日期：2020 年 09 月 16 日

借鉴 A 股历史底部后的运行环境分析现阶段 A 股市场的走势

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

报告编号： liuqihao-ZTYJ100

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

本文我们借鉴和对比 A 股出现底部后的市场走势和其所对应的基本面和市场层面的环境，分析现阶段 A 股市场所处的背景及其对市场走势可能的影响。

一、现阶段市场运行的基本面环境分析

（一）全球经济边际向好中国表现更优，A 股市场处于相对有利的基本面环境

疫苗加速研发，复工复产进度加快的背景下，全球经济开始出现复苏的迹象。全球经济边际向好中国经济表现相对更优，后期内外部需求回升将进一步刺激国内经济的持续好转。此外，疫情的影响打乱了新一轮库存周期的节奏，但随着经济的回升企业会重新开启因疫情影响而延后的新一轮补库存周期，这将进一步强化经济向好的基础。

（二）流动性总量依旧相对充裕，利率水平边际上行概率较大

结合流动性层面看，美联储调整货币政策框架叠加中国决策层对货币政策的表述消除了市场对短期流动性收紧的担忧。后期国内货币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。从利率水平看，10 年期国债收益率自 2018 年初开启下行周期以来已经历了 10 个季度，目前 10 年期国债收益率水平处于 2000 年以来的历史低位。结合 2000 年以来利率周期运行的情况，本轮利率下行的时间和空间或也基本到位。随着国内经济回暖 PPI 回升，后期利率水平边际上行的概率较大。

（三）历史数据显示盈利上行利率上行阶段 A 股表现较好

统计分析 2005 年以来社融增速上行（盈利增速）和利率水平上行（2006 年 3 季度至 2007 年 4 季度，2009 年 2 季度值 2009 年 4 季度，2012 年 3 季度至 2003 年 1 季度，2016 年 3 季度至 2017 年 1 季度）等各阶段 A 股市场的涨跌幅，数据显示在社融增速上行，利率水平上行背景下，A 股市场表现均相对较好。

二、现阶段市场层面分析

（一）A 股估值水平

截至 2020 年 7 月末，全部 A 股（非金融石油石化 PE（TTM））40.32 X，与历史高点数据相比也仍有上升空间。

（二）A 股量能水平

从交易量水平看，历次市场底部 A 股日均换收率均从 0.6%左右的水平持续提升。2440 点以来 A 股日均换手率 7 月升至 1.81%的水平，相较于前三次底部换手率分别提升至 2007 年 5 月的 6.11%，2009 年 2 月的 3.49%，2015 年 4 月的 2.77%的水平仍有空间。

（三）A 股风险溢价水平

从 A 股的风险溢价水平看（A 股 E/P 与无风险收益率的差值），2000 年以来历次 A 股市场底部风险溢价水平均处于 3%上方的区间。2440 点以来 A 股风险溢价回升至 7 月末的 1.74%，处于 2002 年以来自低向高历史 60%分位区间，A 股风险偏好水平仍有提升的空间。

（四）沪深 300 股息率/十年期国债收益率水平

沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数处于 0.8 上方的水平一般反映出该阶段 A 股市场具备较高的性价比水平，对应着市场的底部区域。7 月末沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数为 0.73，处于 2005 年以来自低向高历史读数的 60%分位区间，A 股仍处于较高性价比的区间中。

（五）A 股杠杆交易水平

截至 7 月末融资余额占两市流通市值的比重为 2.33%，为 2014 年 8 月份的水平，相比 2015 年杠杆资金大量入市背景下融资余额占流通市值超过 4%的比重仍有距离。从两市融资交易占比看，2020 年 7 月两市融资交易额占比 10.86%，达到 2014 年 8 月的水平，但低于 2014 年 11 年至 2015 年 4 月融资交易额占比均超过 15% 的水平。处于相对高位的风险溢价水平、股债收益率比以及低位的估值反映出 A 股市场具有较高的投资价值，加之经济基本面的配合，奠定了 A 股市场中期向好的基础。此外，现阶段 A 股成交量（换手率）距历史高位仍有提升空间，后期外资的持续流入，基金的大量发行，相对低位的杠杆水平，均为 A 股市场资金来源提供了保障，为市场持续向好提供了增量资金。由于并不具备 06-07 以及 09 年强劲的经济回升动能或者 14-15 年流动性持续宽松（利率水平持续下降）和杠杆水平持续攀升的基础，本轮 A 股走势或难复制前三阶段的“快牛”行情，震荡上行的“慢牛”或是后期行情的主基调。

三、行业板块分析

（一）以创业板为代表的科技板块仍是市场的主线

2005 年以来有两个时间段内创业板明显跑赢大盘股，分别是 2009 年至 2010 年，2013 年至 2016 年。该两个时间段内共同特征是：一是创业板相对业绩增速强于大盘股。二是该两个阶段监管环境相对宽松。三是该两个阶段都对应着新一轮的移动通信技术革新周期，2009 年 3G 牌照发放，2013 年 4G 牌照发放。四是市场风险偏好的回升。从以上几点看，现阶段以创业板为代表的科技板块依然是市场的主线。

（二）周期板块值得关注

行业方面看，大消费尽管有业绩的支撑，但从估值和基金配置的角度观察，医药生物、农林牧渔、食品饮料等行业估值和基金配置比例均处于历史较高的位置，市场已经较为充分的反映出这些板块的确定性溢价。从后期经济边际上行的角度看，受益于经济回升和政策扶持的汽车、家用电器、休闲服务等行业值得关注。

此外，A 股市场周期板块值得关注。首先，美元趋势性走弱有利于周期板块。从历史数据看，A 股市场周期板块的相对收益（中信周期/全部 A 股指数）与商品价格呈现明显的正相关走势。美元走弱刺激商品价格走强将对 A 股的周期板块形成支撑。其次，后期经济的回升从需求的角度将进一步强化对周期板块的支撑。再有，目前周期性行业的估值和机构持仓均处于历史较低的水平，随着经济的转好周期性板块也将有估值修复的动力。

我们在《从历史的角度分析 A 股出现底部后的基本面情况和市场走势》一文中将 2000 年以来历次 A 股市场底部的特征和基本面情况与 2440 点以来 A 股市场的背景作了分析与比较。主要结论如下：一，2000 年以来 A 股市场出现过 3 轮底部，分别是 2005 年 6 月的 998 点，2008 年 10 月的 1664 点和 2013 年 6 月的 1849 点。与前三轮底部对照，从多个维度观察市场自 2015 年 6 月调整至 2019 年年初的 2440 点或是此轮调整的底部。A 股市场在 2440 位置区间的估值水平、风险溢价水平、量价水平均处于历史底部。此外，类比 2000 年以来历次大级别的调整，市场调整至 2440 点的时间与空间也基本到位。二，回顾 2000 年以来 A 股出现过的三轮底部行情。经济基本面看，前两轮市场底部领先于经济底部，此二阶段市场出现底部后经济基本面仍有一段下行，市场呈现震荡筑底态势，随着基本面转好回升市场摆脱底部迎来牛市。第三轮市场出现底部后同样没有基本面的配合持续震荡筑底，市场摆脱底部迎来牛市的动因在于流动性宽松格局背景下利率水平持续下行以及场外杠杆资金进入对市场估值的提升。市场层面看，三阶段市场底部迎来牛市前的震荡筑底期间，A 股市场均表现出较为相似的量价变化关系。三，类比前三轮市场出现底部后的情形，2440 低点后至 2019 年年底 A 股市场从基本面和市场层面均显示出“牛市前期”的震荡格局。但新冠疫情黑天鹅使得 A 股市场向好的态势戛然而止，疫情严重冲击了世界经济和资本市场，打乱了 A 股市场的运行节奏。

本文我们借鉴和对比 A 股出现底部后的市场走势和其所对应的基本面和市场层面的环境，分析现阶段 A 股市场所处的背景及其对市场走势可能的影响。

表 1　第一轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第一轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2005年6月16.4%	2005年6月51.7	2005年2季度-0.3%	2005年6月3日当周	1013.64			46.16	
2006年2月16.2%	2006年2月52.1	2006年1季度-20.9%	2005年9月16日当周	1212.95	上涨15周	上涨19.66%	115.6	放量150.42%
2007年3月18.3%	2007年3月56.1	2007年1季度87.2%	2005年12月12日当周	1094.29	调整10周	回撤前期涨幅59.5%	47.2	缩量59.17%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 2　第二轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第二轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2008年10月14.4%	2008年10月44.6	2008年4季度-36.5%	2008年10月31日当周	1728.79			335.89	
2009年2月3.8%	2009年2月49	2009年1季度-49.7%	2008年12月5日当周	2018.66	上涨5周	上涨16.77%	825.24	放量145.69%
2010年2月20.7%	2009年12月56.6	2010年1季度119.6%	2008年12月31日当周	361.58	调整4周	回撤前期涨幅68.3%	361.58	缩量56.18%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 3　第三轮市场底部后的基本面与市场量价变化

第三轮市场底部后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2013年6月9.3%	2013年6月50.1	2013年2季度5.10%	2013年6月28日当周	1979.21			870.76	
2013年12月9.7%	2013年12月51	2013年4季度13.7%	2013年9月13日当周	2236.22	上涨11周	上涨12.99%	1746.59	放量100.58%
2014年6月8.8%	14年6月51	2014年2季度6.65%	2014年5月9日当周	2011.14	调整34周	回撤前期涨幅87.6%	584.47	缩量66.54%
2015年6月6.3%	2015年6月50.2	2015年2季度5.77%						

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 4　2440 点后的基本面与市场量价变化

2440点后的基本面与市场量价变化								
宏观层面		微观层面	市场层面					
工业增加值	PMI指数	非金融石油石化归母净利润	时间	上证指数	上涨/回撤持续时间	上涨/回撤幅度	日均成交额(亿元)	成交额变化
2019年1月6.8%	2019年1月49.5	2019年1季度2.30%	2019年1月4日当周	2514.87			1146.05	
2019年8月5.6%	2019年8月49.5	2019年3季度-0.5%	2019年4月4日当周	3246.57	上涨13周	上涨29.10%	4651.33	放量305.86%
19年8月至2019年年末维持5.6%左	019年年末回升至50上方	2019年4季度-1.69%	2019年8月9日当周	2774.75	调整18周	回撤前期涨幅64.5%	1955.75	缩量57.95%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

