中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
研究助理　方堃
证券执业证书号：S0640118070026
电话：010-59562524
邮箱：fangk@avicsec.com

2020 年下半年 A 股市场策略展望
——高峡出平湖，货币撑牛市

中期策略报告　　2020 年 7 月 10 日

核心观点

- 2020 上半年受疫情影响，全球避险情绪浓厚，风险资产承压。新兴市场经济受贸易外需与供应链的冲击较大，部分地区疫情依旧严峻，整体落后于发达市场股指走势，A 股表现相对有韧性。全球范围来看，A 股估值处于较低水平，相比主要国际资本市场仍具备低估优势。

- **下半年海外不确定因素有望阶段缓和。**美国出现疫情二次爆发，检测数量与阳性率均有提升，这将打乱复工节奏，减缓经济恢复的速度。而新冠疫苗的研制进展较为顺利，最早有望于年底问世，下半年疫情压力将大大缓解。本次疫情对实体经济冲击的范围广、程度深，而美联储政策响应及时、力度空前，未来仍将维持较长时间低利率环境，有利于新兴股票市场表现。美国大选前中美关系存在不确定性，但预计下半年对市场的影响较为缓和，中美摩擦超预期的可能性较小。

- **我国利用制度优势成功争取到后疫情时代的发展机遇。**疫情面前我国充分利用了制度优势，迅速调动政府直接控制的资源，及时动员广大人民群众抗击疫情，从而取得强于西方发达国家的抗疫成果。目前在常态化防控的政策思路下，我国经济生产有序复苏，将为全年世界经济增长作出贡献。疫情发生以来，中国完善的制造业体系满足了全球应急物资的需求，未来结合中国巨大且不断升级的消费市场，“投资中国”仍将是主旋律。全球新一轮长期增长周期的开启寄希望于新一轮科技革命的到来，而我国目前正在大力支持新基建，加速打造高科技领域竞争力。

- **我国推进 A 股国际化与市场化改革打造制度护城河。**中国资本市场对外开放的步伐不断加快，A 股国际化背景下海外资金不断流入，北上资金青睐的行业中的绩优龙头股上半年大幅跑赢大盘。同时，资本市场制度市场化改革不断推进，涉及 A 股上市发行、交易、退市等诸多方面。注册制和退市相结合，预计 A 股市场的大小分化可能会更加明显，有助于提升优质公司溢价。

- **估值视角：**市场整体估值隐含风险溢价仍位于历史中枢上方，高估值与低估值的分化远没有必选消费与可选消费的分化剧烈。目前驱动风格切换最重要的因素无风险利率并未趋势性变化，我们认为风格判断应该让位于行业判断。**盈利视角：**疫情冲击 A 股一季度业绩，传统经济盈利大幅负增长，但业绩最差阶段已经过去，在政策托底背景下上市公司业绩有望逐级改善。盈利预期改善将成为主导下半年投资的关键因素，看好可选消费的复苏。

- **“高峡出平湖”，中国运用独特的体制优势率先控制了疫情，为了经济复工复产以及金融稳健运行提供了保障。展望后市，在海外流动性宽松与不确定性缓和的大背景下，货币超发与盈利底部确认两大牛市条件已经得到满足，下半年 A 股将迎来牛市收获期。**海外疫情、中美摩擦等因素对 A 股的扰动将愈发弱化，政策发力下国内经济逐渐复苏，资本市场各项改革加速推进等均利好未来市场表现。在国内货币政策总体宽松趋势中，会有相当一部分流动性进入 A 股市场。同时，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。在各项利好及内外资的共同推动下，预计牛市行情确立并逐步展开。**风格判断让位于行业判断：我们认为高、低估值风格应该均衡配置，重点关注具备盈利反转预期的可选消费类公司。**

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、2020 上半年资本市场回顾 4

二、海外因素——新冠疫苗或将年内量产、美联储延续宽松、大选年中美摩擦阶段性缓和 5

2.1 新冠疫苗或将年内问世，下半年疫情压力有望缓解 5
2.2 美联储前所未有的宽松政策仍在延续 8
2.3 美国大选政治因素可能导致下半年中美经贸关系阶段性缓和 12

三、我国利用制度优势成功争取到后疫情时代的发展机遇 15

3.1 我国利用体制优势与行政效率成功抗击疫情 15
3.2 本次疫情对我国来说也可能会带来重大的历史机遇 15

四、我国推进 A 股国际化与市场化改革打造制度护城河 17

4.1 A 股国际化稳步推进 18
4.2 资本市场制度改革加快 20

五、A 股市场估值与业绩视角下的行业精选 25

5.1 风格判断让位于行业判断，风格趋向于均衡 25
5.2 盈利预期回暖，关注可选消费业绩反转机会 27

六、2020 下半年 A 股市场大势判断 31

图表目录

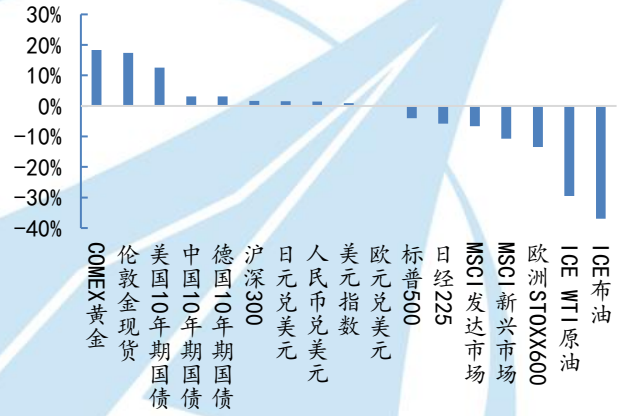
图 1：全球主要资产 2020 年度累计涨跌幅（截至 6 月末）.....4
图 2：2019 年以来 MSCI 新兴市场指数、发达市场指数走势差距扩大.....4
图 3：全球主要市场 P/E（TTM）估值.....4
图 4：全球主要市场 P/B（LF）估值.....4
图 5：全球各国每日新增确诊病例数（7 天移动平均）.....5
图 6：6 月以来美国每日新增检测数量与阳性率均有提升.....6
图 7：主要经济体制造业 PMI.....9
图 8：美国 10 年期国债收益率与 TIPS 反映的通胀预期.....9
图 9：美联储历次 QE 有关购买国债计划实施情况对比.....10
图 10：美联储利率前瞻指引倾向于维持零利率至 2022 年.....11
图 11：2020 美国大选全国普选支持率平均值（%）.....13
图 12：美国历任总统前四年任期内民调支持率区间.....13
图 13：1992-2020 年度中美国内消费零售市场规模（截至 2020 年 5 月）.....16
图 14：二季度北上资金净流入金额大幅提升.....18
图 15：北上资金持股市值分行业占比（截至 6 月末）.....18
图 16：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.....19
图 17：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.....20
图 18：2020 资本市场改革举措将密集落地.....21
图 19：创业板分行业市值分布（截至 6 月末）.....22
图 20：科创板分行业市值分布（截至 6 月末）.....22
图 21：创业板不同市值区间的股票市值占比.....22
图 22：纳斯达克不同市值区间的股票市值占比.....22
图 23：沪深 A 股历年退市公司数量（2020/07/02）.....23
图 24：2010-2018 各年度 A 股与美股退市率比较.....23
图 25：台湾证交所市场月度成交中当日冲销交易占比（截至 6 月末）.....24
图 26：沪深 300 指数走势及风险溢价.....25
图 27：风格分化远没有行业分化严重.....26
图 28：创业板指领涨是因为医药占比高（2020/07/03）.....26
图 29：沪深 300 指数走势及风险溢价.....27
图 30：主板净利润同比增速仍在放缓，创业板净利润同比降幅最大.....28
图 31：2020 年一季度及 2019 年度 A 股各行业净利润同比增速.....28
图 32：PPI 同比与工业增加值同比走势.....29
图 33：工业企业利润与产成品库存历史周期.....29
图 34：2003 年非典疫情过后 A 股可选消费行业公司盈利增速反弹幅度较大.....30
图 35：消费领域的恢复情况（同比增速%）.....30
图 36：货币超发和盈利底部的确认促成牛市.....32

表 1：全球进入临床试验阶段的新冠肺炎疫苗项目一览（截至 7 月 1 日）.....7
表 2：美国商务部对被认定违反出口管制条例的中国企业频繁进行制裁.....14
表 3：IMF 世界经济展望（6 月更新）预测各经济体年度产出实际同比增速（%）.....15
表 4：北上资金持股占自由流通市值比例前 20 的个股（非金融）上半年涨幅.....19

一、2020 上半年资本市场回顾

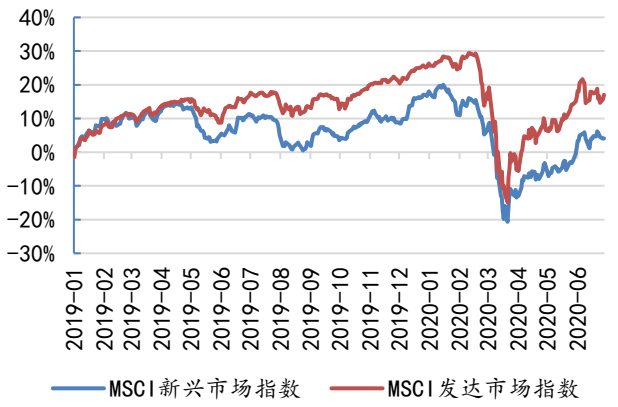
量化宽松缓解金融市场冲击，复工复产推动经济缓慢复苏。2020 上半年在全球疫情冲击经济基本面，风险偏好下行，股票、原油等风险资产表现远远弱于黄金、债券等避险资产。美联储推出前所未有的货币宽松政策，利率中枢的下行与流动性提升助力股市探底反弹。随着全球经济刺激计划加码，市场风险偏好回升，美元指数从 3 月流动性危机高点后迅速回落，已接近疫情前的水平。5 月以来美国各州陆续复工，刺激政策支持美股震荡上行。尽管美国财政和货币政策力度进一步加码的空间有限，但投资者此前可能低估了经济复工复产以及需求修复的速度，美股纳斯达克 6 月创出历史新高。新兴市场经济受贸易外需与供应链的冲击较大，部分地区疫情依旧严峻，整体落后于发达市场股指走势。截至 6 月末，MSCI 的发达市场、新兴市场指数自 3 月底部已累计上涨 37.4%、31.2%。中美经贸摩擦对资本市场影响平息，A 股受益于我国疫情防控成效与政策优势而体现出韧性，沪深 300 指数上半年上涨 1.64%。

图 1：全球主要资产 2020 年度累计涨跌幅（截至 6 月末）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：2019 年以来 MSCI 新兴市场指数、发达市场指数走势差距扩大

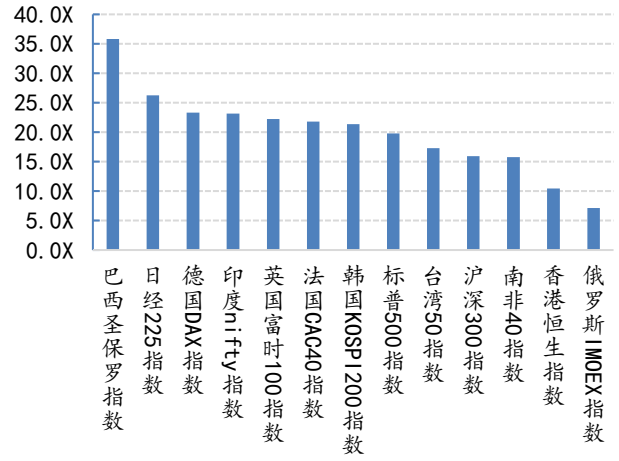


资料来源：wind，中航证券金融研究所

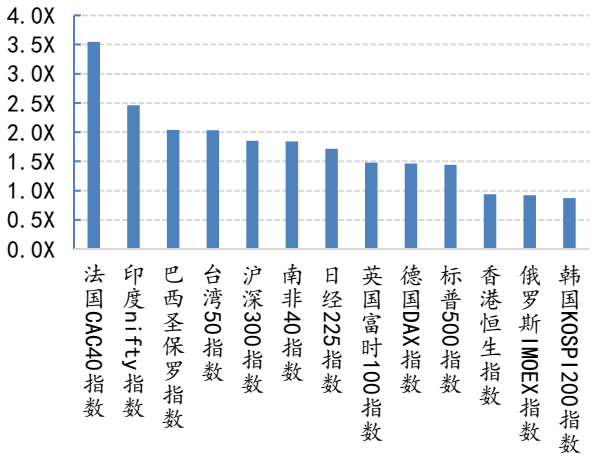
全球范围来看，A 股估值处于较低水平，相比主要国际资本市场仍具备低估优势。上半年各大市场指数估值呈现探底回升走势，一方面是由于指数上涨带动估值扩张，另一方面则是由于疫情全球蔓延，导致全球经济供需两端受挫，上市公司业绩大幅下滑，市场估值被动抬升。对比全球 13 个经济体的代表性指数估值，显示 A 股具有较高的性价比。截至 2020 年 6 月末，沪深 300 指数滚动市盈率为 15.93x，低于全球大部分市场指数估值，沪深 300 指数市净率为 1.85x，在全球处于中游水平。

