

## 4月经济继续修复

报告摘要：

- 核心观点：**1) 内需企稳回升，基建依然是主要抓手。当前经济探底缓慢回升，但需求的不足依然是核心矛盾，制造业和消费回升速度较慢，出口的短期回升不具备持续性，内需依然是未来一段时间政策的关注焦点，而基建则是激活内需的主要抓手；2) 政策以托底为主，兼顾结构调整。全国两会召开，政府工作报告未对全年经济增速提出具体目标，以保就业和保民生为政策主线。财政政策落地“更加积极有为”，货币政策定调全年偏宽松，兼顾结构调整，并未推进大规模经济转型计划；3) 新增确诊病例仍居高位，海外经济持续承压。欧美主要发达国家新增确诊人数逐渐见顶回落，但巴西，印度等国家新增感染患者逐渐增加，导致全球总体的新增确诊人数居高不下，在疫苗出来之前，或将对全球经济造成较长时期的压制；4) 美国对华为限制升级，中美关系不确定性增加。美国商务部发布公告，限制华为使用美国技术和软件在美国境外设计和制造半导体的能力，并且将360等33家企业列入实体清单。在全球经济下行的背景下，中美博弈加剧，将不仅影响中美双方，同时也会对全球的经济恢复造成影响；5) 结构性行情扩散，未来预计维持震荡和分化。短期来看，国内经济触底回升但斜率较缓，海外疫情虽已受控，但经济层面尚未有复苏的迹象，权益市场小幅反弹，结构上从先前的基建产业链、必选消费品逐步扩展到可选消费行业；中期，尽管两会并未传递出超预期的强刺激政策，但影响市场走势的核心变量（基本面的逐渐修复和流动性持续宽裕）依然没有改变，预计会维持当前的震荡和分化行情。
- 数据点评：**从经济数据看，4月经济延续3月份企稳态势，中下游需求逐渐修复，生产端修复速度相对较快，但需求不足依然是核心矛盾，消费和制造业投资恢复较慢；从社融数据看，货币政策保持宽松，政府逆周期调节持续加码，当前流动性环境已经处于非常宽松的状态；从海外来看，疫情对海外经济的影响已十分显著，各国大面积的刺激计划虽然短期提升了市场信心和流动性，但实体经济的下滑峰值或还未真正到来，外需的下滑或是未来相当长一段时间内我国所需面对的宏观环境。
- 投资操作：**鉴于海外疫情的长尾效应，以及中美关系的不确定，我们认为未来的投资要更加关注内需，回避外需。未来仍会处在震荡行情，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。

2020-5-26

宏观分析

投资经理 崔红建

cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭峰

guofeng@shifengamc.com

研究员

边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人

魏翔翔

021-61093233

office@shifengamc.com

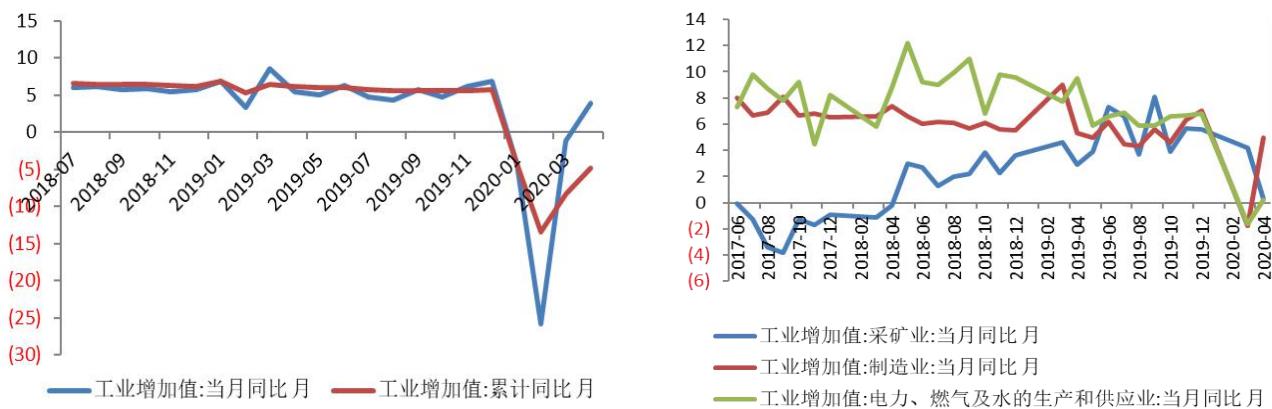
## 目录

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.....	16
三、对未来宏观经济和证券市场的展望.....	17
四、操作结论.....	19

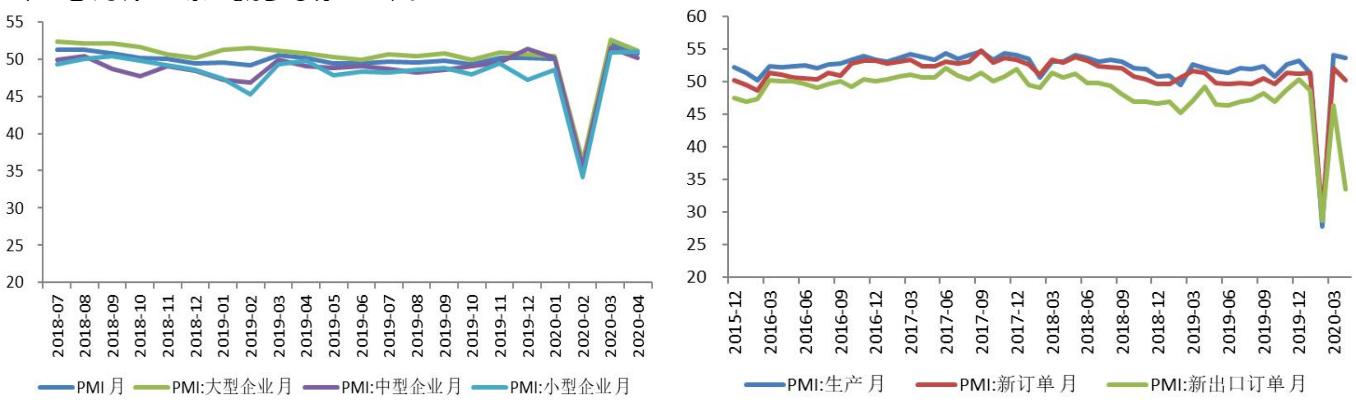
# 一、报告期内宏观经济分析

4月份经济延续上月趋势修复，工业生产转正，但需求端的不足依然是核心矛盾，其中地产和基建投资增速转正，制造业和消费的恢复较慢，具体数据如下：

**工业增加值年内首次转正。**4月份工业增加值同比上升3.9%，较3月份上升5pct，1-4月工业增加值累计同比下降4.9%，较1-3月份降幅收窄3.5pct。其中，4月份采矿业工业增加值同比上升0.3%，较3月份下降3.9pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升0.2%，较3月份上升1.8pct；制造业工业增加值同比上升5%，较3月份上升6.8pct。相较而言，中下游的工业生产有所修复，尤其是中游制造端，专用设备和金属制品等行业生产景气度明显提升，而上游采矿业则更多处于去库存阶段。