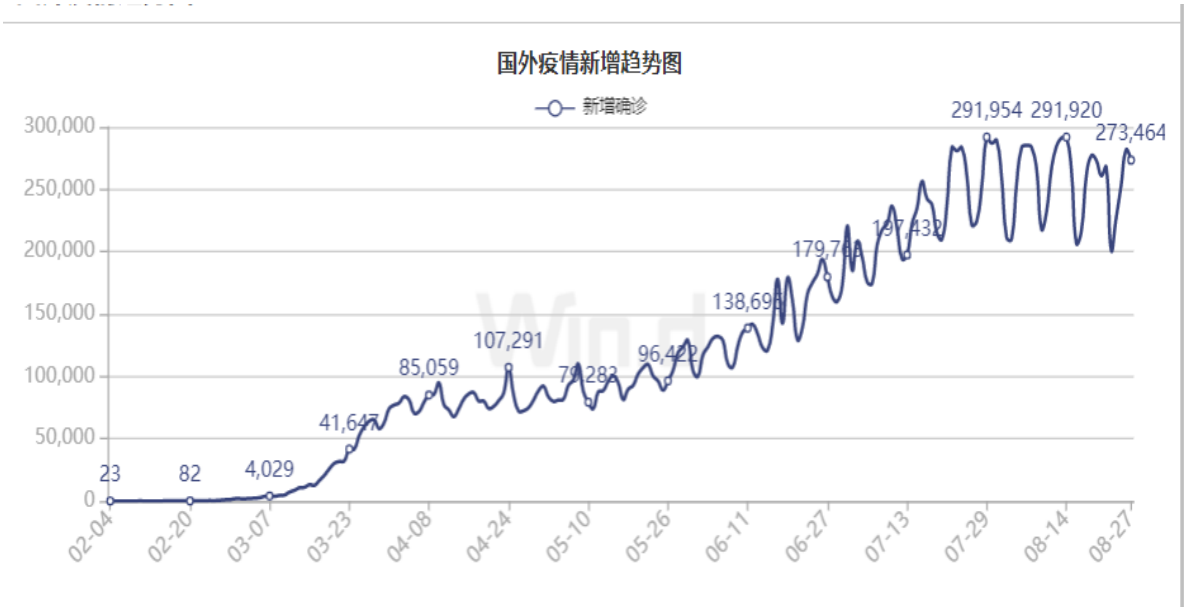
一、现阶段市场运行的基本面环境分析

（一）全球经济边际向好中国表现更优，A 股市场处于相对有利的基本面环境

从全球疫情发展的角度看，国内的疫情已经得到了有效的控制，但国外疫情形势依然较为严峻。全球新增数量仍处于高位态势，7 月以来全球新增确诊病例保持在 20 万例以上。截至 8 月 27 日，国外累计确诊病例达 24580500 例。

随着对新冠病毒了解程度不断加深以及治疗方法不断优化，新冠病毒感染后的治愈率和死亡率呈现明显下行态势，国外新冠病毒治愈率由 3 月初的不到 10%持续上行至 8 月末的接近 70%，新冠病毒死亡率由 4 月末的超过 7%的高点下降至 8 月末的 3.5%左右的水平。疫苗加速研发，复工复产进度加快的背景下，全球经济开始出现复苏的迹象。摩根大通全球制造业 PMI 指数 4 月创下 39.60 的低点后持续恢复，7 月再度站上 50 的荣枯分界线。受疫情影响更大的摩根大通全球服务业指数 4 月创下 23.7 的低点后，7 月同样回升至 50 上方。疫情重灾区美国和欧洲经济 4 月以来同样出现恢复迹象，美国以及欧元区制造业 PMI 指数 7 月读数分别为 54.8 和 51.2。从占经济比重较高以及受疫情影响较为严重的消费数据看，美国以及欧洲 6 月消费增速均开始转正。

图 1 国外疫情新增病例



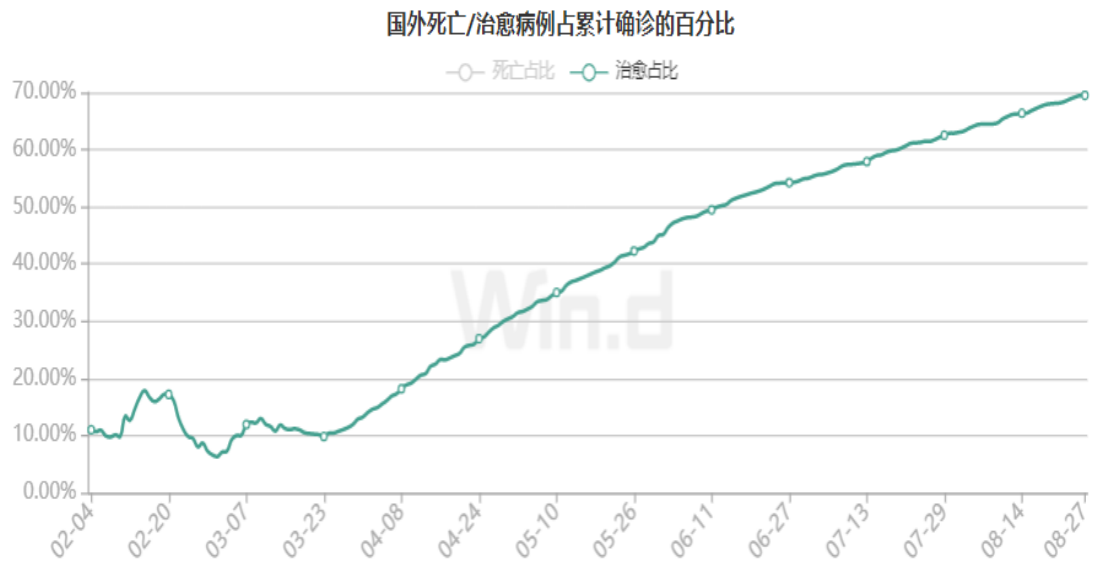
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 国外疫情累计确诊病例



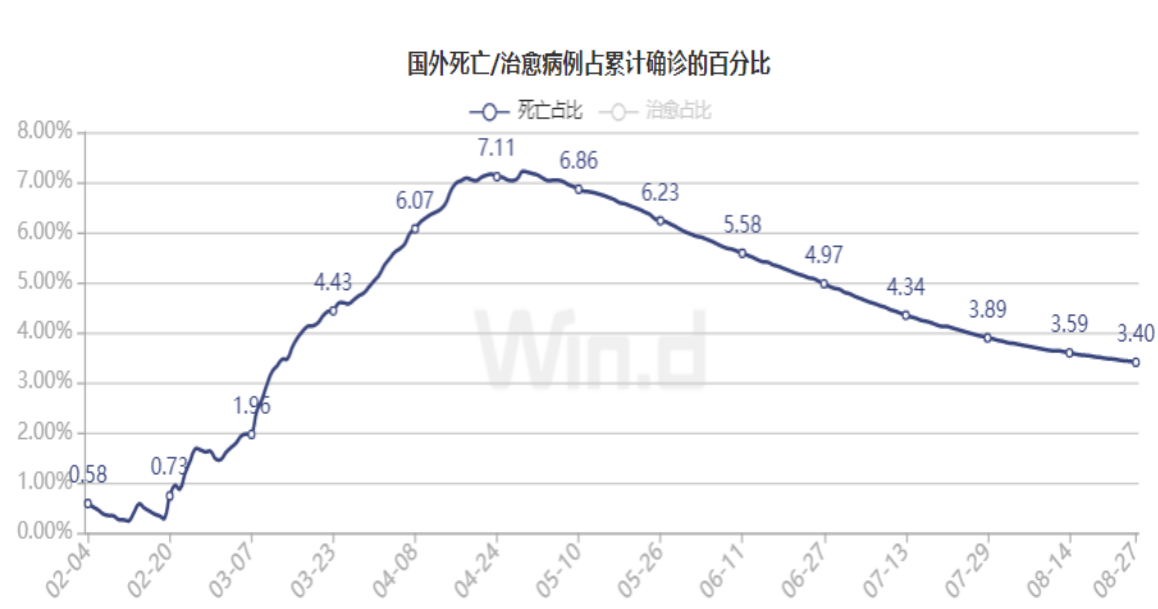
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 国外新冠病例治愈率



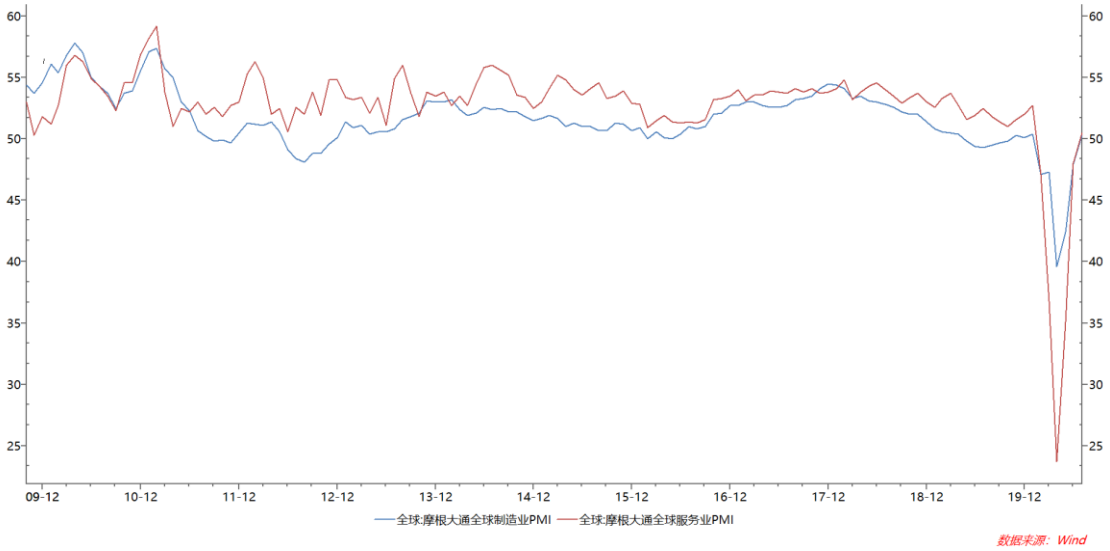
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 国外新冠病例死亡率



