

混沌天成研究院

宏观组

联系人：于洁

☎：13072107091

✉：yujie@chaosqh.com

从业资格号：F3046129

政府工作报告创业板改革为亮点，科技成长为主线

观点概述：

本次工作报告未明确GDP增长目标，原主要是由于全球大流行以及经济和贸易的巨大不确定性，脱贫、就业及民生是核心约束，围绕着这一目标，会议提出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。

创业板改革写进中央政府工作报告，表明其势在必行，且进度或有所加快。本轮创业板注册制改革后，创业板板块定位更具针对性，将着重于服务成长型创新创业企业、且更加强调推动传统产业的创新升级。中长期来看，伴随着创业板注册制、科创板、再融资新规等新一轮政策放松周期及5G换代下新一轮科技创新周期，科技成长仍将是市场主线。落地到指数上，中证500相对收益。

当前美元流动性危机已经缓解，美股的逻辑仍是经济基本面。当前美国失业和消费数据都表明美国经济在疫情的影响下受到重创，短期美股的上行动力不足，且在中美贸易摩擦预期升温的背景下有回调的风险。当前A股的逻辑在于经济活动的改善，指数中枢震荡上移。风险点在于贸易摩擦升级，但是市场这两年对于中美贸易摩擦的长期性和严峻性有充分认识，短期有调整风险，中长期逻辑仍然是国内基本面。从行业景气和政策利好来看，中证500表现将强于上证50、沪深300。

策略建议：

多IC空IH/IF

风险提示：

国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期



一、政府工作报告脱贫和稳就业为重心，创业板改革为看点

图表 1：本届政府历年工作报告目标

		本届政府历年工作报告目标						
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
经济社会发展目标	GDP	7.5%	7%	6.5-7%	6.5%	6.5%	6-6.5%	无，稳经济基本盘
	CPI	3.5%	3%	3%	3%	3%	3%	3.5%
	新增就业	1000万+	1000万+	1000万+	1100万+	1100万+	1100万+	900万+
	城镇							
	调查失业率	无	无	无	无	5.5%-	5.5%	6%
	登记失业率	4.6%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-	5.5%
	农村							
	贫困人口减少	无	1000万+	1000万+	1000万+	1000万+	1000万+	全部脱贫
	居民收入	与经济发展同步	与经济发展同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长同步	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
	进出口	7.5%	6%	回稳向好	回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	
单位GDP能耗下降	无	3.1%+	3.4%+	3.4%+	3%+	3%左右	继续下降	
宏观杠杆率	无	无	无	无	基本稳定	基本稳定	无	
货币政策	定调	稳健的、松紧适度	稳健的、松紧适度	稳健的、灵活适度	保持稳健中性	稳健的、保持中性	稳健的、松紧适度	稳健的、更加灵活适度
	M2 / 社融余额	13%	12%	13%	12%	合理增长	与名义GDP增速相配	增速明显高于去年
	流动性	无	无	合理充裕	基本稳定	合理稳定	合理充裕	无
财政政策	定调	积极的	积极的、加力增效	积极的、加大力度	更加积极有效	积极的、取向不变	积极的、加力提效	积极的、更加积极有效
	赤字率	2.1%	2.3%	3%	3%	2.6%	2.8%	3.6%
	财政赤字	1.35万亿	1.62万亿	2.18万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿
	中央财政赤字	0.95万亿	1.12万亿	1.4万亿	1.55万亿	1.55万亿	1.83万亿	1.83万亿
	地方财政赤字	0.4万亿	0.5万亿	0.78万亿	0.83万亿	0.83万亿	0.93万亿	1.93万亿+1万亿抗疫
	全国财政支出	无	无	无	无	21万亿	23万亿+	无
	地方政府专项债	无	适当发行	4000亿	8000亿	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿
	减负							
减税	无	无	5000亿+	3500亿	8000亿+	2万亿	支持	
降费	无	无	5000亿+	2000亿	3000亿+		支持	
基建	铁路投资/里程	无	8000亿+/8000km+	8000亿+	8000亿	7320亿	8000亿/4100km	增加1000亿
	公路水运	公路20万公里	公路20万公里	1.65万亿 (不含水运) 公路20万公里	1.8万亿 公路20万公里	1.8万亿 公路20万公里	1.8万亿 公路30万公里+ 高速6000km	无
	新增水利/在建	700亿+	27项/8000亿+	20项	15项	1万亿	再开一批	
	中央预算内投资	4576亿	4776亿	5000亿	5076亿	5376亿	5776亿	6000亿
地产	棚改	470万套	580万套	600万套	600万套	580万套	620万套	无

数据来源：公开资料

本次工作报告未明确 GDP 增长目标，原主要是由于全球大流行以及经济和贸易的巨大不确定性，中国在发展中面临着不可预测的因素。脱贫、就业及民生是核心约束，经济增长只是配合性指标，因此并不设定具体经济增长目标，重心在于脱贫和稳就业。围绕着这一目标，会议提出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，财政政策中专项债（3.75 万亿）和特别国债（1 万亿）的规模相对明确。

创业板改革，是今年资本市场改革中重要的组成部分。创业板改革写进中央政府工作报告，表明其势在必行，且进度或有所加快。预计创业板实施注册制的文件及具体实施、深交所接受创业板 IPO 申报等可以在最近陆续出台。创业板改革主要涉及四方面制度安排。

1) 板块的改革安排；2) 审核和注册等制度方面的安排；3) 发行承销、监管等基础制度安排；4) 保护投资者合法权益等配套措施的安排。本次全方位推进市场化制度改革，大幅激发创新企业活力。

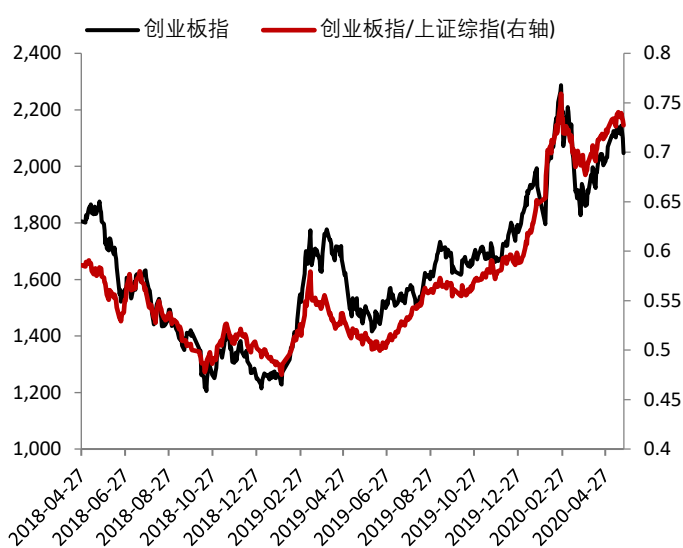
图表 2：资本市场改革重要事件

时间	部门	会议/文件	内容
2020-04-27	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）	涉及了发行、上市、退市、信息披露、交易、投资者适当性等一系列基础制度，增强科创板上市条件包容性，退市机制加严，放宽涨跌幅限制比例，增设投资者准入条件。
2019-12-28	十三届全国人大常委会第十五次会议	《证券法》	《证券法》修订正式落地，将于2020年3月1日起正式实施。新证券法进一步完善了证券市场基础制度、为全面深化资本市场改革提供法治保障。
2019-12-13	证监会	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》	为深化金融供给侧结构性改革，进一步完善并购重组功能，明确上市公司分拆子公司在境内上市的规则。
2019-12-12	中共中央、国务院	中央经济工作会议	要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革。
2019-12-07	深圳市	《深圳市建设中国特色社会主义先行示范区的行动方案（2019-2025年）》	将“创造条件推动注册制改革”列为“事关全局和长远发展的重大政策、重大改革、重大任务”之一
2019-12-07	国务院金融委	国务院金融稳定发展委员会第七次会议	深化金融改革提供机制保障，进一步深化资本市场改革，坚持市场化、法制化、国际化方向。以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育有各类机构投资者，为更多长期资金入市创造条件，增强资本市场活力、韧性和服务能力。
2019-09-05	国务院金融委	全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持，落实好各项开放举措，以开放促进改革创新，促进高质量发展
2019-09-10	证监会	全面深化资本市场改革工作座谈会	全面深化资本市场改革12条