**制造业 PMI 小幅回落。**4月制造业 PMI 为 50.8，较 3 月份回落 1.2，其中大企业 PMI 为 51.1，较 3 月份回落 1.5；中型企业 PMI 为 50.2，较 3 月份回落 1.3；小型企业 PMI 为 51，较 3 月份回升 0.1。4月非制造业 PMI 为 53.2，较 3 月份回升 0.9，其中建筑业 PMI 为 59.7，较 3 月份回升 4.6，服务业 PMI 为 52.1，较 3 月份回升 0.3。从结构上看，PMI 生产指标、需求指标环比均有所回落，尤其是新出口订单指标大幅下滑，唯有产成品库存上升，价格指标进一步走弱，疫情的影响还未完全消除，预计仍需要较长时间的消化，不过值得注意的是，4 月份建筑业 PMI 指标回升明显，建筑行业景气度逆势上升。



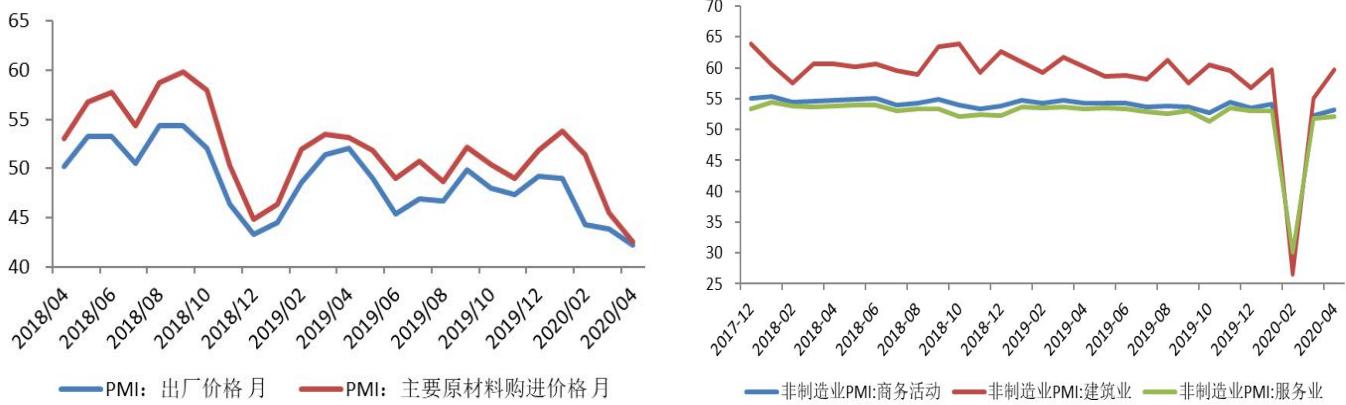
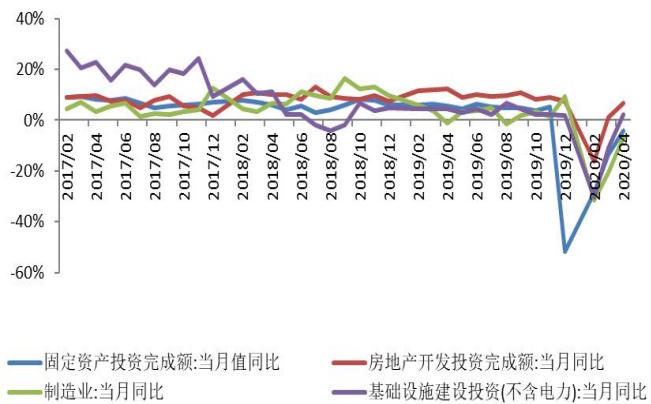
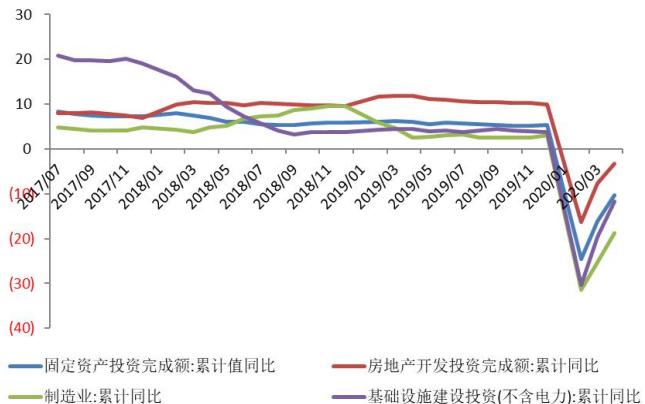


表 2: PMI 及 PMI 分项指标

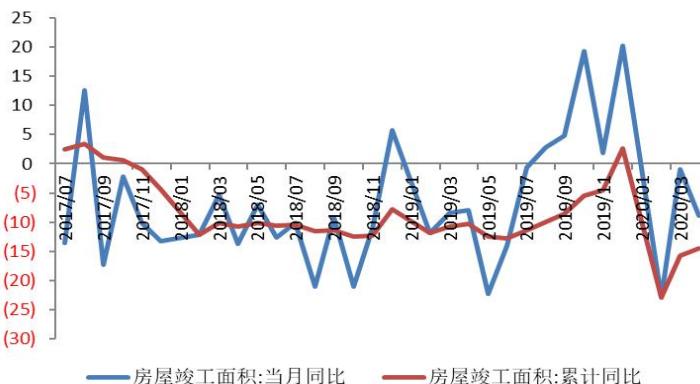
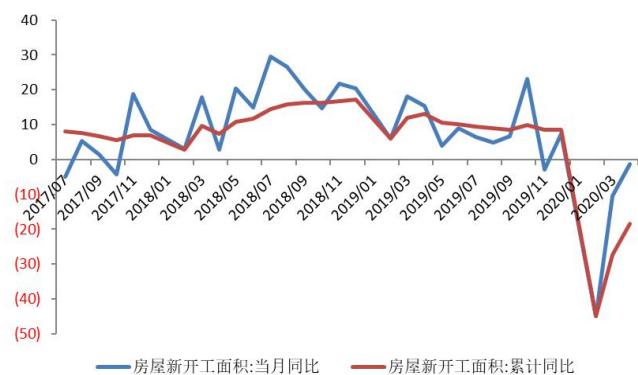
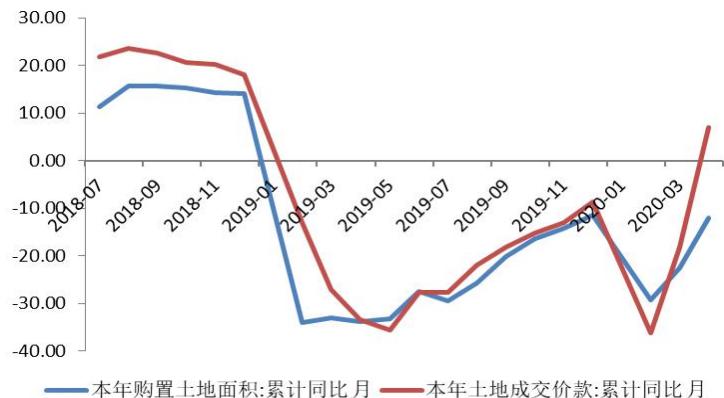
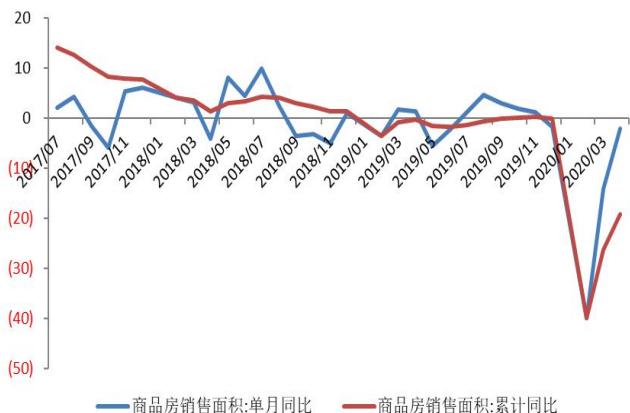
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.80	52.00	收缩
生产端	PMI: 采购量	52.00	52.70	收缩
	PMI: 生产	53.70	54.10	收缩
需求端	PMI: 新订单	50.20	52.00	收缩
	PMI: 新出口订单	33.50	46.40	收缩
	PMI: 进口	43.90	48.40	收缩
库存	PMI: 产成品库存	49.30	49.10	扩张
	PMI: 原材料库存	48.20	49.00	收缩
价格	PMI: 购进价格	42.50	45.50	收缩
	PMI: 出厂价	42.20	43.80	收缩
就业	PMI: 从业人员	50.20	50.90	收缩

