东海证券 DONGHAI SECURITIES

东海证券 DONGHAI SECURITIES

经济长周期拐点和新活力下的A股

东海证券研究所 胡少华

2020年12月

分析师：胡少华 执业证书编号： S0630516090002 联系方式：021-20333748

目录 CONTENTS

一、疫情与经济周期
二、国内大循环与国内国际双循环
三、资本市场供需共振
四、趋势前瞻

1.疫情与经济周期

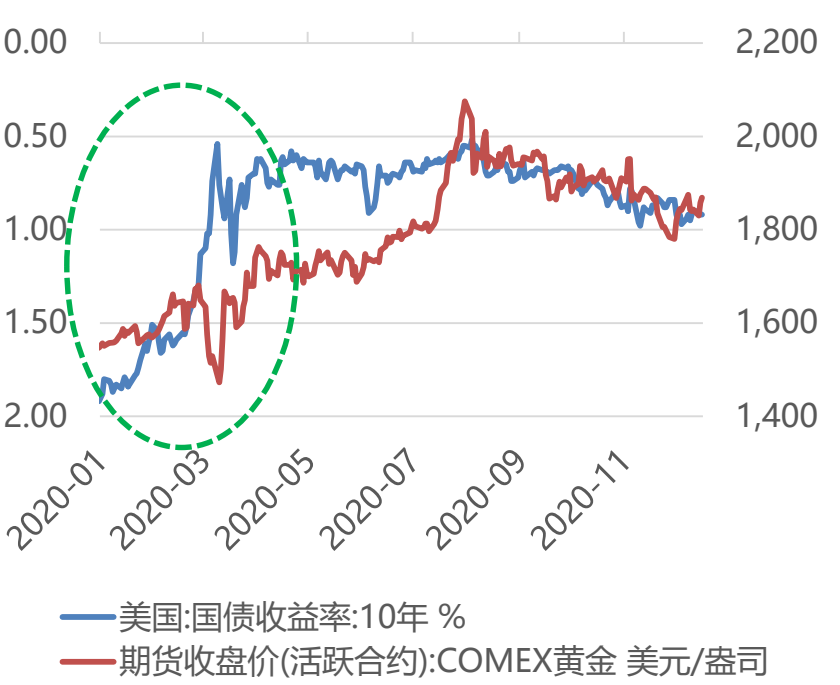
1.1 新冠疫病与经济、金融大动荡

■ 上证综指、道指收盘价



数据来源：Wind，东海证券研究所

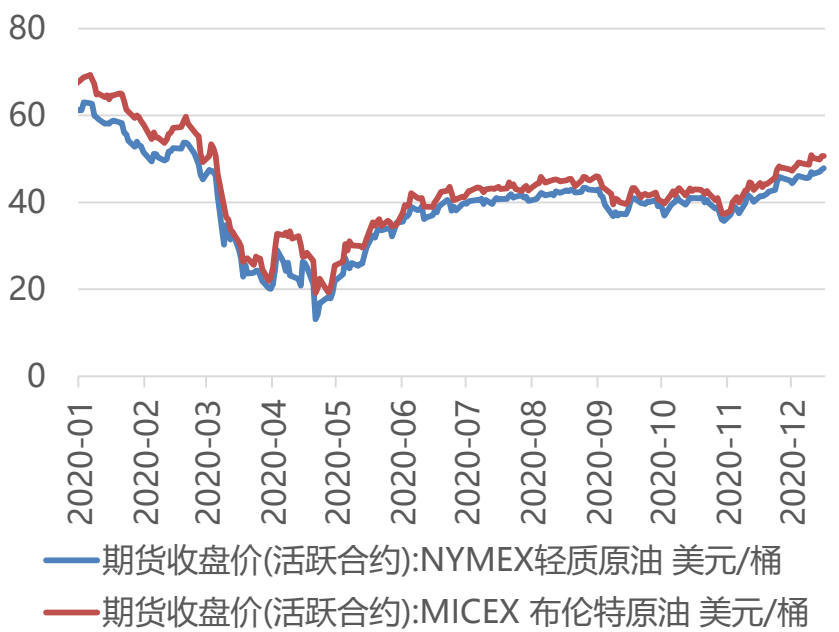
■ 美债10年期收益率、COMEX黄金期货价格



数据来源：美联储，COMEX，东海证券研究所

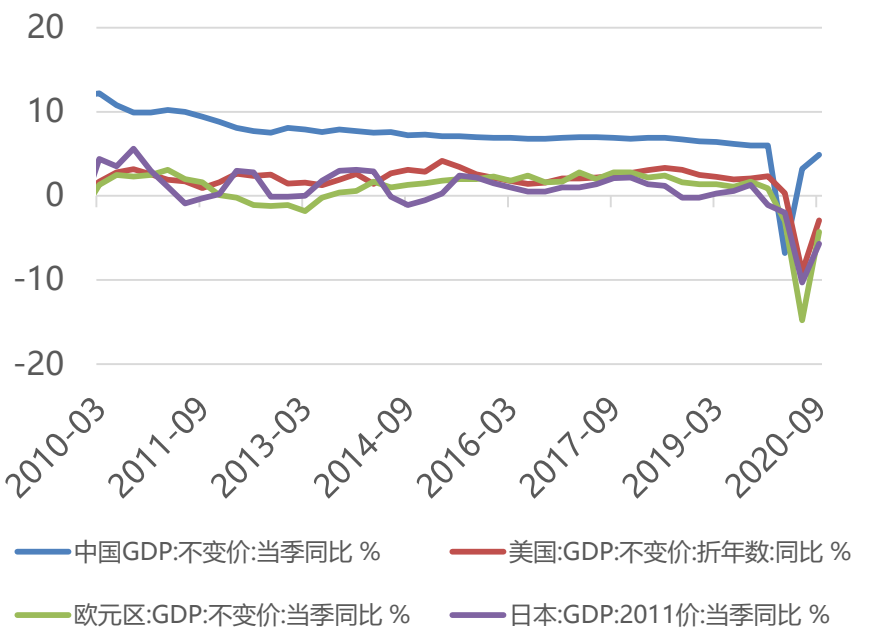
中国一季度GDP不变价同比-6.8%，日本二季度GDP不变价同比-10.2%。
美国二季度GDP不变价同比-9.03%，欧元区二季度GDP不变价同比-14.9%。

■ 美油、布油期货收盘价



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 中美欧日GDP不变价当季同比

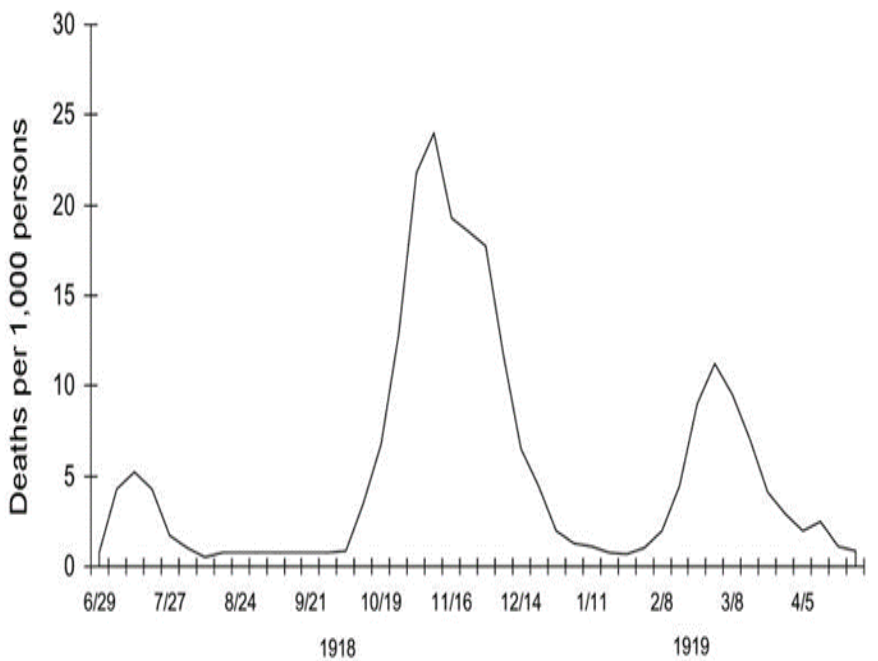


数据来源：国家统计局，日本内阁府，美国经济分析局，欧盟统计局，东海证券研究所

1.2 历史上疫病对经济和市场的影响

1918年的西班牙流感H1N1。主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体，造成全球约5亿人感染，死亡5千多万人。

■ 1918年西班牙大流感死亡比例，每一千人



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 1918-1920道琼斯工业指数行情走势



数据来源：Wind，东海证券研究所

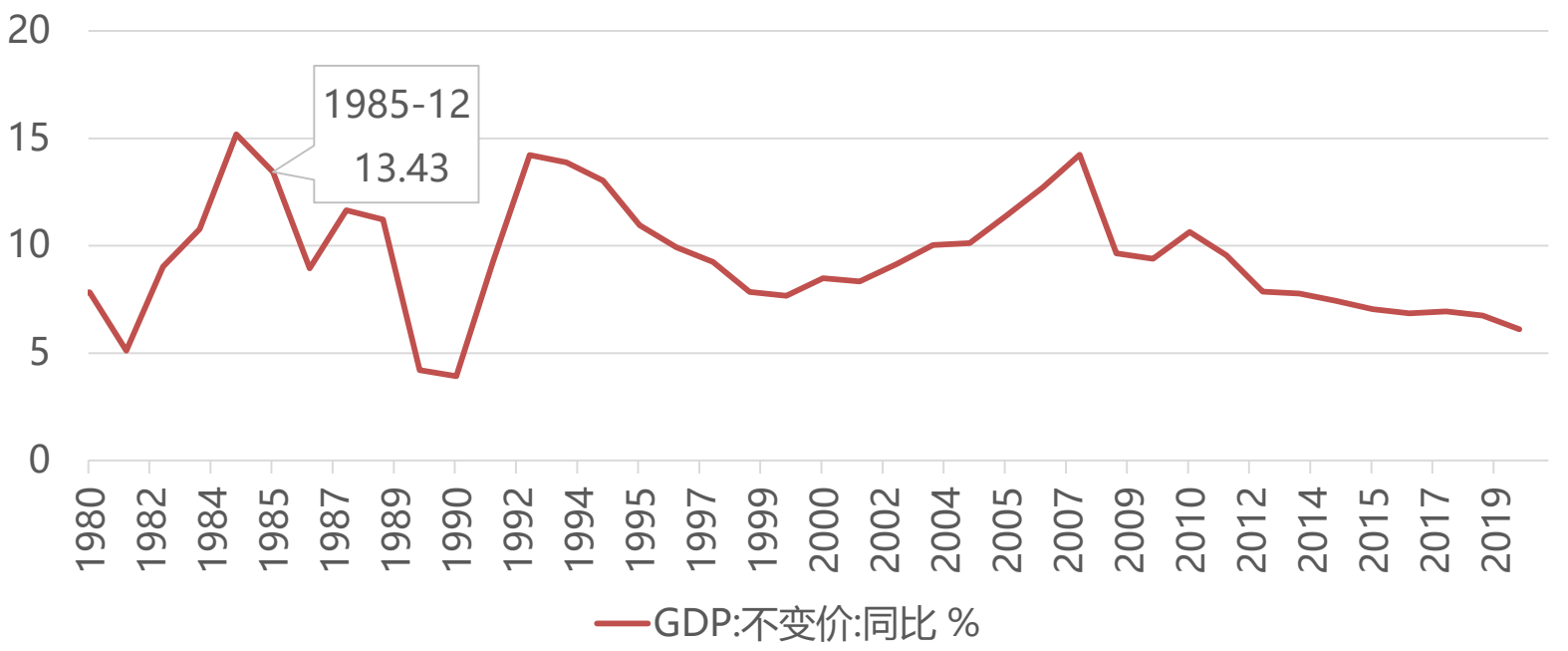
世界历史上的大流行性疫病

	WHO估计全球确诊数量及死亡数量	CDC估计全球确诊数量及死亡数量	主要发生地	持续时间
黑死病（鼠疫）(1347年)	-	全球死亡超2500万；死亡人口主要在欧洲（根据公开资料整理）	欧洲	1347年-1353年
西班牙流感H1N1 (1918年)	约5亿人感染（当时世界人口约17亿人）	美国死亡人数为67.5万人，全球死亡超5000万人	美国、欧洲、印度	1918年1月-1920年春
亚洲流感H2N2 (1957年)	全球死亡人数100万-400万	美国死亡人数为11.6万，全球死亡人数约110万，	新加坡、中国香港、美国	1957年-1958年
香港流感H3N2 (1968年)	全球死亡人数约100万.	美国死亡人数为10万，全球死亡人数约100万，。	中国香港、中国大陆南部	1968年-1969年
Sars病毒 (2003年)	全球确诊8422例，死亡916人	美国8例确诊。全球确诊8089例，全球死亡人数774人。	中国大陆、中国香港、中国台湾	2002年11月16日开始，爆发期为2003年03月-2003年04月
墨西哥流感H1N1 (2009年)	全球确诊人数20万-40万，死亡1.84万人	美国死亡1.25万人，全球死亡15.17万例-57.54万例。	美国、欧洲	2009年04月-2010年08月
新冠肺炎病毒 (2019年)	截至2020年12月15日，全球累计确诊病例7387.3万例，死亡164.2万例。	美国死亡31.1万人	全球	2019年11月-

1.3.周期变换与经济转型

经济增速稳定点在哪里?

