

3月经济触底回升

2020-4-22

宏观分析

报告摘要：

- 核心观点：**1) 经济呈现渐进式复苏，基建是激活经济的关键。相比于非典时期，当前的经济内生动能已经远不如之前，经济的复苏预计将是渐进式的。目前，消费和进出口的复苏受到明显的压制，房地产投资的迅速修复更多来自于需求的集中释放，未来一到两个季度基建将成为激活当前经济的关键；2) 政策对冲力度加大，保就业成为政策首要目标。面对严峻的经济形势，宏观政策已经发生明显的调整，政策目标从前期的“六稳”转向“六保”，保就业成为政策的首要目标，政策托底意图已经非常明显，未来更大力度的宽松预计是货币政策和财政政策的基调；3) 海外疫情得到控制，警惕疫情再次扩散。从目前海外疫情的发展来看，疫情在发达国家的扩散已基本得到控制，但在大部分发展中国家扩散和蔓延的程度仍未被完全掌握，除此之外，根据以往的传染病经验，疫情在第一波得到控制之后，常常伴有第二次或第三次的传播，这使得疫情的风险仍然面临不确定性；4) 疫情深刻影响全球化进程，国内体制改革迫在眉睫。此次疫情在全球范围内的爆发，使各国开始反思目前这种各国深度分工，高度相互依赖的全球经济结构是否存在缺陷，从长远看，疫情全球化对经济全球化及地缘政治会带来深刻的影响。国内高层已经认识到需要做出改变来适应未来的市场经济体系，只有做出积极的体制机制改革，中国才会不被排斥在全球化的体系之外；5) 市场阶段性反弹，未来预计维持震荡和分化。短期，经济处于渐进式复苏阶段，国内政策对冲力度加大、海外疫情得到控制、体制机制改革提升风险偏好，权益市场出现阶段性反弹；中期，基建将成为起到激活内需的关键，基本面的修复将率先从相关领域开始，未来更大力度的宽松预计将成为货币政策和财政政策的基调，市场预计会维持当前震荡和分化的行情。
- 数据点评：**从经济数据看，目前处于复工进度加快带来供应端的率先恢复，工业生产已经大幅好转，但总需求还处在恢复阶段，其中基建和地产投资恢复相对更快；从社融数据看，货币政策和信用政策宽松加码，政策托底经济的意图明显，当前流动性环境和信用条件已经非常宽松的状态；从海外来看，疫情对海外经济的影响已经十分明显，疫情在全球的蔓延促使全球多个国家出台大力度的刺激和纾困计划，海外经济的停滞未来会对国内形成一定的冲击。
- 投资操作：**鉴于疫情对外需以及经济全球化带来影响，未来相当长的时间内，我们会更加聚焦到内需品种当中，寻找在疫情影响下竞争格局更优，企业竞争能力得到强化的公司。未来处在震荡行情，仓位仍然不是最主要的选择。如何聚焦于结构上的优化是我们投资的首选。

投资经理 崔红建

cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭峰

guofeng@shifengamc.com

研究员 田汉

tianhan@shifengamc.com

联系人 魏翔翔

021-61093233

office@shifengamc.com

目录

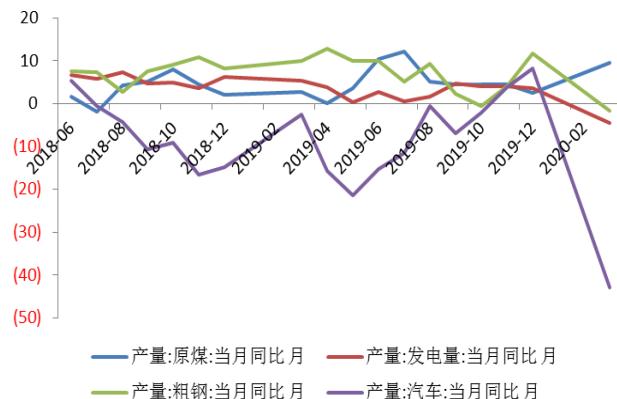
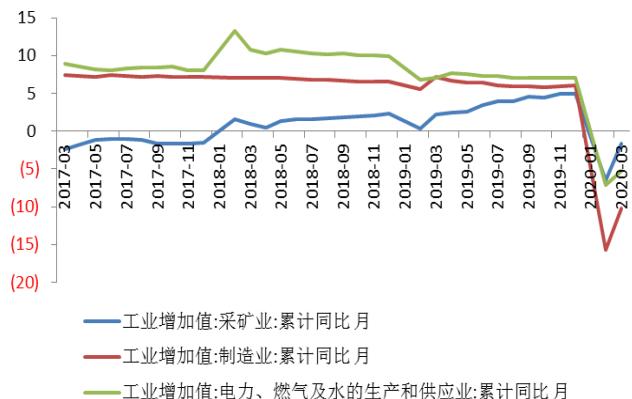
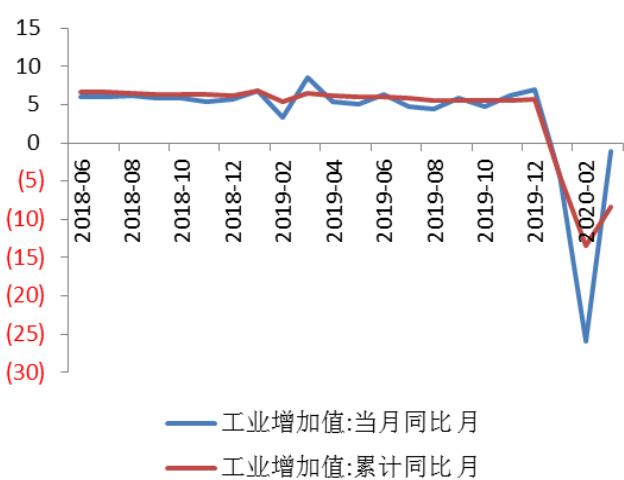
一、报告期内宏观经济分析	3
二、对当月经济数据和市场数据点评	17
三、对未来宏观经济和证券市场的展望	18
四、操作结论	19

一、报告期内宏观经济分析

3月份经济有所好转，复工进度加快带来供应端的率先恢复，工业生产已经大幅好转，总需求还处在恢复阶段，其中基建和地产投资恢复相对更快，消费恢复相对较慢，具体数据如下：

GDP 增速大幅下滑。受疫情冲击影响，1季度实际GDP同比下降6.8%，名义GDP同比下降5.30%，是历史上极为罕见的下滑，其中第一产业同比下滑3.2%，第二产业同比下滑9.6%，第三产业同比下滑5.2%，第二产业和第三产业受到冲击要明显大于第一产业。

工业增加值降幅收窄。1-3月工业增加值累计同比下降8.4%，较1-2月份降幅收窄5.1%，其中，采矿业工业增加值累计同比下降1.7%，较1-2月份降幅收窄4.8%，电力、燃气和水供应增加值累计同比下降5.2%，较1-2月份降幅收窄1.9%，制造业工业增加值累计同比下降10.2%，较1-2月份降幅收窄5.5%。相较而言，上游和中游恢复更为迅速，下游恢复缓慢，特别是当月汽车的产量同比下滑43%，而原煤、粗钢和发电量的情况要远好于汽车产量增速。