投资降幅明显收窄。1-4 月全国固定资产投资累计增速-10.3%，较 1-3 月降幅收窄 5.8pct。其中，地产投资累计增速-3.3%，较 1-3 月累计降幅收窄 4.4%；基建投资累计增速-11.8%，较 1-3 月累计降幅收窄 7.9pct；制造业累计增速-18.8%，较 1-3 月累计降幅收窄 6.4pct。1-4 月民间投资增速-13.3%，较 1-3 月份降幅收窄 5.5pct。相较而言，地产投资和基建投资的恢复更为明显，单

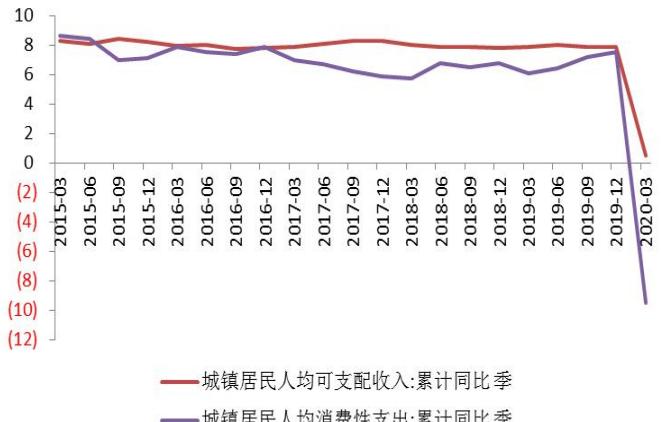
月投资增速转正，制造业投资处于爬升过程当中，考虑到当前宏观经济依然存在压力，基建和地产投资作为托底经济的重要抓手，从边际上看未来仍会有逐步上行的可能。

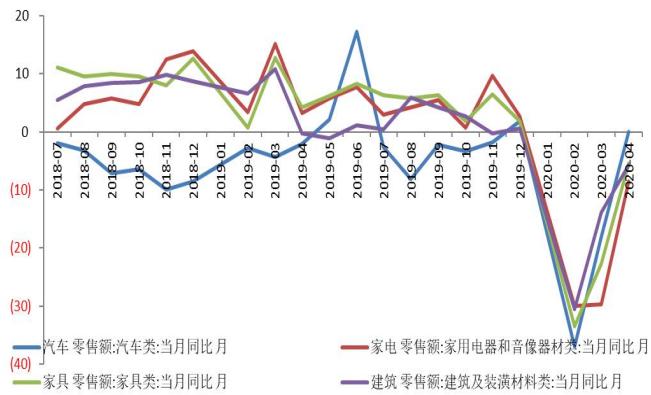


**地产销售降幅收窄。**1-4月销售面积累计同比增速-19.3%，较1-3月降幅收窄7pct；销售金额累计同比增速-18.6%，较1-3月降幅收窄6.1pct。1-4月新开工累计同比增速-18.4%，较1-3月降幅收窄8.8pct；竣工面积同比增速-14.5%，较1-3月降幅收窄1.3pct，4月单月竣工面积同比增速-8.83%，较3月下降7.95pct，竣工数据再次转弱。1-4月土地购置面积累计增速-12%，较1-3月降幅收窄10.6pct，4月土地购置面积同比上升14%；1-4月土地成交价款同比增速6.9%，较1-3月降幅收窄25pct，4月份土地成交均价同比上升60%。1-4月房地产开发资金来源同比增速-10.4%，较1-3月份增速降幅收窄3.4pct。从地产数据来看，4月份房地产销售、新开工同比降幅迅速收窄，土地购置面积转正，土地成交价款更是大幅回升，而地产竣工数据则重新回落。在宏观经济压力加大的背景下，房地产投资转向开工和施工环节，土地市场活跃程度有所提升，但当前“房住不炒”依然是主要基调，地产融资回升速度较慢，房贷利率下降并不明显，预计未来房产市场边际上以缓慢回升为主，短期结构上开工端好于竣工端，地产的改善仍然是经济重回正轨的关键。



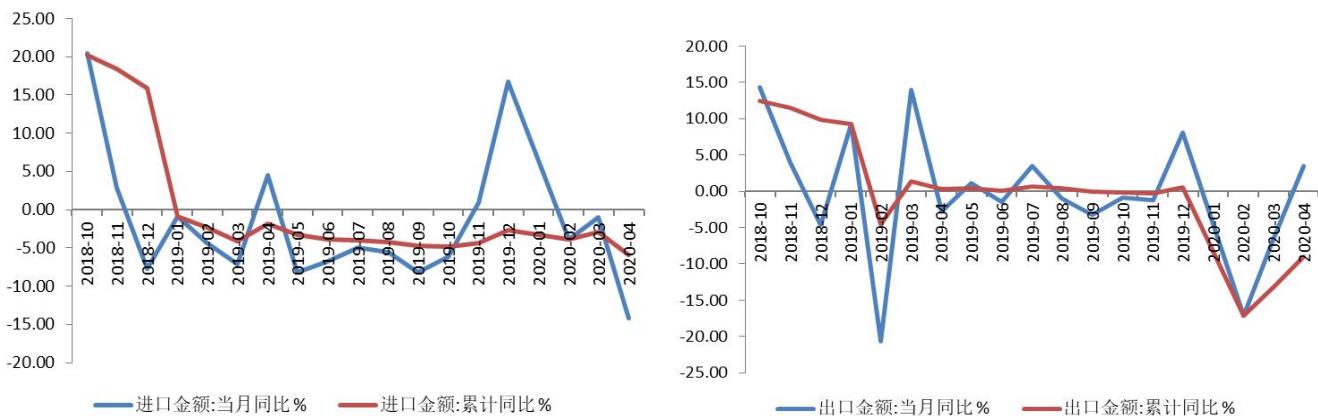
**消费增速缓慢复苏。**4月社零总额增速-7.5%，较3月降幅收窄8.3pct，剔除价格因素影响，社零总额实际当月增速-9.1%，较3月降幅收窄9pct；4月限额以上社零总额增速-3.2%，较3月份降幅收窄11.8pct。除此之外，4月份，网上商品和服务零售总额同比增速6%，较3月份上升5pct。耐用消费品方面，汽车、家电、家居、珠宝、建筑及装潢建材降幅都有所收窄，汽车消费跌幅收窄至0，通讯器材增速转正，同比增长12.2%；非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长18.2%，饮料同比增长12.9%，烟酒消费增速转正，同比增长7.1%，石油及制品、服装纺织仍大幅下滑。