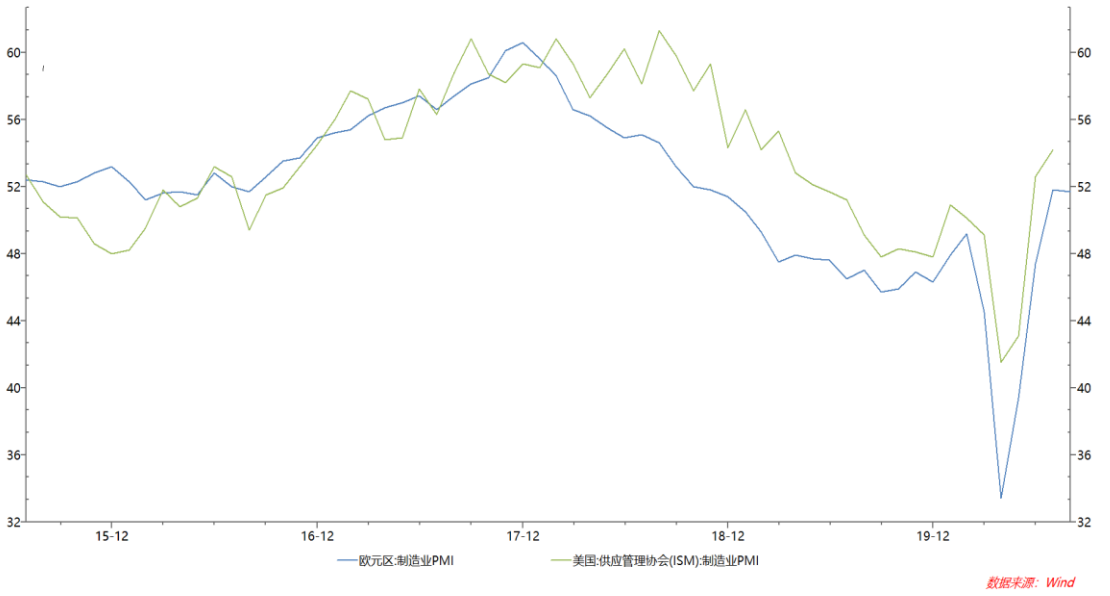
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 全球摩根大通制造业及服务业指数



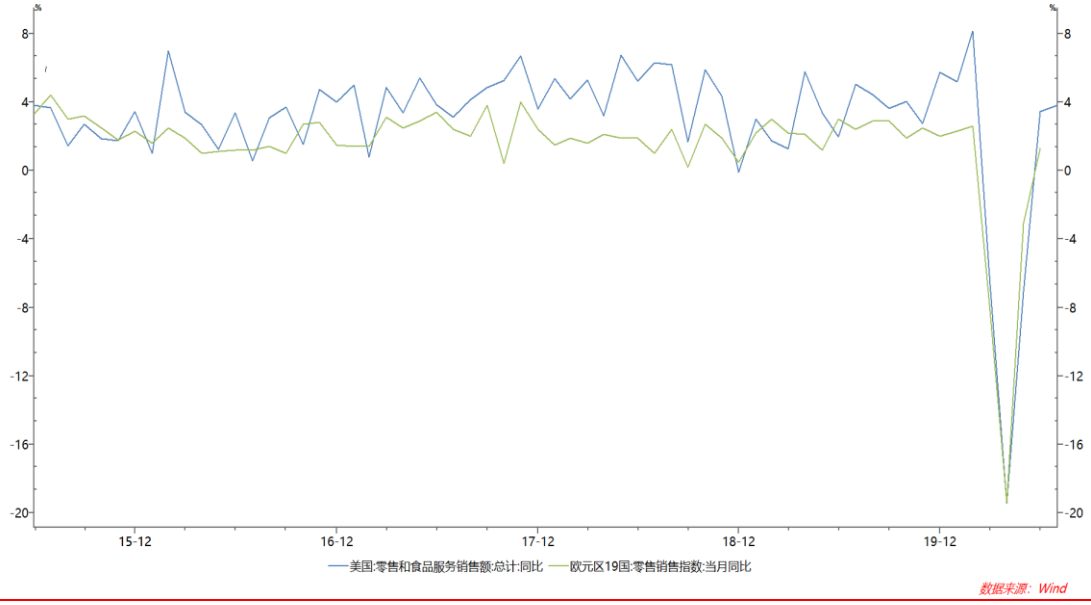
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 美国以及欧元区制造业 PMI 指数



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 美国以及欧元区消费增速

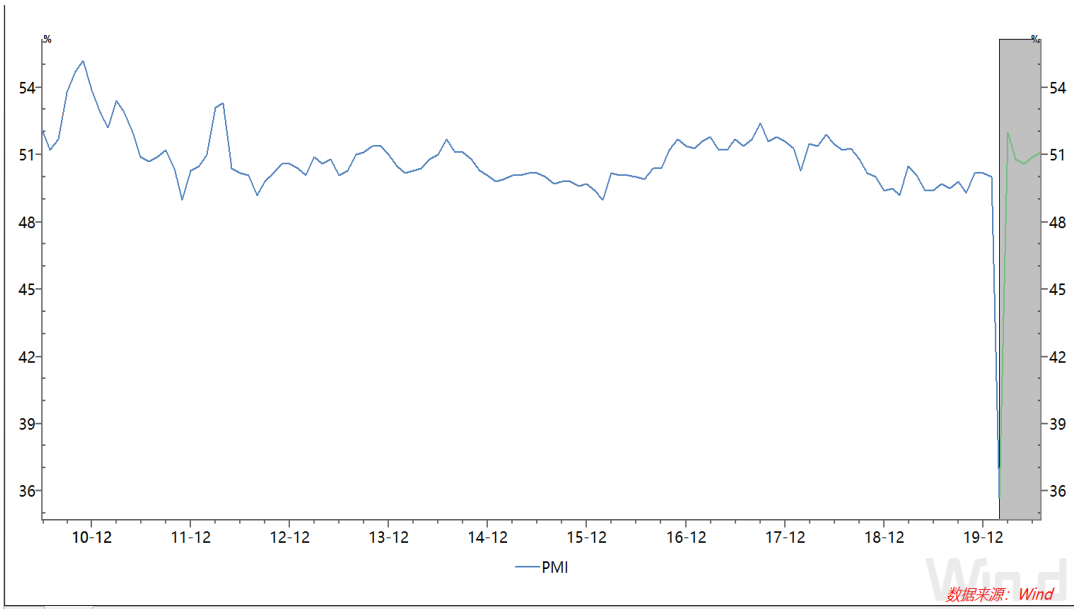


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

全球经济边际向好中国经济表现相对更优，二季度欧美经济大幅下滑的背景下，在系列精准政策支持以及科学有效的疫情防控举措下中国经济迅速恢复，二季度 GDP 增速 3.2%已经实现正增长。分项数据看，受疫情影响最严重的 2 月 PMI 读数创下 35.7 的低位后，3 月以来 PMI 读数持续位于 50 上方。生产端，工业增加值 2 月大幅下滑，4 月开始转正，7 月增速 4.8%已恢复至去年同期水平。需求端，投资增速由 2 月的累计同比-24.5%逐月恢复至 7 月的-1.6%，消费增速由 2 月的-20.5%逐月恢复至 7 月-1.1%。出口增速由 2 月的-17.1%恢复至 7 月的 7.2%，表现出了较强的韧性。 随着疫情影响的逐步降低，后期内外部需求回升将进一步刺激国内经济的持续好转。

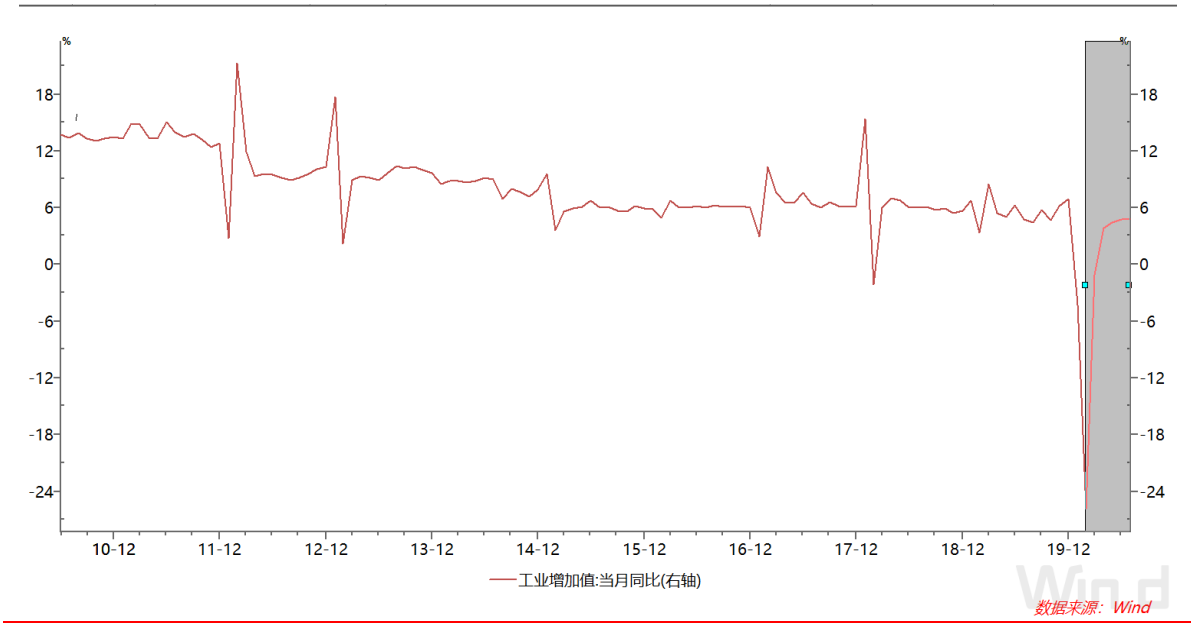
根据底部-底部划分国内企业库存的周期。2000 年以来企业库存经历了，2002 年 3 季度至 2006 年 2 季度，2006 年 2 季度至 2009 年 3 季度，2009 年 3 季度至 2013 年 3 季度，2013 年 3 季度至 2016 年 2 季度等 4 轮完整的周期，周期时长分别为 16 个季度，14 个季度，17 个季度，12 个季度，平均经历 15 个季度。结合企业库存数据观察，2016 年 2 季度开启的库存周期大致应于 2019 年年末结束。疫情的影响打乱了新一轮库存周期的节奏，但随着经济的回升企业会重新开启因疫情影响而延后的新一轮补库存周期，这将进一步强化经济向好的基础。

