

2020年下半年度A股策略报告

前路渐明，拾级而上

- 2020年上半年A股市场震荡分化，创业板表现强势，主板表现较弱。行业分化进一步加剧，消费、科技表现好于金融、周期。
- 宏观方面，疫情对全球冲击的“至暗时刻”大概率已过去，各国非常规货币宽松、收入补偿、经济刺激计划相继出台，复工复产已是大势所趋。对中国而言，外需可能正在筑底。国内经济方面，生产基本恢复正常，投资增速由负转正，居民消费缓慢恢复。通胀总体可控，对货币政策制约较小。预计下半年货币政策宽松基调不变，宽信用有望继续发力。
- 市场方面，在复工复产的前提下，预计上市企业盈利大概率环比继续改善。货币政策或将维持宽松，海外资金、机构资金有望持续入市。科创板开板、创业板试点注册制有望加强优质公司的供给，要素市场化、区域政策等政策的密集出台，或将为市场带来持续的热点，也有望提升风险偏好。
- 我们对指数走势相对乐观，随着疫情数据形势改善，预计A股整体盈利逐季修复，在流动性环境整体宽松，海外资金、机构资金持续入市、改革政策不断催化的背景下，下半年A股市场有望维持良好走势。将重点把握科技成长的产业趋势机会，保持消费优质龙头底仓，并关注金融、周期板块阶段性估值修复的机会。

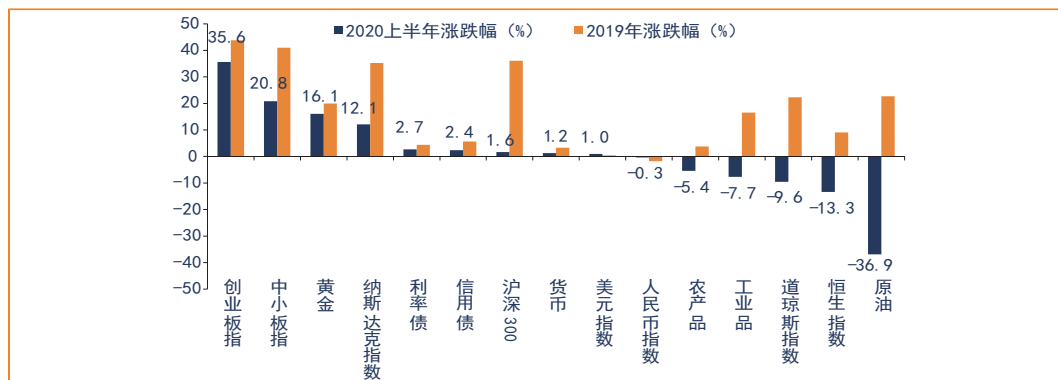
免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、2020年上半年市场回顾

(一) 大类资产表现及宏观经济回顾

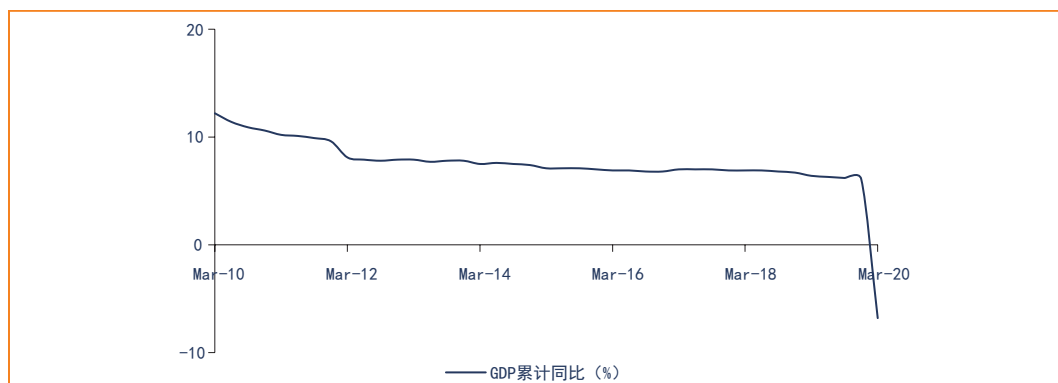
2020年上半年大类资产表现：创业板>中小板>黄金>债券>美元>主板指数>人民币>农产品>工业品>原油。相比2019年，创业板指、中小板指延续良好走势，主板指数相对较弱，原油、工业品受疫情影响，表现不佳。



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019.1.1-2020.6.30

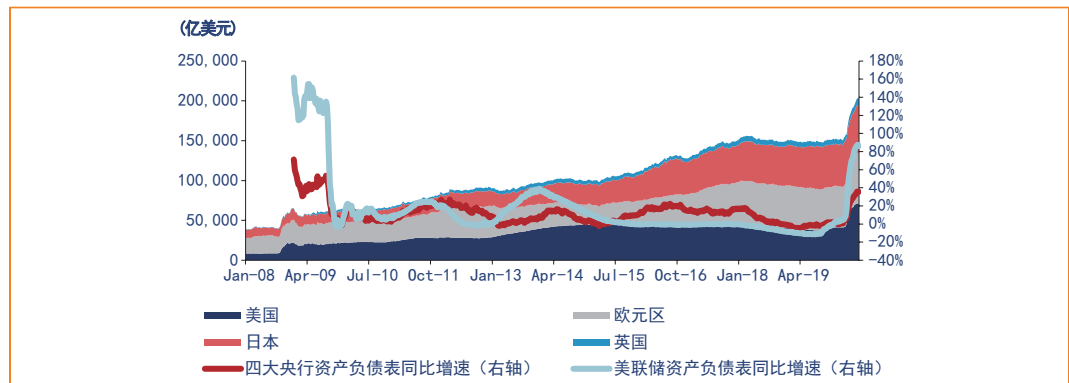
新冠疫情是影响上半年大类资产表现的主要因素。一方面，新冠疫情对经济冲击明显，中国2020年一季度GDP增长-6.8%，A股非金融上市公司利润增速达到了-42%。另一方面，相比2008年，各国央行反应迅速，美联储开启无限量QE，超常规释放流动性。

