东海证券 DONGHAI SECURITIES

东海证券 DONGHAI SECURITIES

宏观形势与市场生态因子变迁

东海证券研究所 胡少华

2020年9月20日

分析师：胡少华 执业证书编号： S0630516090002

目录 CONTENTS

一、疫情对经济和股市的影响
二、周期变换与经济转型
三、国内大循环与国内国际双循环
四、科创板与上市公司结构
五、固定收益、房地产与股权投资
六、中国优势
七、趋势前瞻

1.疫情对经济和股市的影响

1.1 中世纪鼠疫

1347年至1353年，一场席卷整个欧洲被称为“黑死病”的鼠疫大瘟疫爆发，仅仅数年的时间就造成全欧洲2500万以上的人口死亡，占当时全欧洲总人口的约三分之一。根据当时受感染的情况，法国和意大利成为受灾最严重的国家，其中意大利的佛罗伦萨因此次瘟疫损失了近80%的总城市人口。黑死病严重冲击了欧洲政治、经济、社会的各个方面，迫使欧洲从蒙昧走向理性，也成为欧洲文艺复兴导火线。

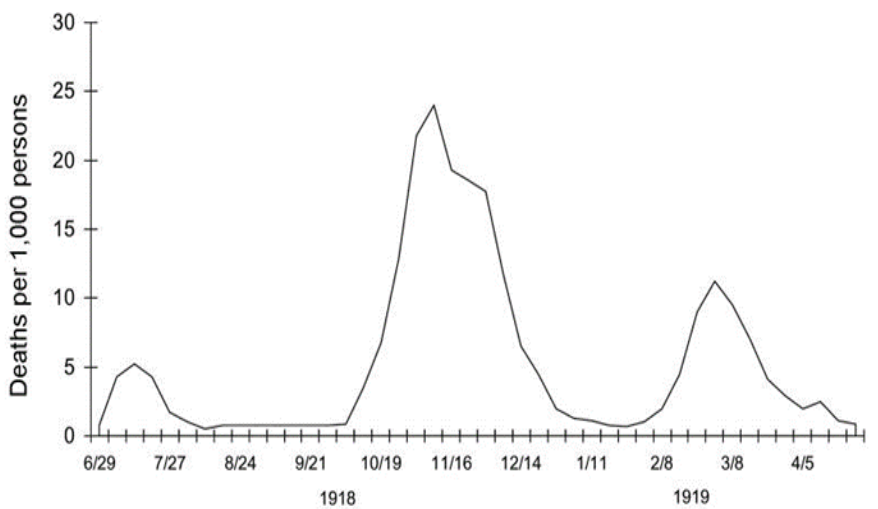




1.2 1918西班牙流感

1918年的西班牙流感H1N1。爆发于第一次世界大战的末期，经历了三波疫情，持续时间较长，主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。据估计，西班牙流感造成全球约5亿人感染，死亡病例数达5千多万人。但当时世界众多国家为参战国，美欧主要经济体处于战时状态，经济增速较低，股市历过一轮较大的熊市，也已经跌到底部区间。疫情爆发时期，在世界大战结束的大好形势下，经济和股市呈现出从底部向上升的趋势，疫情没有对经济和股市形成重创。

■ **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**

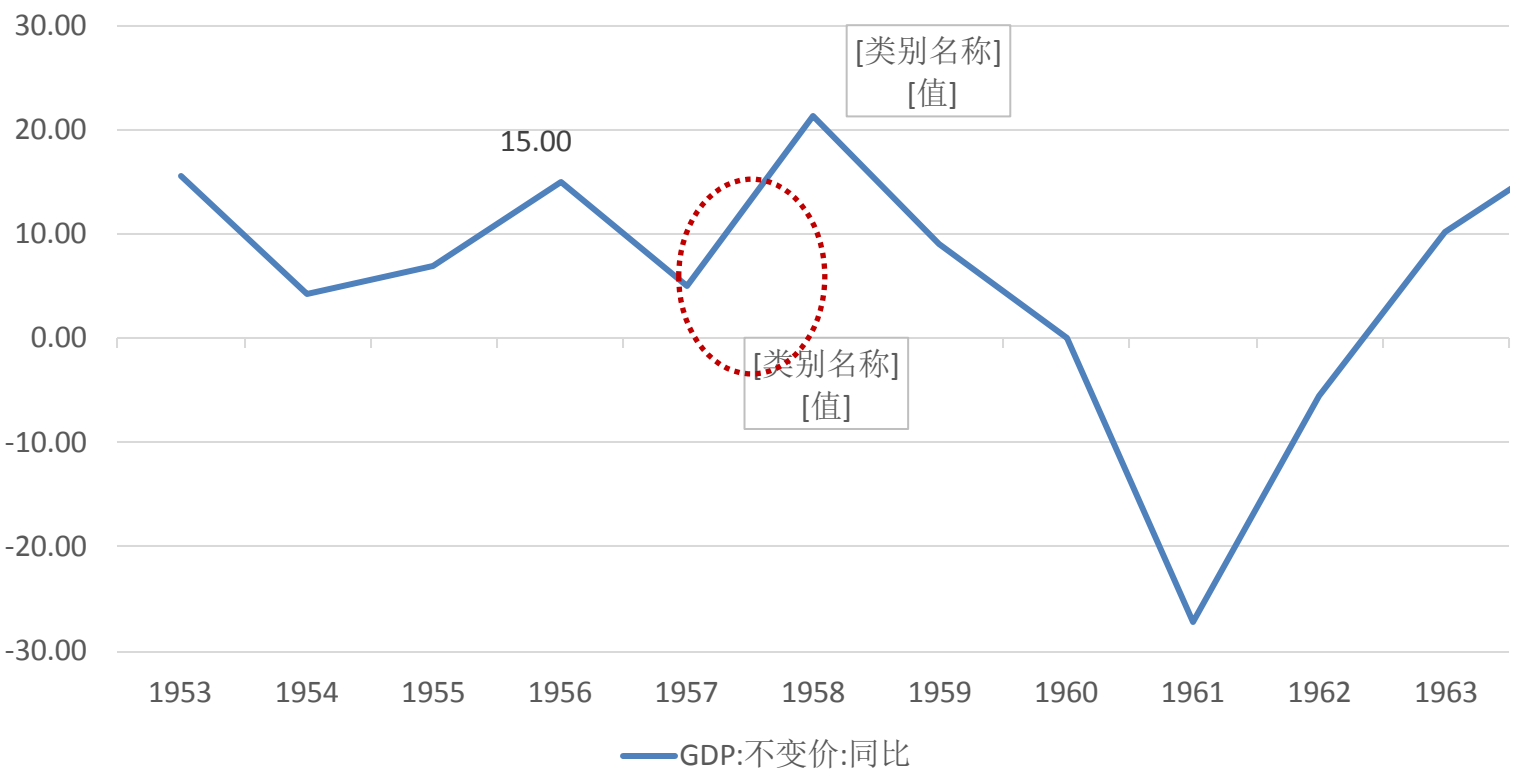


数据来源：Wind，东海证券研究所

1.3 亚洲流感H2N2（1957-1958年）

1957年的亚洲流感。主要爆发于东南亚，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约100-400万人死亡。当时我国正处于解放后的快速恢复期，**当年GDP增速下降9.9个百分点**，次年很快得到恢复。

■ **亚洲流感期间中国GDP不变价同比，%**



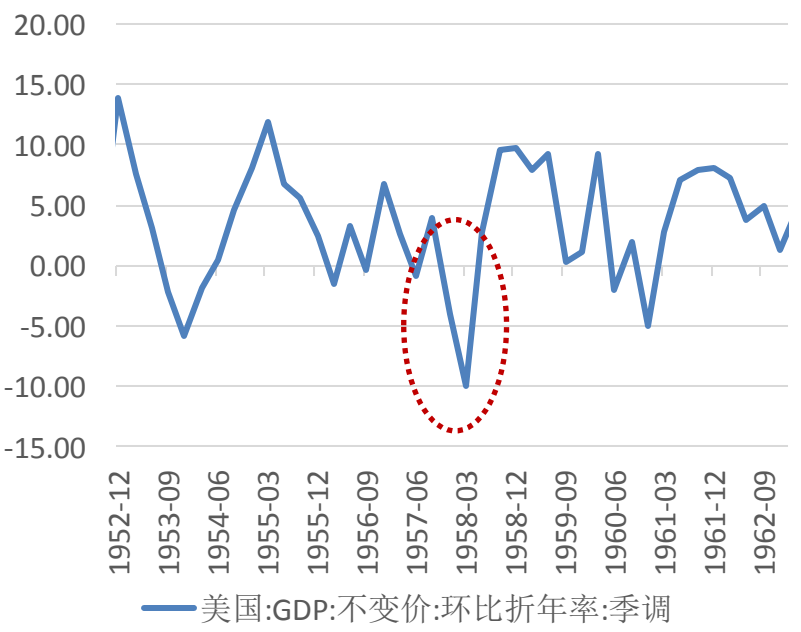
数据来源：国家统计局，东海证券研究所

美国经济和股市短暂回落

美国1958年一季度的GDP增速跌至-10.0%，后也很快恢复。

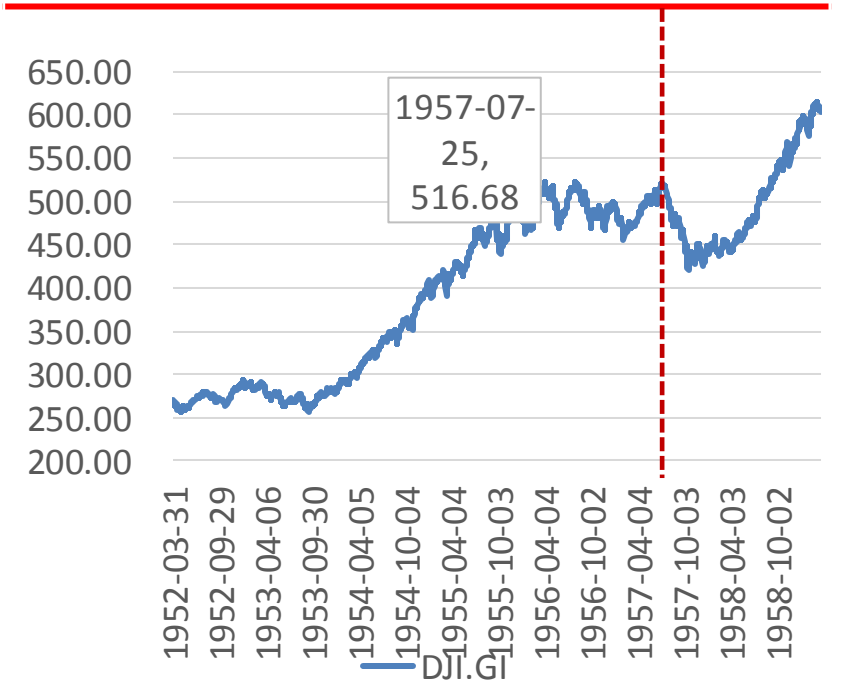
美股处于1953年开始的牛市中，1957年7月中旬美股从阶段顶部的回落至10月末，跌幅约19%，之后继续上行。

■ 亚洲流感期间美国不变价GDP环比折年率，%



数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

■ 道琼斯工业指数亚洲流感期间行情

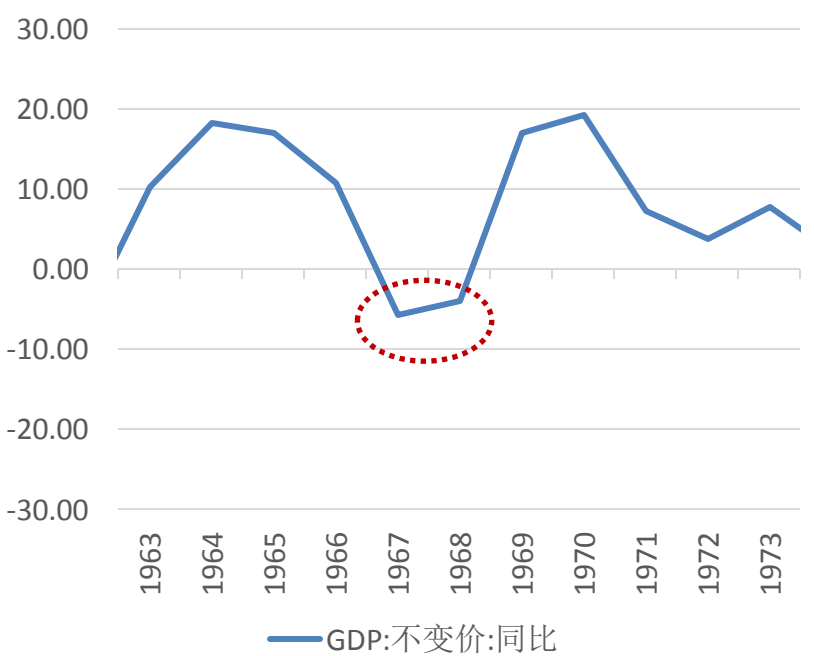


数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

1.4.香港流感H3N2（1968-1969年）

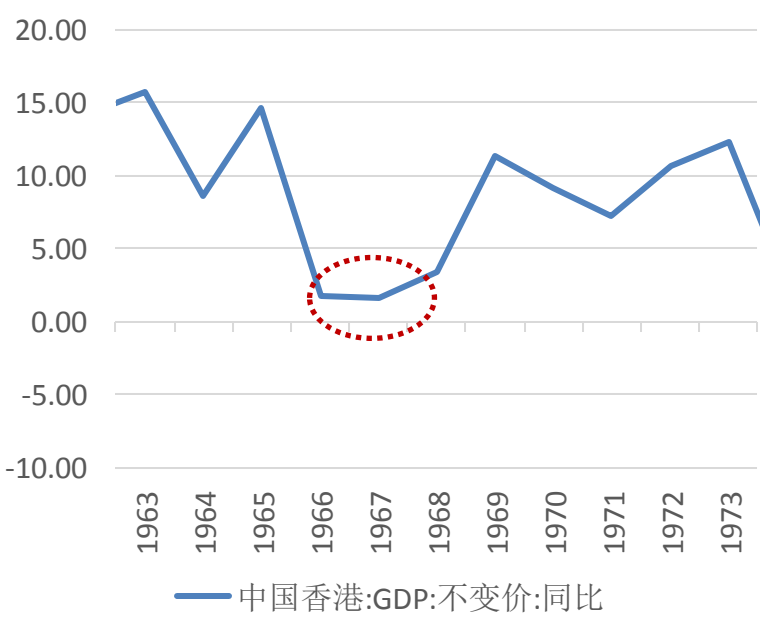
1968年的香港流感。主要爆发于中国大陆和香港，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约100多万人死亡。我国1966年开始“文化大革命”，当年GDP增速仅-5.7%，1968年-4.1%，疫情影响从增速上表现不明显。

■ 香港流感期间中国GDP不变价同比，%



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

■ 香港流感期间香港GDP不变价同比，%

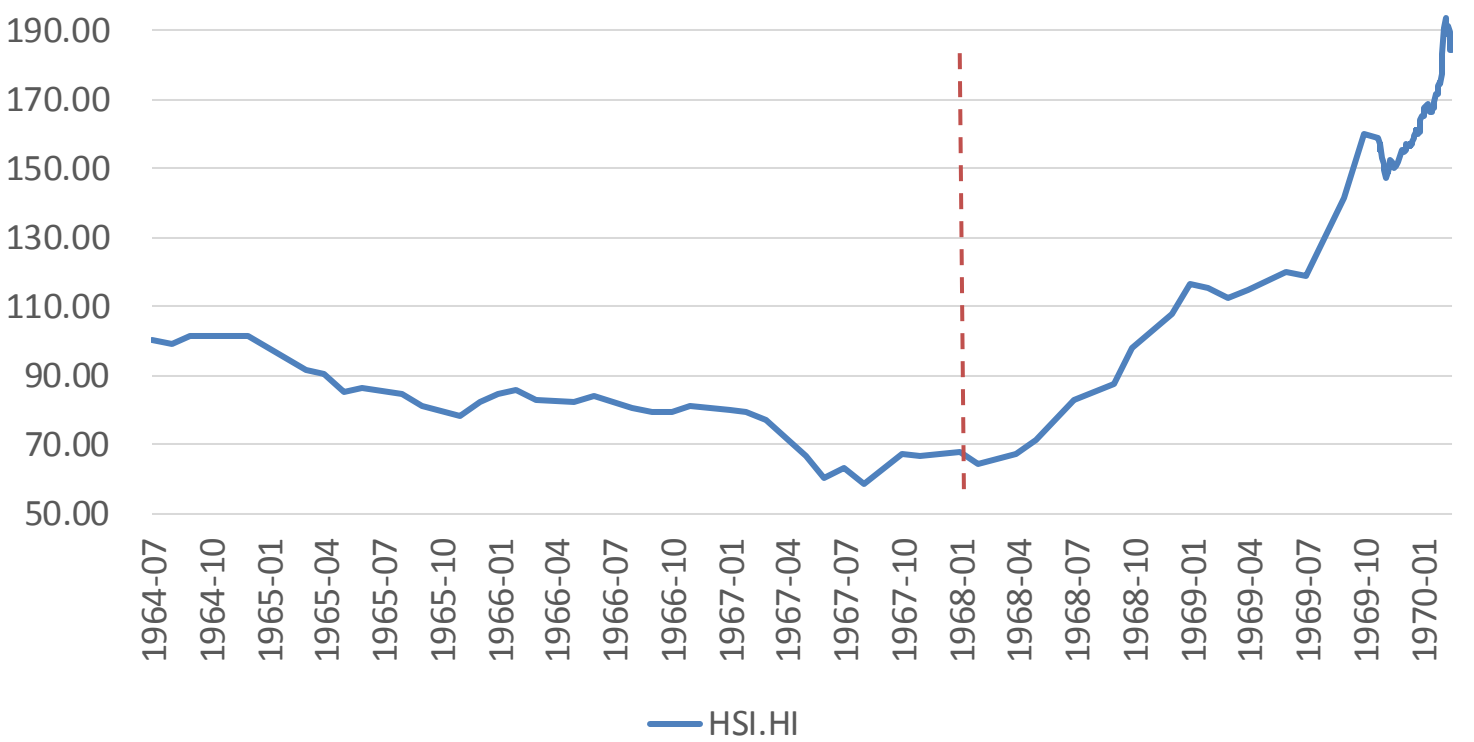


数据来源：世界银行，东海证券研究所

疫情对香港股市影响不明显

香港经济正处于走出萧条阶段，恒生指数经过四年熊市后处在1967年三季度见底至1973年的牛市中的开始阶段，疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