■ 中国GDP不变价同比增速

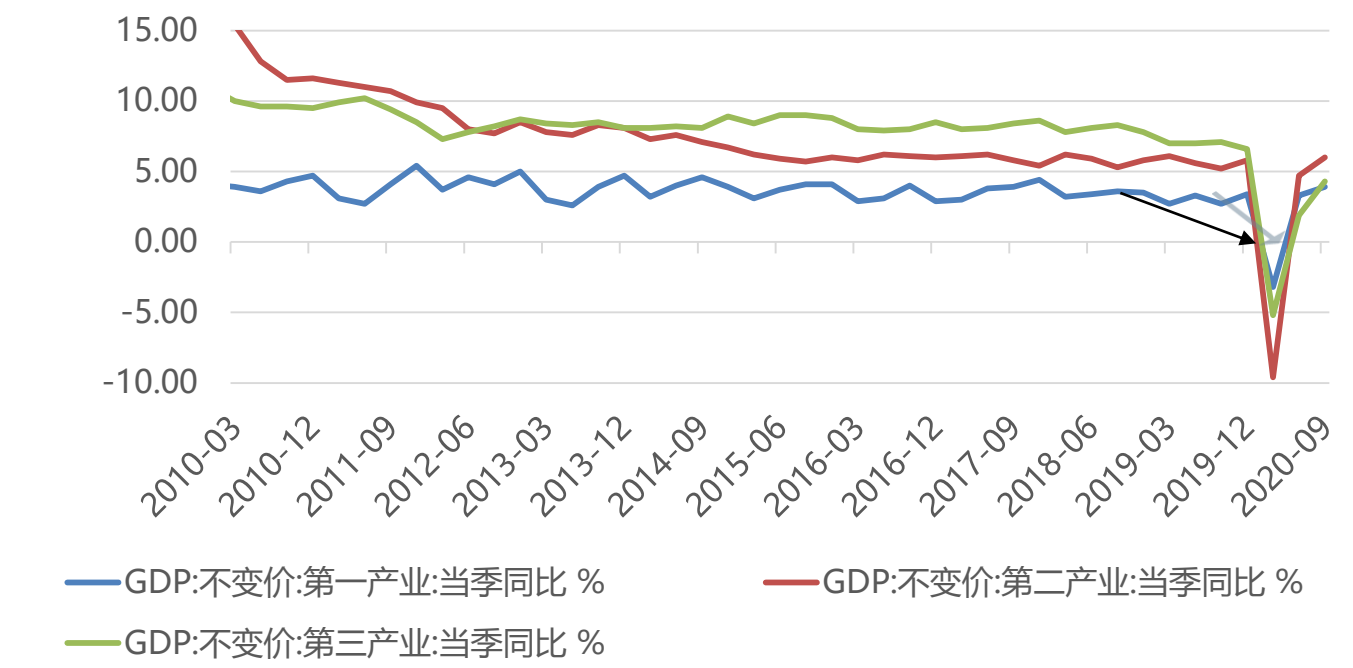


数据来源：国家统计局，东海证券研究所

1.4.经济增速中长期底部显现

第三产业增速长期高于第二产业，但增速在下行；第二产业增速有所稳定。
2019年四季度，第二、三产业增速分别为5.8%和6.6%；
2020年三季度，第二、三产业增速分别为6.0%和4.3%。

■ **第一、二、三产业GDP不变价同比增速**



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

房地产业增速或将稳定于相对低位

第三产业中房地产增速下行幅度较大。
2019年四季度，房地产业增速分别为2.5%；
2020年三季度，房地产业增速分别为6.3%。

■ **GDP不变价同比增速：房地产业**

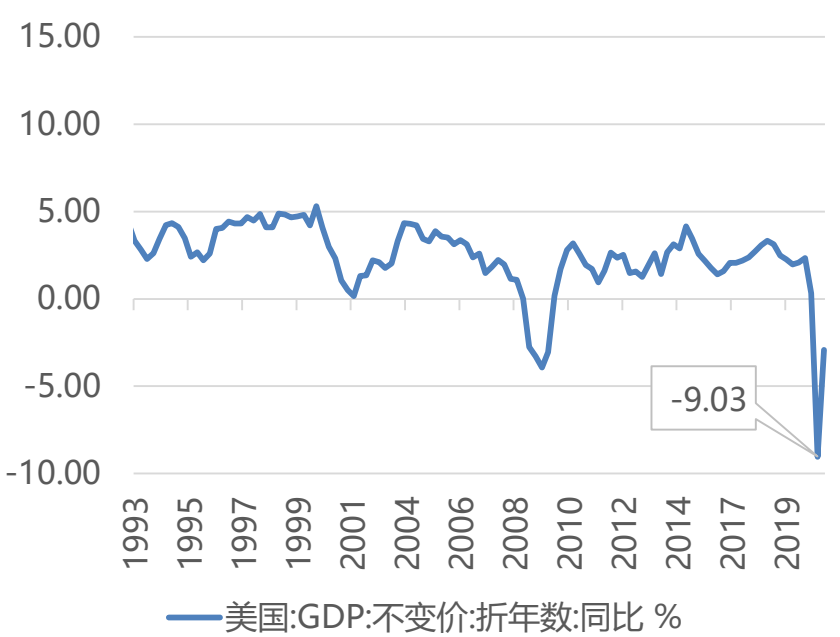


数据来源：国家统计局，东海证券研究所

1.5.美国周期不乐观

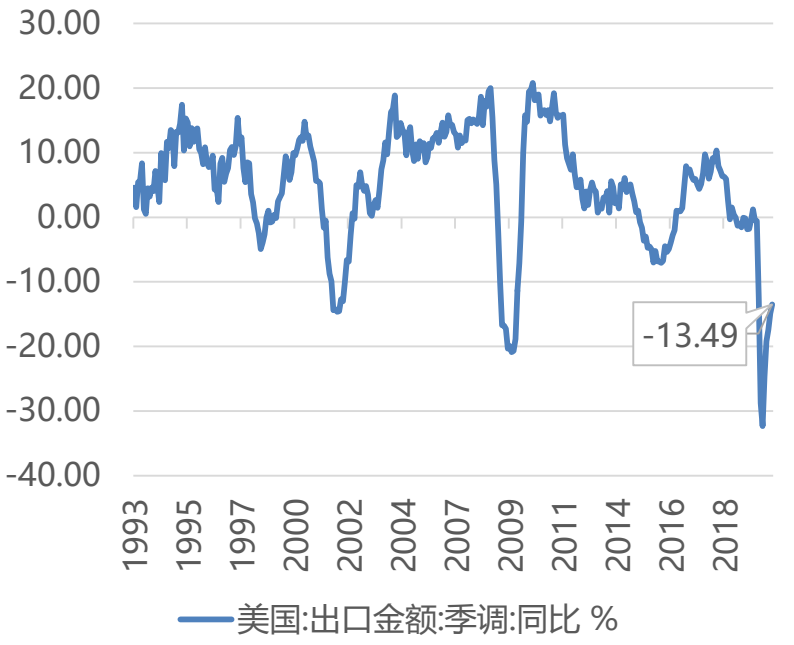
美国2020年三季度GDP不变价折年数同比为-2.92%。
2020年10月，出口增速同比为-13.49%，虽然近期已开始回升，但距离回正仍有一定距离。