图 8 中国 PMI 读数



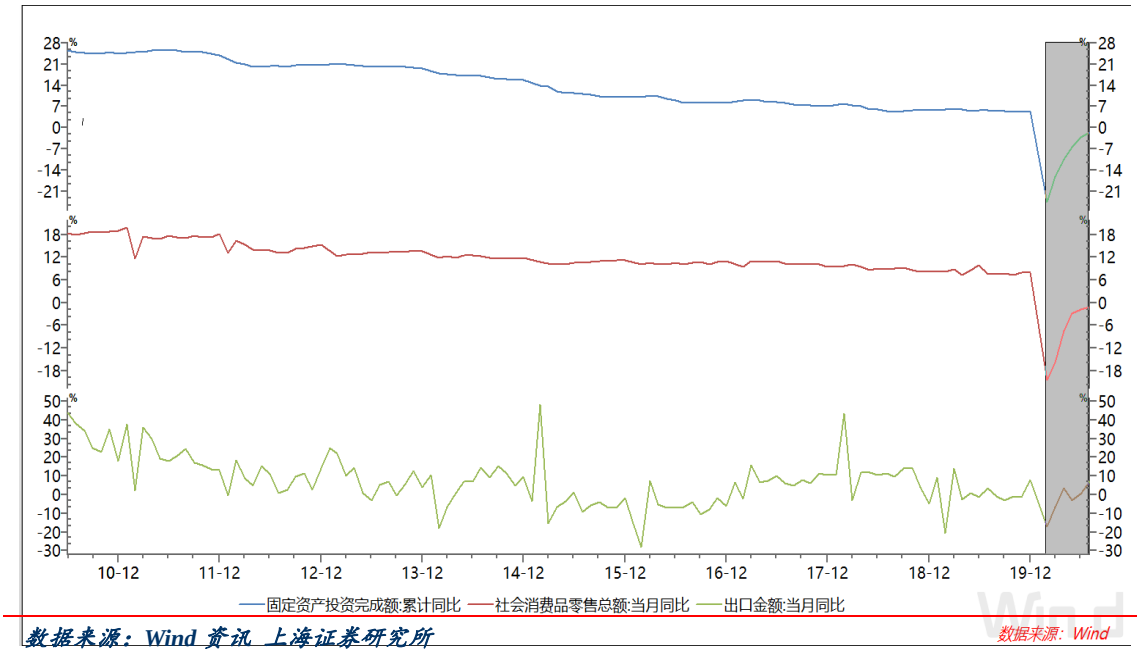
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 9 中国工业增加值增速



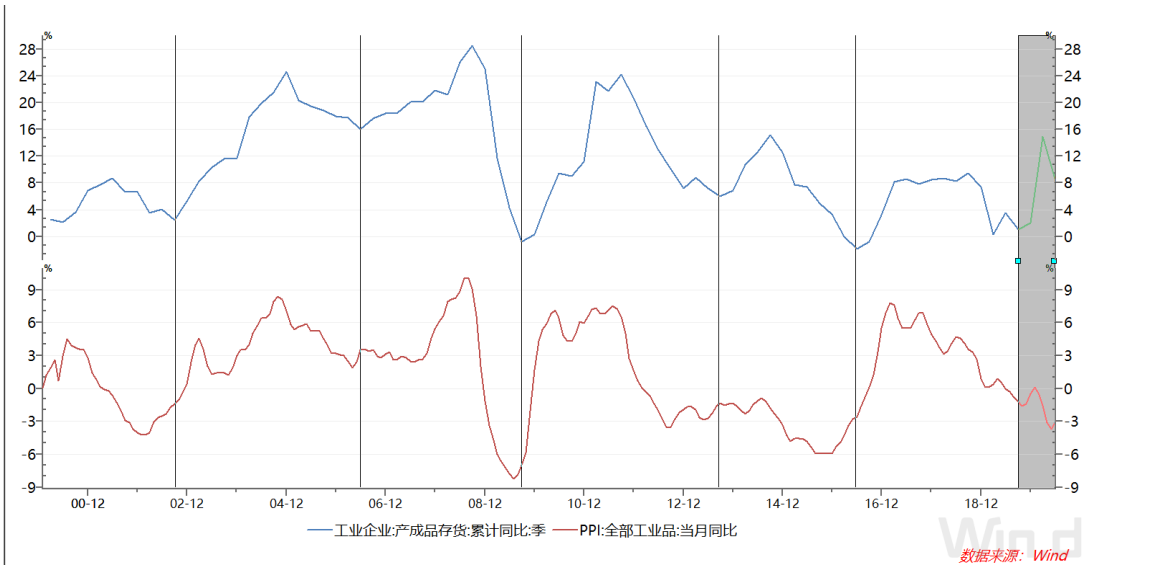
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 中国投资，消费，出口增速



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 2000 年以来国内企业库存周期与 PPI



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

借鉴 998 点，1664 点，1849 点 A 股市场出现底部后的基本面情况，前两轮市场持续向好的基础是经济的回升。第三轮市场向好主要原因是当时充足的流动性（持续下行的利率水平）抬升市场估值，但一方面创业板 2014-2015 年盈利持续向好且相对业绩增速明显强于以沪深 300 指数为代表的大盘指数，2014-2015 年市场风格明显偏向中小板块。另一方面整体缺乏盈利支撑的市场随之而来的股市大幅异常波动也反映出经济是市场长期走势的决定性因素。在逐渐摆脱疫情影响后期国内经济向好的背景下，A 股市场处于相对有利的基本面环境中。

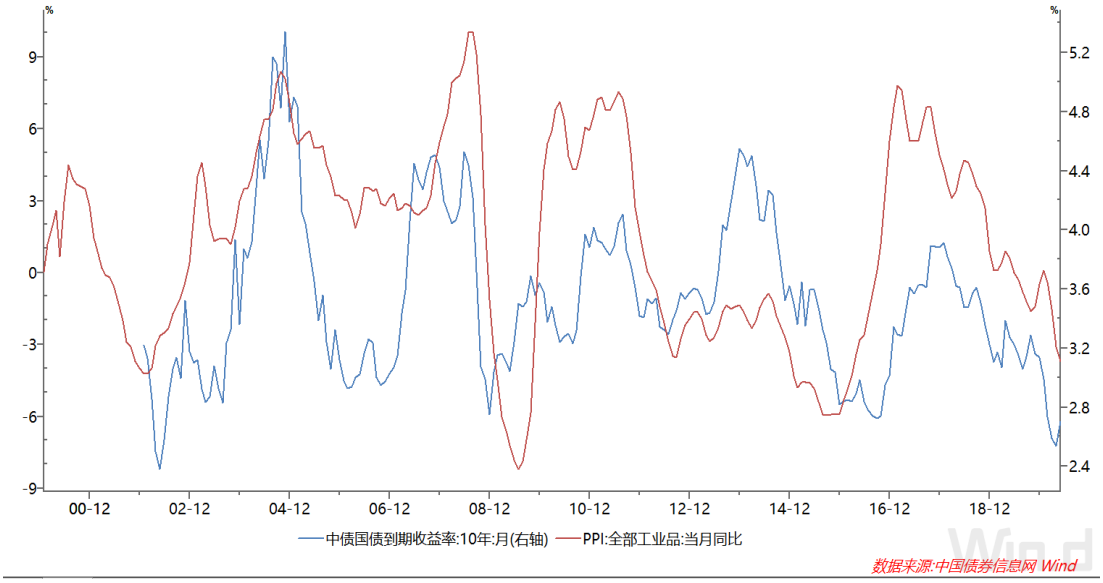
（二）流动性总量依旧相对充裕，利率水平边际上行概率较大

结合流动性层面看，为了应对疫情在美联储无限量宽松的带动下包括中国央行在内的全球主要央行均实施了宽松的货币政策，全球市场流动性宽裕。美国联邦储备委员会 8 月 27 日宣布调整现有货币政策框架，将寻求实现 2%的平均通胀率长期目标。此前，美联储相关政策表述是致力于实现通胀率位于“对称性的 2%目标”附近。更新后的表述意味着即便今后失业率降低，美联储可能也不会像以前那样因担心物价上涨而提高基准利率。此举被市场解读为美联储将更长时间维持超低利率宽松货币政策。

从国内的角度看，7 月 10 日央行上半年金融数据发布会指出“货币政策更加灵活适度，现在更加强调适度这两个字。适度有两个含义，一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。第二个是价格上要适度。一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。”7 月末政治局会议的定调是“财政政策要更加积极有为、注重实效；货币政策要更加灵活适度、精准导向”。8 月央行二季度货币政策执行报告将一季度的“加强货币政策逆周期调节”变为“完善跨周期设计和调节”。美联储调整货币政策框架叠加中国决策层对货币政策的表述消除了市场对短期流动性收紧的担忧。后期国内货币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。从利率水平看，10 年期国债收益率自 2018 年初开启下行周期以来已经历了 10 个季度，目前 10 年期国债收益率水平处于 2000 年以来的历史低位。结合 2000 年以来利率周期运行的情况，本轮利率下行的时间和空间或也基本到位。随着国内经济