制造业 PMI 显著回升。3 月制造业 PMI 为 52.0, 较 2 月份回升 16.3, 其中大企业 PMI 为 52.6, 较 2 月份回升 16.3; 中型企业 PMI 为 51.5, 较 2 月份回升 16.0; 小型企业 PMI 为 50.9, 较 2 月份回升 16.8。3 月非制造业 PMI 为 52.2, 较 2 月份回升 22.7, 其中建筑业 PMI 为 55.1, 较 2 月份回升 28.5, 服务业 PMI 为 51.8, 较 2 月份回升 21.7。从结构上看, PMI 生产指标、需求指标环比都呈现出积极的回升态势, 但库存指标快速上升, 价格指标在进一步走弱, 生产端企业库存被动上升, 疫情带来的冲击影响还需要相对较长的时间来消化。

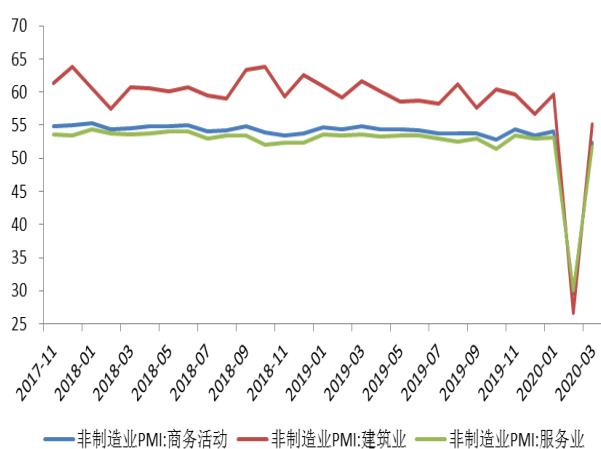
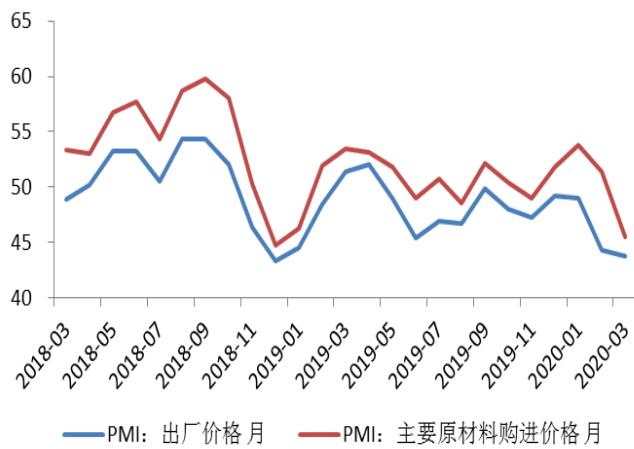
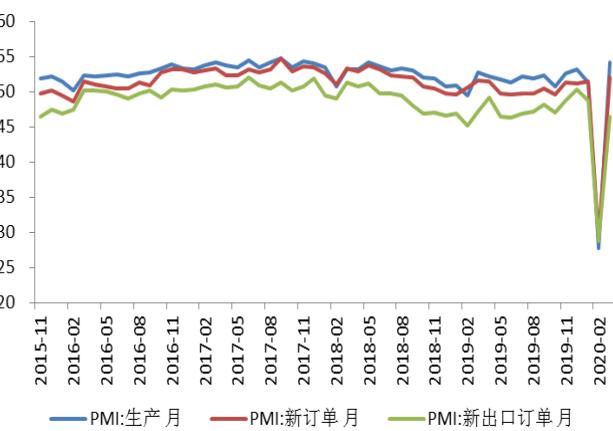
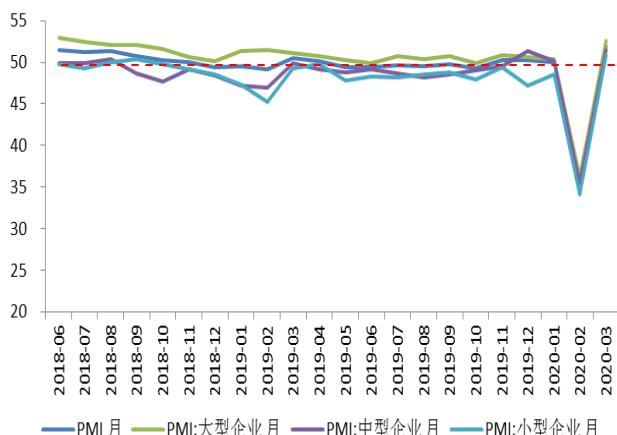
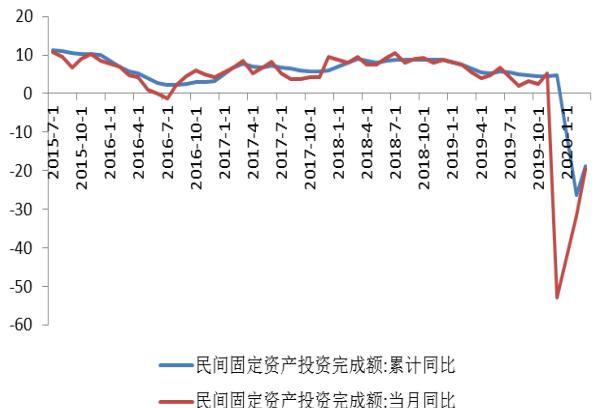
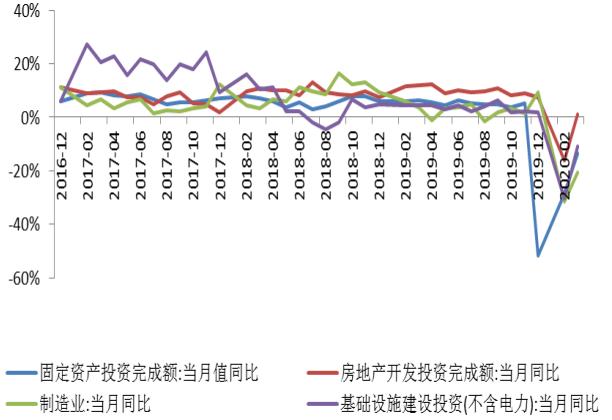
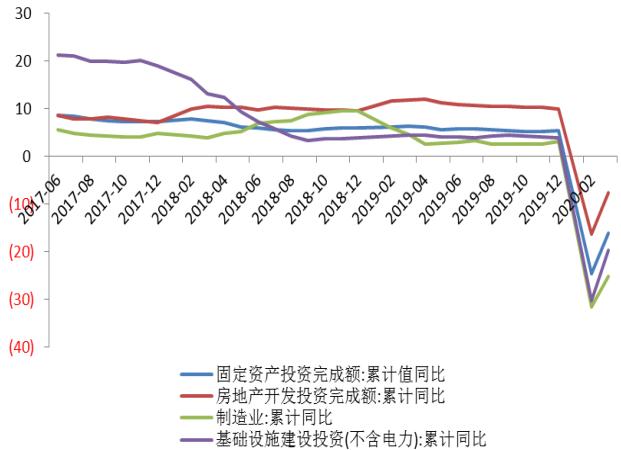