■ **恒生指数香港流感期间行情**

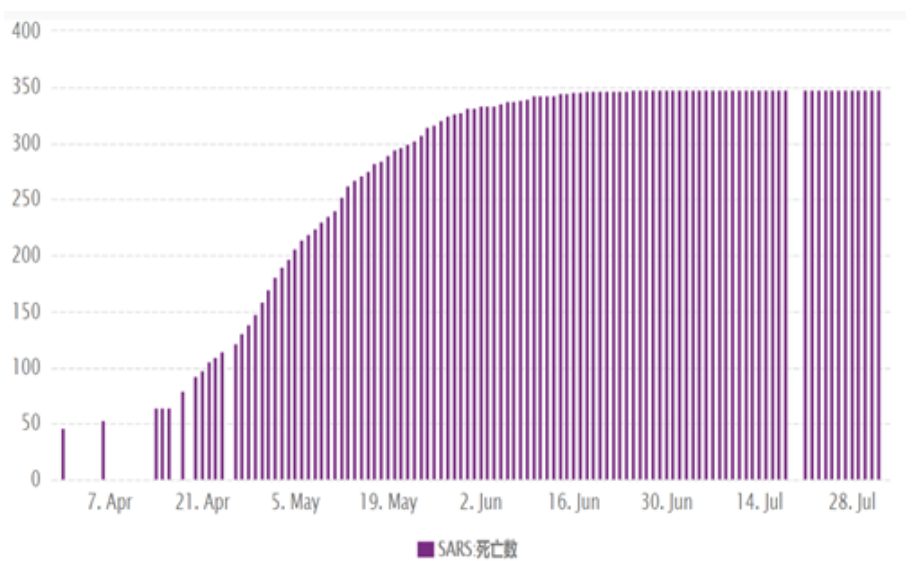


数据来源：Wind，东海证券研究所

1.5.SARS病毒（2003年）

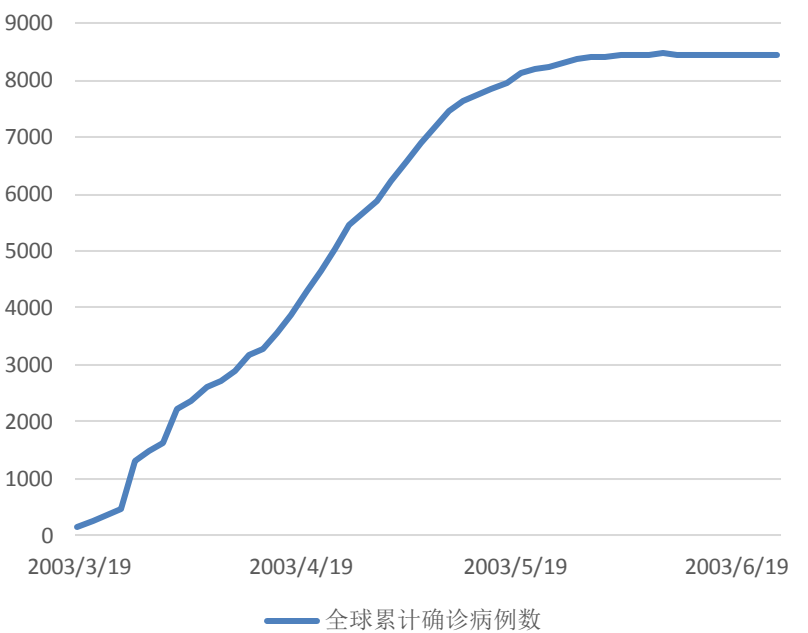
2003年的SARS。重灾区主要在中国，疫情总规模和传播范围相对较小。据WHO数据，全球累计患病8422例，死亡916例。

■ 2003年SARS疫情中国死亡人数变化，个



数据来源：香港环亚经济数据库CEIC，东海证券研究所

■ 2003年非典确诊人数曲线，例

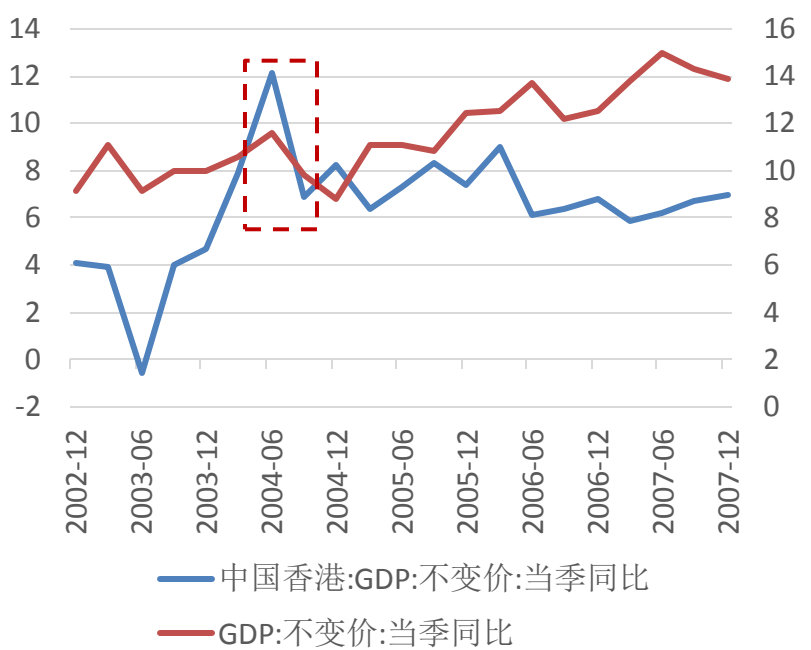


数据来源：WHO，东海证券研究所

SARS对经济只有季度影响

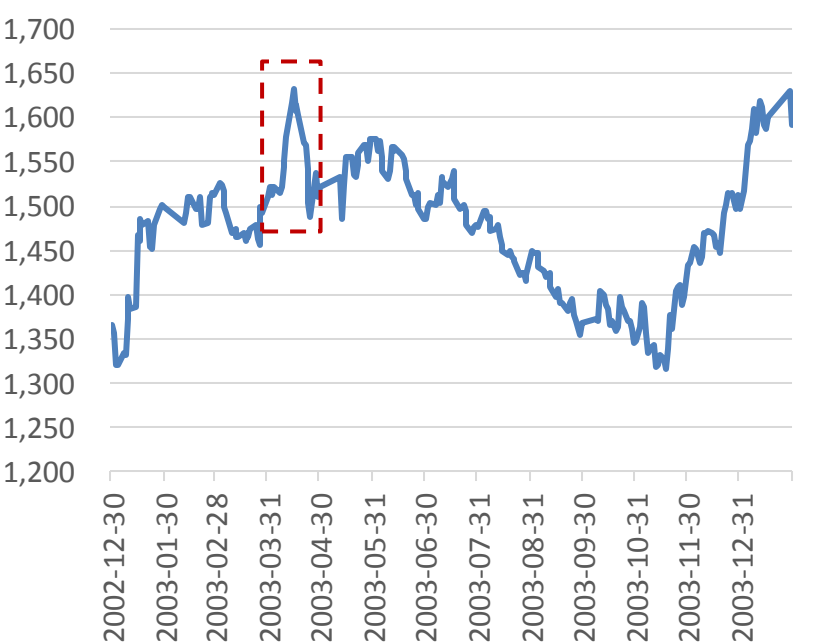
疫情对经济只有季度性短期影响，股市在疫情爆发期有较大下跌。

■ 中国与中国香港GDP不变价当季同比，季，%



数据来源：国家统计局，香港政府统计处，东海证券研究所

■ 上证综指非典期间行情

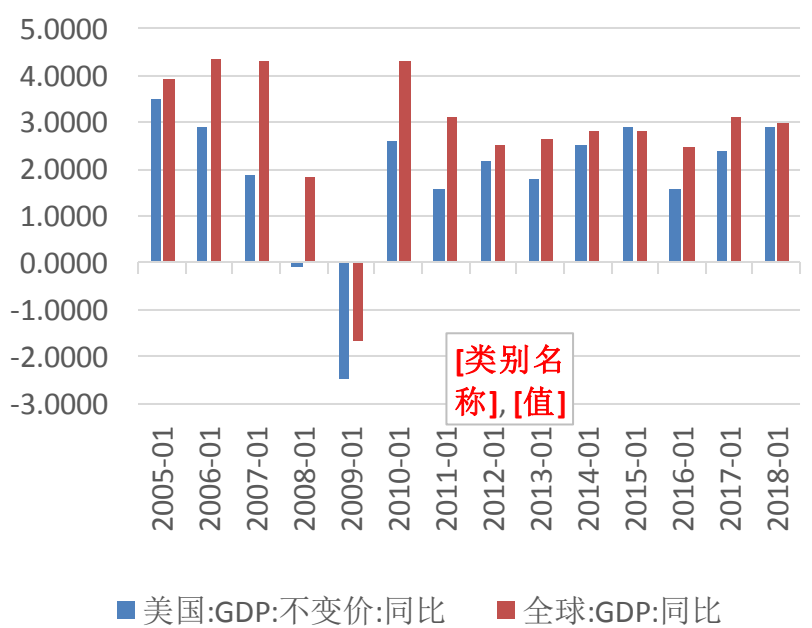


数据来源：Wind，东海证券研究所

1.6.2009年墨西哥H1N1流感

2009年4月的墨西哥流感。主要爆发于墨西哥和美国，持续时间相对较短。世界卫生组织确认，全球约1.85万人死亡。美国CDC估计全球死亡15.17-57.54万人，其中美国死亡1.25万人。当时处于2008年金融危机后的恢复阶段，经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的2009年，墨西哥、美国、全球GDP增速分别下降至-5.29%、-2.5%和-1.68%，但均很快得到恢复。**美国2009年二季度GDP增速最低为-3.92%，墨西哥为-8.93%**

■ **美国与全球GDP不变价同比，年，%**



数据来源：世界银行，美国经济分析局，东海证券研究所

■ **墨西哥GDP不变价同比，季，%**



数据来源：墨西哥统计局，东海证券研究所

公布确认病例后，美国股市不跌反涨

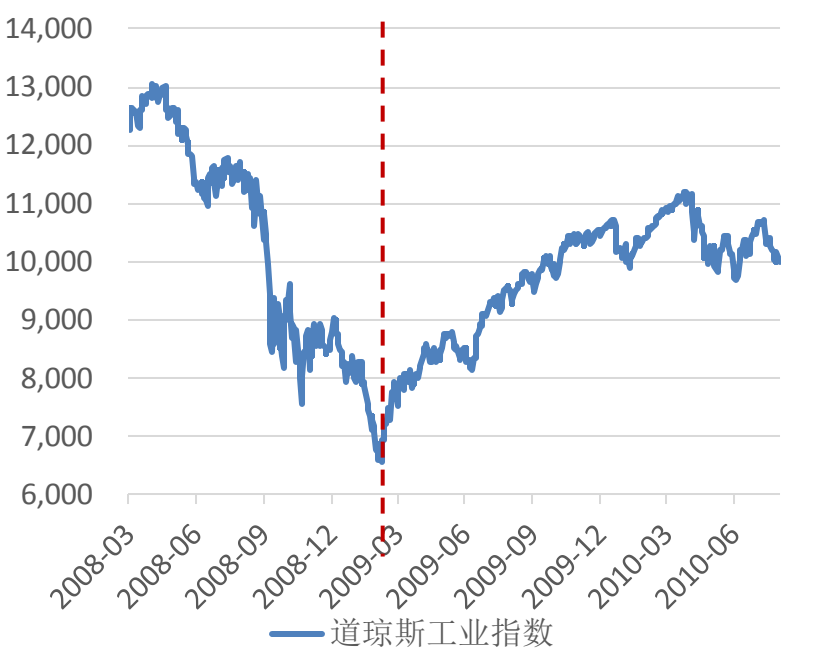
自公布确认病例后，美国股市不跌反涨，就处于上行趋势之中。疫情期间股市上涨，很大程度上与当时刚结束的2008年金融危机历史熊市的大背景有关，也可能与政府采的措施让投资者感到放心，疫情和经济发展可预测性相对较强有相关性。

■ 2008-2010标普500指数行情



数据来源：Wind, 东海证券研究所

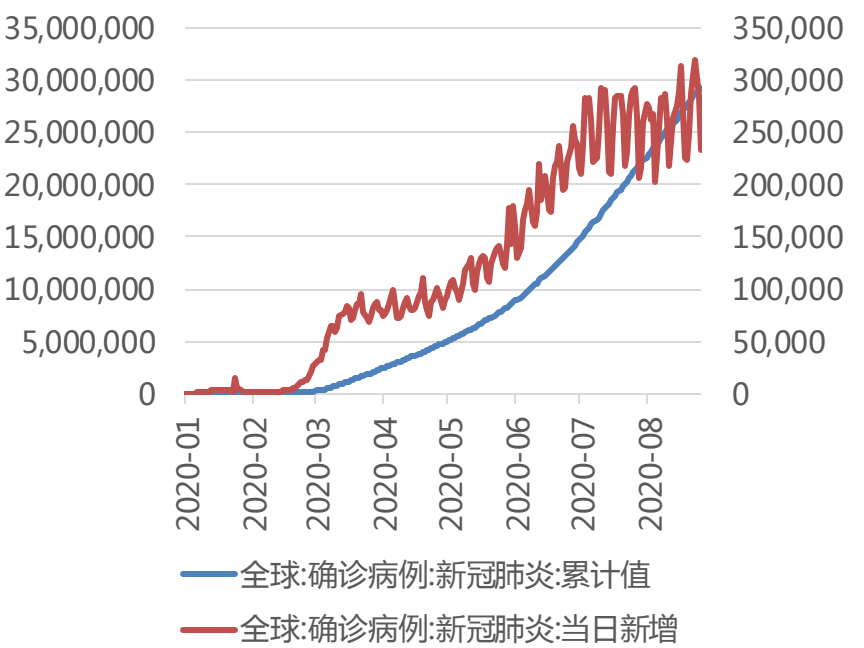
■ 2018-2010道琼斯工业指数行情



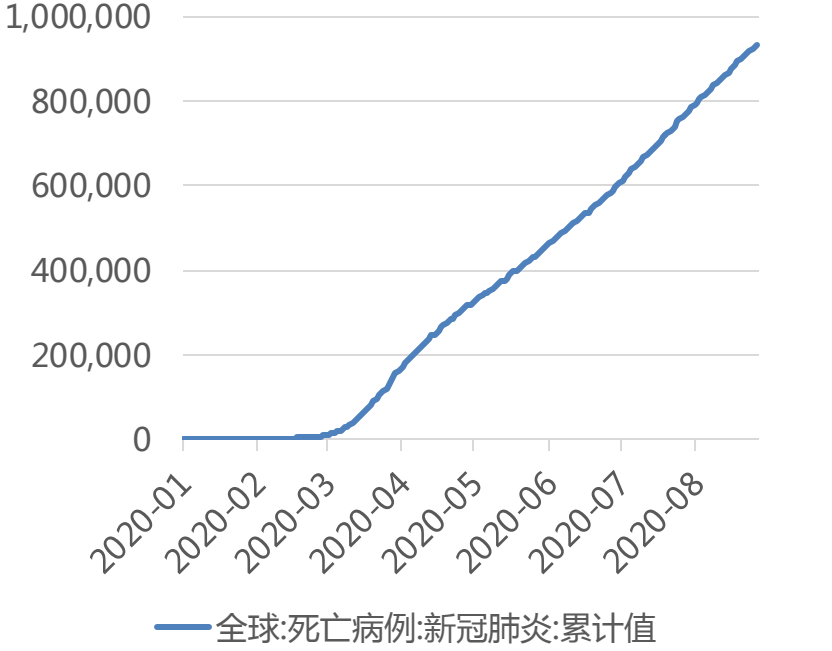
数据来源：Wind, 东海证券研究所

1.7.新冠疫情

截止2020年9月15日，全球累计确诊病例2979.9万例，死亡93.96万例。



数据来源：Wind, 东海证券研究所



数据来源：Wind, 东海证券研究所

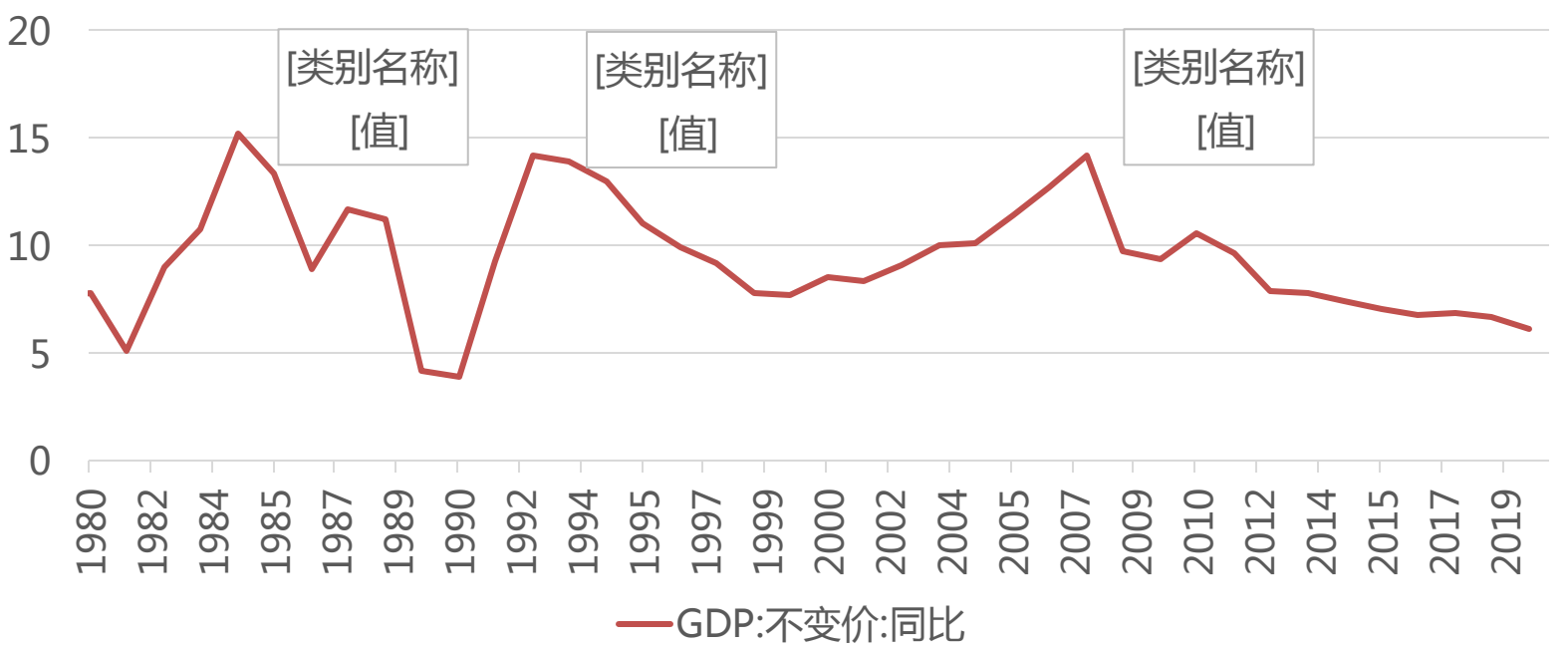
1.8.疫情总结

	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）	-	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	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	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	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	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	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（截至2020年9月13日）	全球累计确诊病例2863.80万例，死亡92.7万例。	美国死亡19.85万人	全球	2019年11月-