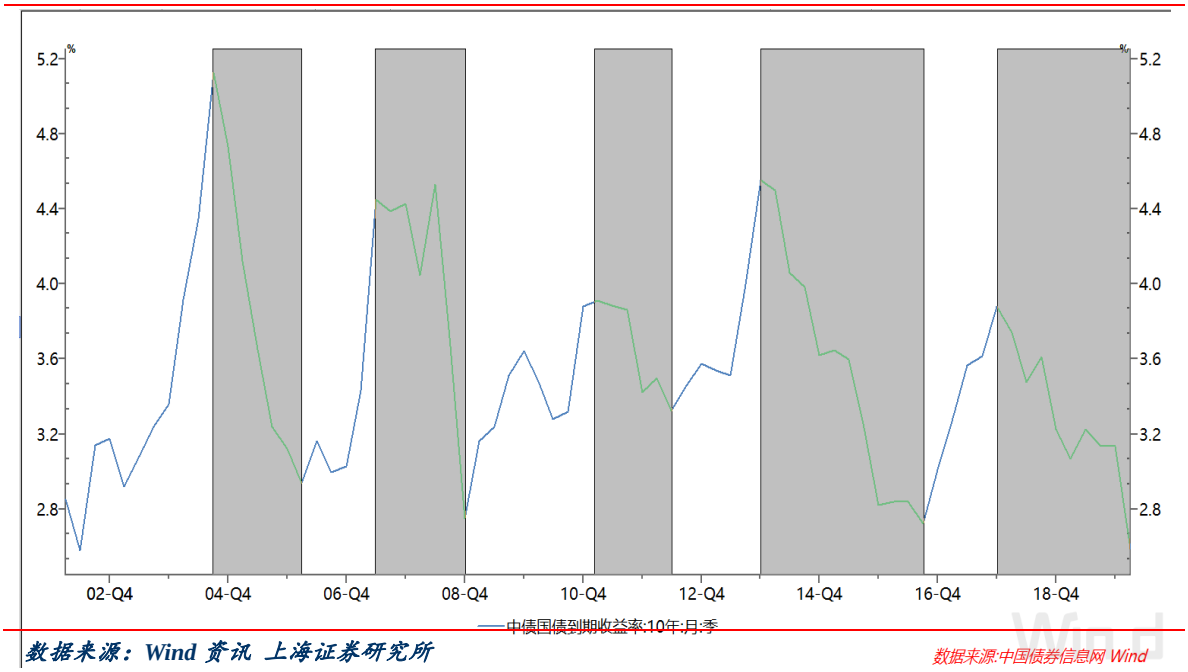
回暖 PPI 回升，后期利率水平边际上行的概率较大。

图 12 经济回暖 PPI 回升带动利率水平上升



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 2000 年以来十年期国债收益率呈现周期变动，目前处于历史较低的水平

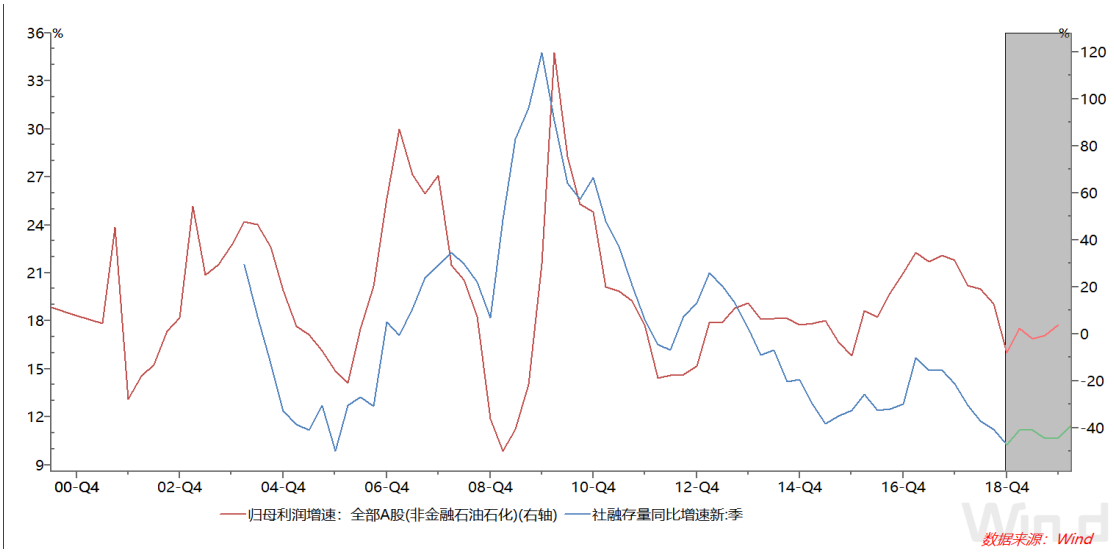


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）历史数据显示盈利上行利率上行阶段 A 股表现较好

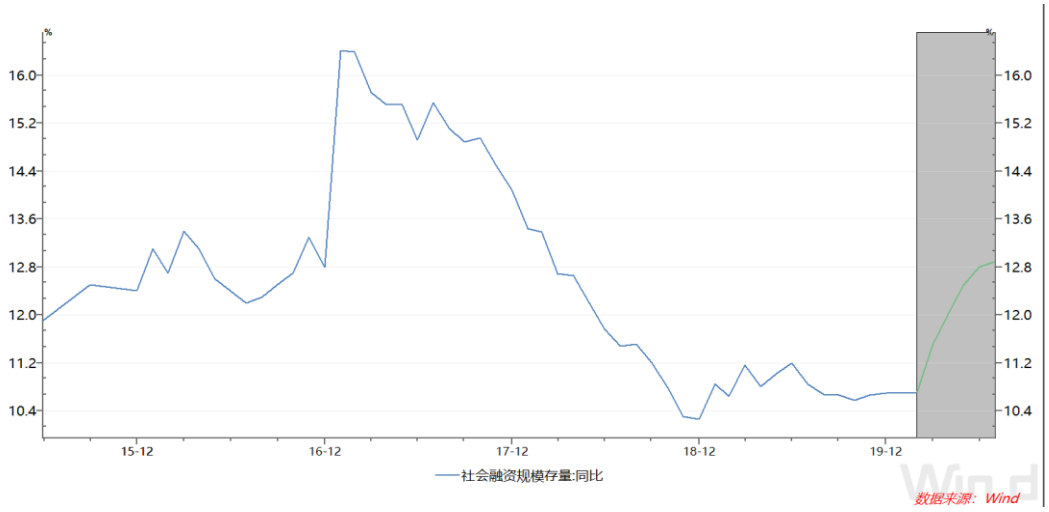
经济/企业盈利和流动性/利率水平是影响市场估值的核心变量，由于社融增速是经济（企业盈利）的领先指标，我们使用社融增速反映经济/盈利情况，十年期国债收益率刻画利率水平，考察 A 股市场在不同社融增速和利率水平阶段下的表现。统计分析 2005 年以来社融增速上行（盈利增速上行）和利率水平上行（2006 年 3 季度至 2007 年 4 季度，2009 年 2 季度值 2009 年 4 季度，2012 年 3 季度至 2003 年 1 季度，2016 年 3 季度至 2017 年 1 季度）等各阶段 A 股市场的涨跌幅，数据显示在社融增速上行（盈利增速上行），利率水平上行背景下，A 股市场表现均相对较好。

图 14　社融增速领先于经济（企业盈利）增速



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 2020 年以来社融增速持续上行



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 5 A 股市场在不同社融增速和利率水平阶段下的表现

社融增速/利率走势	时间	社融增速(%)	10年期国债收益率(%)	一年期shibor利率(%)	非金融石油石化归母利润增速(%)	申万A股指数	A股指数涨跌幅
社融增速上行，利率下行	2005年4季度	9.86	3.12	--	-15.76	691.19	--
社融增速上行，利率上行	2006年3季度	12.69	3.00	--	20.19	1,080.84	56.37%
	2007年4季度	21.48	4.43	4.58	67.41	3,765.36	248.37%
社融增速上行，利率上行	2008年4季度	18.19	2.75	2.36	-36.05	1,400.66	--
社融增速上行，利率上行	2009年2季度	29.37	3.24	1.87	-40.53	2,449.86	74.91%
	2009年4季度	34.78	3.64	2.25	29.89	2,880.24	17.57%
社融增速上行，利率上行	2012年2季度	16.18	3.33	4.75	-17.63	2,020.19	--
社融增速上行，利率上行	2012年3季度	18.29	3.46	4.40	-17.32	1,879.62	-6.96%
	2013年1季度	21.02	3.54	4.40	4.96	2,063.16	9.76%
社融增速上行，利率下行	2015年2季度	11.59	3.60	3.39	5.77	4,757.57	--
社融增速上行，利率上行	2016年3季度	12.50	2.73	3.03	17.42	3,581.11	-24.73%
	2017年1季度	15.71	3.28	4.20	34.66	3,691.34	3.08%
社融增速上行，利率下行	2018年4季度	10.26	3.23	3.52	-8.10	2,589.64	--
	2020年1季度	11.50	2.59	2.25	-42.15	3,201.86	23.64%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

二、现阶段市场层面分析

（一）A 股估值水平

估值水平看，2005 年 6 月 998 点底部后，市场估值持续提升。上证综指，上证 50，沪深 300 指数 PE(TTM) 于 2007 年 10 月达到高点，分别为 51.47X，46.84X，47.79X，中小板指，中证 500 的 PE(TTM) 于 2007 年 8 月达到高点，分别为 65.23 X,78.05 X。

2008 年 10 月 1664 点市场底后，上证综指，上证 50，沪深 300 指数 PE(TTM) 于 2009 年 7 月达到高点，分别为 33.96X，27.37X，31.46X，中小板指 ,中证 500 的 PE(TTM) 于 2009 年 12 月达到高点，分别为 45.81X，91.06X。

2013 年 6 月 1849 点市场底后，上证综指，上证 50，沪深 300 指数 PE(TTM) 于 2015 年 5 月达到高点，分别为 20.29，13.07X，16.83X，创业板，中小板指，中证 500 的 PE(TTM) 于 2015 年 5 月达到高点，分别为 123.14X，59.175 X，71.73X。

截至 2020 年 7 月末（7 月是本轮市场量价的高点，因此本节选取 7 月数据与历史对比），上证综指，上证 50，沪深 300，创业板，中小板，中证 500 的 PE(TTM)分别为 14.62X，10.90 X，14.00 X，76.38X，38.24X,31.70 X。与历史主要指数由底部起估值提升的高度相比，目前主要指数估值仍有提升空间。

考虑到金融行业的影响，我们使用全部 A 股（非金融石油石化）的估值数据，前三轮全部 A 股（非金融石油石化）的 PE（TTM）分别由，2005 年 5 月低点 22.40X 提升至 2007 年 9 月高点 66.93X，2008 年 10 月低点 14.23X 提升至 2009 年 12 月高点 72.72 X，2011 年 12 月的低点 19.26X 提升至 2015 年 5 月高点 57.42 X。本轮全部 A 股（非金融石油石化）的 PE（TTM）由 2018 年 12 月的低点 18.18X 开始提升，截至 2020 年 7 月末，全部 A 股（非金融石油石化 PE（TTM））40.32 X，与历史高点数据相比也仍有上升空间。