		20-Apr	20-Mar	结构占比
耐用消费品	汽车	0.0	-18.1	28%
	家用电器	-8.5	-29.7	6%
	家具类	-5.4	-22.7	2%
	建筑装潢	-5.8	-13.9	2%
	金银珠宝	-12.1	-30.1	2%
	通讯器材	12.2	6.5	3%
非耐用消费品	食品	18.2	19.2	15%
	石油制品	-14.1	-18.8	13%
	服装鞋帽	-18.5	-34.8	10%
	中西药品	8.6	8.0	6%
	日用品类	8.3	0.3	4%
	文化办公	6.5	6.1	2%
	书报杂志	-11.5	3.6	2%
	化妆品	3.5	-11.6	1%
	体育娱乐	11.6	-7.1	1%

**进出口走势分化。**4月进口增速-14.2%，较3月降幅扩大13.2pct，出口增速3.5%，增速转正，较3月上升10.1pct。进口方面，对美进口增速-11.1%，较3月降幅收窄1.7pct；对欧盟进口增速-14.8%，较3月降幅扩大14.8pct；对日本进口增速-5.1%，较3月回落9.9pct。出口方面，对美出口增速2.2%，较3月回升23pct；对欧盟出口增速-4.5%，较3月降幅收窄19.7pct；对日本出口增速33%，较3月回升34.4pct。4月出口增速明显回升，尤其是对美欧日等发达国家的出口大幅回暖，或主要受到疫情扩散的影响，防疫物资出口或是主要影响因素。分产品看，高新技术产品、机电产品出口增速分别为10.9%和5.5%，较3月分别回升18.4pct和14.4pct，而服装及衣物出口增速-30.3%，降幅较3月扩大5.5pct，表明4月出口数据超预期主要是结构端的影响。4月进口数据进一步下跌，主要与原油价格大幅有关，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+12.6%、-7.5%、+18.5%，而进口金额分别同比-5.2%、-49.3%、+18.2%。从目前的情况看，出口的恢复并不具备持续性，外部压力仍存，预计内需依然是未来一段时间内的主要发力点，并且从4月铜和铁的原材料进口数量看，随着相关政策的发力，内需已初步企稳，经济维稳相对可控。



**通胀持续回落。**4月CPI同比为3.3%，较3月份增速回落1pct，食品CPI同比增长14.8%，增速较3月份回落3.3pct，其中，猪肉同比上升96.9%，环比下降7.6%，鲜果同比下降-10.5%，环比下降2.2%，鸡蛋同比下降2.7%，环比下降1.9%，蔬菜同比下降3.7%，环比下降8.0%；4月非食品CPI同比增速0.4%，较3月份回落0.3pct，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。4月PPI同比为-3.1%，较3月份增速回落1.6pct，其中生产资料同比增速-4.5%，较3月份增速回落2.1pct，生活资料同比增速0.9%，较3月份增速回落0.3pct。PPI的加速回落与石油价格下跌密切相关，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。

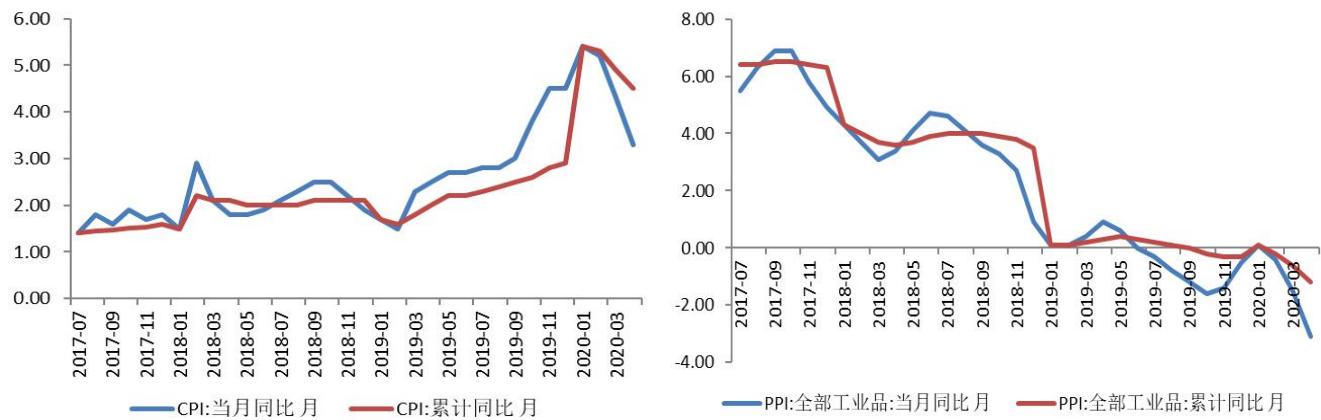
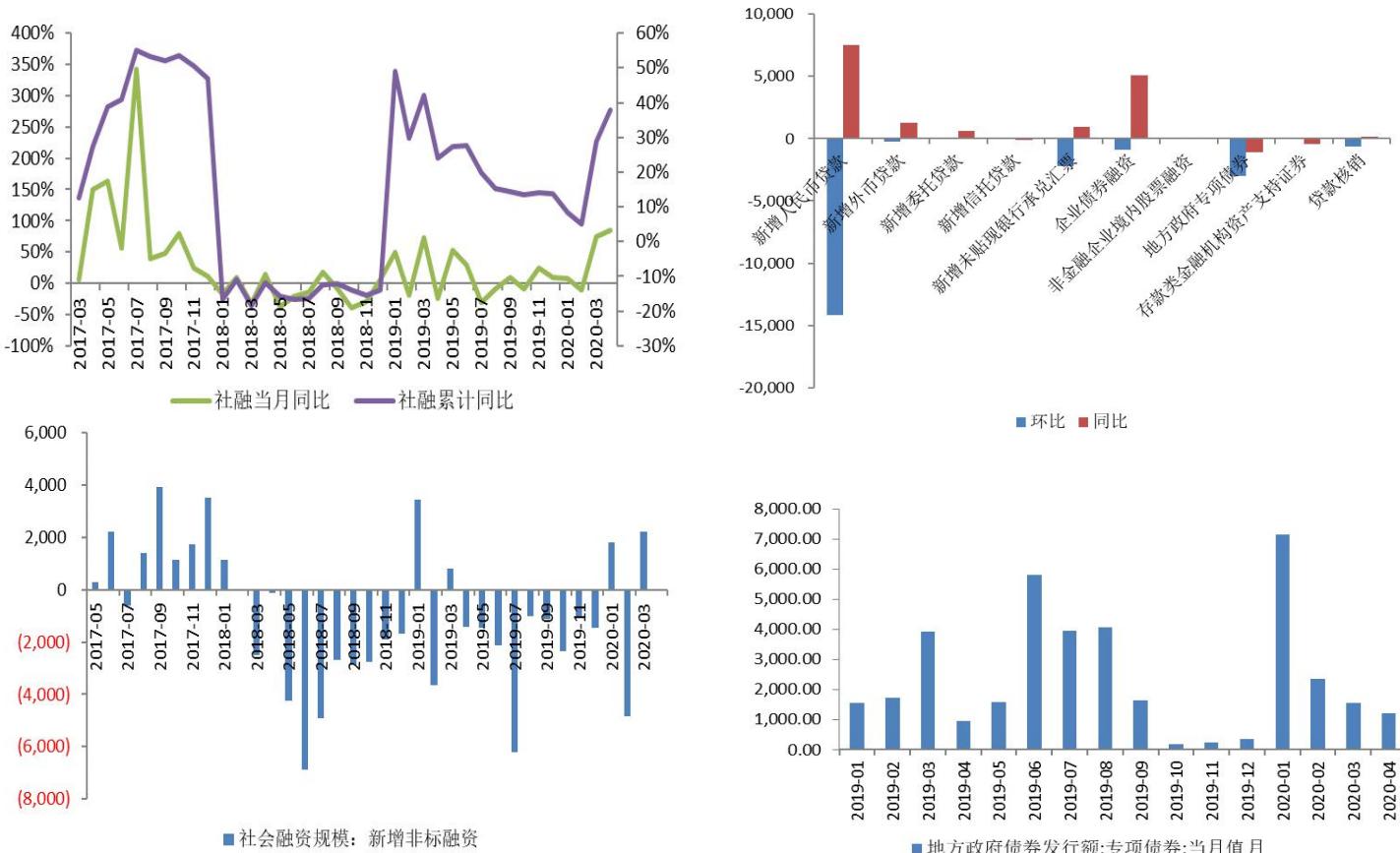