数据来源：公开资料

本轮创业板注册制改革后，创业板板块定位更具针对性，将着重于服务成长型创新创业企业、且更加强调推动传统产业的创新升级。中长期来看，伴随着创业板注册制、科创板、再融资新规等新一轮政策放松周期及 5G 换代下新一轮科技创新周期，科技成长仍将是市场主线。落地到指数上，中证 500 相对收益。

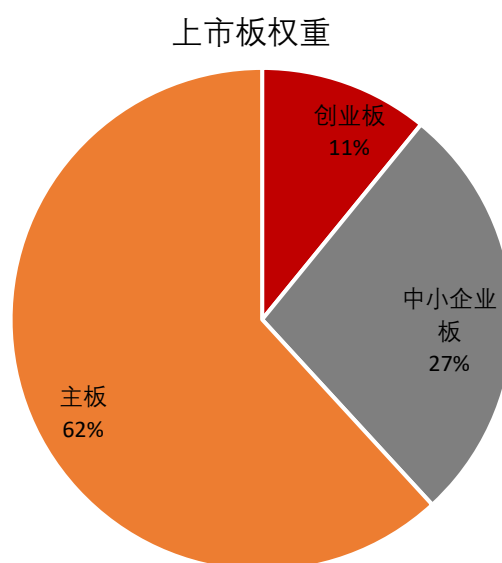
图表 3：创业板指数走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表 4：中证 500 上市权重



数据来源：wind，混沌天成研究院

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

二、企业盈利逐步修复

当前全部A股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动。2、3月份的工业企业利润都是大幅下跌，高达30%-40%的跌幅。3月份同比下降36.7%，相较于2月份跌幅收窄了2.4个百分点。

利润的指标我们是看量、价、利的变化。量是工业增加值，价是PPI，利是营业收入利润率。本周公布了工业增加值和PPI，单从这两个指标总的表现来看，相较于3月份的跌幅进一步收窄，其中工业增加值是超预期修复，四月当月的同比已经转正。

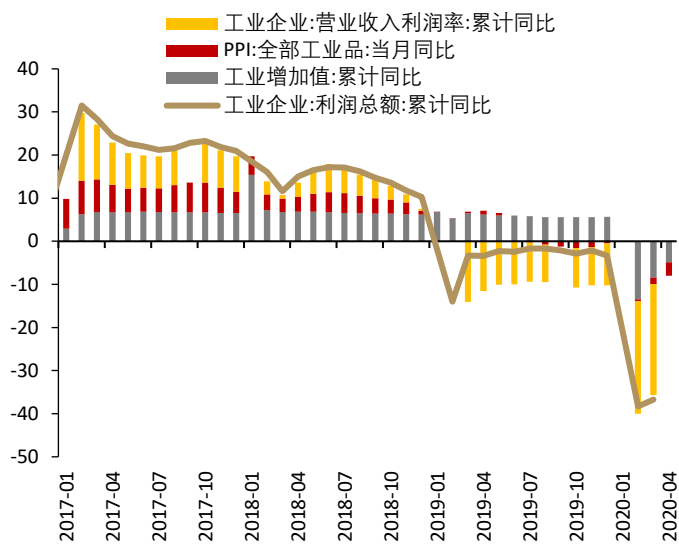
PPI跌幅进一步扩大。四月份的工业企业利润和利润率还没有出来，预计随着复工复产、国内的经济活动逐渐走上正轨，工业企业利润会进一步修复。

图表 1：工业企业利润和 A 股净利润增速



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

影响企业盈利因素中跌幅还在扩大的是PPI，国内M1同比领先于PPI走势近9个月。2019年M1持续在3.5%中枢附近震荡，这表明PPI走势可能长期处于负区间，直到2021年跌幅有可能收窄。

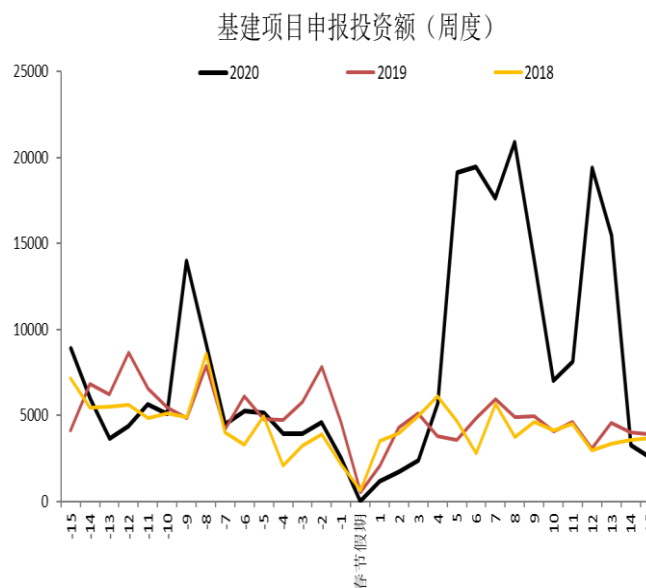
从宏观角度看，基建发力或能暂时缓和PPI下行节奏。本周的基建投资超预期，4月基建投资增速大幅回升至+4.8%。基建申报项目增速领先基建投资半年左右来看未来的基建增速也有望保持增长。三月份申报了8万亿的基建项目，四月份申报了6.5万亿。大幅超往年同期。所以基建的发力也会从需求端支撑PPI企稳。

图表 3: M1 领先 PPI 同比 9 个月



数据来源: wind, 混沌天成研究院

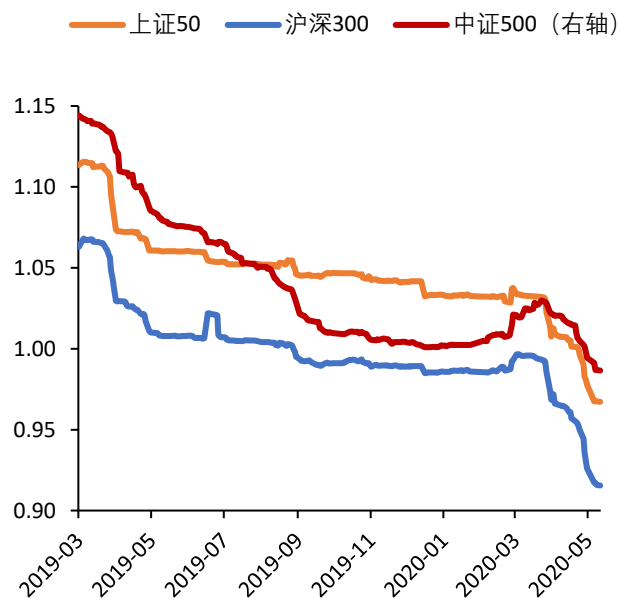
图表 4: 基建项目申报投资额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