2.周期变换与经济转型

经济增速稳定点在哪里？

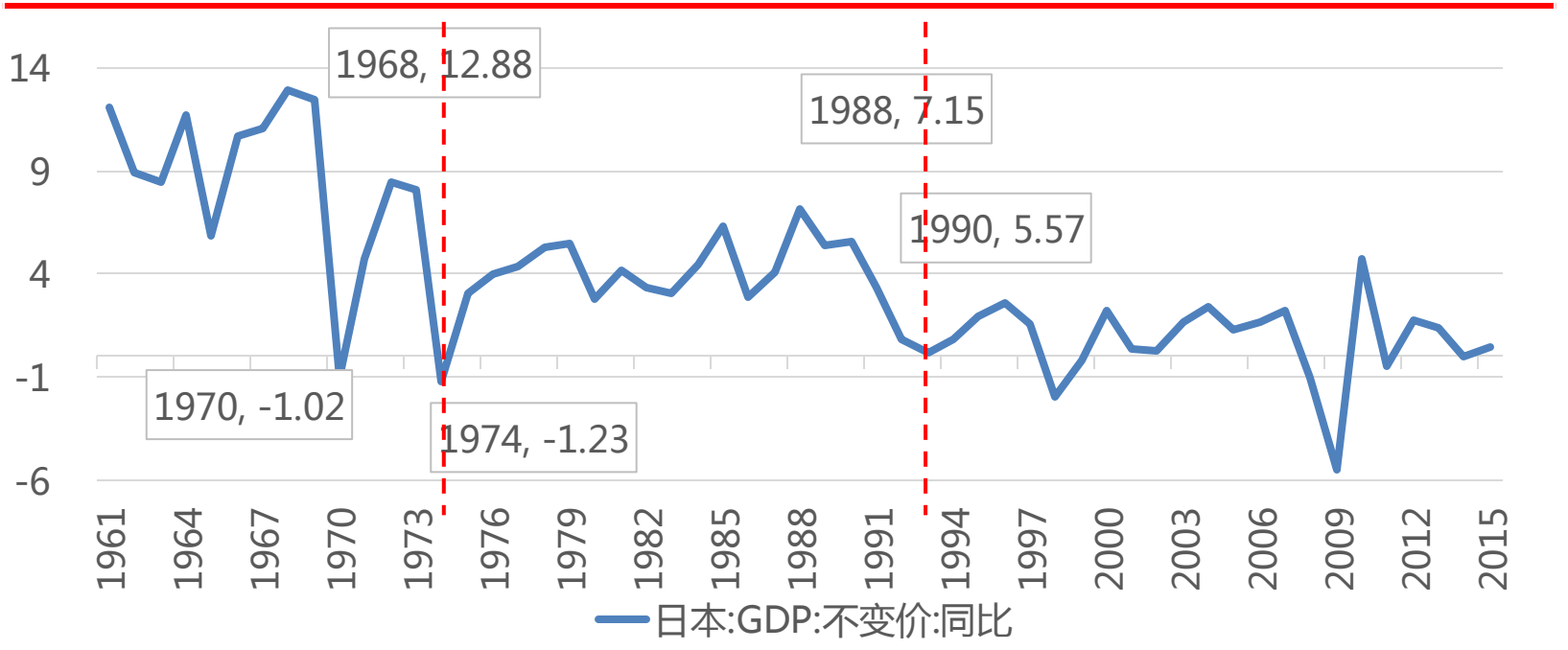
■ **中国GDP不变价同比增速**



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

日本经济增速的三个阶段

■ 日本GDP增速同比

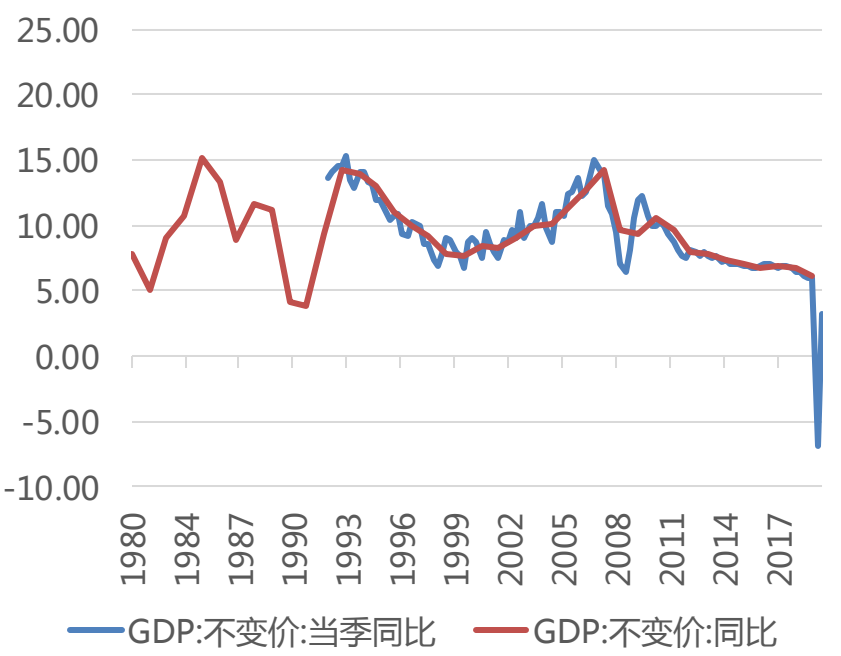


数据来源：世界银行，东海证券研究所

继续下行？底部已现？

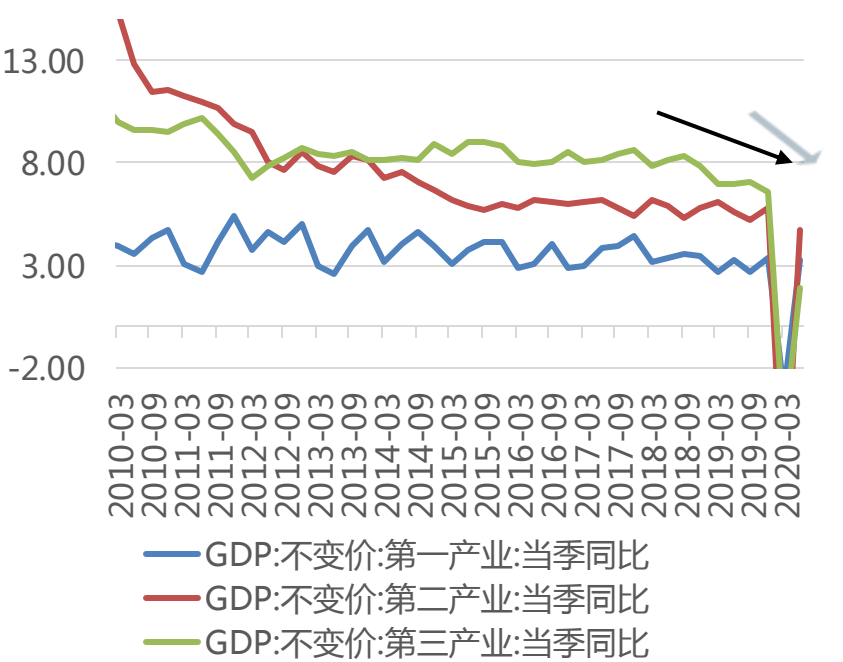
第三产业增速高于第二产业，但增速在下行；第二产业增速有所稳定。2019年四季度，第二、三产业增速分别为5.8%和6.6%；2020年二季度，增速分别为4.7%和1.9%

■ GDP不变价同比增速



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

■ 第一、二、三产业GDP不变价同比增速

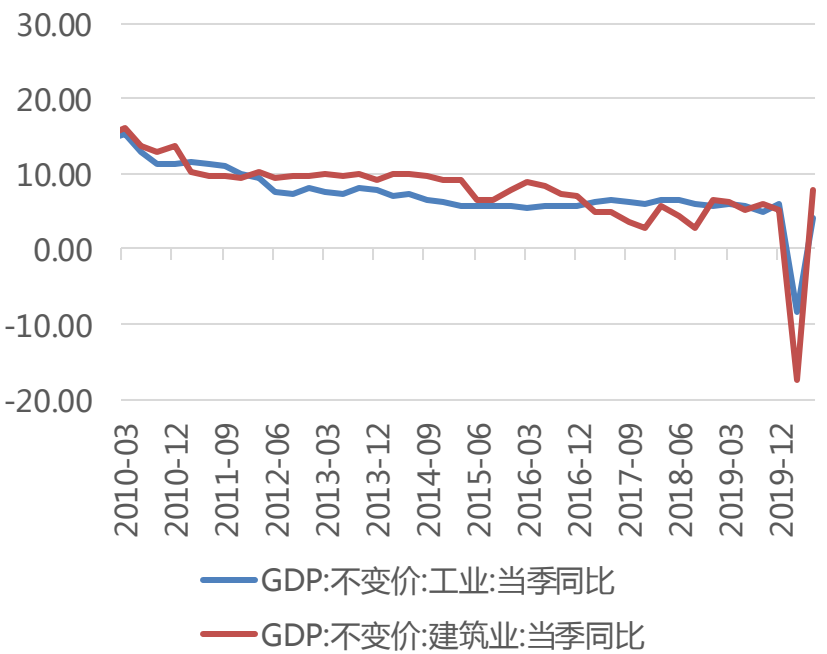


数据来源：国家统计局，东海证券研究所

传统产业增速或将稳定于相对低位

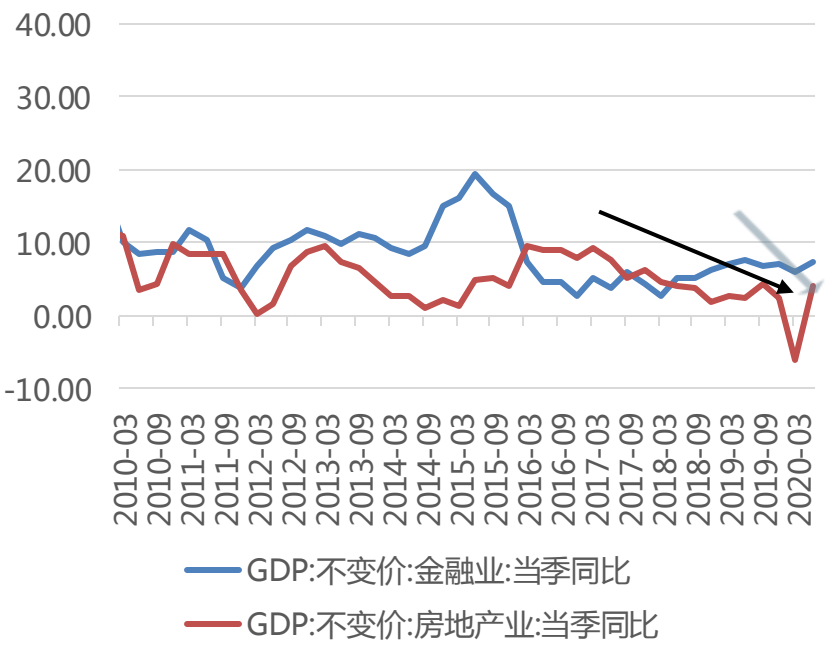
第三产业中房地产增速下行幅度较大。2019年四季度，金融业、房地产业增速分别为7.0%和2.5%；2020年二季度，增速分别为 7.2%和4.1 %

■ GDP不变价同比增速：工业、建筑业



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

■ GDP不变价同比增速：金融业、房地产业

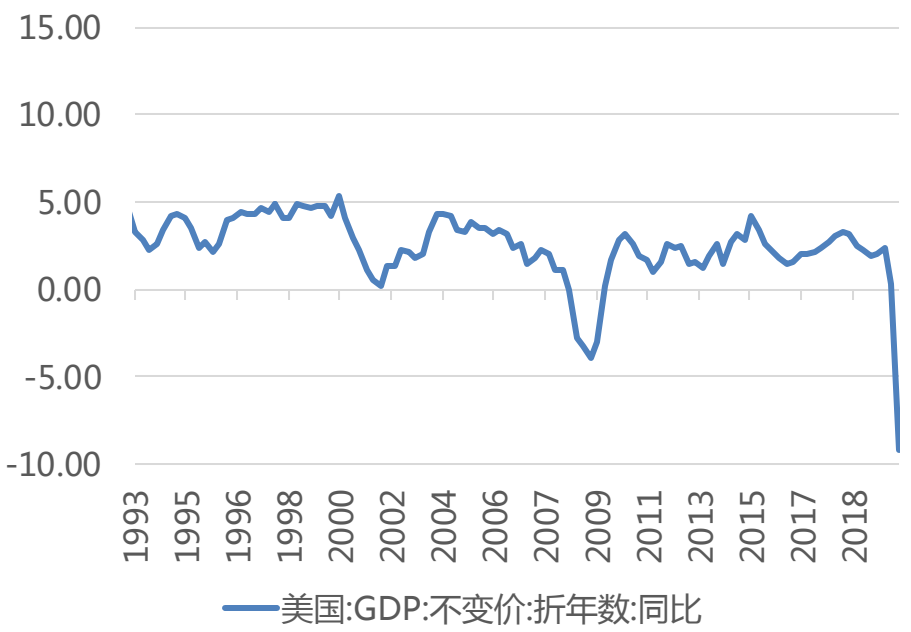


数据来源：国家统计局，东海证券研究所

美国周期不乐观

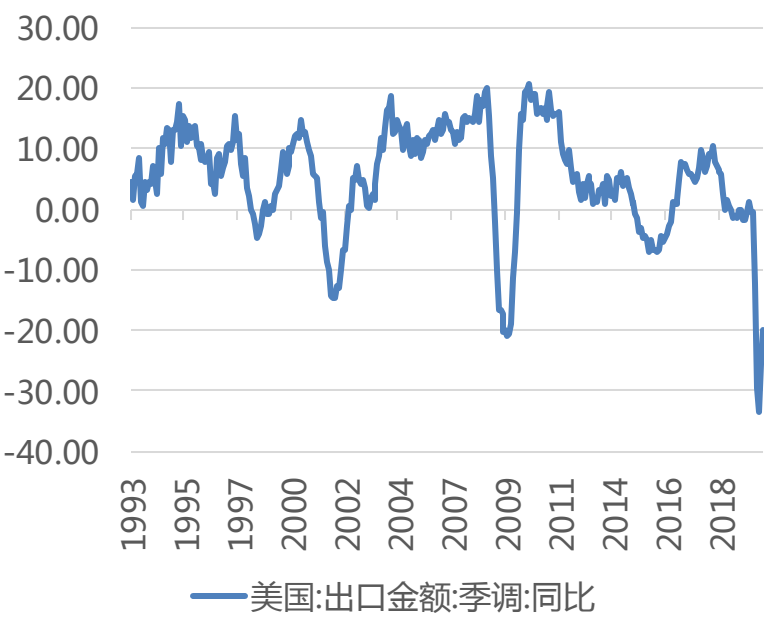
美国2020年二季度GDP不变价折年数同比为-9.14%。
2020年5月，出口增速同比为-33.38%，虽然近两月有一定回升，但距离回正仍有一定距离。