■ 美国GDP季度增速



数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

■ 美国出口同比增速



数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

美国经济恢复，但疫情可能已刺破美国前期泡沫

美国经济过热时期均出现经济金融危机：
70年代石油危机，1989年前后日本泡沫破灭，2001年互联网泡沫破灭，2008年次贷危机

■ **美国GDP实际增速与潜在增速之差**



数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

目录 CONTENTS

一、疫情与经济周期

二、国内大循环与国内国际双循环

三、资本市场供需共振

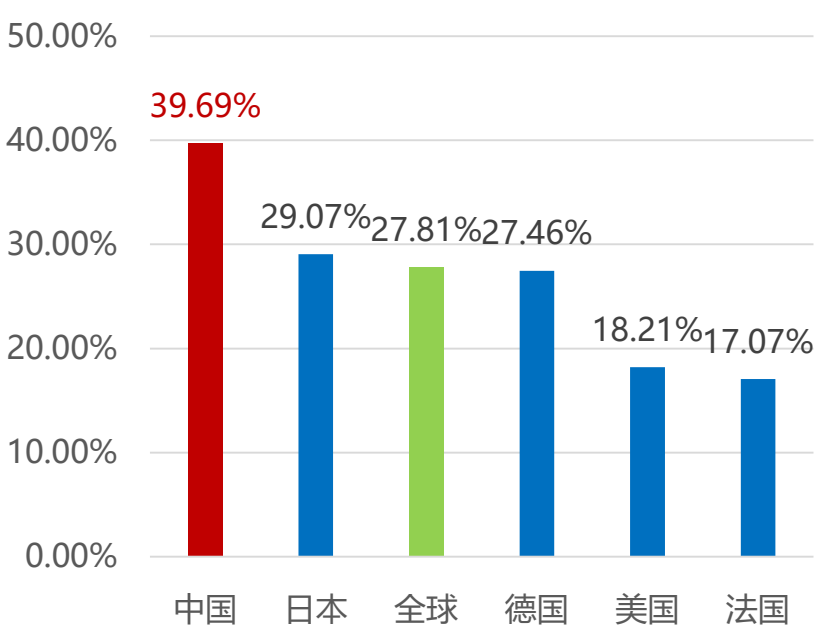
四、趋势前瞻

2.国内大循环与国内国际双循环

全球产业链分工合作 VS 中国低成本优势、大市场优势

好处：经济快速发展，人民生活水平迅速提高，GDP总量全球第二，制造业规模全球第一，中国竞争力快速增强

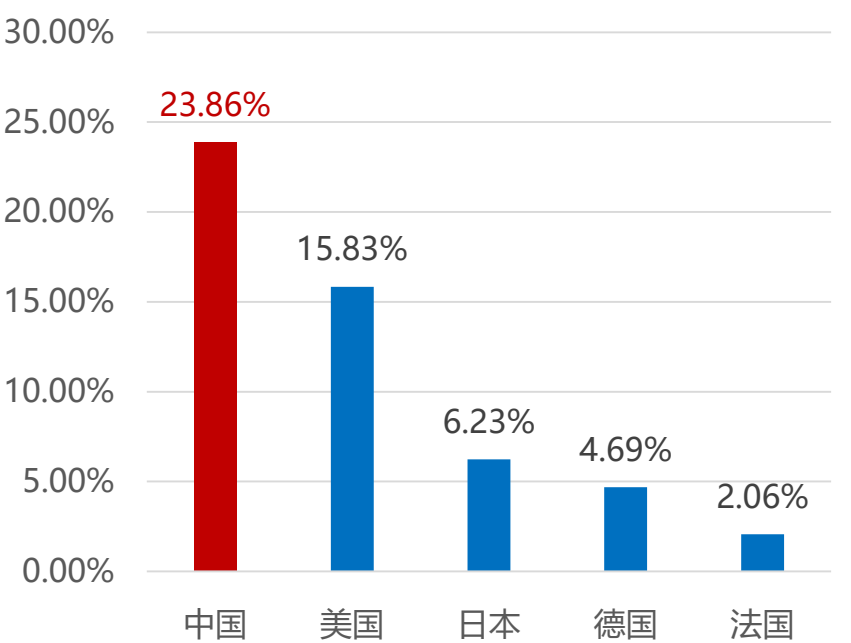
■ **工业增加值占本国GDP比重**



数据来源：世界银行，东海证券研究所

注：除美国以外均为2018年数据，世行未披露美国2018数据，故美国采用2017年数据

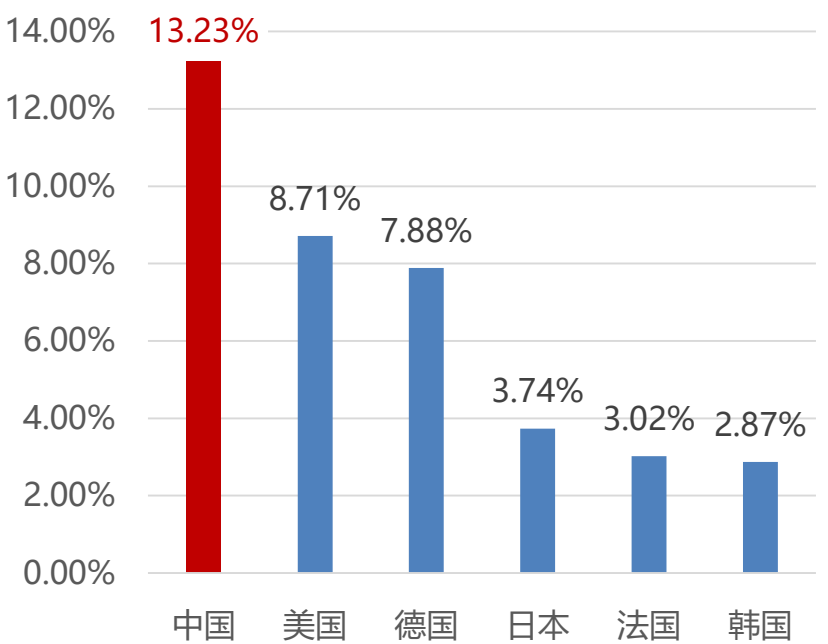
■ **工业增加值占全球比重**



数据来源：世界银行，东海证券研究所

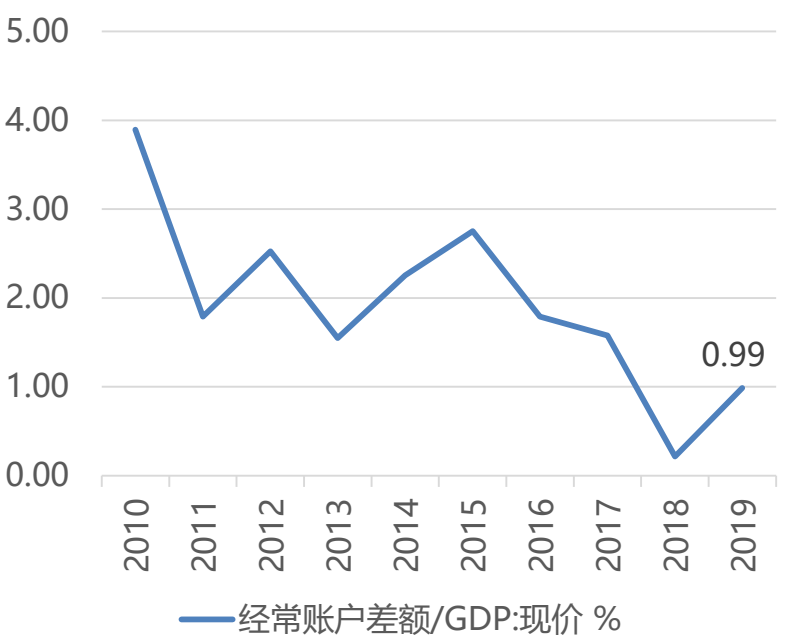
外贸出口世界第一，外汇储备世界第一

■出口占世界出口比重（2019年）



数据来源：WTO，东海证券研究所

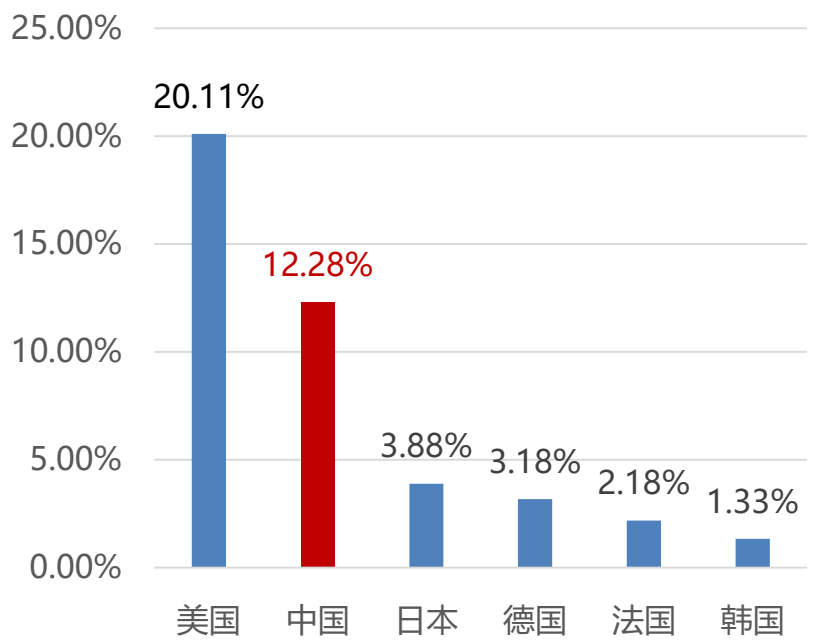
■经常项目差额占GDP比重



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局，东海证券研究所

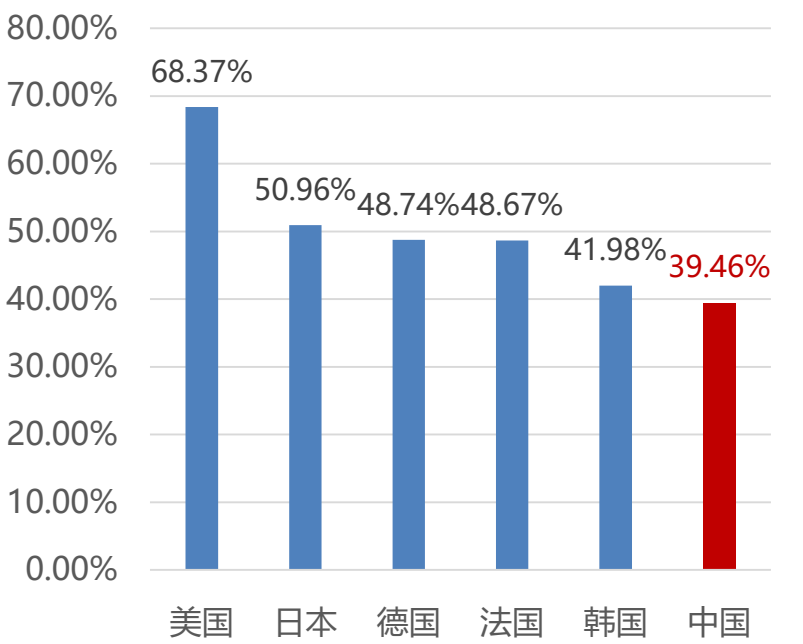
不利：消费比重偏低 美元依赖增加

■消费占世界比重2018



数据来源：世界银行，东海证券研究所
注：采用世行公布的各国按购买力平价计算出的家庭最终消费支出/全球占比

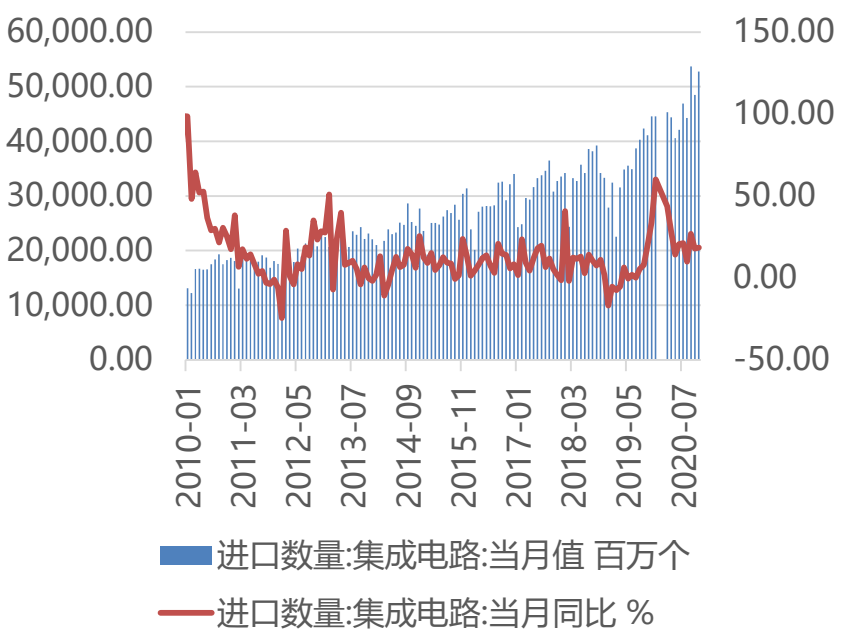
■消费占本国GDP比重2018



数据来源：世界银行，东海证券研究所
注：采用世行公布的各国按购买力平价计算出的家庭最终消费支出/GDP

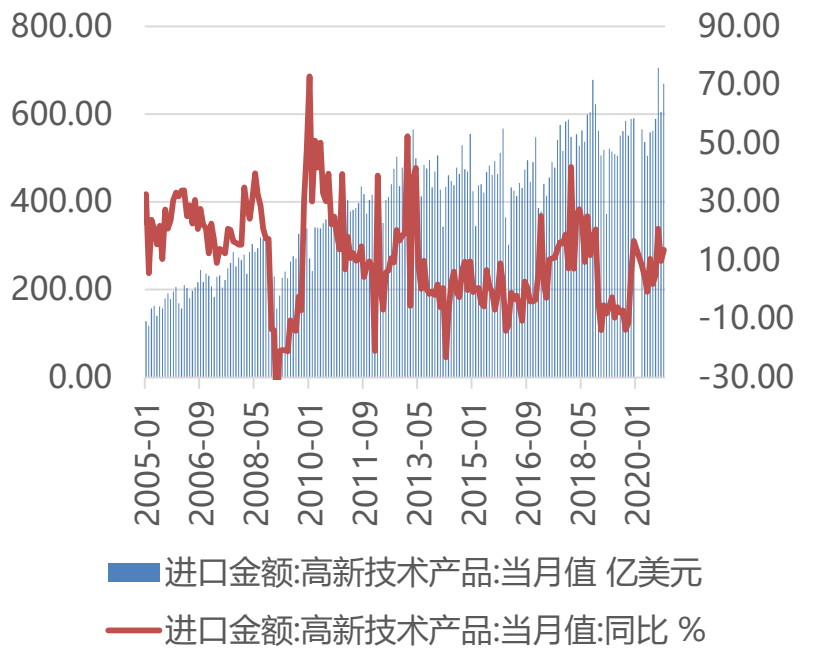
不利：一些核心技术依赖国外

中国集成电路进口



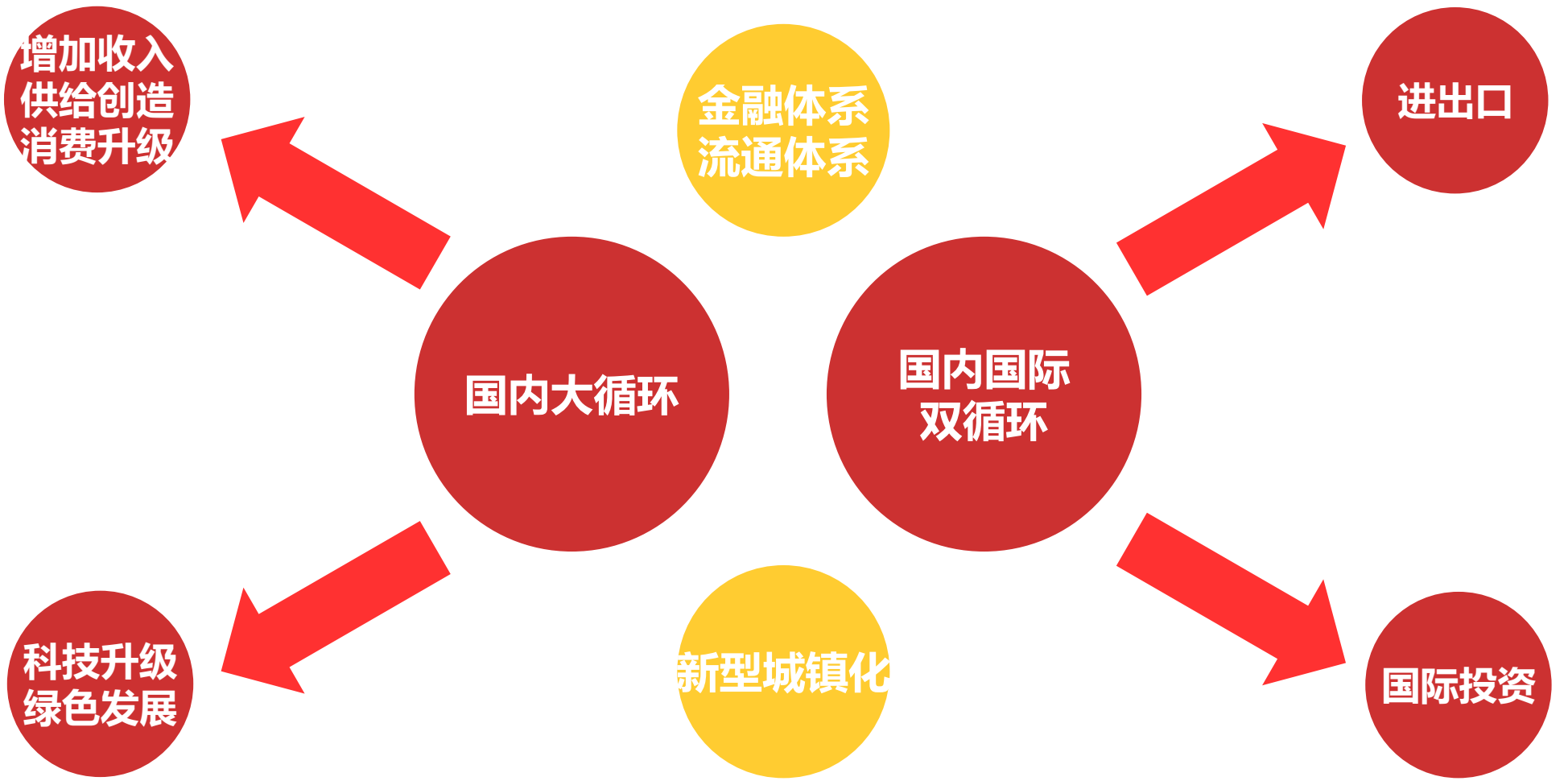
数据来源：海关总署，东海证券研究所

中国高新技术产品进口



数据来源：海关总署，东海证券研究所

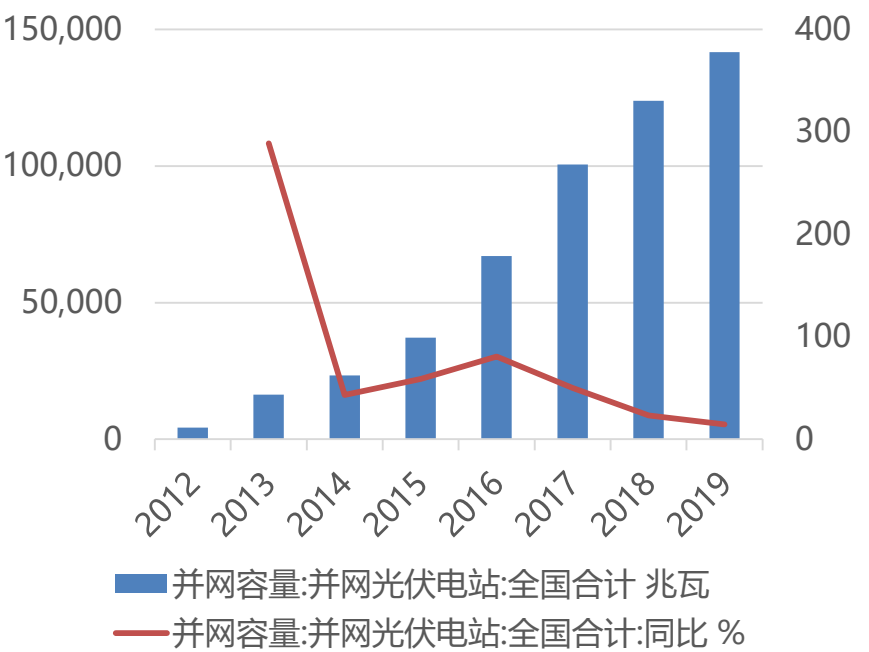
发展方向


增加收入
供给创造
消费升级
金融体系
流通体系
进出口
国内大循环
国内国际
双循环
科技升级
绿色发展
新型城镇化
国际投资

高技术产业、绿色产业保持较高增速

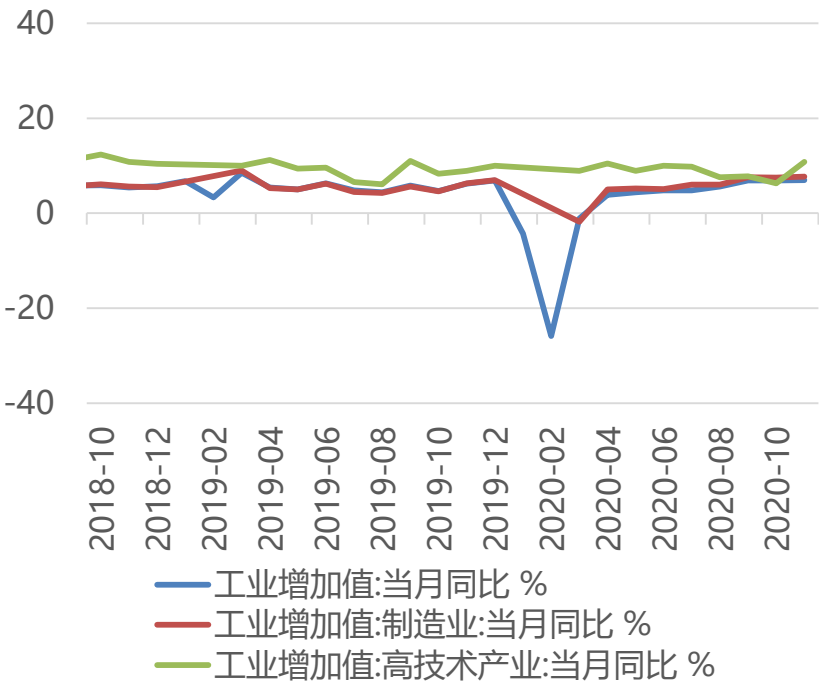
绿色产业如新能源产业和高技术产业保持较高增速。2020年11月，高技术产业增加值增速为10.8%，而工业增加值增速为7.0%。