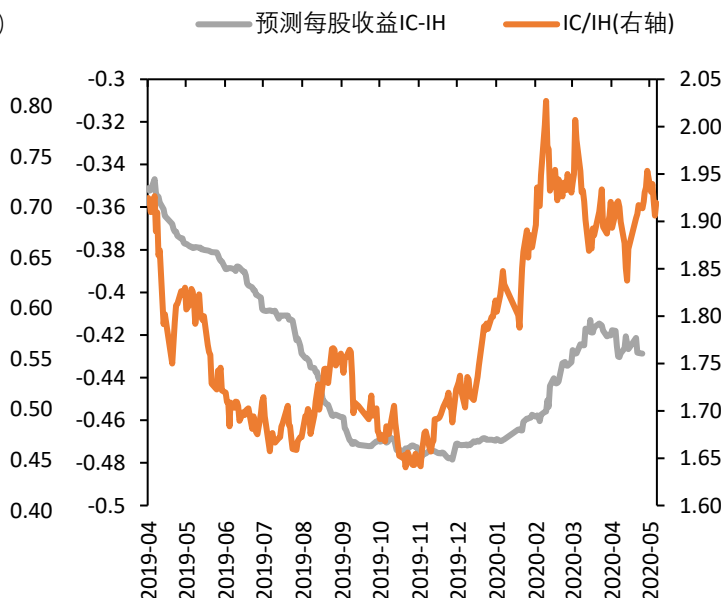
从预测每股收益的下调来看, 三大指数的 EPS 持续下调, IH、IF 的下调幅度大于 IC。从一致预期盈利指标来看, IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

图表 5: 2020 年预测 EPS



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 6: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

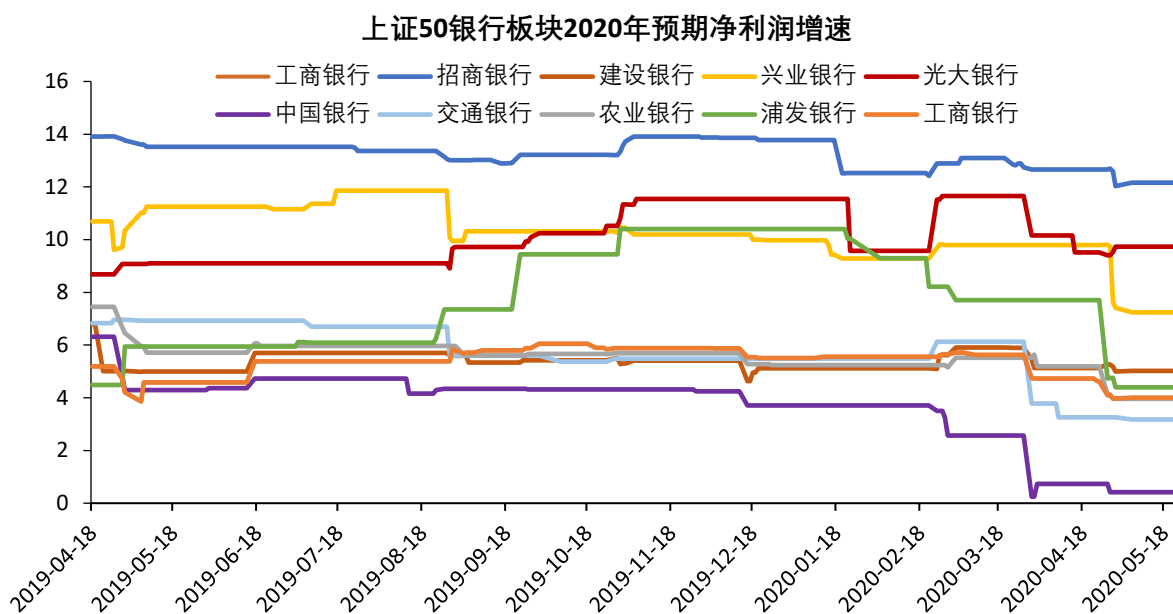


数据来源: wind, 混沌天成研究院

上证 50 里 60% 的利润是由银行贡献的, 从上证 50 银行股的盈利预测来看, 2020 年净利润增

速几乎全部被下调。

图表 7: 上证 50 银行股 2020 年预期净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

影响银行利润主要有量、净息差、不良贷款率三个方面;

疫情之下, 银行在政策的引导下加大放贷力度, 贷款总额较去年同期同比增加; 央行货币政策更加宽松, 引导贷款利率下行, 导致银行息差收窄; 餐饮、住宿、旅游、交通运输业、线下娱乐等行业受疫情冲击大, 企业偿债能力下降, 银行资产质量或恶化, 不良贷款拨备覆盖率增加。

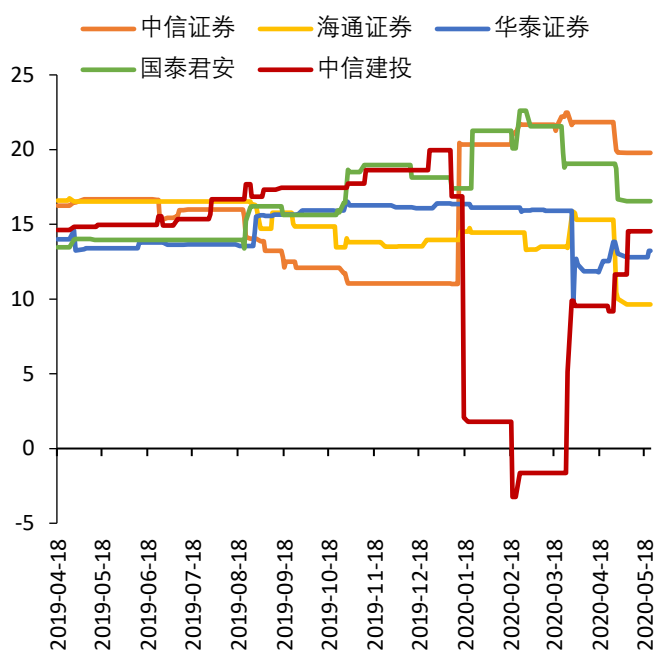
图表 8: 上证 50 银行股利润影响因素

	净利润		贷款总额		不良贷款拨备覆盖率		净息差	
	2020H1同比	较去年同期	2020H1同比	较去年同期	2020H1	较去年同期	2020H1	较去年同期
浦发银行	5.48%	-9.58%	12.64%	1.16%	146.51%	-13.55%	1.88%	-0.48%
民生银行	5.43%	-0.26%	17.73%	9.64%	155.89%	18.07%	2.24%	0.12%
招商银行	10.12%	-1.19%	14.71%	3.68%	451.27%	88.10%	2.56%	-0.16%
兴业银行	6.75%	-4.59%	16.93%	4.77%	198.96%	-7.38%	1.53%	-0.19%
农业银行	4.79%	0.51%	11.64%	1.97%	289.91%	25.98%	2.84%	0.27%
交通银行	1.80%	-3.07%	9.86%	2.12%	154.19%	-19.28%	1.55%	-0.04%
工商银行	3.04%	-1.03%	9.94%	0.57%	199.37%	13.52%	2.20%	-0.13%
光大银行	11.28%	3.75%	15.35%	3.12%	182.22%	3.52%	3.10%	0.03%
建设银行	5.12%	0.92%	12.37%	1.49%	230.27%	16.04%	2.19%	-0.16%
中国银行	3.17%	-0.83%	12.59%	2.44%	184.72%	0.10%	1.80%	-0.02%