图 16 全部 A 股（非金融石油石化）PE（TTM）

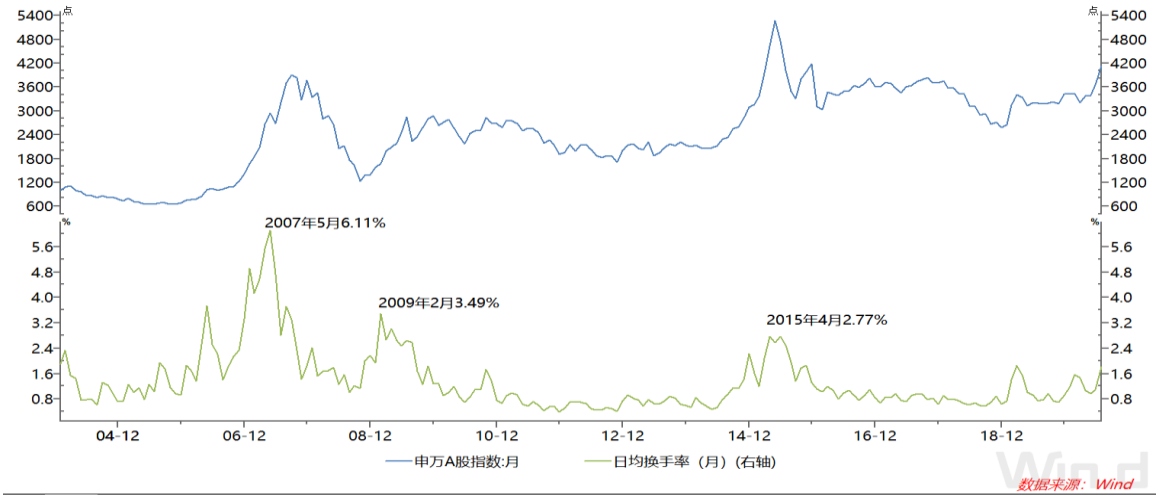


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）A 股量能水平

从交易量水平看，历次市场底部 A 股日均换收率均从 0.6%左右的水平持续提升。2440 点以来 A 股日均换手率 7 月升至 1.81%的水平（7 月是本轮市场量价的高点，因此本节选取 7 月数据与历史对比），相较于前三次底部换手率分别提升至 2007 年 5 月的 6.11%，2009 年 2 月的 3.49%，2015 年 4 月的 2.77%的水平仍有空间。

图 17 换手率与 A 股市场走势

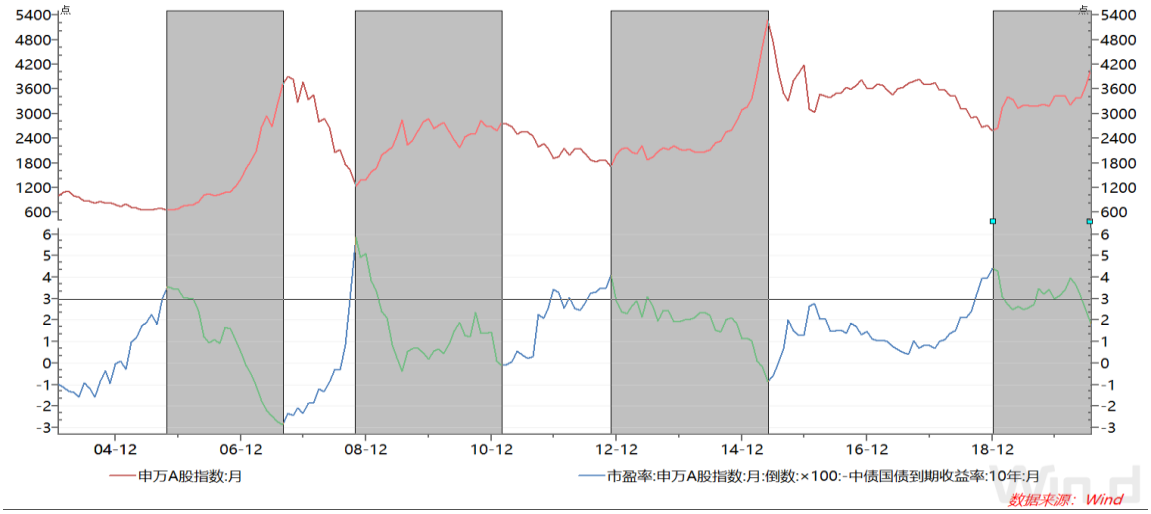


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）A 股风险溢价水平

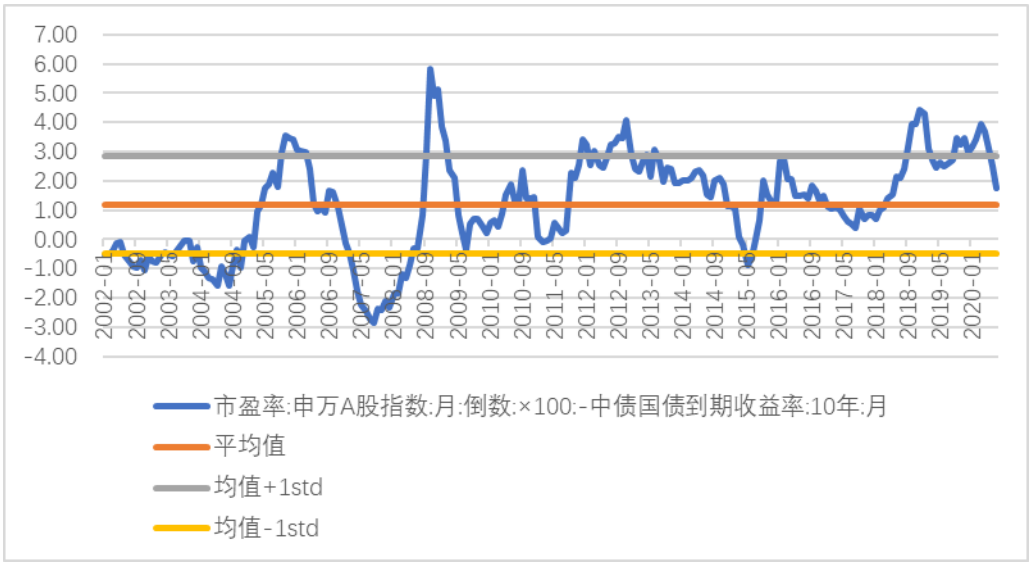
从 A 股的风险溢价水平看（A 股 E/P 与无风险收益率的差值），2000 年以来历次 A 股市场底部风险溢价水平均处于 3%上方的区间。2440 点以来 A 股风险溢价回升至 7 月末的 1.74%，处于 2002 年以来自低向高历史 60%分位区间，A 股风险偏好水平仍有提升的空间。

图 18　A 股风险溢价水平与市场走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 19　现阶段 A 股市场风险溢价水平仍处于相对高位

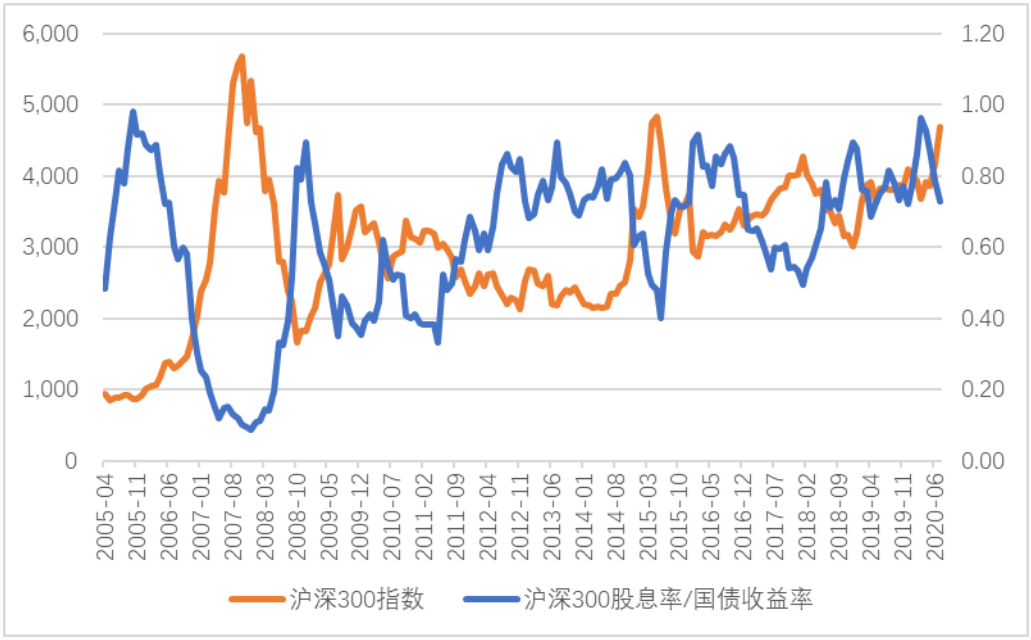


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（四）沪深 300 股息率/十年期国债收益率水平

沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数处于 0.8 上方的水平一般反映出该阶段 A 股市场具备较高的性价比水平，对应着市场的底部区域。7 月末沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数为 0.73，处于 2005 年以来自低向高历史读数的 60%分位区间，A 股仍处于较高性价比的区间中。

图 20　沪深 300 股息率/十年期国债收益率与指数走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 21 现阶段沪深 300 股息率/十年期国债收益率水平仍处于相对高位