受疫情影响，中国2020年Q1GDP增速大幅下滑



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2010.3-2020.3

疫情爆发后全球主要央行资产总额“史无前例”地扩张

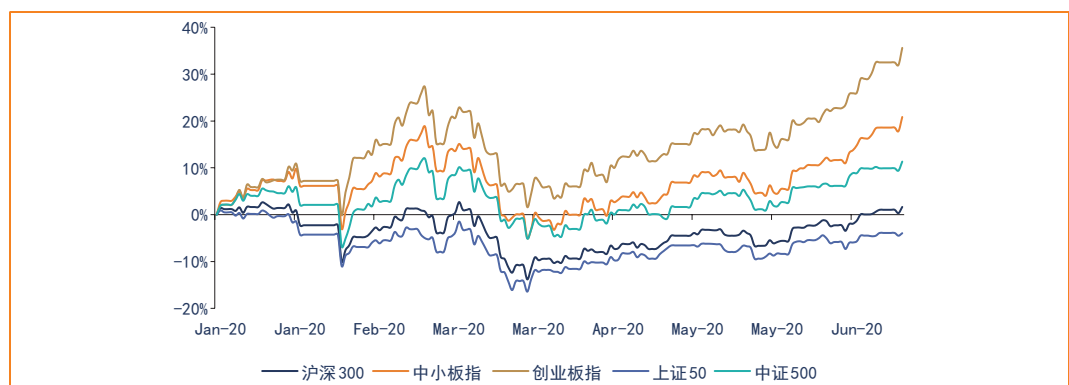


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2008.1-2020.1

（二）上半年主要指数表现回顾

2020年上半年A股市场震荡分化，创业板表现强势，主板表现较弱。春节期间疫情开始爆发，武汉封城，节后开盘市场指数大幅下跌；2月初，国内新增疫情数据出现拐点，逐渐得到控制；3月初，海外疫情开始爆发，外盘大幅下跌，叠加油价大幅下跌，拖累A股表现；3月中下旬开始，美联储开启无限量QE，流动性危机缓解，此外欧美疫情数据进入平台期；5月美国再度封杀华为，33家企业和单位被列入实体清单；6月中旬两会召开，确认“六稳”、“六保”信号，货币财政政策维持积极，国内疫情数据得到控制，显著好于其他经济体。

2020年上半年A股主要指数走势（截至2020.6.30）

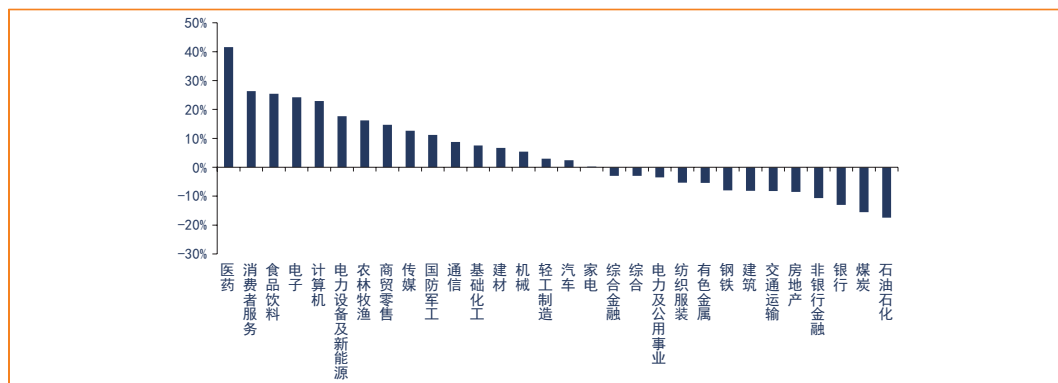


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2020.1.1-2020.6.30

（三）2020上半年行业表现回顾

行业分化进一步加剧，消费、科技表现好于金融、周期。

上半年涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2020.1.1-2020.6.30

(四) 2020上半年市场表现总体符合年初策略观点

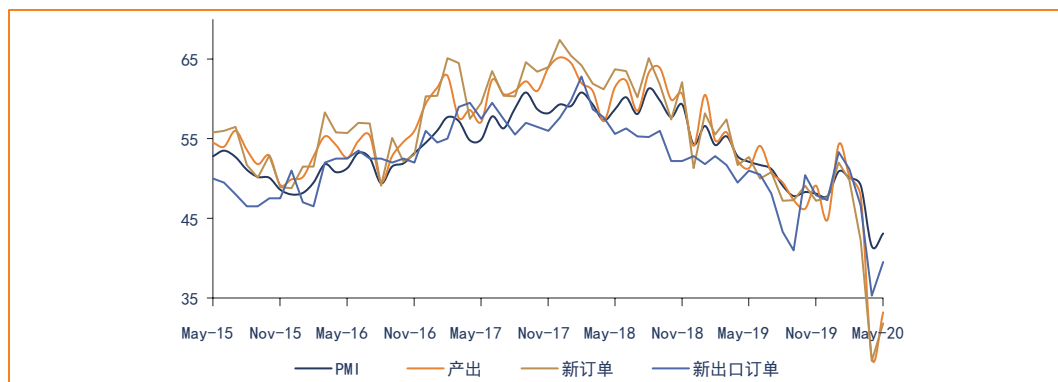
行业结构偏向消费和科技，及关注科创板的投资机会，总体符合年初对于市场风格的判断。但市场指数特别是创业板指数走势略超预期，与超预期的货币宽松环境有一定关系。