数据来源: wind, 混沌天成研究院

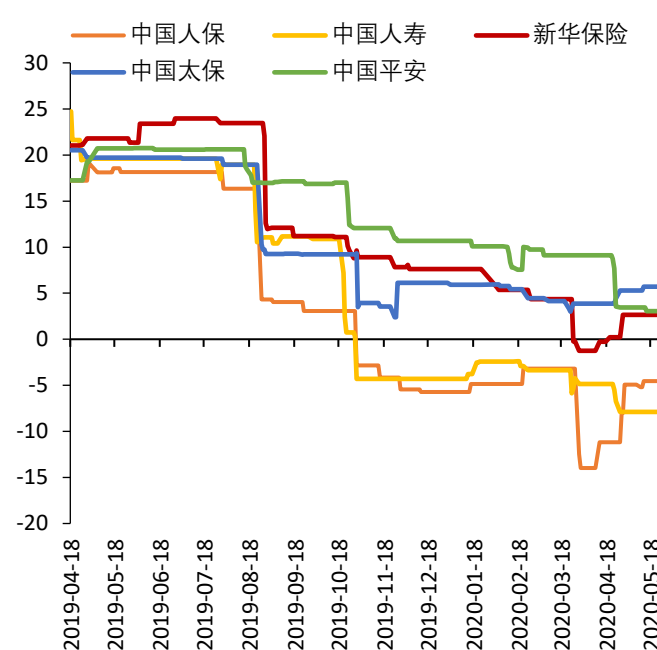
非银金融里保险是受到投资收益(一季度权益市场行情)、利率下行的影响; 券商利润下行是主要是受到自营投资收益下降的影响。

图表 9: 上证 50 券商股盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

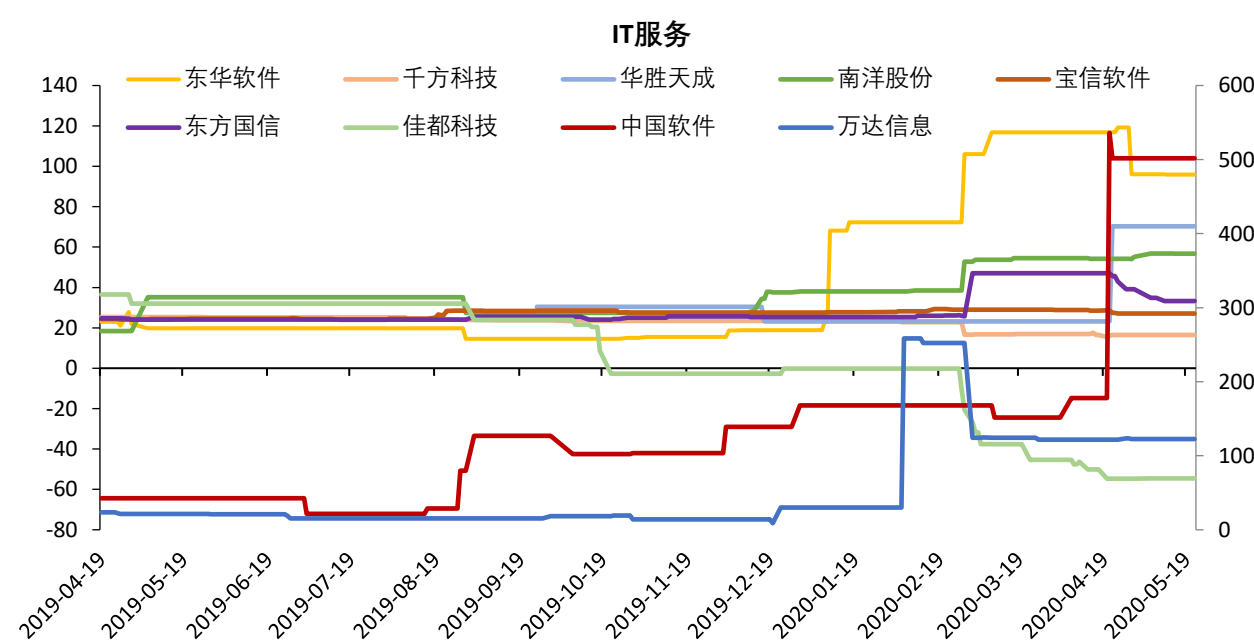
图表 10: 上证 50 保险股盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

IT 服务是中证 500 权重最多的细分行业。收益于疫情催化的需求增加，IT 服务的盈利预测多数上调。计算机股一季报业绩预告预盈的股票，比如像东方国信，针对疫情推出了基于大数据的防疫平台，东华软件承接了火神山、雷神山的 IT 系统建设，提供互联网+医疗健康服务。各省份政府也都表现出都大数据的重视，建立大数据平台，对于 IT 服务来说是增加了营收。而且这种是方式和习惯的转变，影响更为深远。

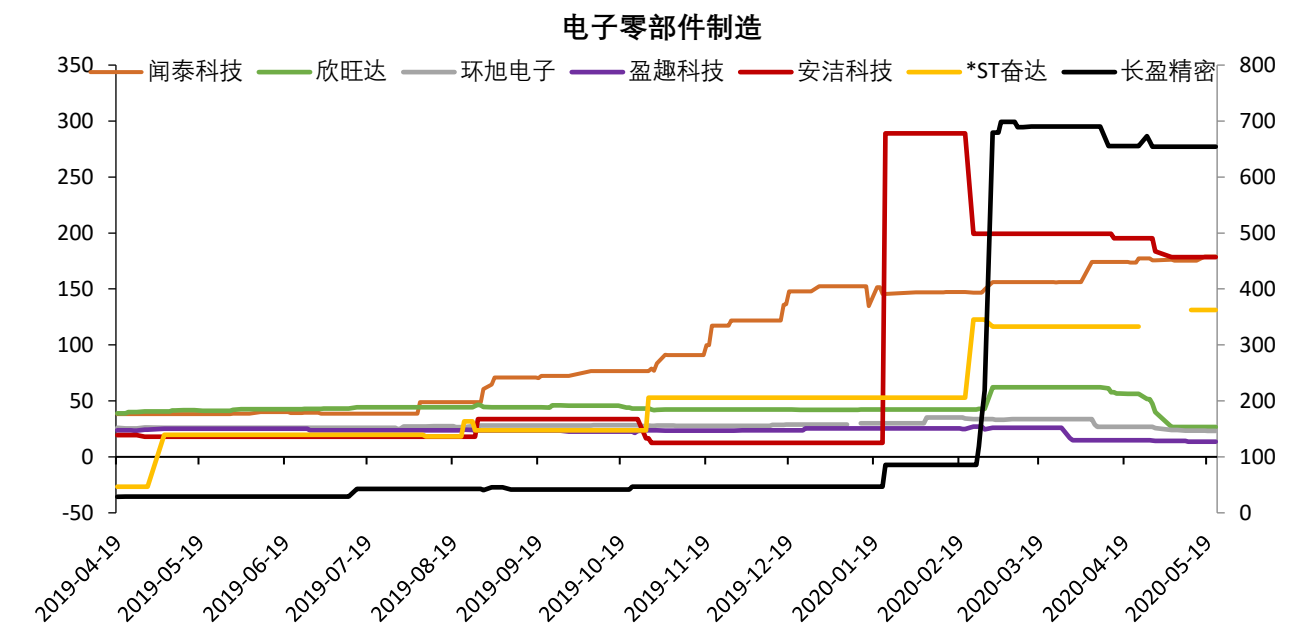
图表 11: 中证 500IT 服务行业盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