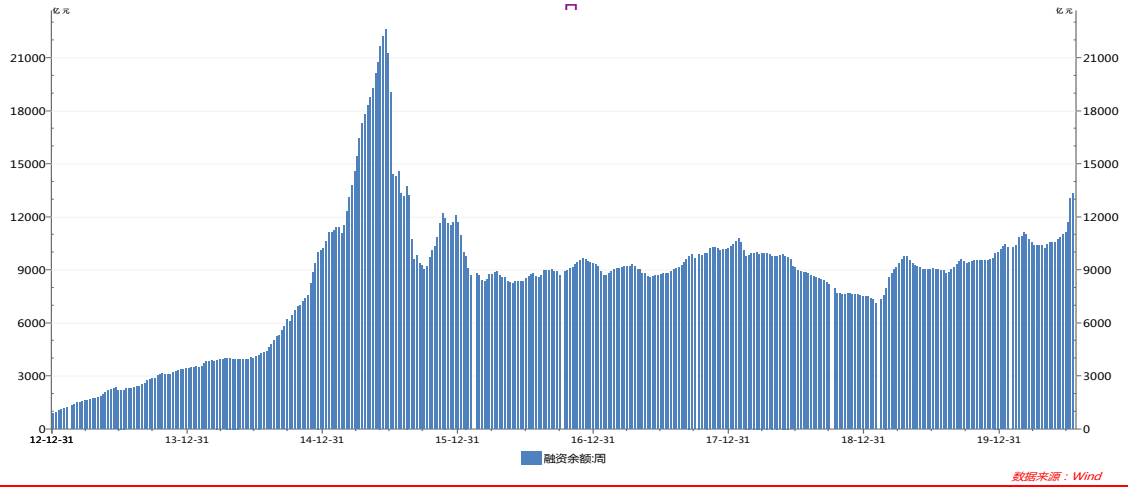


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（五）A 股杠杆交易水平

2019 年 1 月 4 日上证综指创下 2440 低点，两市融资余额 7501 亿元。随着市场反弹杠杆资金开始增加，2019 年末沪深两市融资余额突破万亿大关，由 2019 年 12 月 30 日的 10054 亿元持续上升至 2020 年 7 月末的 13720 亿元。对比 2013-2015 年杠杆资金入市情况，2013 年 6 月 25 日上证综指经过长期调整后创下 1849 点底部，两市融资余额 2219 亿元。随后杠杆资金不断增加，2014 年 12 月 25 日沪深两市融资余额（10006 亿元）突破万亿后加速攀升至 2015 年 6 月 18 日 22666 亿元的历史高点。

图 22 2013 年以来两市融资余额变化



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

目前两市融资余额达到 2015 年 3 月的水平。考虑到沪深两市流通市值的明显增加，从融资余额占流通市值的比重来看，截至 7 月末融资余额占两市流通市值的比重为 2.33%，为 2014 年 8 月份的水平，相比 2015 年杠杆资金大量入市背景下融资余额占流通市值超过 4%的比重仍有距离。

从融资余额数据变化的角度看，2019 年 1 月 4 日本轮市场底部两市融资余额 7501 亿元，2020 年 7 月末两市融资余额 13720 亿元（7 月是本轮市场量价的高点，因此本节选取 7 月数据与历史对比），融资余额增加 81%。2020 年 7 月末融资余额占流通市值的比重 2.33%，较 2019 年 1 月 4 日融资余额占流通市值的比重 2.10%提升 0.23 个百分点。2013 年 6 月 25 日市场底部两市融资余额 2219 亿元到 2015 年 6 月 18 日两市融资余额高点 22666 亿元，融资余额增加 921%。2015 年 6 月 18 日融资余额占流通市值的比重 4.26%，较 2013 年 6 月 25 日融资余额占流通市值的比重 1.34%提升 2.92 个百分点。

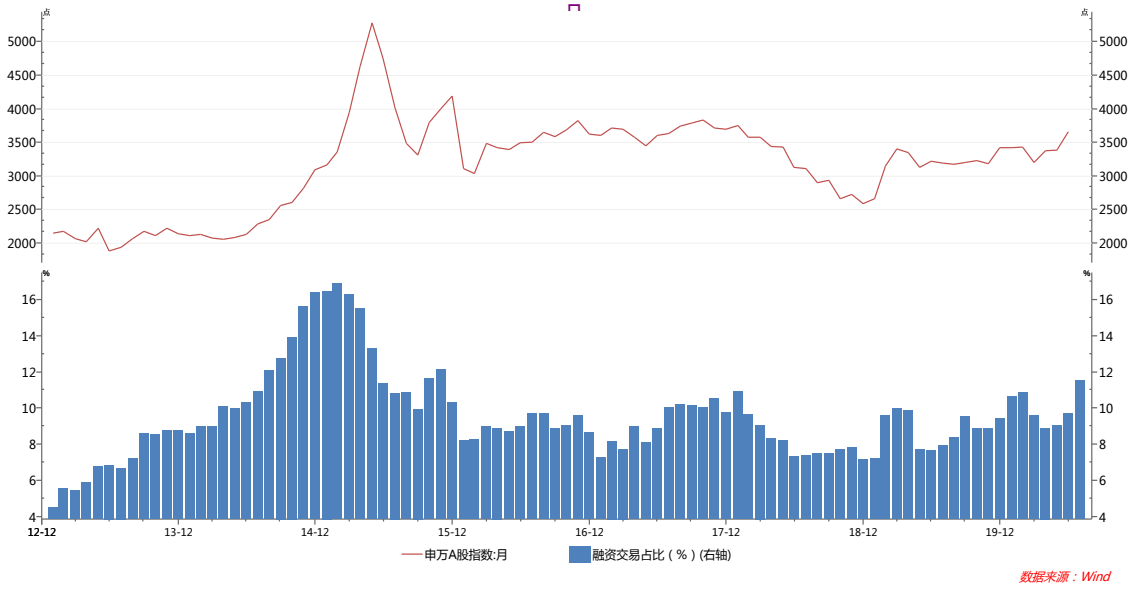
图 23 2013 年以来两市融资余额占流通市值比重



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从两市融资交易占比看，2020 年 7 月两市融资交易额占比 10.86%，达到 2014 年 8 月的水平，但低于 2014 年 11 年至 2015 年 4 月融资交易额占比均超过 15% 的水平。

图 24 2013 年以来两市融资交易占比



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

处于相对高位的风险溢价水平、股债收益率比以及低位的估值反映出 A 股市场具有较高的投资价值，加之经济基本面的配合，奠定了 A 股市场中期向好的基础。此外，现阶段 A 股成交量（换手率）距历史高位仍有提升空间，后期外资的持续流入，基金的大量发行，

相对低位的杠杆水平，均为 A 股市场资金来源提供了保障，为市场持续向好提供了增量资金。由于并不具备 06-07 以及 09 年强劲的经济回升动能或者 14-15 年流动性持续宽松（利率水平持续下降）和杠杆水平持续攀升的基础，本轮 A 股走势或难复制前三阶段的“快牛”行情，震荡上行的“慢牛”或是后期行情的主基调。

三、行业板块分析

（一）以创业板为代表的科技板块仍是市场的主线

创业板本轮上涨以来估值已提升至自 2005 年以来的相对高位，利率边际上行的背景下创业板短期估值或将承压。

2005 年以来有两个时间段内创业板明显跑赢大盘股，分别是 2009 年至 2010 年，2013 年至 2016 年。该两个时间段内共同特征是：一是创业板相对业绩增速强于大盘股。二是该两个阶段监管环境相对宽松。三是该两个阶段都对应着新一轮的移动通信技术革新周期，2009 年 3G 牌照发放，2013 年 4G 牌照发放。四是市场风险偏好的回升。从以上几点看，以创业板为代表的科技板块依然是本轮市场的主线。一是 2019 年以来创业板与大盘股盈利增速差明显缩小,（创业板指成分 2018 年年报/ 2019 年一季报/ 2019 年中报/2019 年三季报/2019 年年报/2020 年一季报/2020 年中报归母公司净利润分别增长-50.51%/-36.64%/-19.16%/-4.27%/7.80%/3.94%/35.41%，创业板盈利自 2018 年年报至 2019 年年报持续回升，且疫情影响下创业板利润增速下滑幅度相对较小）。二是并购重组、再融资等方面的政策频出，监管环境边际放松。三是 2019 年 6 月 5G 牌照发放，新一轮技术运用将围绕 5G 不断深化与拓展。四是在目前市场风险偏好处于历史低位的背景下，随着全球疫情得到控制以及经济的逐步恢复，市场风险偏好也将逐步提升。五是产业、金融、财政各方面的政策对科技行业的支持力度不断加大，科技相关行业的工业增加值增速明显高于工业平均增速。

表 6 重要指数估值

行业	PE(TTM)2020 年 7 月末	2005 年以来所处分位数
创业板指	76.3	97.3%
中小板指	38.2	83.3%
万得全 A(除金融、石油石化)	40.3	76.3%
沪深 300	13.9	58.6%
申万 A 股	21.2	57.0%

中证 500	31.7	52.7%
上证 50	10.9	49.5%

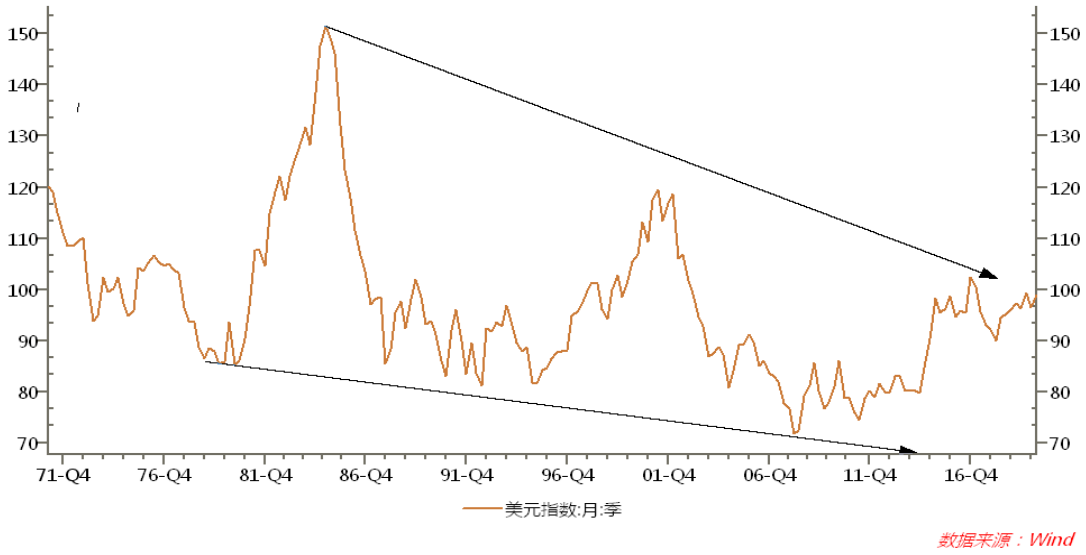
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）周期板块值得关注

行业方面看，大消费尽管有业绩的支撑，但从估值和基金配置的角度观察，医药生物、农林牧渔、食品饮料等行业估值和基金配置比例均处于历史较高的位置，市场已经较为充分的反映出这些板块的确定性溢价。从后期经济边际上行的角度看，受益于经济回升和政策扶持的汽车、家用电器、休闲服务等行业值得关注。

