势的酒企挤压中小企业

#### 调味品

- 短期餐饮渠道调味品受影响较大，后续促销力度提升加速去库存
- 长期趋势看，行业增长稳定，龙头企业有望通过全国化产能布局、上下游整合和渠道下沉不断抢占市场，同时，结构升级带动盈利能力提升

#### 乳制品

- 本轮疫情对乳制品企业的影响与非典时期不同，乳业销售量同比受损较大，主要是相比去年同期乳制品的送礼需求减少
- 长期来看，三四线及农村开发潜力巨大。一二线年消费量将近30公斤，与发达国家接近，三四线及农村消费量只有一二线的1/4左右。未来随着龙头企业的渠道下沉及消费结构升级，三四线及农村开发潜力巨大
- 行业竞争趋缓，终端促销有小幅减弱趋势

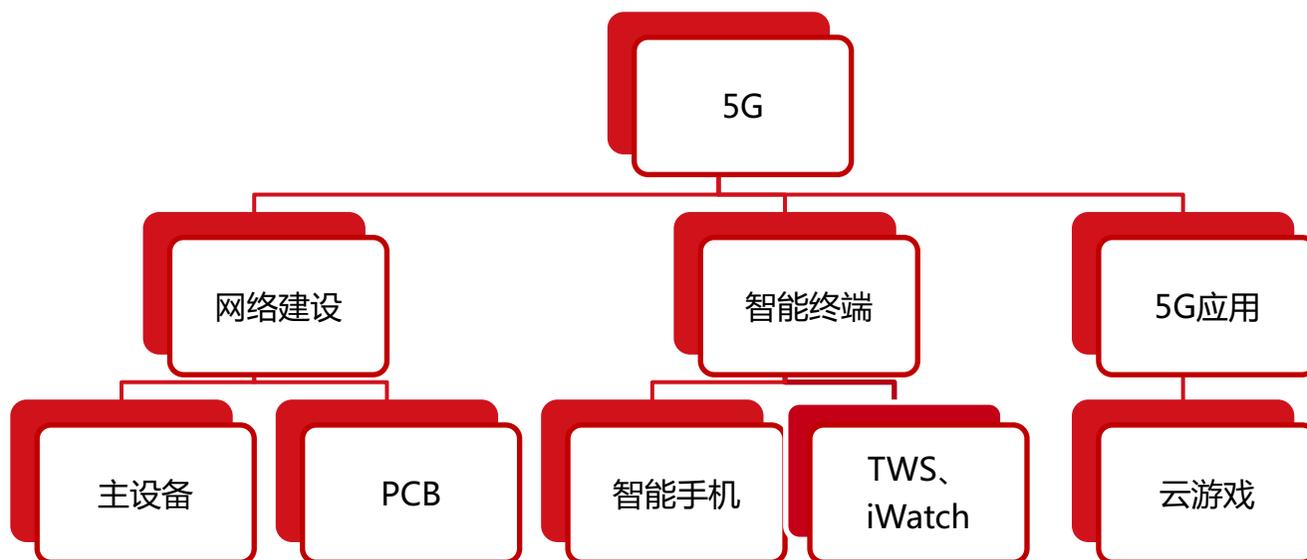
#### 肉制品

- 非洲猪瘟使得地方政府对私屠滥宰的打击力度加大，给规模化屠宰企业带来市场空间
- 目前大型屠宰企业CR5占比仅5%，行业龙头市占率仅2.4%



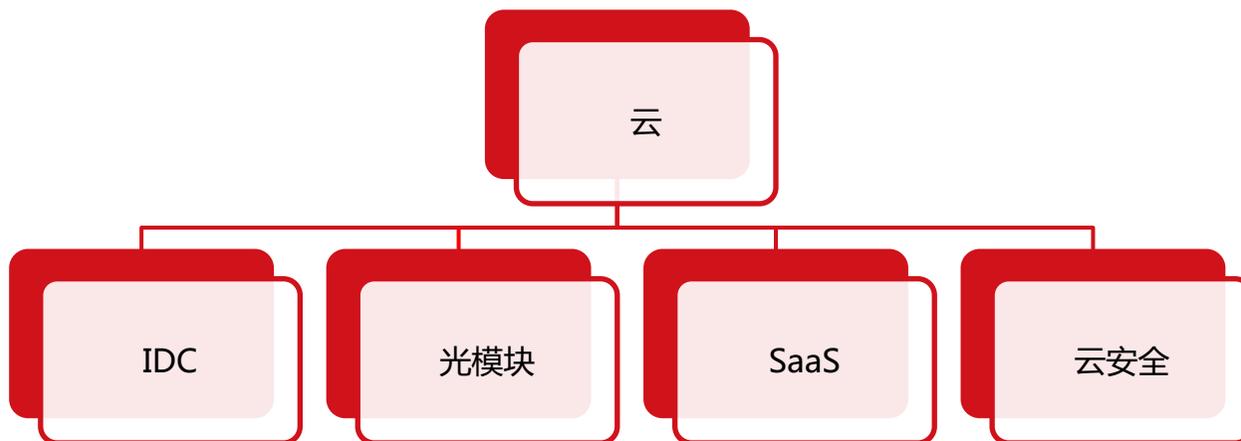
## 3.4 科技：5G驱动下的投资机会

- 5G基础设施建设
  - 一是通信主设备建设，二是高速高频下对PCB需求的大幅提升，趋势向好的确定性高
- 5G引领智能终端
  - 把握5G+AIOT大趋势，5G手机领域建议重点关注iPhone、iWatch、TWS
- 5G后应用
  - 5G将带来游戏上云、VR/AR体验优化以及超高清视频的应用，建议重点关注游戏行业



## 3.4 科技：云产业链及投资机会

- 上游硬件基础设备，国内产业聚焦IDC和光模块
- 中游应用层分为IaaS、PaaS和SaaS
- 下游面向政府、企业、个人用户
- 伴生的云安全需求不断增加



## 3.5 中游制造：电动汽车

- 1-2月欧洲地区电动车在基数下爆发增长，但3月销量已反应出疫情影响
- 2020年2月欧洲主要地区电动车销量基本延续了1月份的高速增长态势。德国电动车销量同比增长141%；法国电动车销量同比增长222%；英国电动车销量同比增长117%；意大利电动车销量同比增长618%；挪威电动车销量同比增长19%；荷兰电动车销量同比增长72%。但3月中旬疫情影响使得车企停工之后，对销量影响较大。除了德国（主要是较大比例电动车销售至ToB端，且实行先注册再补贴）和英国（执行碳排放税），其他主要国家地区的销量同比增速明显下降，但相比于乘用车的下降，电动车的渗透率还是呈现同比提升趋势。同时，车企在欧美地区的工厂停产时间普遍由3-4周延长至6周。

| 单位：万辆 | 车型    | 2020年1月 | YOY    | 2020年2月 | YOY    | 2020年3月     | YOY         |
|-------|-------|---------|--------|---------|--------|-------------|-------------|
| 德国    | 电动车小计 | 1.61    | 138.1% | 1.65    | 141.4% | <b>1.98</b> | <b>104%</b> |