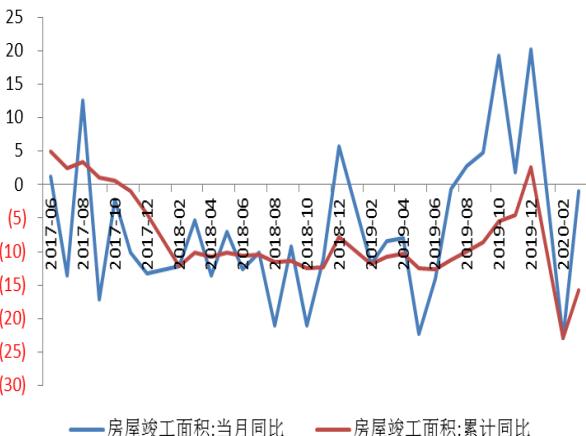
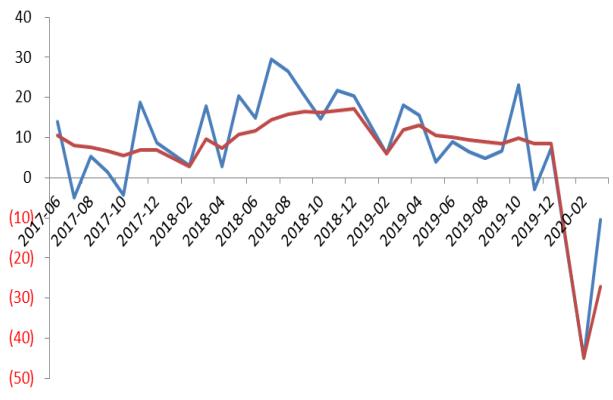
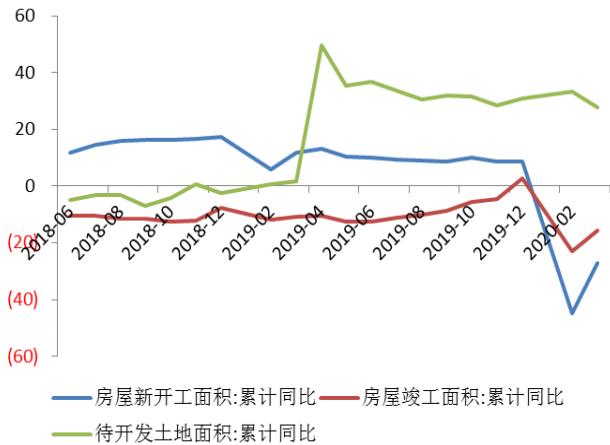
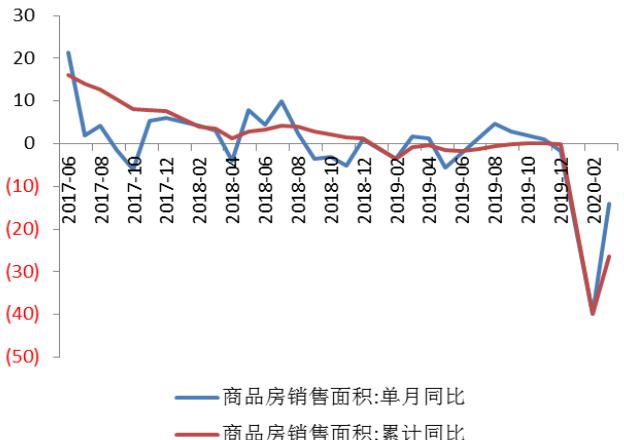
表 2: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	52.00	35.70	扩张
生产端	PMI: 采购量	52.70	29.30	扩张
	PMI: 生产	54.10	27.80	扩张
需求端	PMI: 新订单	52.00	29.30	扩张
	PMI: 新出口订单	46.40	28.70	扩张
	PMI: 进口	48.40	31.90	扩张
库存	PMI: 产成品库存	49.10	46.10	扩张
	PMI: 原材料库存	49.00	33.90	扩张
价格	PMI: 购进价格	45.50	51.40	收缩
	PMI: 出厂价	43.80	44.30	收缩
就业	PMI: 从业人员	50.90	31.80	扩张

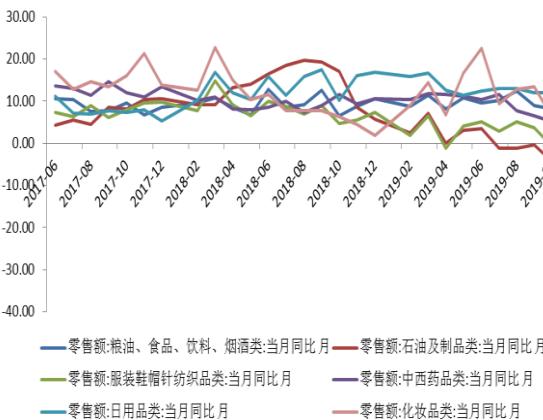
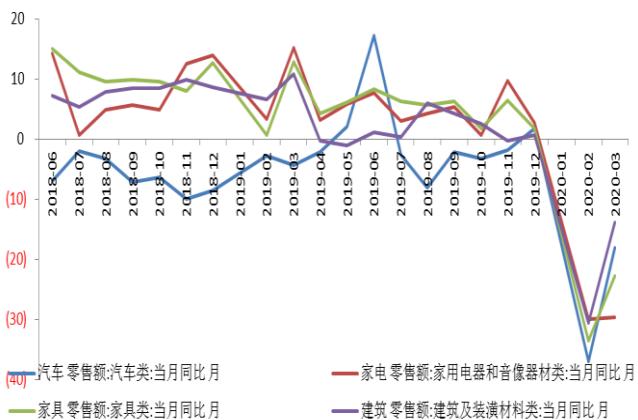
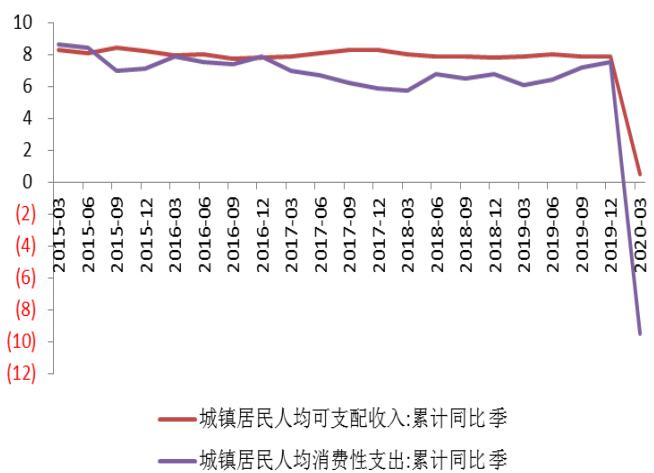
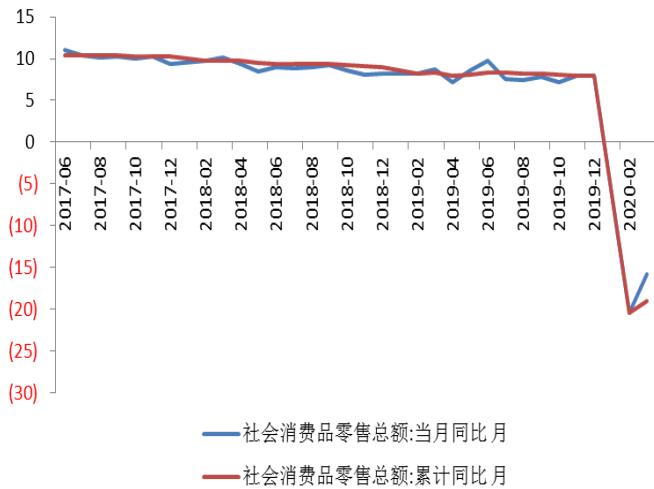
投资降幅明显收窄。1-3月全国固定资产投资累计增速-16.1%，较1-2月降幅收窄8.4%。其中，地产投资累计增速-7.7%，较1-2月累计降幅收窄8.6%，基建投资累计增速-19.7%，较1-2月累计降幅收窄10.6%，制造业累计增速-25.2%，较1-2月累计降幅收窄6.3%。1-3月民间投资增速-18.8%，较1-2月份降幅收窄7.6%。相较而言，地产投资和基建投资的恢复更为明显，制造业投资还在缓慢的爬升当中，在当前的局面下，基建和地产投资是托底经济的重要抓手，从边际上看未来会有逐步上行的可能。