■ 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

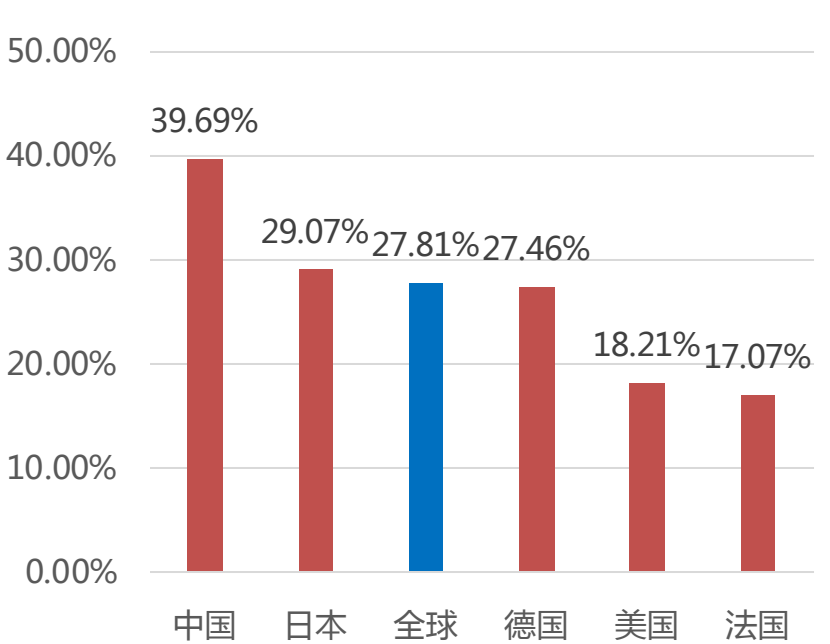


数据来源：美国经济分析局，东海证券研究所

3.国内大循环与国内国际双循环

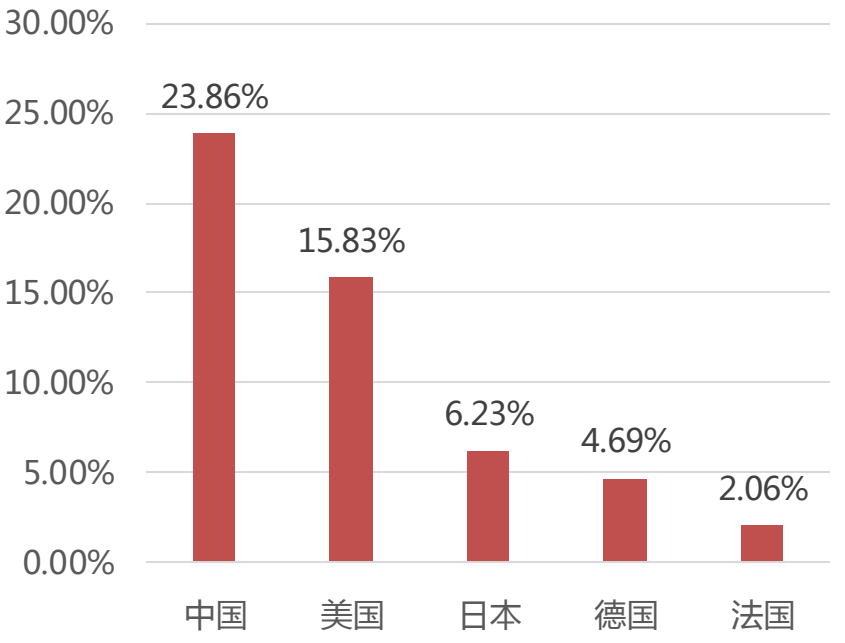
中国制造占比全球第一

■ 中美德法日工业增加值占本国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

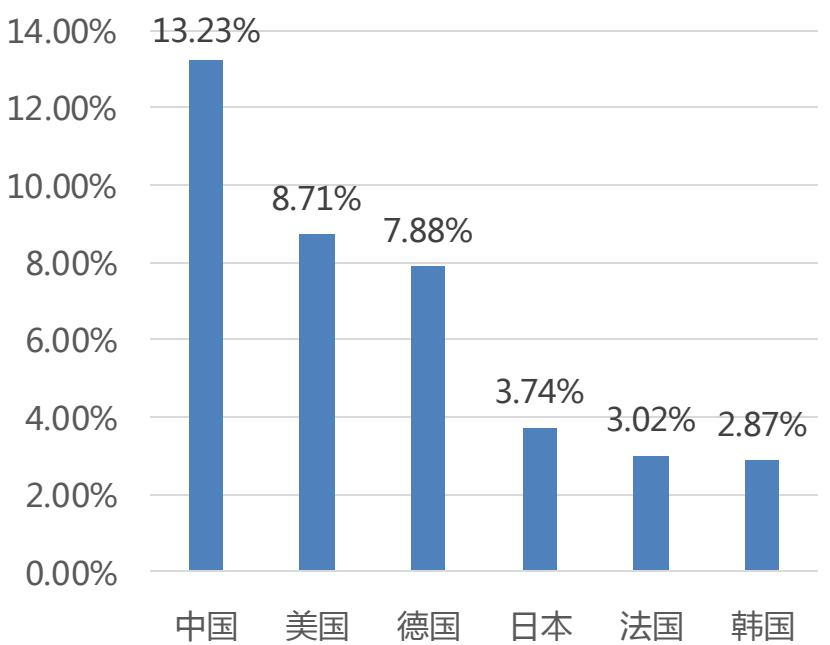
■ 中美德法日工业增加值占全球比重



数据来源：世界银行，东海证券研究所

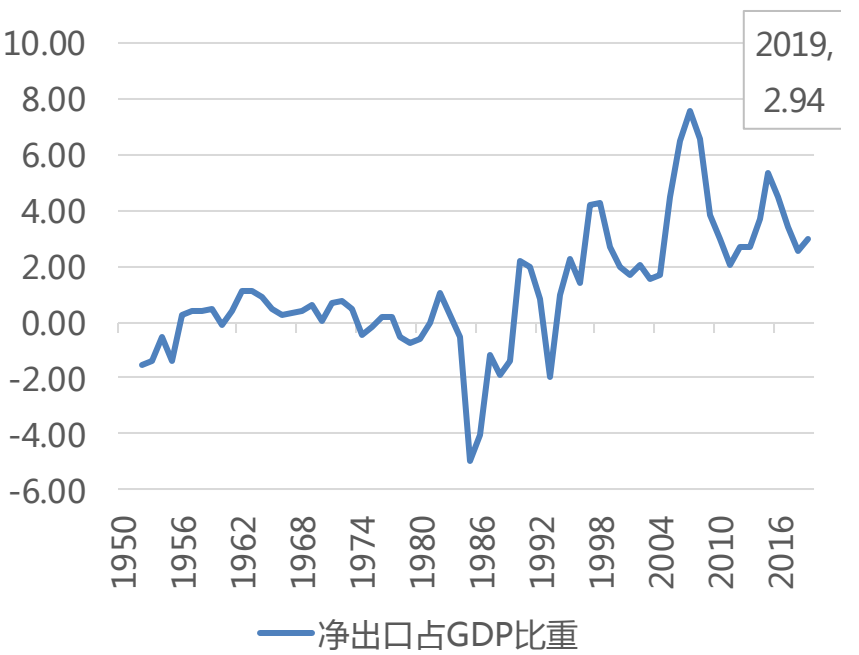
中国出口

■ 中美德法日韩出口占世界出口比重



数据来源：WHO，东海证券研究所

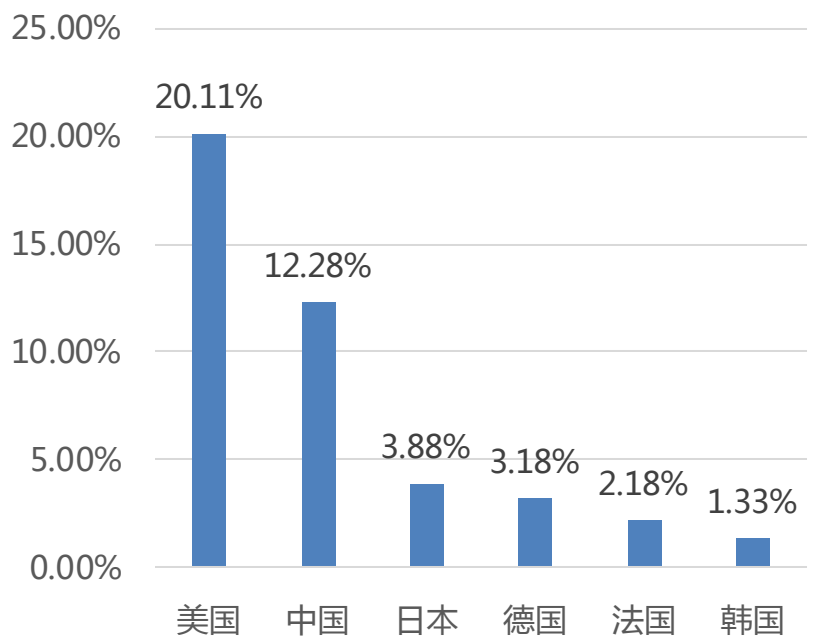
■ 中国净出口占GDP比重



数据来源：海关总署，国家统计局，东海证券研究所

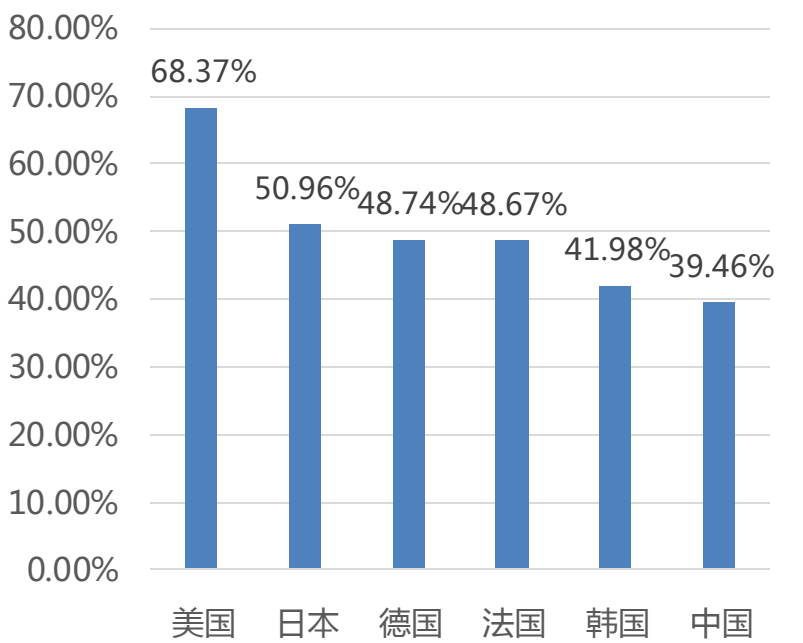
消费比重仍偏低

■ 中美德法日韩消费占世界比重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

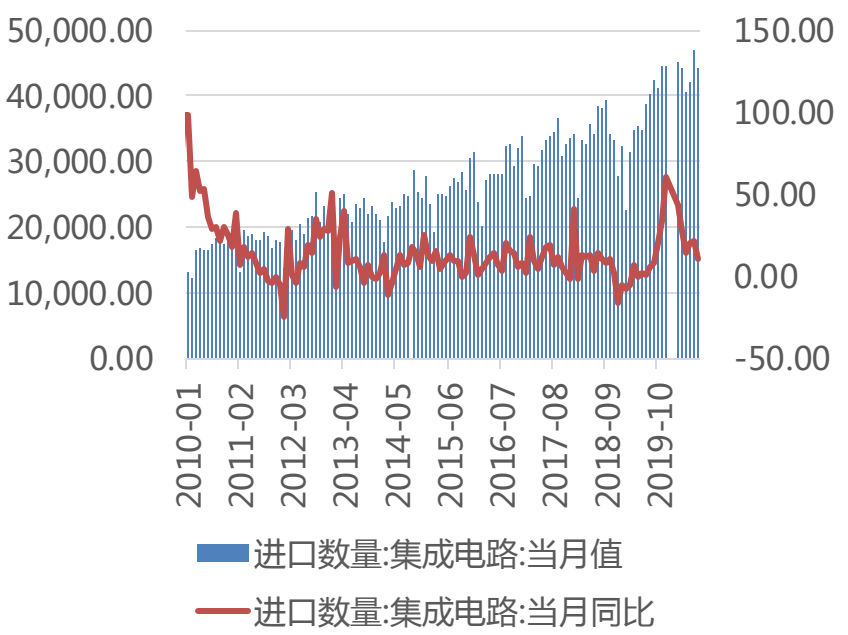
■ 中美德法日韩消费占各自GDP比重2018



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

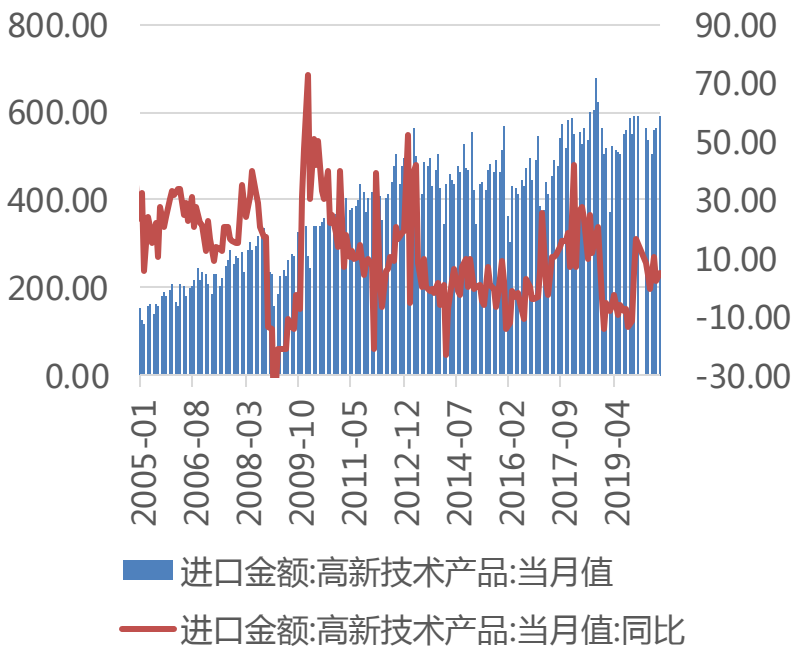
一些核心技术依赖国外

■ 中国集成电路进口



数据来源：海关总署，东海证券研究所

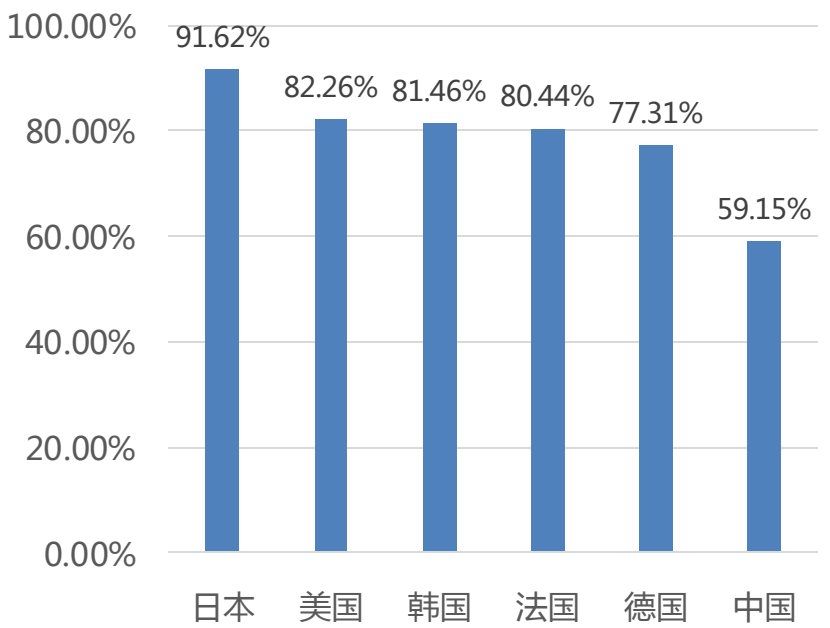
■ 中国高新技术产品进口



数据来源：海关总署，东海证券研究所

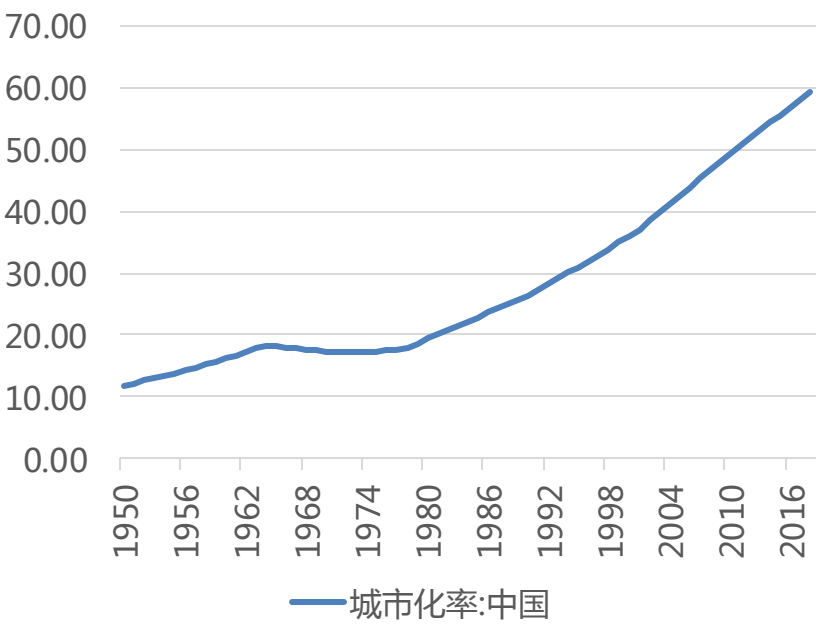
资源配置不尽合理

■ 中美德法日韩城市化率2018年



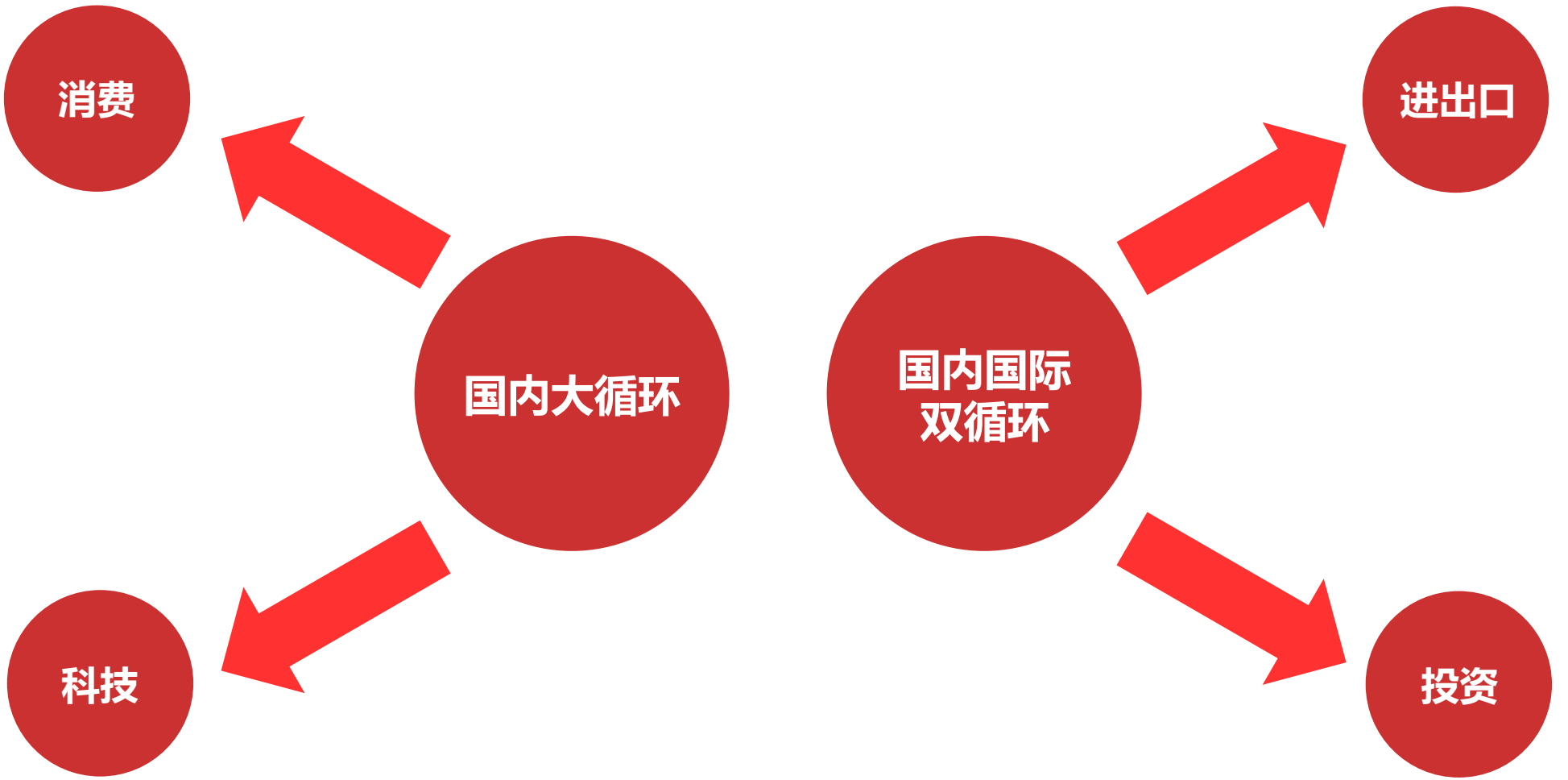
数据来源：联合国，东海证券研究所

■ 中国城市化率



数据来源：联合国，东海证券研究所

发展方向



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

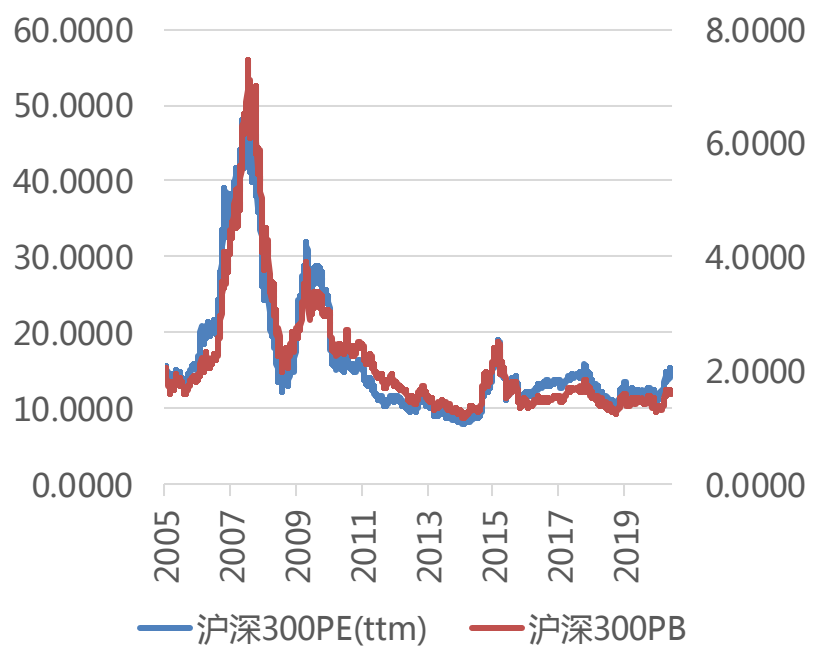


数据来源：上海证券交易所，中证指数公司，东海证券研究所

沪深300的估值上升幅度不算太高

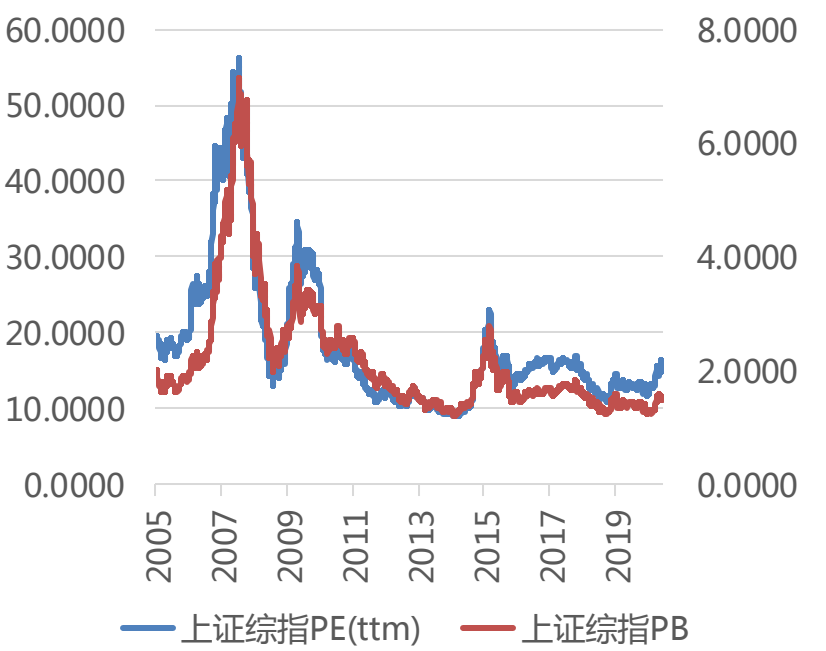
2020年9月17日，沪深300的PE为14.83倍，PB为1.60倍 。上证指数分别为15.6倍和1.49倍。