图 3：全球主要市场 P/E（TTM）估值

图 4：全球主要市场 P/B（LF）估值



资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所



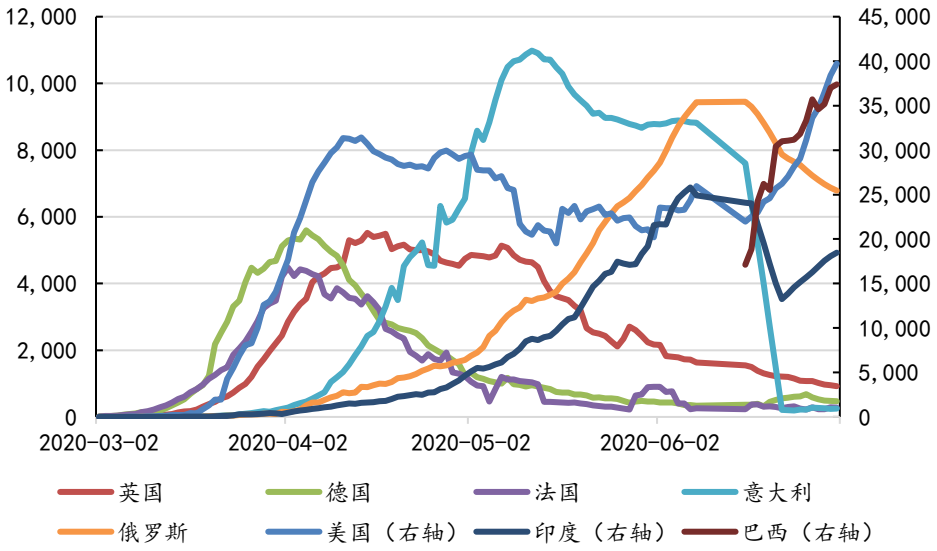
资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所

二、海外因素：新冠疫苗或将年内量产、美联储延续宽松、大选年中美摩擦阶段性缓和

2.1 新冠疫苗或将年内问世，下半年疫情压力有望缓解

当前全球疫情仍有压力，全球疫情确诊破千万，美国出现疫情二次爆发，新兴市场分化，压力集中在巴西、印度等人口大国。2 月下旬开始，新冠疫情在海外迅速蔓延，恐慌情绪冲击下市场持续暴跌引发全球金融危机。3 月 11 日，世界卫生组织宣布新冠疫情构成全球大流行病，全球各国纷纷采取不同程度的社交隔离与经济封锁的措施防控疫情。随着欧美疫情新增数出现缓和，5 月初以来各国开始循序渐进的解封经济。5 月下旬以来，全球疫情扩散再次出现加速趋势，每日新增确诊屡创新高。6 月 28 日，全球新冠肺炎累计确诊病例突破了 1000 万例，累计死亡接近 50 万例。南亚、中东、非洲、拉美逐渐成为新的疫情震中，而美国的经济重启和游行示威活动导致其国内疫情出现了明显的反弹，每日新增确诊远远超过上一轮爆发期的高点，且再度超越巴西成为全球每日新增病例最多的国家。

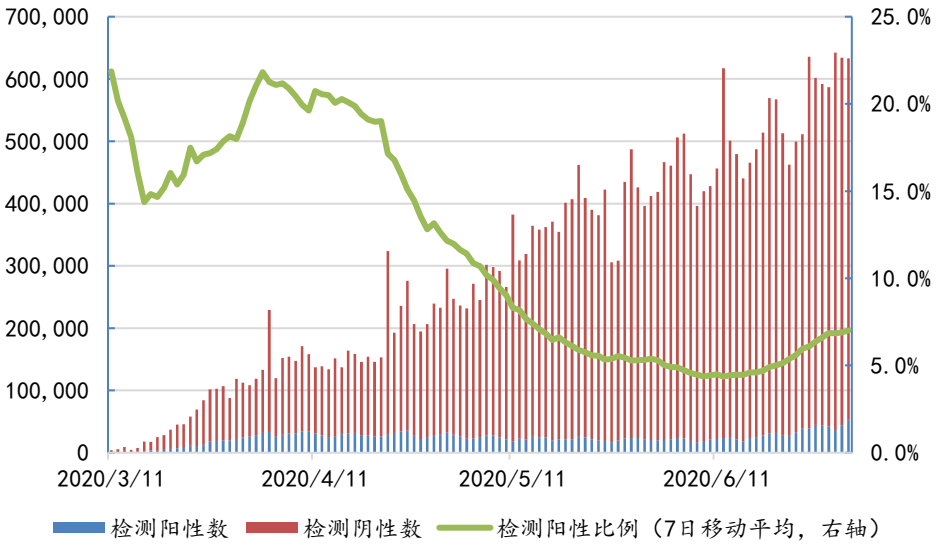
图 5：全球各国每日新增确诊病例数（7 天移动平均）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

美国半数以上的州疫情出现二次反弹，其中加州、得州、佛罗里达、俄克拉荷马等多州均已出现疫情爆发以来的日增确诊新高记录。这与复工过快和游行抗议活动有关，检测数量与阳性率均有提升。检测数据的阳性率较低可以被视为一个信号，表明一个州有足够的检测能力，通过扩大检测数量，以便在充分知情的情况下决定重新开放经济。如果阳性率太高，这可能意味着该州只对患病求医的病人进行检测，而没有撒下足够大的网来了解病毒在其社区内传播的程度。据约翰霍普金斯大学 7 月 9 日统计，美国 31 个州检测阳性率高于 5%的警戒水平，亚利桑那、佛罗里达等 10 个州阳性率甚至高于 10%。虽然有了之前应对疫情的经验，二次爆发的风险整体可控，目前影响更多在局部，疫情反复引发市场担忧，美国有得州、佛罗里达州和亚利桑那州在内的十余州已经宣布暂停复工计划，疫情短期反弹可能并非走向失控，但经济恢复的速度仍会减缓。

图 6：6 月以来美国每日新增检测数量与阳性率均有提升



资料来源：约翰霍普金斯大学，中航证券金融研究所

新冠疫苗的研制进展较为顺利，下半年疫情压力有望缓解。目前美国受第二波疫情影响，特朗普政府要在经济不二次封闭的情况下有效控制国内疫情的难度很大，因此预计新冠病毒疫苗能否尽快问世将成为特朗普大选成败的关键因素。截至 7 月 1 日，全球已经有 14 项来自不同机构的新冠疫苗研发项目进入临床试验阶段。我国已有 6 个新冠疫苗获批开展临床试验，占全世界开展临床试验疫苗总数的四成。其中进度最快的候选疫苗有英国阿斯利康的"ChAdOx1-S"、中国康希诺生物的 Ad5-nCoV 和美国 Moderna 的 mRNA-1273。目前在研疫苗种类丰富，研发进展较为顺利，中国国药集团、康希诺生物以及美国辉瑞、英国阿斯利康均预计 2020 年底之前所研制疫苗能够上市。考虑到临床 III 期试验接种人数将达上万人，远超过 II 期数百至数千人规模，我国不少航空公司、铁路系统、军队系统已经开始大范围接种疫苗，如果后续试验进展以及试验数据符合预期，预计到今年末明年初我国新冠疫苗就能正式全面推广，这将为疫情防控常态化下的经济生产提供有力保障。

表 1：全球进入临床试验阶段的新冠肺炎疫苗项目一览（截至 7 月 1 日）

研发机构	国家	疫苗类型	疫苗名称	临床试验开始时间	临床试验进度	备注
牛津大学/阿斯利康制药公司	英国	腺病毒载体疫苗	ChAdOx1-SnCov-19	4 月 23 日	III 期临床	全球首个启动 III 期临床研究的疫苗
Moderna Therapeutics/国家过敏和传染病研究所	美国	mRNA 疫苗	mRNA-1273	3 月 16 日	II 期临床	7 月底将进入 III 期临床
康希诺生物 CanSino/军事科学院	中国	腺病毒载体疫苗	AD5-nCov	3 月 16 日	II 期临床	全球首个启动 II 期临床研究的疫苗
Inovio	美国	DNA 疫苗	INO-4800	3 月 20 日	I/II 期临床	在中国与康泰生物、艾棣维欣合作推进 INO-4800 临床试验
国药集团旗下武汉生物制品研究所 CNBG-WH	中国	灭活疫苗		4 月 11 日	II 期临床	7 月底将进入 III 期临床
国药集团旗下北京生物制品研究所 CNBG-BJ	中国	灭活疫苗	BBIBP-CorV	4 月 29 日	II 期临床	
科兴生物 Sinovac	中国	灭活疫苗	PiCoVacc	4 月 16 日	II 期临床	6 月 15 日公告疫苗初步结果
BioNTech/辉瑞制药	美国	mRNA 疫苗	BNT162	4 月 23 日	I/II 期临床	在中国与复星医药合作开展 BNT162 的临床试验
Symvivo Corporation	加拿大	重组病毒载体疫苗	bacTRL-Spike	4 月 30 日	I 期临床	
中国医学科学院医学生物学研究所 IMBCAMS	中国	灭活疫苗		5 月 15 日	I 期临床	7 月底公布 I 期结果后将开展 II 期试验
Novavax	澳大利亚	重组亚单位疫苗	SARS-Cov-2 rS	5 月 25 日	I 期临床	7 月公布 I 期结果后将开展 II 期试验
Gamaleya Research Institute	俄罗斯	重组病毒载体疫苗	Gam-COVID-Vac	6 月 17 日	I 期临床	
Genexine	韩国	DNA 疫苗	GX-19	6 月 17 日	I 期临床	
Curevac	德国	mRNA 疫苗	CVnCov	6 月 17 日	I 期临床	
三叶草生物制药澳洲子公司 Clover AUS	澳大利亚	重组亚单位疫苗	SCB-2019	6 月 19 日	I 期临床	
沃森生物/艾博生物	中国	mRNA 疫苗	ARCoVax	6 月 23 日	I 期临床	

