中航证券金融研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
分析师：方堃（S0640118070026）
研究助理：郑梓淳（S0640118110026）
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

2020 或是 A 股牛短熊长的终结之年

宏观策略深度报告　　2020 年 08 月 23 日

摘要

- A 股以沪深 300 指数为例，呈现出典型的牛短熊长的特征。与发达国家及地区市场的代表性指数对比，沪深 300 指数牛市持续的时间更短，熊市更长。牛市的涨幅和熊市的跌幅都要大于发达市场，波动性更强。
- 过去在经济遇到困难时我们的逆周期调节非常有效。但是其副作用是我国货币投放的波动性明显大于其它国家。
- 逆周期调节过程中过量的流动性释放促使金融资产，特别是权益资产估值的泡沫化。
- 所谓熊长，核心的原因在于货币超发扭转之后泡沫刺破，此后需要长时间的下跌消化泡沫化的估值。
- 在“宏观杠杆率高企”以及“刘易斯拐点后潜在产出下滑”两个因素的限制下，未来我国的逆周期调节力度将更加精确、更加科学。M2 将与我国名义 GDP 增速相匹配，政策定力引导货币投放的波动性降低。这或许成为牛短熊长终结的根本原因。
- A 股个人投资者主导的交易结构使得 A 股的换手率在全球主要股票市场当中最高，追涨杀跌明显。
- 16 年以来个人投资者的收益显著差于公募基金，加速了个人投资者借助专业机构进行 A 股投资的进程，加速了去散户化的进程。公募基金和指数基金愈发受到市场重视，被动投资将降低市场波动。
- 2020 年中国资本市场对外开放的步伐，不仅没有因疫情而放缓，反而进一步加快。北上资金青睐的绩优龙头股大幅跑赢大盘，核心资产投资风格引领市场。外资配置 A 股的比例较其他市场依然偏低，A 股市场将迎来更多海外主动资金增配。
- 居民财富向资本市场转移提供增量资金，与产业升级、直接融资发展形成正向循环，助推股市趋势稳健上行。拓宽科技企业上市渠道支持产业升级，资本市场改革红利不断释放。
- 伴随直接融资与资本市场改革红利释放，居民金融资产中的权益资产可能会获配更大比例。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目 录

一、 A 股牛短熊长的格局回溯 4
二、 A 股牛短熊长的格局终结的逻辑 8
2.1 粗放逆周期调节的退出 8
2.2 A 股投资者国际化与机构化加深，核心资产投资推动未来 A 股趋势性走强 12
2.2.1 A 股个人投资者让位于专业机构投资者，市场风格回归基本面 12
2.2.2 A 股对外开放提速，外资投资风格引领 A 股市场 16
2.3 资本市场地位前所未有，投融资改革红利释放支撑 A 股长期趋势 18
2.3.1 拓宽科技企业上市渠道支持产业升级，资本市场改革红利不断释放 19
2.3.2 居民资产配置股票的比例将提升，为 A 股提供增量资金 22
三、 总结及风险提示 23

图 表

图表 1 不同地区市场牛熊市持续时间对比 图表 2 不同地区市场牛熊市涨跌幅对比 5
图表 3 沪深 300 与标普 500 指数历史牛熊周期对比 5
图表 4 沪深 300 指数与富时 100 指数历史牛熊周期对比 6
图表 5 沪深 300 指数与东证指数历史牛熊周期对比 6
图表 6 沪深 300 指数与韩国综合指数历史牛熊周期对比 7
图表 7 沪深 300 与台湾加权指数历史牛熊周期对比 7
图表 8 各国 M2 增速 8
图表 9 各国 M2 增速标准差（1988 年 12 月至 2020 年 6 月） 9
图表 10 M2 超发伴随权益资产估值的泡沫化 10
图表 11 各国宏观杠杆率(2019) 图表 12 中国 15-64 岁人口增速 11
图表 13 重要文件当中不搞大水漫灌的提法 11
图表 14 2020 年各国 M2 图表 15 疫情冲击下 2020 年各国财政赤字预算 12
图表 16 全球各大股票交易所市场换手率（2020 年 1-7 月） 图表 17 全球股票市场机构投资者持股占总市值的比例 13
图表 18 2019 年末 A 股机构投资者持股市值占比提升较快 13
图表 19 上交所不同类型投资者 2016 年至 2019 年 6 月累计收益归因拆分 15
图表 20 A 股新成立基金产品数量创新高 图表 21 A 股被动投资基金产品数量增长趋势 16
图表 22 二季度北上资金净流入金额大幅提升 图表 23 境外机构和个人持有境内股票市值占比 17
图表 24 A 股市场外资持股比例前 50 指数 2018 年以来与大盘指数走势对比 17
图表 25 A 股市场外资持股比例与其他发达市场以及新兴市场对比 18
图表 26 2019 年各经济体非金融企业融资结构对比 图表 27 我国社融增量中直接融资方式占比提升 19
图表 28 FANG+科技股指数近五年累计收益率领先于大盘 图表 29 纳斯达克不同市值区间的股票市值占比（6 月末） 20
图表 30 中证信息技术指数与 A 股市场指数的走势对比 图表 31 中证信息技术指数总市值占中证 800 指数 21
图表 32 各国居民部门金融资产中风险资产占比与人均 GDP 的相关性 22
图表 33 2019 年各经济体居民资产配置结构比较 图表 34 我国居民金融资产配置比例呈上升趋势 23

一、 A股牛短熊长的格局回溯

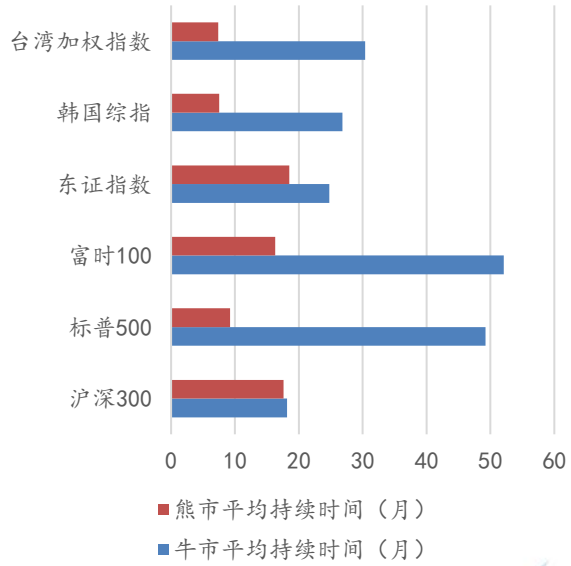
20多年以来，A股市场长期暴涨暴跌，牛短熊长成为市场的常态，我们选取了美国标普500指数、英国富时100指数、日本东证指数、韩国综合指数，以及台湾综合指数等几个发达国家及地区的市场指数与A股的沪深300指数进行对标，对各个市场的牛市和熊市的周期及其表现进行统计。为了方便对比，我们以技术性牛市、熊市来划分周期，即距离前期的低点或高点涨跌幅超过20%就算是一个周期，如果涨跌幅不足20%，就归属于同一个周期。

沪深300指数于2002年1月4日推出至今，经历了6轮牛市和6轮熊市，从牛熊市持续的时间来看，牛市平均持续时间18.15个月，熊市平均持续17.6个月，这个结果看起来牛市的时间长于熊市，似乎与A股牛短熊长的印象不符，这是因为我们前面提到的划分周期的方式，许多横盘震荡的时间被加到了牛市的时长里，如果仅统计集中上涨的时间，那么沪深300牛市的持续时间会更短。在相同的时间段内，美股标普500指数经历4轮牛市5轮熊市，牛市平均持续49.24个月，熊市平均持续仅9.23个月，是典型的熊短牛长，与沪深300指数差别明显。其他几个发达市场的指数在相同的时间段内，英国富时100指数牛市平均持续52.1个月，熊市平均持续16.28个月；日本东证指数牛市平均持续24.77个月，熊市平均持续18.48个月；韩国综合指数牛市平均持续26.84个月，熊市平均持续7.54个月；台湾加权指数牛市平均持续30.38个月，熊市平均持续7.4个月。对比下来我们发现，发达市场的指数牛市持续的时间普遍远远长于熊市，其中美国标普500指数牛市持续的时间是熊市的5.33倍，而沪深300指数牛市持续时间仅为熊市的1.03倍。

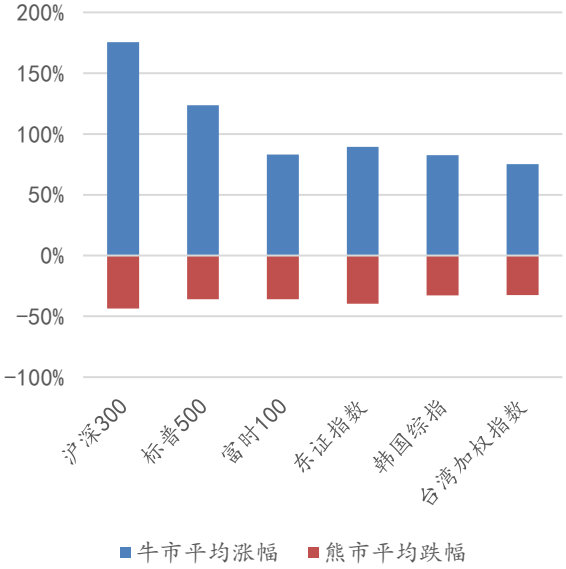
从涨跌幅的角度来看，沪深300指数在牛市期间平均上涨175.53%，熊市期间平均下跌43.47%，而发达市场方面，美国标普500指数牛市平均上涨123.71%，熊市平均下跌35.84%；英国富时100指数牛市平均上涨82.96%，熊市平均下跌35.88%；日本东证指数牛市平均上涨89.41%，熊市平均下跌39.73%；韩国综合指数牛市平均上涨82.68%，熊市平均下跌32.67%；台湾加权指数牛市平均上涨75.07%，熊市平均下跌32.54%。对比我们可以看到，A股无论是牛市期间的涨幅，还是熊市期间的跌幅，都大于发达市场的指数，暴涨暴跌，波动性远大于发达市场。

