国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200720

【财经新闻】

- 证券日报：更高比例权益投资成“好险企奖品”，资本市场听得懂
- 证券时报：加强与国际市场联动性 延长 A 股交易时长正当时

【行业动态与公司要闻】

- 中国证券报：分散风险降低组合波动率 黄金具备长期配置价值

【国都策略视点】

- 策略周报：提估值阶段渐入尾声，中线逻辑回归至基本面

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3214.13	0.13
沪深 300	4544.70	0.63
深圳成指	13114.94	0.91
中小板综指	12172.85	0.93
恒生	25089.17	0.47
国企	10203.57	0.69
恒生 AH 溢价	131.23	-0.14
标普 500	3224.73	0.28
NASDAQ	10503.19	0.28
MSCI 新兴市场	1055.06	0.86

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	休闲服务	658.30	7.48
2	国防军工	1947.80	3.00
3	建筑材料	1532.22	2.90
4	家用电器	1207.39	2.79
5	农林牧渔	2160.95	1.95

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.77	0.10
纽约期金	1812.00	0.85
伦敦期铜	6437.00	0.42
伦敦期铝	1663.00	-0.33
波罗的海干散货	1710.00	0.65

研究员:王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人:时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

- **证券日报：更高比例权益投资成“好险企奖品”，资本市场听得懂**

【证券日报】证券日报头版刊文称，上周五，有两个消息引起了笔者的关注，一个是银保监会将对保险公司权益投资比例实施差异化分类监管；另一个是国家外汇管理局新闻发言人表示，人民币资产在全球范围内有非常好的投资价值。这两个消息的背后有一个共同的相关方，那就是资本市场。

实际上，近年来，引导更多中长期资金入市一直都是监管层的重点工作之一，资本市场也通过不断深化改革、优化基础制度、提升交易便利性和效率等来不断构建中长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。而银保监会对保险公司权益投资比例实施差异化分类监管的政策，影响的是“愿意来”的前置节点——“可以来”。

数据显示，目前，保险资金权益类资产配置较为稳健。截至 2020 年一季度末，保险公司权益类资产余额为 4.38 万亿元，占保险资金运用余额的 22.57%。离新政策的“可以来”基准线尚有距离。按照最新的险企权益类资产监管比例，最高可占到上季末总资产的 45%，未来险资权益投资的空间还很大。

7 月 17 日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，核心是对保险公司权益投资实施差异化分类监管，这也意味着保险公司里的“好孩子”和“坏孩子”未来的权益投资境遇将面临重大区别。

“好孩子”的自主运作空间加大，配置权益类资产的弹性和灵活性不断增强，最高可占到上季末总资产的 45%；而对于偿付能力充足率不足、资产负债管理能力及风险状况等指标都较差的“坏孩子”，将面临不得新增权益类资产投资或是权益类资产监管比例不得超过 15%。而此前，所有保险公司权益投资比例的上限统一为 30%。

对险企权益类资产投资实施差异化监管，一方面利于保险公司进行稳健投资，有效防范投资风险，另一方面，从引导资本市场长期资金入市的角度来说，差异化监管是监管部门前置了对保险公司的规范要求，把可能出现的潜在风险堵在了投资之前，更有利于体现险资价值投资的理念，更好地发挥保险资金对市场的稳定作用。

随着资本市场各项改革的深入推进以及对各类违法违规行为零容忍、资本市场生态环境进一步优化，价值投资理念逐渐成为主流，不仅越来越多的国内长期资金愿意来，而且境外长期资金也纷沓而至。

7 月 17 日，国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英在国新办举行的上半年外汇收支数据新闻发布会上表示，人民币资产在全球范围内还是有非常好的投资价值。事实上，境外资金中长期增持人民币资产的格局没有变。