地产销售降幅收窄。1-3月销售面积累计同比增速-26.3%，较1-2月降幅收窄13.6%，销售金额累计同比增速-24.7%，较1-2月降幅收窄11.2%。1-3月新开工累计同比增速-27.2%，较1-2月降幅收窄17.7%，竣工面积同比增速-15.8%，较1-2月降幅收窄7.1%，3月单月竣工面积同比增速-0.9%，延续了去年年底竣工回暖的态势。1-3月土地购置面积累计增速-22.6%，较1-2月降幅收窄6.7%，土地成交价款同比增速-18.1%，较1-2月降幅收窄18.1%。1-3月房地产开发资金来源同比增速-13.8%，较1-2月份增速收窄3.7%。从地产数据来看，3月份销售、新开工、竣工环比在迅速回升，政策层面并没有给予刺激，疫情压制的需求集中释放是当前地产数据的积极改善的主要原因。当前“房住不炒”政策的基调仍未发生转向，但地产企业融资、地方政府土地出让等层面已经明显有所宽松，未来来自地产的改善仍然是经济重回正轨的关键。



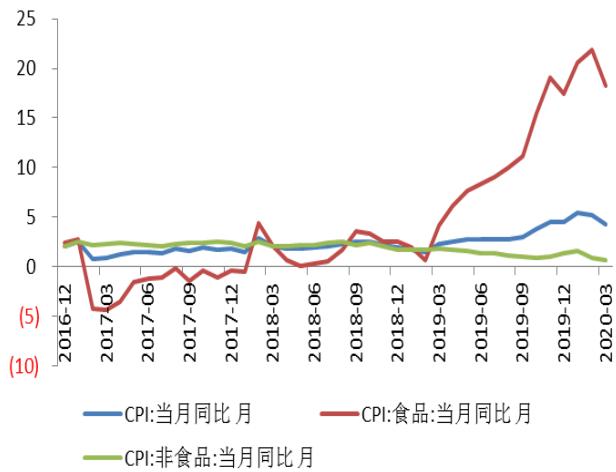
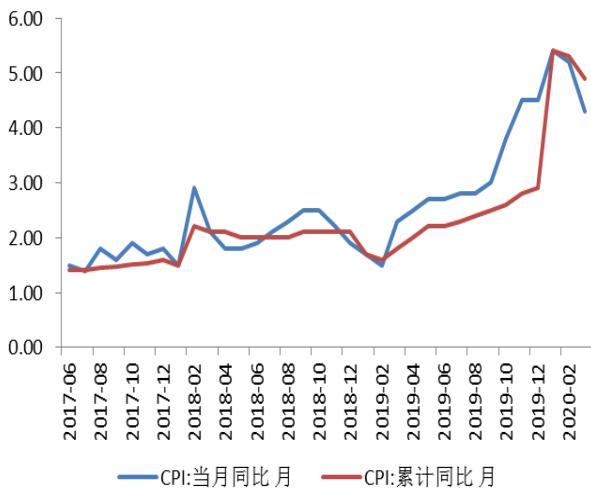
消费增速复苏缓慢。3月社零总额增速-15.8%，较1-2月降幅收窄4.7%，剔除价格因素影响，社零总额实际累计增速-15.8%，较1-2月降幅收窄4.7%，3月限额以上社零总额增速-15.0%，较1-2月份降幅收窄8.4%，除此之外，3月份，网上商品和服务零售总额累计增速-1%，较1-2月份降幅收窄1%。耐用消费品方面，汽车、家电、家居、珠宝、建筑及装潢建材降幅都有所收窄，通讯器材增速转正，同比增长6.5%；非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长19.2%，饮料同比增长6.3%，烟酒、石油及制品、衣服、化妆等仍大幅下滑。同时，一季度城镇人均可支配收入同比增长0.5%，相较于去年四季度增速回落7.5%，城镇人均消费性支出同比下降9.5%，相较去年四季度增速下降17.8%，人均可支配收入的回落对消费的复苏形成进一步的压制，未来消费的复苏预计仍将是缓慢的过程。



进出口降幅收窄。3月进口增速-0.9%，较1-2月降幅收窄3.1%，出口增速-6.6%，较1-2月降幅收窄10.6%，其中对美国、欧洲的出口增速分别为-24.3%和-20.8%，改善并不明显，出口的恢复主要来自于日本、香港等区域的增加，而这些区域出口的增加可能主要是消化前期积压订单所致。从目前的趋势上看，疫情在二季度将会对全球经济形成巨大冲击，全年来看无论是进口还是出口都将面临巨大的压力，进出口虽然有短暂的修复，但持续承压的状态短时间不会发生改变。



通胀大幅回落。3月CPI同比为4.30%，较2月份增速回落0.9%，食品CPI同比增长18.3%，增速较2月份回落3.6%，其中，猪肉同比上升116%，环比下降6.9%，鲜果同比下降-6.1%，环比下降0.2%，鸡蛋同比上升1.9%，环比下降4.3%，蔬菜同比下降0.1%，环比下降12.2%；3月非食品CPI同比增速0.7%，较2月份回落0.2%，受油价回落影响，交通和通信同比和环比增速继续回落，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务同比增速上行，衣着、居住同比增速回落。3月PPI同比为-1.5%，较2月份增速回落1.1%，其中生产资料同比增速-2.4%，较2月份增速回落1.4%，生活资料同比增速1.2%，较2月份增速回落0.2%。PPI的快速回落与石油和天然气开采价格下跌密切相关，疫情的进一步扩散使全球经济活动陷入低迷状态，需求的走弱带来工业品价格普遍下跌，这在一定程度上压低整体的通胀水平，为货币政策维持宽松创造了条件。