二、2020年下半年宏观经济展望

(一) 海外：疫情对全球冲击“至暗时刻”大概率已过去

海外疫情的冲击在3、4月份达到最大，最新的5、6月数据看，主要经济的PMI均显著回升。各国非常规货币宽松、收入补偿、经济刺激计划相继出台，复工复产已是不可逆转的趋势。因此，对中国而言，外需可能正在筑底。

美国制造业PMI走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2015.5-2020.5

(二) 国内：经济受冲击后逐步改善

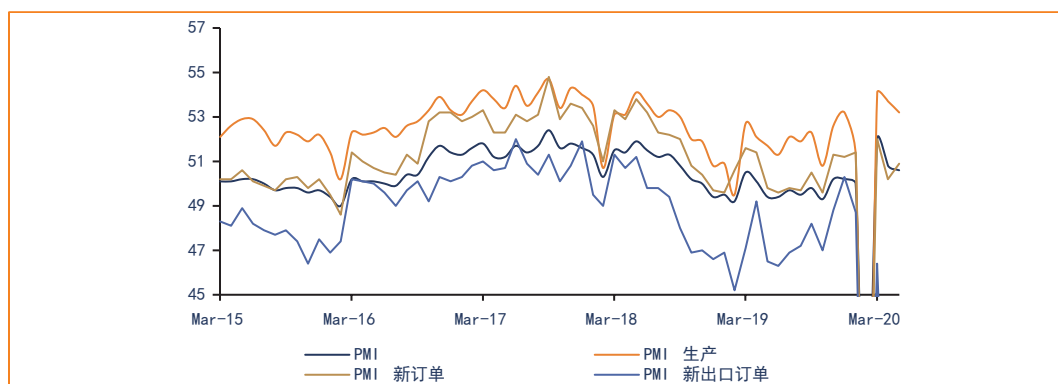
中国社融信贷等领先指标持续加速，年初以来社融增速回升至12%以上。在中国制造业方面，制造业PMI连续3个月保持在扩张区间。

中国社会融资规模存量:同比(%)



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2016.1-2020.5

中国制造业PMI走势

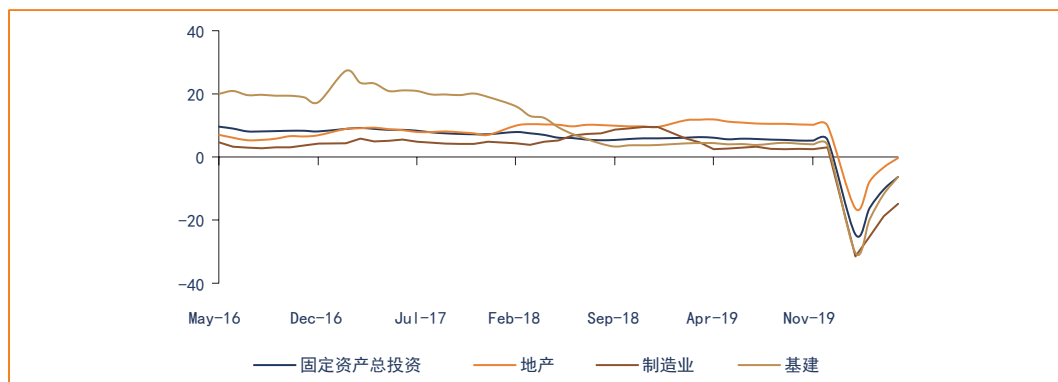


数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2015.3-2020.5

(三) 国内：生产基本恢复正常，投资增速由负转正，居民消费缓慢恢复

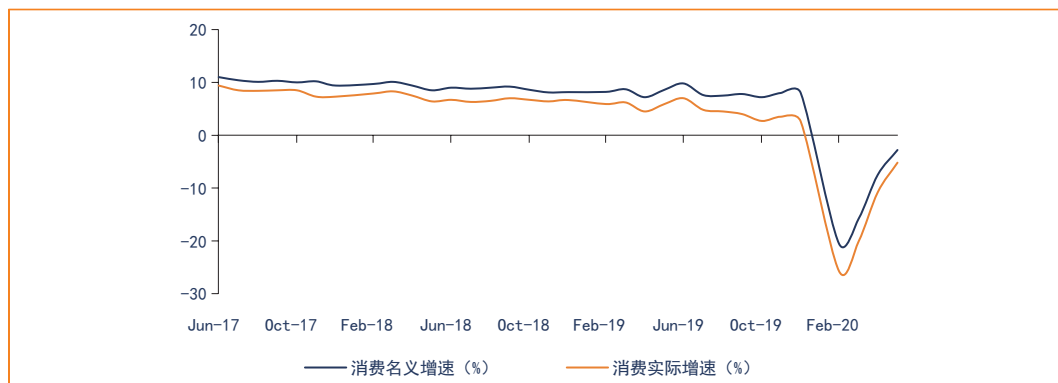
随着国内复工持续推进，5月单月工业企业利润增速快速上升，工业增加值同比转正。从国内发电耗煤等高频数据看，当前生产活动已基本恢复正常。在国内财政政策与货币政策刺激下，基建和地产拉动固定投资单月同比转正，社零增速也处于缓慢恢复的区间。

固定资产投资累计增速 (%)



