粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略深度】以史鉴今，70-90年代美股复盘启示

2020 年 12 月 1 日

投资要点

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略深度】A 股慢牛有所依，乐观预计 3000 亿净流入——2021 年投资策略（资金面篇）》2020-11-27

《【粤开策略解盘】银行煤炭合力上行能否延续-1127》2020-11-27

《【粤开策略专题】新三板《转板上市办法》征求意见稿五大看点及未来政策展望》2020-11-28

《【粤开策略大势研判】复苏主线渐臻佳境，关注年末翘尾行情》2020-11-29

《【粤开策略】2020 年 12 月十大金股及市场展望》2020-11-30

《【粤开策略深度】A 股慢牛有所依，乐观预计 3000 亿净流入——2021 年投资策略（资金面篇）》2020-11-27

《【粤开策略解盘】银行煤炭合力上行能否延续-1127》2020-11-27

《【粤开策略专题】新三板《转板上市办法》征求意见稿五大看点及未来政策展望》2020-11-28

《【粤开策略大势研判】复苏主线渐臻佳境，关注年末翘尾行情》2020-11-29

《【粤开策略】2020 年 12 月十大金股及市场展望》2020-11-30

一、回望 80 年代——宏观经济环境类比

我国目前宏观经济可以从经济增速、产业结构、投资者结构几个方面类比 70-80 年代的美国。

1、70 年代，美国**经济增长由投资驱动转为消费驱动。**我国自 2000 年加入 WTO 至 2008 年金融危机之前，经济增速中枢保持在 10%左右，2011 年起中国经济增速进入缓慢下行阶段，经济增速的中枢下降至 7%附近

2、产业结构转型，服务业脱颖而出。70 年代美国传统工业逐步衰落，服务业脱颖而出。目前我国人均 GDP 水平约与 80 年代美国相当，经济增长亦由投资驱动向消费拉动转变。

3、资产配置变化，机构投资者崛起。对比美股与 A 股的投资者结构，70 年代以前，美股投资者结构中家庭和非营利组织持股占比约为八成，而 2018 年上交所投资者结构中一般法人和散户占比合计 85%，两者结构较为相似。

4、社保完善，提升边际消费倾向。80 年代初美国推行了著名的“401K”计划，一方面促进了居民储蓄率下降，提升了边际消费倾向，另一方面长期资金入市也促进了股市发展。我国的社会保障机制处在完善进程中，企业年金规模逐步增长，2011 年起居民储蓄率呈下降趋势，边际消费倾向提升。

二、回顾 70-90 年代的 10 倍牛市——时代及产业轮动变迁

70 年代，“漂亮 50”引领行情；80 年代初，小型个人计算机的普及推动了计算机板块引领的一波牛市；80 年代末，美国大型公司成功的全球化战略推动股指翻番；90 年代初，美股金融板块上涨超过 150%，带来了另一波牛市。90 年代中后期互联网革命带来了 20 世纪的最后一波牛市。**几波牛市共同构成 1980-2000 年 10 倍的大牛市，勾勒出 70-90 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域。**

三、两角度对 A 股与美股类比

1、类比“漂亮 50”，消费和医药板块是 A 股的核心资产。从企业微观角度，A 股大消费板块可类比美股“漂亮 50”。 借鉴“漂亮 50”经验，宏观因子变动引起的估值回落，及企业盈利的相对优势减弱是两大回调主因。宏观因子及微观盈利或是 A 股核心资产的主要影响因素。2020 年上半年的整体经济环境是低利率、低通胀，消费、医药等板块表现突出，与 70 年代的“漂亮 50”行情有相似之处。今年上半年支撑核心资产走强的主要原因是资金面利好带来的估值驱动行情，**下半年以来利率有所上行，核心资产短期需关注信用条件及估值风险，长期可关注业绩龙头。**

2、科网行情复盘，关注商业模式与业绩持续性。科网行情起于宏观经济环境的高增长低通胀、科技周期进入计算机时代，以及政策方面利好不断，科网

泡沫止于美联储加息、微软垄断案、互联网行业竞争格局变化等。**长期来看，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技企业拥有较好的股价表现。**

四、对 A 股的启示

历史来看，A 股科技和消费的表现的确较好。统计近十年 A 股低点至今的个股涨幅排名，**多倍股主要集中于医药生物、电子、化工、食品饮料、计算机板块，科技和消费板块合计占比均在 65%以上。具体个股方面，涨幅居前的牛股多分布于科技和消费类板块。**

从信用、盈利角度入手，对后续 A 股主要板块的走势进行分析。信用方面，随着经济持续复苏，货币政策将逐步回归常态化。盈利方面，卫生事件中断并延长了盈利恢复周期，经济和企业盈利增速目前仍处于上行阶段。

长周期来看，类比 80 年代的美国，我国目前的宏观经济呈现经济增速中枢放缓，产业结构转型，服务业脱颖而出，资产配置变化，机构投资者崛起，社保完善，提升边际消费倾向几大趋势，回顾 1980-2000 年的 10 倍大牛市，在由制造业驱动向服务业驱动的模式转换大体路径中，**引领市场行情的板块主要集中在消费、科技领域。**

中短期维度，目前 A 股正处于盈利持续增长，信用逐步见顶的区间，对于消费和医药等大消费板块，短期的主要影响因素是信用变动对估值的影响，长期由于其盈利较稳定，业绩龙头企业大概率获得超额收益。在“十四五”期间“畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间”的政策之下，整体基调是全面促进消费，**中长期关注“核心资产”品种，如白酒、化妆品等；中短期考虑到企业盈利和信用条件，在今年的低基数效应下，可关注明年上半年受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织等可选行业；短期警惕部分受益疫情的子行业在未来信用收紧后的回落趋势。**

类比美股科网行情，科技类行业增长动力源于政策和产业技术驱动。展望中长期维度，新能源、半导体、军工等“十四五”政策预期较高且受风险偏好抬升影响较大的板块值得关注。如政策方面《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》发布，在 5G 技术的加持下汽车将从单纯的交通运输工具逐渐转变为智能移动空间和应用终端，成为新兴业态重要载体。**短周期来看，目前市场处于周期轮动的逻辑中，科技成长板块的轮动及全面行情仍需等待。个股选择方面，类比科网行情，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技龙头企业有望拥有较好的股价表现。**