根据国家外汇管理局数据显示，今年以来，境外投资者持有境内股票和债券的余额总体是上升的。截至 6 月末，境外投资者持有的境内债券余额 3691 亿美元，持有的股票余额 3684 亿美元。这两个数据都接近 3700 亿美元，比 2019 年末的余额分别上升了 13%和 16%。特别是，二季度境外投资者增持境内股票 232 亿美元。

对于长期资金来说，无论是国内还是国外，中国资本市场至少有两大引力：一是正在全面推进深化改革的中国资本市场，投资环境越来越好；二是中国经济基本面长期向好，特别是在目前全球新冠肺炎疫情尚未结束的情况下，中国经济呈现出强大韧性，中国资本市场良好投资标的数量增多。在“可以来”标准放宽后，更多长期资金“愿意来”、“留得住”将可以预期。

- **证券时报：加强与国际市场联动性 延长 A 股交易时长正当时**

【证券时报】资本市场全面深化改革、加快对外开放，吸引了海内外资金增加对 A 股市场的长期配置，并引发 A 股在今年疫情期间走出了较为强劲的上涨行情。今年上半年，北向资金共净流入 1181.5 亿元，说明中国股票市场对全球资本的吸引力在不断提升。

延长 A 股交易时间有助于活跃交易，改善市场定价效率，加强与国际市场的联动性，增强 A 股市场的国际竞争力，助力沪深两地建设具有全球影响力的国际金融中心。这些潜在的益处将显著超出相关市场主体一次性升级软硬件的支出和额外承担的人力成本。特别是新冠肺炎疫情暴发以来，中国资本市场全面深化改革有序推进，对外开放步伐加快，韧性彰显，活力涌现，延长 A 股交易时间的改革正当时。

当前，不考虑盘前的集合竞价时段，A 股交易时间分为上下午两个时段，共 4 小时整，上午时段为 9：30-11：30，下午时段为 13：00-15：00。这一安排确立于中国证券市场创立初期，延续至今。

与上个世纪 90 年代创立初期相比，A 股市场已发生巨大变化。特别是去年以来，中国修改了《证券法》，加大了对证券市场违法犯罪行为的打击力度，推出了科创板注册制试点，创业板改革并试点注册制、新三板改革也在紧锣密鼓推进中。

对外开放方面，全面取消了 QFII、RQFII 额度限制，提前放开证券基金、期货机构外资股比限制，落地了多家外资控股证券公司。

资本市场全面深化改革、加快对外开放，吸引了海内外资金增加对 A 股市场的长期配置，并引发 A 股在今年疫情期间走出了较为强劲的上涨行情。今年上半年，北向资金共净流入 1181.5 亿元，说明中国股票市场对全球资本的吸引力在不断提升。

A 股当初设立的较短交易时段，已难以满足当前市场国内外投资者的需求。

多年以来，市场一直存在延长 A 股交易时间的呼吁。今年两会期间，全国人大代表李东生、全国政协委员李维平分别提出了议案和提案，均建议延长现有的股市交易时间，引发投资者热议。

A 股交易时长在全球主要股市中最短

沪深两家证券交易所正常交易时间为 4 小时，在全球主要股票市场中最短。

一般来说，较为成熟的市场，交易时间都安排得较长。比如，纽约证券交易所和纳斯达克交易所，股票交易时长为 6.5 小时，远超沪深市场。伦敦证券交易所的交易时间更是长达 8.5 小时；德国法兰克福证券交易所和巴黎泛欧证券交易所也是 8.5 小时。

为了增强市场竞争力，亚太地区的交易所也纷纷增加交易时长。比如，台湾证券交易所于 2000 年推迟闭市时间，交易时长增加到 4.5 小时；东京证券交易所在 2011 年缩短午间休市时间，交易时长增至 5 小时；香港交易所多次延长交易时间，交易时长达到 5.5 小时；新加坡证券交易所取消午间休市，交易时长达 8 小时，已接近欧洲主要交易所的交易时长。