■ 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

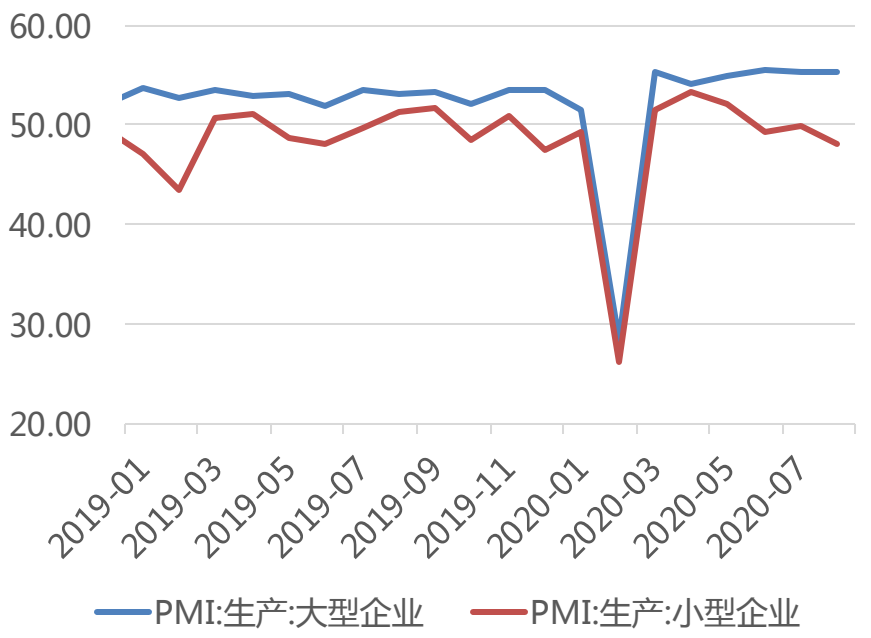


数据来源：Wind，东海证券研究所

小型企业供需两端承压

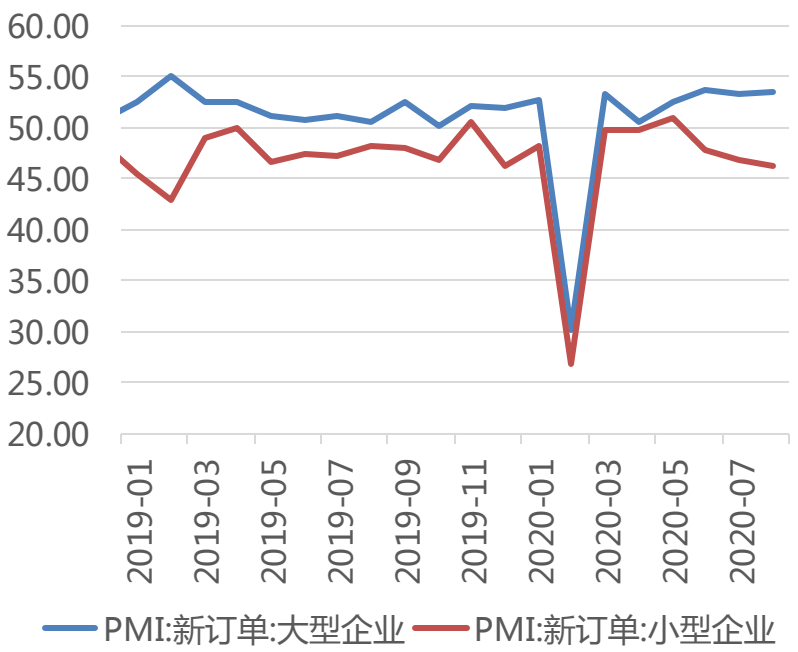
2020年8月制造业PMI小型企业48.1%，大型企业55.3%。
制造业PMI新订单小型企业46.2%，大型企业53.4%。

■ 小型企业、大型企业PMI生产指数



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

■ 小型企业、大型企业PMI新订单指数

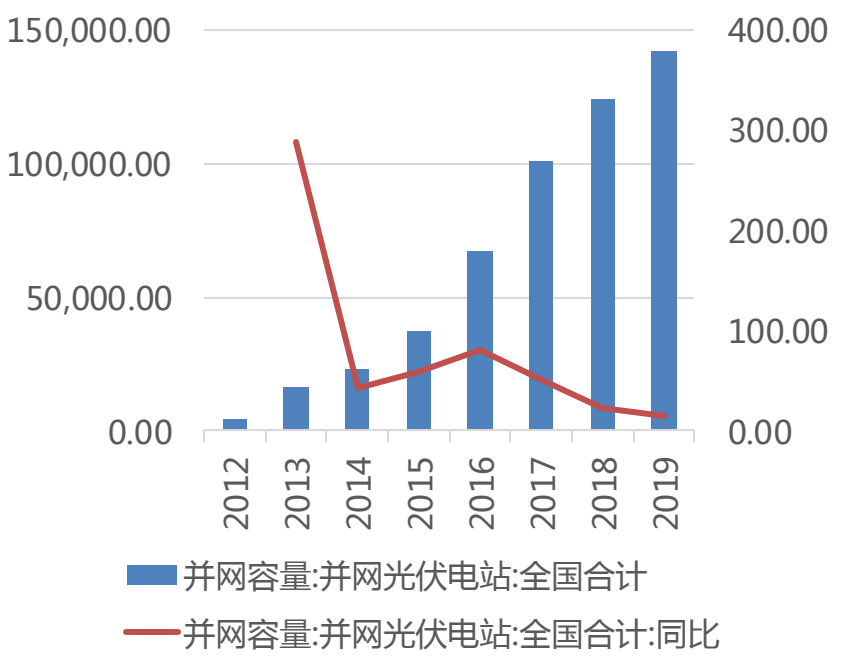


数据来源：国家统计局，东海证券研究所

4. 科创板与上市公司结构

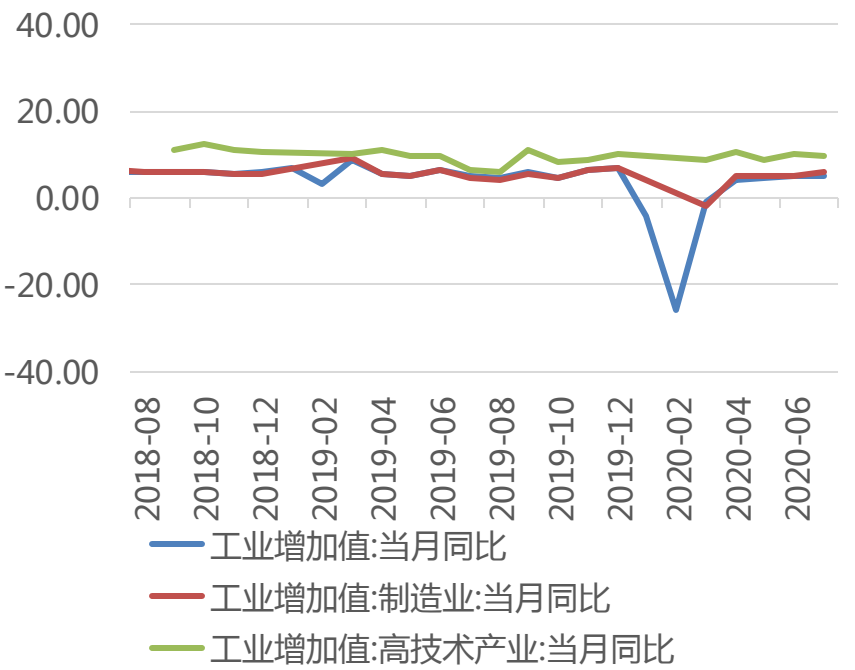
高技术产业保持较高增速，2020年8月为7.6%，而工业增加值增速为5.6%

■ 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

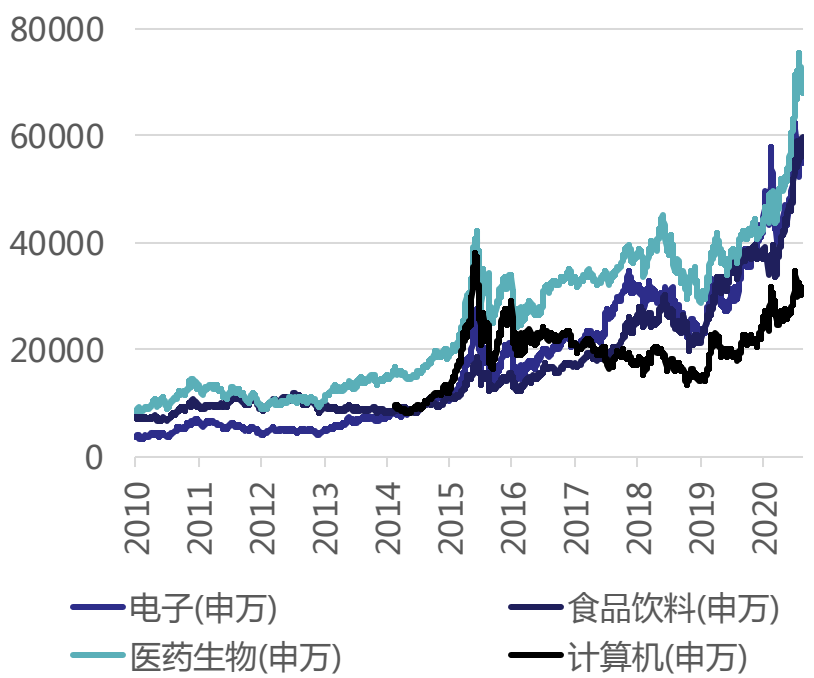
■ 高技术产业工业增加值增速更高



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

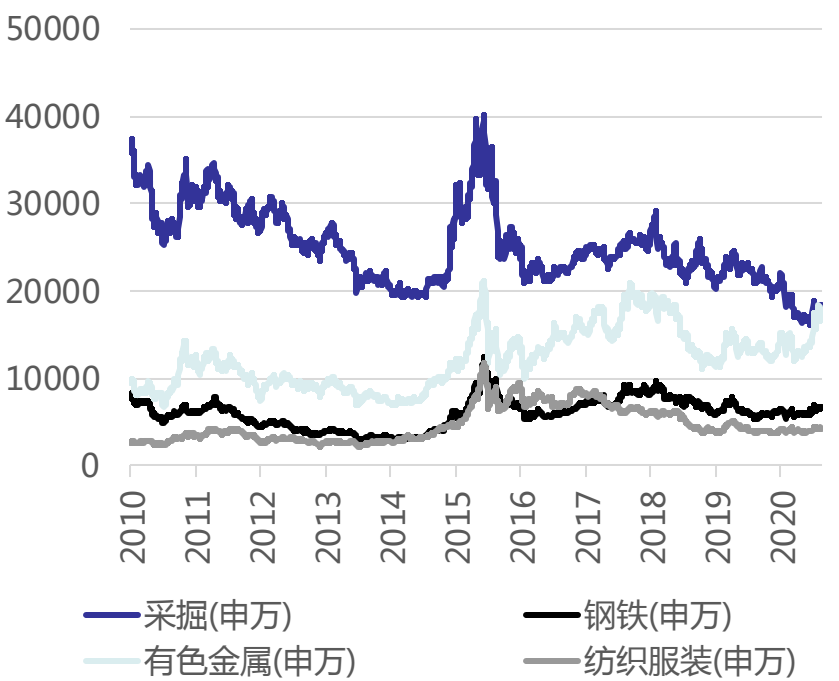
新经济引领股市

■ 新经济行业市值上升



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 传统经济行业市值下降

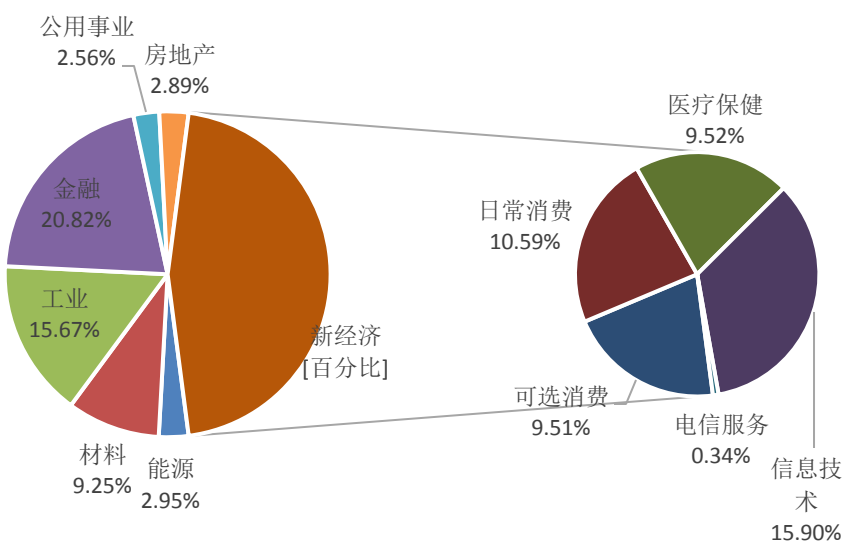


数据来源：Wind，东海证券研究所

中国新经济上市公司相对不足

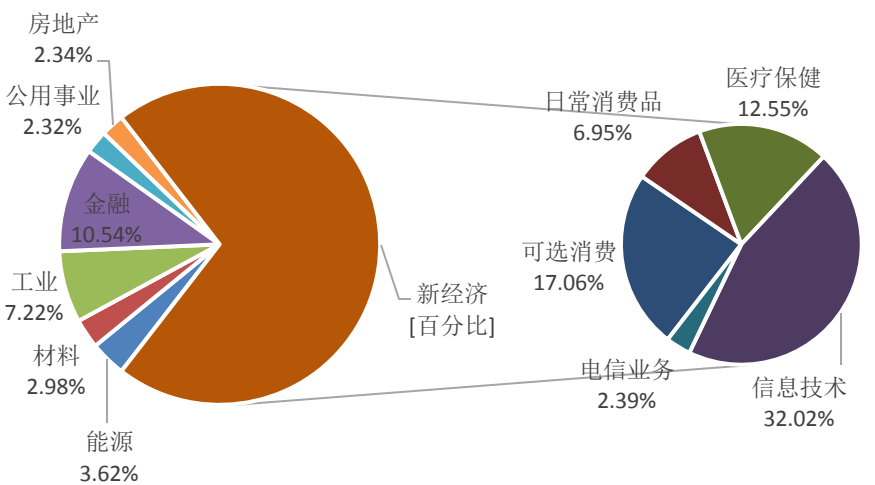
中国上市公司新经济市值占比为45.86%。其中，信息技术为15.9%，医疗保健为9.52%
美国上市公司新经济市值占比为70.97%，其中，信息技术为32.02%，医疗保健为12.55%