风险提示：政策推进不及预期、宏观经济超预期波动、历史数据统计误差

目 录

一、回望 80 年代——宏观经济环境类比 4
（一）经济增速中枢放缓，消费驱动增长 4
（二）产业结构转型，服务业脱颖而出 4
（三）资产配置变化，机构投资者崛起 5
（四）社保完善，提升边际消费倾向 6
二、回顾 70-90 年代的 10 倍牛市——时代及产业轮动变迁 6
三、A 股与美股类比 8
（一）类比“漂亮 50”，消费和医药板块是 A 股的核心资产 8
（二）科网行情复盘，关注商业模式与业绩持续性 9
四、对 A 股的启示 10
（一）历史来看，A 股科技和消费的表现的确较好 10
（二）A 股目前所处的位置 11
（三）投资建议 13

图表目录

图表 1： 70 年代美国 GDP 增长中枢下降 4
图表 2： 2011 年起我国 GDP 增速放缓 4
图表 3： 中美两国人均 GDP 对比 5
图表 4： 美国 GDP 支出法构成 5
图表 5： 中国 GDP 三大产业占比 5
图表 6： 中国 GDP 支出法构成 5
图表 7： 上交所投资者持股市值占比 6
图表 8： 我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势 6
图表 9： 美国人口变化趋势 6
图表 10： 中国人口及变化趋势 6
图表 11： 1960-1999 年标普 500 指数与道琼斯工业平均指数 7
图表 12： “漂亮 50”成分股行业分布 8
图表 13： 今年 A 股食品饮料、医药板块的行情走势主要由估值驱动 9
图表 14： 90 年代纳斯达克指数 9
图表 17： 上证综指历史走势与全 A 盈利及流动性对比 11
图表 18： 2020 三季度全部 A 股累计归母净利增速（%） 12
图表 19： 20Q3 单季度全 A 股归母净利增速（%） 12
图表 20： CPI 及 PPI 指标 12
图表 21： 中美 10 年期国债到期收益率（%） 12

一、回望 80 年代——宏观经济环境类比

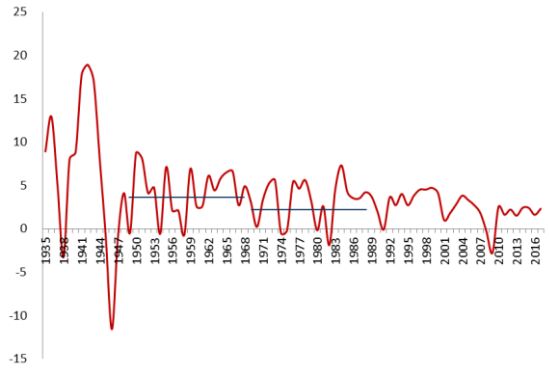
我国目前宏观经济可以从经济增速、产业结构、投资者结构几个方面类比 70-80 年代的美国。70 年代起，美国经济增速放缓，重工业化告一段落，房地产销售见顶，人均 GDP 突破 8000 美元，同时社会保障制度进一步完善，18-64 岁人口占比亦不断提升。多重因素导致了美国 70 年代中后期到 90 年代初消费产业的崛起，工业型经济转型为消费型经济，整个 80 年代是美国消费产业发展的黄金十年。

（一）经济增速中枢放缓，消费驱动增长

70 年代，美国经济增长由投资驱动转为消费驱动。二战后得益于马歇尔计划、战后需求释放、婴儿潮以及中产阶级成长等因素，美国的工业发展迅速；进入 70 年代后，经历石油危机、房地产销售见顶，叠加第三次科技革命对经济的推动力有所减弱，美国制造业开始走下坡路，经济增长难以为继，GDP 中枢由战后的 4%下降至 2%左右。

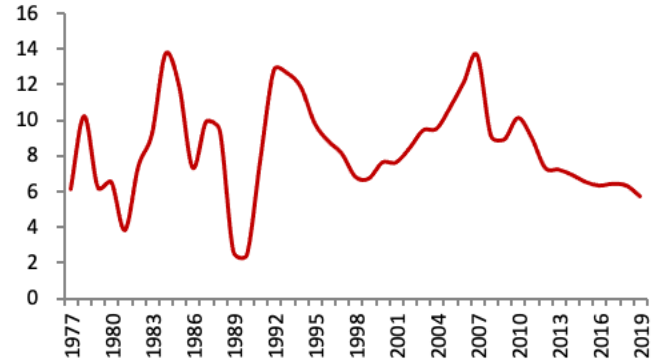
我国自 2000 年加入 WTO 至 2008 年金融危机之前 经济增速中枢保持在 10%左右，2011 年起中国经济增速进入缓慢下行阶段，经济增速的中枢下降至 7%附近。

图表1：70 年代美国 GDP 增长中枢下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：2011 年起我国 GDP 增速放缓



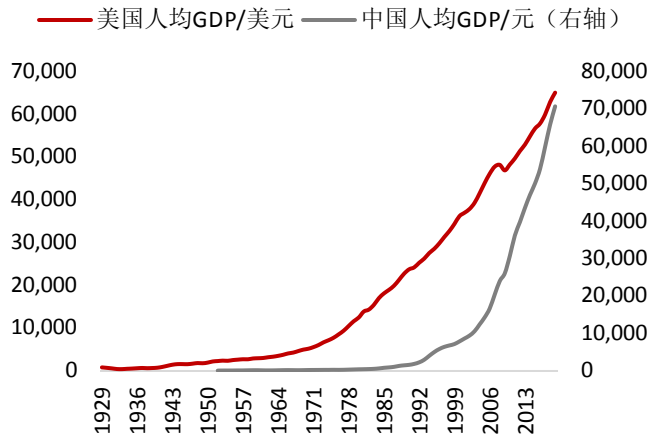
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）产业结构转型，服务业脱颖而出