与全球交易体系重叠不足

当前，全球金融市场已经形成了全天候运行网络，不同时区、不同地域的股票市场交易时段相互重叠，以保持全球交易的连续性。全球主要证券交易所中，欧美多采用无间断交易的时段设计。在亚太地区，澳大利亚、韩国、新加坡和台湾地区等目前都是全天无间断交易。不少亚太地区的主要股票市场都尽量使自己的交易时间能衔接上其他主要市场的交易时间，还争取与欧洲三个主要证券交易所的夏令时交易时段存在重叠。

比如，新加坡证券交易所于北京时间 17:00 休市，在 2011 年取消午休时间后，不仅能与欧洲主要证券交易所实现 2 小时的交易时间重叠，还实现了无间断交易，大大增强了对国际资金的吸引力。

香港地区的证券交易所虽然不是全天无间断交易，但其交易时段和欧洲主要证券交易所也存在 1 小时的重叠。

对比起来，沪深市场不仅午休时间长达 1.5 小时，而且闭市时间恰好就是欧洲三大证券交易所夏令时的开市时间，与全球交易体系的交易时间重叠明显不足。

亚太市场延长交易时间效果明显

2011 年，新加坡、香港地区和日本的证券交易所均延长了交易时间。交易时间延长后，市场交易量都有明显提升。以香港为例，自 2011 年 3 月 7 日起，香港股市将交易时段由每日 4 小时延长至 5 小时；自 2012 年 3 月起，午间休市时段又缩减了 30 分钟，休市时间为自 12:00 至下午 13:00，交易总时长延长至 5.5 小时。港交所延长交易时长的目的，就是要与内地股市有更多交易时间上的重叠，让在香港发行的内地证券有更充分的价值发现机会，提升竞争力。从 2011 年第一阶段港交所延长交易时间的统计来看，成交额增加了约 7%。

而韩国为了增强与中国等其他亚洲国家股市的联动，先是在 2000 年取消了“午休制”，自 2016 年 8 月 1 日起，又将交易时间由 9：00-15：00 延长为 9：00-15：30，将交易时长增加至 6.5 小时。此后，韩国股市的流动性也得到了显著增长。与亚太主要股票市场类似，中国央行自 2016 年 1 月初起延长银行间外汇市场的交易时间，完善了人民币汇率价格发现和形成机制；上海黄金交易所自 2019 年以来也先后两次延长交易时间，与国际黄金市场进一步接轨，提高了市场交易的流动性和效率。

亚洲各主要交易市场如此积极地延长交易时长，说明此项制度改革确实对提升市场竞争力大有益处。在中国金融行业对外开放提速、国际化程度提升、国际资金涌入之际，适当延长 A 股交易时长实有必要，也是一张可以打出来的好牌。

A 股市场定价效率待提高

A 股市场交易量巨大，换手率领先全球主要市场，这是不争的事实。同时，大量研究显示，A 股市场总体定价效率仍较低。多年来，市场各方也在努力进行改善，从制度上引入各类衍生品及看空机制，推出股指期货、融资融券、个股期权等业务，效果已有所体现。

以 A 股的同步性指标来看，中国 A 股市场回报率能解释个股波动的比例高达 40%左右，处于全球主要市场中最高的水平，近十几年并未有实质性的下跌。这说明，A 股的价格波动中蕴含的与个股内在价值相关的信息较少，投资者多根据宏

观信息进行交易决策。而这恰恰说明，A 股的定价效率还有较大改善空间。

2020 年 4 月 9 日正式公布的《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，强调推进资本要素市场化配置，其中,完善股票市场基础制度是重要的着力点。结合当前中国经济高质量发展、加大资本市场服务实体经济力度的需要，进一步完善包括交易时段在内的 A 股市场制度设计，增进市场定价效率，实有必要。