总的来说，A股以沪深300指数为例，呈现出典型的牛短熊长的特征，与发达国家及地区市场的代表性指数对比，A股沪深300指数牛市持续的时间更短，熊市更长，而牛市的涨幅和熊市的跌幅都要大于发达市场，波动性更强。

图表 1 不同地区市场牛熊市持续时间对比

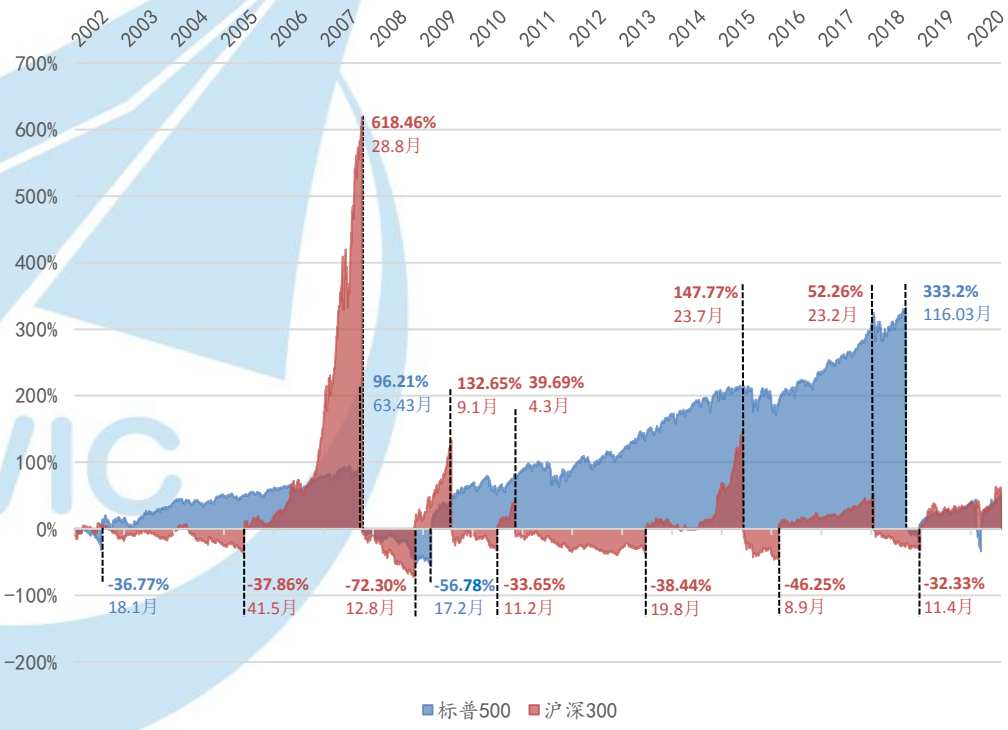


图表 2 不同地区市场牛熊市涨跌幅对比



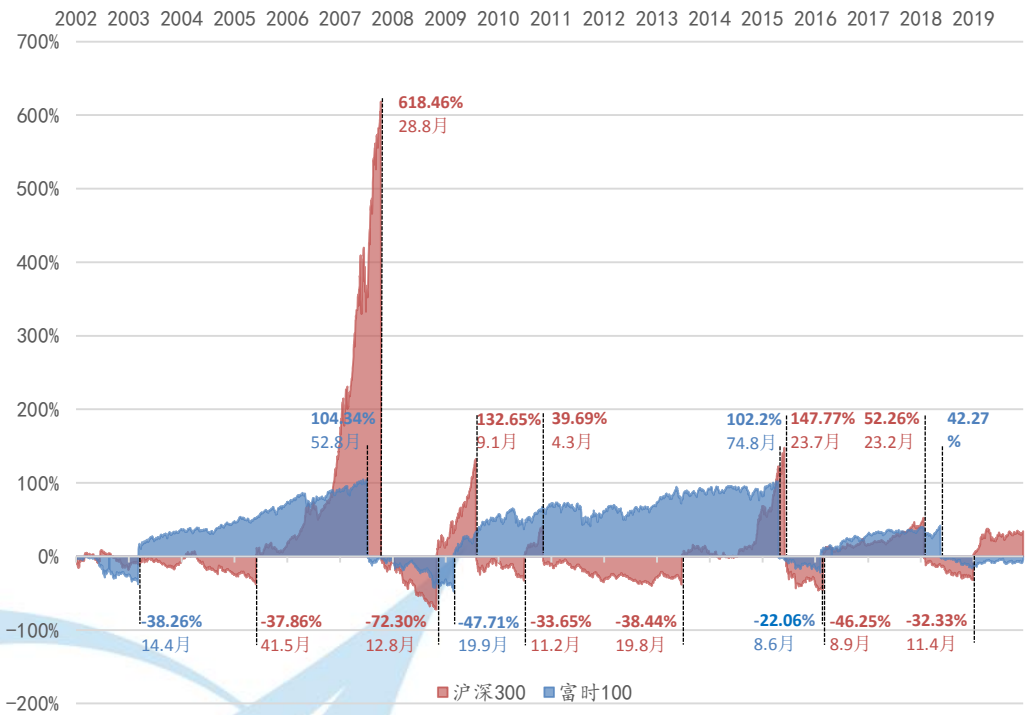
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 3 沪深 300 与标普 500 指数历史牛熊周期对比



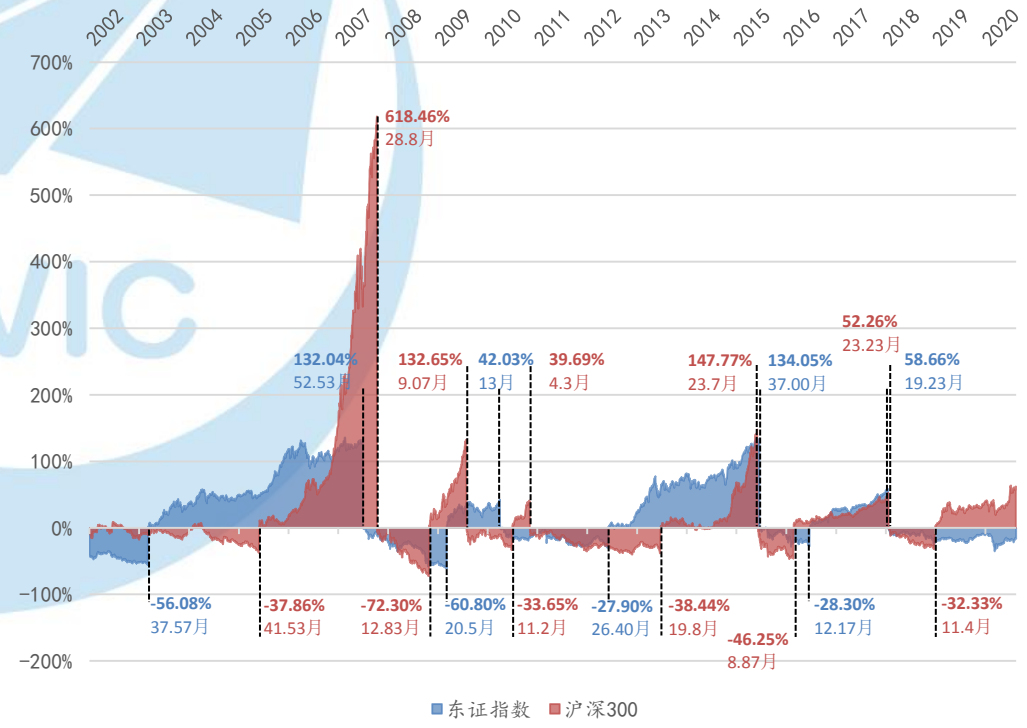
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 4 沪深 300 指数与富时 100 指数历史牛熊周期对比



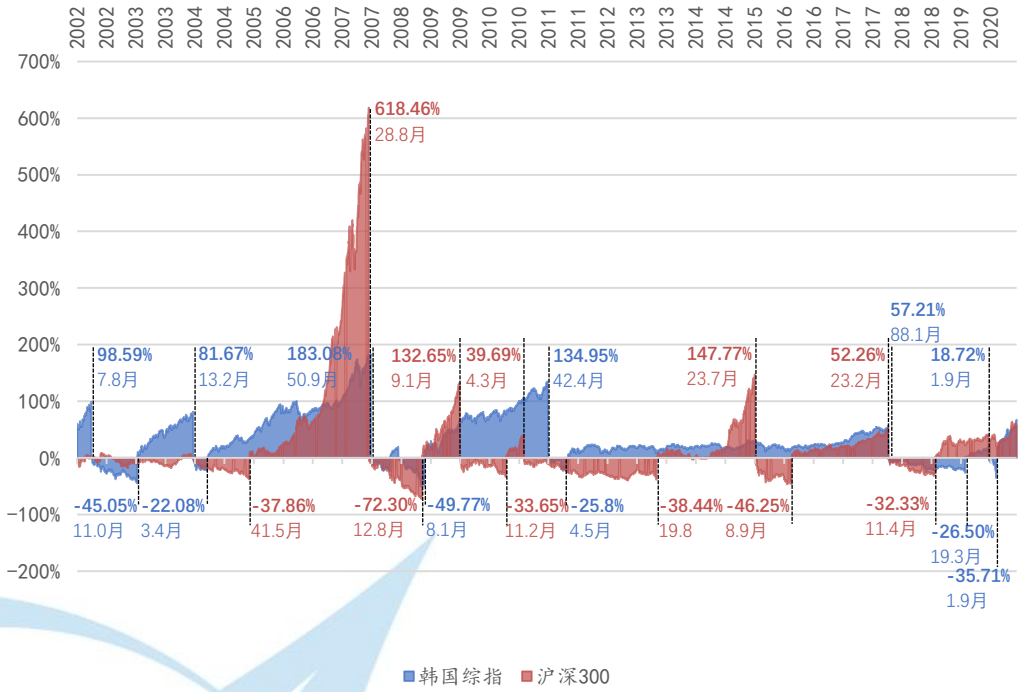
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 5 沪深 300 指数与东证指数历史牛熊周期对比