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2016.1-2020.5

社会消费品零售总额当月同比



数据来源: Wind; 数据时间: 2017.6-2020.5

(四) 货币政策：宽松基调不变，宽信用有望继续发力

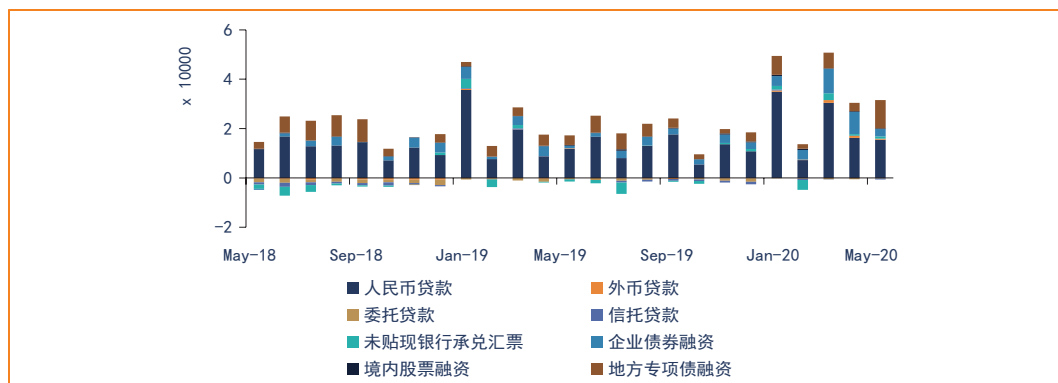
《政府工作报告》部署“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，为配合财政政策落地，需要央行保持充裕的流动性。货币宽松的基调没有改变，但更强调信用传导精准有效，预计央行将发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。

中国广义货币同比增速 (%)



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2007.10-2020.3

中国月度新增社融结构



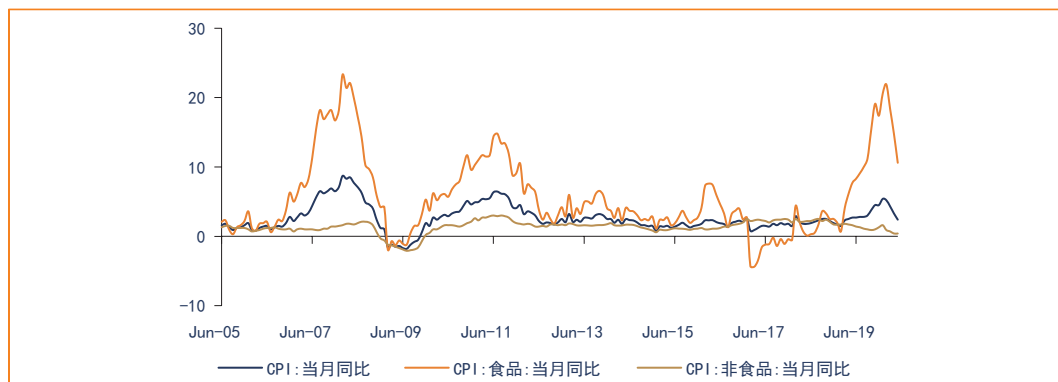
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2018.5-2020.5

(五) 通胀总体可控，对货币政策制约较小

CPI：高位回落，下半年猪价面临高基数，预计全年呈现前高后低走势；

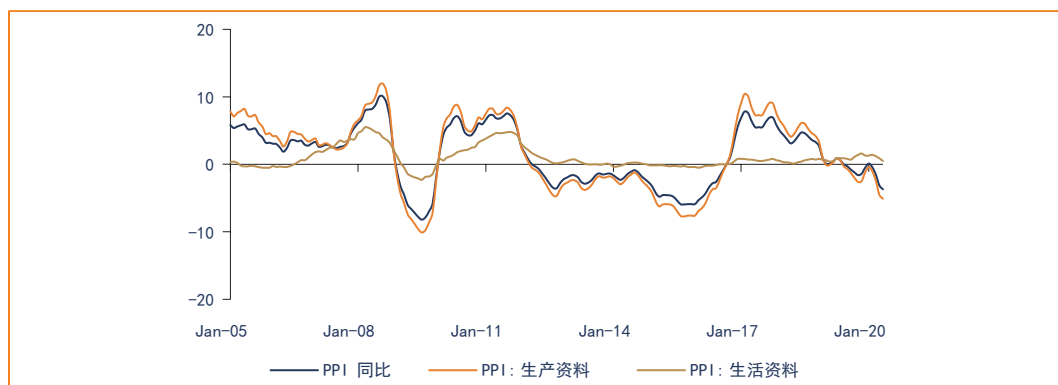
PPI：随着复工复产，工业品出厂价格环比也开始出现改善，预计后续通缩压力将逐渐减小。

中国月度CPI走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018.5-2020.5

中国月度PPI走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005.2-2020.5

(六) 2020年主要宏观经济指标预测

经济指标	2019	2020Q1	2020年5月	2020Q2E	2020E
实际GDP:同比 (%)	6.1	-6.8	-	3.0	2.6
工业增加值:同比(%)	5.7	-8.4	4.4	4.1	5.0
固定资产投资:同比(%)	5.4	-16.1	-6.3	-3.0	4.7
社会消费品零售总额:同比(%)	8.0	-19.0	-2.8	-3.3	1.5
出口:同比(%)	0.5	-11.4	-3.3	-2.6	-6.0
进口:同比(%)	-2.7	-0.7	16.7	-13.6	-5.0
CPI:同比(%)	2.9	4.9	2.4	2.6	2.4
PPI:同比(%)	-0.3	-0.6	-3.7	-3.3	-2.0
社会融资规模存量:同比(%)	10.7	11.5	12.5	12.8	12.8
M2:同比(%)	8.7	10.1	11.1	11.4	11.7