延长交易时间利弊分析

按照信息不对称理论的观点，连续交易有助于将私有信息反映到价格中，倘若交易时间不足，市场信息可能难以被及时反映在价格中，从而降低市场流动性，削弱市场的定价效率，进而影响市场的竞争力。按照隔夜风险理论的观点，非交易时段过长将会导致股票市场有更大的波动。另外，对投资者而言，如股市交易时间过短，可能因交易时间与工作时间冲突等原因而失去交易的机会。

因此，延长股市交易时间会丰富市场的参与群体，增加市场对信息的反应时间，有助于减少波动，增加交易量，提升定价效率。

当然，延长股市交易时间同样也存在不少潜在的成本。理论上，倘若交易时间过长，导致投资者参与交易过于分散，可能会在某些时段引发市场出现流动性不足的状况。延长交易时间需要相关市场主体对交易软硬件系统进行升级，以处理延长交易时段的相关业务，这会增加相应的人力物力成本。考虑到中国股市历来交投活跃，交易所和证券公司历来高度重视交易信息系统升级换代，这些新增成本应该都在可承受范围之内。

总之，延长交易时间不仅可以提高股票交易量，增加券商收入，更重要的是有助改善市场定价效率，加强与国际市场的联动性，增强 A 股市场的国际竞争力，助力沪深两地建设具有世界影响力的国际金融中心。这些益处大大超出了以上提到的潜在成本。

延长交易时间具体建议

建议分步延长 A 股交易时间。具体实施次序为：首先延后下午时段的闭市时间，然后是缩短或取消午间休市，最后待时机成熟，再考虑逐步提前开市时间。

步骤一，延长下午时段交易至 16:00。延后下午时段交易闭市时间，主要考虑为增加与香港证券市场的同步性，且与欧洲证券交易所产生一定交易时间的交集。这个措施延长的时间本就在中国主流的上班时间内，成本较低，易于实行，因此建议首先实施。

步骤二，缩短或取消午间休市。取消午间休市能使交易时段连续，这也是不少成熟股票市场的选择。若考虑到内地投资者的交易习惯，也可考虑将上午闭市时间由 11:30 延后至 12:00。

步骤三，将开市时间提前至 9:00。东京、澳大利亚和韩国股市均在北京时间 8:00 开市，新加坡和台湾地区股市则在北京时间 9:00 开市。提早交易时间至 9:00 能加大与新加坡、台湾等亚太主要证券交易所的交易时间重叠，加强与国际市场的联动性，可以优先考虑。交易时间如提前至 8:00，就会早于中国主流的上班时间，这会给各方带来较大的调整成本。因此，建议待条件成熟后再来考虑。

【行业动态与公司要闻】

- **中国证券报：分散风险降低组合波动率 黄金具备长期配置价值**

【中国证券报】今年以来，黄金亮眼的收益表现使之成为最受市场欢迎的大类资产之一。截至 7 月 9 日，黄金今年以来涨幅约 18%，价格已突破 400 元/克。当前全球流动性宽松及潜在的通胀风险，在推动黄金价格继续走高的同时也推升了投资者对黄金投资的热情。此外，黄金作为大类资产配置中重要的一环，与股票、债券等传统金融资产相关性较低，因而黄金也是国内多头市场中稀缺的组合分散化标的，具有重要的配置价值。

黄金投资价值凸显

黄金涨跌的核心是与信用货币（纸币）之间的地位博弈。而所有关于黄金的涨跌因素都是这一博弈的不同表现，比如货币的超发、高通胀、地缘政治的风险等。归纳起来，对黄金价格的利好因素包括弱势美元、实际负利率、无限量的纸币供应以及对未来不确定性的紧张情绪等；对黄金价格的利空因素则包含强势美元、高利率的维持和紧缩的货币政策等。历史上，黄金牛市几乎都发生在高通胀时期或者利率处于下行通道时期。