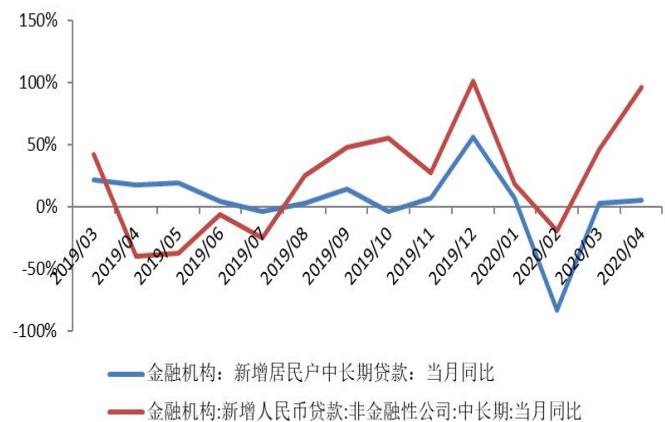
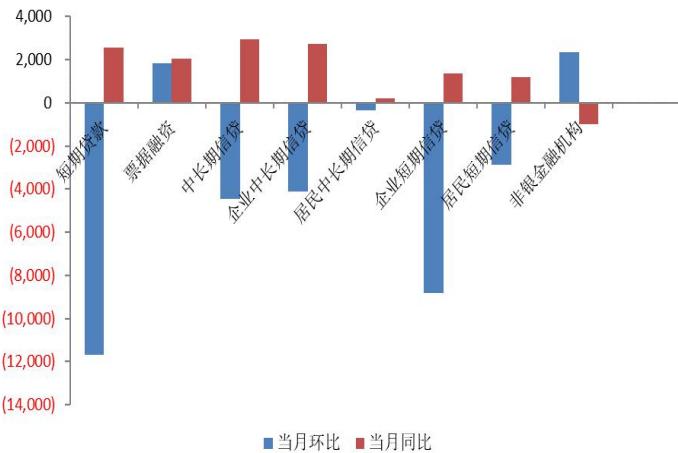
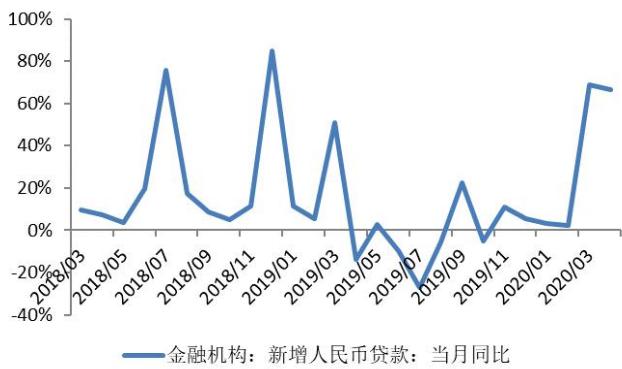
表 3：总体宏观数据及预测值

		202005F	Apr-20	Mar-20
生产	工业增加值	6.0%	3.9%	-1.1%
	PMI		50.8%	52.0%
	发电量		0.3%	-4.6%
需求	社会消费品零售	8.0%	-7.5%	-15.8%
	固定资产投资(累计)	3.8%	-10.3%	-16.1%
	出口	-12.5%	3.5%	-6.6%
	进口	-7.4%	-14.2%	-0.9%
	贸易顺差:亿美元	154	453.3	198.8
物价	CPI	3	3.3	4.3
	PPI	-3	-3.1	-1.5
货币	M1 增速		5.50	5.00
	M2 增速	9.20	11.10	10.10
	剪刀差		(5.60)	(5.10)
	汇率: 美元/人民币	7.07	7.06	7.09
	社会融资规模: 亿元	26000	30941	51622
财政	财政收入增速		-15.0%	-26.1%
	财政支出增速		7.5%	-9.4%

**新增社融持续放量。**4月新增社融3.09万亿，同比增长85%，大幅超出市场预期2.16万亿，受益于新增社融的增加，1-4月累计新增社融同比增长38%，较1-3月份提升9pct。从结构上看，新增非标融资合计为21亿，同比增加1446亿，其中新增委托贷款-597亿，同比增加618亿，新增信托贷款23亿，同比下降106亿，新增银行未贴现承兑汇票577亿，同比增加934亿；新增人民币贷款1.62万亿，同比增加7506亿，新增政府债券3357亿，同比下降1076亿，新增企业债券9015亿，同比增加5066亿。从社融数据看，人民币贷款、企业债券、非标融资均出现大幅上升，显示出政策积极的托底意向，政府债券4月发行有所下降，主要受到专项债提前下发额度限制（1.3万亿）影响。当前流动性环境已非常宽松，并且随着CPI数据的进一步回落，货币政策逆周期调节经济下行周期的制约减弱，本轮宽货币周期有望延续。



**新增信贷显著高于预期。**4月新增人民币信贷1.70万亿，同比增长6800亿，高于市场预期1.3万亿。从结构上看，票据融资3190亿，同比增加2036亿，居民短贷2280亿，同比增加1187亿，居民长贷4389亿，同比增加224亿，企业短贷-62亿，同比增加1355亿，企业长贷5547亿，同比增加2724亿，非银金融机构贷款404亿，同比减少1013亿。信贷数据从总量和结构上看均呈现显著改善，尤其是企业中长期贷款数据表现优秀，在疫情的得到控制和缓解之后，政策发力，企业正常的经营活动开始逐渐复苏。



**M2 增速显著回升。**4 月 M1 同比增速 5.50%，较 3 月份增速上升 0.5pct，其中流通中货币同比增速 10.2%，较 3 月份回落 0.6pct，单位活期存款同比增速 4.7%，较 3 月份上升 0.6pct；4 月份 M2 增速 11.1%，较 3 月份增速上升 1pct，其中单位定期存款同比增速 11.1%，较 3 月份上升 2.4pct，个人存款同比增速 12.9%，较 3 月份回落 0.1pct，其他存款同比增速 19.2%，较 3 月份上升 3.6pct。当前 M2 同比增速快于 M1，也快于当前社融存量增速，表明资金可能并未充分流入实体经济，微观个体盈利能力相对较弱。