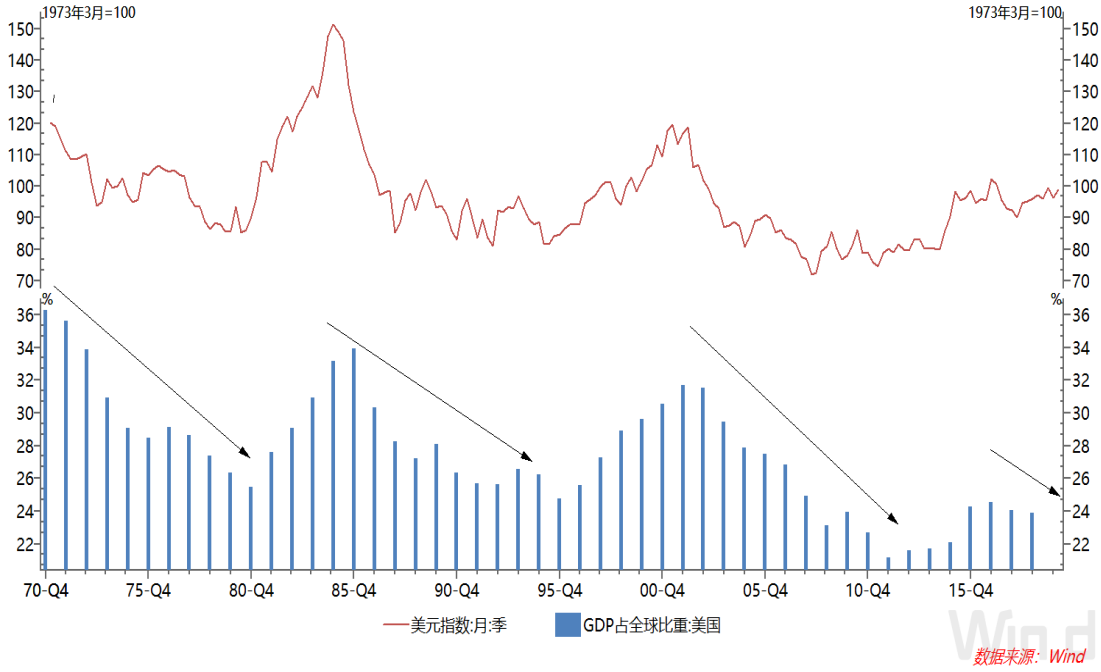
此外，A 股市场周期板块值得关注。首先，美元趋势性走弱有利于周期板块。美国经济占世界经济比重呈现明显的周期性并决定美元的长期走势。从美元周期高点看，前两轮的高点分别出现在 1985 年 2 月的 160.41 点(美国经济占比 33.93%)和 2002 年 1 月的 120.24 点（美国经济占比 31.69%），此后随着美国经济占比的下滑美元指数均出现趋势性的下行态势。2011 年起美元开启新一轮上涨周期，此轮美国经济占比持续上升至 2016 年的 24.56%，2017 年美国经济占比开始出现下滑。结合历史美国经济占比与美元的表现，美元自 2017 年以来呈现高位震荡的态势或是本轮美元周期高点的区间所在。此外，美国经济受疫情影响大幅衰退以及美联储无限量宽松的货币政策均对美元形成拖累。从时间的角度看，美元 2008 年 3 月的低点开始上涨至 2020 年 3 月的高点，时间超过历史上美元周期的任何一次时间长度，美元继续上涨的时间动能也已衰竭，美元长期下行趋势或已形成。从历史数据看，A 股市场周期板块的相对收益（中信周期/全部 A 股指数）与商品价格呈现明显的正相关走势。美元走弱刺激商品价格走强将对 A 股的周期板块形成支撑。其次，后期经济的回升从需求的角度将进一步强化对周期板块的支撑。再有，目前周期性行业的估值和机构持仓均处于历史较低的水平，随着经济的转好周期性板块也将有估值修复的动力。

图 25 70 年代以来美元呈现重心下移的态势



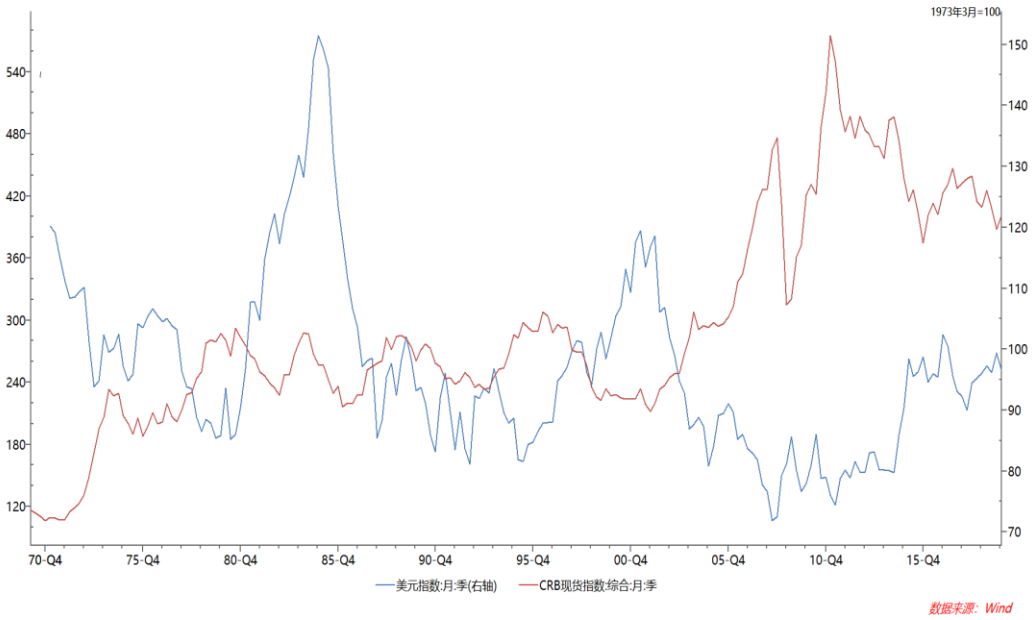
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 26 美国经济占全球比重与美元走势



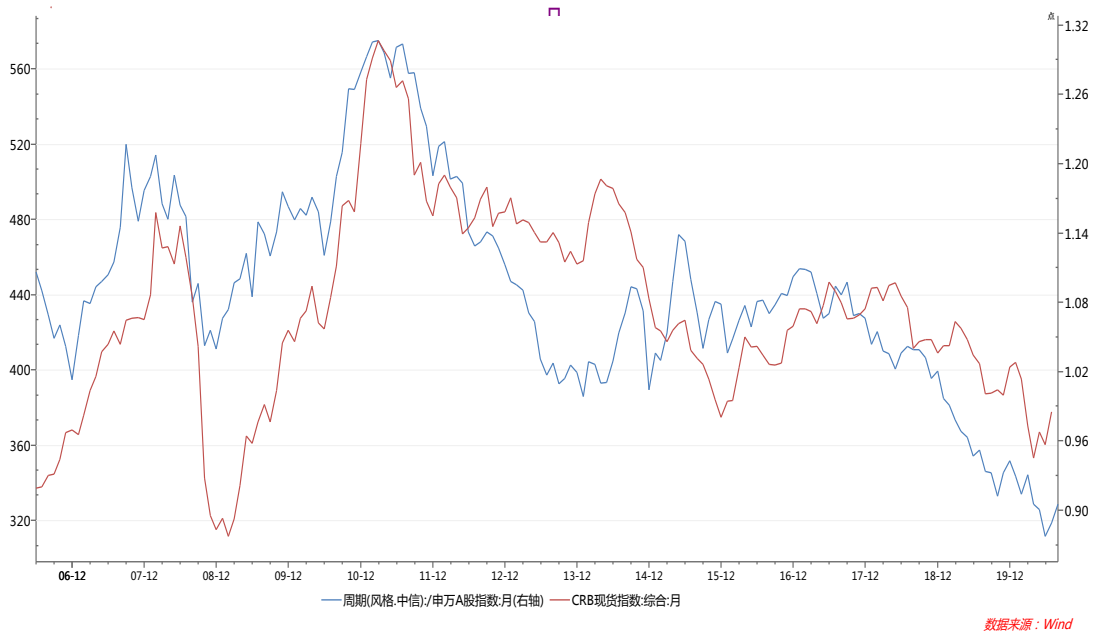
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 27　美元与大宗商品之间保持长期稳定的负相关关系



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 28　A 股周期板块相对走势与大宗商品价格



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 6 申万一级行业估值与基金持仓占比

行业	PE(TTM)2020 年 8 月末	2005 年以来所处分位数	2020 年二季度基金重仓股持仓占比	2010 年以来所处分位数
采掘(申万)	14.15	24.6%	0.2%	2%
传媒(申万)	46.30	41.7%	4.6%	80%
电气设备(申万)	44.26	70.6%	4.7%	95%
电子(申万)	60.54	69.5%	13.7%	100%
房地产(申万)	9.87	8.6%	2.9%	14%
纺织服装(申万)	32.70	66.8%	0.1%	0%
非银金融(申万)	19.87	49.2%	5.0%	2%
钢铁(申万)	13.05	34.2%	0.2%	31%
公用事业(申万)	23.01	46.5%	0.7%	4%
国防军工(申万)	76.01	71.1%	0.9%	24%
化工(申万)	30.45	63.6%	2.7%	9%
机械设备(申万)	34.31	65.2%	2.5%	21%
计算机(申万)	82.60	94.1%	6.0%	73%
家用电器(申万)	22.19	72.2%	3.9%	36%
建筑材料(申万)	17.82	25.7%	1.0%	58%
建筑装饰(申万)	11.01	15.0%	0.6%	7%
交通运输(申万)	23.32	68.4%	1.5%	48%
农林牧渔(申万)	24.47	5.3%	1.6%	63%
汽车(申万)	30.49	86.1%	1.3%	0%
轻工制造(申万)	28.67	37.4%	0.7%	41%
商业贸易(申万)	26.42	45.5%	1.1%	31%
食品饮料(申万)	51.76	90.4%	13.5%	73%
通信(申万)	46.59	71.1%	1.3%	21%
休闲服务(申万)	111.25	98.4%	1.7%	97%
医药生物(申万)	60.16	93.6%	17.2%	97%
银行(申万)	6.34	20.9%	4.2%	0%
有色金属(申万)	44.91	57.8%	1.5%	51%
综合(申万)	49.54	55.6%	0.4%	75%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师声明

刘骐豪

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。