中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
分析师 符旸
证券执业证书号：　S0640514070001
电话：　010-59562469
邮箱：　fuyyjs@avicsec.com

中美关系趋紧等扰动市场情绪，短期调整后上行格局不变

A 股策略分析报告　　2020 年 7 月 19 日

核心观点

- 近日 A 股出现回调，市场交投热情有所降温，其中存在内外部利空因素共振的影响。
- 从外部因素来看，近期美国对中国的挑衅行为明显增加，中美摩擦升级成为市场的重要风险点，对北上资金的流入形成了一定的抑制，进而拖累 A 股大盘的表现。但核大国之间直接爆发热战的概率极小，中美两大经济体完全脱钩也并不现实。同时，中美摩擦升级可能会进一步加大在大选前实现美国经济持续复苏的难度，进一步加大特朗普连任难度。因此我们认为中美关系短期进一步恶化的空间有限，市场负面情绪和预期集中释放之后，后续边际影响有望逐步淡化。
- 从内部因素来看，7 月份以来，一系列事件表明监管层有意给股市“降温”，防止出现市场过热。短期来看，市场情绪会受到一定的打压，但由于本轮上涨行情持续时间较短，投资者资金很多还未进场，配资的情况也比较少，因此预计对股市的影响有限。从长期来看，监管层加强对市场风险的控制和对市场节奏的引导，实际上有利于牛市行情的持续性。
- 今年一、二季度我国 M2 增速持续高于名义 GDP 增速，反映货币处于超发状态。二季度我国经济恢复较快，下半年经济大概率延续复苏方向，上市公司盈利有望见底回升。政策方面，预计下半年货币和财政政策刺激力度将较上半年减弱，但仍将维持宽松和积极的方向。预计国内货币超发和 A 股盈利见底这两个多空判断的核心变量仍将对 A 股市场形成中期支撑。
- 此外，大力发展资本市场成为我国金融改革的必然选择，这一大方向预计在未来数年内都不会发生转变。今年以来，资本市场相关改革措施加速落地，未来改革还将进一步向深水区迈进，市场制度和结构将持续优化。一系列改革措施有望加速引流国内外资金进入 A 股，对市场形成中长期利好。
- 综上，我们认为中美关系趋紧和监管层为市场“降温”等利空因素对投资者情绪造成了扰动，但上述利空并不会持续加剧，市场有望在短期内消化大部分的利空影响。而更为重要的是，中长期牛市形成的基础并未破坏，货币宽松、盈利改善、改革深化等有利因素将继续为市场提供上行动能，内外部资金有望持续流入 A 股，因此短期的调整并不会改变 A 股的上行格局。

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

近日 A 股在快速上攻之后出现了回调，本周上证指数累计下跌 5.00%，止步周线四连阳，创业板指周跌 4.18%，结束了七周连涨。同时两市成交额从 1.7 万亿元附近的高点回落至 7 月 17 日的不足 1.1 万亿元，反映市场交投热情有所降温。

我们认为近期市场的回调存在内外部利空因素共振的影响。从外部因素来看，近期美国对中国的挑衅行为明显增加，如：美国年内第二次批准对台军售项目；美国宣布因“新疆问题”制裁多名中国官员及政府实体；美国国务卿蓬佩奥表示中国在南海的领土声索“完全不合法”，这是美国政府首次在南海领土争议问题上表明立场；特朗普签署《香港自治法案》，终止对香港的特殊待遇地位；美国宣布对涉及“侵犯人权”的中国科技公司员工实施签证限制；甚至有外媒报道，特朗普政府正在考虑全面禁止中国共产党员及其家属赴美旅行等。中美摩擦升级成为市场的重要风险点，对北上资金的流入形成了一定的抑制，进而拖累 A 股大盘的表现。

北上资金目前已经成为影响 A 股的重要力量。截至 2020 年 Q1，境外资金持有 A 股的市值已经与公募基金持有市值基本相当。作为 A 股重要的增量资金来源，北上资金动向与 A 股涨跌具有一定同步性，本轮 A 股的上攻伴随着北上资金的大幅净流入，而近期中美关系的趋紧对北上资金流入带来了负面的扰动。

但核大国之间直接爆发热战的概率极小，中美两大经济体完全脱钩也并不现实。同时，中美摩擦升级可能会进一步加大在大选前实现美国经济持续复苏的难度，进一步加大特朗普连任难度。因此我们认为中美关系短期进一步恶化的空间有限，市场负面情绪和预期集中释放之后，后续边际影响有望逐步淡化。