财政缺口进一步加大。4月份财政收入同比增速-15.0%，跌幅较3月收窄11.1pct，其中中央财政收入同比下滑21.0%，较3月份降幅收窄12.8pct；地方财政收入下滑9.1%，较3月份跌幅收窄11.6pct。从分项看，税收收入同比下滑17.3%，非税收入同比上升4.38%，主要的税种增值税、企业所得税、个人所得税、关税、城市建设税等税收收入跌幅有所收窄，消费税、出口退税、土地增值税等税收收入增速转正，整体看财政收入依然表现较弱。财政支出方面，4月财政支出同比增7.38%，增速转正，较3月提升16.9pct，其中中央财政支出同比增速-7.07%，较3月份增速回落9.3pct；地方财政支出同比增速11.08%，较3月份增速回升22pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比增长24.0%，教育支出同比增长6.7%，科学技术支出同比增长11.7%，农林水事务支出同比增长6.0%，交通部运输支出同比下降14.9%。当前财政支出项目以稳定民生就业为主。政府性基金收入增速-1.3%，增速较3月份回落2.1pct；政府性基金支出增速70.0%，增速较3月份上升17.5pct。政府性基金收入与支出的缺口明显上升，主要受到专项债提前批额度的下发的影响。4月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字2987亿元，和去年同期3680亿元盈余相比，同比扩张6667亿元。1-4月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字1.95万亿元，同比扩张1.36万亿元，财政缺口进一步加大。

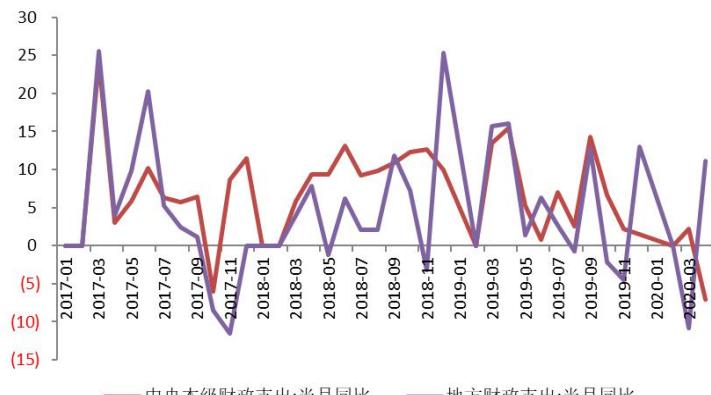
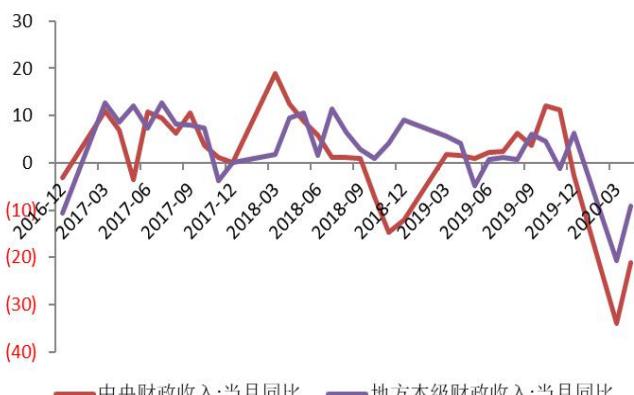
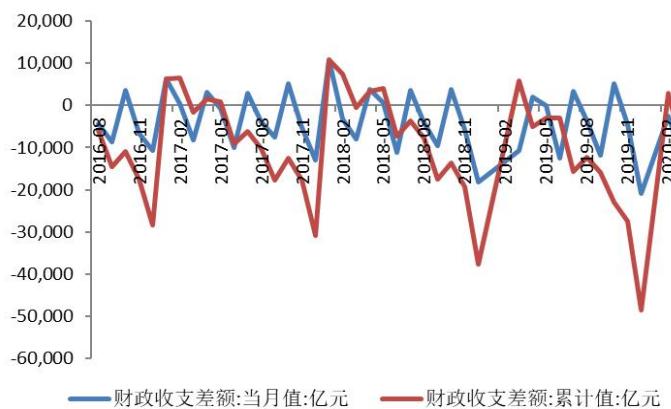
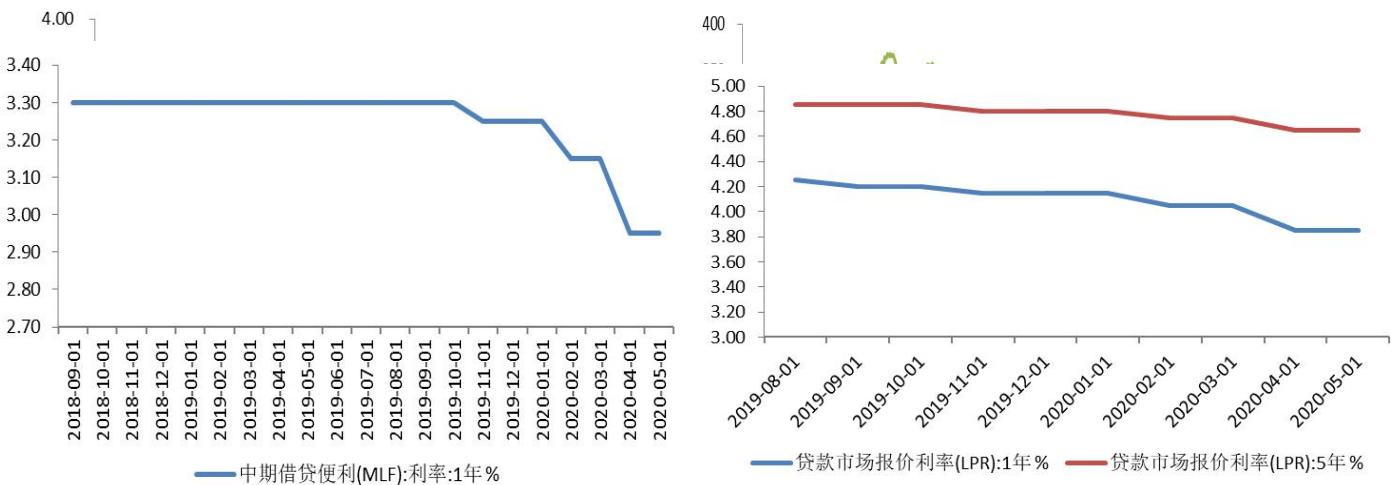