■ 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

A股走势不能完全反映经济发展水平

■ 上证指数、道琼斯指数（2008-）



数据来源：Wind，东海证券研究所

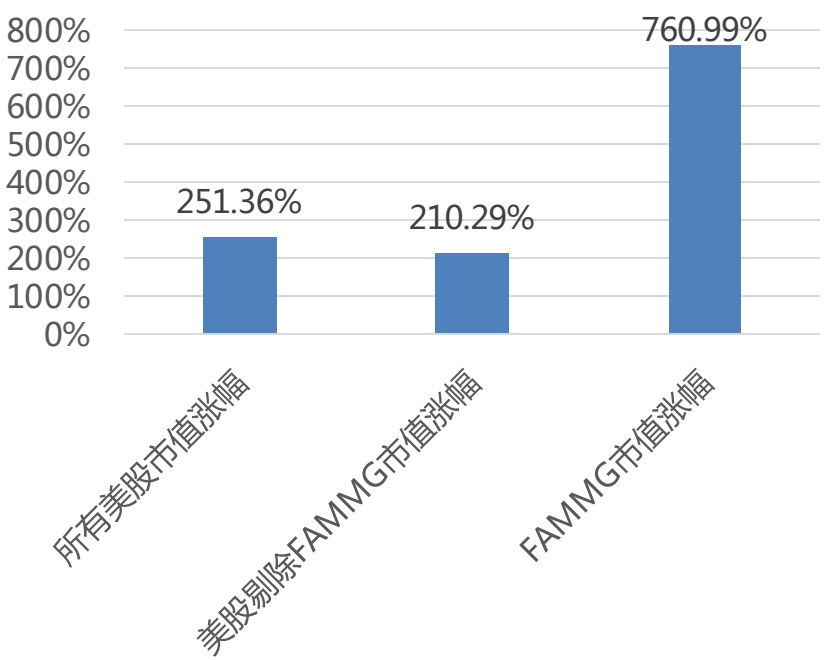
■ 创业板指数、纳斯达克指数（2008-）



数据来源：Wind，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2010.1-2020.9.12

■ 亚马逊、苹果走势

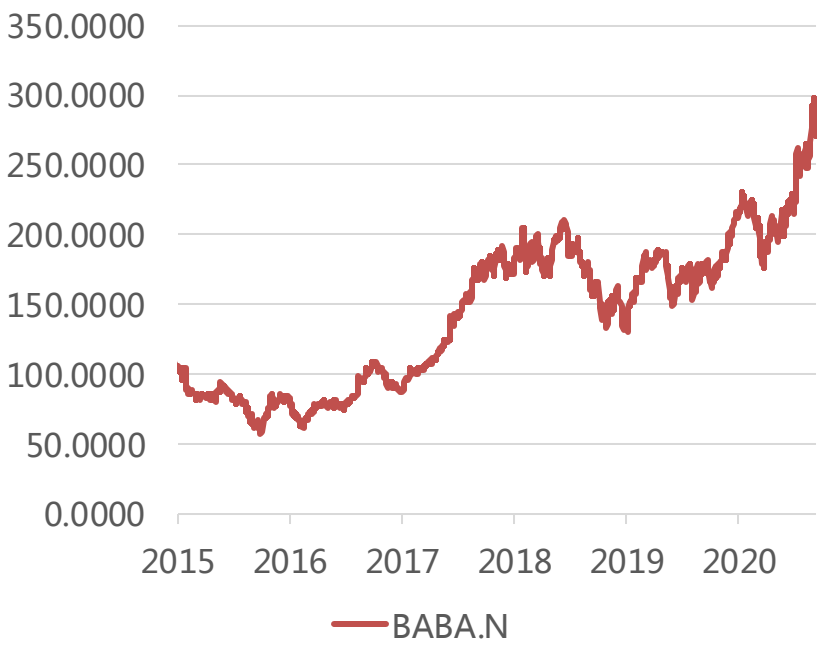


数据来源：Wind，东海证券研究所

在国外市场的中资创新企业

阿里股价从2015年至今（截止9月16日），上涨了167.6%。
腾讯股价从2010年至今（截止9月16日），上涨了1537.7%。

■ 阿里股价走势



数据来源：Wind，东海证券研究所

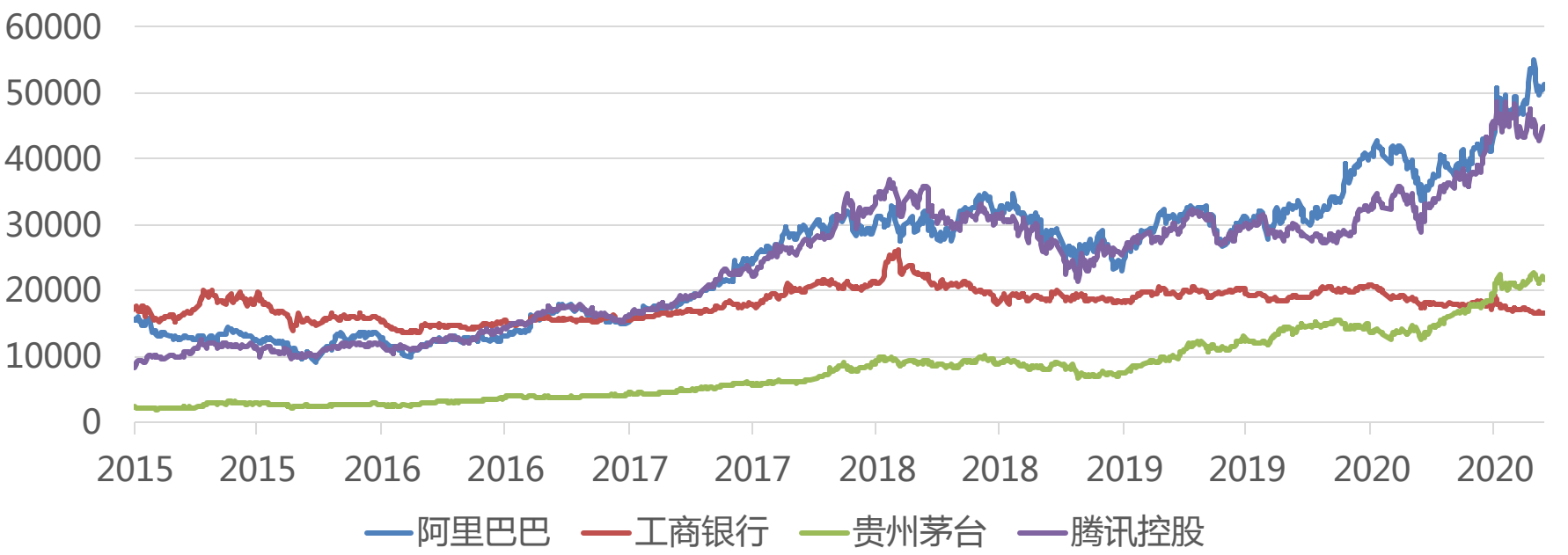
■ 腾讯股价走势



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）

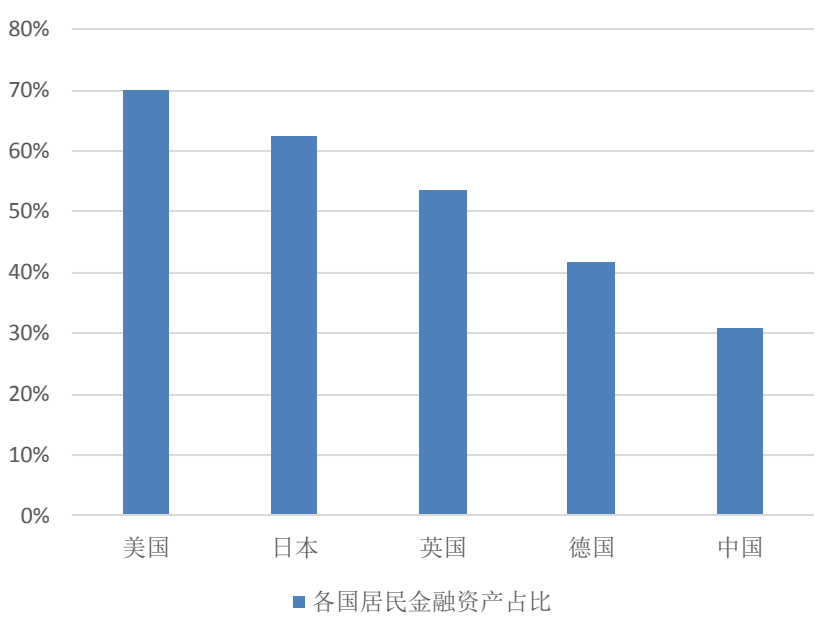


数据来源：Wind，东海证券研究所

5.固定收益、房地产与股权投资

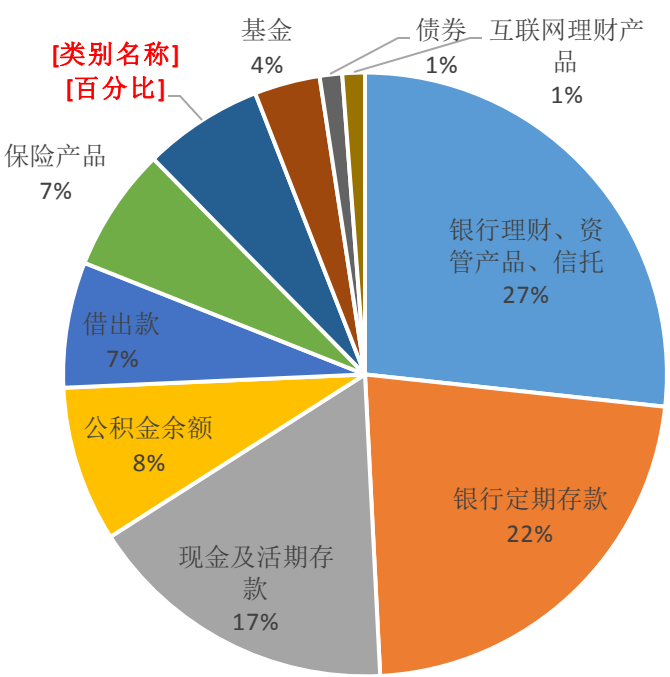
与发达国家相比，我国居民金融资产占比还相对较低，美国、日本分别可达70、62%。我国居民金融资产中，现金、理财、存款等占高达66%，股票和基金占比仅10.4%，而美国股票和证券投资基金占比达到47.9%。