■ 全国并网光伏电站发展情况



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

■ 高技术产业工业增加值增速更高



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

存量经济行业头部企业表现更好

沪深300代表的上市公司表现较好

■ 沪深300指数



数据来源：上海证券交易所，中证指数公司，东海证券研究所

■ 上证指数

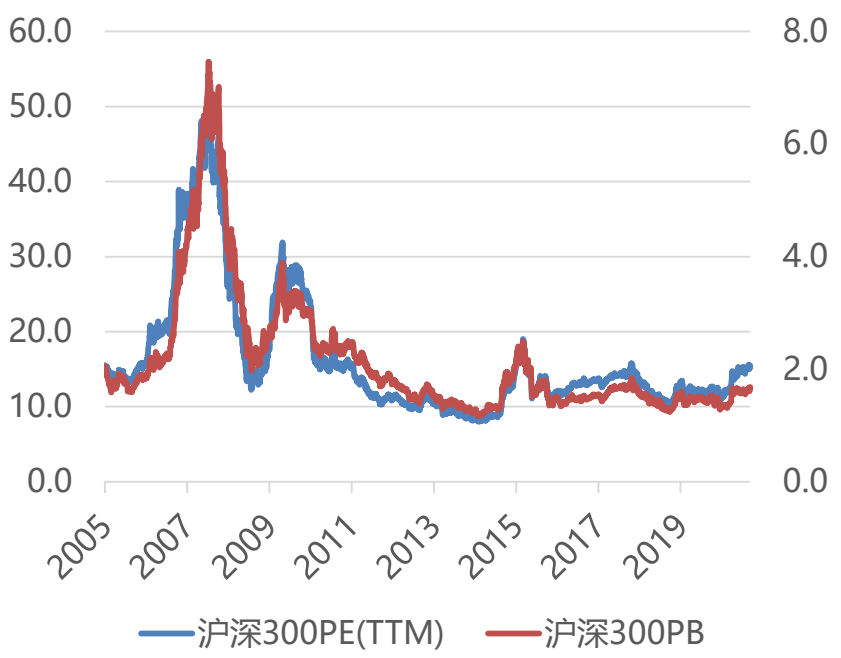


数据来源：上海证券交易所，中证指数公司，东海证券研究所

沪深300的估值上升幅度不算太高

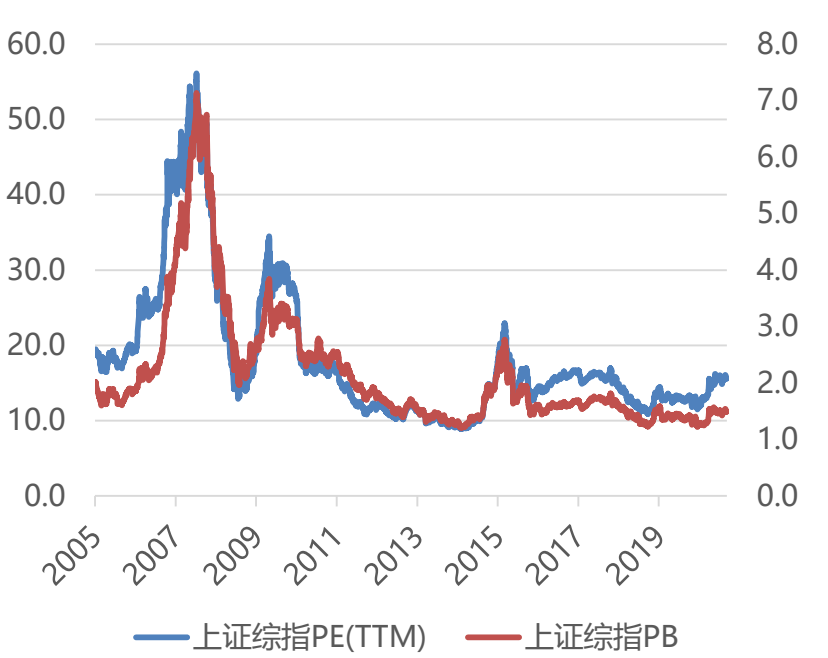
2020年12月16日，沪深300的PE为15.46倍，PB为1.68倍
上证指数分别为15.62倍和1.50倍。

■ 沪深300指数的市盈率、市净率



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 上证指数的市盈率、市净率



数据来源：Wind，东海证券研究所

目录 CONTENTS

一、疫情与经济周期

二、国际产业链分工与国内国际双循环

三、资本市场供需共振

四、趋势前瞻

3. 股市发展内在逻辑向好

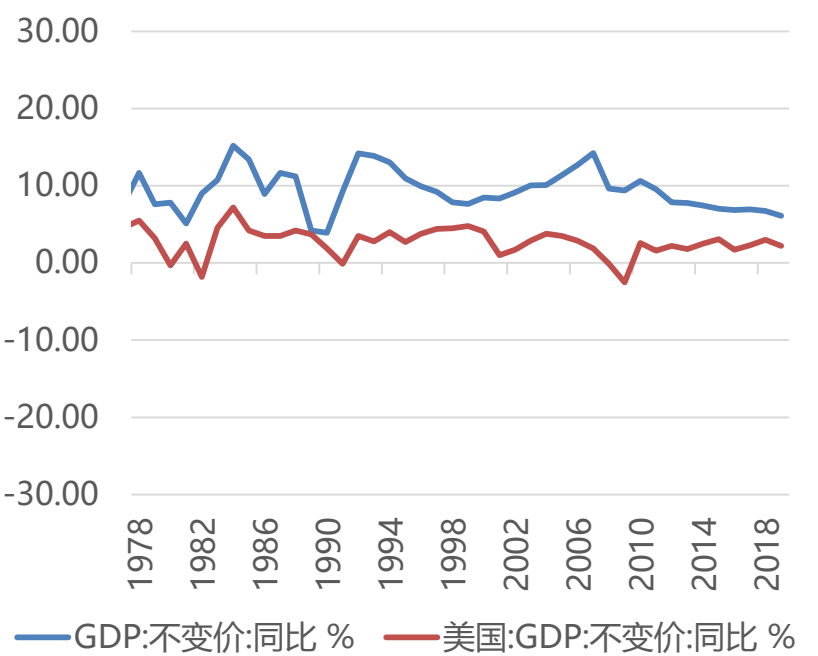
3.1.注册制改革突破上市公司质量

■ 上证指数、道琼斯指数（2008-）



数据来源：Wind，东海证券研究所

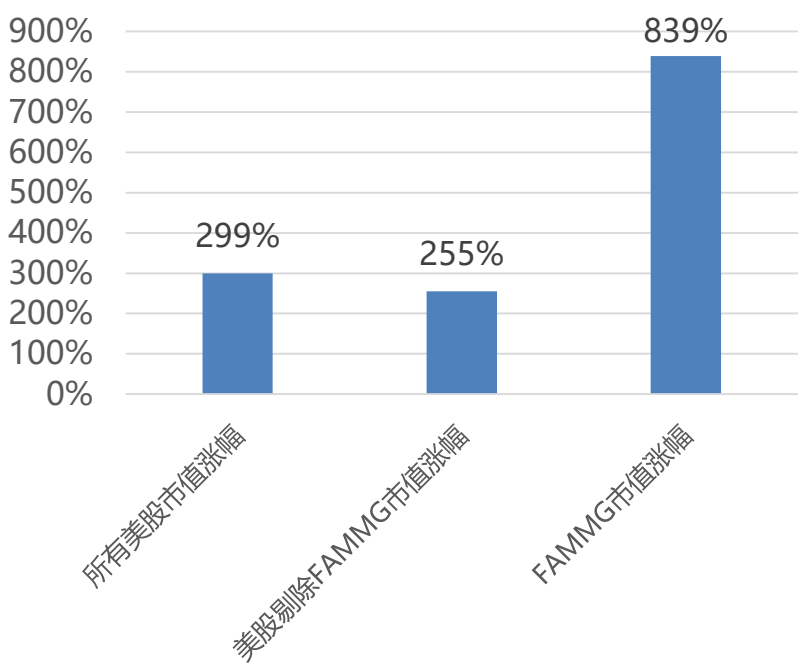
■ 中美GDP不变价同比增速



数据来源：国家统计局，美国经济分析局，东海证券研究所

美国10多年来上涨主要来自科技股

■美股总市值涨幅及主要科技股市值涨幅



数据来源：Wind，东海证券研究所
注：统计时间为2010.1-2020.12.16

■亚马逊、苹果走势

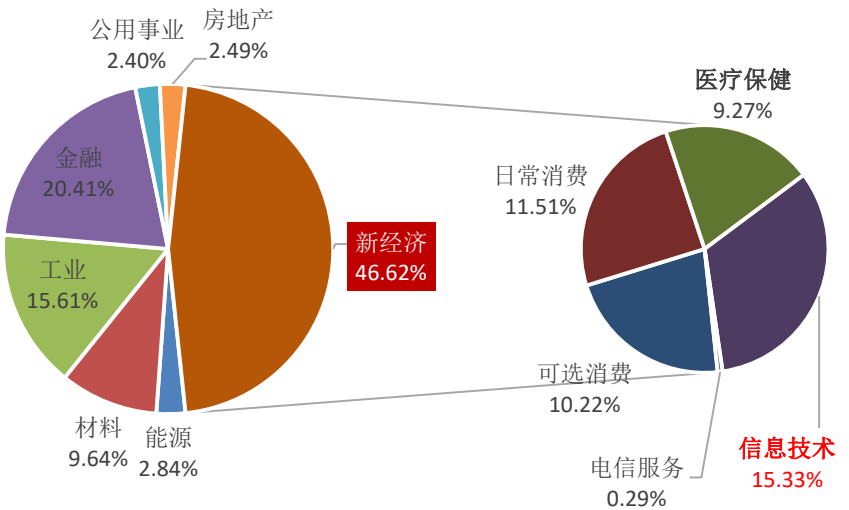


数据来源：Wind，东海证券研究所

A股新经济上市公司相对不足

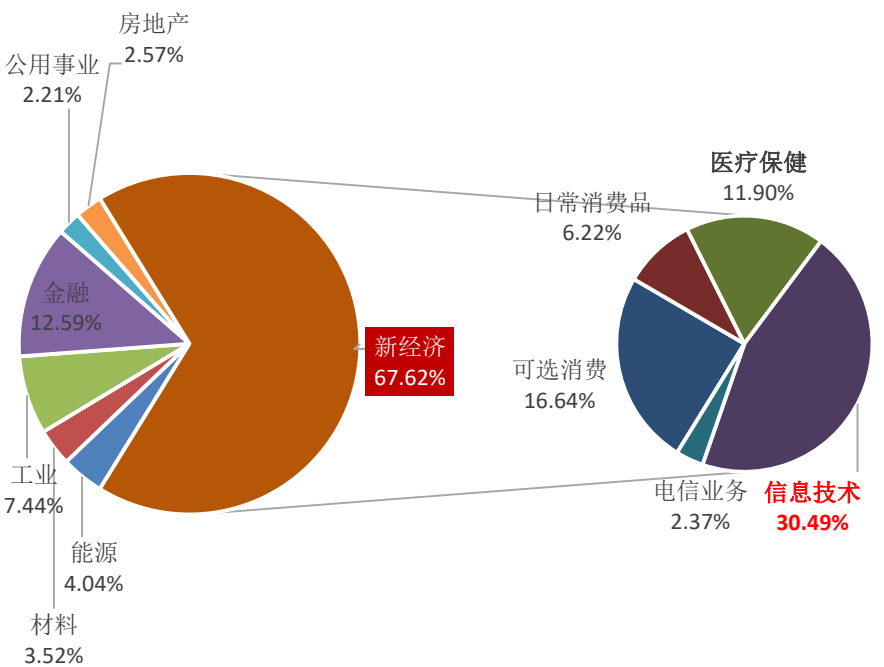
按照12月16日收盘统计
中国上市公司新经济市值占比为46.62%。其中，信息技术为15.33%，医疗保健为9.27%
美国上市公司新经济市值占比为67.62%，其中，信息技术为30.49%，医疗保健为11.90%