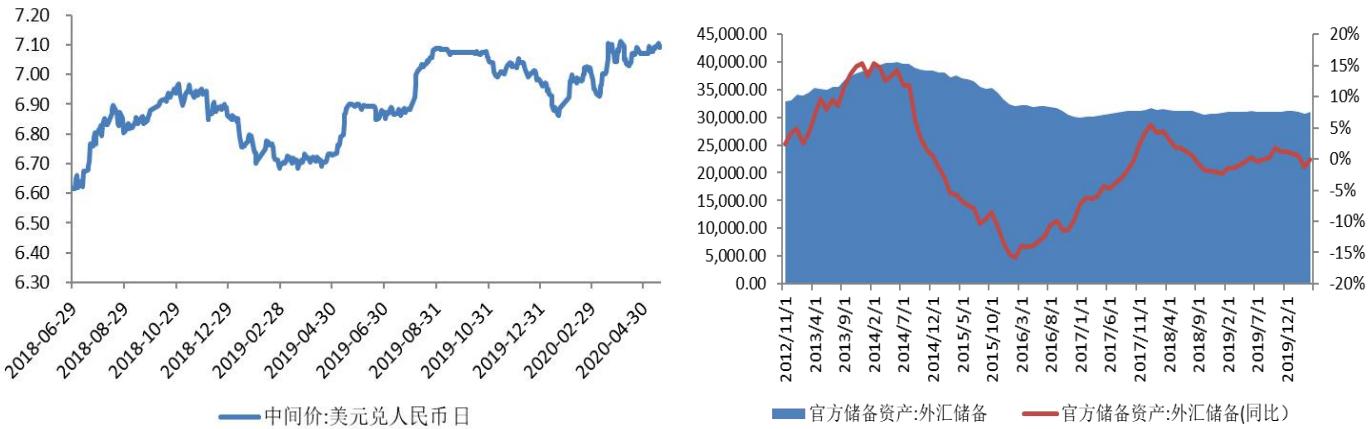
表 3：信贷及财政收支

		Apr-20	Mar-20	Apr-19	同比
货币	社会融资规模	30941	51622	16710	14231
	社融：新增人民币贷款	16239	30390	8733	7506
	社融：新增委托贷款	-579	-588	-1197	618
	社融：新增信托贷款	23	-21	129	-106
	社融：未贴现银行承兑汇票	577	2818	-357	934
	金融机构新增人民币贷款	17000	28500	10200	6800
	金融机构：居民中长期贷款	4389	4738	4165	224
	金融机构：企业中长期贷款	5547	9643	2823	2724
财政	财政收入	16149	10752	18995	-2846
	财政支出	18312	22934	17038	1274
	收支差额	-2163	-12182	1957	-4120

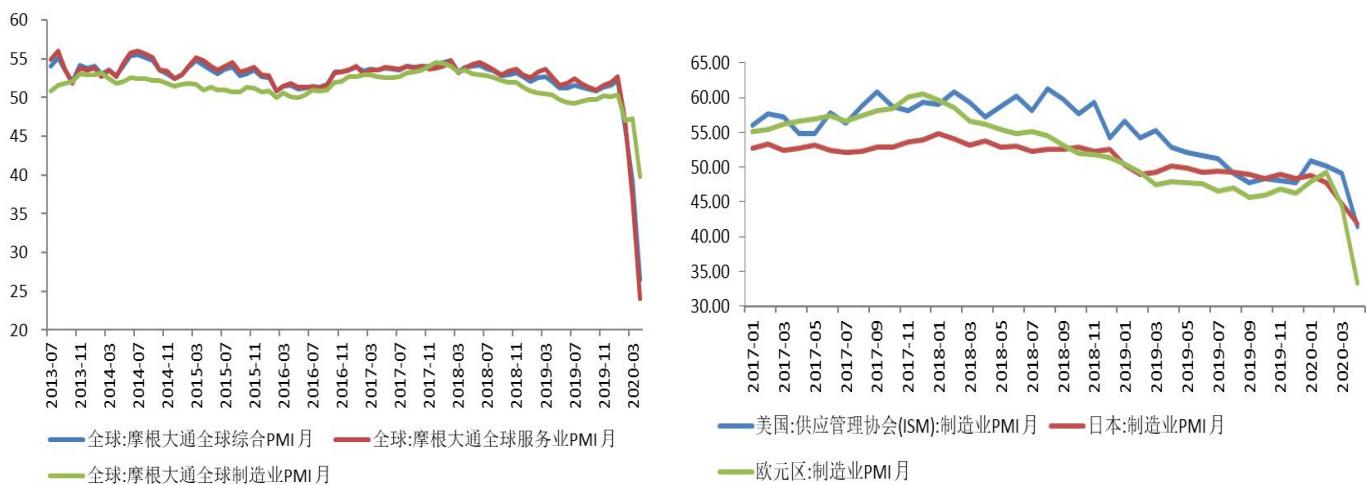
利率保持低位，MLF 量缩价平。截止 5 月 19 日，一年期国债利率小幅回升 1.2331%，十年期国债利率回升 2.7279%，一年期 AAA 企业债到期收益率上升至 1.9426%，十年期 AAA 企业债到期收益率上升至 4.0300%。截止至 5 月 19 日，民营企业信用利差数据（中位数）下降 11.7 个 BP，信用利差小幅回落。5 月 15 日，央行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 1000 亿元（到期 2000 亿元），中标利率为 2.95%，与 4 月持平。MLF “价平量缩”低于市场预期，当前银行间的流动性已非常充裕，国股行 1 年期同业存单利率仅为 1.6% 左右，同时，4 月份经济数据已有初步企稳，此时央行不急于进一步下调 MLF 利率。5 月 20 日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.85%、4.65%，均与上月持平。



汇率保持相对稳定。截止 5 月 19 日，美元兑人民币即期汇率为 7.1069，美元兑人民币中间价为 7.0912，汇率波动整体保持稳定。4 月份，外汇储备 3.09 万亿，环比上升 308 亿，外汇占款 21.2 万亿，环比下降 164 亿。



海外需求大幅下滑。美国 4 月份制造业 PMI 为 41.5，较 4 月份回落 7.6，CPI 为 0.3%，较 3 月份回落 1.2pct，核心 CPI 为 1.4%，较 3 月份回落 0.7pct。欧元区 4 月份制造业 PMI 为 30.4，较 3 月份回落 11.1，CPI 为 0.4%，较 3 月份回落 0.3pct，核心 CPI 为 0.9%，较 3 月份回落 0.1pct。日本 4 月份制造业 PMI 为 41.9，较 3 月份回落 2.9pct。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，4 月份美国新增失业登记人数 1594 万人，较 3 月上升 1459 万人，4 月份美国失业率飙升至 14.7%，为经济大萧条以来的最高水平。从非农群体来看，4 月美国非农就业下降 2050 万人，一个月内抹掉了近 10 年来增加的就业岗位。



指数方面，4月上证综指上涨3.99%，深证综指上涨5.85%，创业板指上涨10.55%，沪深300上涨6.14%，上证50上涨6.42%。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21.71%、11.42%、10.00%，跌幅前三的行业为农林牧渔（申万）、采掘（申万）、纺织服装（申万），跌幅分别为-0.32%、-0.85%、-5.23%。5月份以来（截止至5月21日），上证综指下跌1.62%，深证综指下跌0.62%，创业板指下跌1.10%，沪深300下跌2.26%，上证50下跌3.01%。行业方面，涨幅前三的行业分别为食品饮料（申万）、商业贸易（申万）、家用电器（申万），涨幅分别为4.90%、2.81%、2.51%，涨幅后三行业分别为房地产（申万）、农林牧渔（申万）、非银金融（申万），跌幅分别为-4.51%、-4.86%、-5.03%。

表5：主要指数及领涨领跌板块

4月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	3.99%	休闲服务(申万)	21.71%	农林牧渔(申万)	-0.32%
深证综指	5.85%	电子(申万)	11.42%	采掘(申万)	-0.85%
创业板指	10.55%	电气设备(申万)	10.00%	纺织服装(申万)	-5.23%
5月（截止5月21日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-1.62%	食品饮料(申万)	4.90%	房地产(申万)	-4.51%
深证综指	-0.62%	商业贸易(申万)	2.81%	农林牧渔(申万)	-4.86%
创业板指	-1.10%	家用电器(申万)	2.51%	非银金融(申万)	-5.03%

