新时代证券 New Times Securities

2020 年 A 股值得重视的四大变化

——策略专题研究

投资策略

- **2020 年是宏观波动非常剧烈的一年，股市的盈利预期和资金格局均出现过多次较大的变化，这种剧烈波动的年份非常考验投资者研究框架的韧性。我们认为，2020 年有四大变化非常值得认真总结和学习：**
  1、疫情让全球经济短期内崩溃，但股市受影响的时间非常短暂；
  2、居民资金大幅进场，但完全不同于历史的是，这一次大部分的增量资金来自权益基金；
  3、外资通过陆股通流入的规模小于 2019 年；
  4、成长股整体涨幅可观，但内部分化非常大，2013-2015 年的成长股牛市中并不常见。
- **（1）疫情对股市影响很小：**从股市来看，目前中美股市都远高于疫情之前的水平。这种分化，背后很重要的原因是，股市的定价的本质是未来 N 年现金流的折现，疫情后，只要大部分上市公司的资金流能维持住，其长期价值就不会受太大影响。我们认为如果 ROE 能逐步接近 2016-2017 年的高点，则股市将会有非常积极的反应。我们的判断是乐观的。
- **（2）居民抢购权益型基金：**2020 年公募权益基金新增份额 13873 亿，新增大量百亿基金，但 2020 年，个人投资者账户资金新增规模有限。这背后反映了投资者理财习惯的变化，这种趋势可能会持续非常长的时间，是股市底层逻辑的重要变化，是 A 股正在变得成熟的标志。
- **（3）成长股的巨大分化：**2020 年成长指数涨幅可观，但内部分化非常大。我们认为，其内在的核心原因是，2013-2015 年的成长股机会是自上而下的，最近两年的成长股的机会是自下而上的。最近几年，经济格局比较稳定，传统行业的利润格局也比较好，投资者对成长股的机会更加挑剔，需要自下而上精选优质赛道。
- **（4）外资流入速度变慢了：**我们认为影响外资买入力量主要有 3 大因素，长期分散配置需要、MSCI 纳入比例、国内国外市场估值差。第一个因素会继续产生重要影响，但第二和第三个因素的影响正在变弱，2021 年，我们认为外资流入的速度可能很难继续加速了，如果股市阶段性涨幅较大，2021 年不排除出现外资流出。
- **总结：以上四大超预期的变化，背后蕴含着两点值得关注的经验：（1）个股的研究未来现金流折现分析已经非常流行了，但其实宏观策略的分析也是需要过滤掉 GDP 的短期波动，更关注 GDP 和上市公司整体 ROE 稳定后的中枢水平，而不应该过度强调一两个季度经济波动对股市的影响。（2）A 股的投资者行为越来越丰富。A 股之前的牛熊市中，顺势交易资金较多，逆势配置资金较少，所以牛市和熊市都非常猛烈。但从 2016 年开始，股市波动变得更加复杂了。2016-2018 年，国内居民资金不断离场的时候，海外资金不断流入，而 2020 年，当国内居民资金进场的时候，我们反而发现外资流入速度有所下降。最近一年大股东减持和定增也出现了较大的增加。这可能是为什么 A 股连涨两年后，估值依然不贵的原因。**
- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《牛市的阶段和形态》2020-07-12
《为何商品涨、股市跌？》2020-07-12
《静待增量资金》2020-07-12
《再次尝试突破》2020-07-12
《周期才刚起步》2020-07-12

目 录

1、 疫情对股市影响如此之小.....3
2、 居民抢购权益型基金.....4
3、 成长股的巨大分化.....4
4、 外资买入速度变慢了.....5

图表目录

图 1: 全球新增确诊及死亡病例震荡上升.....3
图 2: 中国 GDP 仍未恢复到疫情前的水平.....3
图 3: 股市受疫情影响较小.....3
图 4: 今年居民个人账户的新增数量有限.....4
图 5: 公募权益型基金的发行规模出现指数级抬升.....4
图 6: 今年成长板块表现不错，但内部分化巨大.....5
图 7: 今年外资净流入规模不如前 3 年.....5
图 8: 今年指数的上涨速度远大于外资累计买入的速度.....5