70 年代美国传统工业逐步衰落，服务业脱颖而出。1950-1960 年，钢铁和汽车是美国两大支柱产业。得益于二战及越南战争等军工需求爆发，1950 年美国粗钢生产占全球份额高达 46.6%，随着日本和欧洲工业技术崛起，1960 年美国的粗钢生产份额收缩至 26.0%。60 年代亦是美国汽车工业的巅峰期，随着居民收入增长和中产阶级扩张，1960 年美国汽车生产占全球 48.5%，石油危机后欧洲的小型车市占率提升，美国汽车生产占全球比例下滑至 27.0%。里根经济学通过减税、恢复自由市场等措施，使得美国服务产业脱颖而出。

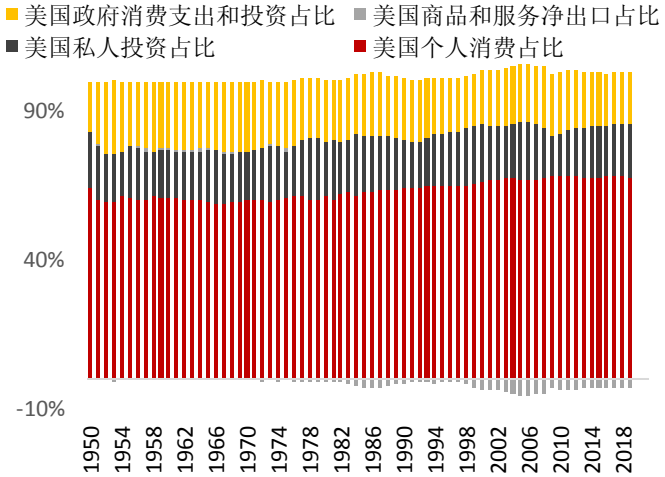
目前我国人均 GDP 水平约与 80 年代美国相当，经济增长亦由投资驱动向消费拉动转变。2019 年中国人均 GDP 为 70892 元(约 10261 美元),约与 1978 年美国人均 GDP 相当（ 10563 美元 ）。GDP 构成中，第一产业和第二产业占比呈下降趋势，第三产业占比逐年提升。从 GDP 支出法的分项占比来看，2019 年中国消费、投资、净出口占 GDP 比重分别为 55%、43%、1%；1980 年美国个人消费、私人投资、政府消费和投资、商品和服务净出口占 GDP 比重分别为 61%、19%、21%、0%，1980-2000 年美国个人消费占比从 61%提升至 66%。

图表3：中美两国人均 GDP 对比



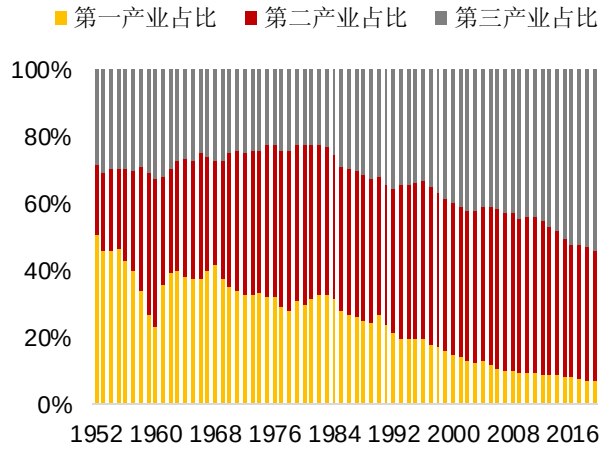
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：美国 GDP 支出法构成



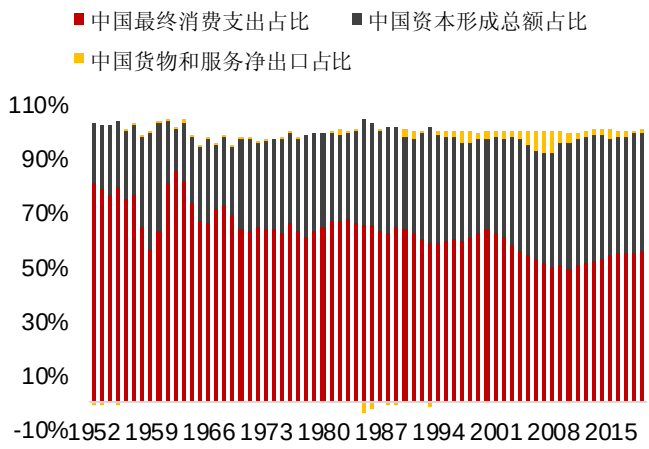
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：中国 GDP 三大产业占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：中国 GDP 支出法构成



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）资产配置变化，机构投资者崛起

对比美股与 A 股的投资者结构，70 年代以前，美股投资者结构中家庭和非营利组织持股占比约为八成，而 2018 年上交所投资者结构中一般法人和散户占比合计 85%，两者结构较为相似。

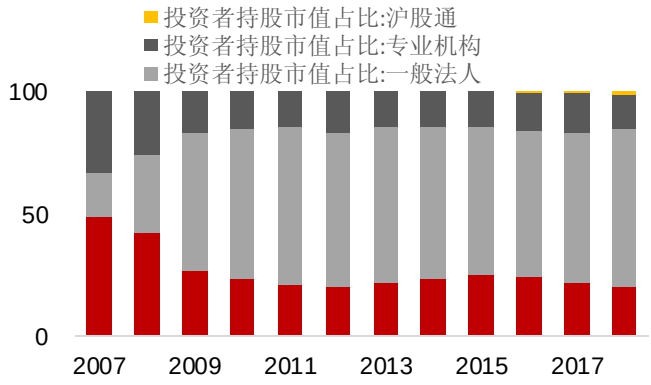
美股的机构化进程自 70 年代开始加速。60 年代，美股陆续经历了“电子热”、消费电子浪潮、并购浪潮、养老概念潮等数轮题材炒作，题材泡沫破裂后，市场均以大幅下跌收场。期间机构投资者偏好的大盘蓝筹股的收益率较稳健，散户为了稳定收益，逐渐通过购买基金入市，从而提高了美国股市的机构占比。