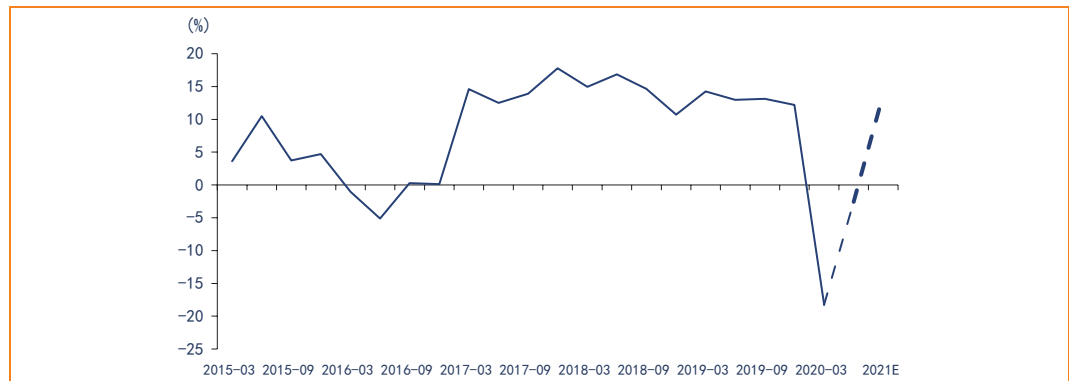
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019-2020（含预测）

三、2020年下半年A股市场展望

（一）盈利：逐季修复是基准预期

市场对盈利改善的趋势相对明确。在复工复产的前提下，无论非金融A股、沪深300、还是创业板指，下半年盈利大概率环比继续改善。在盈利修复的前提下，A股市场整体面临系统性大幅回调风险的概率较小。

沪深300净利润累计增速（Wind一致预期）

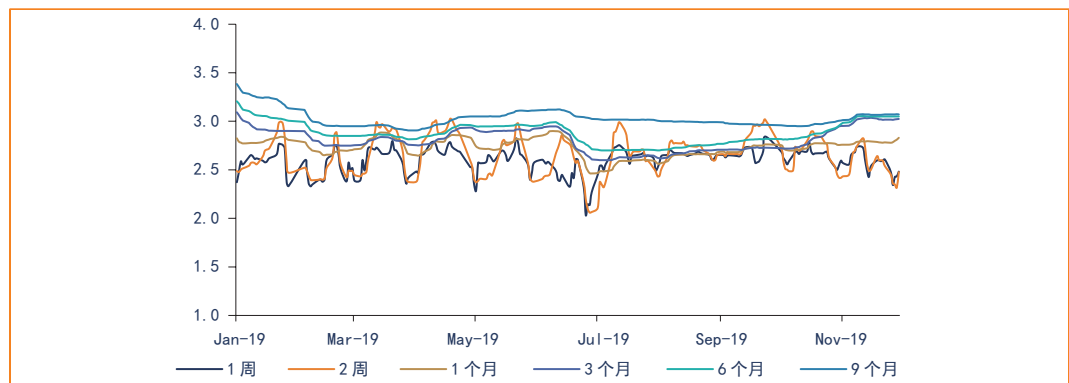


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019-2021（含预测）

（二）流动性：政策或将维持宽松

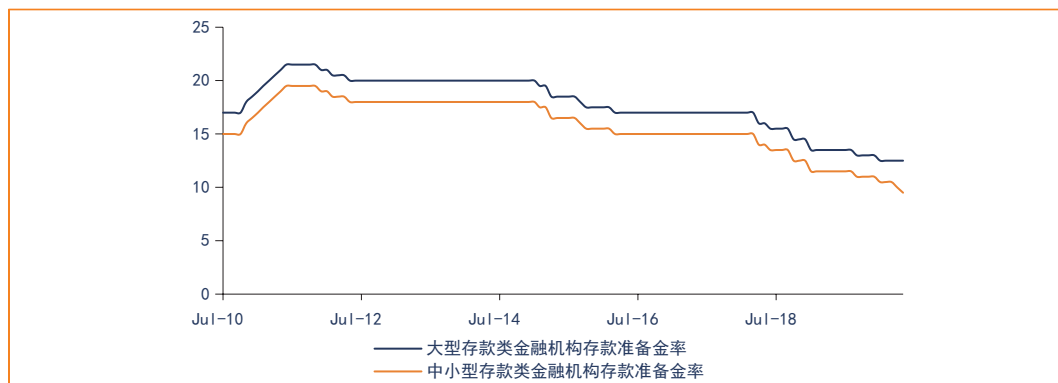
预计央行仍保持宽松、合理充裕的货币政策环境，下半年存在进一步降息和降准的可能性。