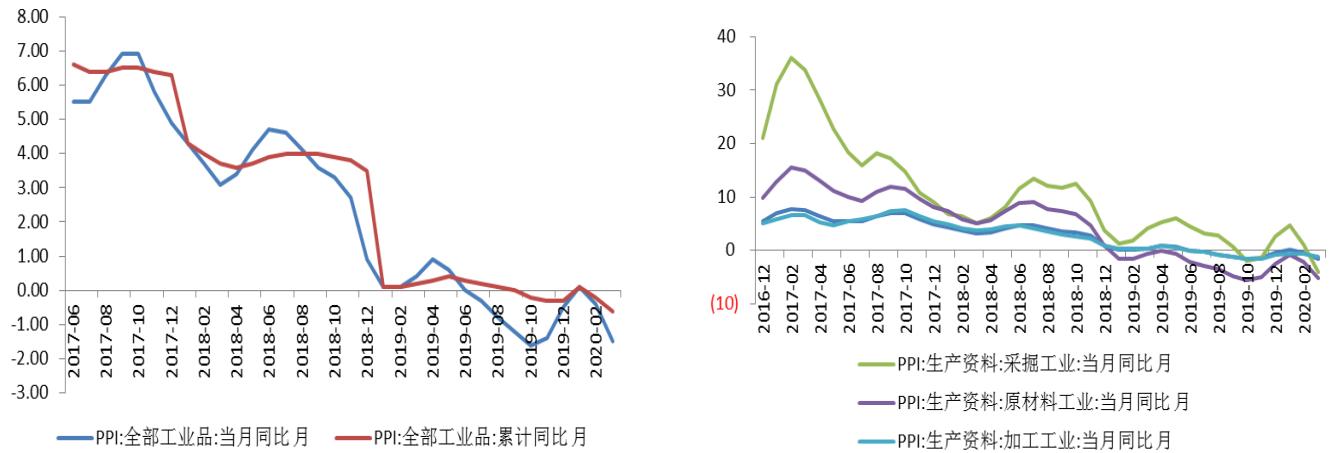
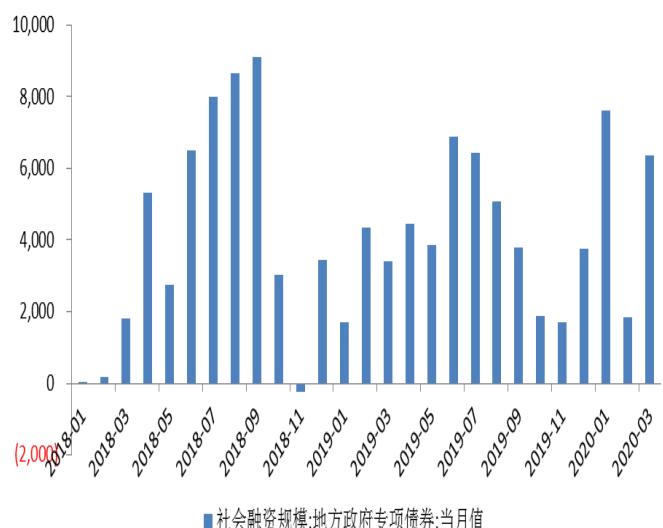
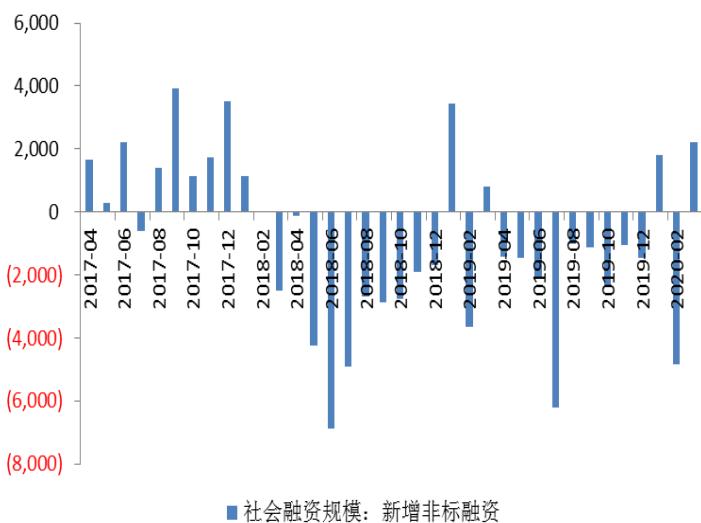
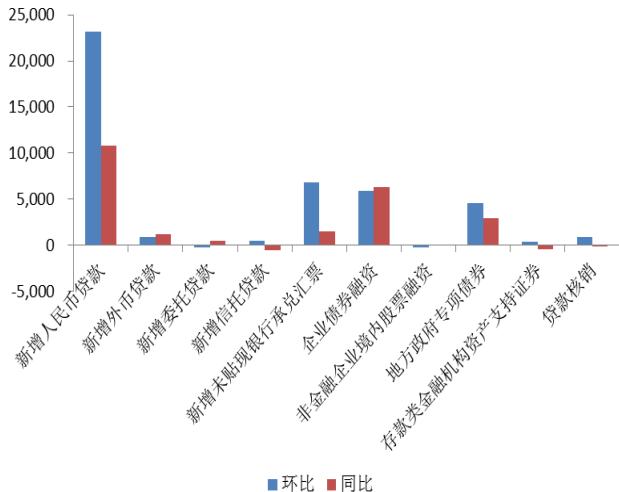
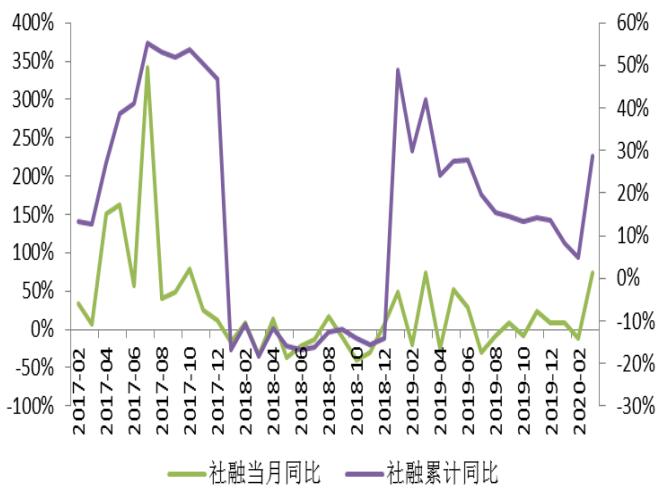


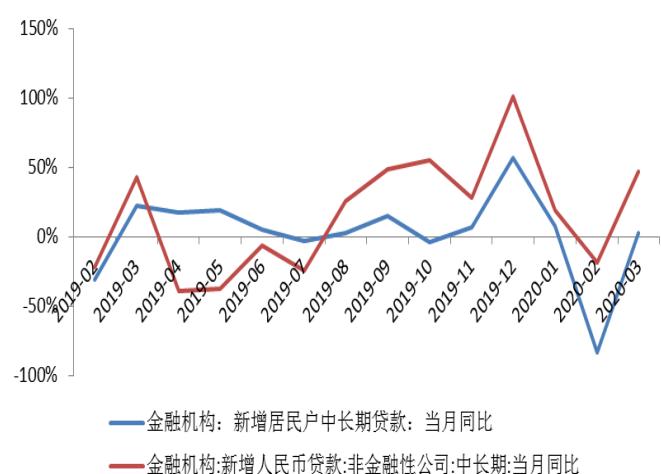
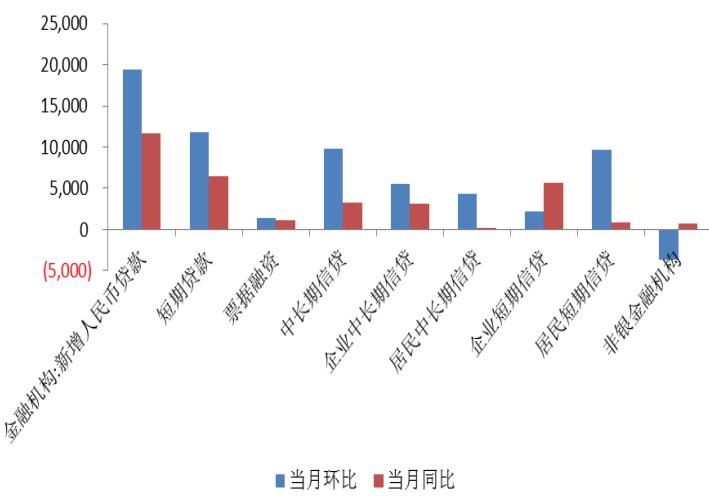
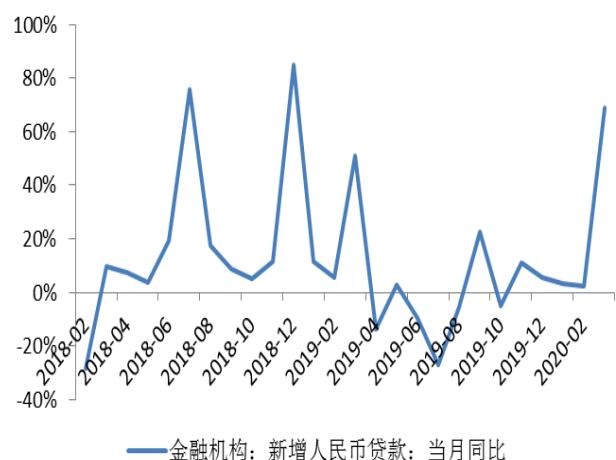
表 3：总体宏观数据及预测值