类比来看 A 股的机构化历程，过去中国居民资产配置的重要部分是房地产，当前在城市化进程放缓、“房住不炒”政策下，未来房价大概率较平稳运行，伴随金融市场的逐步发展，**居民资金通过机构入市，自然人持股市值占比呈下降趋势，未来居民资产配置将更加灵活，机构入市有望加速。**

（四）社保完善，提升边际消费倾向

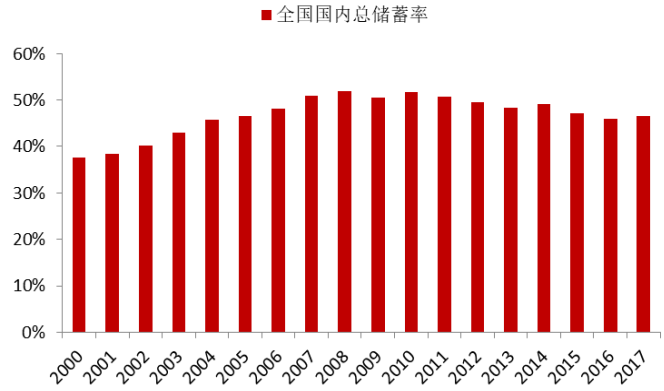
60 年代美国战后“婴儿潮”一代步入青年，随后人口增速渐放缓，由 60 年代初的 1.7%下降至 70 年代的 1.0%左右，随着老龄人口占比提升，80 年代初美国推行了著名的“401K”计划，一方面促进了居民储蓄率下降，提升了边际消费倾向，另一方面长期资金入市也促进了股市发展。我国亦处于人口增长逐渐放缓、人口红利逐渐淡化的过程中，且从人口结构来看，中国 2019 年 65 岁以上人口占比为 12.6%，大致对应美国 1985 年左右的水平。我国的社会保障机制处在完善进程中，企业年金规模逐步增长，2011 年起居民储蓄率呈下降趋势，边际消费倾向提升。

图表7：上交所投资者持股市值占比



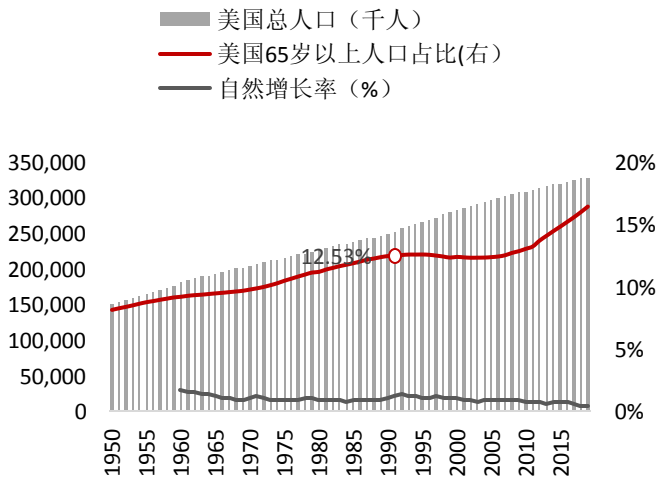
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势



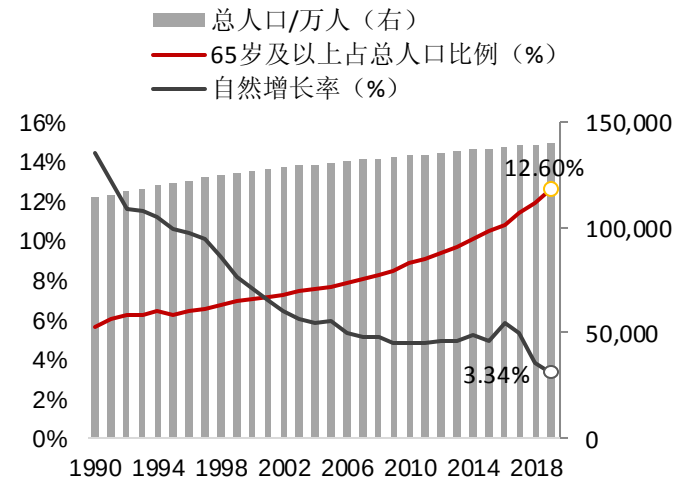
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：美国人口变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：中国人口及变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、回顾 70-90 年代的 10 倍牛市——时代及产业轮动变迁

70 年代，“漂亮 50”引领行情。1970 年，美国正处于长期 GDP 增速中枢下滑的阶段，在尼克松总统的“新经济政策”之下，GDP 增速出现明显回升，同时由于工资和物

价管控，CPI 同比增速有明显回落。在低利率、低通胀、经济复苏的经济环境，以及消费转型升级的产业背景之下，以可口可乐、辉瑞、强生、麦当劳为代表的“漂亮 50”股票三年的累计涨幅超过 130%，跑赢同期标普 500 指数超过 50 个百分点。进入 1973 年，相继经历布雷顿森林体系崩塌、第一次石油危机之后，美国出现了短暂的经济衰退，“漂亮 50”微观企业的竞争优势亦有所减弱，行情随之结束。

80 年代初，小型个人计算机的普及推动了计算机板块引领的一波牛市。70 年代初美国出现了以微电子技术、生物工程技术、新型材料技术为代表的第三次科技革命，催生出了多家 IT 公司如英特尔（1968 年创立）、微软（1975 年创立）、苹果公司（1976 年创立）、甲骨文（1977 年创立），标普 500 指数上涨 50%。