■ 中国上市公司市值行业分布



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 美国上市公司市值行业分布

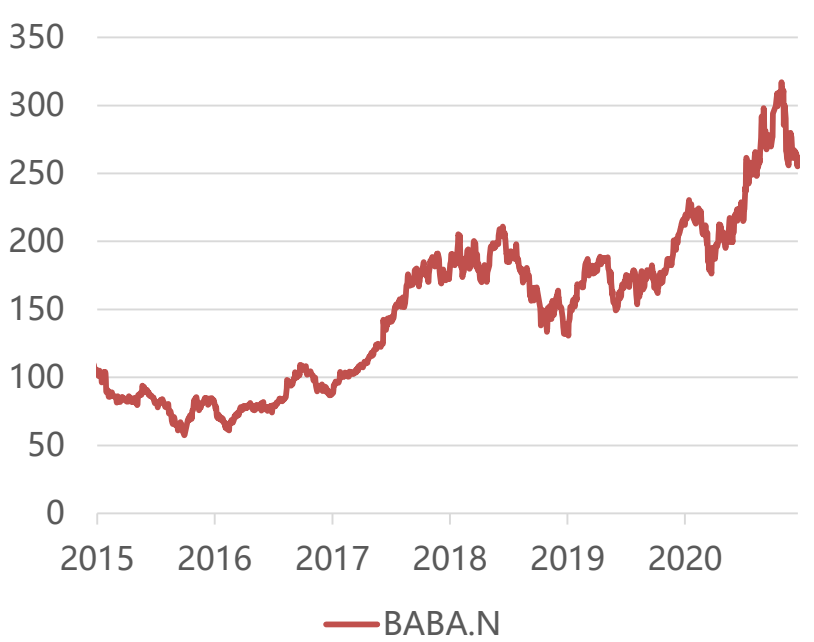


数据来源：Wind，东海证券研究所

在国外市场的中资创新企业

阿里股价从2015年至今（截止12月16日），上涨了151.96%。
腾讯股价从2010年至今（截止12月16日），上涨了1651.12%。

■ 阿里股价走势



数据来源：Wind，东海证券研究所

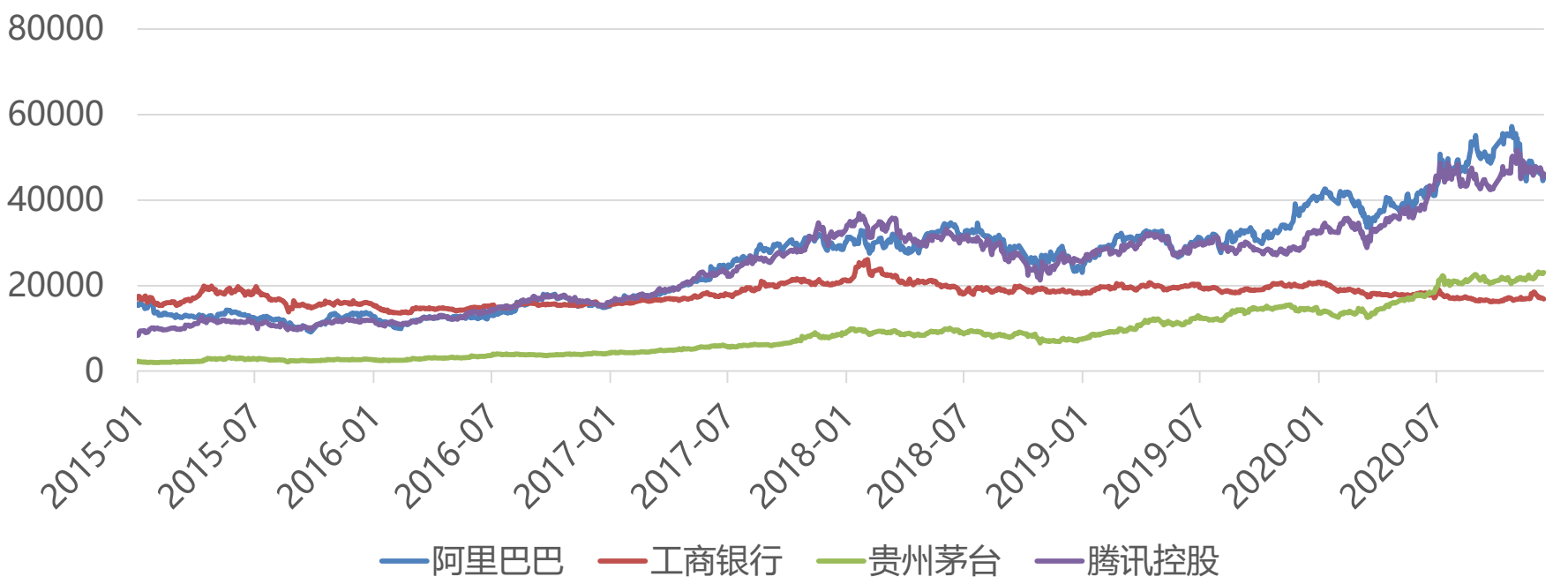
■ 腾讯股价走势



数据来源：Wind，东海证券研究所

阿里、工行等市比较

■ 阿里巴巴、工商银行、贵州茅台市值比较（人民币）

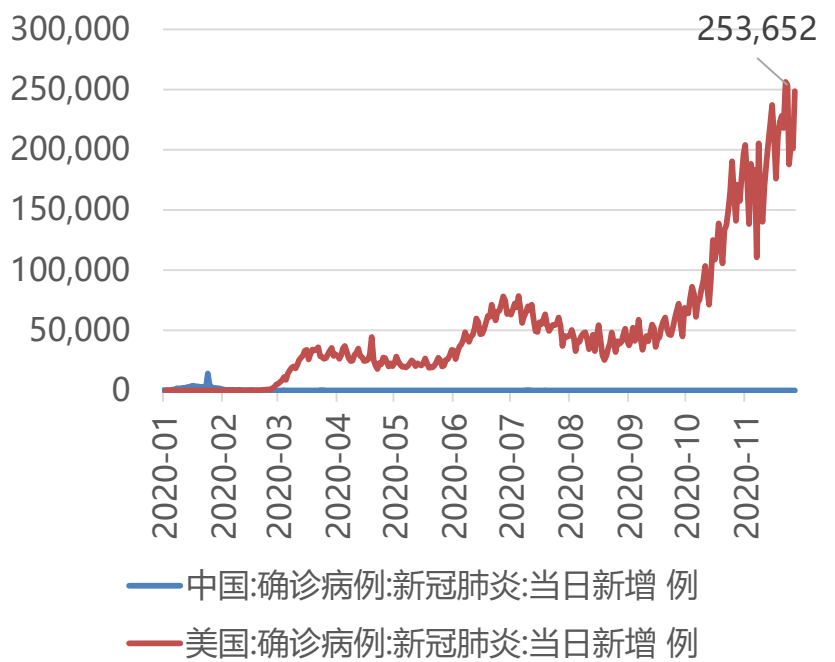


数据来源：Wind，东海证券研究所

3.2. 人民币资产吸引力增强

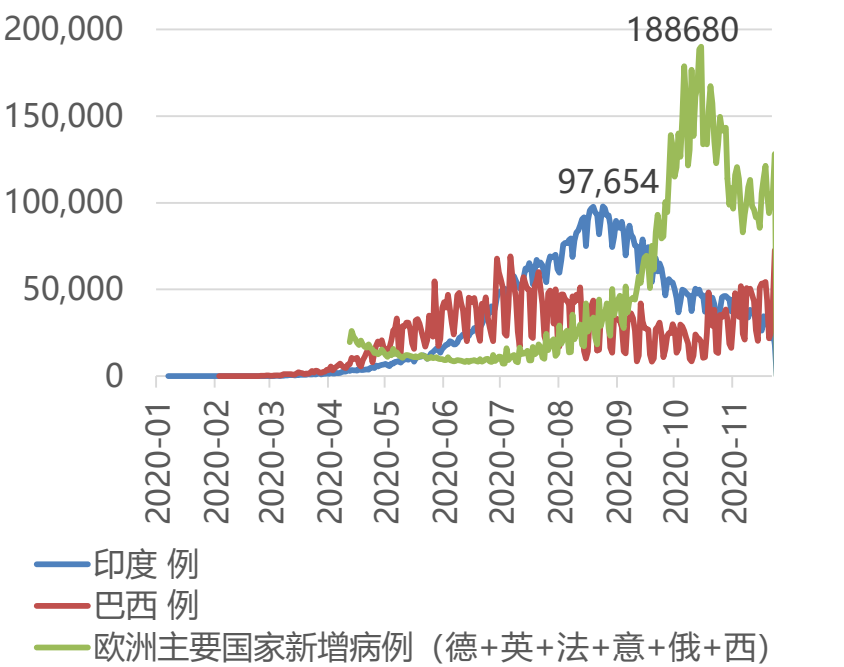
疫病防控更有效，具有一定先行优势

■ 中国、美国新增新冠病例



数据来源：国家卫健委，根据新闻整理，东海证券研究所

■ 欧洲、巴西、印度新增新冠病例

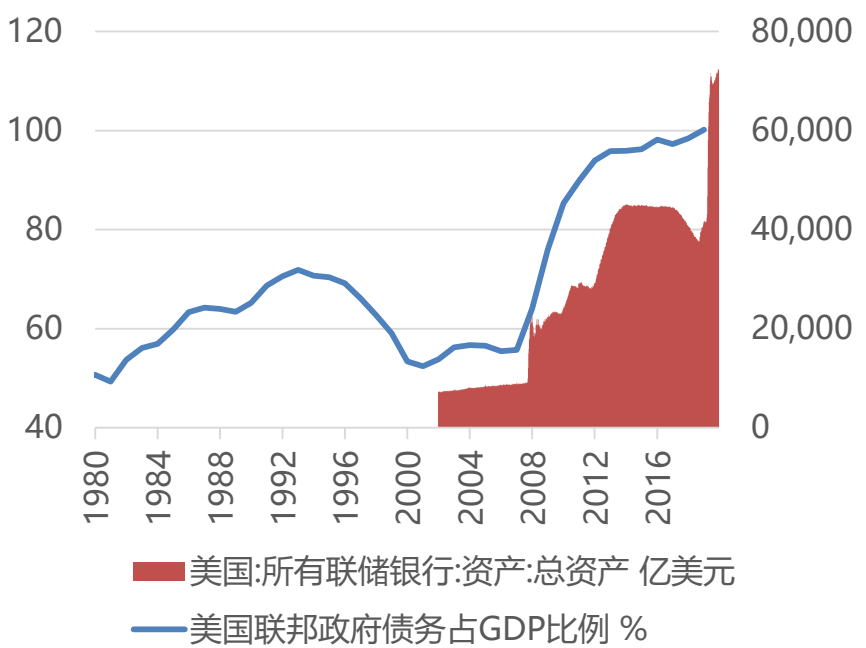


数据来源：根据新闻整理，东海证券研究所

美元承压

货币超发、政府负债快速上升、国际收支逆差等不支持美元

■美国联邦政府债务占GDP比例



数据来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

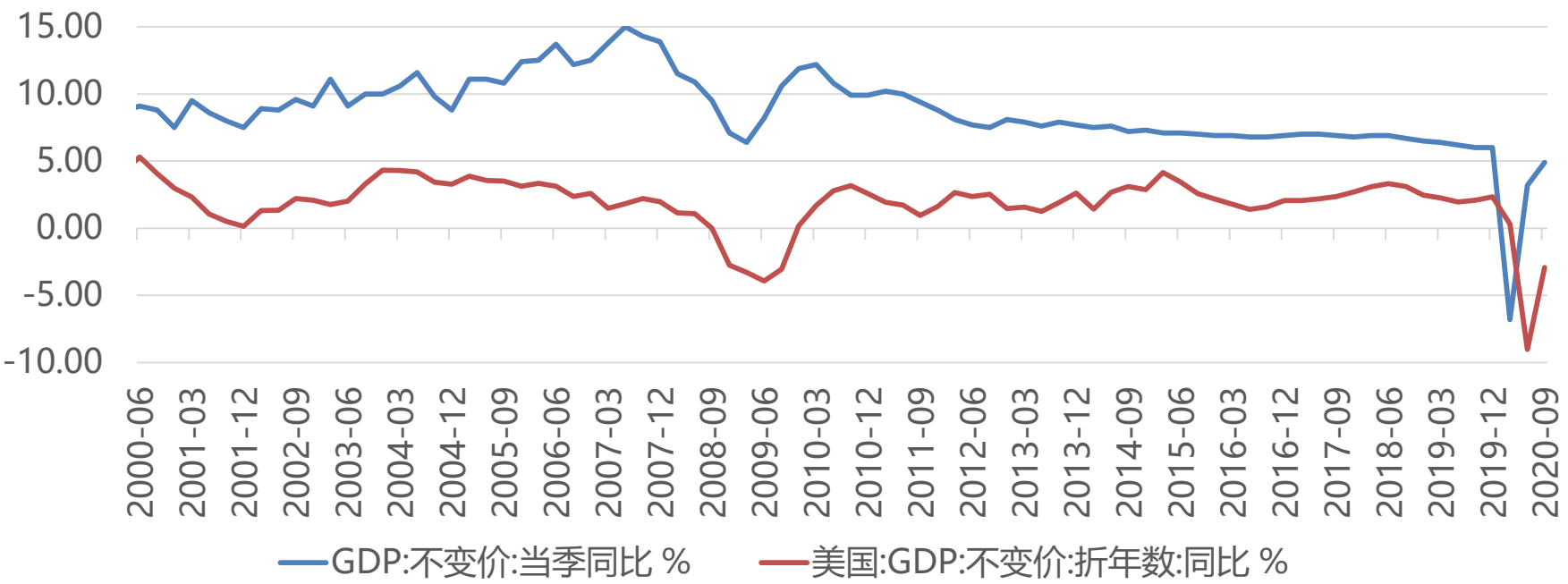
■美元指数