受到需求端的影响，电子零部件制造行业盈利被下调。但是电子消费更多的是推迟而不是消失，国内手机出货量同比大幅反弹，所以对全年以及明年的影响有限。

图表 12：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

台科技股营收对 A 股有指引作用，而且财报更高频。台积电一季度业绩表现亮眼，四月份也有不错的表现。台积电二季度展望与一季度基本持平，受新冠疫情的影响，短期内公司消费电子和汽车业务需求将降低，但由于远程办公的普及以及 5G 的推进，在线办公带动服务器、PC 端需求增加一定程度对冲了手机需求下滑的影响。

图表 13：台积电月报

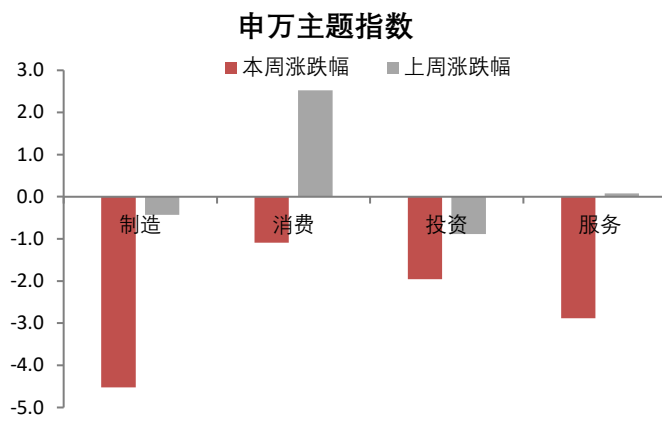
台积电	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	43921	2020-04	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1061	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135.196	960	
累计营收 (亿新台币)	6506	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3105.972	4066	
营收当月同比 (%)	17	8	4	10	15	33	53	42.4	29	
营收累计同比 (%)	1	1	2	3	4	33	42	42.02	39	
营收环比 (%)	25	-4	4	2	-4	0	-10	21.55	-15	

数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

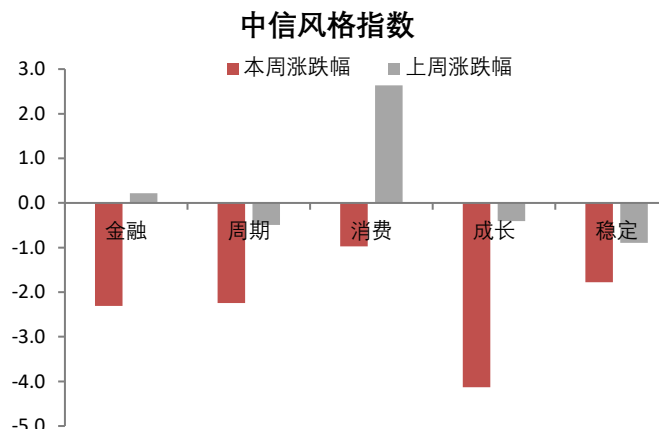
本周各板块均下跌，制造、服务跌幅最大。风格上成长板块回调最多，消费抗跌。

图表 14：申万主题指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

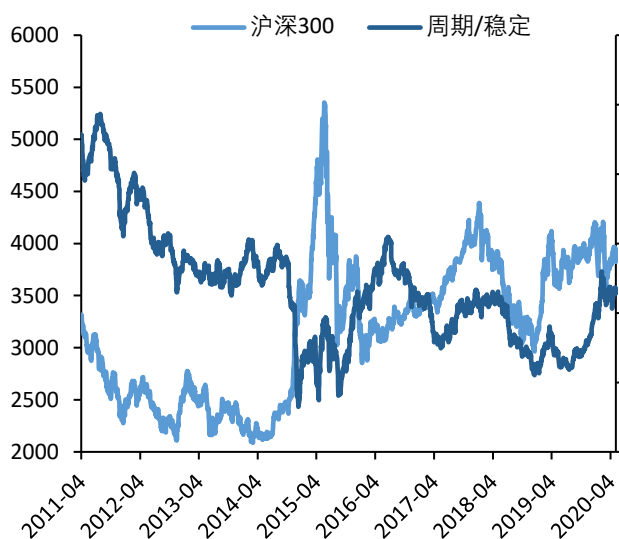
图表 15：中信风格指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

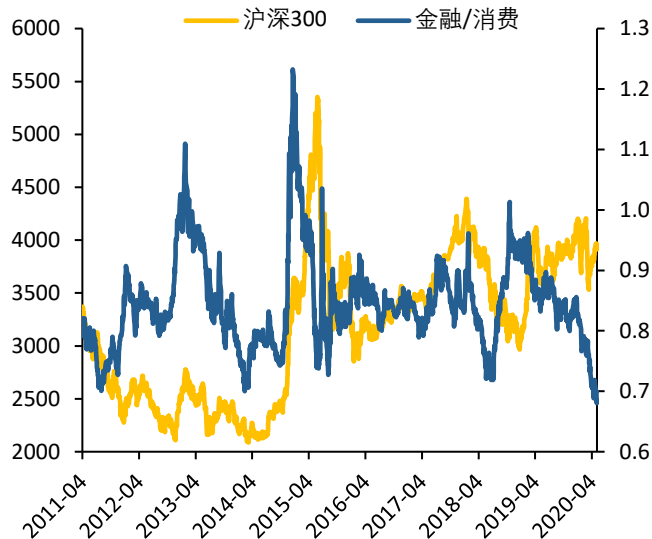
从指数风格来看，近期周期/稳定比值小幅回升以后震荡，金融/消费震荡走低，突破历史低位。周期板块与经济变化相关性较高，现在复工进行到一定程度遇到瓶颈，市场对于经济活动提升的预期有所停滞。

图表 16：周期/稳定与沪深 300 价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 17：金融/消费与沪深 300 价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

低波指数相对沪深 300 走弱持续，说明投资者对低波动率的股票偏好降低，风险偏好提升。但本周该指数下跌势头放缓，市场风险偏好回落。沪深 300 里的周期指数/非周指数持续走低，表明市场对于受经济基本面影响较小的股票较为青睐。

图表 18: 沪深 300 中性低波动指数和沪深 300 价格走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 19: 沪深 300 周期/非周