|       | BEV   | 0.75    | 61.0%  | 0.82    | 76.0%  | <b>1.03</b> | <b>56%</b>  |
|       | PHEV  | 0.86    | 307.0% | 0.84    | 279.0% | <b>0.94</b> | <b>208%</b> |
| 法国    | 电动车小计 | 1.46    | 211.5% | 1.33    | 221.8% | <b>0.73</b> | <b>19%</b>  |
|       | BEV   | 1.09    | 258.0% | 0.95    | 228.3% | <b>0.55</b> | <b>19%</b>  |
|       | PHEV  | 0.37    | 125.9% | 0.39    | 207.1% | <b>0.18</b> | <b>19%</b>  |
| 英国    | 电动车小计 | 0.87    | 145.9% | 0.46    | 117.0% | <b>1.85</b> | <b>109%</b> |
|       | EV    | 0.41    | 204.0% | 0.25    | 243.1% | <b>1.17</b> | <b>197%</b> |
|       | PHEV  | 0.47    | 111.0% | 0.21    | 49.9%  | <b>0.68</b> | <b>38%</b>  |
| 意大利   | 电动车小计 | 0.33    | 415.1% | 0.37    | 618.2% | <b>0.09</b> | <b>45%</b>  |
|       | EV    | 0.19    | 587.0% | 0.25    | 900.0% |             |             |
|       | PHEV  | 0.13    | 278.0% | 0.12    | 353.2% |             |             |
| 挪威    | 电动车小计 | 0.54    | 25.6%  | 0.71    | 19.1%  | <b>0.94</b> | <b>-27%</b> |
|       | EV    | 0.45    | 25.5%  | 0.51    | 14.1%  | <b>0.70</b> | <b>-35%</b> |
|       | PHEV  | 0.09    | 25.8%  | 0.19    | 34.9%  | <b>0.24</b> | <b>17%</b>  |
| 荷兰    | 电动车小计 | 0.78    | 44.6%  | 0.70    | 71.6%  | <b>0.50</b> | <b>9%</b>   |
|       | EV    | 0.19    | -23.9% | 0.28    | 29.0%  | <b>0.39</b> | <b>-2%</b>  |
|       | PHEV  | 0.59    | 104.1% | 0.42    | 121.0% | <b>0.11</b> | <b>79%</b>  |