资料来源：世卫组织、中国和美国临床试验中心网站，中航证券金融研究所

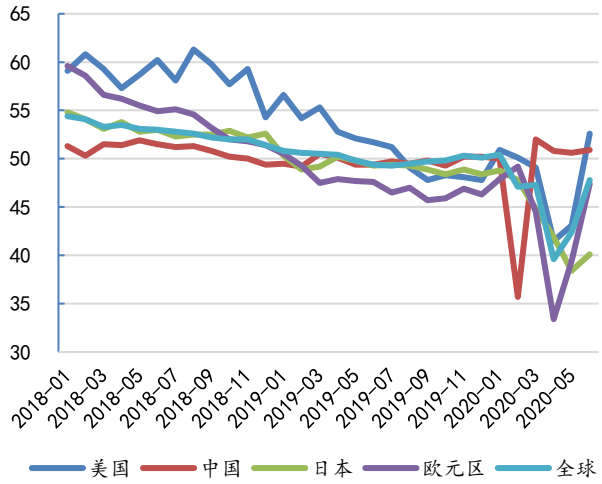
2.2 美联储前所未有的宽松政策仍在延续

2020 年新冠病毒疫情不断蔓延，从国际突发公共卫生事件逐渐演变为全球经济严重衰退。IMF 将今年定调为自 1929 年大萧条以来世界经济最惨烈的一年。为了应对本次疫情导致的危机，美联储转向超常规宽松的货币政策立场，采用连续降息、加大回购规模、下调贴现窗口利率等常规工具，并联合五家央行下调了美元流动性互换利率、与九大央行建立临时美元互换机制应对全球金融市场流动性危机。美联储不仅迅速推出了许多 08 金融危机时期采用过的政策工具(如商业票据融资便利 CPFF、一级交易商信贷便利 PDCF、MMLF、货币市场基金流动性便利 MMLF)，还创新设立了不少新工具来定向投放流动性以支持金融机构与实体企业。在降息至零利率并重启 QE 后，3 月下旬美联储发布多项流动性工具，通过一级交易商、货币市场、商业票据、企业债和 ABS 市场给企业和居民提供信贷支持。3 月 23 日，美联储宣布一系列新操作，不限量按需买入美债和 MBS，并且新设 PMCCF（一级市场企业信贷便利）、SMCCF（二级市场企业信贷便利）以及 TALF（定期资产支持证券贷款便利），以支持消费者和企业的信贷。无限量 QE 的推出不仅标志着量化宽松政策的进一步升级，同时也为政府后续的财政扩张提供了一定支持。4 月 9 日美联储宣布将进一步提供 2.3 万亿美元信贷额度，创设 PPPLF（薪资保障计划流动性便利）、MSLP（大众商业贷款计划）、MLF（市政流动性便利）等多项政策工具重点给中小企业、州市地方政府提供信贷支持，并扩大 PMCCF、SMCCF、TALF 信贷工具规模。美联储的相关操作也开始注重与财政的协同，新设工具中更多采取与财政部共同注资来为实体经济提供支持。

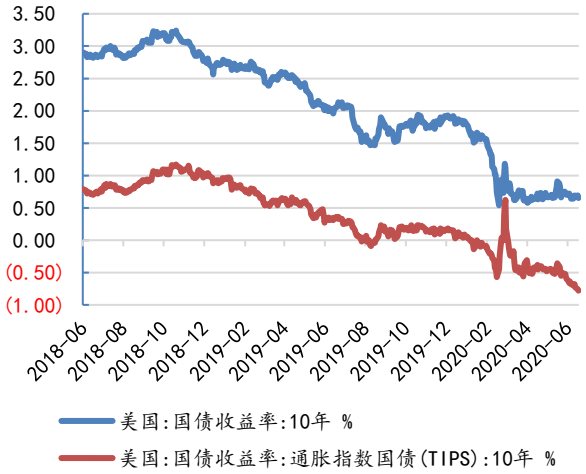
与 08 年金融危机相比，本次疫情对实体经济冲击的范围更广、程度更深，可能更接近大萧条时期。美国商务部公布 2020 年一季度 GDP 环比折年率-4.8%，创 2009 年以来最低值，美国持续十年零 6 个月的经济扩张戛然而止。疫情冲击供应链，主要经济体及全球制造业 PMI 探底后初企稳，中美恢复至荣枯线上方。3 月全球范围的金融市场动荡过后，随着疫情企稳、政策就位，4 月下旬以来美债收益率持续底部徘徊，利率驱动市场反弹阶段结束。但基本面向上趋势尚没有完全确立，市场仍会出现一些波动。6 月市场对美国疫情担忧使得经济增长和通胀的预期走平后下幅下滑，未来疫情与基本面前景是关键。传统型危机（大萧条、金融危机）无论触发因素是金融动荡还是实体矛盾，均是以需求侧收缩为起点，进而出现产能过剩与实体经济通缩压力。因此，宏观政策应对上采取扩大财政支出来填补需求缺口，能够起到对冲效果。而今年新冠疫情导致的经济危机除了对需求端的抑制之外，还对供给端造成了显著的打压，防控疫情的经济封锁措施导致了供应链断裂的风险。为了应对需求疲软到企业微观主体供给不足，财政与货币政策需要更加注重协同配合，保障企业微观主体现金流不断裂，财政政策更加需要负债端的支持。

图 7：主要经济体制造业 PMI

图 8：美国 10 年期国债收益率与 TIPS 反映的通胀预期



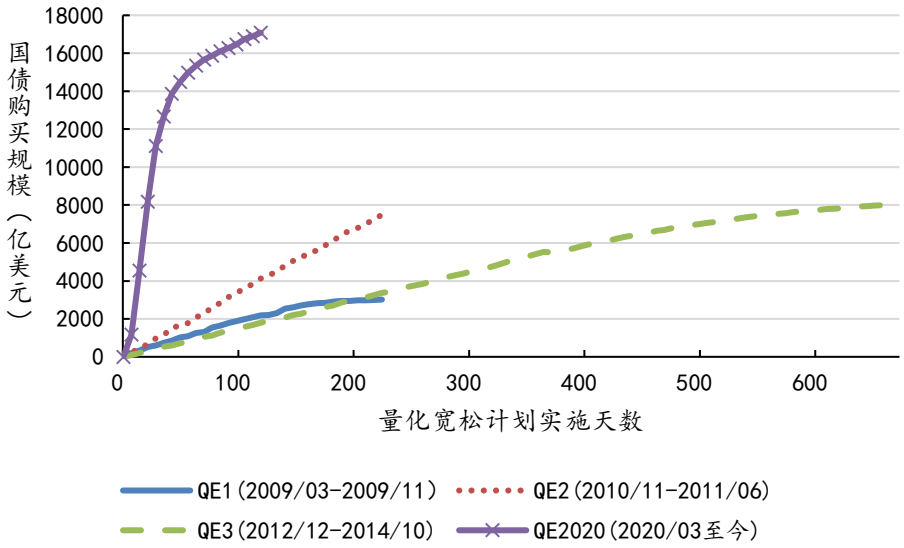
资料来源：wind，中航证券金融研究所



资料来源：wind，中航证券金融研究所

对比历史上的危机应对经验，美国采取的政策响应越来越及时，力度越来越大，体现了美国当局不断从历史经验中学习，不断吸取经验教训。对于 1929 年开始的大萧条，货币政策失误以及财政功能缺位导致经济危机持续蔓延，直至 1933 年罗斯福新政的出台危机才开始有所缓解。对于 2007 年爆发的金融危机，货币政策的应对金融风险十分迅速，但金融危机蔓延构成实体经济的严重冲击后，直至 2008 年 10 月才推出第一轮财政刺激计划，次年推出第二轮财政刺激计划，合计 1.262 万亿美元，占 2008 年 GDP 的 8.6%。而本次疫情冲击金融市场与实体经济后一个多月内美国就陆续推出了累计 2.8 万亿美元的财政刺激计划，占 2019 年 GDP 的比例超 13%。本次疫情危机中，无限量 QE 在利率水平降至零，常规货币政策失效后的超常规政策选择，美联储资产负债表不断扩张，规模增长速度远远超过金融危机后的三次 QE。截至 7 月 1 日，美联储总资产已超过 7 万亿美元，自 3 月中重启 QE 以来已累计直接购买超 2 万亿美元证券资产，其中包括 1.69 万亿美元的国债与 0.54 万亿美元的 MBS。美联储购买国债规模远超过了此前三次 QE 的水平，美联储持有国债占市场流通国债的份额已达 21%。此外，美联储针对企业和居民信贷市场承诺的 9 项紧急政策工具中已有 7 项正式启动实施。

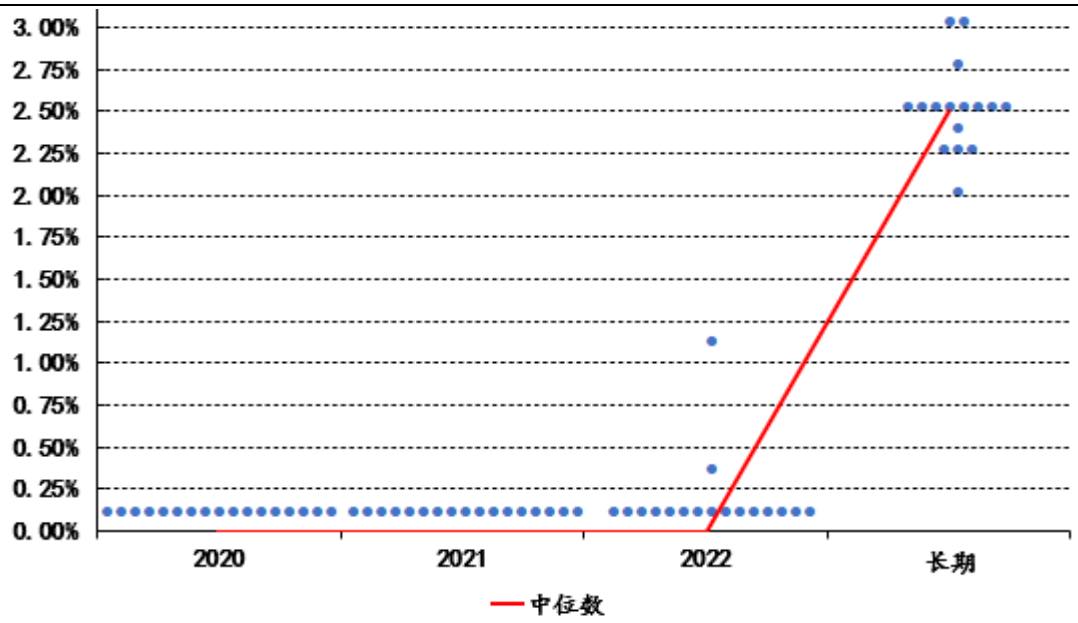
图 9：美联储历次 QE 有关购买国债计划实施情况对比



资料来源：wind，中航证券金融研究所

未来美联储仍将维持较长时间低利率环境，有利于新兴股票市场表现。目前美股市场估值修复完成且已偏高，主要来自于宽松政策和流动性环境提供了支撑。在经历了 4 月和 5 月的快速且大幅反弹后，6 月由于疫情反弹等因素美股市场的动能有所下降。美联储 6 月议息会议政策力度基本符合预期，将利率维持在接近零的水平，资产购买速度保持在每月 1200 亿美元水平左右。官员强调疫情爆发带来的不确定性和经济下行风险，会议纪要显示，多名美联储官员认为经济在“未来一段时间内”还需要支持。鲍威尔近期对国会议员们表示，美国经济比预期更早的从新冠疫情引发的衰退中反弹，但经济前景存在极大不确定性，主要取决于能否成功控制疫情。美联储最新利率前瞻指引显示零利率可能将持续至 2022 年末，未来多年维持高度宽松的金融条件，以促进后疫情时代的经济复苏。接下来一段时间全球宏观环境将处于低利率、低通胀的环境中，极其宽松的流动性将利好风险资产，推动全球资金向新兴市场流动。