数据来源：倚天财经，东海证券研究所

中国增速更高

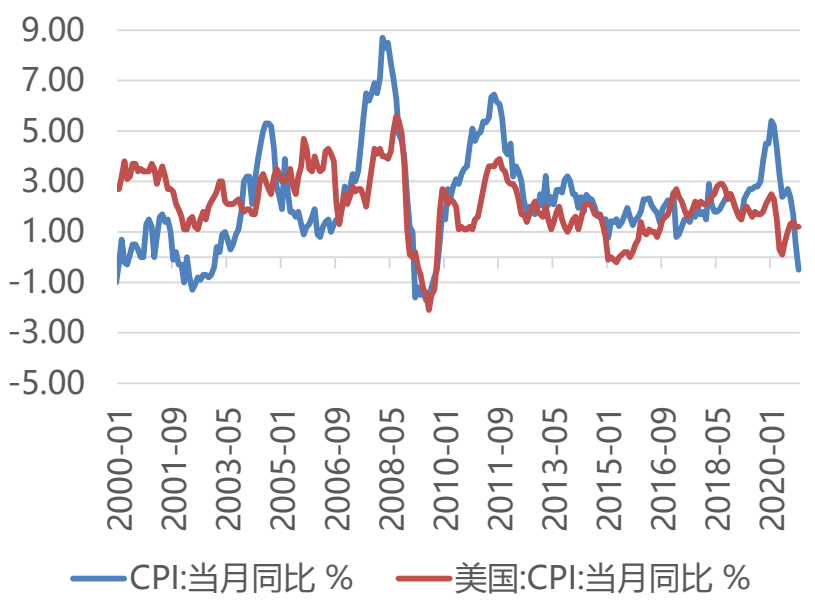
■ 中美GDP不变价季度同比增速



数据来源：国家统计局，美国经济分析局，东海证券研究所

中外利差吸引

■ 中国、美国CPI



数据来源：国家统计局，美国劳工部、东海证券研究所

■ 中美10年期国债利差



数据来源：中债估值中心，美联储，东海证券研究所

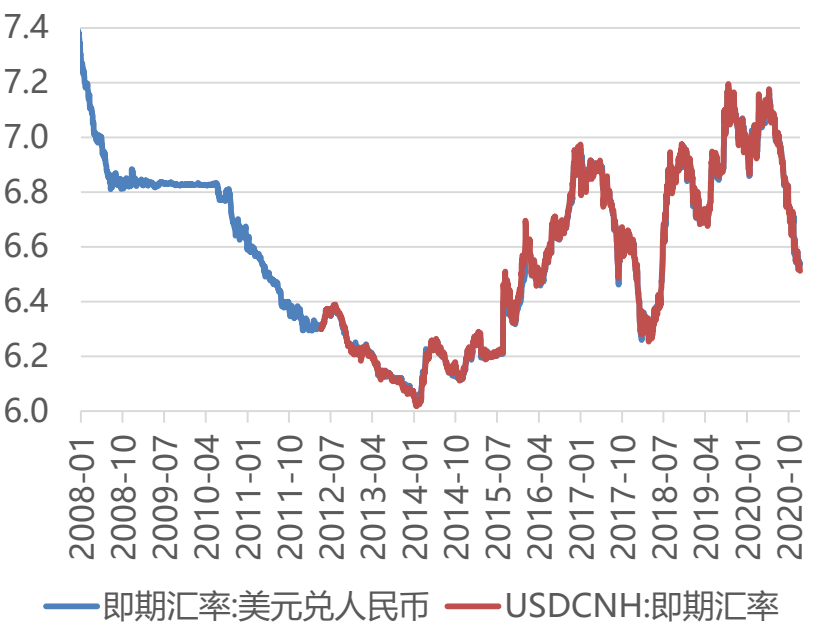
人民币有走强可能

■ 人民币有效汇率



数据来源：国际清算银行，东海证券研究所

■ 人民币即期汇率、离岸汇率

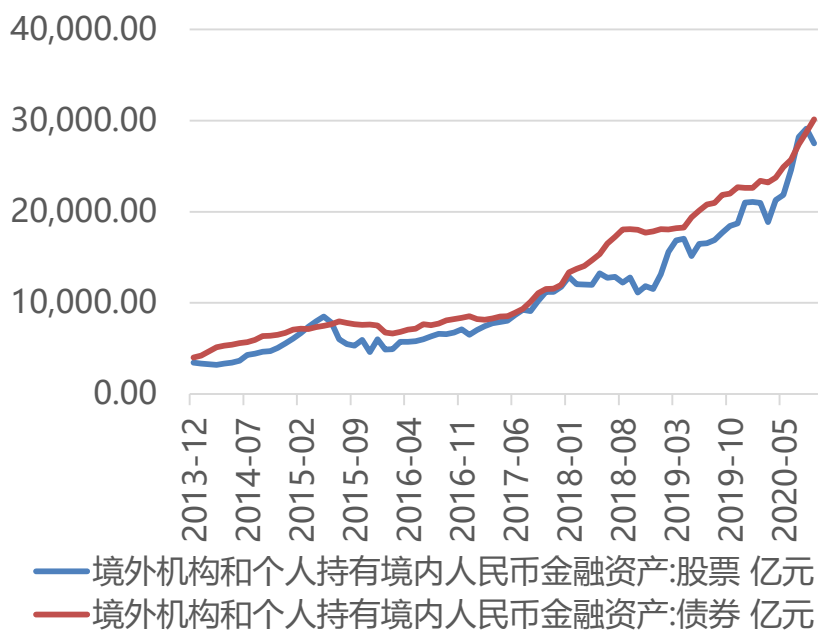


数据来源：中国货币网，ICAP，东海证券研究所

看好人民币，海外资金持续流入可能性较大
股市中机构话语权在增加

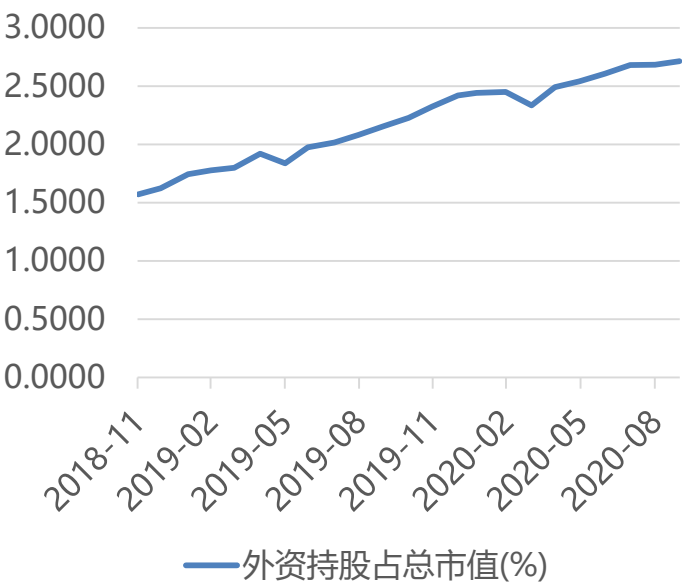
截至2020年11月末，外资持股市值2.32万亿元，占总市值比重已上升到2.76%

■ 境外机构和个人持有境内人民币金融资产



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

■ 外资持股占比

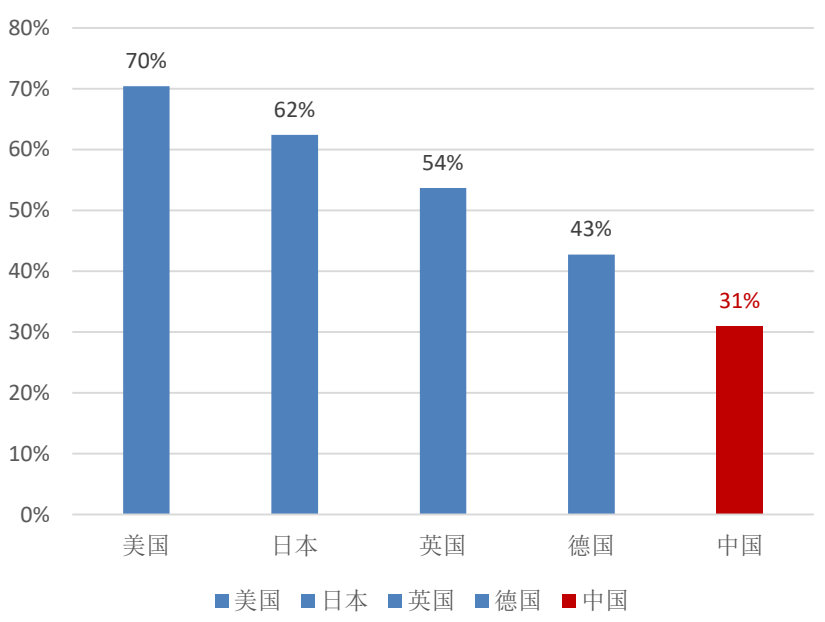


数据来源：Wind，东海证券研究所

3.3.房地产、固定收益与股权投资

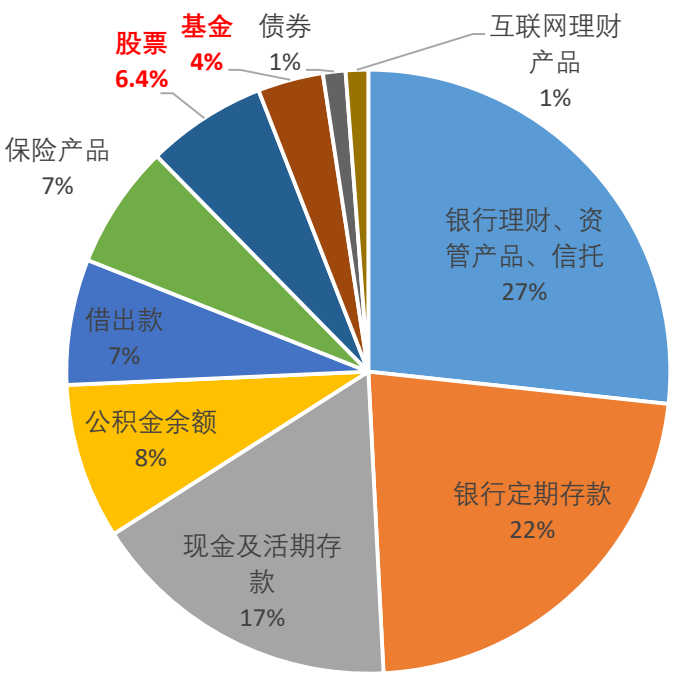
我国居民金融资产占比低，美国、日本分别可达70%和62%。
金融资产中，现金、理财、存款等占高达66%，股票和基金占比仅10.4%，而美国股票和证券投资基金占比达到47.9%。