SHIBOR走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019.1.9-2019.12.6

存款准备金率仍有下降空间

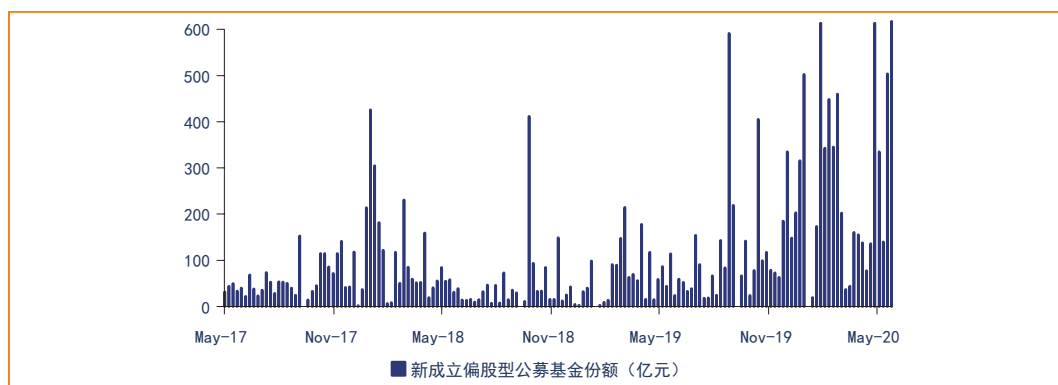


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2010.7-2020.5

（三）流动性：机构资金、海外资金持续入市

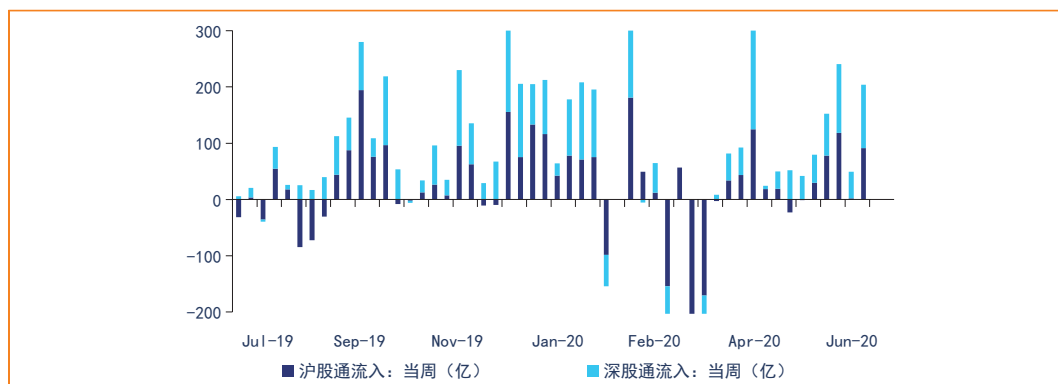
居民资产配置需求正在释放，今年以来ETF申购及公募基金发行，均呈现持续增长态势。且随着主要指数新纳入和提高A股比例，海外资金仍有望持续增配A股资产。

2020年以来公募发行偏股型基金份额接近7000亿元



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2017.5-2020.5

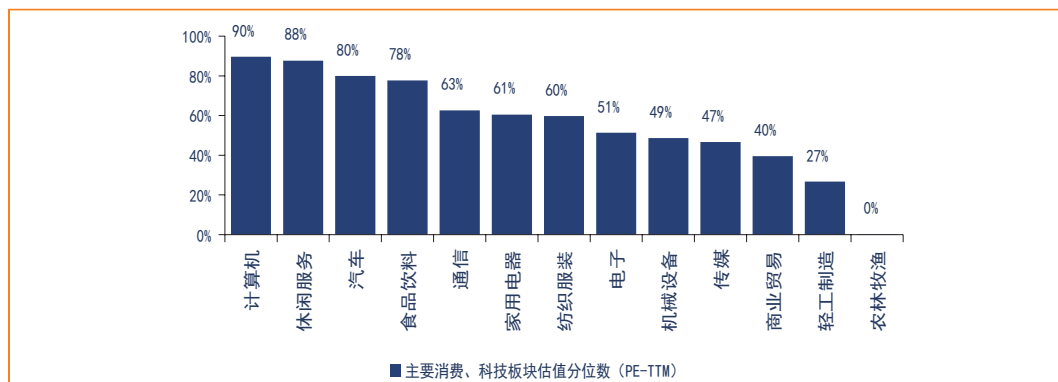
2020年以来陆股通净流入资金约1200亿元



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019.2-2020.5

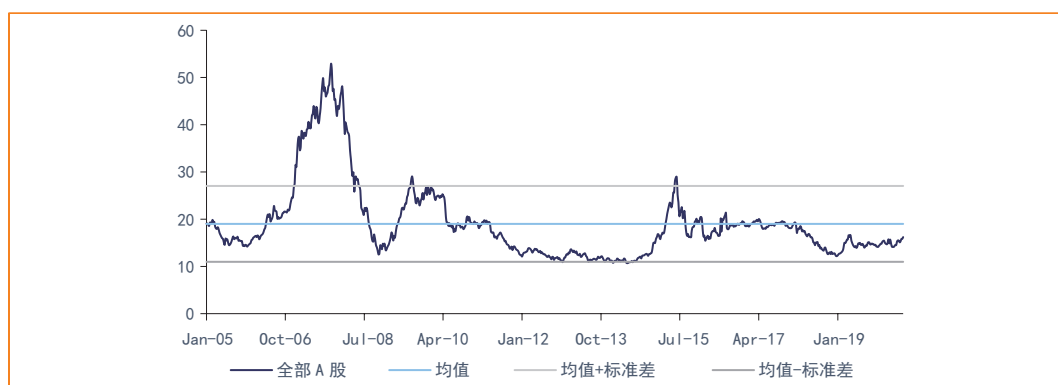
（四）流动性：总体不贵，板块间分化较大

A股市场估值总体处在历史的底部区间，部分高景气度的科技、消费行业估值水平较高，金融地产等传统行业估值水平。



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005.1-2020.6

PE (TTM)



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005.1-2020.6

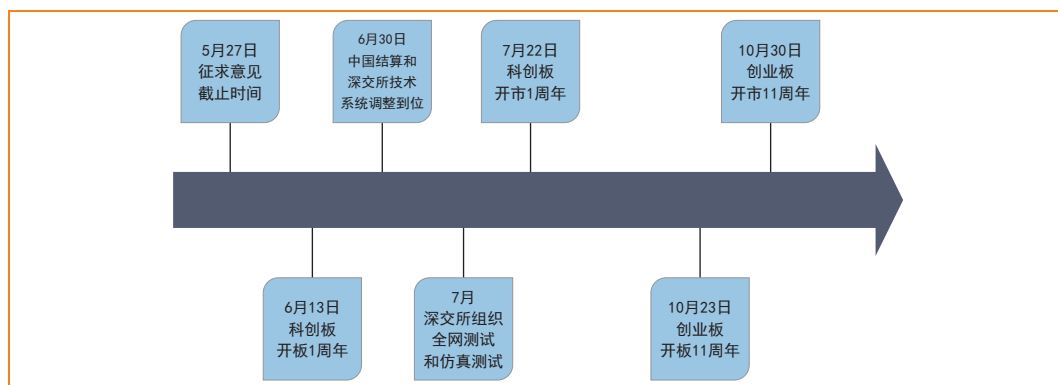


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2011.7-2020.6

（五）政策：改革有望提升风险偏好

科创板为资本市场带来大量优质公司，创业板试点注册制、T+0制度研究有望加强这一趋势。今年以来的要素市场化、区域政策，未来的十四五规划等政策的密集出台，或将对市场带来持续的热点，有望提升风险偏好。