图 10：美联储利率前瞻指引倾向于维持零利率至 2022 年

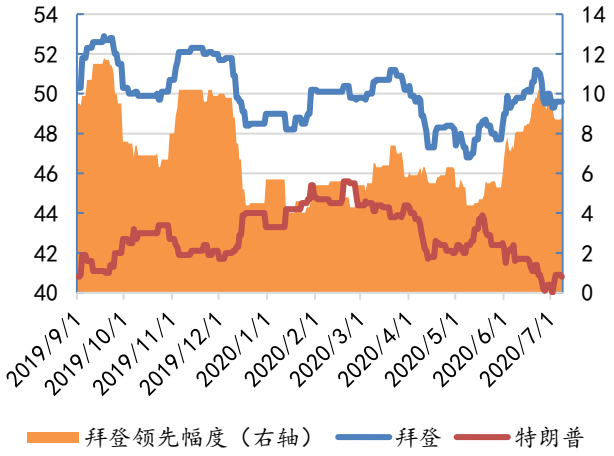


资料来源：美联储，中航证券金融研究所

2.3 美国大选政治因素可能导致下半年中美经贸关系阶段性缓和

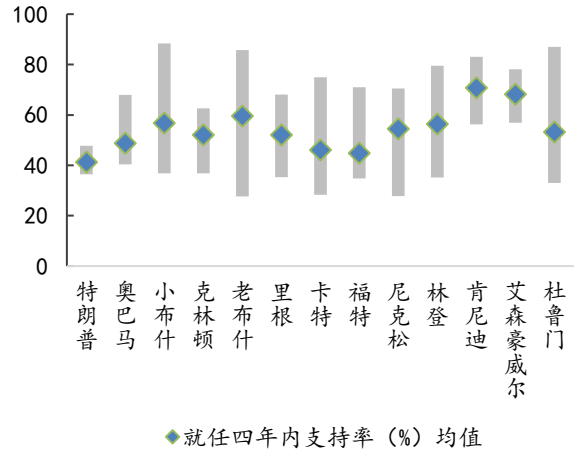
美国游行示威与疫情二次爆发，特朗普面临的国内政治压力更大。5 月 25 日美国明尼苏达州非裔公民弗洛伊德因警察暴力执法导致窒息死亡的事件引发了美国多地游行示威，甚至演化成暴力骚乱。此次事件反映出的美国经济社会不平等问题严峻，特朗普不但没有积极安抚民众情绪，其在此次事件应对上展现出的强硬姿态反而激化了矛盾并引发了民众不满，这进而导致特朗普的民调数据出现了下滑。从美国全国普选支持率的平均值来看，拜登和特朗普的支持率差距在 6 月疫情二次爆发后逐渐拉大，目前拜登遥遥领先。由于民调数据获取过程中，常常受到政党、媒体与商业多方不同程度的影响，民主党人民调数据领先，只能体现出在民调工具运用方面对共和党有优势，不一定能预示着最终大选获胜。从历任总统支持率来看，特朗普是民调支持率最低的总统，也是民调支持率变化区间最小的总统。特朗普竞选团队多次提及“沉默的大多数”比以往更强大，铁锈带摇摆州蓝领工人长期游离在主流政治体系之外，特朗普主张吸引了他们的关键性选票是赢得 2016 年大选的制胜法宝。接下来两党将分别在夏季召开全国代表大会，最终确定本党总统、副总统候选人，并讨论通过总统竞选纲领。民主党的全国代表大会将于 7 月 13 日至 16 日在密尔沃基举行，共和党的全国代表大会则将于 8 月 24 日至 27 日迁至佛州的杰克逊维尔举行。全国代表大会之后，总统竞选活动便正式拉开帷幕，两党总统候选人将穿梭于全国各地，进行广告大战、发表竞选演说、会见选民、召开记者招待会以及进行公开电视辩论，这一过程一般要持续 8 至 9 周，直至 11 月 3 日全国选民投票。特朗普在最受瞩目的电视辩论环节的表现值得关注，这是 1992 年克林顿逆转小布什、2016 年特朗普意外击败希拉里的重要战场，特朗普与拜登总统大选对决前景届时将进一步明朗。

图 11：2020 美国大选全国普选支持率平均值（%）



资料来源：RCP，中航证券金融研究所

图 12：美国历任总统前四年任期内民调支持率区间



资料来源：fivethirtyeight，中航证券金融研究所

当前中美关系存在不确定性，预计下半年对市场的影响较为缓和。中美贸易协议签署后中美博弈步入阶段性缓和期，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。中美双方达成第一阶段协议是超市场预期的，而自疫情发生以来，美国对华态度转向一致强硬，尤其是香港国安法审议期间特朗普政府对中国采取制裁措施的声音甚嚣尘上。5 月美国对中国科技企业加大限制、禁止中国学生赴美留学等都属于美国实施对华战略的遏制措施，对金融市场的影响范围较小。目前市场担忧的最差情境是特朗普退出与中国的第一阶段贸易协议，重新对中国商品加征关税。考虑到当前美国内部矛盾激化，特朗普需要稳住经济基本面以支持大选选情，预计采取上述激进措施的可能性较小，接下来中美摩擦可能会延续“雷声大、雨点小”的特点，市场也会逐步适应。考虑到大选前美国国内政治博弈加剧，如果特朗普当选，大概率争取中国执行第一阶段经贸协议商品采购，推动美国经济复苏，下半年中美关系超预期进一步恶化可能性较小；预计第二阶段经贸协议谈判可能最早在明年开始推进，后续谈判将围绕双方核心利益，可能更多涉及知识产权、技术转让、国企补贴等问题，双方可能会出现较大分歧，将抑制市场风险偏好。而对比拜登与特朗普的政策主张，拜登拥护自由贸易、拥护全球多边外交，认为中美问题不在于贸易逆差，而在于中国存在的知识产权和商品倾销问题，经贸谈判方向可能会出现变化甚至暂时搁置，明年中美经贸领域摩擦可能继续缓和。

中长期来看，中美双方在科技、地缘政治等领域的博弈还将延续，美国通过采取科技限制、金融资本流动限制等手段的风险仍然存在。特朗普上台后，美国对中国企业的制裁进一步延伸到科技领域。美国商务部依据国内法出口管制条例将我国多家电子、通信、超级计算、视频安防等领域的企业或研究所加入黑

名单。美国集中在新兴科技产业领域对我国企业进行封锁和限制，核心技术受制于人是最大的隐患。当前形势下，我国将更加坚定不移的坚持核心技术自主创新，加快推进国产自主可控替代计划。伴随着中美科技领域博弈的常态化，市场已经逐步适应该类突发事件的影响，对科技领域博弈的长期性与复杂性有了更深刻的认识。下半年宏观环境转好，在产业政策的烘托之下，科技主题投资仍将是市场确定性主线。

表 2：美国商务部对以违反出口管制条例为由频繁制裁中国科技企业

日期	美国商务部制裁事件
2016/3/7	美国商务部以违反美国出口管制法规为由将中兴通讯及其 3 家下属企业列入“实体清单”。2018 年 4 月 20 日再次向中兴通讯发出禁止令，所有美国企业在 7 年内禁止与中兴通讯开展任何业务往来。
2018/8/1	美国将航天科工和中国电科等下属共 44 个单位加入“实体清单”，实施出口管制
2019/5/16	美国商务部将华为及其 68 个非美国子公司添加到“实体清单”中，8 月 19 日将另外 46 家华为技术公司的子公司列入“实体清单”中。
2019/6/24	美国商务部将高性能计算领域 4 家中国公司及 1 家中国机构加入“实体清单”中，包括中科曙光、Higon，成都海光集成电路，成都海光微电子技术和无锡江南计算技术研究所。
2019/8/14	美国商务部将中广核电力股份有限公司、中广核集团、中广核研究院有限公司、苏州热工研究院有限公司纳入“实体清单”。
2019/10/8	美国商务部以人权问题为由将视频安防与人工智能领域的 8 家中国企业加入“实体清单”，包括大华科技、海康威视、科大讯飞、旷世科技、商汤科技、美亚柏科、依图科技和颐信科技。
2020/5/22	美国商务部以涉军和人权为由，将奇虎 360、云从科技、烽火科技、东方网力等 33 个中国企业、大学、研究机构和个人列入出口管制“实体清单”，自 6 月 5 日起生效。

资料来源：美国商务部，中航证券金融研究所

市场担忧的涉及中概股、香港汇率体系等金融领域问题短期内影响范围相对有限。今年美股市场针对中概股的上市与持续监管呈现趋严态势。5 月 21 日，美国参议院压倒性通过《外国公司担责法案》，法案要求外国公司连续三年未能满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，禁止其证券在美国交易。该法案通过后阿里巴巴、百度、网易等中国在美上市公司应声下跌。但后续特朗普并未立即签署该法案，而是签署备忘录，要求金融市场监管部门在 60 天期限内，就如何采取措施限制“不符合证券法规定的在美上市中国企业”提出建议。可以看出特朗普政府针对涉及金融领域重要决策十分慎重，当前不会贸然动用金融制裁的措施。海外投资者对香港贸易与金融地位的担忧是市场短期波动的主要原因，但特朗普公布的涉港制裁措施并未超出预期。贸易方面，美国政府单方面取消香港的独立关税地位，对香港经济的影响是局部的，香港对美转口贸易将受到冲击，但香港在世贸组织框架下的特别关税待遇不会改变。金融方面，香港资本市场开放、市场法制完善、联系汇率制度是维持其金融中心地位的基础，香港当局拥有维护汇率稳定与金融安全所需的外储保障与应对经验。香港国安法将促进香港社会的长期稳定，带动香港资本市场长期的繁荣。

三、我国利用制度优势成功争取到后疫情时代的发展机遇

3.1 我国利用体制优势与行政效率成功抗击疫情

“高峡出平湖”，中国运用独特的体制优势率先控制了疫情，为了经济复工复产以及金融稳健运行提供了保障。考虑到中国的人口规模和疫情率先在中国爆发的客观现实，中国可以称为是全球疫情防控最成功的国家。在疫情上，全世界人民确实经历了“环球同此凉热”，尽管中国当前的医疗水平、医疗资源与许多发达国家有较大差距，但是在抗疫的成绩方面，中国目前确实是“风景这边独好”，背后的决定性因素是中国政府的行政效率。在政治领域的概念范畴中，涉及到具体问题时，能在多大程度上通过调动资源解决问题，几乎是衡量一个政府行政效率的终极标准。从现实层面讲，这种资源调动效率通常包含两个方面，一个是政府对各行政系统及类行政系统本身掌握的资源的调动效率，还有一个是必要时政府能够在多大程度上依靠“信用”、“道义”和“感召力”等，对社会资源进行征集。对我国来说，前者指的就是我国单一制的国家结构下，中央政府对直插基层的各级行政组织严密的掌控、以党控军的军队模式下党中央对军队的绝对领导以及社会主义经济体制下国家对掌握资源的各级国有企业的调动权三者合一，而后者则指的是非常时期，我国政府“发动广大人民群众”的能力。正是因为我国政府在决定政府行政效率的这两个方面都优于西方发达国家，我们才能在疫情爆发时，一方面迅速调动政府直接控制的资源，另一方面及时动员广大人民群众，发动抗击疫情的“人民战争”，从而取得强于西方发达国家的抗疫成果。从中央定性、武汉封城、举国资源转向抗击疫情开始，我国政府和人民体现出的高效、务实和灵活，无疑是远远超过连是否戴口罩、是否封城都需要各政治团体、各政府部门反复扯皮的西方国家的。

3.2 本次疫情对我国来说也可能会带来重大的历史机遇

目前我国疫情已经得到较好的控制，在常态化防控的政策思路下，大概率不会导致疫情再次大规模爆发，而欧美部分国家在疫情依然较严重的情况下急于重启经济，导致疫情已经出现了反弹。同时，我国通过前两年的去产能、去杠杆等政策，已经大幅化解了经济中的结构性风险，并且也为我国应对疫情冲击实施经济刺激提供了较欧美国家更为充裕的政策空间。上述因素有利于我国经济迅速实现复苏，并在今年全球经济总体大概率衰退的背景下为世界经济增长作出更加重要的贡献。6 月 IMF 发布的《世界经济展望报告》预计，2020 年全球经济将萎缩 4.9%，其中美国经济将萎缩 8%，欧元区经济萎缩 10.2%，中国经济增速为 1%，为全球主要经济体中唯一增长的国家。

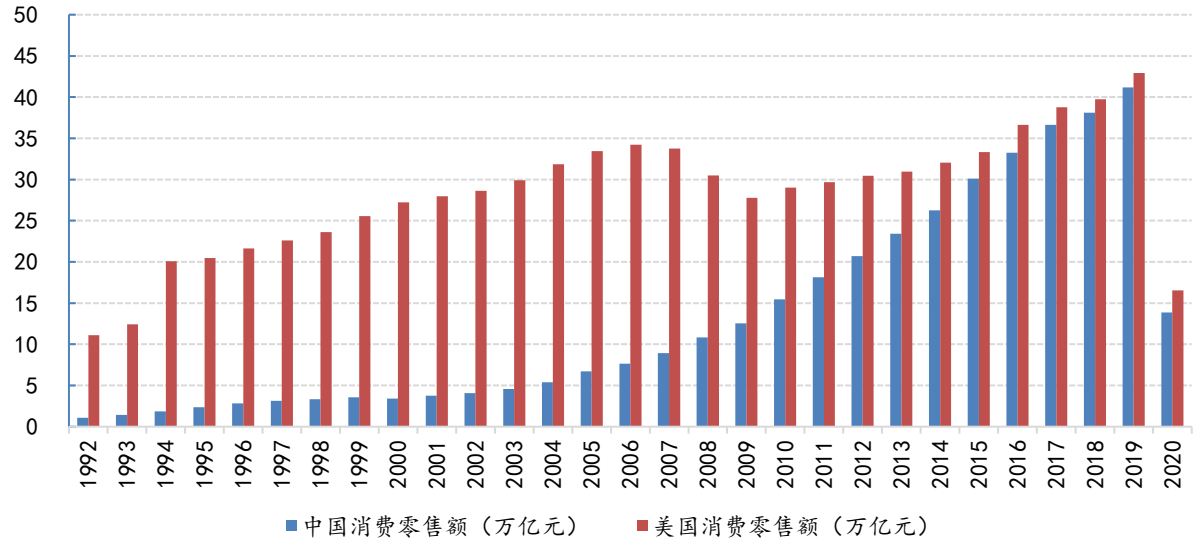
表 3：IMF 世界经济展望（6 月更新）预测各经济体年度产出实际同比增速（%）