## 二、对当期经济数据和市场数据点评

4月份，经济延续3月份企稳态势，中下游需求逐渐修复。从国内数据看，生产端，工业增加值数据年内首次转正，制造业生产景气度明显修复；需求端，投资、消费数据跌幅持续收窄，其中基建和地产投资增速回升较快，单月投资增速转正，制造业投资则处于缓慢爬升过程当中。消费端线上商品消费仍保持较快增长，线下消费依然承压，耐用消费品增速修复相对较快，非耐用消费品则相对平稳。出口数据方面短期有所修复，但结构影响因素较大，防疫物资出口相对较多，不具备持续性。从社融数据看，货币政策持续加码，融资成本保持低位，在外需压力仍存，并且在通胀掣肘消除的情况下，未来货币政策预计仍将持续宽松，内需仍是短期经济维稳的重要发力点。从海外来看，疫情对海外经济的影响已经非常显著，其中美国和欧洲的经济活动出现大幅萎缩，美国失业率创大萧条以来的新高，大面积的刺激计划虽然短期提升了市场信心和流动性，但实体经济的下滑峰值或还未真正到来，美联储最新研究表示2020年的6-7月份，美国失业率将进一步上升至25%，并且在2021年还将保持高位，因此，外需的下滑或是未来相当长一段时间内我国所需面对的宏观环境。

市场方面，4月份国内疫情控制良好，海外疫情持续发酵，全球总体的日新增感染人数居高不下，但在区域上出现分化，欧美发达国家疫情见顶回落，印度、巴西、非洲国家等区域则出现明显扩散。欧美主要经济体陆续推出解封和重启计划，从“应急防控”向“常态化防控”过渡。欧美市场在前期大幅下挫后反弹，恐慌情绪消退，但由于实体经济持续承压，指数反弹幅度整体有限。国内市场受到海外市场影响，指数小幅回升，外资逐步回流，并且随着年季报的密集披露，市场对年季报业绩表现稳定的企业给予较高的估值溢价，电子、食品饮料等一季度业绩受疫情影响较小的板块表现较好。进入5月份，政府进一步推出经济托底政策，如基建REITs政策、新时代西部大开发等，逆周期调节持续发力，同时颁布对旅游、影院等行业的解禁通知以促进居民消费的回升。资本市场延续4月份的表现趋势，指数小幅上涨，电子、食品饮料板块继续领跑。5月15日，美国商务部发布公告，对华为限制进一步升级，电子、通信板块调整。5月22日，两会召开，提出以保就业保民生为主要任务，货币、财政政策以托底为主，不走强刺激路线，低于市场预期，指数回调。

### 三、对未来宏观经济和证券市场的展望

#### (一) 内需企稳回升，基建依然是主要抓手

4月份国内经济数据探底回升，生产端工业增加值的修复好于需求端投资消费的修复，宏观呈现低斜率爬升态势。但需求的不足依然是核心矛盾，在极度宽松的货币环境下，地产、基建投资率先复苏，制造业投资和耐用品消费的修复相对较慢，海外经济体受疫情影响持续承压，4月短期出口的跳升不具备持续性，出口后续大概率回落。当前我国所面临的宏观挑战依然严峻而不得放松警惕，在外需面临非常大不确定性的情况下，内需将依然是未来一段时间的主要抓手，地产和基建则为主要落脚点，而房地产市场定调“房住不炒”目前看定力较强，仅有局部地区或存边际上的宽松可能，因此相对而言基建行业或将是更为重要的主线，政府部门预计将发挥逆周期调节作用。

#### (二) 政策以托底为主，兼顾结构调整

5月22日，全国两会召开，政府工作报告指出：基于“全球疫情和经贸形势不确定性很大”，“我国发展面临一些难以预料的影响因素”，未对全年经济增速提出具体目标，以保就业和保民生为政策主线，提出新增就业岗位900万个，城镇调查失业率6%的目标，政策意图以托底为主而非追求强刺激。

财政方面，组合拳包括：预算内财政赤字率3.6%以上+专项债3.75万亿+1万亿特别国债。广义财政空间较19年增加3.6万亿，并且提出压减一般性财政支出，其中非急需非刚性支出压减50%以上，同时新增减税降费5000亿元，财政政策落地“更加积极有为”。其中，赤字规模扩大和特别国债发行所新增的2万亿资金将通过特殊转移支付机制全部转给地方，直达市县基层，提高政策执行力度。此外，由于经济回升依然承压，财政缺口吃紧，政府颁布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》和《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》两大文件，以撬动更多的社会资本参与基建建设，在资金和区域项目方面作出补充，夯实内需。

货币方面，强调更加灵活适度，“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，提出“创新直达实体经济的货币政策工具”货币政策定调全年偏宽松，缓解短期政策收紧的担忧。

此外，报告提出扩大新基建、新型城镇化、重大工程建设的投资计划，促进服务消费和公共消费，科技领域则强调重点项目攻关“揭榜挂帅”，“重组国家重点实验室体系”。结构方面以务实调整为主，并未推进大规模转型计划。

#### (三) 新增确诊病例仍居高位，海外经济持续承压

从目前海外疫情的发展来看，欧美主要发达国家新增确诊人数逐渐见顶回落，但巴西，印度等国家新增感染患者逐渐增加，导致全球总体的新增确诊人数居高不下，并且受制于检测能力的限制，疫情的扩散程度依然面临较大的不确定性，在疫苗出来之前，或将对全球经济造成较长时间的压制。

美联储主席鲍威尔预期二季度美国 GDP 或下滑 20%-30%，失业率峰值或达 25%，疫情对全球经济的破坏仍将继续发酵。

美联储 4 月议息会议重申鸽派姿态，表示仍将维持低利率水平和资产购买等操作，但经过两个月的资产负债表急速扩张，美联储的资产负债表规模已经从 2 月底的 4.15 万亿美元增长至 6.45 万亿美元，未来该部资产退出将是极为漫长和严峻的挑战。

#### **(四) 美国对华为限制升级，中美关系不确定性增加**

5 月 15 日，美国商务部发布公告，限制华为使用美国技术和软件在美国境外设计和制造半导体的能力，对华为的高端制造形成重大打击。中方则表示将采取一切必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。5 月 23 日，美国商务部又将 360 等 33 家企业列入实体清单，中美两国在科技领域的竞争与博弈进一步加剧。

在全球经济下行的背景下，美国再次升级对华为的限制措施，加大科技领域的博弈，使得我国本身所面临的脆弱的外贸环境更是雪上加霜，不确定性进一步增加。中美贸易争端再一次被挑起，可以判断未来中美之间深层次的矛盾仍将是反复而渐进式的演绎。从经济层面看，华为作为一家全球化企业，其业务范围多达 170 多个国家，30 多亿人口，华为事件发酵背后所隐藏的中美之间长期不可调和的矛盾，将不仅影响中美双方，同时也会对全球的经济恢复造成影响。

#### **(五) 结构性行情扩散，未来预计维持震荡和分化**

短期来看，国内经济触底回升但斜率较缓，海外疫情虽已受控，但经济层面尚未有复苏的迹象，我国所面临的宏观环境依然严峻。随着货币政策和财政政策同时发力，权益市场小幅反弹，结构上从先前的基建产业链、必选消费品逐步扩展到可选消费行业，疫情对于股价的影响逐渐消退，市场开始关注“后疫情”时期的经济修复逻辑。

中期来看，尽管两会并未传递出超预期的强刺激政策，但影响市场走势的核心变量（基本面的逐渐修复和流动性的持续宽裕）依然没有改变，企业业绩的回升速度和幅度将是未来市场的重点关注方向，中美摩擦与流动性的边际变化或为影响市场风险偏好的主要因素，预计会维持当前的震荡和分化行情。

## 四、未来操作思考

鉴于海外疫情的长尾效应，以及中美关系的不确定，我们认为未来的投资要更加关注内需，回避外需。

未来仍会处在震荡行情，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。