图 1：16 年至今北上资金累计净流入（亿元）

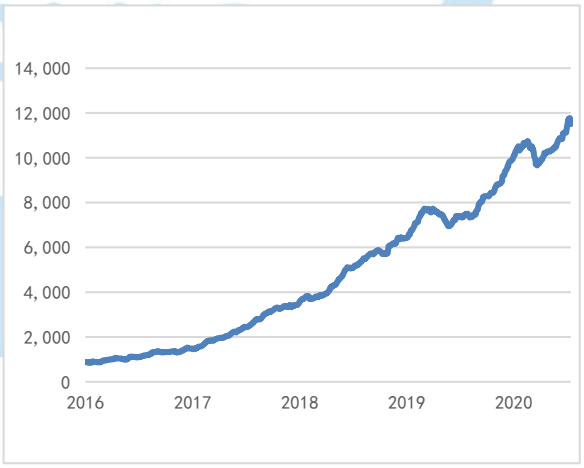
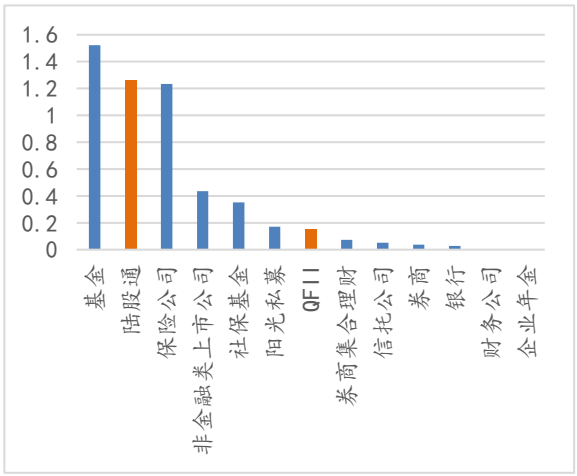


图 2：机构投资者 A 股市值（2020Q1，万亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

从内部因素来看，7 月份以来，国家大基金和社保基金出现密集减持；7 月 9 日晚间，证监会发布消息，严查场外配资，曝光 258 家非法场外配资平台机构名单；7 月 11 日，国务院金融稳定发展委员会召开第三十六次会议，提出要全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求，多措并举加强和改进证券执法工作，全力维护资本市场健康稳定和良好生态。同日，银保监会新闻发言人答记者问，表示严查乱加杠杆和投机炒作行为，督促引导资金“脱虚向实”。以上一系列事件表明监管层有意给股市“降温”，防止出现市场过热，希望 A 股的牛市不是疯牛，而是健康牛。此次监管层在牛市开始阶段即释放降温信号，显然是吸取了 2015 年的经验和教训。短期来看，市场情绪会受到一定的打压，但由于本轮上涨行情持续时间较短，投资者资金很多还未进场，配资的情况也比较少，因此预计对股市的影响有限。从长期来看，监管层加强对市场风险的控制和对市场节奏的引导，实际上有利于牛市行情的持续性。

根据上面的分析，**目前内外部主要利空因素的影响都集中在短期**，对市场中长期的影响有限。同时，上述利空因素也不会令货币超发和盈利见底这两个牛市形成的必要条件出现转向，即牛市的基础并未破坏。

从国内基本面来看，疫情以来 M2 增速持续高于名义 GDP 增速，货币处于超发状态。通常情况下我们可以用 M2 增速与名义 GDP 增速差值刻画货币超发程度，当 M2 增速向上穿越名义 GDP 增速，代表货币开始超发。疫情以来，我国采取了一系列宽松货币政策，促成了社融和 M2 的快速反弹。今年一、二季度我国名义 GDP 增速分别为-3.25%和 5.31%，而 3 月末和 6 月末的 M2 增速分别为 10.1%和 11.1%，反映货币处于超发状态。横向比较来看，2019 年我国 M2/GDP 比例为 2 倍，2020 年一季度末 M2 总量增加至 208 万亿元，M2/GDP 比例提升至 2.12 倍，而同期美国一季度 M2/GDP 比例由 0.71 倍提升至 0.75 倍，对比之下，我国货币超发明显。经济数据表现上，二季度我国 GDP 同比 3.2%，好于市场预期，第一和第二产业 GDP 增速均已恢复至或接近正常水平。同时，6 月工业增加值、固定资产投资和进出口的增速均较前值回升且好于市场预期，6 月社会消费品零售总额增速虽然弱于预期，但也在逐步改善。总体而言，二季度我国经济恢复较快，疫情虽然在局部有小规模反弹，但是对总体防控形势未造成明显扰动，我国的疫情防控能力得到不断的验证。在这种情况下，下半年经济大概率延续复苏方向，上市公司盈利有望见底回升。政策方面，预计下半年货币和财政政策刺激力度将较上半年减弱，但仍将维持宽松和积极的方向。

因此，我们认为国内货币超发和 A 股盈利见底这两个多空判断的核心变量仍将对 A 股市场形成中期支撑。

此外，资本市场改革加速的红利也有利于 A 股中长期向好。我国经济向高质量发展转型需要金融系统相应调整并提供相匹配的金融服务，其中提升社会融资结构中直接融资的占比是改革的主要方向，而资本市场是直接融资功能的主要载体，因此大力发展资本市场成为我国金融改革的必然选择，这一大方

向预计在未来数年内都不会发生转变。今年以来，资本市场相关改革措施加速落地。新《证券法》提出全面推行注册发行制度、强化信息披露制度、加强投资者保护、提高违法违规成本等，形成了一套新的游戏规则。再融资新规落地、创业板注册制改革、新三板精选层的推出及指数编制方法调整等资本市场改革红利加速兑现，同时，严格退市制度有利于改善资本市场的优胜劣汰机制。可以预期，未来资本市场改革还将进一步向深水区迈进，市场制度和结构将持续优化。一系列改革措施有望加速引流国内外资金进入 A 股，对市场形成中长期利好。

综上，**我们认为中美关系趋紧和监管层为市场“降温”等利空因素对投资者情绪造成了扰动，但上述利空并不会持续加剧，市场有望在短期内消化大部分的利空影响。**而更为重要的是，中长期牛市形成的基础并未破坏，货币宽松、盈利改善、改革深化等有利因素将继续为市场提供上行动能，内外部资金有望持续流入 A 股，因此短期的调整并不会改变 A 股的上行格局。

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，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。

符 旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

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。