		202003F	Mar-20	Feb-20
生产	工业增加值	-4.8%	-1.1%	-25.9%
	PMI		52.0%	35.7%
	发电量		-4.6%	3.5%
需求	社会消费品零售	-6.6%	-15.8%	-20.5%
	固定资产投资（累计）	-13.7%	-16.1%	-24.5%
	出口	-12.0%	-6.6%	-17.2%
	进口	-7.9%	-0.9%	-4.0%
物价	贸易顺差:亿美元	193.1	199	-71
	CPI	4.7	4.3	5.2
	PPI	-1.1	-1.5	-0.4
货币	M1 增速		5.00	4.80
	M2 增速	8.70	10.10	8.80
	剪刀差		-5.10	-4.00
	汇率: 美元/人民币	6.99	7.09	7.01
	社会融资规模: 亿元		51492	8578
财政	财政收入增速		-26.1%	3.6%
	财政支出增速		-9.4%	11.2%

社融大超预期。3月新增社融5.15万亿，同比增加2.78万亿，大幅超出市场预期3.14万亿，受益于新增社融的增加，社融存量同比增速11.5%，较2月份提升0.8%。从结构上看，新增非标融资合计为2209亿，同比增加1386亿，其中新增委托贷款-538亿，同比下降1070亿，新增信托贷款-21亿，同比增加528亿，新增银行未贴现承兑汇票2818亿，同比增加1365亿；新增人民币贷款3.04万亿，同比增加1.10万亿，新增地方政府债6344亿，同比增加2932亿，新增企业债券9819亿，同比增加6273亿。从社融数据看，人民币贷款、地方政府债、企业债券、非标融资均出现大幅上升，这显示出政策积极的托底意向，当前流动性环境和信用条件已经非常宽松，未来需要财政政策的积极配合才能进一步激活实体经济的动能。



新增信贷显著高于预期。3月新增人民币信贷2.85万亿，同比增长1.16万亿，高于市场预期1.8万亿，从结构上看，票据融资2075亿，同比增加1097亿，居民短贷5144亿，同比增加850亿，居民长贷4738亿，同比增加133亿，企业短贷8752亿，同比增加5651亿，企业长贷9643亿，同比增加3070亿，非银金融机构贷款-1948亿，同比增加766亿。疫情在得到控制和缓解之后，企业的经营活动开始比较明显的复苏，政策对中小企业的支持力度加大的背景下，企业的短贷和长贷均出现显著的增加。



M2 增速显著回升。3月 M1 同比增速 5.00%，较 2 月份增速回升 0.2%，其中流通中货币同比增速 10.8%，较 2 月份回落 0.1%，单位活期存款同比增速 4.1%，较 2 月份上升 0.3%；3 月份 M2 增速 10.1%，较 2 月份增速回升 1.3%，其中单位定期存款同比增速 8.7%，较 2 月份上升 2.2%，个人存款同比增速 13.0%，较 2 月份上升 1.8%，其他存款同比增速 15.5%，较 2 月份上升 2.1%。

财政收支增速大幅下降。3 月份财政收入同比增速 -26%，增速较 1-2 月降幅扩大 16.2%，其中中央财政收入同比下滑 34%，较 1-2 月份降幅扩大 22.7%，地方财政收入下滑 20.1%，较 1-2 月份降幅扩大 12.1%，从分项看税收收入同比下滑 32%，非税收入同比下滑 2%，主要的税种增值税、企业所得税、个人所得税都出现大幅下滑，土地和地产税种降幅继续扩大，进出口税种尚无明显改观；3 月份财政支出同比增速 -9.4%，较 1-2 月份降幅扩大 6.5%，其中中央财政支出同比增长 2.22%，较 1-2 月份增速回落 2.48%，地方财政收入同比增长 -10.9%，较 1-2 月份降幅扩大 7.9%，从支出项目来看节能环保、城乡社区事务、教育、科技都存在显著的下降，收入的约束对支出端的作用相对明显。3 月政府基金收入增速 0.8%，较 1-2 月份回升 19.4%，政府基金支出增速 52.4%，较 1-2 月份上升 62.8%，政府基金的支出增速的增加主要是由于专项债提前批额度的下发，近期，财政部将再次达提前批专项债额度 1 万亿，财政政策的意图从积极转向更加的积极有为。