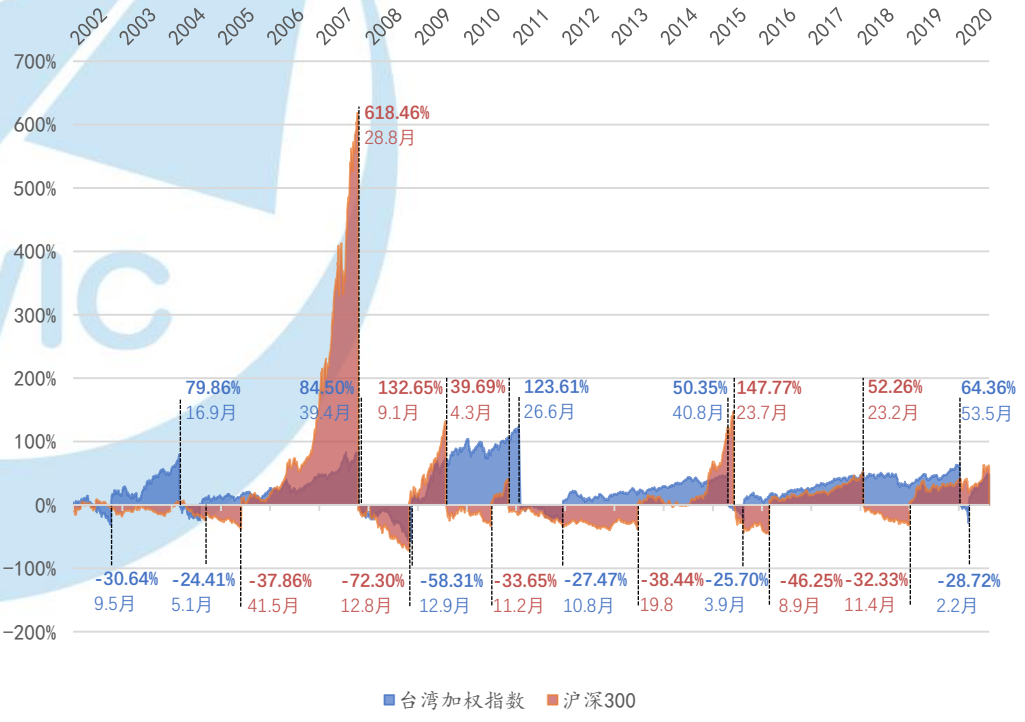
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 6 沪深 300 指数与韩国综合指数历史牛熊周期对比



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 7 沪深 300 与台湾加权指数历史牛熊周期对比



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

二、 A 股牛短熊长的格局终结的逻辑

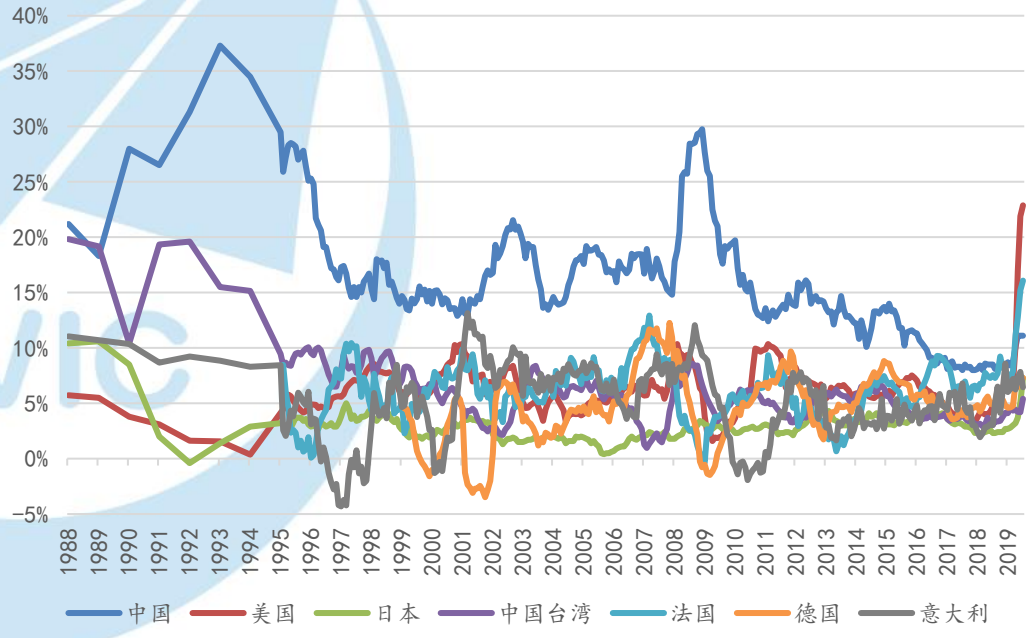
展望未来，我们认为宏观政策立场、投资者结构、资本市场地位等三方面因素出现了本质的变化，助力 A 股格局从“牛短熊长”向“长期慢牛”转变。过去粗放的逆周期调节可能会造成过量的流动性释放，进而造成 A 股的估值泡沫化，而个人投资者主导的追涨杀跌会加剧市场的极端波动，传统银行主导的融资模式下资本市场地位处于相对弱势，不利于 A 股趋势性走强。A 股呈现牛短熊长和长期风险收益比偏低的特征。我们认为，未来逆周期政策将更加有定力，A 股机构化投资的风格更加明确，资本市场重要地位更是前所未有，长期制约 A 股走势的不利因素均有望扭转，A 股牛短熊长的格局或将终结。

2.1 粗放逆周期调节的退出

改革开放以后，保持较高的经济增速是我国政策的核心出发点。但是经济的波动和起伏是不可避免的。同时外部的原因亦或是内部的改革也可能会放大经济的起伏与波动。过去在经济遇到困难时我们的逆周期调节非常有效。凭借政府强有力的执行力，逆周期调节政策对需求端形成明显的刺激作用，令我国经济即使是在全球性的危机中也能够相对平稳地运行，失业率数十年保持在低位。

但另一方面，强力有效的需求端逆周期调节也带来了一些问题，其中一个典型的表现是我国货币投放的波动性明显大于其它国家。

图表 8 各国 M2 增速

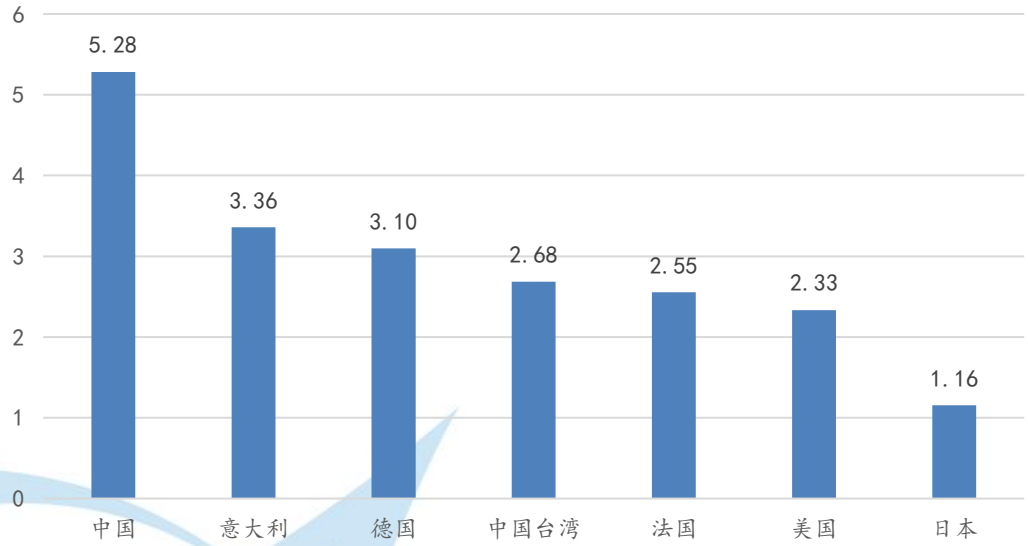


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

过去三十年，我国 M2 增速显著高于发达国家和地区，同时我国名义 GDP 增速也显著高于发达国家和地区，货币发行与经济增速匹配。但是在 1988 年 12 月至 2020 年 6 月的区间内，我国 M2 的标准差在对

比的国家当中最大，意味着在经济波动的过程中我国往往采用大开大合的货币政策进行较为剧烈的逆周期调节。

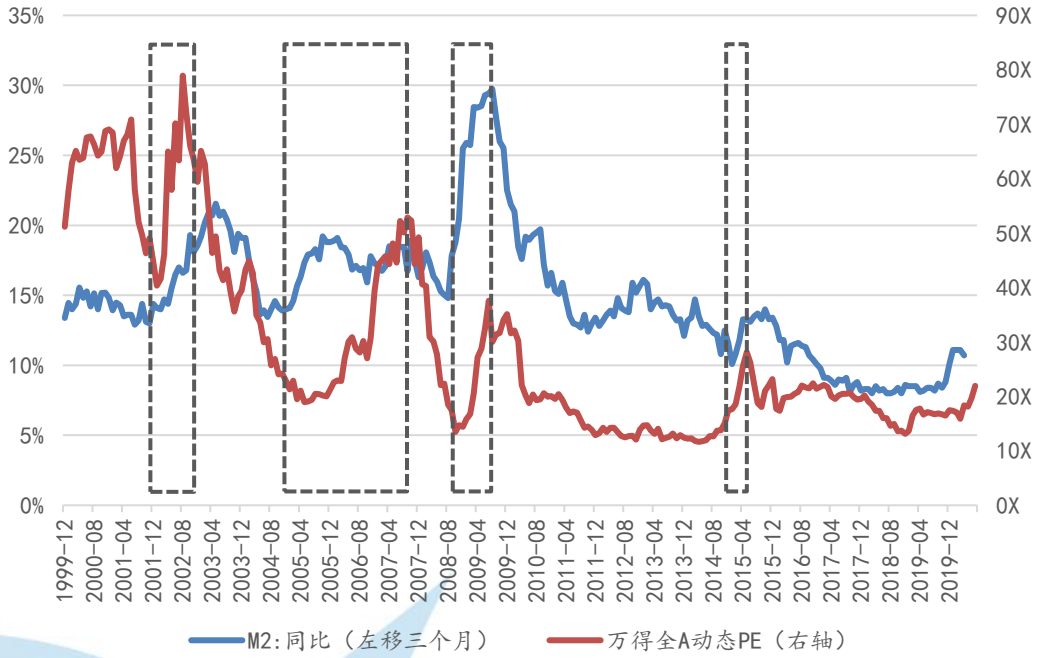
图表 9 各国 M2 增速标准差（1988 年 12 月至 2020 年 6 月）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