创业板实行注册制时间轴，预计首批公司不久将上市

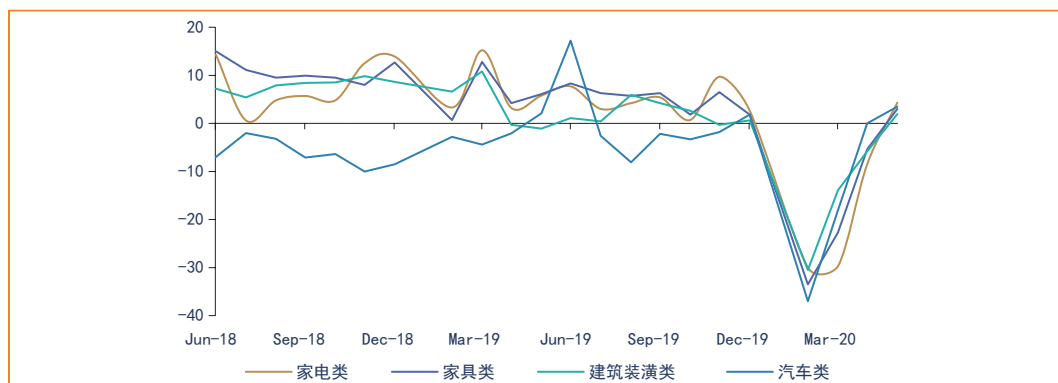


资料来源：根据公开资料整理

（六）消费板块：需精选子行业和个股

从估值水平看，当前消费板块处于历史较高水平，下半年可能面临一定的估值约束。从行业景气情况来看，医药生物是2020年上半年表现最好的板块，食品饮料也非常优异，在行业景气度没有显著变化之前，相关龙头仍应保持一定配置。由于疫情的影响，前期可选消费品需求被大幅度压缩，随着疫情的结束，可选消费品需求有望重新释放。