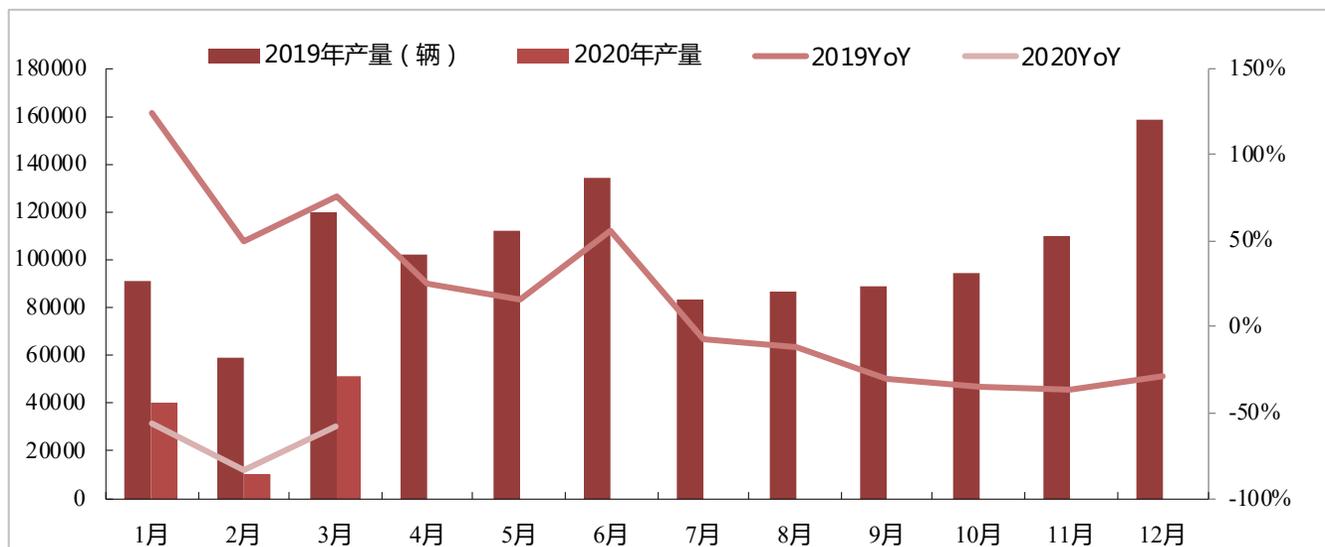
资料来源：Wind、东方基金



ORIENT FUND

## 3.5 中游制造：电动汽车

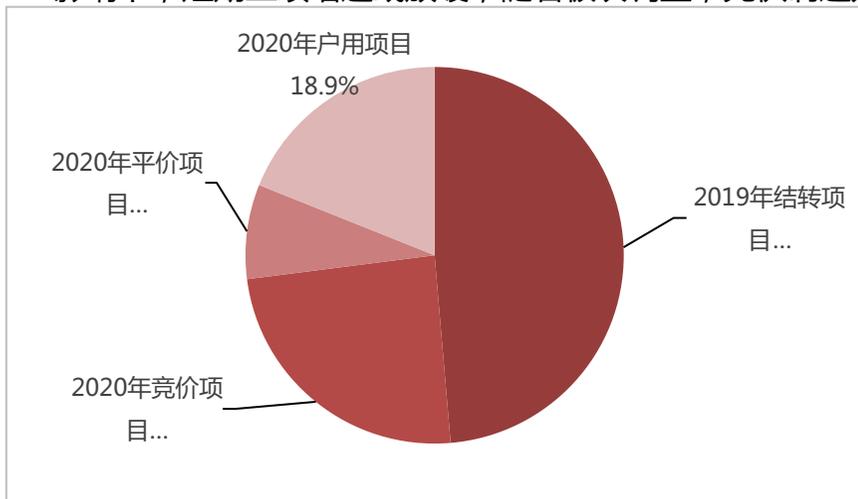
- 国内疫情已经基本得到控制，3月企业排产情况有所回暖。
- 2020Q1产业链排产延续2019Q4偏淡的水平，1月份的春节假期和2月份疫情对企业开工及物流造成了较大影响。而3月份，中游环节主要企业的排产情况环比有了明显提升，同比下降幅度也有所改善
- **预计Q2国内景气度边际改善，海外疫情逐步得到控制，板块情绪修复迎来行情。**由于海外疫情不改变电动车长期的成长趋势，近期板块调整主要反应的是海外疫情对全球需求的影响。预计国内景气度改善+海外疫情缓解，电动车迎来板块行情。