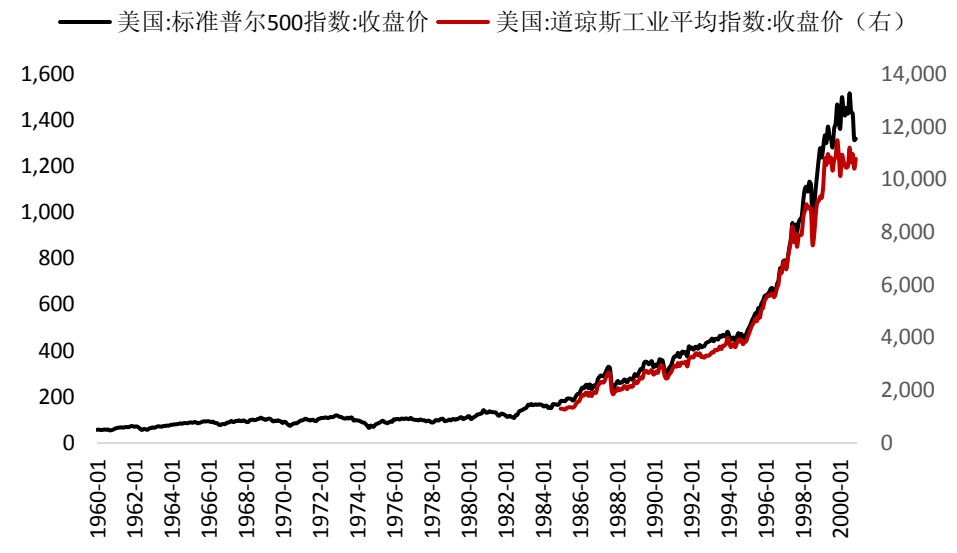
80 年代末，美国大型公司成功的全球化战略推动股指翻番。美国的科研、娱乐等服务业进步巨大，通过将生产制造环节外包，充分发挥本土服务技术优势。

90 年代初，美股金融板块上涨超过 150%，带来了另一波牛市。美国金融业通过利率自由化、地域自由化和业务自由化改革，促进了机构间的竞争整合与优胜劣汰，提升了金融行业整体的服务与产出效率。

90 年代中后期互联网革命带来了 20 世纪的最后一波牛市。当时整体经济高增长、低通胀，技术发展正由电子时代走向计算机时代，政策上“信息高速公路”、“军用民享”等支持不断。1995 年 1 月-2000 年 2 月，纳指上涨 525%，标普 500 上涨 192%。

几波牛市共同构成 1980-2000 年 10 倍的大牛市，勾勒出 70-90 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，**而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域，后文我们分别从“漂亮 50”和“科网行情”两次代表性牛市与 A 股进行类比和分析。**

图表11：1960-1999 年标普 500 指数与道琼斯工业平均指数



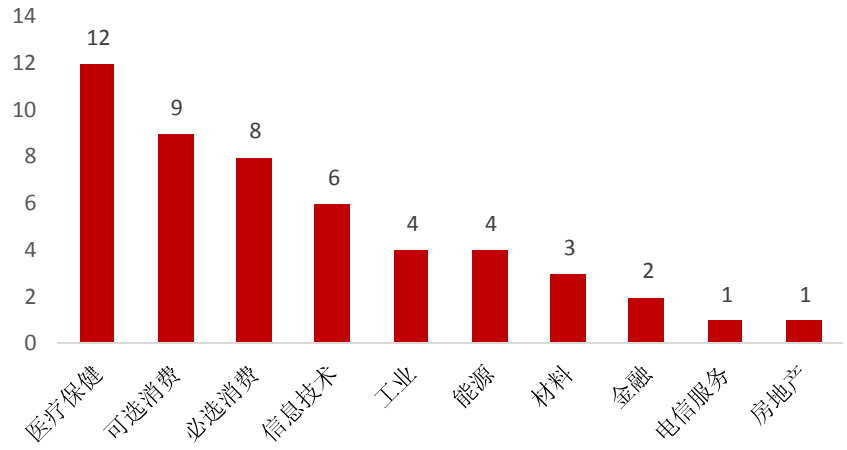
资料来源：wind、粤开证券研究院

三、A 股与美股类比

（一）类比“漂亮 50”，消费和医药板块是 A 股的核心资产

从企业微观角度，A 股大消费板块可类比美股“漂亮 50”。美股“漂亮 50”包括 12 家医药企业、9 家可选消费、8 家必选消费企业。70 年代初，美国制药和饮料行业的集中度有所提升，且 ROE 显著高于同行，在市场中获得了较高估值。国内受益于供给侧改革和消费升级，A 股大消费板块的生物医药、白酒等企业的行业集中度提升，且具备长期盈利优势。

图表12：“漂亮 50”成分股行业分布

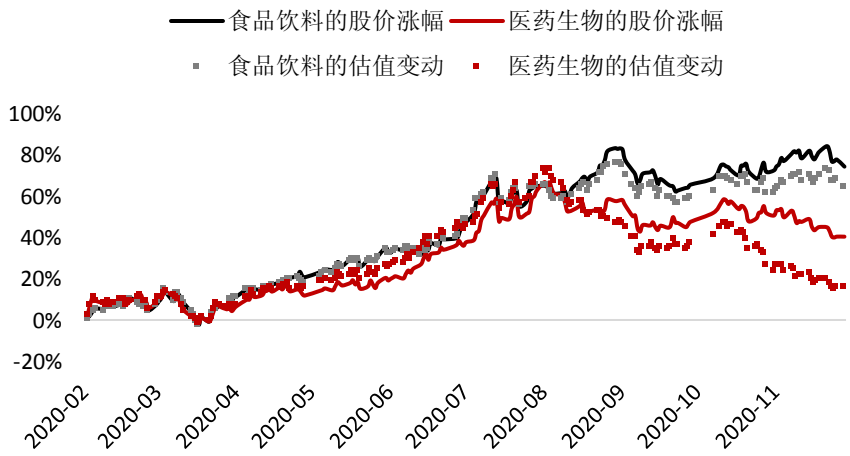


资料来源：《Forbes》、粤开证券研究院

借鉴“漂亮 50”经验，宏观因子变动引起的估值回落，及企业盈利的相对优势不再是两大回调主因。“漂亮 50”行情起于经济复苏、低利率、低通胀，止于经济衰退、利率抬升。分析其后期回调原因，主要是由于（1）前期大幅的财政赤字和信贷扩张积聚通胀压力，受“粮食危机”影响 1972 年后期通胀阴霾重现；（2）1973 年布雷顿森林体系瓦解后，美元大幅贬值；（3）1973 年 10 月石油危机，通胀进一步恶化。在一系列压力之下，流动性加速收紧，美国经济陷入滞涨，美股转熊。微观层面，企业熊市中盈利稳定性不再，以及科技的崛起进一步加剧了“漂亮 50”的下跌。因此，**宏观因子及微观盈利或是 A 股核心资产的主要影响因素。**2020 年上半年的整体经济环境是低利率、低通胀，消费、医药等板块表现突出，与 70 年代的“漂亮 50”行情有相似之处。分析今年以来的股价涨幅和估值变动，上半年支撑核心资产走强的主要原因是资金面利好带来的估值驱动行情。今年下半年以来利率有所上行，食品饮料和医药生物板块的估值有所回调。