■主要国家居民金融资产占比（2018）



数据来源：Wind，东海证券研究所

■中国居民金融资产构成

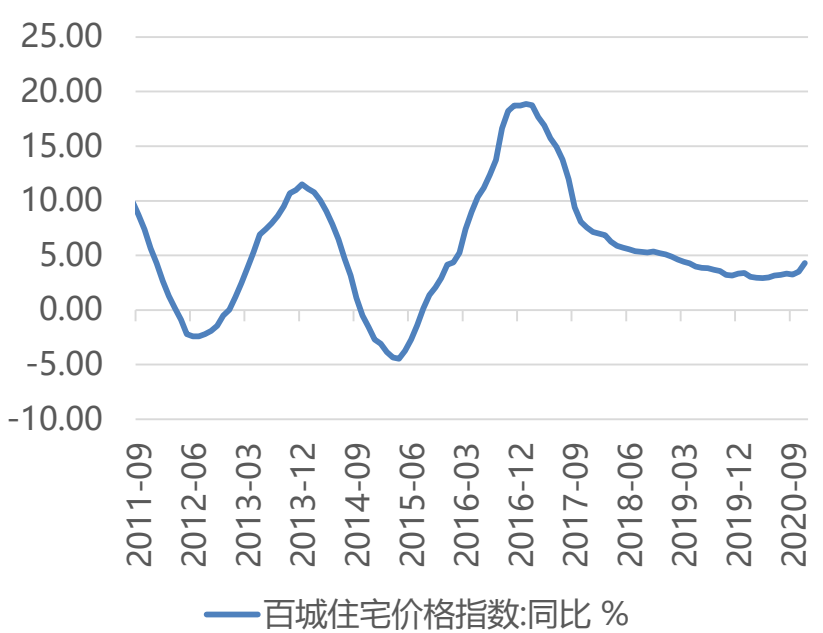


数据来源：Wind，东海证券研究所

房住不炒

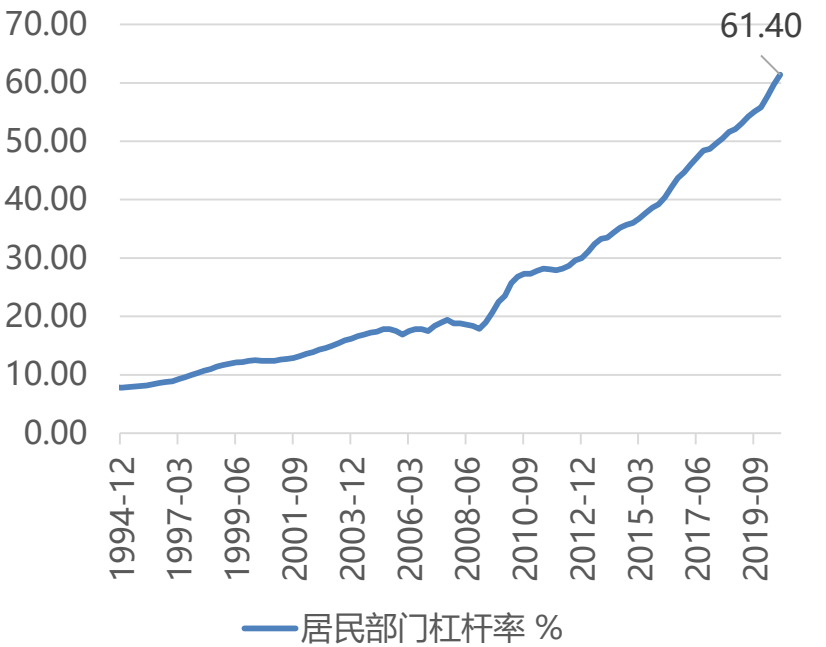
2020年9月，居民负债率已达到61.4%

■ 中国百城房价走势



数据来源：根据新闻整理，东海证券研究所

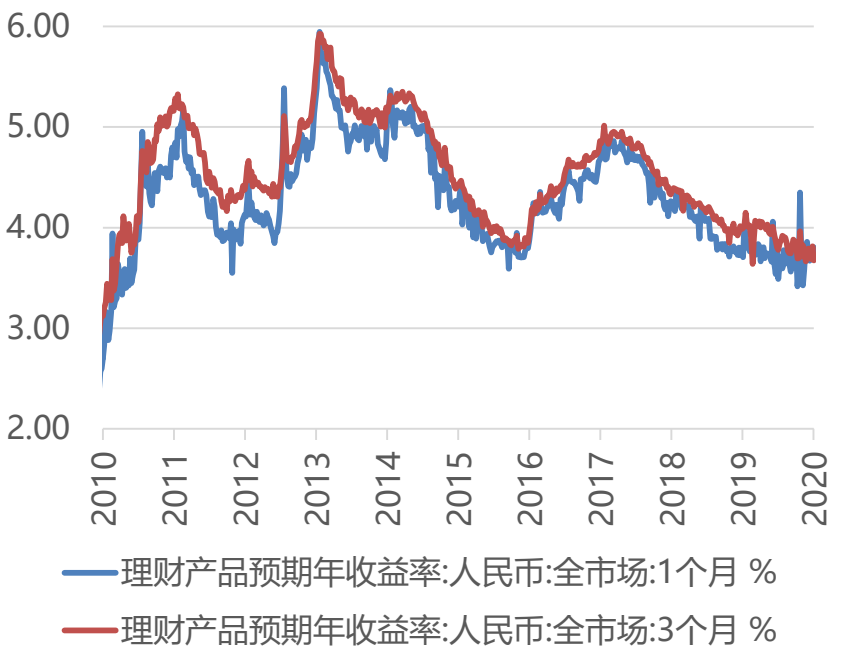
■ 居民负债



数据来源：国家资产负债表研究中心，东海证券研究所

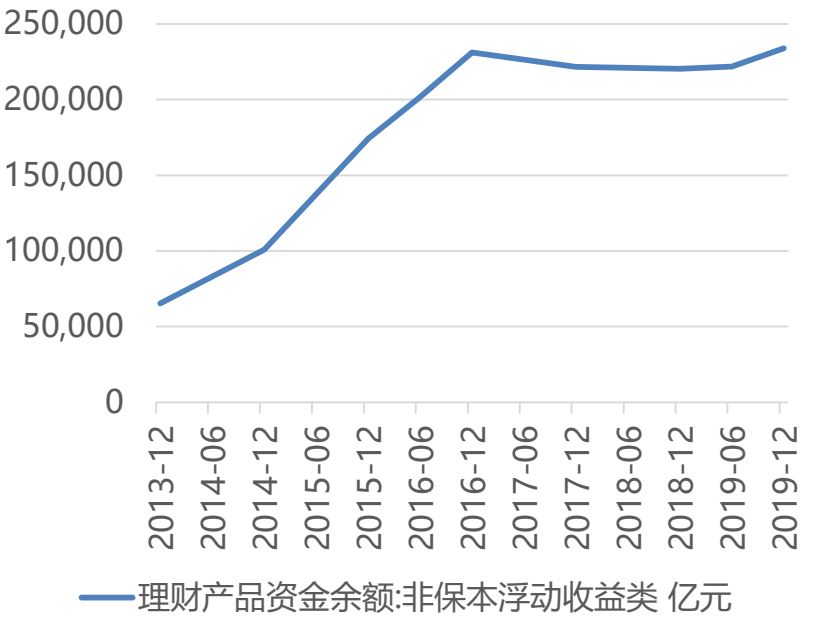
理财收益率下行

■银行理财收益率



数据来源：Wind，东海证券研究所

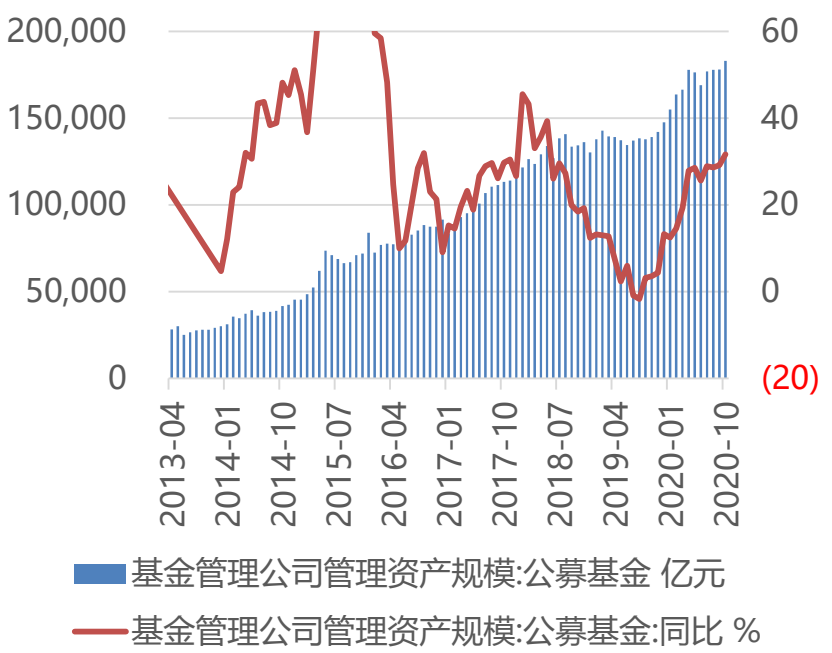
■银行理财规模



数据来源：根据新闻整理，东海证券研究所

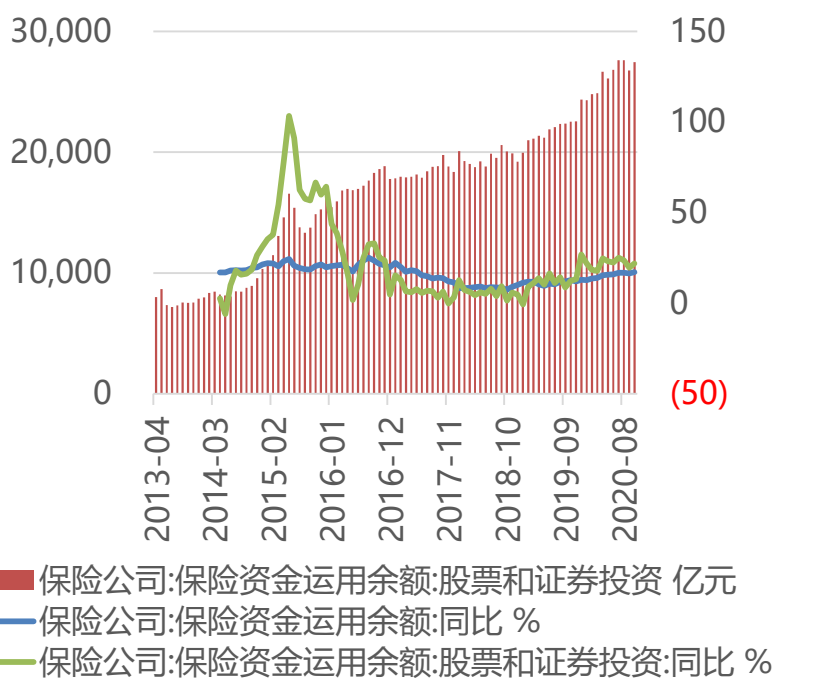
基金、保险规模持续扩大

■ 公募基金规模



数据来源：中国证券投资基金业协会，东海证券研究所

■ 保险规模



数据来源：银保监会，东海证券研究所

目录 CONTENTS

一、疫情与经济周期

二、国际产业链分工与国内国际双循环

三、资本市场供需协同共振

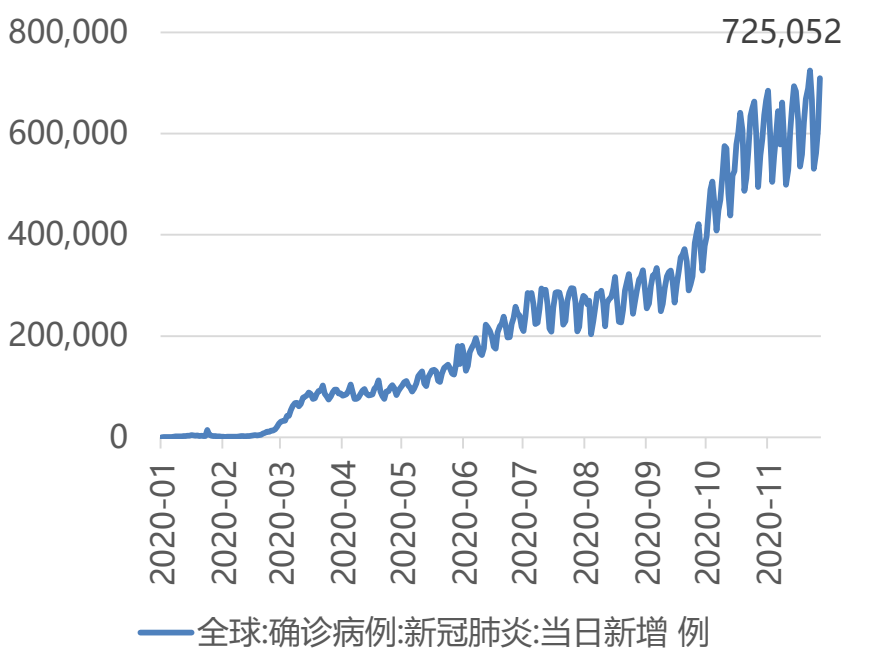
四、趋势前瞻

4.趋势前瞻

4.1.新一轮疫情高峰或将在一季度结束

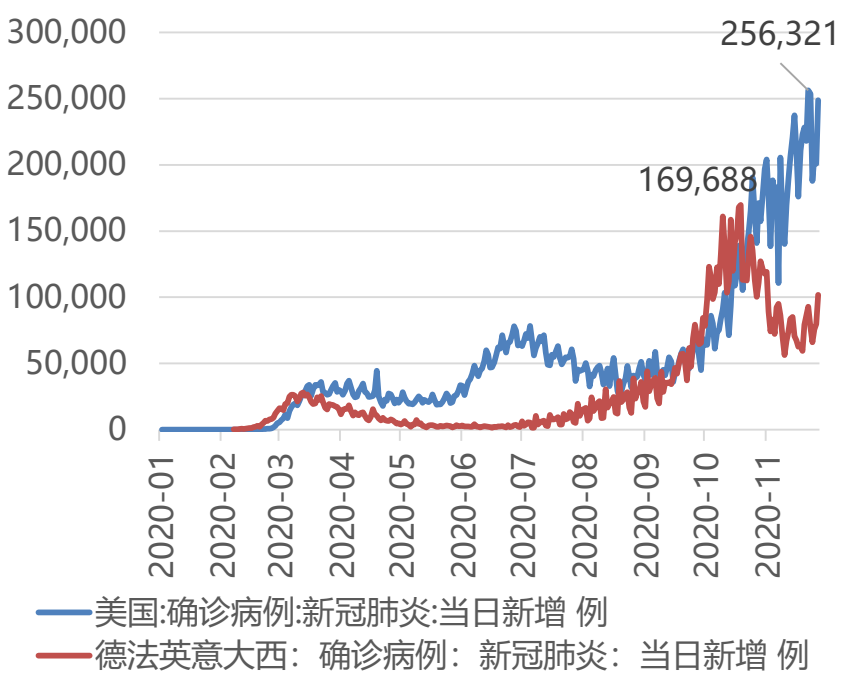
截止2020年12月15日，全球累计确诊病例7387.3万例，死亡164.2万例。

■ 全球新冠肺炎累计确诊病例



数据来源：Wind, 东海证券研究所

■ 全球新冠肺炎累计死亡病例

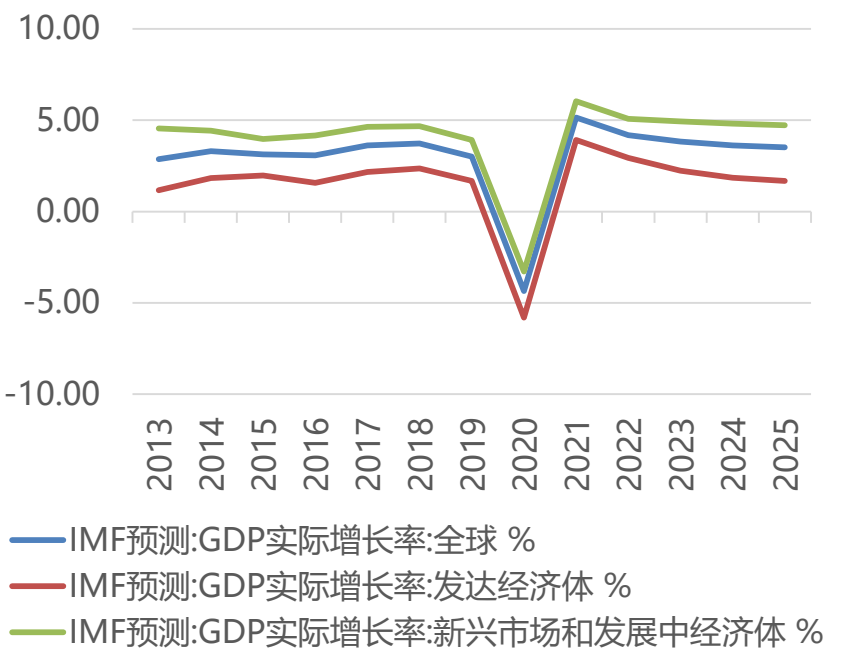


数据来源：Wind, 东海证券研究所

4.2.全球经济2021年估计进入全面复苏期

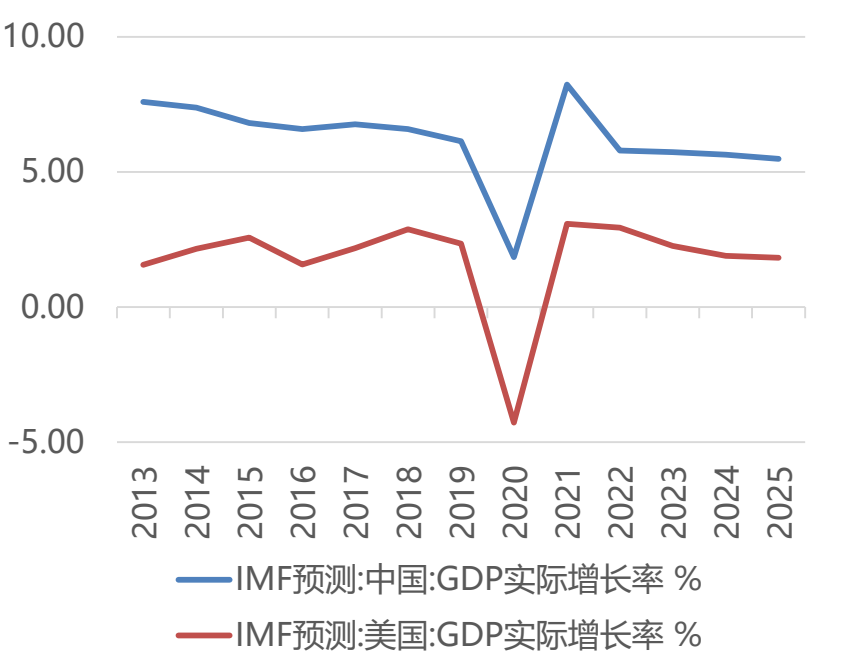
IMF预测2021年全球经济将增长5.15%，发达经济体将增长3.92%，新兴市场和发展中经济体将增长6.05%。
预测2021年中国经济将增长8.24%，美国经济将增长3.08%。

■ IMF预计全球经济实际增长率



数据来源：IMF, 东海证券研究所

■ IMF预计中美实际增长率

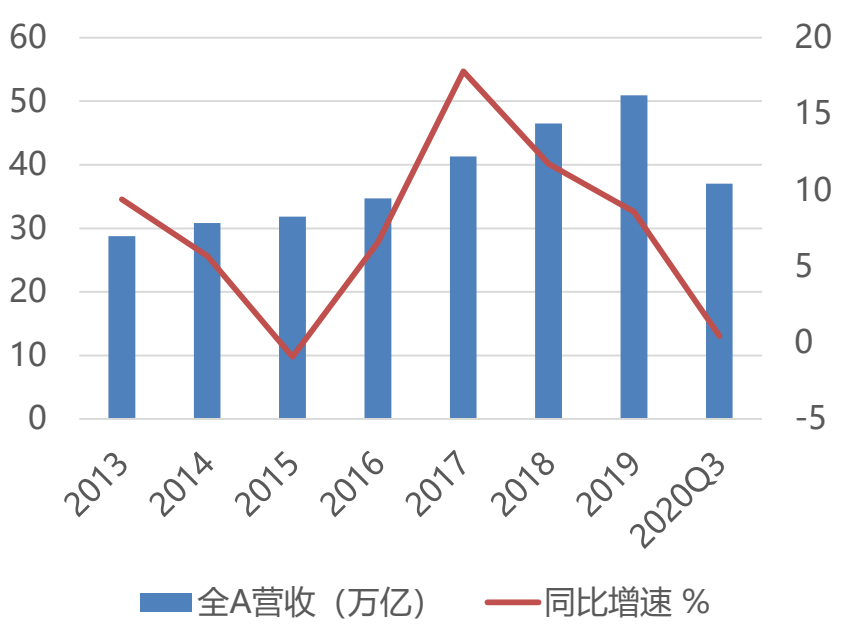


数据来源：IMF, 东海证券研究所

4.3.上市公司业绩好转

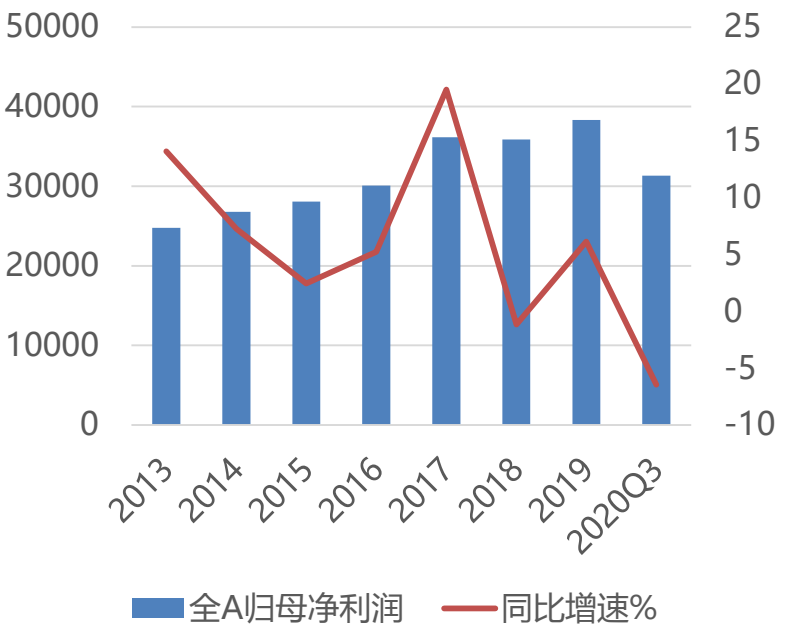
2020年三季度全部A股实现总营收37.02万亿元，同比增长0.45%；归母净利润为3.14万亿元，同比下滑6.46%，盈利增速降幅持续收窄。而第二季度单季全部A 股上市公司归母净利润同比下滑13.13%，降幅相较一季度大幅收窄11.61个百分点。