2020 年是宏观波动非常剧烈的一年，股市的盈利预期和资金格局均出现过多次较大的变化，这种剧烈波动的年份非常考验投资者研究框架的韧性。我们认为，2020 年有四大变化非常值得认真总结和学习：

1、疫情让全球经济短期内崩溃，但股市受影响的时间非常短暂；

2、居民资金大幅进场，但完全不同于历史的是，这一次大部分的增量资金来自权益基金；

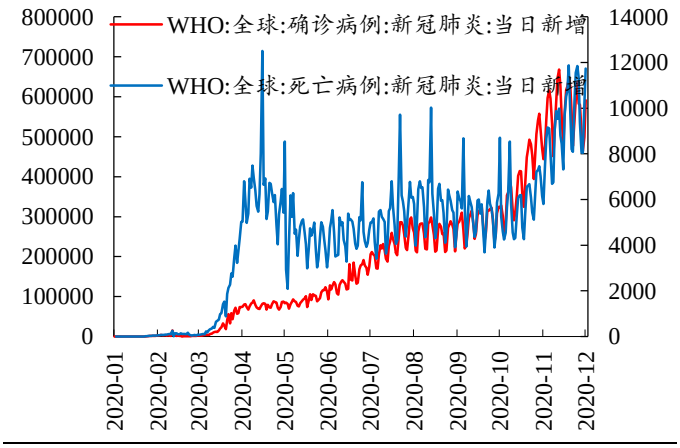
3、外资通过陆股通流入的规模小于 2019 年；

4、成长股整体涨幅可观，但内部分化非常大，2013-2015 年的成长股牛市中并不常见。

1、 疫情对股市影响如此之小

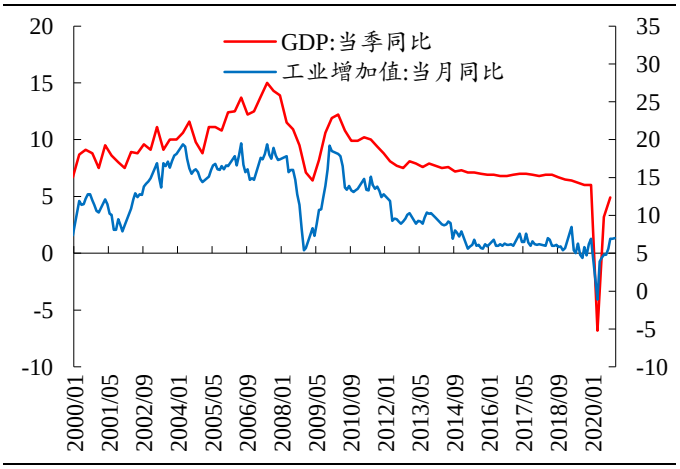
疫情是 2020 年最大的宏观事件，全球各国居民的生产生活都受到了较大的影响，1 季度中国 GDP 增速-6.8%，之后虽然快速恢复，但直到 3 季度 GDP 增速依然只恢复到了 4.9%，全球其他地区的经济恢复情况更差。

图1： 全球新增确诊及死亡病例震荡上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 中国 GDP 仍未恢复到疫情前的水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