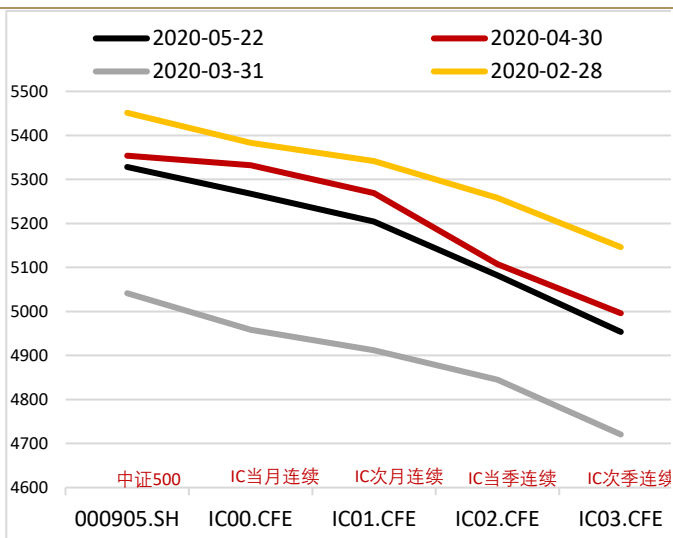


数据来源: wind, 混沌天成研究院

四、 后续展望

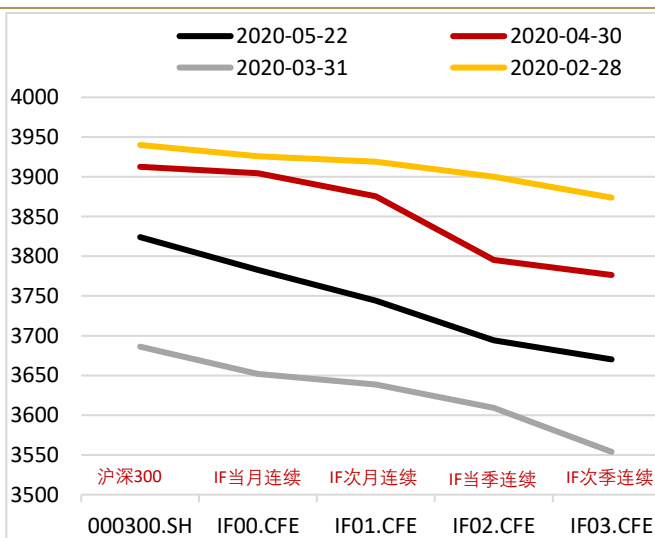
股指期货的期现结构表明, 当前市场预期相较于 2 月份的持续上涨时更为冷静, 较 3 月份因海外疫情扩散回调时更加乐观。IC 期货贴水程度大于 IH、IF。

图表 20: 中证 500 价格结构



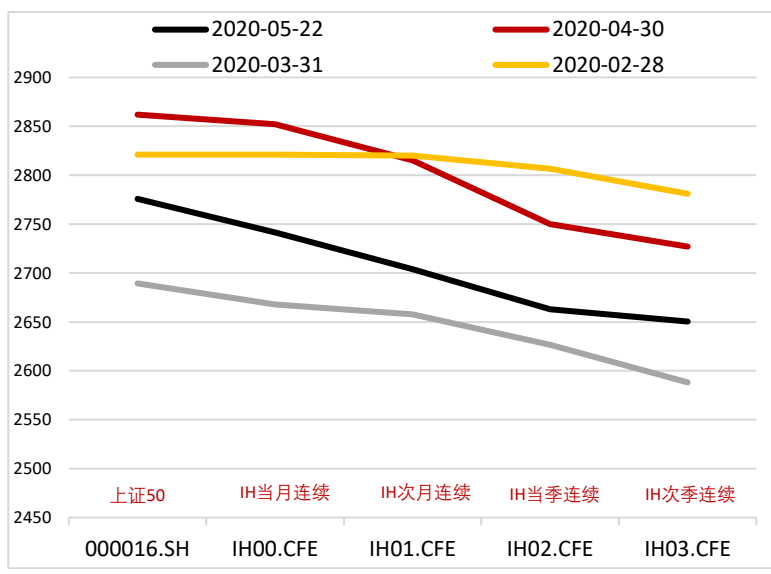
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 沪深 300 价格机构



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 上证 50 价格结构



数据来源：wind，混沌天成研究院

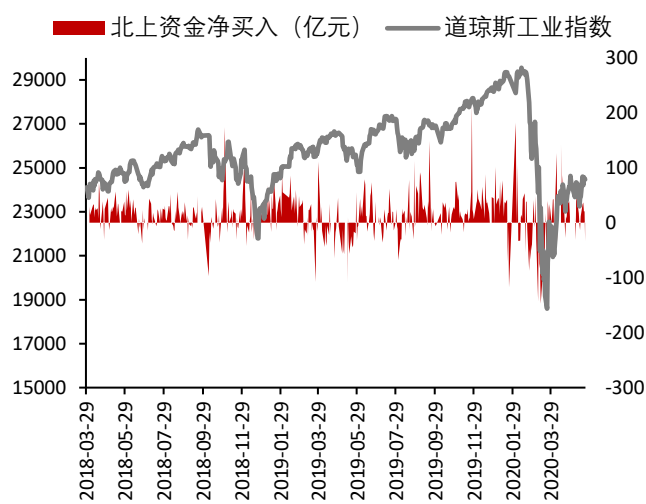
北上资金持续流入，今年上证 50 和北上资金的相关性加强。北上资金的流向和美股行情有关。近期北上资金持续流入但是仍未带动上证 50 上上涨。根据北上资金的买入情况来看，有加仓科技股的趋势。

图表 23：北上资金和上证 50 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

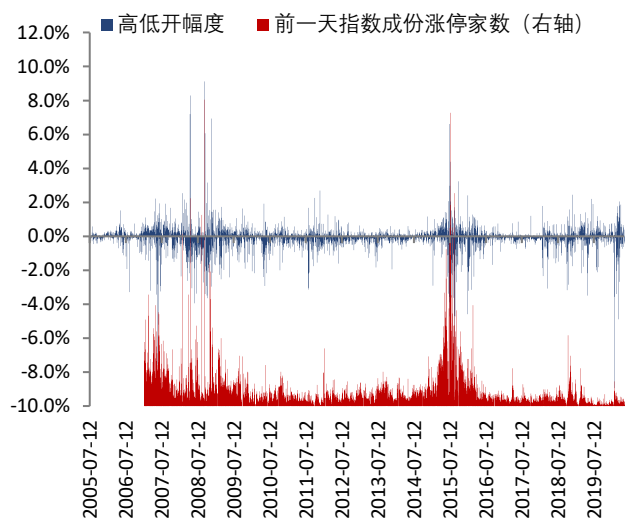
图表 24：北上资金和美股走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