■ 全A公司营收及同比增速



数据来源：Wind, 东海证券研究所

■ 全A公司归母净利润及同比增速

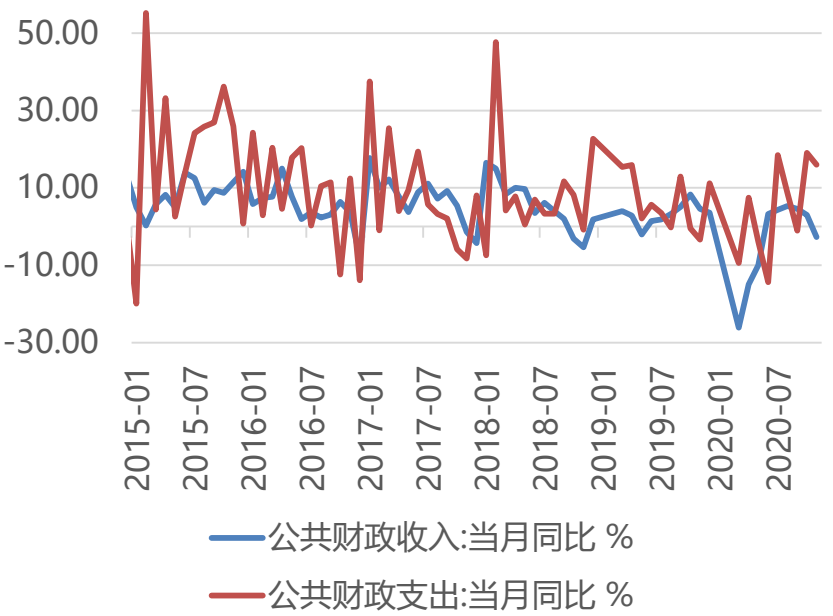


数据来源：Wind, 东海证券研究所

4.4.中国财政刺激力度减弱

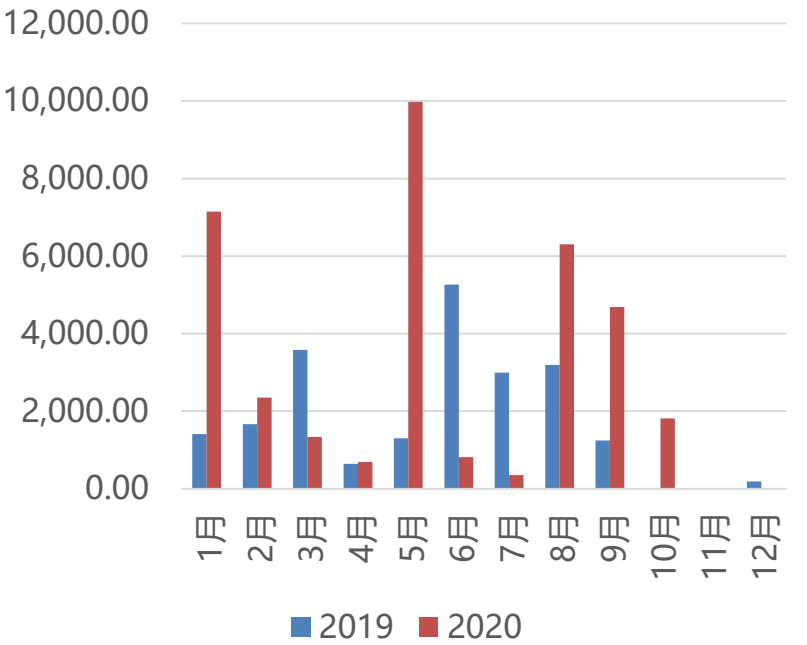
财政政策：2020年新增财政赤字1万亿元，发行抗疫特别国债1万亿元，发行专项债3.75万亿元，新增减税降费5000亿元（总计2.5万亿元）。

■ 财政收支



数据来源：财政部，东海证券研究所

■ 专项债

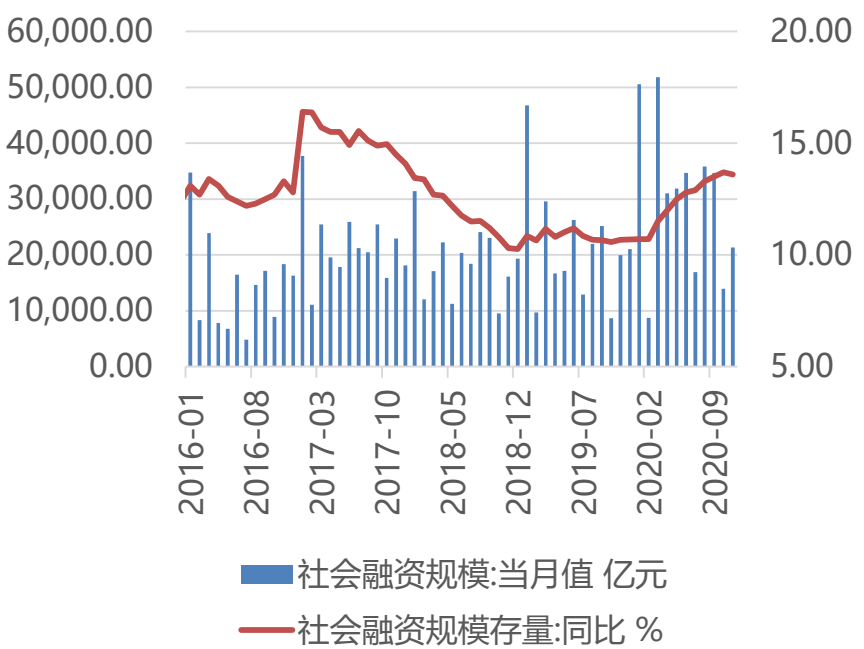


数据来源：财政部，东海证券研究所

4.5.中国货币政策可能会相对收缩

2020年10月，社会融资规模存量增速已升至13.6%，高于去年年末2.91个百分点。
2020年9月，非金融企业部门杠杆率升至164.0%。

■社会融资规模



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

■非金融企业负债率

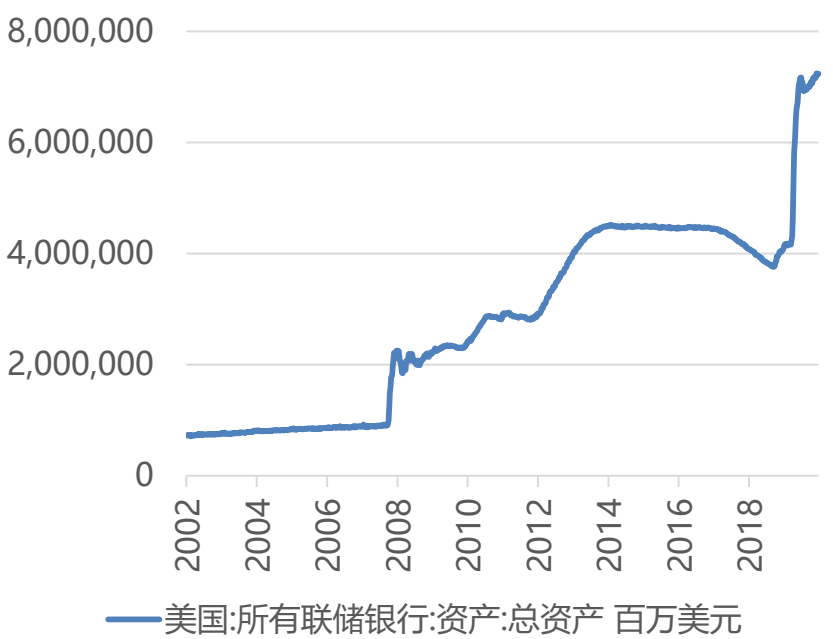


数据来源：国家资产负债表研究中心，东海证券研究所

4.6.美国因素：美国货币政策近期估计维持宽松

（1）物价有走高可能。2020年11月，美国CPI同比1.2%，PPI同比0.7%。
（2）美国就业情况可能还不会太乐观。2020年11月，失业率下降至6.7%。
（3）美股或短期泡沫化并维持一段时间
（4）拜登任美国新总统是大概率事件，中美关系估计将与特朗普时期有所不同

■ 美联储资产负债表



数据来源：美联储，东海证券研究所

■ 美国联储联邦基金利率



数据来源：美联储，东海证券研究所

4.7.趋势前瞻：长线慢牛+短期震荡反复

■ 美股走势



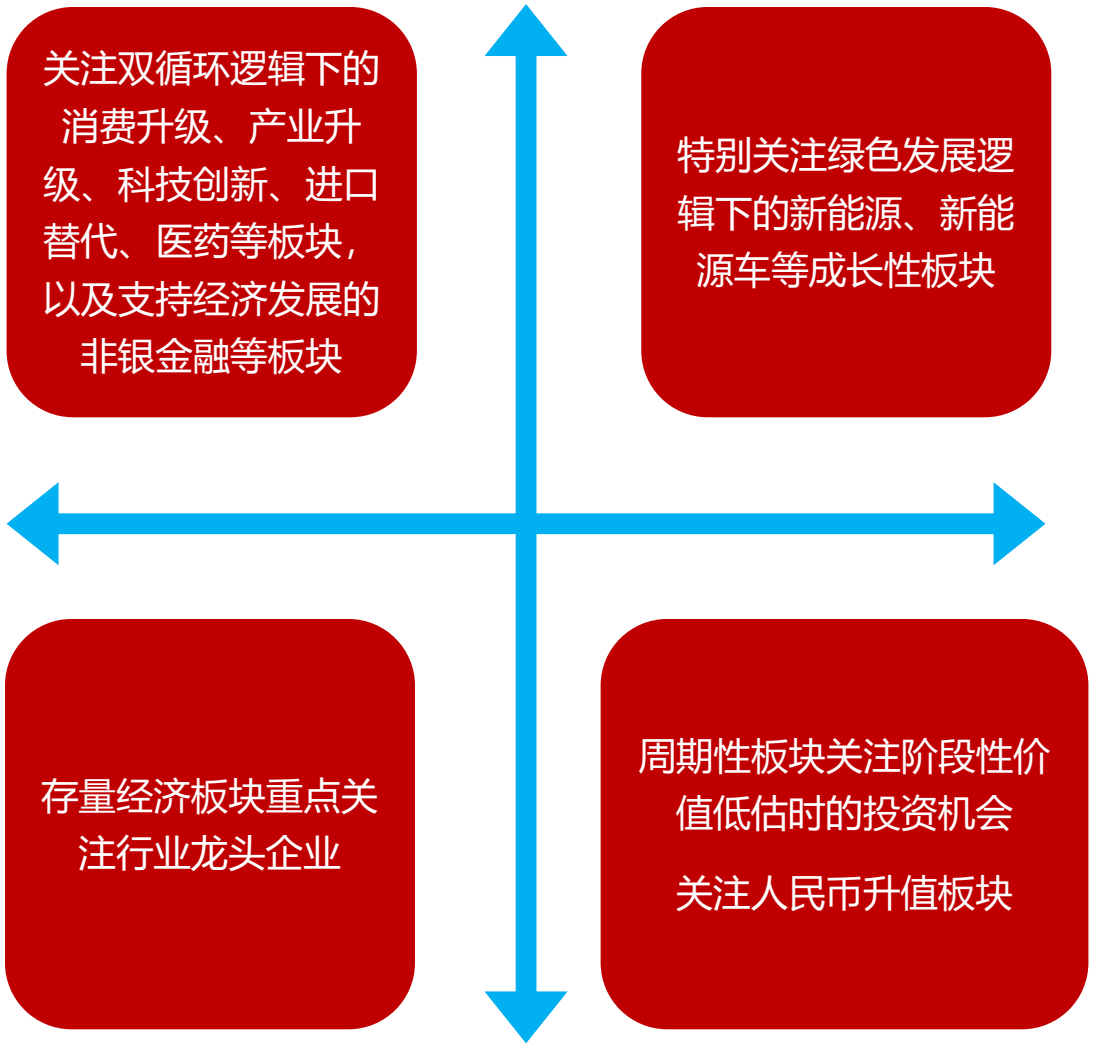
数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 贵州茅台走势



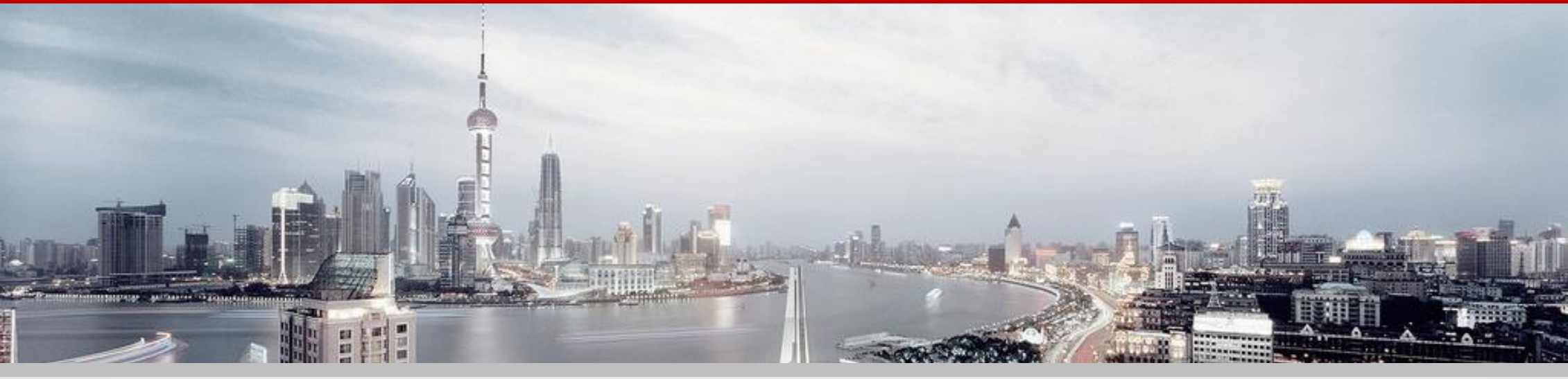
数据来源：Wind，东海证券研究所

重点关注结构性机会


关注双循环逻辑下的消费升级、产业升级、科技创新、进口替代、医药等板块，以及支持经济发展的非银金融等板块
特别关注绿色发展逻辑下的新能源、新能源车等成长性板块
存量经济板块重点关注行业龙头企业
周期性板块关注阶段性价值低估时的投资机会
关注人民币升值板块

用微笑传递智慧　让事实缔造杰出

SMILE PASS WISDOM　FACTS CREATE OUTSTANDING



專業·專注
Profession· Focus

本资料仅供参考，不构成投资建议

附注：
一、市场指数评级
看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级
超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级
买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示
本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款
本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。
分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。
本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明
东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。