	2019 年度实际	2020 年度预测	2021 年度预测
全球	**2.9**	**-4.9**	**5.4**
发达经济体	**1.7**	**-8.0**	**4.8**
美国	2.3	-8.0	4.5
欧元区	1.3	-10.2	6.0
德国	0.6	-7.8	5.4
法国	1.5	-12.5	7.3
意大利	0.3	-12.8	6.3
西班牙	2.0	-12.8	6.3
英国	1.4	-10.2	6.3
日本	0.7	-5.8	2.4
加拿大	1.7	-8.4	4.9
其他	1.7	-4.8	4.2
发展中经济体	**3.7**	**-3.0**	**5.9**
中国	6.1	1.0	8.2
印度	4.2	-4.5	6.0
东盟 5 国	1.3	-6.6	4.1
俄罗斯	1.3	-6.6	4.1
巴西	1.1	-9.1	3.6
墨西哥	-0.3	-10.5	3.3
南非	0.2	-8.0	3.5

资料来源：IMF，中航证券金融研究所

疫情发生以来，西方国家政府意识到基础工业生产能力的重要性，并借机引导企业将制造业向本国回迁，但从企业的角度来看，这一次中国在最短时间内成功控制住了疫情并重启经济恰恰证明了中国具有良好的危机应对能力，同时我国医疗物资方面从紧缺到充裕再到对外出口和援助，也再一次向世界证明了中国工业体系的强大力量，这些反而可能增强对外资企业的吸引力，令产业链进一步向中国转移，结合中国巨大且不断升级的消费市场，“投资中国”仍将是未来世界的主旋律。经过改革开放 40 年的努力，中国居民生活水平得到不断改善，零售市场规模不断壮大。2019 年度中国社会消费品零售总额约为 41.16 万亿元，而按月度平均汇率折算，2019 年度美国零售和食品服务销售额约为 43.05 万亿元，中美国国内消费市场规模已经不相上下。

图 13：1992-2020 年度中美国内消费零售市场规模（截至 2020 年 5 月）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

科技进步是推动社会生产力提升的重要途径。疫情之前，全球经济就已经面临增长乏力的问题，各国内部的结构性问题导致经济增长缺乏充足的动力。未来全球新一轮长期增长周期的开启需要寄希望于新一轮科技革命的到来。而谁能够主导下一轮科技革命，谁就有望掌握未来全球经济发展的主导权。因此，我们看到科技领域已经成为中美之间实质上的博弈焦点。长期以来，西方国家一直对华采取科技封锁，但我国依然取得了众多高科技领域的突破和成就，如高铁、5G 等，在本次疫情的疫苗研发方面，我国也走在了世界前列。目前，包括 5G、人工智能、工业互联网、物联网在内的“新基建”已经成为国家明确的重点发展方向，在政策的引领下，各方面资源会向相关领域聚集，加速我国高科技领域竞争力的打造。同时中国作为全球最大的消费市场之一，为高科技研发提供了最广阔的成果应用和价值兑现空间，从而为进行大量科技投入提供了坚实的基础性条件。可以看到今年在疫情冲击下，A 股科技股及海外市场的科技中概股普遍涨势喜人，内外资在资本市场上的押注体现了其对我国未来科技发展的信心。

四、我国推进 A 股国际化与市场化改革打造制度护城河

我国资本市场的进入和退出机制滞后于新时代经济发展，市场资源配置低效导致市场回报低。在上市标准上，美国实行注册制，候选企业覆盖面较广，充分发挥资本市场对实体经济的全方位支持作用。而我国之前实行核准制，对拟上市企业实质审核限制较多，A 股市场对实体经济的支持力度不足、对实体经济支撑不够全面，新技术、新产业、新业态、新模式的公司难以进入 A 股市场。在退市标准上，美国实行严格的退市标准，多年来实现了资本市场的优胜劣汰。而我国历年来退市企业非常少，退市制度不完善退市

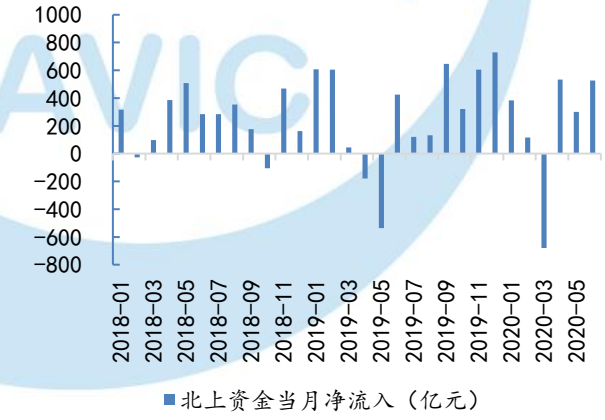
执行力度不够，抑制了资本市场的优胜劣汰，绩差公司长期滞留令市场炒作风格盛行，市场资源配置低效导致 A 股市场风险回报率低，与经济增长相关度不够，资本市场服务经济的质效有待提升。

4.1 A 股国际化稳步推进

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，有助于更好发挥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。6 月 18 日，证监会主席易会满在第十二届陆家嘴论坛上表示，将进一步优化沪深港通机制，扩大沪深股通的投资范围和标的，进一步完善沪伦通业务，进一步拓宽 ETF 互联互通；将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的等创新制度。随着未来 A 股与国际市场的双向开放不断提速，A 股整体预期收益率和波动率可能会进一步下滑，风险调整后收益可能会日渐接近发达国家水平。

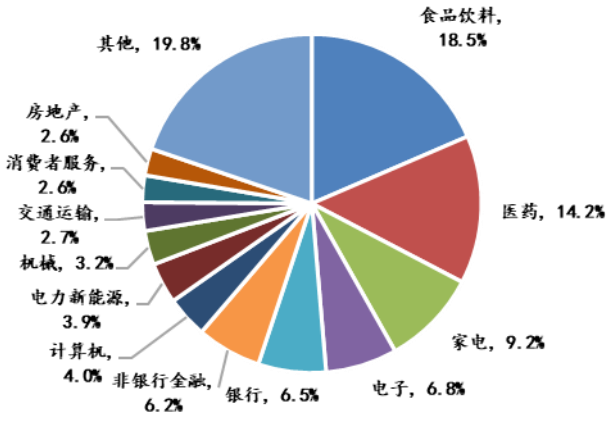
我国金融开放将持续深化，为 A 股带来持续的资金流入和投资者结构改善。沪港通、深港通机制的推出为外资投资 A 股提供了便利，北上资金持股金额大幅超越 QFII 持股金额，外资在 A 股的持股比例持续提升。2020 年 6 月末，北上资金持股金额合计约 1.71 万亿元，较去年末增长约 20%。A 股的比较优势吸引中长期资产配置为目的境外资本持续流入。2020 年以来，尽管北上资金 3 月出现大幅净流出，随着全球宽松与风险偏好复苏，二季度北上资金连续实现净流入累计超 1360 亿元。

图 14：二季度北上资金净流入金额大幅提升



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 15：北上资金持股市值分行业占比（截至 6 月末）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

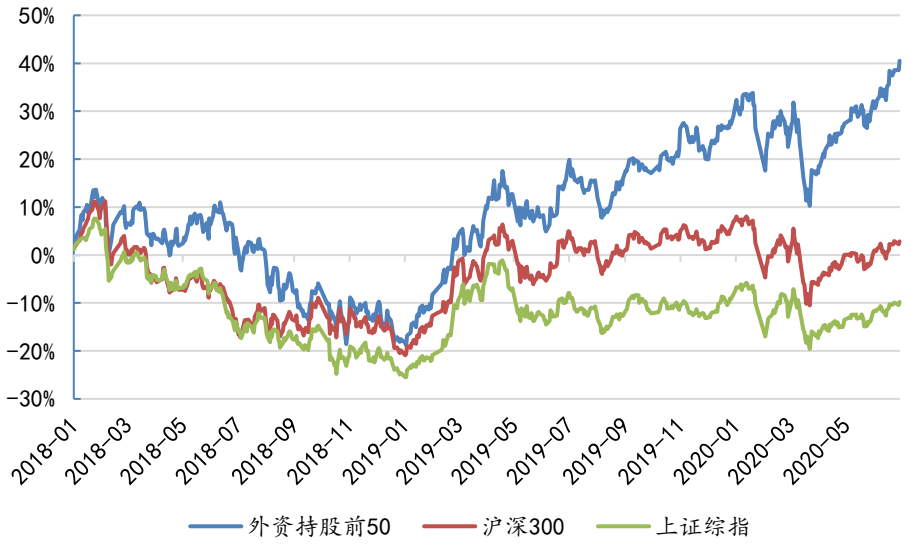
北上资金青睐的食品饮料、医药、家电、机械行业中的绩优龙头股上半年大幅跑赢大盘。沪港通和深港通是 A 股和外资互联互通的桥梁，北上资金的投资风格和资金流入具有风向标的指征意义。陆股通持股市值排名前五的行业为食品饮料、医药、家电、电子、银行，其中医药、电子行业的市值扩张幅度最大。通过统计北上资金持股比例前十个股的市场表现，不难发现，外资的投资风格通常倾向于行业龙头，北上资金青睐的龙头股上半年大幅跑赢大盘。另外，我们将外资持股比例前 50 的个股用流通股本加权编制了指数，2018 年初至 2020 年 6 月末，指数累计涨幅 40.5%，而同期沪深 300 指数上涨 2.9%，上证指数下跌-9.8%。仅统计 2020 年上半年，外资持股前 50 指数也跑赢沪深 300 指数 12 个百分点。

表 4：北上资金持股占自由流通市值比例前 20 的个股（非金融）上半年涨幅

证券代码	证券简称	行业	2020 上半年涨跌幅	持股占自由流通股比
002572.SZ	索菲亚	轻工制造	18.2%	35.5%
601100.SH	恒立液压	机械	60.9%	34.3%
002032.SZ	苏泊尔	家电	-5.1%	32.6%
603939.SH	益丰药房	医药	76.3%	32.1%
002508.SZ	老板电器	家电	-7.4%	30.9%
603833.SH	欧派家居	轻工制造	0.0%	28.1%
300347.SZ	泰格医药	医药	66.2%	27.7%
601888.SH	中国中免	消费者服务	73.1%	27.5%
600009.SH	上海机场	交通运输	-7.4%	26.2%
000333.SZ	美的集团	家电	5.5%	26.1%
603737.SH	三棵树	基础化工	62.4%	25.8%
600298.SH	安琪酵母	食品饮料	65.0%	25.8%
002242.SZ	九阳股份	家电	54.1%	25.7%
300012.SZ	华测检测	机械	33.2%	25.3%
603288.SH	海天味业	食品饮料	40.0%	25.2%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	24.8%	23.6%
600201.SH	生物股份	医药	47.1%	22.2%
000538.SZ	云南白药	医药	10.1%	21.9%
601098.SH	中南传媒	传媒	-6.0%	21.8%
603338.SH	浙江鼎力	机械	49.2%	21.2%