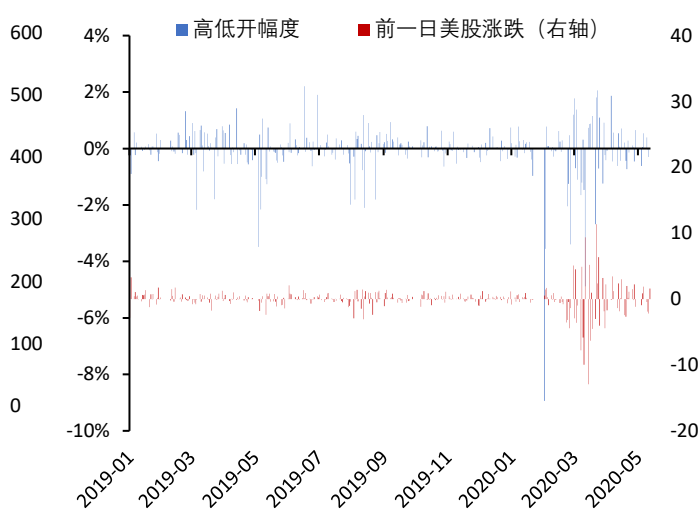
今年以来权益资产波动较大，中证 500 高低开程度和中证 500 成分股前一天涨停家数相关性走弱，和美股前一天涨跌幅度相关性变强。因此美股未来的走势对于指数有参考意义。

图表 25：中证 500 高低开幅度和前一日涨停家数



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 26：中证 500 高低开幅度和前一日美股涨跌



数据来源：wind，混沌天成研究院

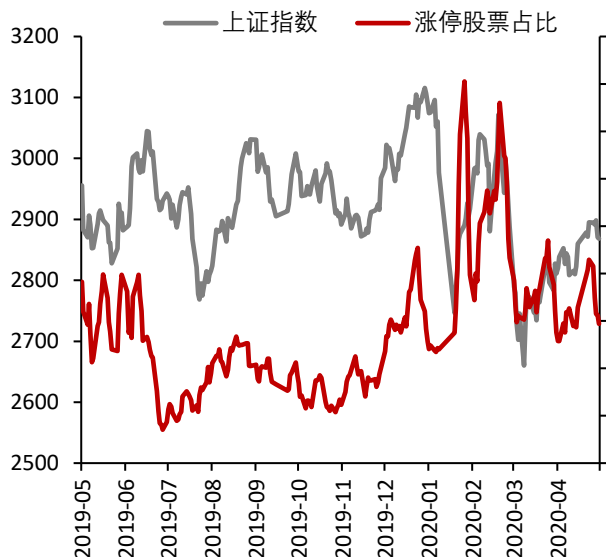
当前美元流动性危机已经缓解，美股的逻辑仍是经济基本面。当前美国失业和消费数据都表明美国经济在疫情的影响下受到重创，短期美股的上行动力不足，且在中美贸易摩擦预期升温的背景下有回调的风险。当前 A 股的逻辑在于经济活动的改善，指数中枢震荡上移。风险点在于贸易摩擦升级，但是市场这两年对于中美贸易摩擦的长期性和严峻性有充分认识，短期有调整风险，中长期逻辑仍然是国内基本面。从行业景气和政策利好来看，中证 500 表现将强于上证 50、沪深 300。

其他数据跟踪

五、市场情绪

本周市场回落，涨停股票占比减少。从亏损股/绩优股比值来看，当前市场情绪处于历史较低水平，并没有情绪过热。

图表 27：涨停家数占比



图表 28：亏损股/绩优股

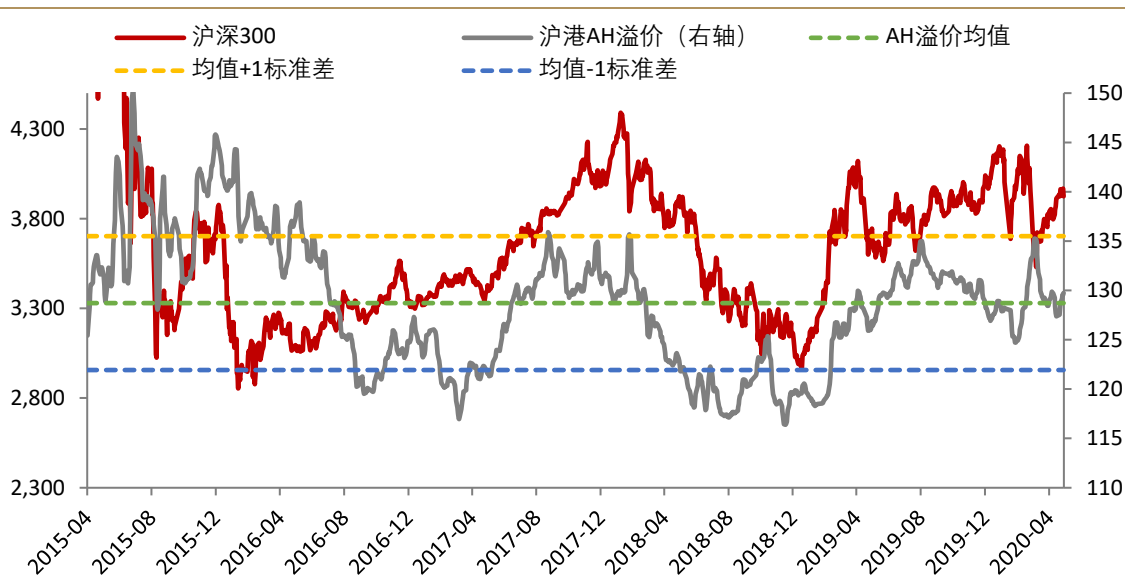


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

目前沪港 AH 溢价指数处于中位线水平。沪港 AH 溢价指数处于历史低位时，往往对应着沪深 300 指数的底部。恒生 AH 股溢价指数跟踪的 74 只个股主要是在金融、周期性和防御性行业中的央企和地方国企，成长空间不高，当 AH 溢价在高位时表明市场情绪可能过热。

图表 29：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

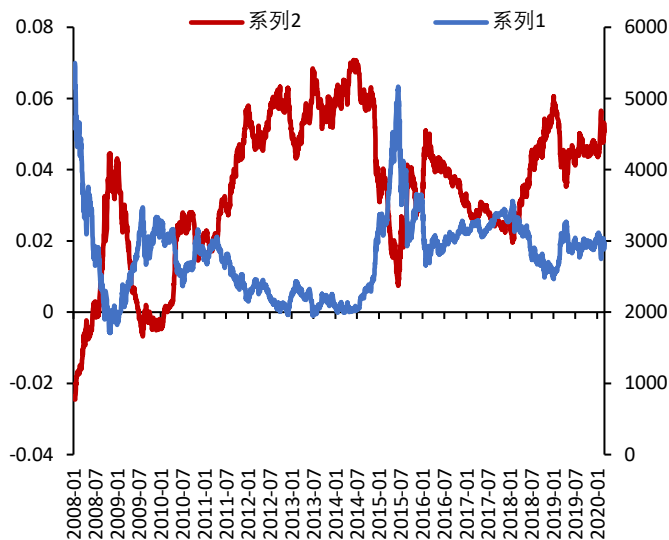
六、估值

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

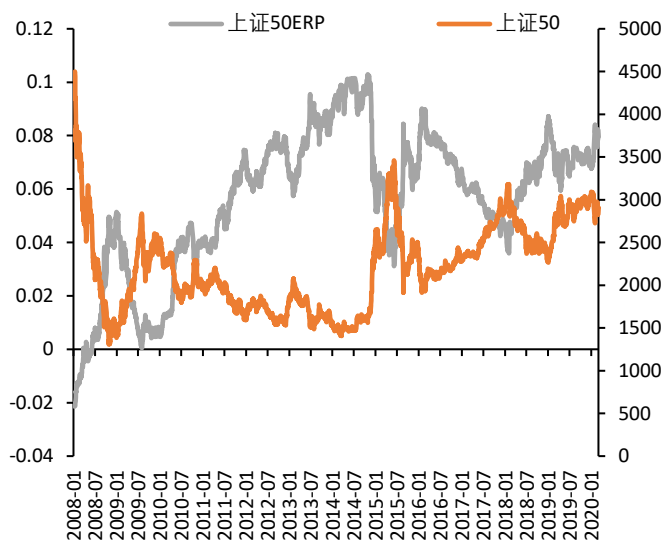
权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。目前上证综指 ERP 位于近 6 年的高位，沪深 300、上证 50 均位于 2016 年以来的高位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 30：上证综指 ERP 和价格走势