而从股市来看，A 股和美股，受疫情的影响都非常短暂，4 月之后，快速恢复，目前中美股市都远高于疫情之前的水平。

图3： 股市受疫情影响较小



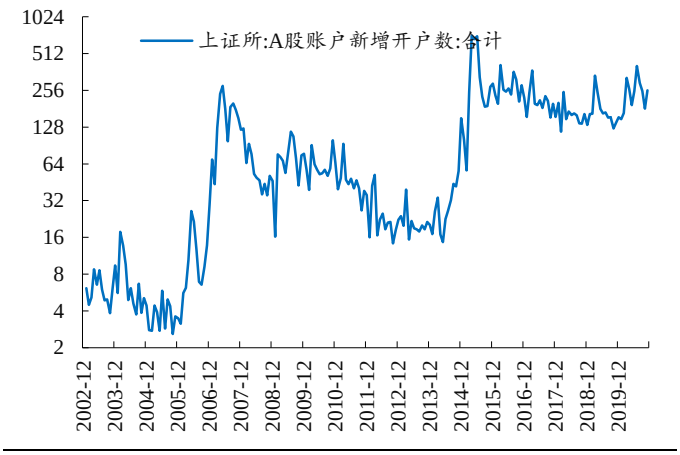
资料来源：Wind，新时代证券研究所

这种分化，背后很重要的原因是，股市的定价的本质是未来 N 年现金流的折现，疫情后，只要大部分上市公司的资金流能维持住，其长期价值就不会受太大影响。由于基数的影响，目前投资者的一致预期是，2021 年 1 季度利润和 GDP 同比增速会非常高。我们认为，以疫情中我们学到的经验，更重要的不是看利润当季同比，而是观察 ROE 的绝对水平能稳定在什么水平，如果只是恢复到 2019 年的水平，即使同比数据很高，对股市也很难谈得上利多。但如果能逐步接近 2016-2017 年的高点，则股市将会有非常积极的反应。我们的判断是乐观的。

2、 居民抢购权益型基金

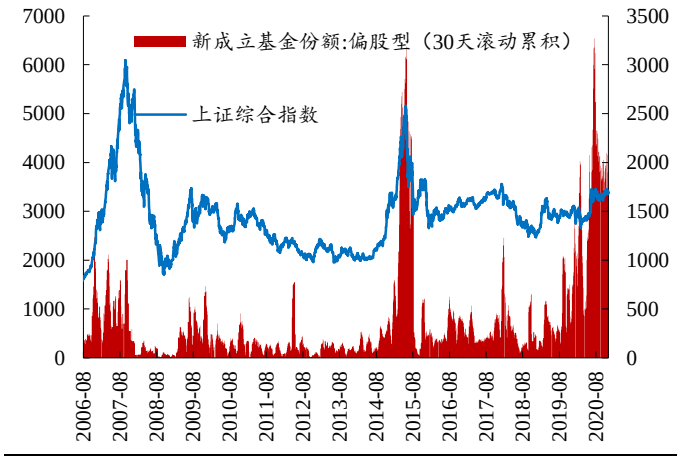
2020 年公募权益基金新增份额 13873 亿，新增大量百亿基金，这种火热程度只在 2006-2007 和 2014-2015 年出现过。与历史不同的是，之前基金发行放量都是出现在大牛市中，期间不只是基金，居民个人账户的数量和资金也会出现指数级抬升。但 2020 年，个人投资者账户资金新增规模有限。这背后反映了投资者理财习惯的变化，这种趋势可能会持续非常长的时间，是股市底层逻辑的重要变化，是 A 股正在变得成熟的标志。

图4： 今年居民个人账户的新增数量有限



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 公募权益型基金的发行规模出现指数级抬升

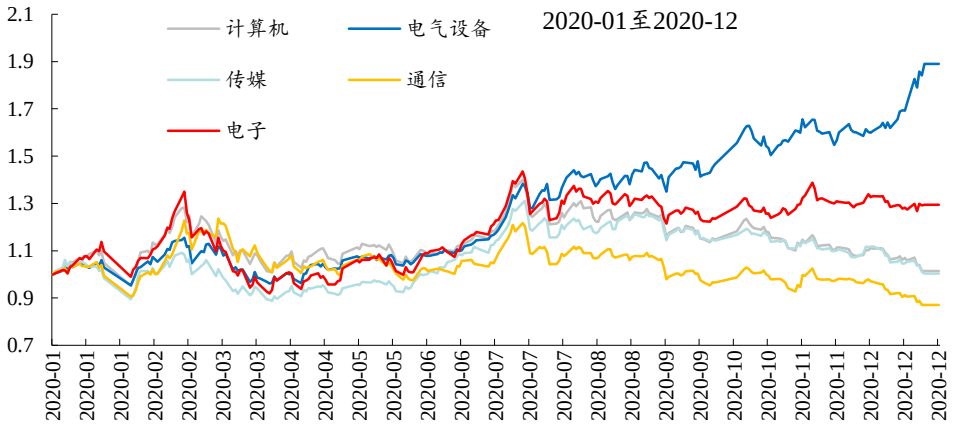


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 成长股的巨大分化

2019 年科技股非常强势，投资者展望 2020 年的时候，大多看好科技股。从结果来看，2020 年成长指数涨幅可观，但内部分化非常大，这在 A 股之前的成长股牛市（比如 2013-2015 年）并不常见。