大量流动性的迅速释放容易导致金融资产，特别是权益资产估值的泡沫化。权益资产对于流动性非常敏感，其估值甚至能够较为有效的领先三到四个月后的货币发行情况。所谓熊长，核心的原因在于货币超发扭转之后泡沫刺破，此后需要长时间的下跌消化泡沫化的估值。如果逆周期调节政策在短期内的大开大合能够减缓，进而避免过量流动性的突然释放以及由此造成的估值泡沫，则 A 股用长期下行来消化过高估值的过程或也能够避免。

图表 10 M2 超发伴随权益资产估值的泡沫化

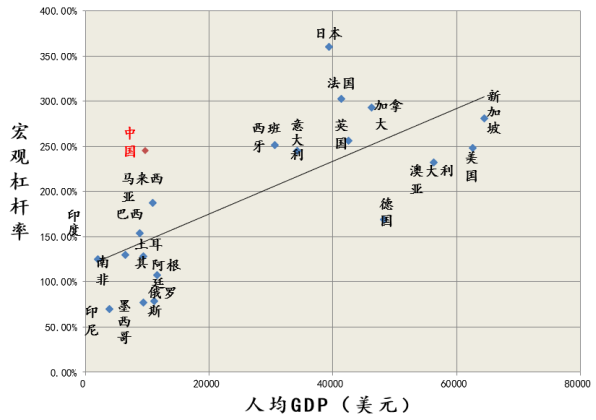


数据来源：中航证券金融研究所

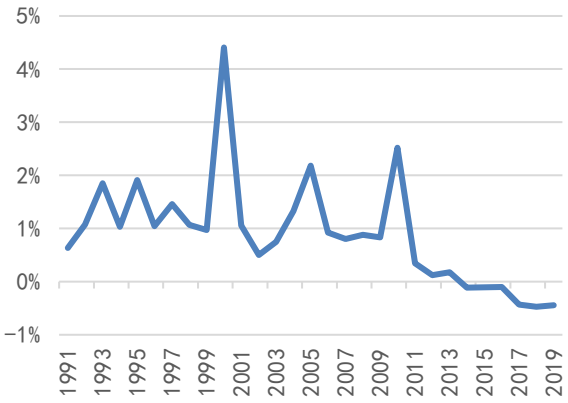
除了容易放大权益资产的波动之外，力度过大的逆周期调节还带来一些其它的副作用。第一，将名义 GDP 增速维持在潜在产出之上往往导致我国宏观杠杆率升高。第二，逆周期调节往往都是在经济下行、实体经济去杠杆时，通过背书国有企业来实现逆向加杠杆，这容易造成国有、民营企业的融资成本与竞争力错配，降低市场机制对优化资本配置的作用，最终导致经济运行效率的降低。

中央已经充分认识到了大开大合的逆周期调节所带来的副作用。未来，在“宏观杠杆率高企”以及“刘易斯拐点后潜在产出下滑”两个因素的限制下，我国的逆周期调节力度有望更加精确、更加科学。M2 将与我国名义 GDP 增速更加匹配，波动性将降低。

图表 11 各国宏观杠杆率(2019)



图表 12 中国 15-64 岁人口增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

自 2015 年 1 月李克强总理在达沃斯论坛上第一次提出不搞大水漫灌以来，管理层不搞大水漫灌的提法频率不断上升。即使是在疫情冲击下，我国的逆周期调节政策也保持了相当的定力。

图表 13 重要文件当中不搞大水漫灌的提法

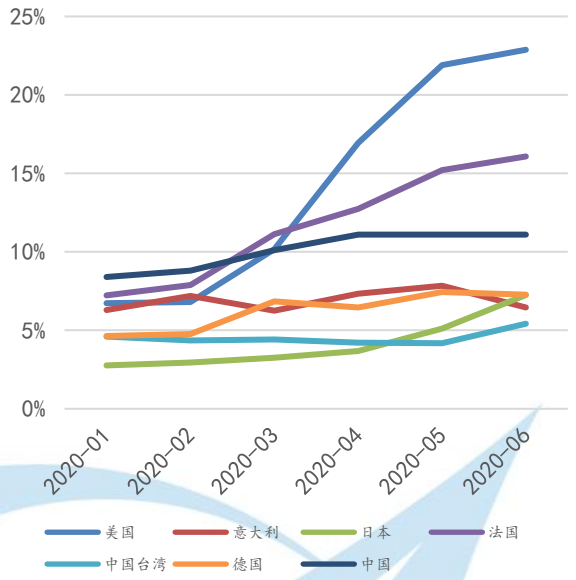
2020/8/17	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议要求**保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，而是有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。**
2020/5/28	李克强总理出席记者会并回答中外记者提问，李克强说：**“过去我们说不搞“大水漫灌”，现在还是这样，但是特殊时期要有特殊政策，我们叫作“放水养鱼”。**采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉、下准药。钱从哪里来、用到哪里去，都要走新路。
2020/3/21	国务院联防联控机制召开新闻发布会，介绍重大投资项目开工复工有关情况。国家发展改革委投资司司长欧鸿表示下一步要**确保精准投资，不搞大水漫灌。聚焦经济社会发展存在的短板领域，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，不搞大水漫灌。**
2020/2/19	央行发布2019年第四季度中国货币执行报告指出，下一阶段要科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，坚持稳中求进工作总基调，**妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。央行重申，不将房地产作为短期刺激经济的手段。**
2019/11/16	央行发布2019年第三季度中国货币政策执行报告。央行表示，将妥善应对经济短期下行压力，**坚决不搞“大水漫灌”**，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定，坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运用LPR，引导金融机构增加对实体经济特别是民营、小微企业的支持。将按照“因城施策”的基本原则，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019/1/15	中国人民银行副行长朱鹤新强调货币政策要以稳为主，坚持稳中求进总基调。要把握好总量，为实体经济提供足够的金融支持，M2和社会融资规模增速应与名义GDP增速大体匹配。同时，**也不能搞“大水漫灌”，要保持宏观杠杆率基本稳定。**
2019/1/15	国务院新闻办公室举行新闻发布会，国家发展改革委副主任连维良强调，**发挥投资的关键作用重在形成精准投资、有效投资，坚决不搞“大水漫灌”式的强刺激。**在投资重点上突出补短板，在项目选择上突出纳入规划的项目，在投资决策上坚持发挥市场在资源配置中的决定性作用，坚持补短板、稳投资、防风险相统一。
2016/3/5	第十二届全国人民代表大会第四次会议，国务院总理李克强表示**我们不搞“大水漫灌”式的强刺激，而是持续推动结构性改革。深入推进简政放权、放管结合、优化服务改革。**

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

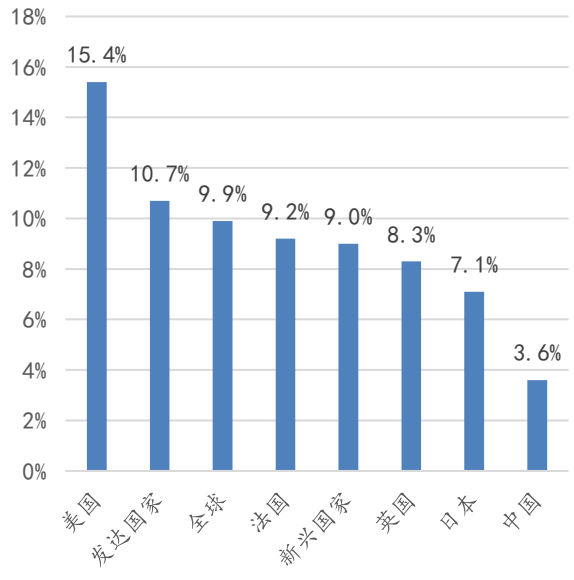
2020 年以来，为了对抗新冠疫情，各国都推出了大规模的货币宽松政策。但我国一改持续高于发达国家和地区的货币宽松传统，货币政策保持了相当的节制。此外，根据 2020 年 5 月 24 日国家发改委秘书长丛亮在国务院新闻办公室举行新闻发布会上公布的数据，中国 2020 年拟安排赤字率为 3.6%，显著低于发改委测算的其它国家赤字率。虽然 3.6%为狭义赤字率，但我国在疫情冲击下保持相当的政策定力是

非常明显的。我们有理由相信未来逆周期调节将更加适度。在逆周期调节科学化的基础上，政策定力引导货币投放的波动性降低，这可能成为未来 A 股牛短熊长终结的根本原因。

图表 14 2020 年各国 M2



图表 15 疫情冲击下 2020 年各国财政赤字预算



数据来源：Wind，中国国家发改委测算，中航证券金融研究所

2.2 A 股投资者国际化与机构化加深，核心资产投资推动未来 A 股趋势性走强

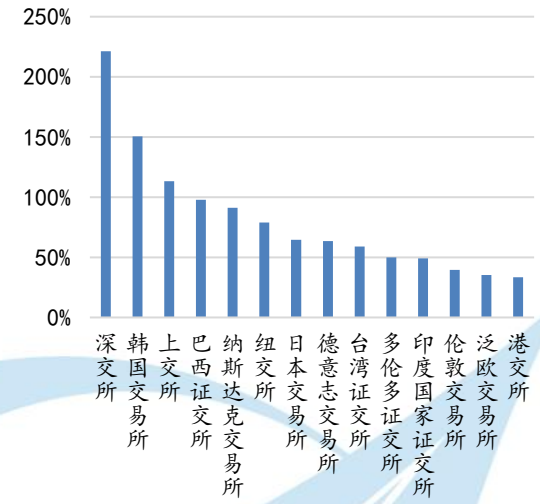
A 股的国际化与机构化程度明显加深，投资风格趋于价值投资，高增长、高盈利的核心资产将被集中持股，这是支撑 A 股牛短熊长格局变化的重要理由。随着 A 股在国际指数中的占比不断提升，A 股投资者的国际化在不断加速，海外资金也在 A 股的定价主导权也在不断提升。未来随着国内机构投资者的逐步壮大，海外投资者的不断渗透，A 股市场投资者机构化的程度有望进一步提升，缩小与美国等成熟股票市场的差距。**投资者结构的国际化与机构化是 A 股趋势性走强的重要推动力量。**