可选相关的汽车和地产后周期消费数据向好



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018.6-2020.5

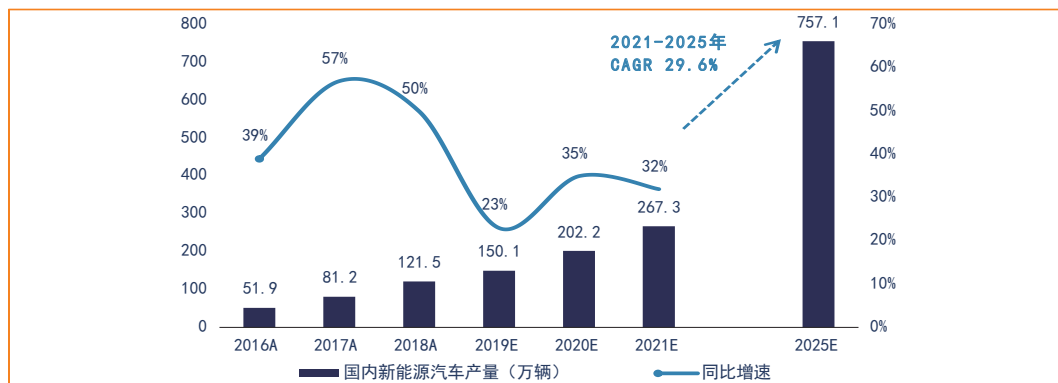
（七）科技板块：政策、产业趋势占优

逆周期：科技板块受到疫情因素的影响很小。

短期政策面支持加强：政府工作报告强调高质量发展、自主可控、十四五规划等。

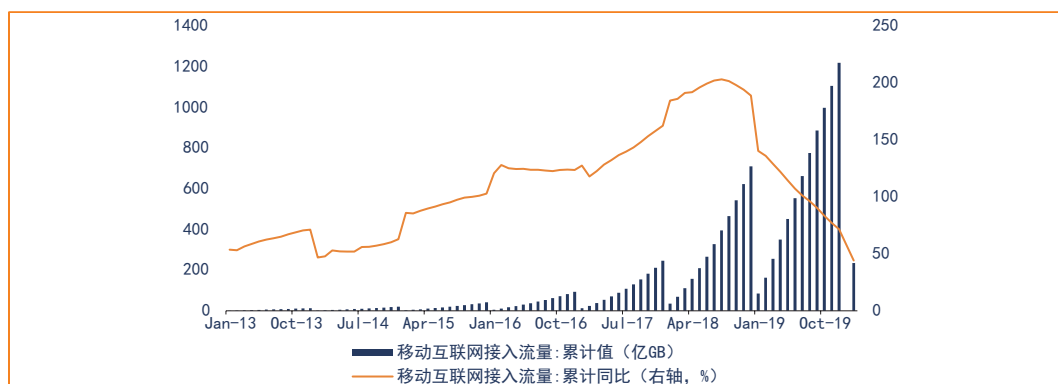
中长期景气周期上行：包括5G及其应用、国产芯片/信创、新能源车等长期空间巨大。

国内新能源汽车产量预计



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2016-2025（含预测）

数据流量持续高速增长



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2013.1-2020.2

（八）金融板块：关注受益政策改革的券商及低估值地产、保险

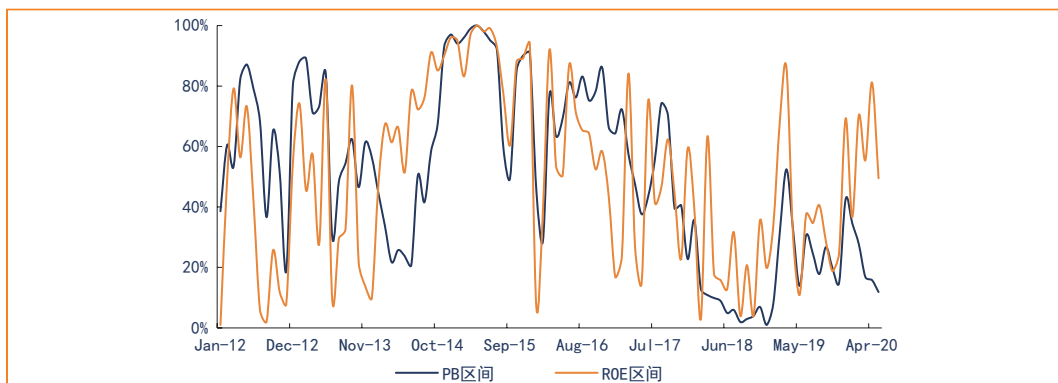
券商：在信用扩张环境下，券商融资成本下降，市场回升、成交量回升，融资活动不断增加，改革推进也有利于券商业绩提升

地产：信用扩张过程中，房地产是信用扩张的渠道，房价存在上涨动力，同时龙头房企的业绩确定性较强，地产板块在低估值的情况下，可以进行配置

保险：疫情出现拐点后，保费收入进一步提升，同时板块估值位于底部

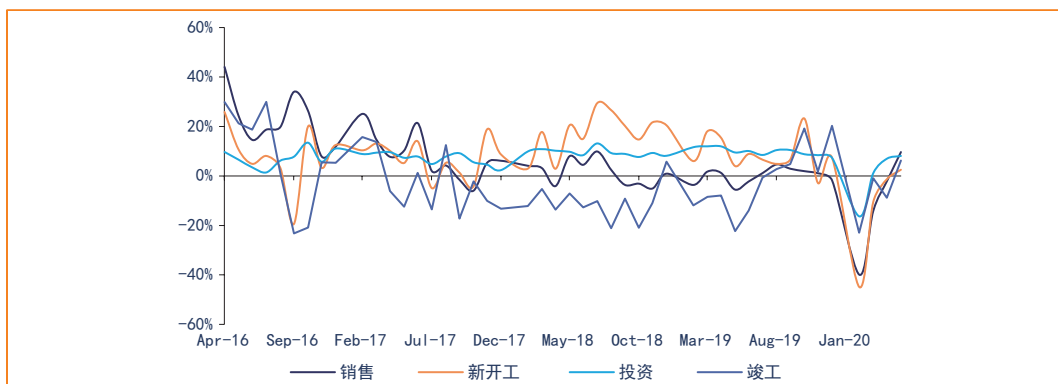
银行：存在向实体经济让利影响，短期业绩增速亮点不多，但混业经营有望提升市场关注度。

券商板块估值和业绩处于12%、50%的分位区间



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2012.1-2020.5

今年以来房地产销售、新开工、投资月度增速维持较好水平



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2016.4-2020.5

(九) 周期板块：关注建材及优质龙头

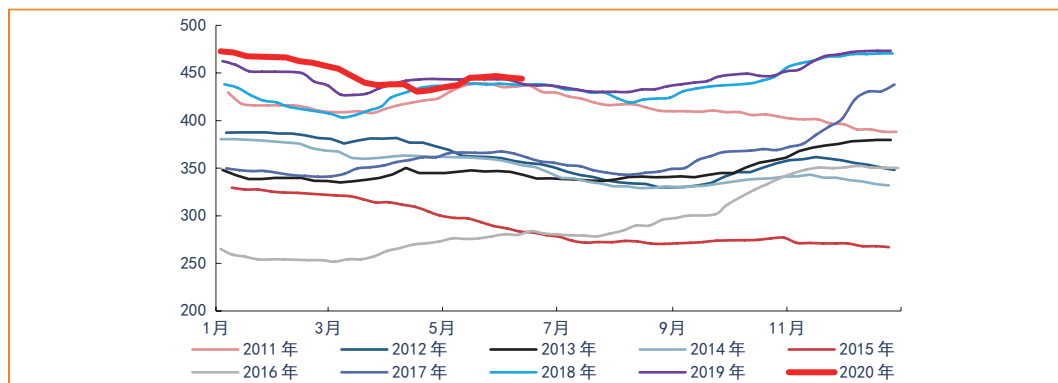
基本面冲击最大阶段过去，估值压缩告一段落。随疫情逐渐控制，基本面触底回升，PPI同比有望在三季度触底回升，估值压缩告一段落。在全面复苏之前，可以寻找竞争格局良好、盈利能力稳定、存在阿尔法的公司进行配置。关注高景气度的建材，若疫情显著好转，可以关注机场、航空等板块。

原油价格触底反弹



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2016.5-2020.6

水泥价格维持较高水平



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2011-2020.6

四、投资策略

市场展望：对指数走势相对乐观。随着疫情数据形势改善，预计A股整体盈利逐季修复，在流动性环境整体宽松，海外资金、机构资金持续入市、改革政策不断催化的背景下，下半年A股市场有望维持良好走势。

风格判断：科技、消费仍然占优，金融、周期有估值修复的可能性。

配置策略：把握科技成长的产业趋势机会，保持消费优质龙头底仓，关注金融、周期板块阶段性估值修复的机会。