■ 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

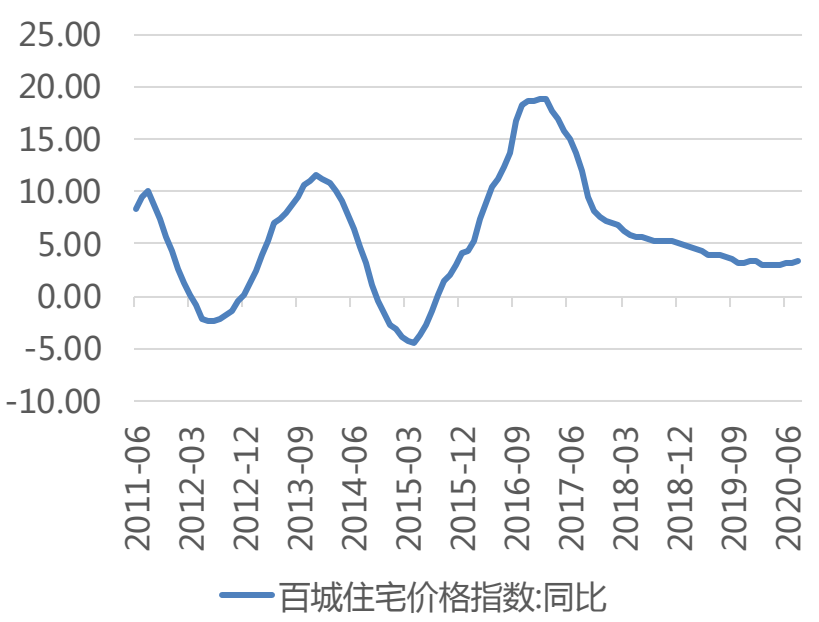


数据来源：Wind，东海证券研究所

房住不炒

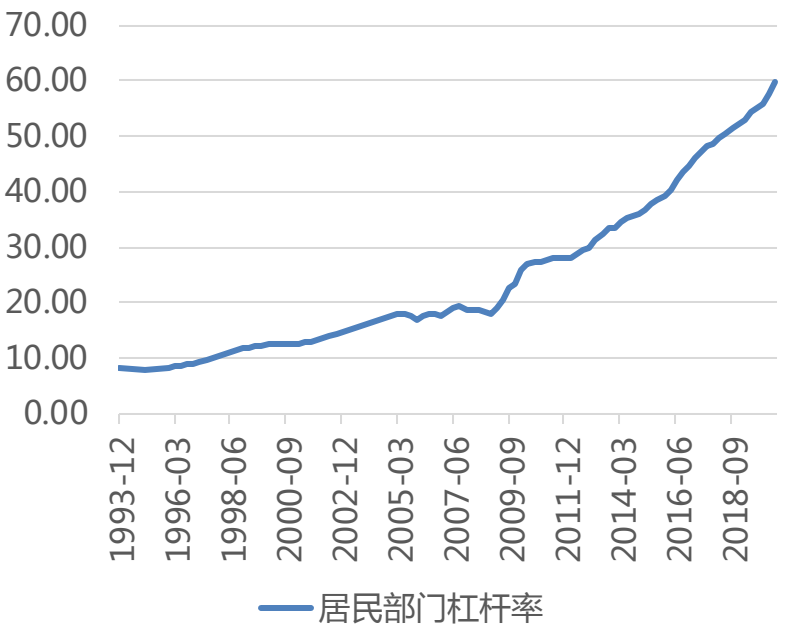
2020年6月，居民负债率已达到59.7%

■ 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

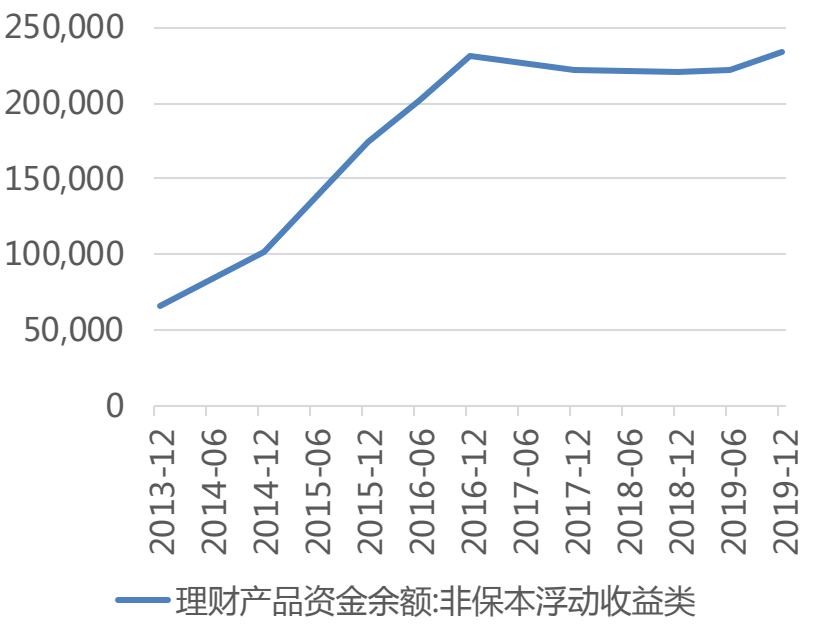
理财收益率下行

■ 银行理财收益率



数据来源：Wind，东海证券研究所

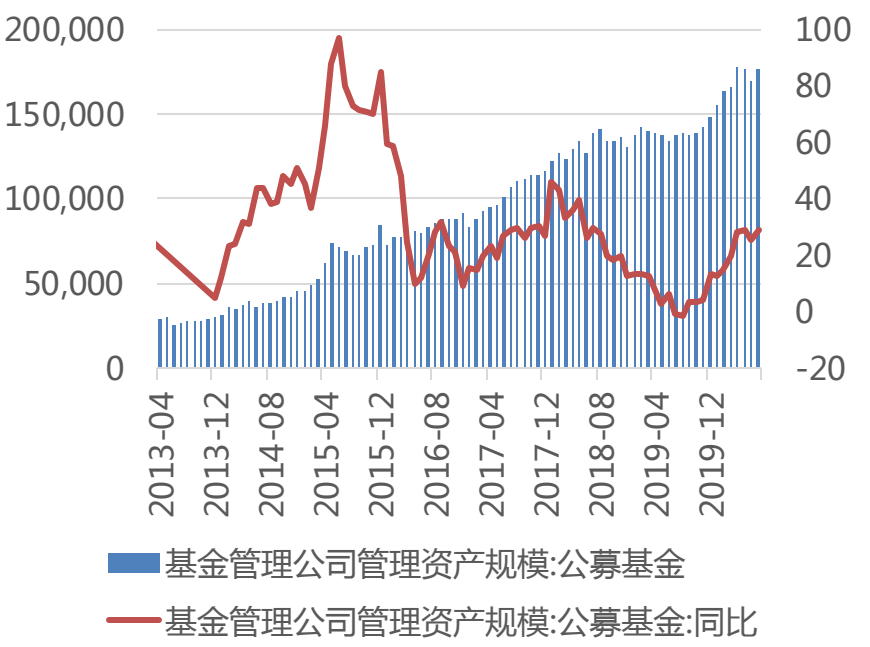
■ 银行理财规模



数据来源：根据新闻整理，东海证券研究所

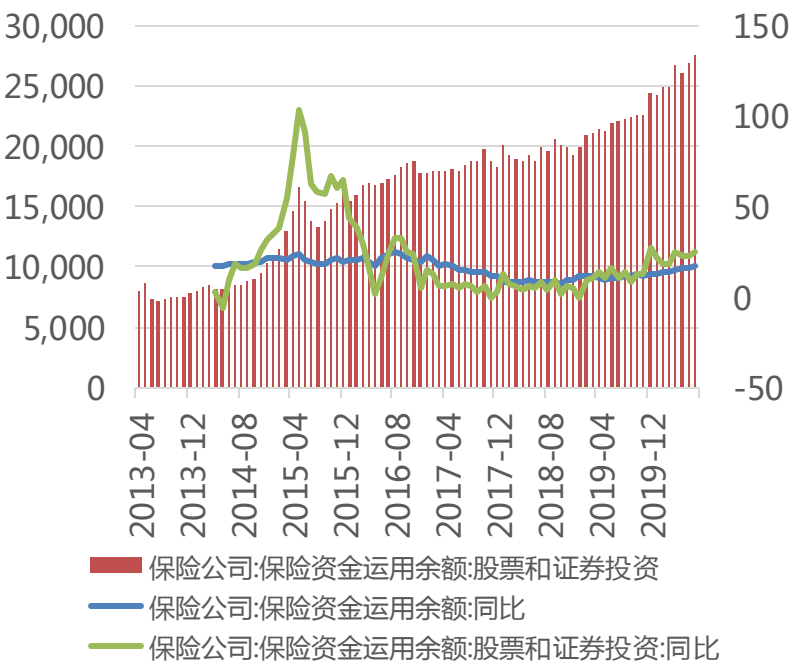
基金、保险规模持续扩大

■ 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

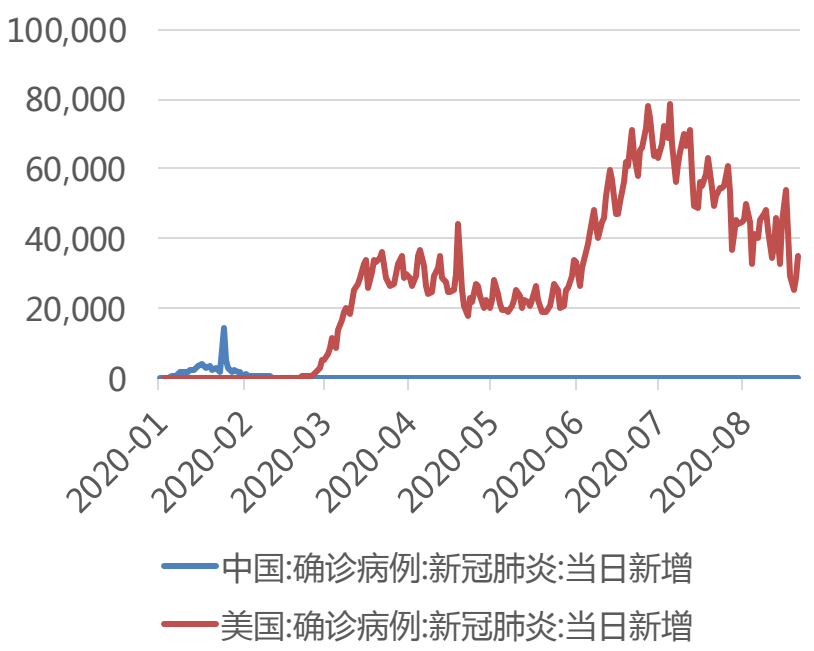


数据来源：银保监会，东海证券研究所

6. 中国优势

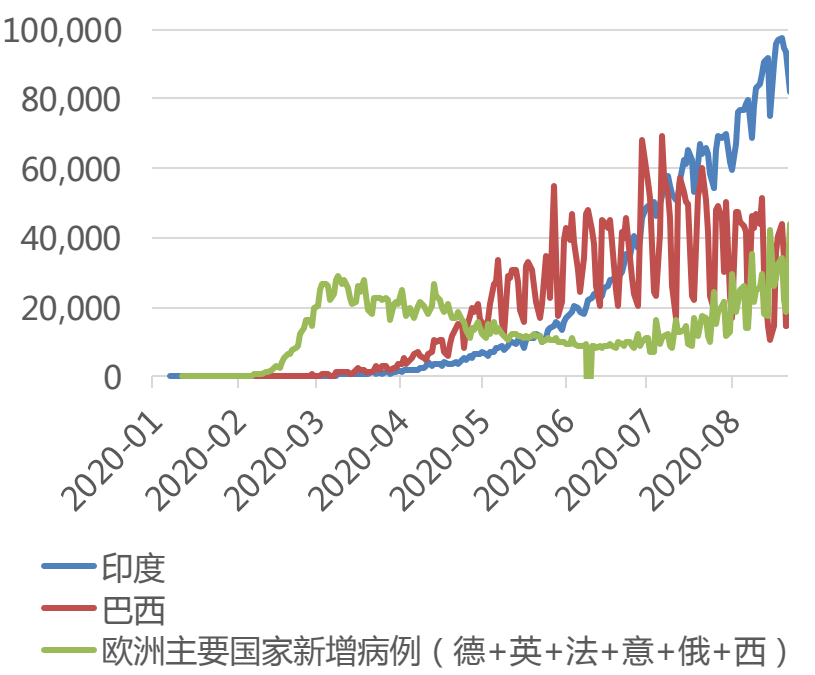
疫病防控更有效

■ 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

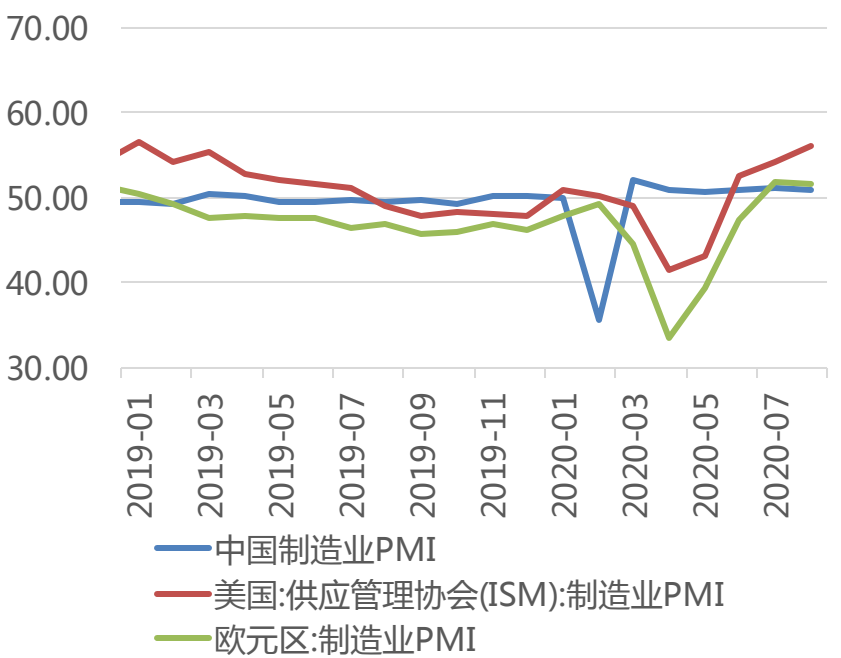
■ 欧洲、巴西、印度新增新冠病例



数据来源：根据新闻整理，东海证券研究所

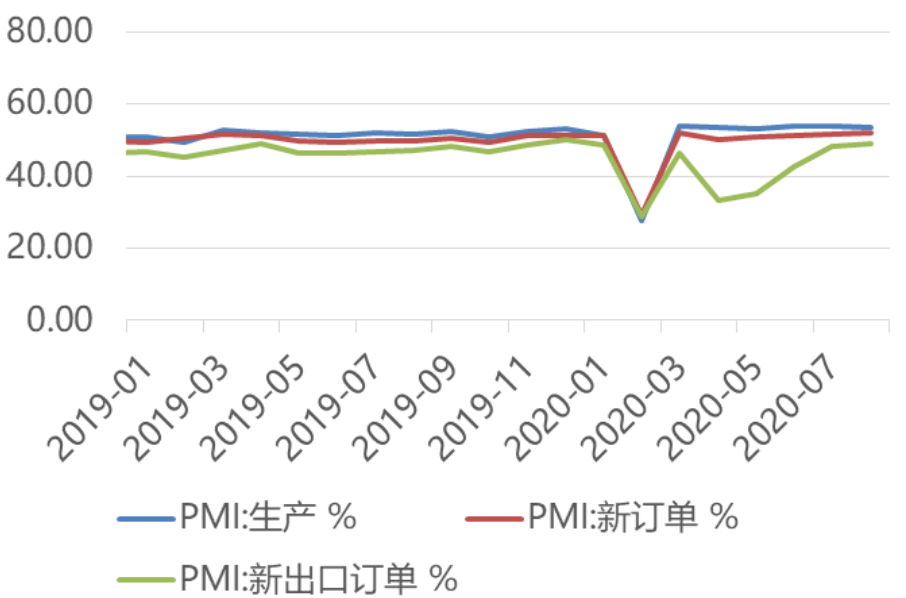
中国经济率先恢复

■ 中国、美国、欧元区制造业PMI



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

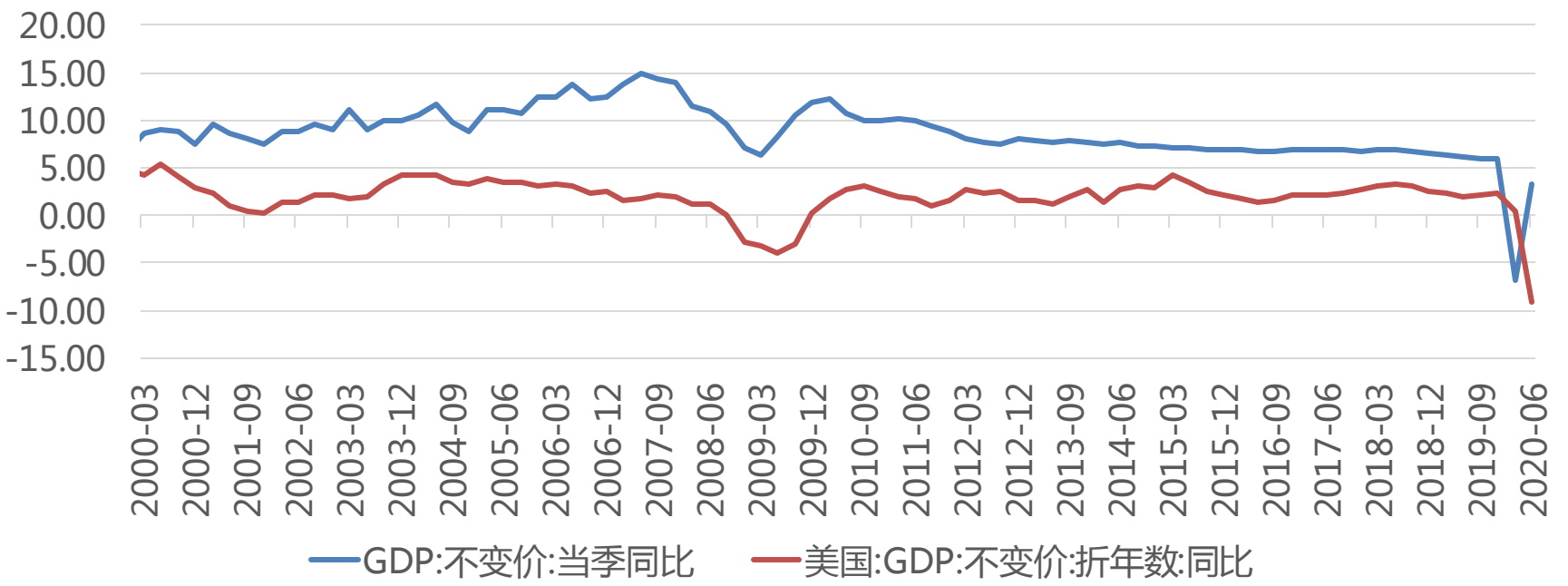
■ 中国PMI生产、新订单、新出口订单指数



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

中国增速更高

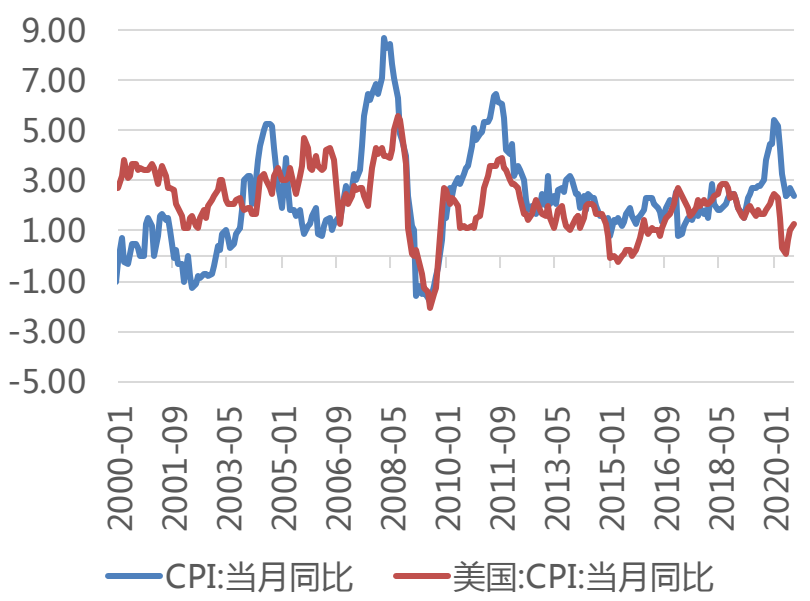
■ 中美GDP不变价季度同比增速



数据来源：国家统计局，美国经济分析局，东海证券研究所

中美利差吸引

■ 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

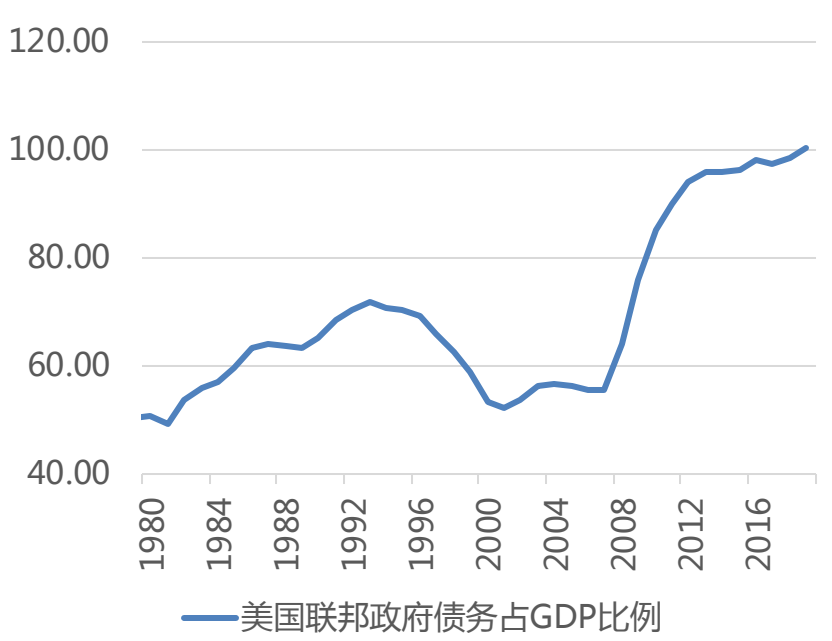


数据来源：中债估值中心，美联储，东海证券研究所

美元或将贬值

美国经济增速、利率、国际收支、政府负债、领导力等或不支持美元

■ 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

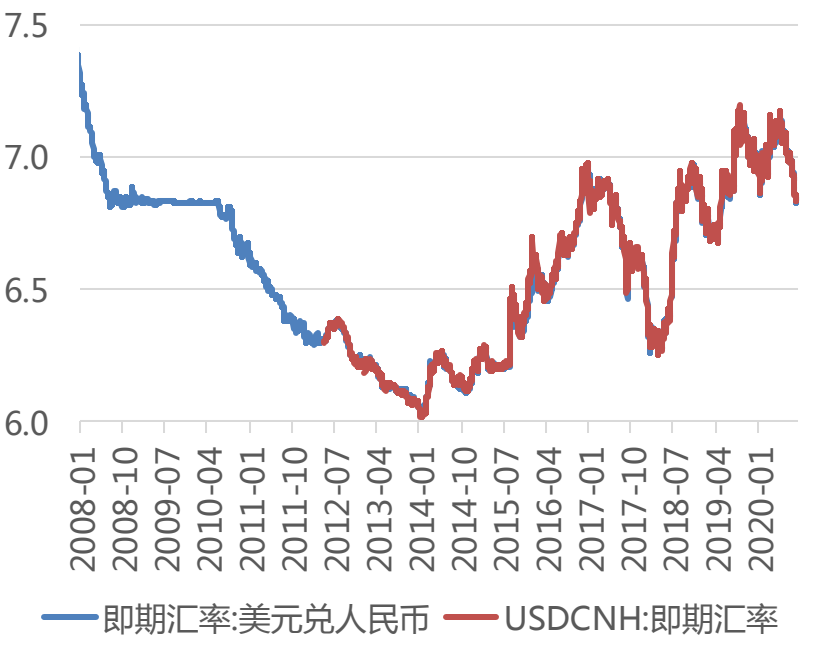
人民币有走强可能

■ 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

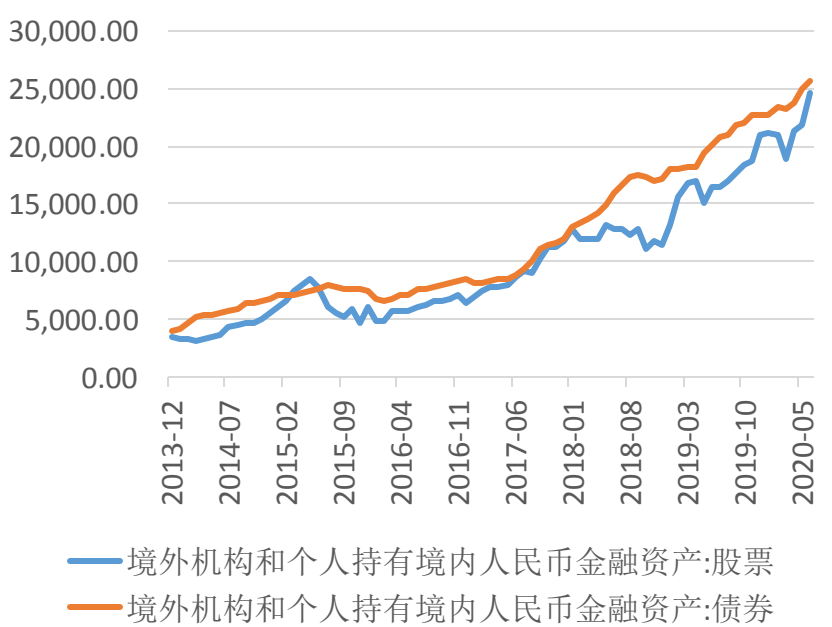


数据来源：中国货币网，ICAP，东海证券研究所

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

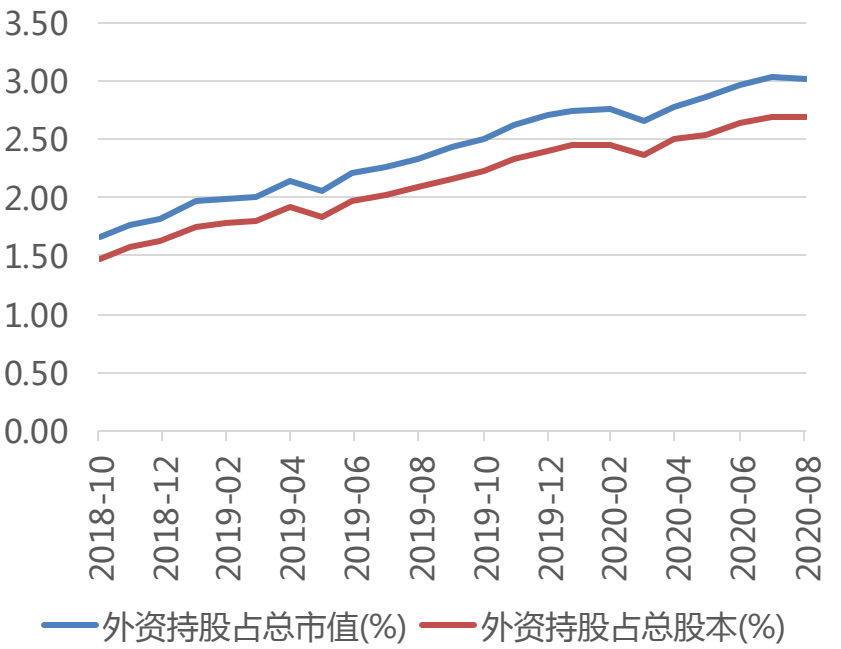
截至2020年8月末，外资持股市值2.2万亿元，占总市值比重已上升到3.02%

■ 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

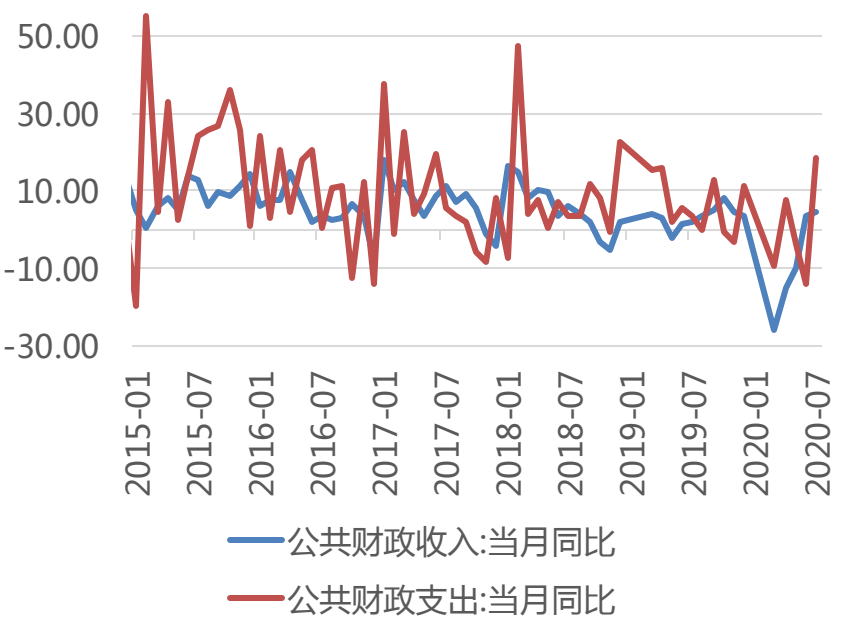


数据来源：Wind，东海证券研究所

7.趋势前瞻

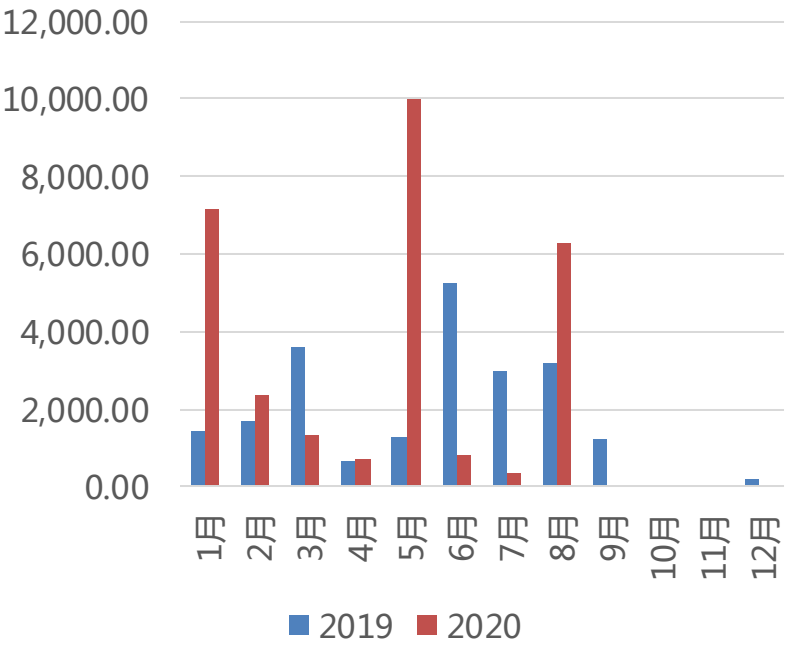
中国因素：财政政策，新增2万亿元人民币财政资金，发行专项债3.75万亿元