今年以来，全球疫情蔓延，为对冲经济受到的冲击，欧美央行普遍通过“无限量 QE”的宽松模式为市场提供流动性，

同时采取积极的财政刺激政策。美联储资产负债表规模在短期内暴增，至 7 月初已超过 7 万亿美元，相比于年初的 4 万亿美元增长了近 80%，不断创出历史新高。同时，美国市场的名义利率一路下滑，几乎已到了降无可降的地步，十年期国债收益率从年初的 2%已下跌至约 0.65%。欧洲更是早已走向了负利率时代，截至 7 月 9 日，欧元区十年期公债利率已降至-0.42%。可以看到，当前全球的宽松之路必然带来名义利率低下以及风险对冲的配置需求。

对比 2008 年的市场情况来看，当时在经历了市场流动性极度短缺之后，美联储通过三次降息、开启 QE 等一系列手段解决流动性问题并刺激经济，而同时带来的是低利率与市场通胀预期，导致美元货币信用受损，黄金开启牛市周期。自 2008 年底美联储开启宽松之路，黄金的涨幅领先于其他资产，半年涨幅约 30%。当前受制于疫情影响，全球经济活动停滞，且原油等大宗商品价格处于低位，未来经济活动一旦回暖，原油重新找到上涨动力，市场可能迎来由原材料上涨以及前期过度宽松带来的通胀上行环境，黄金则有望迎来大周期行情。

对于黄金价格的后市展望，可以推演两种可能的情景：若疫情继续发酵，对经济活动的影响进一步加剧，全球货币宽松力度加大，名义利率继续下行，金价有望上涨；而如果经济逐步恢复，需求的改善将使得通胀预期快速上升。预计美联储在短期内退出宽松的可能性不大，实际利率尚有下降的风险，金价有望进一步创出新高。

今年以来，市场对黄金的投资热情也能从黄金 ETF 的规模增长上可见一斑。SPDR GLD 基金是当前全球最大的黄金 ETF，最新规模约 700 亿美元，与年初的 437.25 亿美元相比，规模增长超过 60%。2020 年以来，SPDR 的净申购量显著放大，基金持有黄金达到 1200 吨，可以看出今年以来投资者对于黄金投资的需求旺盛。同时，今年以来多国央行开始增加黄金储量，截至 7 月，全球央行净增加黄金储量 323.7 吨。CFTC（美国商品期货交易委员会）公布的黄金非商业持仓显示，最近一月黄金非商业多头持仓快速上升，截至 7 月 7 日，非商业多头持仓 33.703 万张，空头持仓 6.9672 万张，多头持仓显著高于空头持仓，市场对黄金的投资热度未减。

长期配置黄金是理性选择

除了由其抗通胀性、对标美元等特点带来的投资价值之外，黄金作为大类资产中重要的一环，与股、债之间相关性低，因而具有降低组合波动率、分散组合风险的长期配置价值。国内主流的资产配置大多集中于股、债配置，使用 2008 年以来的月度数据进行测算，黄金与沪深 300 的相关性为 19.86%，与国债、企业债指数相关性分别为-7.71%与-14.01%。这种资产间的低相关性使得在股债组合中加入黄金后，组合波动率和最大回撤显著下降，用于衡量风险调整后收益的夏普比率则有所提高。黄金兼具商品与货币双重属性，是当前国内市场上稀缺的组合分散化标的，适合投资者进行长期配置。

另外，黄金是对冲各类市场短期风险的有效配置工具，通过配置黄金来抵抗“黑天鹅”风险有其不可替代的价值。因此，面对复杂市场的未知，常怀敬畏之心，长期配置黄金类资产来对冲风险将是理性的选择。