短期关注信用条件及估值风险，长期关注业绩龙头。拉长时间维度来看，虽然 1973 年后“漂亮 50”整体估值未再回复，但公司之间的表现有所分化，百事、可口可乐、宝洁、强生等公司保持了多年龙头地位，盈利能力稳定，能为投资者在长周期贡献超额收益。

图表13：今年 A 股食品饮料、医药板块的行情走势主要由估值驱动



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）科网行情复盘，关注商业模式与业绩持续性

科网行情起于宏观经济环境的高增长低通胀、科技周期进入计算机时代，以及政策方面利好不断，1995/1-2000/2，纳指上涨 525%，标普 500 上涨 192%。90 年代的美国经济运行处于“高增长、低通胀、低失业、低赤字”的良好状态，科技发展从电子时代走向计算机时代，互联网被视为与 18 世纪的铁路、19 世纪初的汽车和收音机比肩的科技革命，期间多家互联网公司成立，如 1995 年 eBay 和亚马逊、1995 年 3 月 1 日雅虎公司成立、1998/9/4 谷歌公司成立。**科网泡沫止于美联储加息、微软垄断案、互联网行业竞争格局变化等。**（1）宏观经济方面，美联储自 1999 年中期开始加息周期，2000 年 CPI 由 1 月的 2.7%上升至 3 月的 3.8%，美联储加息速度加快；（2）微软被判违反反垄断法，引发市场恐慌，是戳破泡沫的直接因素；（3）互联网行业的需求增长放缓，而供给大幅增加，利率上升使得“烧钱”难以为继，公司的业绩可持续性受到冲击；（4）亚洲金融危机逐渐平复，资金回流美国趋势放缓。

长期来看，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技企业拥有较好的股价表现。在互联网泡沫破灭之后，英特尔、微软、IBM、甲骨文公司等净利润虽受较大影响，但仍维持正值，背后是企业可持续的商业模式支撑。

图表14：90 年代纳斯达克指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、对 A 股的启示

（一）历史来看，A 股科技和消费的表现的确较好

我们统计了近十年左右 A 股低点至今的个股涨幅排名，本轮牛市 2019/1/4 以来 A 股共有 282 只三倍股，2016/1/27 低点以来共有 159 只五倍股，2008/10/28 以来共有 499 只十倍股，**这些多倍股主要集中于医药生物、电子、化工、食品饮料、计算机板块，科技和消费板块合计占比均在 65%以上。具体个股方面，涨幅居前的牛股多分布于科技和消费类板块，**如半导体中的紫光国威、卓胜微；电子中的歌尔股份；生物医药板块的长春高新、康泰生物、通策医疗；以及白酒板块的古井贡酒、山西汾酒等。

图表15：翻倍个股的行业分布情况

申万一级行业	2019/1/4 至今三倍股数目	申万一级行业	2016/1/27 至今五倍股数目	申万一级行业	2008/10/28 至今十倍股数目
电子	45	医药生物	29	医药生物	72
医药生物	44	电子	23	电子	62
化工	28	化工	17	化工	41
电气设备	21	食品饮料	15	计算机	39
食品饮料	21	机械设备	14	食品饮料	28
计算机	17	计算机	11	汽车	25
机械设备	14	通信	8	国防军工	22
汽车	13	有色金属	5	房地产	22
国防军工	12	国防军工	5	机械设备	20
农林牧渔	9	汽车	4	有色金属	20
其他	58	其他	28	其他	148
总计	**282**	**总计**	**159**	**总计**	**499**