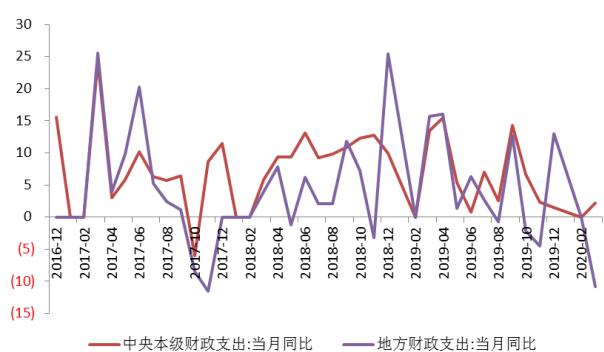
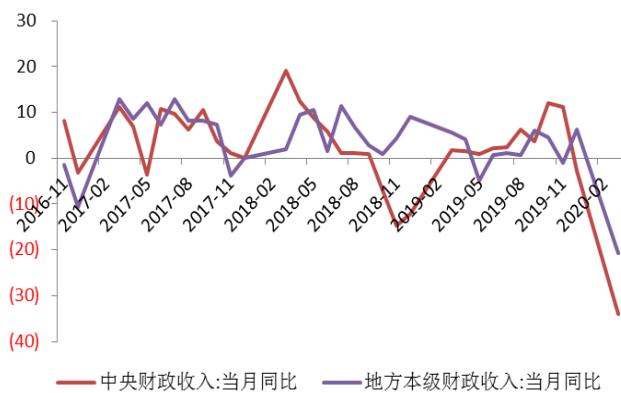
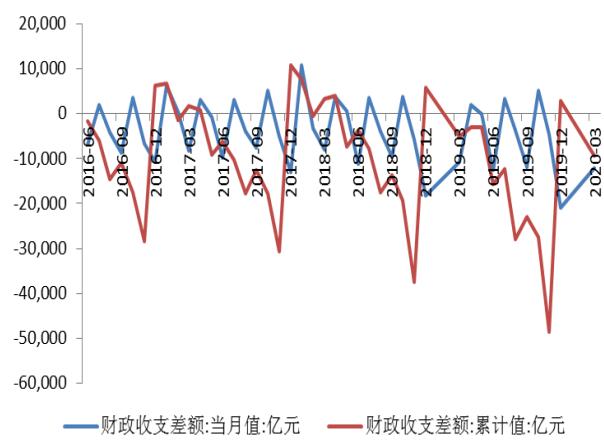
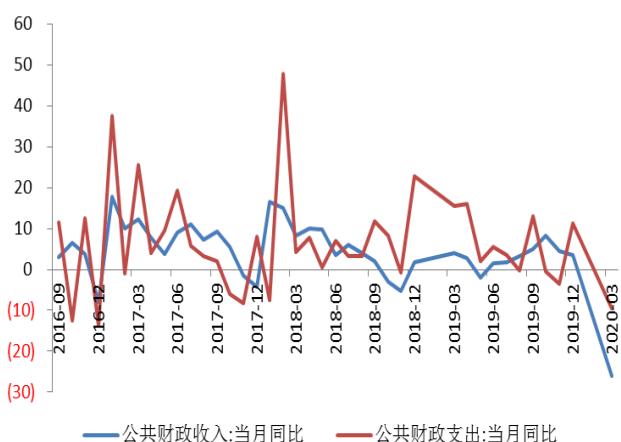
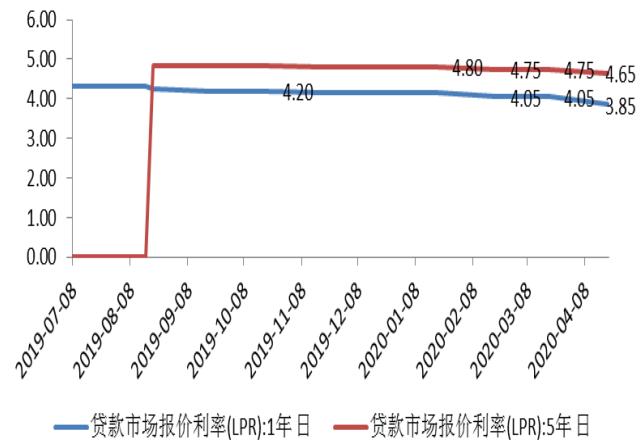
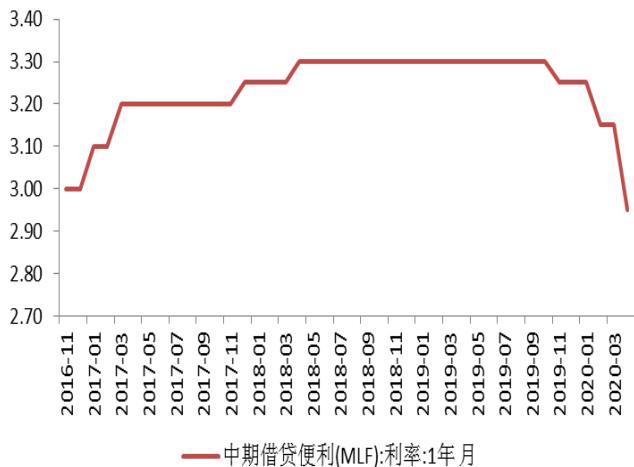


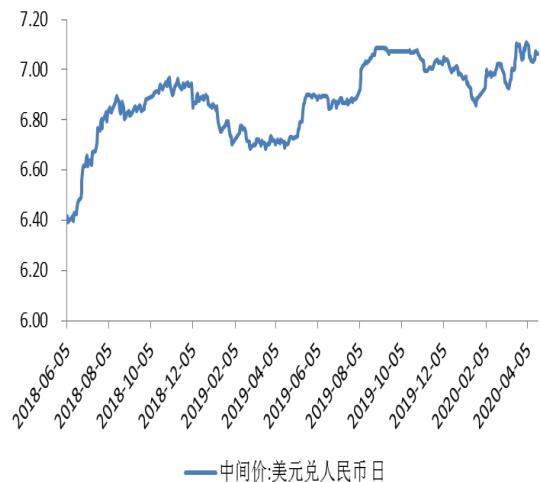
表 3：信贷及财政收支

		Mar-20	Feb-20	Mar-19	同比
货币	社会融资规模	51492	8578	29602	21890
	社融：新增人民币贷款	30375	7202	19584	10791
	社融：新增委托贷款	-588	-356	-1070	482
	社融：新增信托贷款	-21	-540	528	-549
	社融：未贴现银行承兑汇票	2818	-3961	1365	1453
	金融机构新增人民币贷款	28500	9057	16900	11600
	金融机构：居民中长期贷款	4738	371	4605	133
	金融机构：企业中长期贷款	9643	4157	6573	3070
		Mar-20	Dec-19	Mar-19	同比
财政	财政收入	10752	11415	14552	-3800
	财政支出	22934	32411	25315	-2381
	收支差额	-12182	-20996	-10763	-1419

短端快速下行，长端利率维持稳定。截止 4 月 20 日，一年期国债利率下降至 1.1807%，十年期国债利率下降至 2.6035%，一年期 AAA 企业债到期收益率下降至 1.9065%，十年期 AAA 企业债到期收益率维持在 3.8038%。截止至 4 月 17 日，民营企业信用利差数据（中位数）上升至 3.0856%，信用利差回到 2 月初的水平。4 月 3 日，央行宣布 4 月 15 日和 5 月 15 日分别实施两次定向降准，并在 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，在不到一个月的时间内，央行进行了两次定向降准，加上存款准备金率的下调，央行对于引导商业银行信贷扩张，来实现稳经济和稳就业的意图非常明显。4 月 20 号，央行进一步下调了 LPR 利率，其中 1 年期下调 20bp，5 年期下调 10bp，货币政策在“量”和“价”两方面均呈现出宽松的局面。



汇率保持相对稳定。截止 4 月 20 日，美元兑人民币即期汇率为 7.0755，美元兑人民币中间价为 7.0657，汇率波动整体保持稳定。3 月份，外汇储备 3.06 万亿，环比下降 461 亿，外汇占款 21.2 万亿，环比下降 170 亿。



海外需求大幅下滑。美国 3 月份制造业 PMI 为 49.1，较 2 月份回落 1.0，CPI 为 1.50%，较 2 月份回落 0.8%，核心 CPI 为 2.1%，较 2 月份回落 0.3%。欧元区 3 月份制造业 PMI 为 44.5，较 2 月份回落 4.7，CPI 为 0.7%，较 2 月份回落 0.5%，核心 CPI 为 1.0%，较 2 月份回落 0.2%。日本 3 月份制造业 PMI 为 44.8，较 2 月份回落 3.0%。此次疫情对美国的经济造成了巨大冲击，从新增失业人数来看，3月28日首次申请失业金人数再次大幅超过预期，由330.7万人跳升至664.8万人创历史新高，从非农群体来看，3月美国非农就业下降70.1万人，降幅为2009年3月以来最大，远超市场10万人的预期。与此同时，欧盟采购经理人指数创下历史新低，欧盟各国的失业压力正在与日俱增。