资料来源：Wind、东方基金

## 3.5 中游制造：光伏

- 2020年光伏指导电价政策出台，仅剩电网确定消纳额度。财政部确定了补贴盘子之后（竞价10亿元，户用5亿元），能源局价格司确定了光伏各资源区的指导电价，符合预期。根据补贴总额和指导电价，估算2020年竞价项目17-19GW，户用项目7GW。在电网消纳额度方面，根据与行业专家交流预期2020年光伏新增消纳额度35-40GW。
- 若2020年竞价项目抢装节点为1231不推迟，则全年预计国内装机量37GW。由于疫情影响，2019年结转的竞价项目的抢装节点330和630可能推迟，2020年全年的装机量主要取决于2020年竞价项目的抢装节点1231是否推迟。考虑不推迟的情况下，中性假设预计2020年国内装机量为37GW，同比增长23%，各季度装机量环比持续提升。
- **疫情扰动下，2020年光伏行业增速有所放缓，中长期成长性较好。**考虑各国各地区的非石化能源的占比较低，同时现在随着产业链价格下降，光伏电站经济性持续提升，国内地区即将实现平价，因此光伏行业中长期成长性较好。2020年受疫情影响下，短期业绩增速或放缓，随着板块调整，光伏制造龙头公司2020年估值约16倍，具备配置价值。



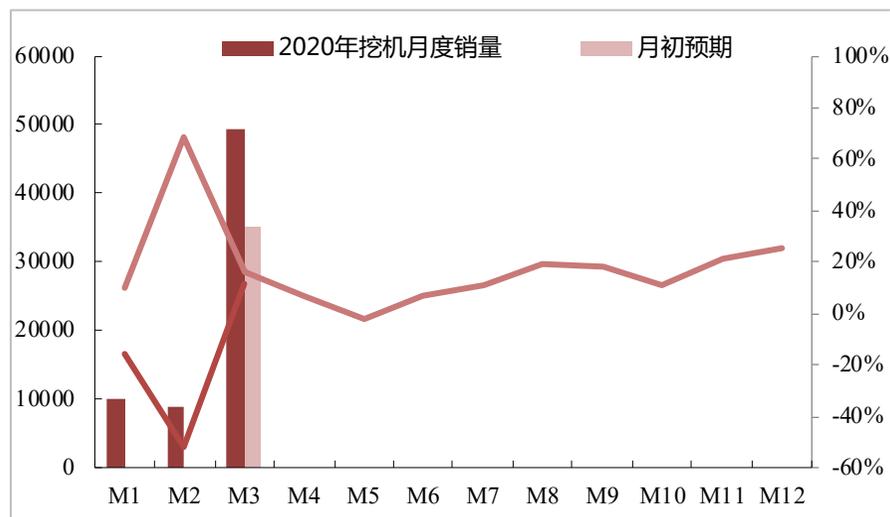
资料来源：Wind、东方基金



资料来源：Wind、东方基金

## 3.5 中游制造：工程机械

- 2020年3月挖机销量约4.94万台，同比增长12%，超预期。由于疫情影响，2月份积压的需求开始在3月份逐步释放，经销、代理商环节开始进入了补库存期，而对工程整机供应商来说，当下保供成为了核心要点。
- 疫情影响下，中小企业的成本、现金流等压力较大，头部公司相对具备更好的竞争力，借助品牌和渠道的优势，头部公司市占率有所提升。预计4月份，疫情结束后的需求回补效应延续，优质企业有望受益份额、利润率提升等。
- 考虑份额增加，利润率提升，预计2020年工程机械头部公司实现15-20%业绩增长。目前整体来看，由于2020Q1工程机械在疫情影响下的销量是超预期的，因此2020年旺季需求受影响不大，在逆周期调控下，预计全年挖机销量微增。头部整机厂商通过份额增加、利润率提升，有望实现一定业绩增长。由于Q2海外零部件厂受疫情影响，在整机厂“保供”+“补库存”需求下，国内零部件公司有望迎来又一次进口替代的机会。



资料来源：Wind、东方基金



**Thanks!**

# 免责声明



东方基金管理有限责任公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