资料来源：wind、粤开证券研究院，数据截止 2020 年 11 月 27 日收盘

图表16：前十名上涨个股统计

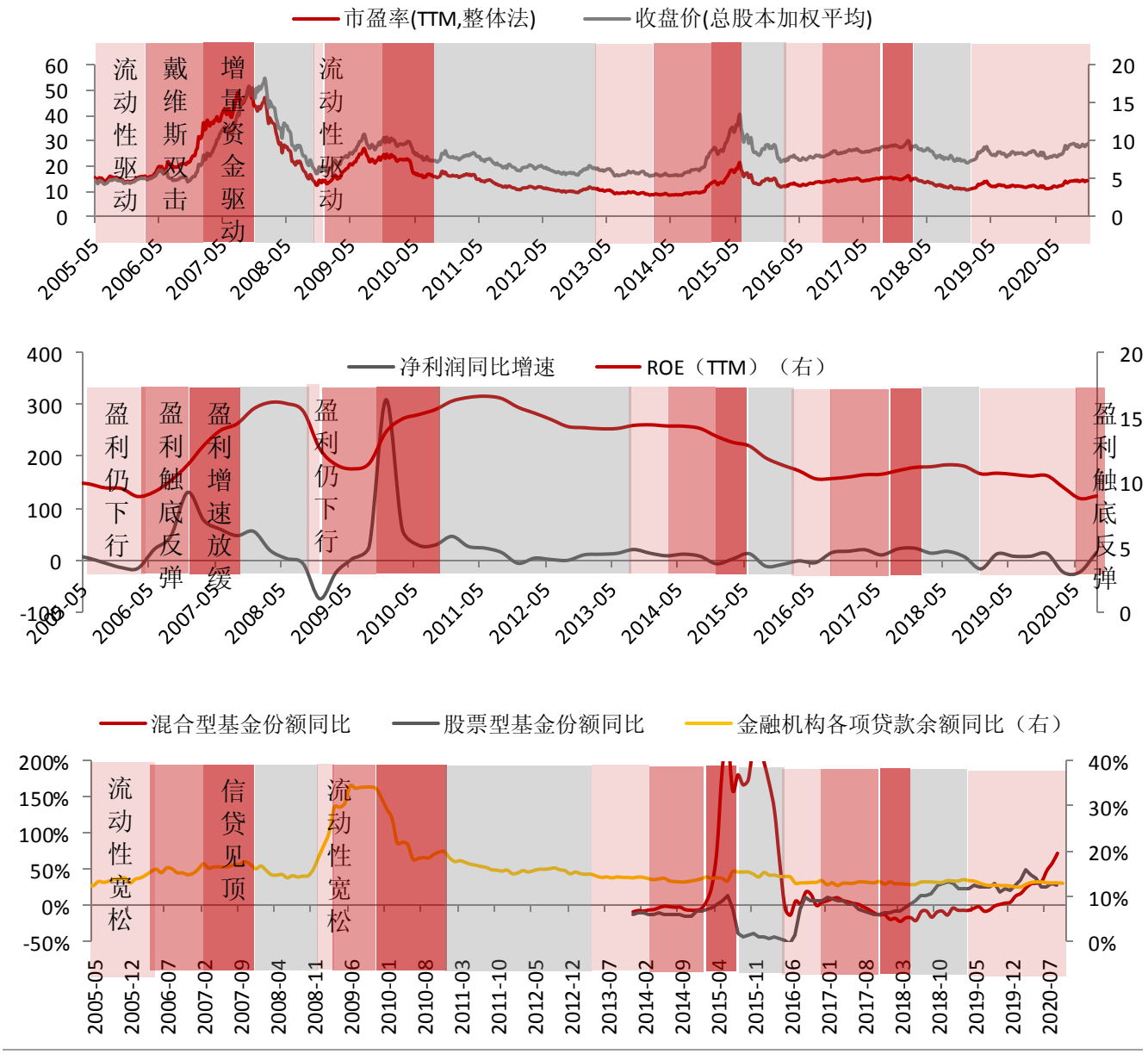
证券简称	2019/1/4 至今上涨倍数	申万二级行业	证券简称	2016/1/27 至今上涨倍数	申万二级行业	证券简称	2008/10/28 至今上涨倍数	申万二级行业
卓胜微	18.1	半导体	**康泰生物**	41.7	生物制品Ⅱ	**长春高新**	157.4	生物制品Ⅱ
万泰生物	12.7	医疗器械Ⅱ	**兆易创新**	23.1	半导体	**通策医疗**	111.8	医疗服务Ⅱ
英科医疗	12.4	医疗器械Ⅱ	**韦尔股份**	19.5	半导体	**东方雨虹**	88.4	其他建材Ⅱ
坚朗五金	11.6	其他建材Ⅱ	**卓胜微**	18.1	半导体	**古井贡酒**	67.7	饮料制造
福莱特	11.3	玻璃制造Ⅱ	**恒立液压**	18.0	通用机械	**片仔癀**	60.4	中药Ⅱ
斯达半导	11.0	半导体	**艾迪精密**	17.6	专用设备	**山西汾酒**	58.7	饮料制造
立昂微	10.8	半导体	**圣邦股份**	16.8	半导体	**紫光国微**	56.6	半导体
春风动力	8.4	其他交运设备Ⅱ	**山西汾酒**	16.2	饮料制造	**华夏幸福**	54.4	房地产开发Ⅱ
百润股份	7.8	饮料制造	**欧普康视**	15.2	医疗器械Ⅱ	**三安光电**	49.5	光学光电子
圣邦股份	7.7	半导体	**三棵树**	14.8	化学制品	**歌尔股份**	46.9	电子制造

资料来源：wind、粤开证券研究院，数据截止 2020 年 11 月 27 日收盘

（二）A 股目前所处的位置

本轮 A 股上涨从 2019 年 1 月起，至今已持续约两年时间。一方面，从历史上来看，A 股行情的起点一般源于流动性或信贷放松，随着盈利触底回升进入加速上涨。如 2005 年 5 月金融机构贷款余额增速由 12.4%上升至 12 月 13.0%，上证综指从 5 月 998 点上涨至 9 月 1223 点，后回落至 12 月 1070 点左右，在这一阶段盈利仍旧下行；随着盈利触底反弹，信贷持续扩张，股市盈利与估值双升，迎来“戴维斯双击”。如 2006 年一季度为全 A 股净利润累计同比增速低点-14.4%，随后触底回升，至 2007Q1 达到 80.7%，期间 PE（TTM）从 2006 年 1 月的 18.4 提高至 2007 年 3 月的 44.4，上证综指从 2006 年 1 月的 1070 点上涨至 2007 年 3 月的 3000 点。**另一方面，经过前文的比较分析，宏观的经济复苏周期、通胀和利率状况，以及微观的企业盈利都是影响“漂亮 50”和科网行情走势的关键变量。**因此我们从信用、盈利角度入手，对后续 A 股主要板块的走势进行分析。