2.2.1 A 股个人投资者让位于专业机构投资者，市场风格回归基本面

A 股个人投资者主导的交易结构与发达市场存在明显差异。从换手率角度看，A 股换手率远高于全球其他主要资本市场。根据 2020 年 1-7 月的交易数据，以中小市值为主的深交所市场换手率高达 221%，远高于美国纳斯达克市场的换手率（91%），也高于韩国交易所（151%）、巴西证交所（98%）等新兴市场；蓝筹股为主的上交所换手率达 156%，高于美国纽交所（79%）等发达市场。从成交金额的投资者结构看，A 股市值占比两成的个人投资者贡献了八成的交易额，个人投资者往往容易高估自身的投资决策能力进行追涨杀跌，不断吸引新的资金与投资者，进一步放大市场交易量与换手率，助长了市场的暴涨暴跌。尽管 A 股还是由个人投资者主导的市场，但这一情况正在逐渐发生变化，2019 年末 A 股机构投资者

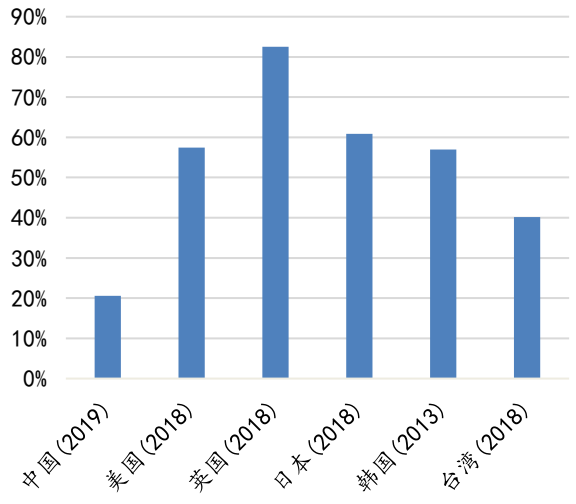
持股市值占比约 20.6%，较 2018 年底 17.5%的比例有所提升，特别是外资等机构投资者在中国 A 股的占比提升较快。与国际相比，欧美、日本、韩国股票市场的机构持股比例普遍在 50%以上，未来中国 A 股的机构化的趋势仍有大幅提升空间，个人投资者的交易占比仍会持续降低，市场投机氛围将会逐渐彻底转变。

图表 16 全球各大股票交易所市场换手率（2020 年 1-7 月）



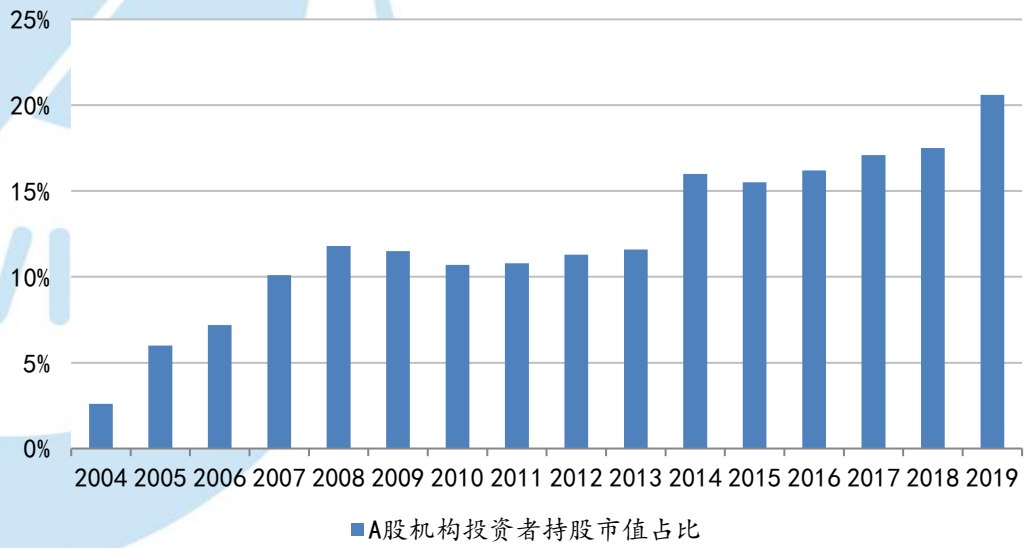
数据来源：WFE，中航证券金融研究所

图表 17 全球股票市场机构投资者持股占总市值的比例



数据来源：各交易所、中航证券金融研究所

图表 18 2019 年末 A 股机构投资者持股市值占比提升较快

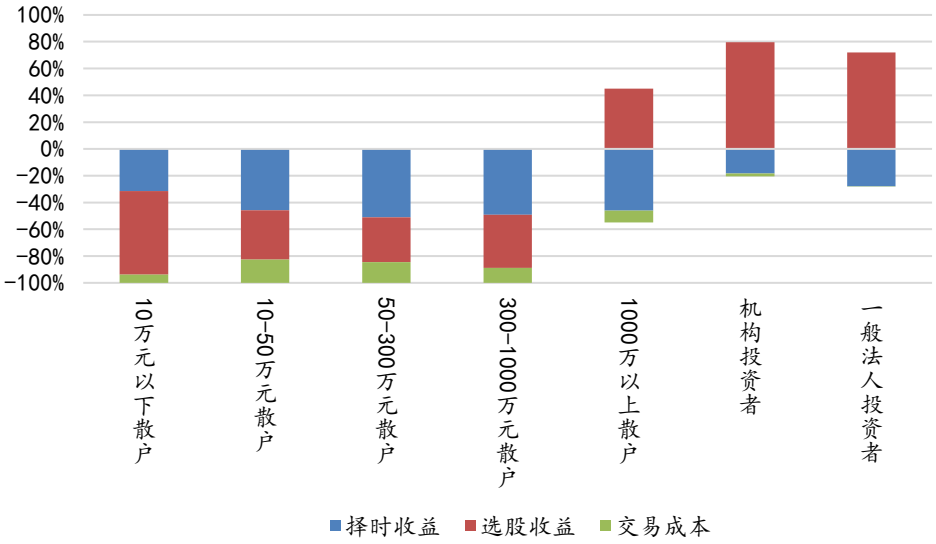


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

个人投资者逐渐让位于专业机构，市场风格回归基本面投资。2019 年，监管机构不断完善资本市场制度，同时积极推进 A 股国际化，逐渐推动了 A 股在制度上逐渐完善。在外资机构积极布局 A 股市场的

同时，我国各类金融机构也在加速进入 A 股市场，私募基金、养老资金、保险资金、银行理财产品等由专业机构管理的长线资金正在布局，这有利于减少市场的震荡、降低市场换手率，在一定程度上起到稳定市场的作用，当前 A 股机构化趋势明显，2019 年 A 股机构投资者持股市值占比提升较快。在 A 股机构趋势化的过程中，A 股市场也会逐渐出现分化的情况，个人投资者的弱势特征越来越明显，投资风格差异是机构投资者与个人投资者收益差别的主要原因。上交所施东辉等人联合撰写了论文《Heterogeneity in Retail Investors》，统计了上交所综合专有账户数据，揭示了中国个人投资者的交易行为特征。**统计数据显示，在 2016 年 1 月至 2019 年 6 月期间，个人投资者不论账户资产规模大小单账户平均年化收益均为负值，而机构投资者和公司法人账户则为正收益。**其中，账户市值 10 万元以下的个人投资者平均收益率最低，平均亏损 20.53%，账户市值 1000 万元以上的个人投资者收益率平均亏损 1.62%，而机构投资者平均收益率为 11.22%，公司账户则为 6.68%。账户规模在 300 万元以下的个人投资者遵循动量交易策略，即通常意义的追涨杀跌。相比之下，账户规模较大的个人投资者与机构投资者采用逆向策略，选择当前股价低于内在价值的标的，遵循基本面与未来价格走势预测一致的方向买卖股票。对不同类型的投资者的累计收益进行归因拆分可以发现，机构投资者在选股与择时方面均优于个人投资者。与普通个人投资者相比，机构投资者与公司法人往往具有较强的信息优势以及成本优势，对基本面与内在价值有比较充分的认识。而一般法人则主要依靠大股东低廉的持股成本，待限售股解禁之后，即可兑现资本利得收益，且参与二级市场股票交易的频率较低。对于个人投资者而言，交易成本在投资者收益结构中的占比明显高于机构投资者以及一般公司法人，频繁过度交易也是普通个人投资者亏损的重要的原因。此外，在弱有效市场的环境下，动量交易策略无法获取超额收益，账户规模较小的个人投资者对公开消息的处理不当，而由于过度自信的认知偏差采取频繁交易的操作，短时间内可能加大投资亏损。而账户规模较大的个人投资者，与机构投资者接近，可以有效处理公开消息并纳入其交易，成功获取选股收益。