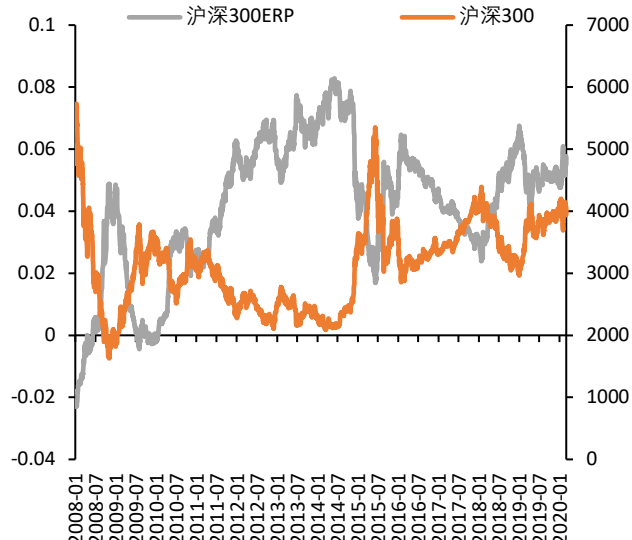
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 32：上证 50ERP 和价格走势



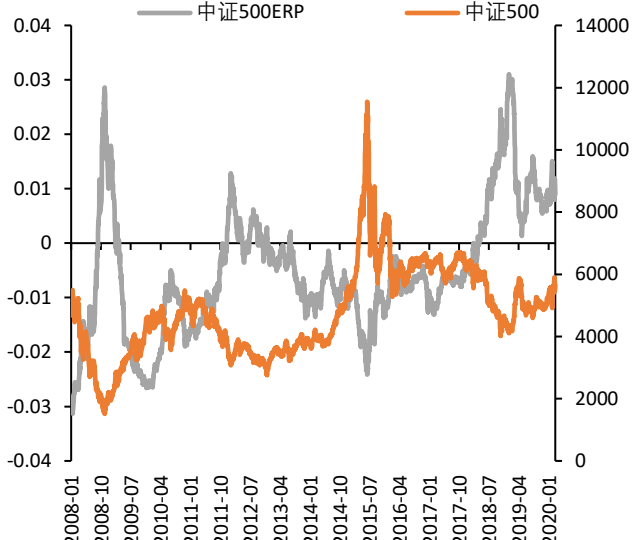
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 31：沪深 300ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 33：中证 500 和价格走势

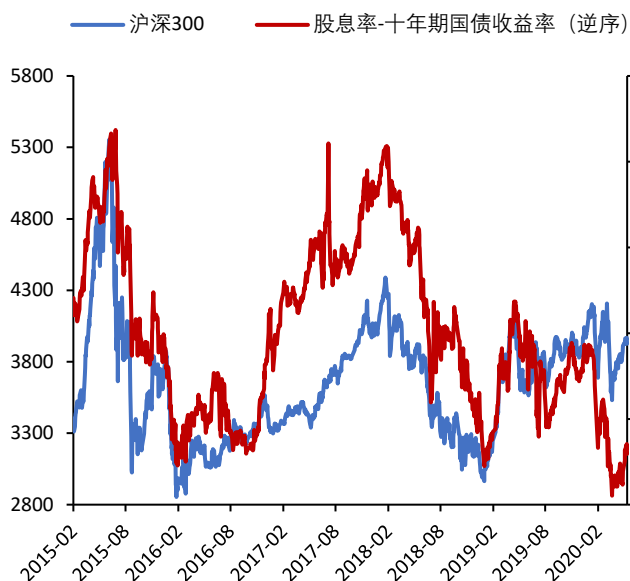


数据来源：wind，混沌天成研究院

七、股息率

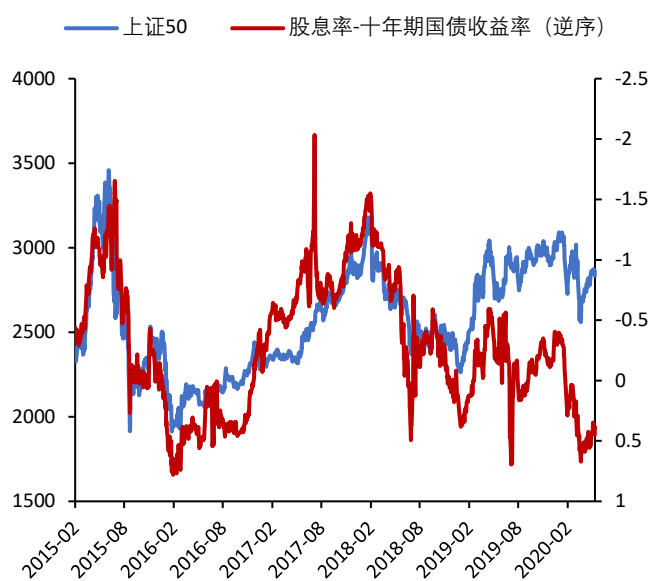
从指数的股息率来看，目前股指股息率-十年期国债收益率处于历史低位，股指的相对吸引力较高。

图表 34：沪深 300 股息率



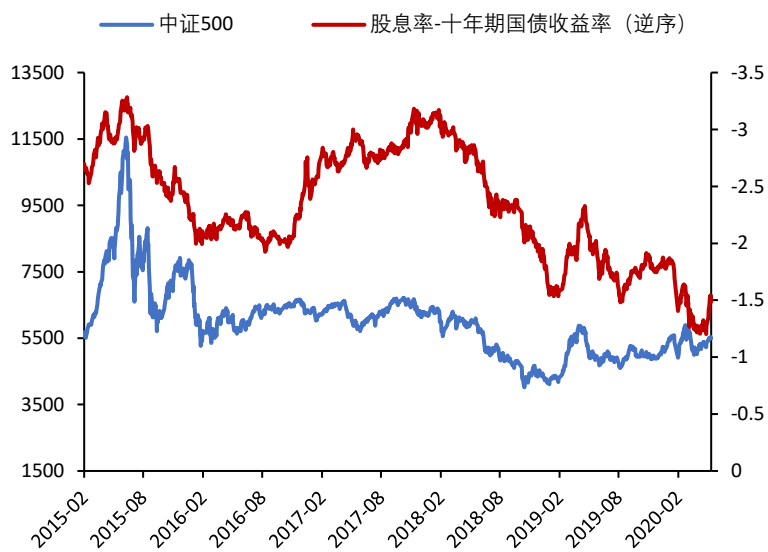
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 35：上证 50 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 36：中证 500 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