资料来源：wind，中航证券金融研究所

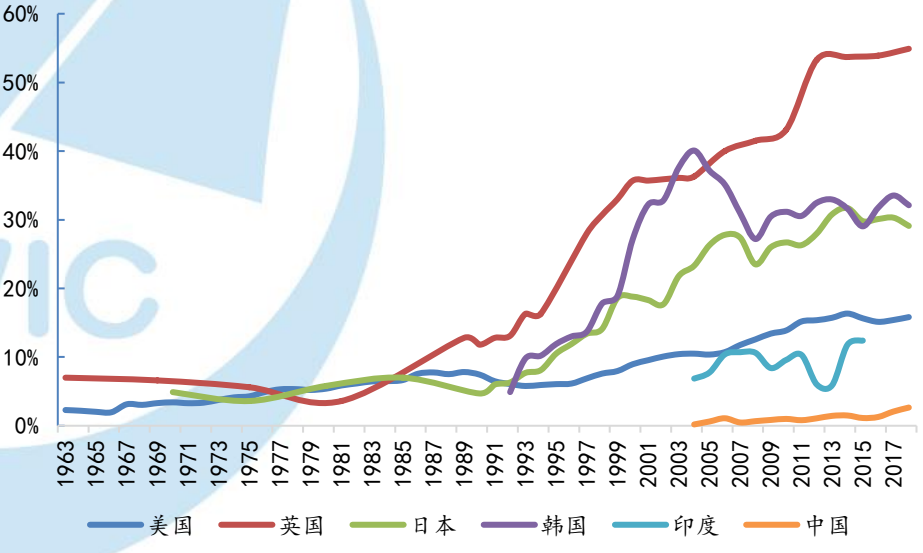
图 16：A 股市场外资持股比例前 50 指数 2018 年以来与大盘指数走势对比



资料来源：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。

图 17：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

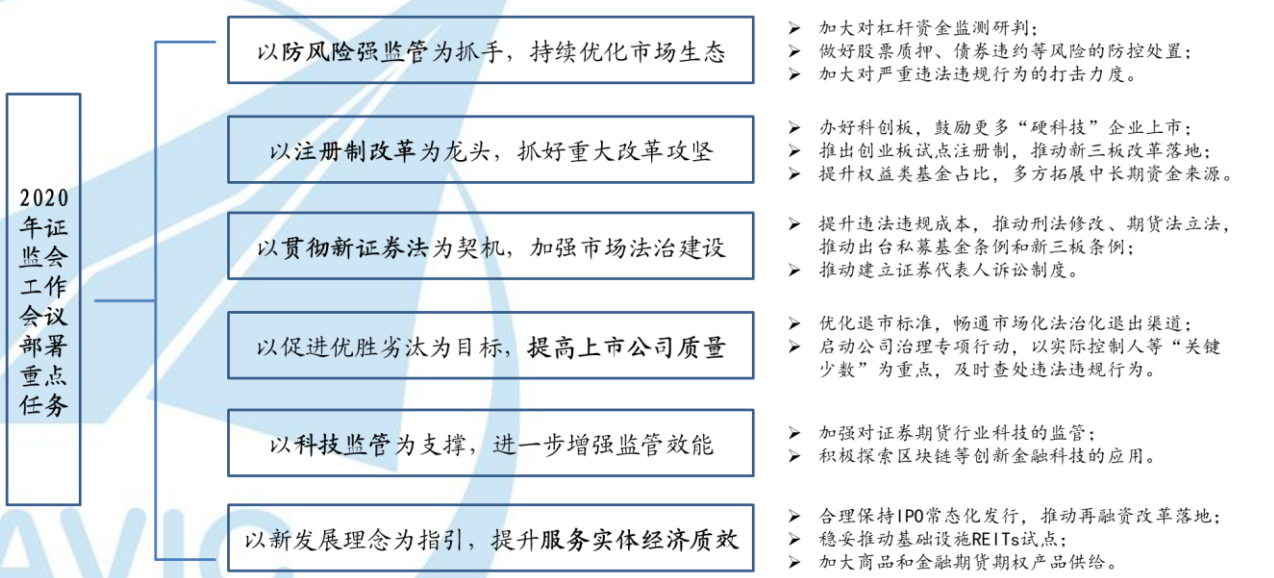


资料来源：央行、美联储、英国统计局、日本交易所、KRX、NSE，中航证券金融研究所

4.2 资本市场制度改革加快

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。继去年 9 月全面深化资本市场改革的 12 条重点任务正式发布以来，证监会今年初进一步明确了 2020 年资本市场改革的重点任务，4 月中共中央下发文件更提及推进资本要素市场化配置。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推动以资本市场改革提供根本保障。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。

图 18：2020 资本市场改革举措将密集落地

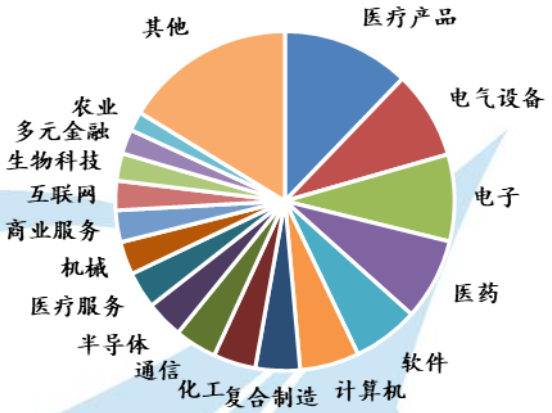


资料来源：证监会，中航证券金融研究所

创业板改革试点注册制总体借鉴科创板注册制经验，在发行、交易、退市等方面将充分实现市场化。创业板注册制改革的制度框架已经全部落地，预计 8 月有望迎来改革后的首批上市公司。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。创业板注册制改革后多个方面均有变化，如上市标准更加包容、交易制度与科创板相同、新增投资者门槛

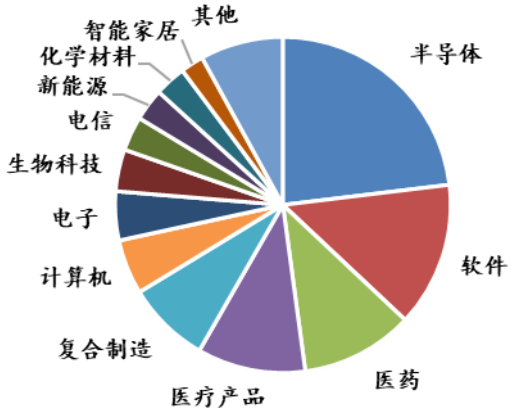
提高、跟投机制和减持制度有所优化、退市标准趋严、并购重组同步实施注册制等。短期来看，市场担心创业板试点注册制增加市场的供给压力，科创板开板经验显示分流效应扰动创业板短期走势。短期创业板注册制政策催化，可能抑制赚钱效应的扩散，但整体发行节奏可控，料不会对市场流动性造成过大冲击。而随着创业板注册制改革的推进实施，20%涨跌幅政策将催化交易资金参与热情，注册制下的创业板与科创板制度相似、定位互补，创业板重点支持传统产业与四新经济深度融合,管理层会更加重视资本市场稳预期工作，将促进中长期市场风险偏好提升，也将对证券行业起到扶优限劣的作用，创业板传统行业与四新经济深度融合相关的投资机会值得关注。

图 19：创业板分行业市值分布（截至 6 月末）



资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所

图 20：科创板分行业市值分布（截至 6 月末）

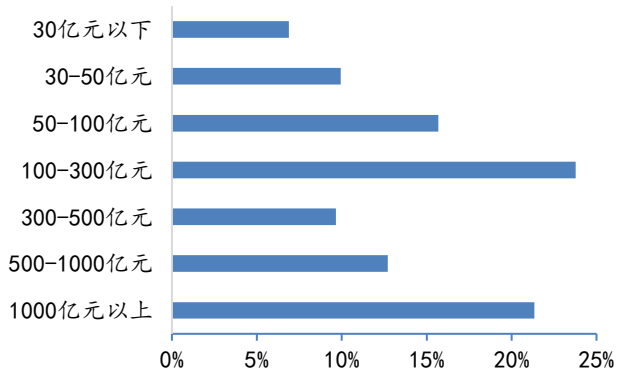


资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所

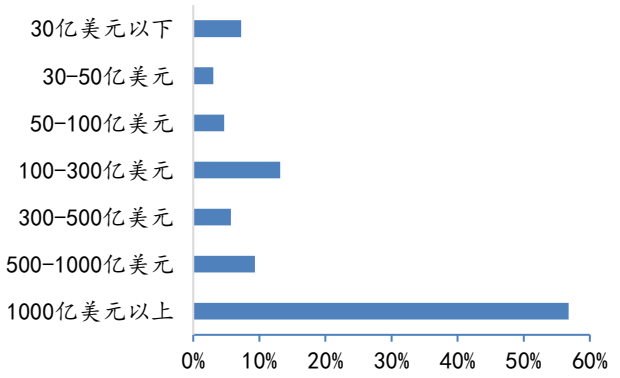
注册制和退市相结合，预计壳公司的价值将大幅缩水，A 股市场的大小分化可能会更加明显。注册制下，上市公司的市值层面的分化将进一步加剧，中长线资金倾向于选择配置那些大市值、成长性好、业绩具有持续性的公司，龙头公司不断做大做强，A 股“美股化”可期。据彭博 6 月末数据，A 股创业板总市值 1000 亿元以上的仅 9 家，占创业板整体市值的比重为 21%。而美国纳斯达克总市值在 1000 亿美元以上的有 22 家，占板块整体市值的比重超 57%。前 5 家即 FAAMG 市值均在 6000 亿美元以上，市值权重近四成。

图 21：创业板不同市值区间的股票市值占比（截至 6 月末）

图 22：纳斯达克不同市值区间的股票市值占比（截至 6 月末）



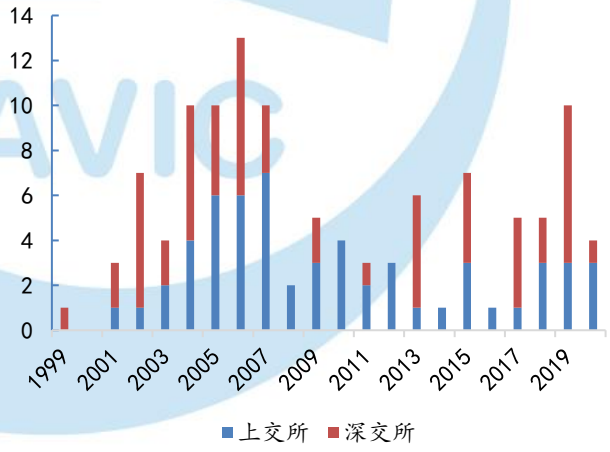
资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所



资料来源：bloomberg，中航证券金融研究所

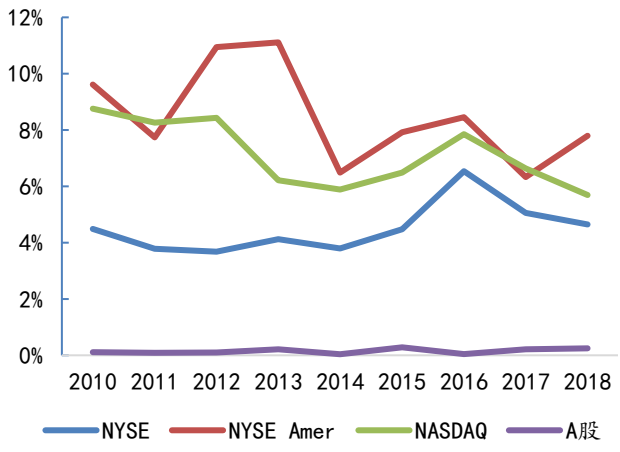
退市制度改革在即，有助于提升中长期市场风险偏好，提升优质公司溢价。沪深交易所履行退市工作主体责任，退市制度改革下半年有望加速。新证券法奠定了未来资本市场可持续发展的根基，上市公司退市工作加速，是资本市场优胜劣汰的必要安排，也是资本市场存量改革的当务之急。今年以来，A 股退市节奏明显加快，特别是 5 月开始，因面值退市的上市公司不断涌现，多家 A 股上市公司宣布或触发面值退市，引发了市场的关注与探讨。大部分可能面临面值退市风险的股票集中在一些传统行业的市值较小的上市公司，遭遇面值退市的根本原因是自身业绩较差，无法实现持续盈利，从而无法吸引投资者。此外也存在一些公司自身经营业绩尚可，但由于频繁高送转扩大了股本，频繁炒作概念却导致每股股价被稀释至面值附近。随着监管当局加大退市制度的执行力度，A 股将在退市机制方面继续完善，严格退市制度有利于多层次资本市场的发展。

图 23：沪深 A 股历年退市公司数量（2020/07/02）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