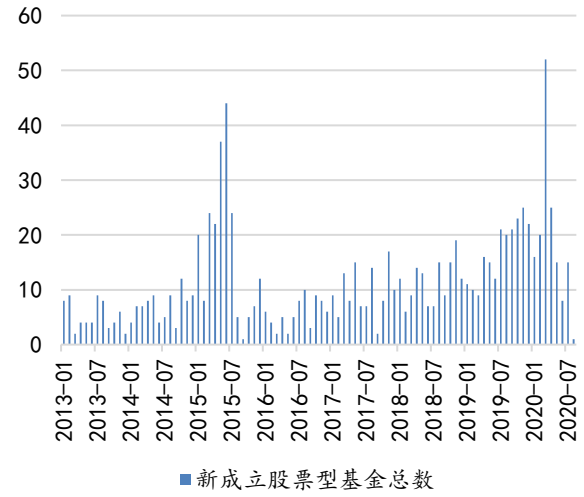
图表 19 上交所不同类型投资者 2016 年至 2019 年 6 月累计收益归因拆分



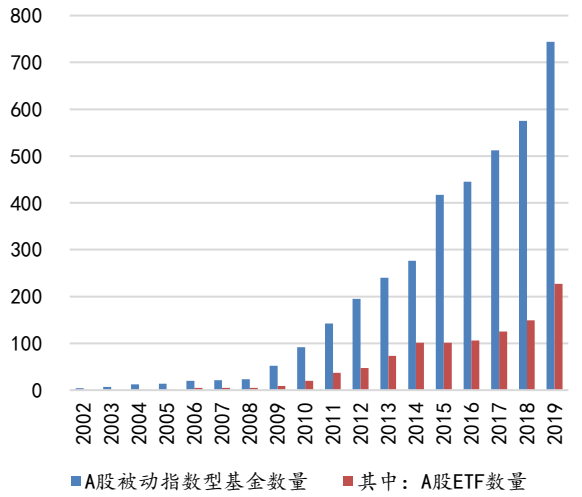
数据来源：上交所，中航证券金融研究所

公募基金和指数基金愈发受到市场重视，被动投资将降低市场波动。A 股个人投资者频繁交易偏好直接投资和投资管理，而自 2017 年以来，过去散户青睐的小市值高波动的股票持续跑输市场，而机构抱团的龙头绩优股表现优异，通过公募基金和指数基金产品间接持有核心资产成为个人投资者的更优选择。2019 年以来，市场中股票型基金快速扩容，尤其是被动投资指数类基金和 ETF 基金增长迅猛。根据 wind 统计，2019 年度累计新成立股票型基金 205 只，较上一年度增长近 50%；2020 年 1-7 月新成立股票型基金数量高达 152 只，其中 3 月成立 52 只创历史之最，市场热度可见一斑。细分来看，指数类被动投资基金扩容尤其迅速，2019 年度新发行 A 股 ETF 基金 82 只，发行规模合计约 1577 亿元，发行数量与规模均远超上一年度全年。A 股市场在历经多轮牛熊周期之后，个人投资者经验储备增加，倾向于基本面信息决策不再追涨杀跌，过度自信导致的过度交易整体会有所缓解。选择指数基金等被动投资产品间接入市，委托专业资管机构进行财富管理，机构投资者的规模和占比有望继续提升，也将进一步降低市场换手率和波动率。

图表 20 A 股新成立基金产品数量创新高



图表 21 A 股被动投资基金产品数量增长趋势

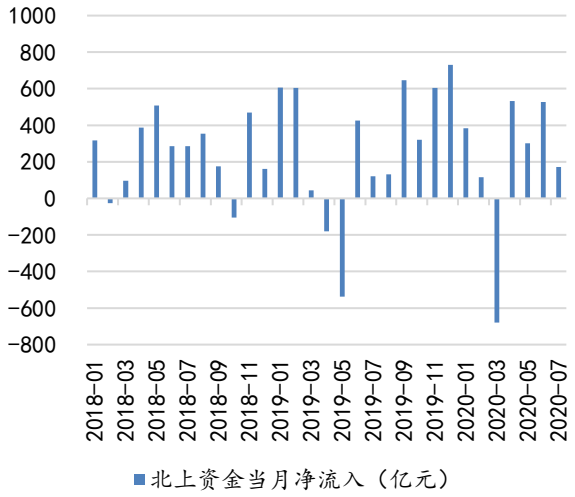


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

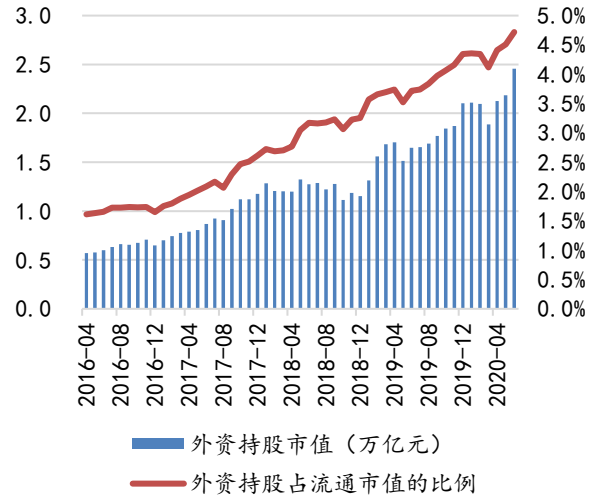
2.2.2 A 股对外开放提速，外资投资风格引领 A 股市场

2020 年中国资本市场对外开放的步伐，不仅没有因疫情而放缓，反而进一步加快。证券基金期货机构外资股比限制提前全面放开，6 家外资控股证券公司已顺利落地。QFII/RQFII 全面取消额度限制。开放是现代经济体系和成熟金融市场的基本特征，加快推进资本市场高水平双向开放，持续深化资本市场互联互通，有助于更好促进要素资源全球配置、便利跨境投融资活动和支持产业科技创新的重要功能。A 股与国际市场的双向开放不断提速，为 A 股带来持续的资金流入和投资者结构改善。沪港通、深港通机制的推出为外资投资 A 股提供了便利，北上资金持股金额大幅超越 QFII 持股金额，外资在 A 股的持股比例与定价权持续提升。根据央行披露的数据，截至 2020 年 6 月末，外资持有境内股票市值 2.46 万亿元，较 2019 年末增加 17%，外资持股占 A 股流通市值的比例达 4.72%，创历史新高。2020 年 6 月末，北上资金持股金额合计约 1.71 万亿元，较去年末增长约 20%。A 股的比较优势吸引中长期资产配置为目的境外资金持续流入。尽管北上资金 3 月出现大幅净流出，随着全球宽松与风险偏好复苏，二季度北上资金连续实现净流入累计超 1360 亿元。

图表 22 二季度北上资金净流入金额大幅提升



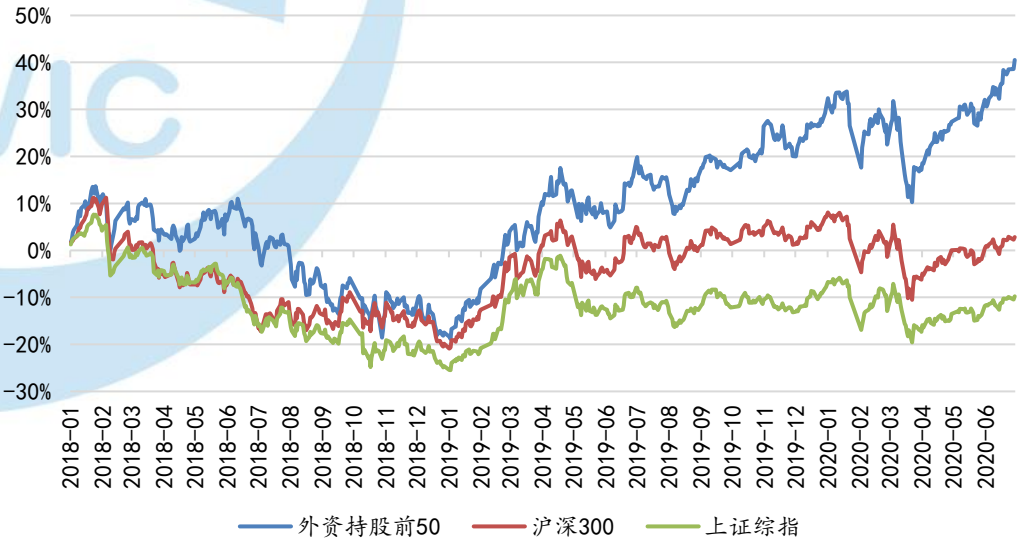
图表 23 境外机构和个人持有境内股票市值占比



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

北上资金青睐的绩优龙头股大幅跑赢大盘，核心资产投资风格引领市场。沪港通和深港通是 A 股和外资互联互通的桥梁，北上资金的投资风格和资金流入具有风向标的指征意义。陆股通持股市值排名前五的行业为食品饮料、医药、家电、电子、银行，其中医药、电子行业的市值扩张幅度最大。通过统计北上资金持股比例与个股的市场表现，不难发现，外资的投资风格通常倾向于行业龙头，北上资金青睐的龙头股上半年大幅跑赢大盘。另外，我们将外资持股比例前 50 的个股用流通股本加权编制了指数，2018 年初至 2020 年 6 月末，指数累计涨幅 40.5%，而同期沪深 300 指数上涨 2.9%，上证指数下跌 9.8%。仅统计 2020 年上半年，外资持股前 50 指数已累计跑赢沪深 300 指数 12 个百分点。