指数方面，3月上证综指下跌4.51%，深证综指下跌7.54%，创业板指下跌9.64%，沪深300下跌6.44%，上证50下跌4.67%。行业方面，涨幅前三的行业分别为农林牧渔（申万）、商业贸易（申万）、食品饮料（申万），涨幅分别为11.30%、5.38%、4.26%，跌幅前三的行业为家电（申万）、计算机（申万）、电子（申万），跌幅分别为-10.85%、-12.81%、-20.44%。4月份以来（截止至4月19日），上证综指上涨3.21%，深证综指上涨5.06%，创业板指上涨7.95%，沪深300上涨4.16%，上证50上涨4.45%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、电子（申万）、电气设备（申万），涨幅分别为12.56%、8.20%、8.13%，涨幅后三行业分别为银行（申万）、商业贸易（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为0.89%、0.09%、-1.39%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

3月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	-4.51%	农林牧渔(申万)	11.30%	家用电器(申万)	-10.85%
深证综指	-7.54%	商业贸易(申万)	5.38%	计算机(申万)	-12.81%
创业板指	-9.64%	食品饮料(申万)	4.26%	电子(申万)	-20.44%
4月（截止4月19日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	3.21%	休闲服务(申万)	12.56%	银行(申万)	0.89%
深证综指	5.06%	电子(申万)	8.20%	商业贸易(申万)	0.09%
创业板指	7.95%	电气设备(申万)	8.13%	农林牧渔(申万)	-1.39%

二、对全年经济数据和市场数据点评

3月份，经济有所好转，供给修复好于需求修复。从经济数据看，目前处于复工进度加快带来供应端的率先恢复，工业生产已经大幅好转，但总需求还处在恢复阶段，其中基建和地产投资恢复相对更快，制造业投资和消费恢复相对较慢，进出口出现短暂修复，但后续将持续承压。从社融数据看，货币政策和信用政策宽松加码，政策托底经济的意图明显，当前流动性环境和信用条件已经非常宽松的状态，未来需要财政政策的积极配合才能进一步激活实体经济的动能。从海外来看，疫情对海外经济的影响已经十分明显，其中美国和欧洲的经济活动已经出现明显萎缩，失业人数不断上升，疫情在全球的蔓延促使全球多个国家出台大力度的刺激和纾困计划，短期内这些刺激政策起到了维持市场信心和支撑流动性的作用，但海外经济的停滞仍然会对国内形成较大的冲击。

3月份，疫情在日韩和欧美突然扩散，使得海外市场恐慌情绪升温。与此同时，沙特和俄罗斯在原油市场掀起的价格战，使得原油价格暴跌，并进而引发了市场对美国金融体系的担忧，美股大幅下挫。为了应对疫情可能对经济带来的冲击，美联储进行了紧急降息，但美股并没有就此止住，并进一步演化成流动性危机，直到3月19日前后，美国针对流动性危机出台一系列应对措施，流动性危机得到解除。国内市场受到海外市场的影响，指数出现明显的回调，直到3月23日前后市场才逐步趋于稳定。进入4月份，伴随着各国对疫情监测力度的加大，疫情的发展逐步走向可控阶段，其对资本市场的影响也在逐步减弱，同时各国大力度的刺激计划出台，创造了非常宽松的流动性环境，海外市场普遍出现反弹，与此同时，国内市场也逐步企稳，指数出现显著的回升。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 经济呈现渐进式复苏，基建是激活经济的关键

相比于上一轮非典时期，当前的经济内生动能已经远不如之前，我们判断此次经济的复苏预计将是渐进式的，而不是快速的修复。

从各部门的复苏情况看，投资复苏明显好于消费的复苏，地产和基建投资的复苏明显好于制造业的复苏，进出口复苏面临非常大不确定性。目前，消费和进出口的复苏受到明显的压制，其修复的过程预计是缓慢的，房地产投资的迅速修复更多来自于需求的集中释放，地产投资过热并不是政府希望看到的，因此，未来一到两个季度基建将成为激活当前经济的关键，新老基建预计都会有更为明显的发力。

(二) 政策对冲力度加大，保就业成为政策首要目标

政治局工作会议为当前的经济形势进行定调：今年一季度极不寻常，当前经济发展面临的挑战前所未有。面对严峻的经济形势，宏观政策已经发生明显的调整，政策目标从前期的“六稳”转向“六保”，保就业成为政策的首要目标，政策托底意图已经非常明显。

从政策的执行层面看，货币政策方面，无论是从总量上，还是在价格上，都进行了进一步的宽松，其一是为中小企业创造更宽松的流动性环境，其二是为配合未来更为积极的财政扩张的落地；财政政策方面，财政部表示再次下达提前批专项债额度 1 万亿，加上此前提前下发的专项债，总额度已达到 2.29 万亿，财政部鼓励地方争取在今年 5 月底前将 2.29 万亿元新增专项债发行完毕，财政政策未来将从积极转向更加积极有为。

除此之外，政治局工作会议罕见的提到了降准降息，直接对货币政策操作做出指导，并且继续强调提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债券规模，未来更大力度的宽松预计是货币政策和财政政策的基调。

(三) 海外疫情得到控制，警惕疫情再次扩散

政治局在工作会议上明确的强调疫情防控常态化，要内防反弹、外防输入，表明当前高层对于疫情防控仍维持谨慎的态度。

从目前海外疫情的发展来看，欧洲主要国家新增确认人数已经明显回落，美国新增确认人数还处在筑顶阶段，疫情在发达国家的扩散已基本得到控制，受制于检测能力的限制，疫情在大部分发展中国家扩散和蔓延的程度仍未被完全掌握，这使得疫情的风险仍然面临不确定性。

除此之外，根据以往的传染病经验，疫情在第一波得到控制之后，常常伴有第二次或第三次的传播，疫情的进一步扩散是未来的风险所在。

(四) 疫情深刻影响全球化进程，国内体制改革迫在眉睫

此次疫情在全球范围内的爆发，使各国开始反思目前这种各国深度分工，高度相互依赖的全球经济结构是否存在缺陷，从长远看，疫情全球化对经济全球化及地缘政治会带来深刻的影响。

事实上，中美贸易战的爆发本身就是由于经济体制冲突而带来的逆全球化结果的集中体现。中美矛盾本来已经在一定程度上得到缓解，但疫情使的扩散使中美矛盾向更大范围延伸，所以我们才会看到华为甚至开始被德国拒绝使用。

国内高层已经清晰认识到需要做出改变来适应未来的市场经济体系，特别是近期中央和国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，其目的就在于加速推进各项市场导向的改革。疫情给经济全球化带来很大危机，只有做出积极的体制机制改革，中国才会不被排斥在全球化的体系之外。

(四) 市场阶段性反弹，未来预计维持震荡和分化

短期来看，经济处于渐进式复苏阶段，国内政策对冲力度加大、海外疫情得到控制、体制机制改革提升风险偏好，权益市场出现阶段性反弹，而此轮反弹当中与地产投资和基建投资关联度较高的品种，受益于产业链的快速复苏，股价表现尤为强势，部分公司股价甚至创出新高。

中期来看，结合上述分析，基建将成为起到激活内需的关键，基本面的修复将率先从相关领域开始，未来更大力度的宽松预计将成货币政策和财政政策的基调，宏观政策向上，企业盈利向下的局面将继续延续，市场预计会维持当前震荡和分化的行情。

四、未来操作思考

鉴于疫情对外需以及经济全球化带来影响，未来相当长的时间内，我们可能会更加聚焦到内需品种当中，寻找在疫情影响下竞争格局更优，企业竞争能力得到进一步强化的公司。

未来处在震荡行情，仓位仍然不是最主要的选择，如何聚焦于结构上的优化是我们投资的首选。

【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司（以下简称“本公司”）内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。