■ 财政收支



数据来源：财政部，东海证券研究所

■ 专项债

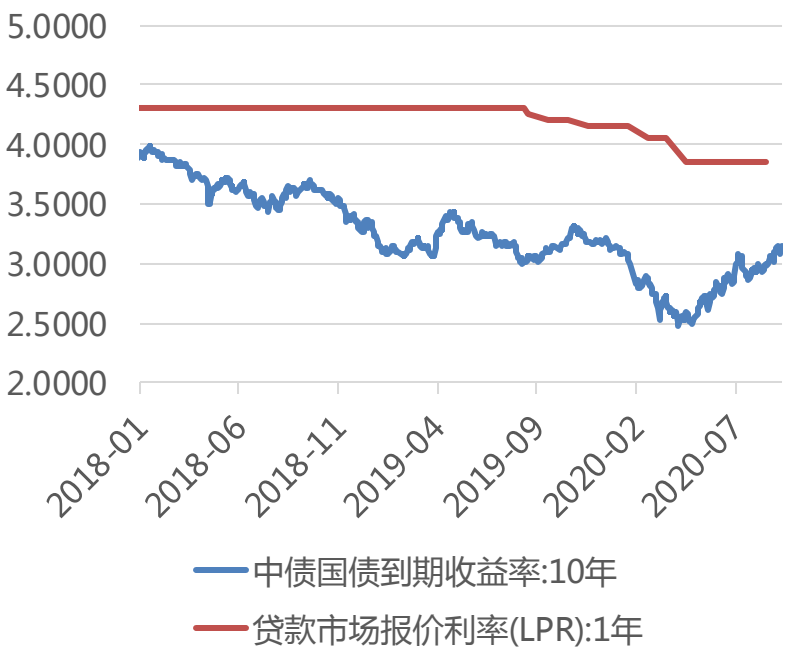


数据来源：财政部，东海证券研究所

中国的货币政策

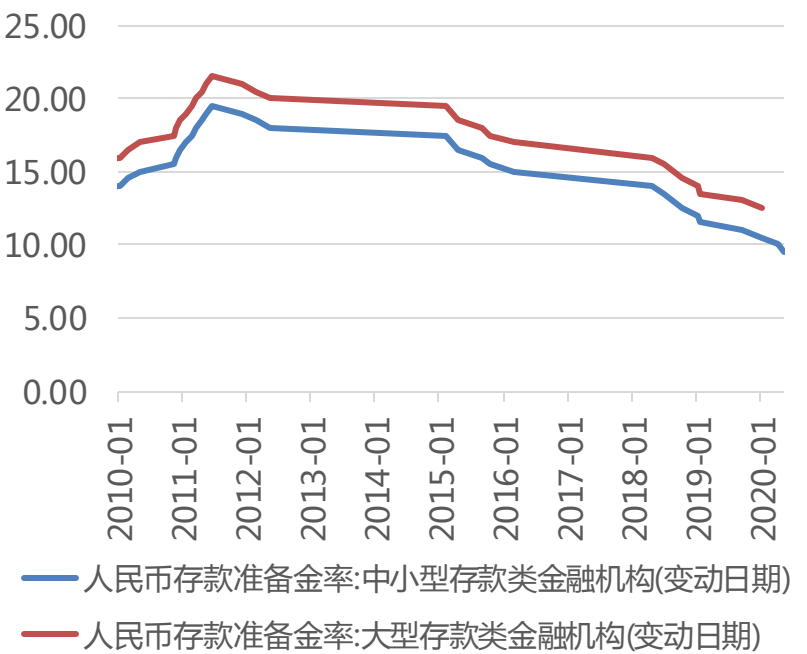
总量稳定 + 结构性宽松
数量政策 与 价格政策

■ 中国10年期国债收益率



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

■ 存款准备金率

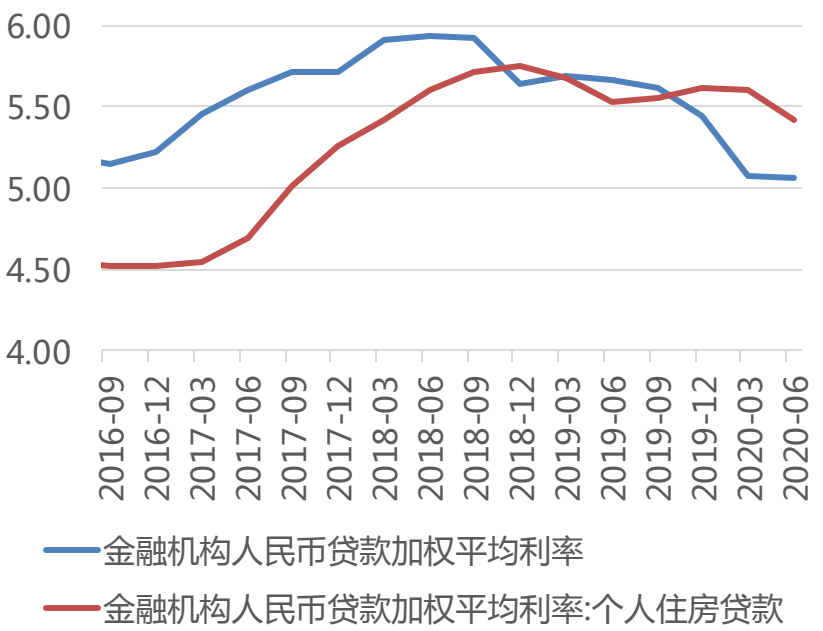


数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

金融支持实体经济：增加供给 与 降低价格

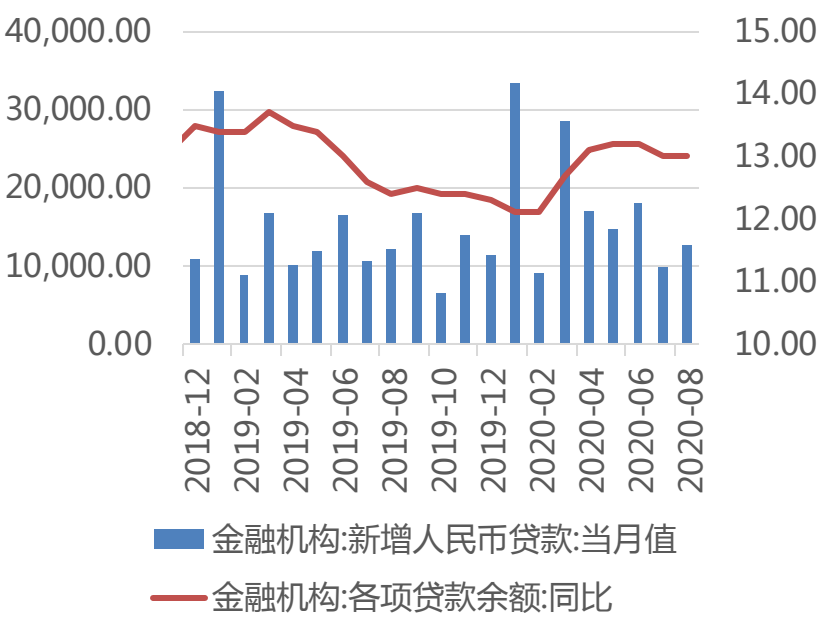
金融部门减负让利：降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等
2020年6月，人民币贷款加权平均利率5.06%，个人住房贷款利率为5.42%。
2020年8月，各项贷款余额同比为13.0%。

■ 贷款加权利率与住房按揭利率



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

■ 金融机构贷款同比增速



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

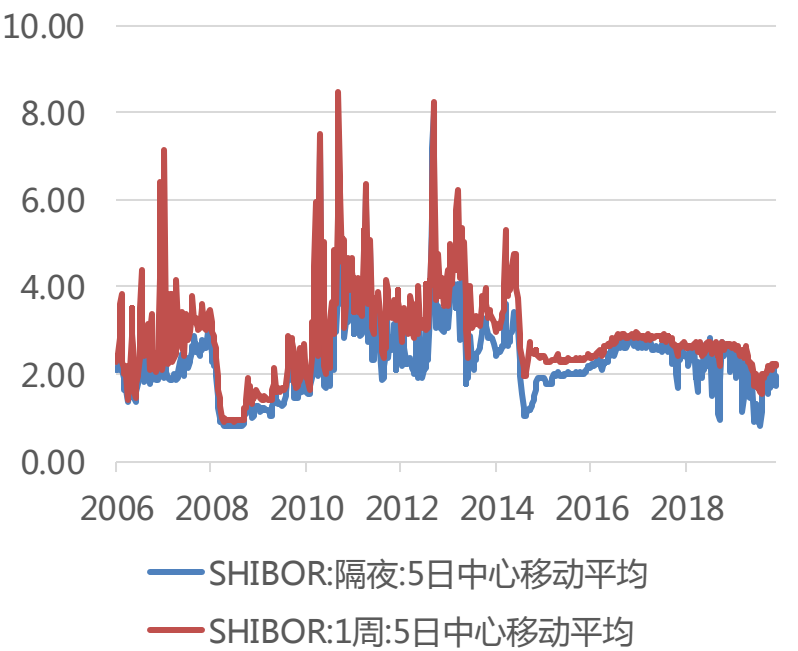
低利率与估值

Wind全A市盈率、市净率



数据来源：Wind，东海证券研究所

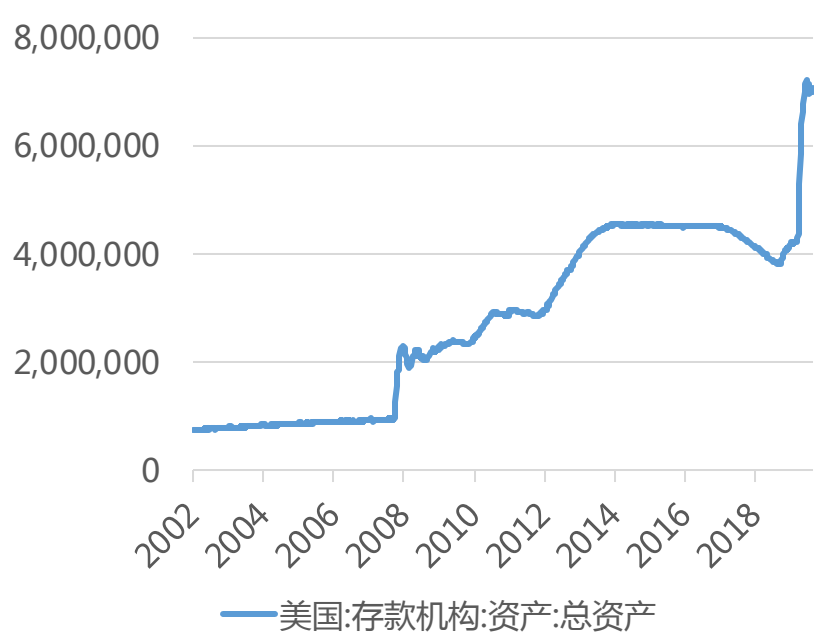
SHIBOR隔夜、1周



数据来源：中国人民银行，东海证券研究所

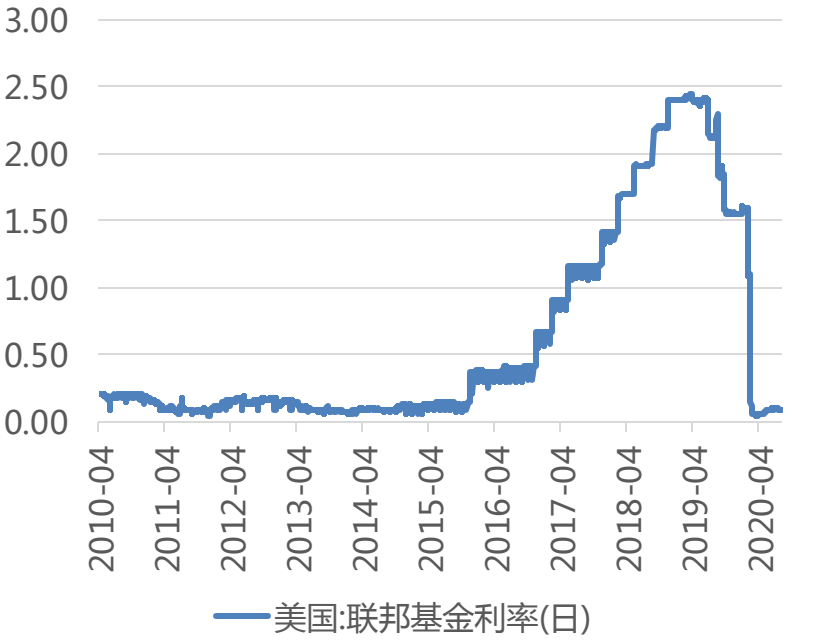
美国因素：美国货币政策近期估计维持宽松

■ 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

美国物价

2020年8月，美国CPI同比1.3%，PPI同比-0.2%。

■ 美国CPI



数据来源：美国劳工部，东海证券研究所

■ 美国PPI

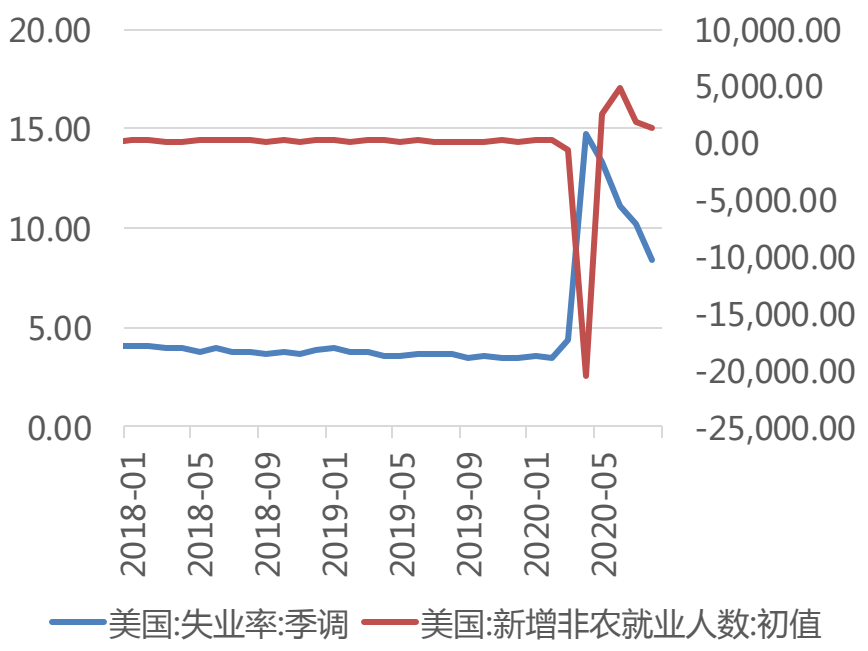


数据来源：美国劳工部，东海证券研究所

美国就业

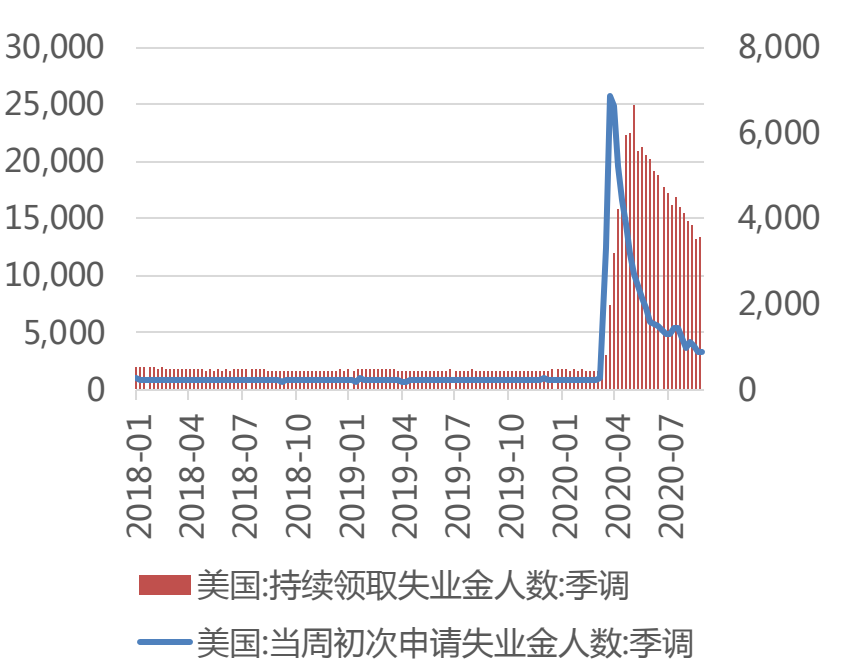
2020年8月，美国新增非农就业人数1371千人，失业率下降至8.4%。

■ 美国失业率、初请失业金人数



数据来源：美国劳工部，东海证券研究所

■ 美国就业人数



数据来源：美国劳工部，东海证券研究所

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

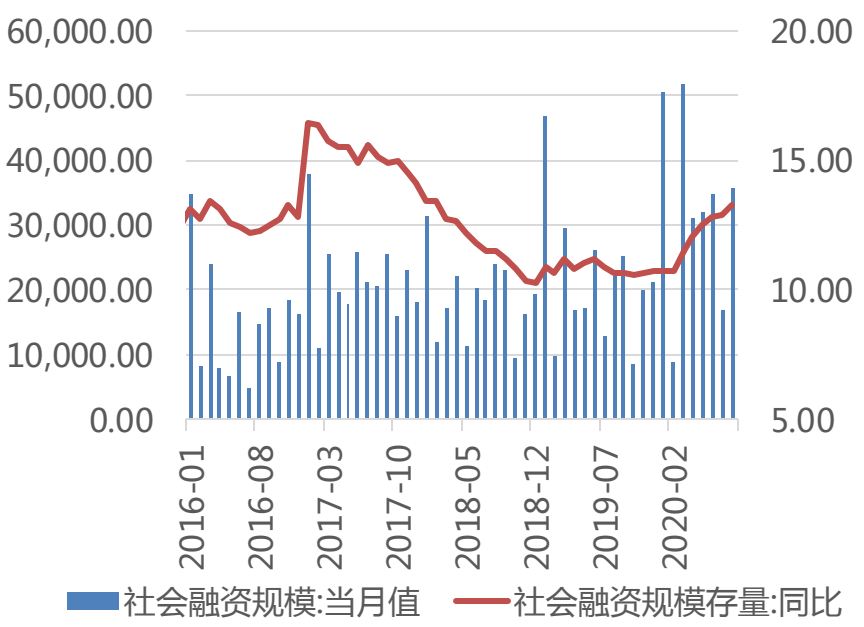


数据来源：Wind，东海证券研究所

注意市场不确定性因素

国内货币政策收缩超预期
2020年8月，社会融资规模存量增速已升至13.3%，高于去年年末2.61个百分点。
2020年6月，非金融企业部门杠杆率升至164.4%。

■ 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

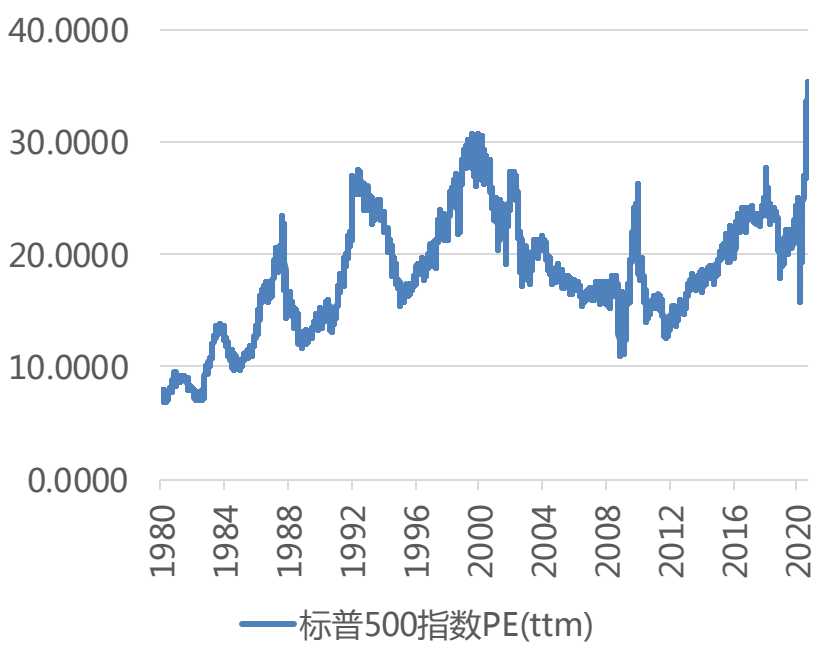


数据来源：国家资产负债表研究中心，东海证券研究所

美国政策不确定性：中美关系、货币政策

美股或短期泡沫化：经济增速回复力度小，加上大选等因素，过度宽松货币政策难以在短期退出，美股有泡沫化倾向

■ 标普500历史市盈率



数据来源：Wind，东海证券研究所

■ 标普500历史市净率



数据来源：Wind，东海证券研究所

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。

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