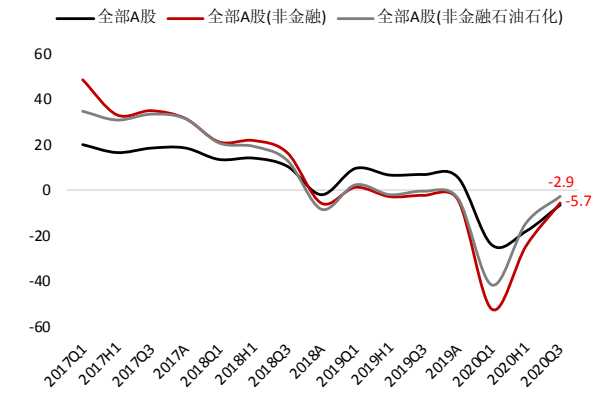
图表17：上证综指历史走势与全 A 盈利及流动性对比



资料来源：wind、粤开证券研究院

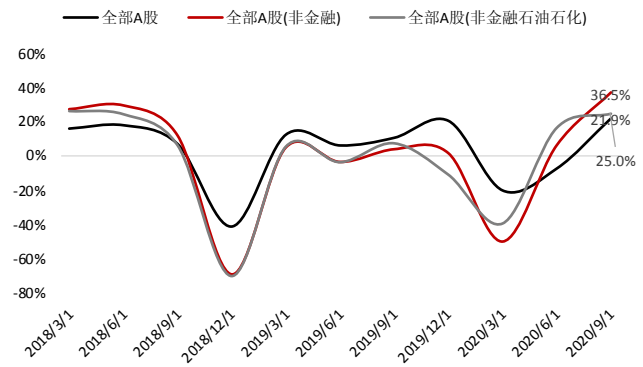
盈利方面，卫生事件中断并延长了盈利恢复周期，经济和企业盈利增速目前仍处于上行阶段。本轮经济复苏起于 2019 年四季度，但新冠疫情打断复苏节奏。在低基数影响下，2020 年一季度有望迎来此轮经济修复的高点。据最新三季报数据，A 股盈利处于稳步回升通道中，2020 年前三季度全 A/全 A（非金融）/全 A（非金融石油石化）营收累计同比+0.43%/-1.07%/+2.86%，较二季度上升 3.3/4.0/4.4 个百分点；归母净利累计同比-6.6%/-5.7%/-2.9% ,较二季度上升 11.4/18.9//11.7 个百分点。从近期经济数据来看，1-10 月规模以上工业企业实现利润 50124.2 亿元 ,同比增长 0.7% ,1-9 月份为下降 2.4%，累计利润同比增速年内首次由负转正，工业企业生产经营持续好转，盈利恢复态势进一步巩固。

图表18：2020 三季度全部 A 股累计归母净利增速（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

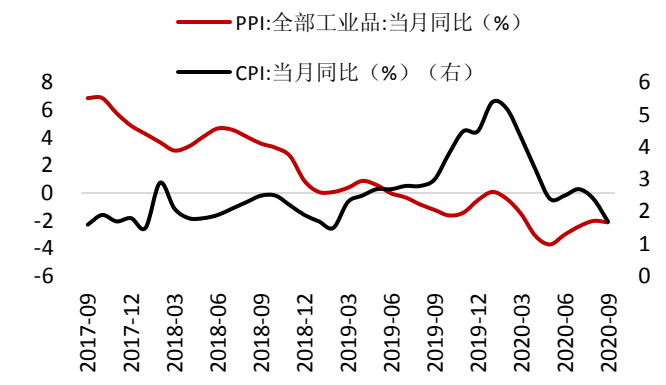
图表19：20Q3 单季度全 A 股归母净利增速（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

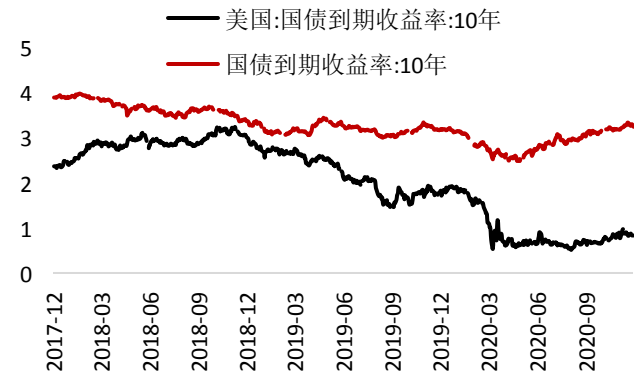
信用方面，随着经济持续复苏，货币政策将逐步回归常态化。今年卫生事件之后，央行加大了政府对实体经济的支持力度，提高赤字率上限和专项债规模，银行对制造业企业的信贷增多，从而今年各部门杠杆率均有上升。明年经济预期进一步改善，那么稳杠杆的诉求将进一步提升。根据 11 月 26 日央行发布的第三季度货币政策执行报告，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件，未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。货币政策将逐步回归常态化，“不让市场缺钱，又坚决不搞大水漫灌”。而外围市场保留了进一步宽松的可能性，美联储 11 月 FOMC 货币政策会议纪要显示“可能通过加快购债速度或者购买更长期国债来增加宽松”，若欧美实施再宽松货币政策，A 股核心资产可能迎来阶段性增量和行情机会。

图表20：CPI 及 PPI 指标



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表21：中美 10 年期国债到期收益率（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）投资建议

长周期来看，类比 80 年代的美国，我国目前的宏观经济呈现经济增速中枢放缓，产业结构转型，服务业脱颖而出，资产配置变化，机构投资者崛起，社保完善，提升边际消费倾向几大趋势，回顾 1980-2000 年的 10 倍大牛市，**在由制造业驱动向服务业驱动的模式转换大体路径中，引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域。**

中短期维度，目前 A 股正处于盈利持续增长，信用逐步见顶的区间，对于消费和医药等大消费板块，短期的主要影响因素是信用变动对估值的影响，长期由于其盈利较稳定，业绩龙头企业大概率获得超额收益。在“十四五”期间“畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间”的政策之下，整体基调是全面促进消费，**中长期关注“核心资产”品种，如白酒、化妆品等；中短期考虑到企业盈利和信用条件，在今年的低基数效应下，可关注明年上半年受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织等可选行业；短期警惕部分食品等受益疫情的子行业在未来信用收紧后的回落趋势。**

类比美股科网行情，科技类行业增长动力源于政策和产业技术驱动。展望中长期维度，新能源、半导体、军工等“十四五”政策预期较高且受风险偏好抬升影响较大的板块值得关注。如政策方面《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》发布，在 5G 技术的加持下汽车将从单纯的交通运输工具逐渐转变为智能移动空间和应用终端，成为新兴业态重要载体。**短周期来看，目前市场处于周期轮动的逻辑中，科技成长板块的轮动及全面行情仍需等待。个股选择方面，类比科网行情，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技龙头企业有望拥有较好的股价表现。**

分析师简介

殷越 ,上海财经大学硕士 ,2017 年加入粤开证券 ,现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号 :S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com