【国都策略视点】

■ 策略周报：提估值阶段渐入尾声，中线逻辑回归至基本面

一、近中期市场研判：提估值阶段渐入尾声，中线逻辑回归至基本面

1、提估值行情或入尾声。近期在国内外经济数据恢复普遍好于预期、且主要经济体逆周期宽松政策中期内预期持续，提升全球市场风险偏好。七月上旬 A 股在低估值蓝筹发力下，指数进入加速上涨阶段。经过前期大蓝筹快速补涨、指数加速上涨后，A 股大盘蓝筹股（沪深 300）估值已修复至均值上方 13%，小盘成长股（创业板指）估值已持续上升至历史峰值附近；参考当前 10 年国债利率 3.0%，当前 A 股主要指数估值所隐含的风险溢价率已收窄至五年低位，反应当前市场风险偏好已回升至五年高位水平。

七月中旬，受监管层对场外配资等非法行为的及时警示等市场化法治化降温举措、中美关系再次紧张等外围环境扰动、上市公司中报等基本面验证窗口期等多重压力影响，A 股呈现快速调整态势；上周 A 股主要指数普遍下跌 4-5%，TMT、商贸、非银金融、房地产、银行等七月上旬领涨的科技成长、大金融板块转为领跌 9.2-5.5%，而建材、农业、公用事业、轻工、家电、化工等中游行业为主抗跌性较强。

2、近中期判断：“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，市场有望重回至股指缓升结构轮动。受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢，同时全球疫情蔓延扩散超预期、尤其美国疫情防控不得力下拖累全球经济全面重启进度，外需恢复或存在再次衰竭风险，使得经济整体呈现弱恢复态势。而经济弱恢复下，逆周期政策有望保持，政策退出或缓慢，宽货币转至稳货币，但宽信用扩财政政策有望延续。

同时，资本市场改革加速推进，一方面注册制试点推广在即，有望持续改善上市公司质量结构，另一方面，加大引导险资（近

日银保监会发布优化保险公司权益类资产配置监管文件，根据险企综合偿付能力充足率指标而设置不同档位的权益类资产配置比例上限，最高上限由此前的 30%显著提高至 45%；截至 20Q1 季末，保险公司的权益类资产配置比例为 22.57%，其中，长期股权投资占 10.05%，二级市场股票和基金占 12.82%。权益类资产配置差异化新政下，综合预估每年险资增量资金可达 3000-5000 亿元)、公募等机构资金入市规模正在落实，加码落地释放的制度红利，居民财富加大权益资产配置已成趋势，提升中长线资金入市动力。经济弱恢复政策缓退出改革强落地的宏观政策组合调整之前，近中期 A 股指数震荡缓升格局仍有望维持。

3、近中期展望，市场主逻辑回归至基本面。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑为流动性宽松、无风险利率下行的估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，估值分化较为极致，牛市下半场的驱动主逻辑将以基本面为主，即业绩上升驱动股价上涨为主，该逻辑在未来 1 年经济逐季恢复上行周期将得到支撑。整体判断，本轮提估值行情或入尾声，下半年若经济恢复动能超预期、货币政策边际收敛趋势确立，则估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，届时结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨、业绩超预期中期景气上行的科技龙头股为主。

二、近期市场焦点：三大验证窗口期将至，风格轮动结构至上。

7 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期，上半年宏观经济已公布，本月底中央经济工作会议的宏观政策定调、上市公司财报窗口期的开启、货币政策边际变化验证期的临近，7 月上中旬市场经历增量资金跑步入场推升的急涨行情-监管及时降温下指数与个股快速调整后，近期市场大概率回归至指数震荡缓升、风格轮动结构至上的行情。

1、宏观经济与公司财报等基本面验证与预期调整。二季度经济增速略超预期，工业、投资、消费等增速连续第四个月改善，但供给端恢复强于需求端、投资端基建、房地产恢复弹性明显强于制造业，结构分化显著而均衡性不足，后疫情中的经济恢复持续性有待验证。同时，结合已发布 20H1 业绩预告的分布情况来看，较 20Q1 同比例预告进度的状况有所改善，预喜占比提升而预警占比明显收窄，预喜个股主要集中于消费必需品、畜牧养殖、医疗器械、生物疫苗、线上服务、数据中心云服务、消费电子、新能源等行业。