图6： 今年成长板块表现不错，但内部分化巨大



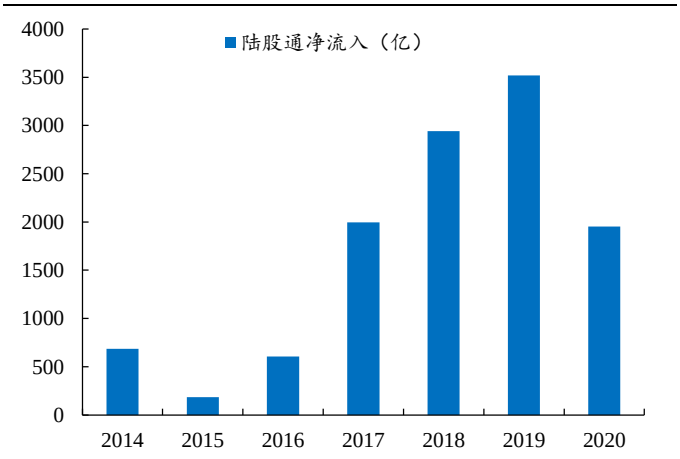
资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为，其内在的核心原因是，2013-2015 年的成长股机会是自上而下的，最近两年的成长股的机会是自下而上的。2013-2015 年，传统行业产能过剩，中国经济急需寻找新的产业方向转型，大量新老资金涌入成长性行业，上市公司的转型创新不管能否成功，都能有系统性的估值抬升。但是最近几年，经济格局比较稳定，传统行业的利润格局也比较好，投资者对成长股的机会更加挑剔，需要自下而上精选优质赛道。

4、 外资买入速度变慢了

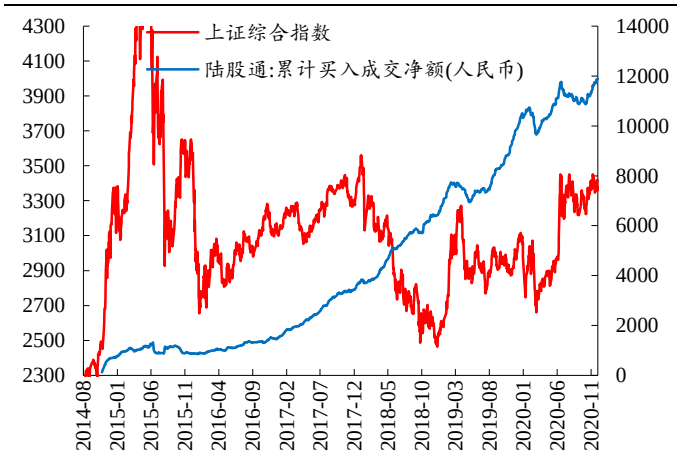
2020 年，陆股通净流入 1950 亿，远小于 2019 年的 3517 亿，这是比较罕见的。上一次年度流入规模减少是 2015-2016 年。我们认为影响外资买入力量主要有 3 大因素，长期分散配置需要、MSCI 纳入比例、国内国外市场估值差。第一个因素会继续产生重要影响，但第二和第三个因素的影响正在变弱，2021 年，我们认为外资流入的速度可能很难继续加速了，如果股市阶段性涨幅较大，2021 年不排除出现外资流出。

图7： 今年外资净流入规模不如前 3 年



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 今年指数的上涨速度远大于外资累计买入的速度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

总结：以上四大超预期的变化，背后蕴含着两点值得关注的经验：（1）个股的研究未来现金流折现分析已经非常流行了，但其实宏观策略的分析也是需要过滤掉 GDP 的短期波动，更关注 GDP 和上市公司整体 ROE 稳定后的中枢水平，而不应

该过度强调一两个季度经济波动对股市的影响。(2)A 股的投资者行为越来越丰富。A 股之前的牛熊市中，顺势交易资金较多，逆势配置资金较少，所以牛市和熊市都非常猛烈。但从 2016 年开始，股市波动变得更加复杂了。2016-2018 年，国内居民资金不断离场的时候，海外资金不断流入，而 2020 年，当国内居民资金进场的时候，我们反而发现外资流入速度有所下降。最近一年大股东减持和定增也出现了较大的增加。这可能是为什么 A 股连涨两年后，估值依然不贵的原因。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/