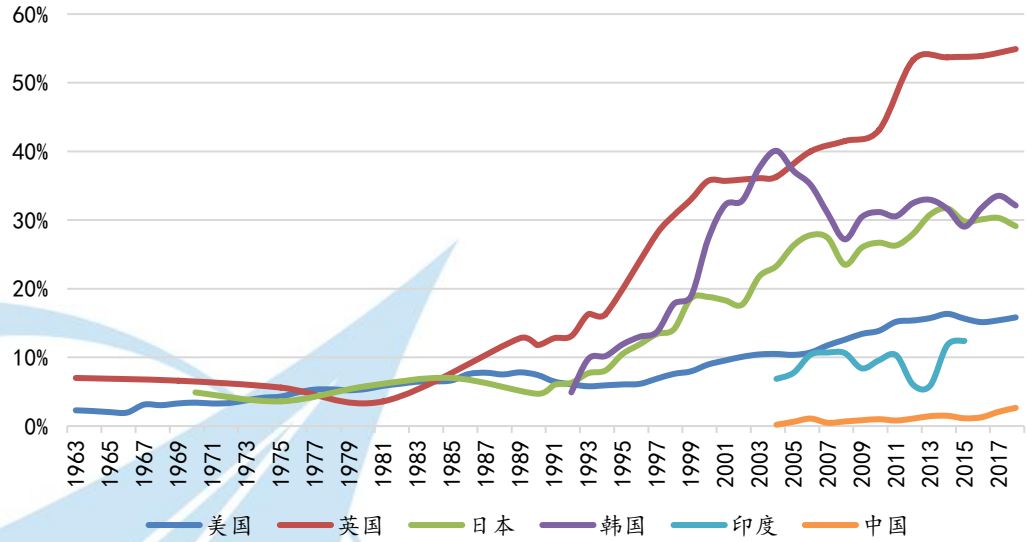
图表 24 A 股市场外资持股比例前 50 指数 2018 年以来与大盘指数走势对比



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

外资配置 A 股的比例较其他市场依然偏低，A 股市场将迎来更多海外主动资金增配。借鉴海外市场发展经验，对外开放程度的提升，外资在股市的占比均大幅提升，机构投资者扩大市场影响力推动与发达市场接轨。开放资本市场是改善投资者结构的重要渠道，未来 A 股市场的国际化进程加速也将不断优化市场的投资者结构，从而进一步改善股市的运行环境，提高市场整体风险收益比。在全球继续维持宽松货币和极低利率背景下，A 股的核心资产仍然是外资中长期加配方向。

图表 25 A 股市场外资持股比例与其他发达市场以及新兴市场对比



数据来源：央行、美联储、英国统计局、日本交易所、KRX、NSE，中航证券金融研究所

2.3 资本市场地位前所未有，投融资改革红利释放支撑 A 股长期趋势

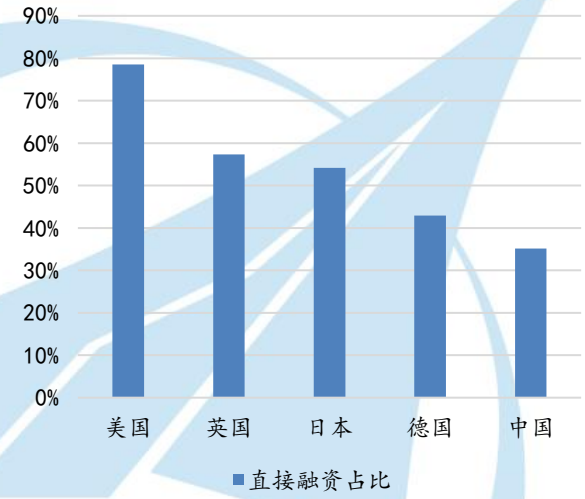
中央对资本市场的重视提升了到了前所未有的高度，大力发展直接融资、培育高效资本市场与服务国家创新发展战略相辅相成。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，面对国际环境的不确定性，坚持创新发展与产业升级将为经济增长的创造新动力。过去我国长期依赖以基建、地产为代表的旧经济，而重资产的传统产业长期依赖银行信贷，滋生了债务率高企和影子银行等风险。而新经济中的科技创新企业则需要更多的股权市场的直接融资，未来经济内部结构调整与产业升级需要融资结构的变化。充分发挥资本市场支持实体部门增长、连接金融体系的枢纽作用是实现新经济持续增长的重要保障。

居民财富向资本市场转移提供增量资金，与产业升级、直接融资发展形成正向循环，助推股市趋势稳健上行。近十余年来房地产资产价格上涨驱动居民储蓄大量流入房地产，我国房地产投资甚至投机趋势比较明显。随着我国经济增速换挡，宏观调控注重逆周期调节，货币政策不再“大水漫灌”，并在防控金融风险的要求下，抑制资金流向房地产业。同时政策推动金融服务实体经济的质量和效率提升，也有助于原先囤积在房地产市场的资金逐渐流入证券市场。

2.3.1 拓宽科技企业上市渠道支持产业升级，资本市场改革红利不断释放

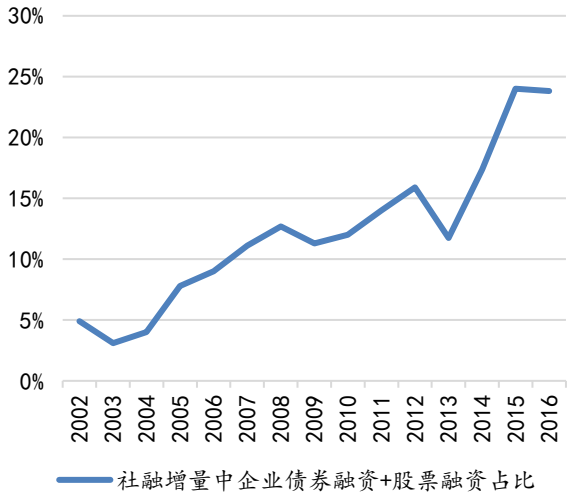
国际经验显示，一国的股权资本市场越发达越能促进高新技术产业的创新发展，而银行信贷主导则对企业创新存在抑制作用。德国、法国等以银行间接融资主导的经济体的技术创新主要集中于成熟企业的技术改良，而直接融资主导的美国则涌现了大量科技企业，美国股权投资的兴起与繁荣推动美国科技创新发展。上世纪八十年代起，美国经济逐步向高新技术产业的转型，离不开资本市场上多层次的机构投资者。大量的风险投资机构与私募股权投资基金，纷纷投向半导体、通讯、互联网以及生物医药等拥抱新兴产业，代表新经济的创新企业不断涌现。而传统意义上的银行信贷融资主导型的日本，在上世纪九十年代实施金融自由化改革，企业大力发展资本市场直接融资，金融结构逐渐趋近于市场主导融资的国家。我国资本市场起步晚、发展相对不成熟，企业融资结构中直接融资比重远低于其他发达国家。虽然近年来我国直接融资的比重有所上升，但增量主要的变化来自于企业债券融资额的增加。

图表 26 2019 年各经济体非金融企业融资结构对比



数据来源：CEIC，中航证券金融研究所

图表 27 我国社融增量中直接融资方式占比提升

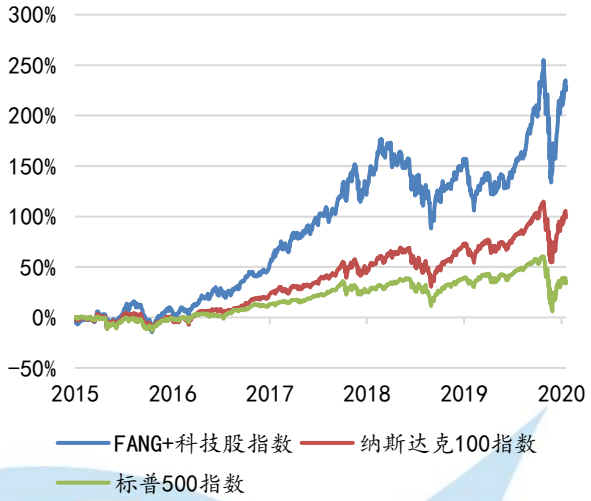


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

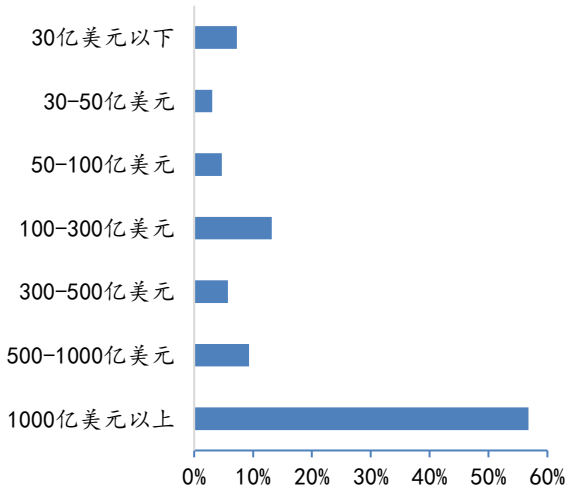
发达的资本市场拓宽了企业融资渠道，资本市场成为经济发展的真实映射。上世纪 80 年代起，美国通过变革上市制度、扩大市场覆盖面、交易所市场内部分层建立了发达的多层次的股权资本市场，助推美国互联网科技革命。纳斯达克为新经济企业做大做强提供便利的融资环境，培育了微软、苹果、谷歌等众多互联网科技巨头公司。同时，互联网等新兴企业丰富了资本市场标的，将科技革命的红利通过经营业绩的持续增长回报给国内的投资者，进而吸引更多的资本市场增量资金，从而形成正反馈循环，形成了新一代科技股投资浪潮。2014 年，美国将上市科技股龙头编制了 FANG+指数，该指数相对于大盘的超额收益明显。中长线资金倾向于选择配置那些大市值、成长性好、业绩具有持续性的公司，龙头科技公司不断做大做强。据彭博 2020 年 6 月末数据，美国纳斯达克总市值在 1000 亿美元以上的有 22 家，占

板块整体市值的比重超 57%。前 5 家（即 FAAMG，Facebook、亚马逊、苹果、微软、谷歌）市值均在 6000 亿美元以上，市值权重近四成。

图表 28 FANG+科技股指数近五年累计收益率领先于大盘



图表 29 纳斯达克不同市值区间的股票市值占比（6 月末）



数据来源：Bloomberg，中航证券金融研究所

未来更多科技企业登陆 A 股市场，产业升级将成为提升 A 股长期收益的重要驱动因素。政策层面对创新企业登陆资本市场营造了良好的环境，A 股市场科技股的投资价值值得长期关注。长期以来我国股票市场呈现牛短熊长的特征，近十年沪深 300 指数年化涨幅仅 5.0%，长期收益远远低于我国名义 GDP 年同比增速，显示股票投资并未完全获取我国经济增长红利。而随着 2018 年资本市场改革科创板试点注册制启程，资本市场的重心聚焦服务科技企业上市、支持产业升级，政策支持的“新技术、新产业、新业态、新模式”的科技股逐渐成为资本市场的主线。结合历史走势来看，A 股科技股的长期市场表现大幅跑赢市场。我们选取中证 800 行业指数——中证信息技术指数表征 A 股科技股的历史表现。截至 2020 年 8 月，近 10 年以来中证信息技术指数累计上涨 141.6%，而中证 800 指数同期累计收益率 57.4%，尤其是 2018 年末以来二者走势差距扩大。而 2019 年四季度以来创业板估值扩张进一步抬升了科技股市值占比，中证信息指数的市值占比由 10 年前的 2.1%最高上升至 10.0%。