2、宏观政策预期修正期。中央经济工作会议对下半年宏观形势与政策的研判与部署，对下半年市场环境、投资逻辑与主线的指引清晰；随着后疫情国内经济逐步回暖，下半年货币政策边际收敛是否存在超预期可能？

3、资本市场制度红利兑现高峰期及年内解禁洪峰期。本月底资本市场系列改革进入密集落地期，上证指数编制方案修订、科创板 50 发布、创业板注册制发行等，或为年内资本市场制度红利兑现高峰期；

同时，七月解禁流通峰值下减持压力上升，短期或压制估值偏高的部分科创股：7 月为年内 A 股解禁高峰近六千亿元（其中科创板 7 月 22 日解禁约两千亿元），此前两市已有 158 家公司合计 271 名重要股东发布减持计划；同时，市场快速反弹部分个股估值已至高位，大小非减持压力上升，七月中旬沪深两市共有 407 家上市公司遭产业资本减持，减持规模创年内新高至 354 亿元。七月科创板首轮解禁高峰压力下，短期或压制估值偏高的科创股。

综上判断，以上七月下旬的几大窗口期，若下半年宏观经济底部恢复趋势及货币政策边际收敛确立，同时受资本市场制度红利集中兑现落地、解禁峰值压力期压制高估值科创股等影响，市场风格经历阶段性快速轮动后或逐步明朗确立，低估值顺周期蓝筹股下半年能否确立领涨？

4、防范未来一段时间外围市场震荡风险。一是美股二季度业绩大幅下修风险；二是 7 月底美国政府针对疫情向居民发放的失业救济金即将到期，而近一个月美国疫情第二波反弹显著，6 月下旬以来部分经济重启计划被迫推迟，届时美国两党能否就第二轮救济金援助方案达成一致，存在不确定性；以上两大外部风险或将促使美股高位积蓄的震荡压力再次快速释放，叠加全球避险情绪上升期的美元升值、人民币汇率被动承压，届时或加剧陆股通资金净流出压力。

三、中期市场研判主要逻辑：中期经济有望恢复上行，牛市下半场回归基本面为主

1、经济进入后疫情恢复期。3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-6 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善，经济已由一季度疫情暴发与大力防控期的显著下滑进入后疫情期的常态化防控下的经济恢复期。

从季度或月度几大主要经济指标来看,均验证经济活力恢复:一实际/名义 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%/-3.3%转正至 20Q2 的+3.2%（好于市场一致预期+2.9%）/+5.3%，20H1 实际/名义 GDP 同比-1.6%/-0.9%；二表征工业生产活跃度的工业产能利用率已自 20Q1 的历史低点 67.3%回升至五年均线下方附近的 74.4%；三全社会用电量同比增速已从 2 月的低谷-10.1%逐月回升，4 月起转正且持续上行至 6 月的+6.1%；四社融信贷月度新增规模连续四个月超预期，制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍连续四个月保持在 50 荣枯线上方。

2、中期经济恢复上行趋势延续。展望下半年，预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业

投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.7%、+6.0%（20 年 GDP 预期同比+2.3%）。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

1）生产端来看，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间。由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升三月，单月工业增速已由 2 月的低谷-25.9%显著回升至 6 月的+4.8%，上半年累计同比降幅已收窄至-1.3%。从结构来看，上中下游工业生产增速基本同步恢复，且专用设备、计算机通信电子、医药已连续 2-3 个月保持累计正增长（增速在低个位数），而汽车、家具、家电、铁路船舶设备、纺织、通用设备、塑料橡胶等近四个月的累计增速升幅居前（升幅在 20-30 个百分点）。