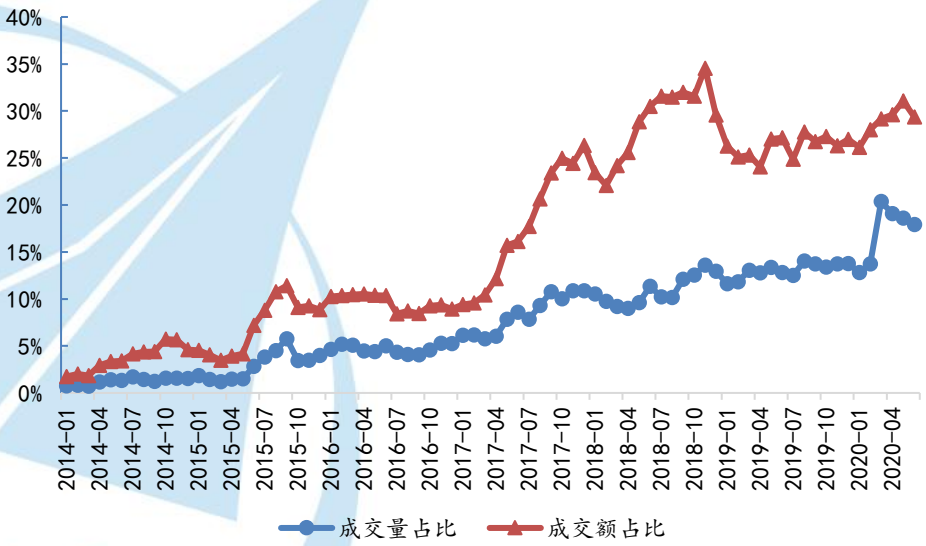
图 24：2010-2018 各年度 A 股与美股退市率比较



资料来源：wind，CRSP，中航证券金融研究所

交易制度方面，T+0 制度将是未来改革提升市场活跃度的重要方向。5 月 29 日，上交所就 2020 年全国两会期间代表委员关于资本市场的建议进行了回应，表示“未来将适时推出做市商制度、研究在科创板引入单次 T+0 交易，保证市场流动性以及价格发现功能的正常实现”。上交所提出的“单次 T+0”引发了市场的高度关注，显示 A 股交易制度或将迎来重大变革。借鉴海外经验，台湾证券交易所恢复现金账户 T+0 交易时采取的是试点先行策略，先行开放一部分股票进行日内回转交易，之后再视市场交易情况逐步放开，以维护证券市场的平稳运行。2014 年 1 月，台湾证交所恢复了现股先买后卖的当日回转交易；同年 6 月，台湾证交所开放先卖后买的当日回转交易。自台湾证交所恢复现金账户 T+0 交易以来，市场中 T+0 交易活跃度逐级提升，当日冲销交易（T+0 交易）占市场交易量的比重超 10%，占市场交易额的比重稳定在 30%左右。实施 T+0 一定程度上有助于吸引资金进入资本市场以及提升场内资金交易的活跃度，同时也是与国际资本市场接轨是必然的方向。

图 25：台湾证交所市场月度成交中当日冲销交易占比（截至 6 月末）



资料来源：TWSE、中航证券金融研究所

金融监管方面，未来放松混业经营将提升金融服务实体的能力。长期以来，我国一直采用银行主导的金融体系，商业银行对企业的信贷投放是协调宏观调控、衡量货币政策取向的前瞻性指标，企业对信贷融资的依赖程度较高，企业直接融资部分主要依靠的还是债券融资方式，股权融资占比较低。随着我国经济快速发展，产业升级提质增效，大力发展资本市场直接融资尤其是股票融资势在必行。近期国内传言称证监会计划向商业银行发放券商牌照，可能会在几大商业银行中选取至少两家试点。而从证监会对传言的官方回应来看，没有承认也没有否认这种传闻，同时也表示其具体路径目前尚在讨论中，但不会对现有行业格局造成大的冲击。首先我国商业银行从事券商业务仍有法律障碍，银行信贷业务与券商股权类业务存在

本质上区别，预计混业经营大概率会以券商子公司形式经营。尽管短期内实行实施混业经营的难点颇多，涉及的法律制度修订、机构改革等诸多工作，但中长期看是银行系券商除了推动国内券商合并之外的另一条做大证券中介机构的可行路径。国内银行如可获券商牌照，可以依托其资本、资源、网点等多方面的优势，在较短时间内形成数家有实力的券商以应对国际同行竞争，将提高行业集中度和行业整体的竞争力，并将进一步扩大金融对实体经济的支持。

五、A 股市场估值与业绩视角下的行业精选

5.1 风格判断让位于行业判断，风格趋向于均衡

A 股隐含风险溢价水平 2020 年度上半年大类资产整体债强股弱，一季度疫情冲击使得避险情绪浓厚，但二季度开始在全球流动性宽松背景下股债双双走强。从沪深 300 指数估值隐含的风险溢价表征指标来看，当 A 股隐含风险溢价高于历史中枢以上一个标准差时，对应到 2016 年 5 月、2019 年 1 月、2020 年 3 月股市都开启了持续时间不同的牛市行情，而行情结束时，往往都出现了隐含风险溢价向下突破历史中枢。结合当前 A 股估值仍不高，国债收益率水平仍未趋势性上行，隐含风险溢价仍位于历史中枢上方，预计 A 股下半年仍有继续上行的空间。

图 26：沪深 300 指数走势及风险溢价

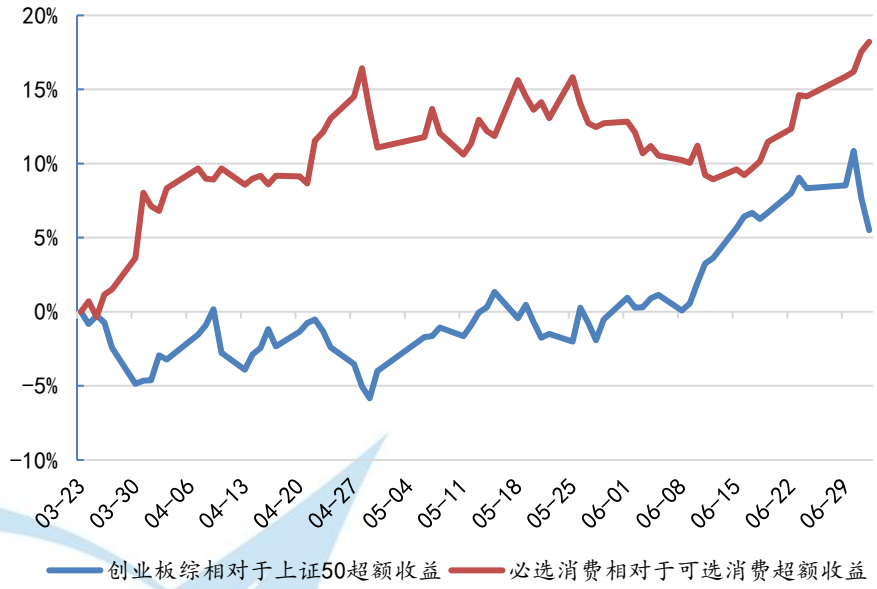


资料来源：wind，中航证券金融研究所

七月以来 A 股在金融、地产的带动下创出疫情以来新高，颇具牛市意味。相较于上涨势头能否延续，市场的关注点更加集中于高估值成长风格是否会让位于低估值价值风格。但是 A 股 3 月末反弹以来高估值

与低估值的分化远没有必选消费与可选消费的分化剧烈。探讨风格剧烈分化之后是否会发生转换的这一论题本身就欠缺逻辑依据。

图 27：风格分化远没有行业分化严重



资料来源：wind，中航证券金融研究所

沪深两市核心指数当中 TTM 市盈率最大的创业板综（146x）与市盈率最小的上证 50（10.86x）一直到六月初都处于纠缠的状态，近期创业板综才略有超额收益。反观必选消费相对于可选消费的超额收益，基本上可以说必选消费（医药、食品饮料叠加一部分逆周期属性的科技）主导了此轮反弹的行情。核心指数当中创业板指上涨幅度最大，其内在原因并不是因为创业板指代表成长风格（创业板综的估值更大），而是因为创业板指当中必选医药的权重最大。

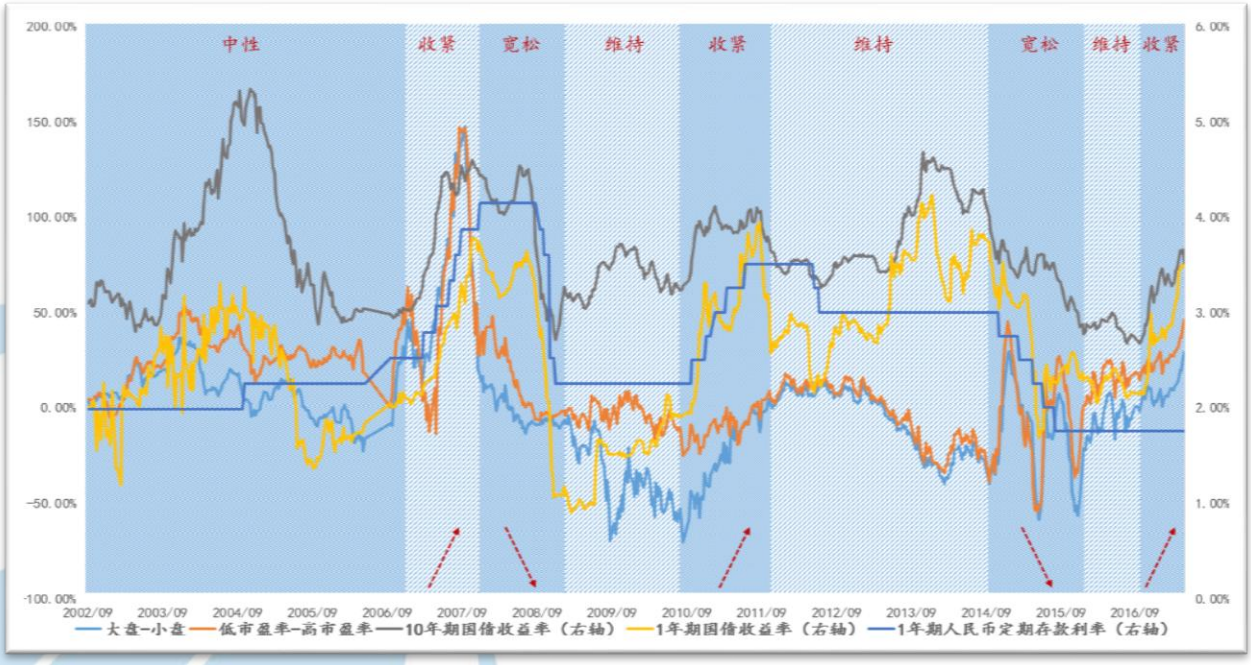
图 28：创业板指领涨是因为医药占比高（2020/07/03）

	创业板指		上证50		上证指数	
所属行业	总市值（亿元）	占比	总市值（亿元）	占比	总市值（亿元）	占比
农林牧渔	1,605.64	3.50%	N/A	N/A	2,955.73	0.70%
食品饮料	895.89	2.00%	21,284.15	10.80%	34,125.90	8.00%
医药生物	15,366.90	33.90%	7,974.10	4.00%	24,574.73	5.80%
	深圳成指		中小板指		中证500	
所属行业	总市值（亿元）	占比	总市值（亿元）	占比	总市值（亿元）	占比
农林牧渔	8,894.47	4.40%	5,046.91	7.90%	2,531.95	2.50%
食品饮料	16,287.57	8.00%	2,161.74	3.40%	3,426.32	3.40%
医药生物	29,738.01	14.60%	5,681.26	8.80%	14,834.62	14.80%

资料来源：wind，中航证券金融研究所

真正驱动风格发生趋势性巨大分化的核心因素是货币政策以及与之相对应的无风险利率。高市盈率股票的分红与自由现金流在远期，而低市盈率股票的分红与自由现金流在近期，无论使用何种估值方法，高估值股票对于无风险利率的敏感性一定强于低估值股票。高估值股票类似于长久期债券，而低估值股票类似于短久期债券。当无风险利率趋势性上行时，价值风格超额收益显现（2007 年、2016-17 年）；当无风险利率下行时，成长风格超额收益显现（2009 年、2015 年）。