图表 30 中证信息技术指数与 A 股市场指数的走势对比



图表 31 中证信息技术指数总市值占中证 800 指数总市值的比重变化



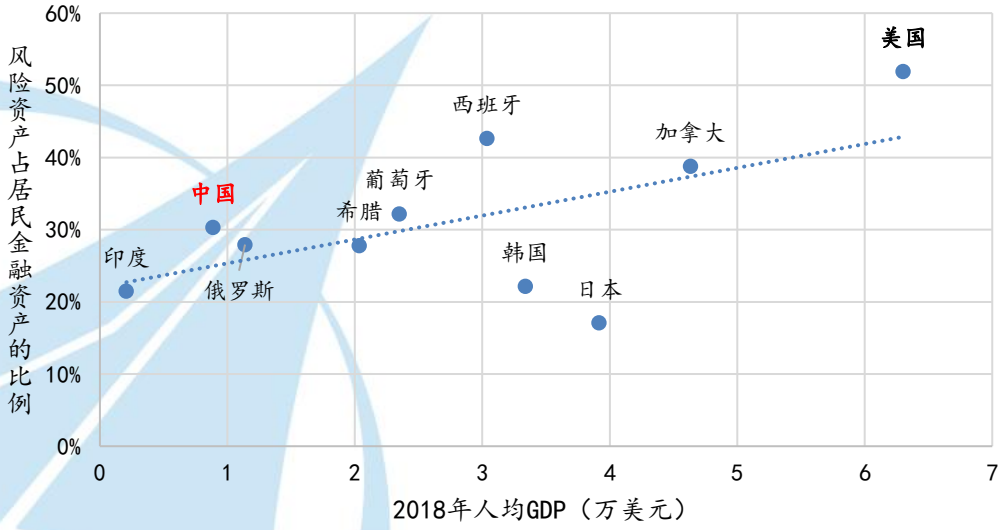
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

2020 年资本市场深化改革措施不断落地，自上而下推动制度红利释放。2019 年“深改十二条”的提出标志着资本市场改革已进入新周期，2020 年以来中央高层会议和文件频繁提及资本市场，对资本市场改革的重视达到了前所未有的高度，强调发挥好资本市场的枢纽作用，改革自上而下从融资端、投资端和机构端全方位持续加速。3 月 1 日起新证券法正式实施生效，为从融资端和投资端发力为资本市场改革提供根本法制保障。融资端改革的目的是提升上市公司质量，包括创业板改革试点注册制，新三板设立精选层引入转板机制等在内的各项任务稳步推进，将有助于市场向“上市易、退市易”的方向转变。2 月再融资新规落地，证监会修改包括降低发行条件、放开减持限制、优化非公开发行制度安排、延长批文有效期等。7 月初科创板再融资管理办法业已出台，推出小额快速融资制度，支持更多“硬科技”企业利用资本市场发展壮大。上述再融资领域改革，旨在深化金融供给侧结构性改革，进一步提高直接融资比重，增强金融服务实体经济的能力。投资端改革着眼于提升资金的质量，中国的机构投资者，资金来源本质上还是个人投资者。鼓励机构投资者做大做强、吸引长期资金入市的本质，就在于使居民储蓄从直接入市过渡到间接入市，通过机构投资者参与股票投资，最终实现资金质量的提升。8 月 24 日，创业板注册制将迎来首批上市公司，存量改革后创业板在上市、交易、退市环节全面实现市场化。目前创业板上市企业新经济的成色略显不足，主要集中在医疗、电子、电气设备等行业。而科创板已经吸引了大批半导体产业为代表的高新技术产业和战略性新兴产业的企业上市，半导体行业占科创板的市值权重约四分之一。短期来看，市场担心创业板试点注册制增加市场的供给压力，分流效应扰动创业板走势。但注册制下的创业板与科创板制度相似、定位互补，创业板重点支持传统产业与四新经济深度融合，管理层会更加重视资本市场稳预期工作，改革红利将促进中长期市场风险偏好提升。

2.3.2 居民资产配置股票的比例将提升，为 A 股提供增量资金

经济发展和居民收入水平的提升有助于提高金融资产中风险资产的占比。国际经验显示，人均 GDP 较高的国家，其居民对风险资产的配置比例也通常较高，人均 GDP 与居民金融资产中股票和债券资产占比存在较明显的正相关性。一方面，随着人均 GDP 的提升，经济发展水平和居民财富同步增长，居民对金融产品的风险容忍度提升；另一方面，更高的人均 GDP 也通常对应更为成熟的资本市场、更多元的金融投资产品，居民的投资意识与实践也往往更丰富，出于分散化配置以提高风险收益比的需求，风险资产的配置比例也倾向于提升。我们推测，随着中国人均 GDP 超过 1 万美元，寻找收益、分散风险的需求可能导致居民资产配置模式发生转变，未来金融资产尤其是权益资产在居民财富中的比例将会显著提升。

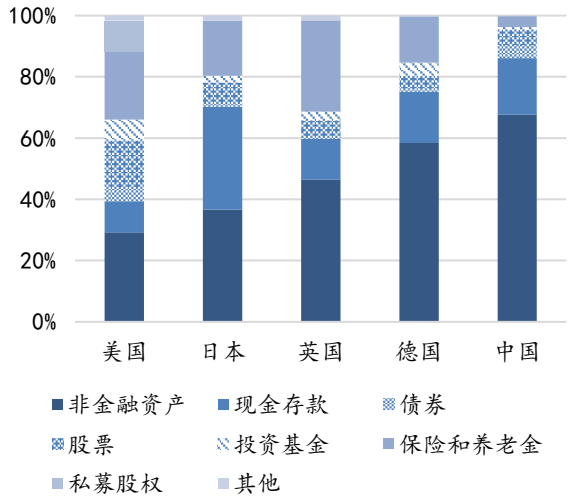
图表 32 各国居民部门金融资产中风险资产占比与人均 GDP 的相关性



数据来源：CEIC，世界银行，中航证券金融研究所

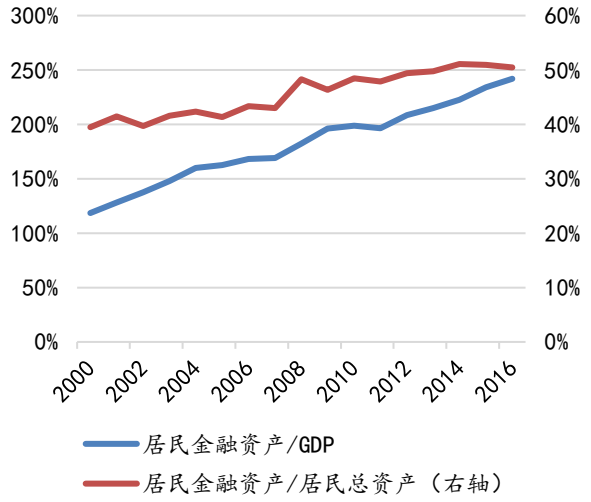
资本市场快速发展将驱动我国居民资产配置转向权益市场投资。我国是高储蓄率的国家，而居民财富中金融资产的占比远低于欧美发达国家，不仅远远低于直接融资模式主导的美国，还低于银行信贷融资主导的德国和日本，居民金融资产配置还有巨大空间。而我国居民在金融资产配置方面呈现出低风险偏好，银行存款、货基理财、信托、保险等产品占比相对较高，股票资产占比相对较低。正是由于股市表现牛短熊长特征，居民资金倾向于短线炒作，并未选择长期配置权益资产。近年来随着国家大力发展直接融资，居民资产配置意识加强，资本市场的发展为居民资产配置转向风险资产创造了条件。居民金融资产配置变化也为资本市场拓宽了资金来源，为企业拓宽了直接融资渠道，提高资本市场投融资效率。金融资产占总资产比重总体呈上行趋势，存款搬家利好风险资产投资，股票与证券投资基金在居民资产中配置比例将有望提升。

图表 33 2019 年各经济体居民资产配置结构比较



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 34 我国居民金融资产配置比例呈上升趋势



数据来源：中国社科院、中航证券金融研究所

此外，随着资管新规要求去除通道、打破刚兑、期限匹配，信托类产品可能让位于具备专业投资能力的资管机构如公募基金等，这将为 A 股市场带来增量资金。最后，在当前低利率、低通胀的全球宏观环境中，实际利率可能在较长时间维持相对低位，居民可支配收入可能更多流向金融资产。**伴随直接融资与资本市场改革红利释放，居民金融资产中的权益资产可能会获配更大比例，这是支持我们研判未来 A 股结束牛短熊长走势的重要理由。**

三、 总结及风险提示

综上所述，相较于其它主要股市，A 股在过去二十年呈现出暴涨缓跌的牛短熊长的特征。究其原因，在于粗放的逆周期调节政策下过量的流动性导致的估值泡沫以及散户为主的投资者结构导致的非理性交易。当下宏观政策立场、投资者结构、资本市场地位等三方面因素出现了本质的变化，助力 A 股格局从“牛短熊长”向“长期慢牛”转变。2020 年或许就是牛短熊长的终结之年。

风险提示：中美摩擦恶化，疫情超预期反复。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640118070026，香港大学金融硕士，宏观策略分析师。
郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640118110026，迈阿密大学金融硕士，研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。