需要指出的是，工业生产供给端二季度已较快恢复，且已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

2）投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。

固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷-24.5%，逐月显著回升至前 6 月的-3.1%，回升节奏与幅度好于预期；分结构来看，投资增速回升主要源自：一是基建投资增速快速上行，主要系今年地方政府专项债前置加速发行（上半年发行量同比大增 54%共 3.79 万亿元），积极财政政策发力，带动基建投资近四月逐月回升，由前 2 月的-26.9%快速回升至前 6 月的-0.1%；二是房地产投资恢复韧性足，在宽信用、利率下行金融环境下，房地产销售整体回暖，房地产投资恢复弹性最大，上半年累计同比增速已转正至+1.9%。

展望下半年，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力；一积极财政政策仍有加码发力空间，加快落实“两新一重”领域投资，基建投资增速有望进一步回升，预计累计增速有望从当前的零附近回升至 8%附近；二下半年制造业投资有望自底部缓升，上半年受经济下行、盈利困难及现金流压力等压制，制造业投资增速回升节奏在三大投资中最慢，上半年累计仍同比-11.7%，预计下半年随着经济进一步回暖至正常增速区间、制造业企业盈利与现金流改善，有望驱动制造业投资回升至零附近（制造业投资增速自 19 年初趋势下行至疫情前的低个位数 2-3%区间）。

3）消费端来看，可选消费回补仍可期。上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期；6 月社会消费零售同比仍为负增长-1.8%，上半年社会消费零售累计同比-11.8%。分项来看，日用品、食品饮料、中西药品、化妆品等必需消费品普遍保持稳定正增长；可选消费回补持续缓慢为主要拖累，装潢家具家电、金银珠宝、汽车、服装、石油等耐用品消费持续同比深度下降双位数以上，上半年普遍累计同比下滑 11-24%；值得指出的是，受 5G 换机带动，通讯产品消费累计增速已自四月转正且持续上升，前 6 月达+5.8%。

上半年受疫情冲击，城镇居民人均可支配名义、实际收入累计同比+1.5%、-2.0%，叠加线下消费场景限制，使得上半年人均支出名义、实际累计同比大幅下滑至-8.0%、-11.2%。展望下半年，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

四、中期风格展望：近期风格轮动，中期业绩相对景气下科技成长趋势占优。

1、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%、107%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 13Q1 至 16Q1 期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由 12Q4 的-16%逐步回升至 16Q1 的高点+63%；而沪深 300 单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G 为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14 年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素。

2）16 年初至 19 年 4 月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深 300 指数较中证 500 指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 16Q2 至 19Q2 期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由 16Q2 的+42%趋势下降至 19Q2 的-28%，且 17Q4、18Q4 四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深 300 受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A 股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G 为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）的监管环境。

2、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19 年 6 月中旬起，国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板 50 指数发布在即）及半导体芯片、5G 建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归，相对收益动力已然具备。

而 20 年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调 OMO、MLF、LPR 资金价格，上半年央行“放量降价”的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自 19Q3 触底回升，19Q3、19Q4 已转正至+22%附近，而沪深 300 稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至 19Q4 的+8%；20Q1 受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深 300 也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19 年 6 月初至 20 年 6 月底，创业板指、中小板指、中证 500、沪深 300 指数分别累计上涨 64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

3、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而触发风格的阶段性切换，一般需要具备两大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾 12 年至 15 年中的成长占优的市场风格周期中，在 14 年 7 月中旬至 15 年 1 月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深 300、中证 100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15 年 1 月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深 300 的业绩景气上行趋势未变，14Q4 至 15Q2 创业板相对沪深 300 的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为 15 年初经济下行压力重现、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

4、中期风格展望：业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是市场监管政策取向的降温信号，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

五、配置建议：以内需确定性板块为主，中期重点把握可选消费及新基建机会。

随着全球主要经济体疫情防控成果的趋势向好，经济社会工作重心已转变至常态化防控、经济重启恢复阶段；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、近中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，

及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块，以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建；具体包括 5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建，及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。

三，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。

风险提示：全球疫情峰值反复，逆周期政策早退出，海外市场震荡等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上