图 29：沪深 300 指数走势及风险溢价



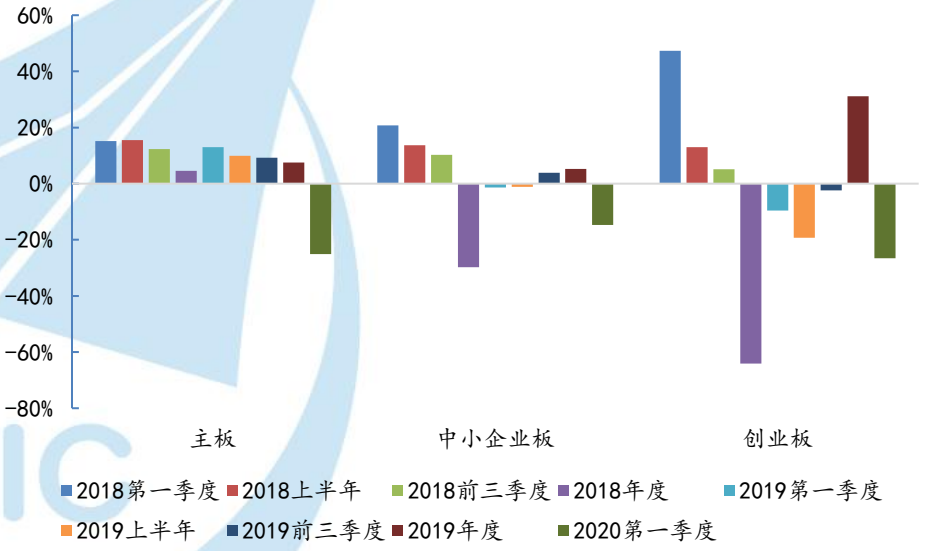
资料来源：wind，中航证券金融研究所

目前在货币政策温和宽松叠加工业价格缓慢恢复的情况下强行对投资风格下一个判断有点盲人摸象。二季度经济数据恢复明显，从对结构性存款和资金空转的监管、连续降息的中断来看货币政策边际上也确实有所转紧，似乎对价值风格的论断产生一定支持。但是从近期的一系列高频数据来看经济反弹的斜率有所放缓。下半年 CPI 将继续回落，PPI 很难出现正值，民营、小微很难从疫情的冲击中走出来，我们认为货币政策的基调大幅转向至紧缩的可能性微乎其微。另外一方面，大水漫灌进一步显著放松的可能性也很小。**决定低估值与高估值孰优孰劣的核心变量无法形成清晰合力，我们主张风格上的均衡配置，当下行业判断比风格判断更加重要：可选消费的左侧配置价值逐渐显现。**

5.2 盈利预期回暖，关注可选消费业绩反转机会

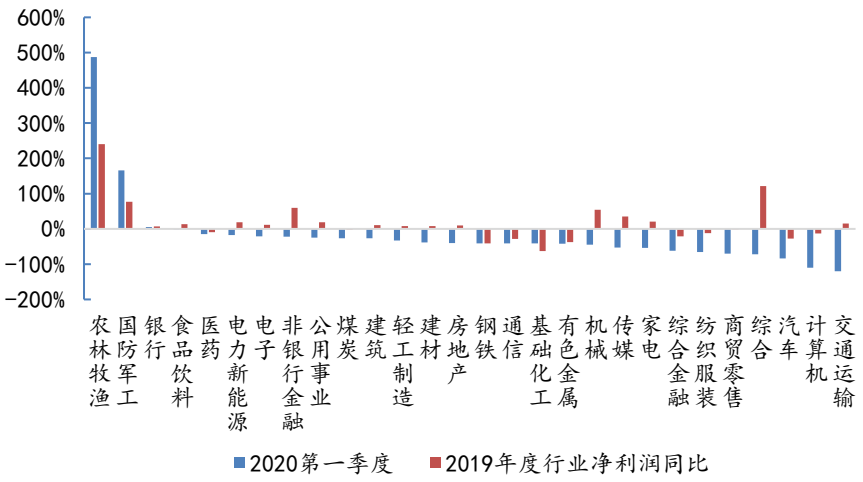
疫情冲击 A 股一季度业绩，传统经济盈利大幅负增长。2019 年度全部 A 股净利润同比增长 7.7%，结构上受益于创业板净利润同比 31.1%高增长，而主板年度盈利增速延续下滑趋势。2020 年一季度 A 股非金融企业盈利大幅下滑，结构上主板、国企、传统经济业绩增速下滑程度较大。全部 A 股 2020 年一季度净利润同比增速-24.4%，而 A 股非金融净利润同比增速达-50.8%。板块上，非金融主板/中小板/创业板/科创板分别增长-57.4%/-15.4%/-26.2%/11.6%。非金融国有企业利润持续大幅下滑，2019 年报与 2020 一季报盈利增速分别为-2.5%与-63.4%，民营企业在去年下半年边际回暖后也转为负增长，2019 年度与 2020 年一季报净利润增速分别为 1.0%与-27.6%。一季度非金融净利润率和 ROE 均创下历史新低超金融危机时期，2019 年/2020 年一季度 A 股非金融公司 ROE 分别下滑至 7.5%/4.0%，净利润率分别降至 4.1%/2.9%，利润率下滑是 ROE 回落主要原因。细分行业来看，需求下滑叠加油价下行冲击石油石化行业、客运需求暂停冲击交通运输行业致一季度业绩出现大幅亏损，其他受疫情影响较大负增长的板块主要来自偏周期的有色金属、建材、房地产以及部分消费相关的如餐饮旅游、计算机、汽车、纺织服装、商贸零售、家电等。

图 30：主板净利润同比增速仍在放缓，创业板净利润同比降幅最大



资料来源：wind，中航证券金融研究所

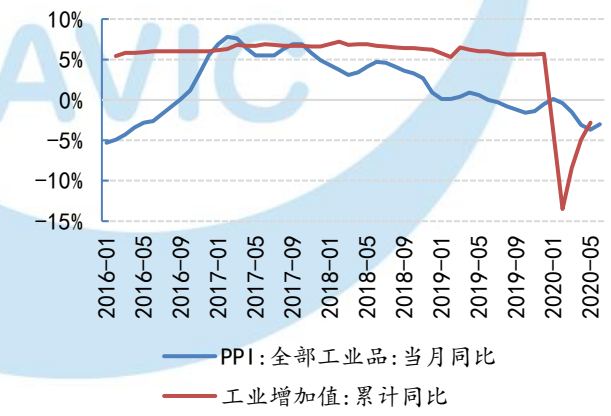
图 31：2020 年一季度及 2019 年度 A 股各行业净利润同比增速



资料来源：wind，中航证券金融研究所

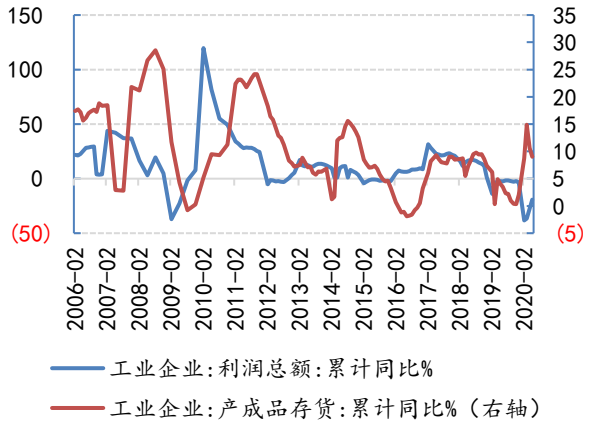
疫情给上市企业一季度业绩带来空前考验，二季度业绩仍有压力，但最差阶段已经过去，生产、投资、消费、贸易等指标边际呈现改善趋势。两会召开后，财政政策托底措施将得到进一步落实，随着政策支持作用显现，盈利预期企稳将推动股市上行。从领先指标来看，目前社融、基建投资、PMI 等基本面领先指标已经企稳，基本面领先指标企稳得益于年初以来宽松政策环境。从同步指标来看，2019 年库存周期与工业企业利润周期均逼近历史底部位置，但此次疫情冲击了周期，目前工业企业库存周期进入去库存阶段，工业增加值逐月改善累计同比有望回正、6 月 PPI 同比降幅收窄，共同影响工业利润增速的量价指标均明显改善。而目前疫情防控成功后经济逐步恢复正常，预计 A 股净利润同比将在下半年见底企稳并逐级改善。

图 32：PPI 同比与工业增加值同比走势



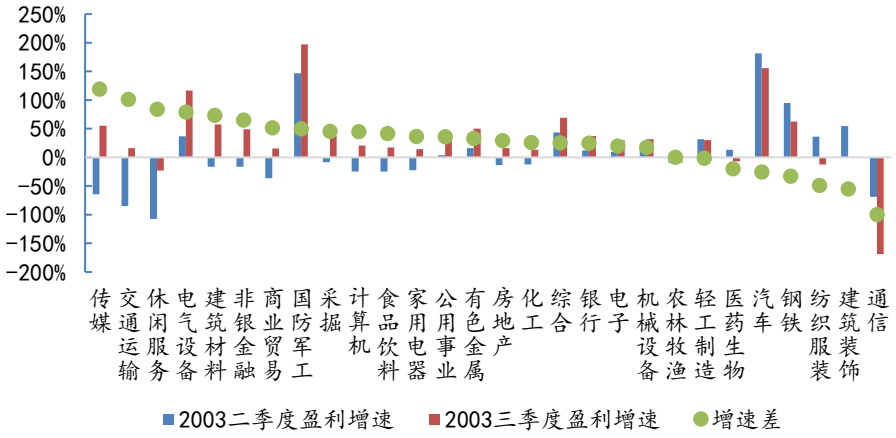
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 33：工业企业利润与产成品库存历史周期



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 34：2003 年非典疫情过后 A 股可选消费行业公司盈利增速反弹幅度较大



资料来源：wind，中航证券金融研究所

盈利预期改善将成为主导下半年投资的关键因素，看好可选消费的复苏。今年市场流动性宽裕，A 股估值也处在历史低位，所以决定未来市场走势的关键是盈利，而我们预计三季度 A 股盈利将逐步改善，那么 A 股市场中枢也有望抬升。参考 2003 年非典期间，第三产业如服务类及消费类产业受影响较大，而在成功控制疫情之后，A 股可选消费行业如传媒、交通运输、休闲服务、建材等行业三季度业绩都迎来了大幅度反弹。而一季度业绩受本次疫情冲击最大的行业中可选消费居多，目前部分可选消费的数据已经得到恢复，在线消费类如在线教育、视频、游戏等持续景气。考虑到我国的防疫体系和疫苗研发进度，这些受疫情影响最大的可选消费行业的业绩很难更差。目前从安全垫、风险收益比和业绩改善的角度，我们认为可选消费的配置价值是比较突出的，重点关注可选消费当中的航空、餐饮、旅游和电影等。

图 35：消费领域的恢复情况（同比增速%）

必选消费				
影响不大	中西药品类	粮油、食品类	饮料类	烟酒类
2020-02	0.20	9.70	3.10	-15.70
2020-03	8.00	19.20	6.30	-9.40
2020-04	8.60	18.20	12.90	7.10
2020-05	7.30	11.40	16.70	10.40

可选消费						
基本恢复	日用品类	体育、娱乐用品类	通讯器材类	文化办公用品类	书报杂志类	化妆品类
2020-02	-6.60	-4.00	-8.80	-8.90	-32.70	-14.10
2020-03	0.30	-7.10	6.50	6.10	3.60	-11.60
2020-04	8.30	11.60	12.20	6.50	-11.50	3.50
2020-05	17.30	15.40	11.40	1.90	10.80	12.90
尚未恢复	汽车类	建筑及装潢材料类	家用电器和音像器材类	金银珠宝类	石油及制品类	服装鞋帽针纺织品类
2020-02	-37.00	-30.50	-30.00	-41.10	-26.20	-30.90
2020-03	-18.10	-13.90	-29.70	-30.10	-18.80	-34.80
2020-04	0.00	-5.80	-8.50	-12.10	-14.10	-18.50
2020-05	3.50	1.90	4.30	-3.90	-14.00	-0.60

资料来源：wind，中航证券金融研究所

六、2020 下半年 A 股市场大势判断

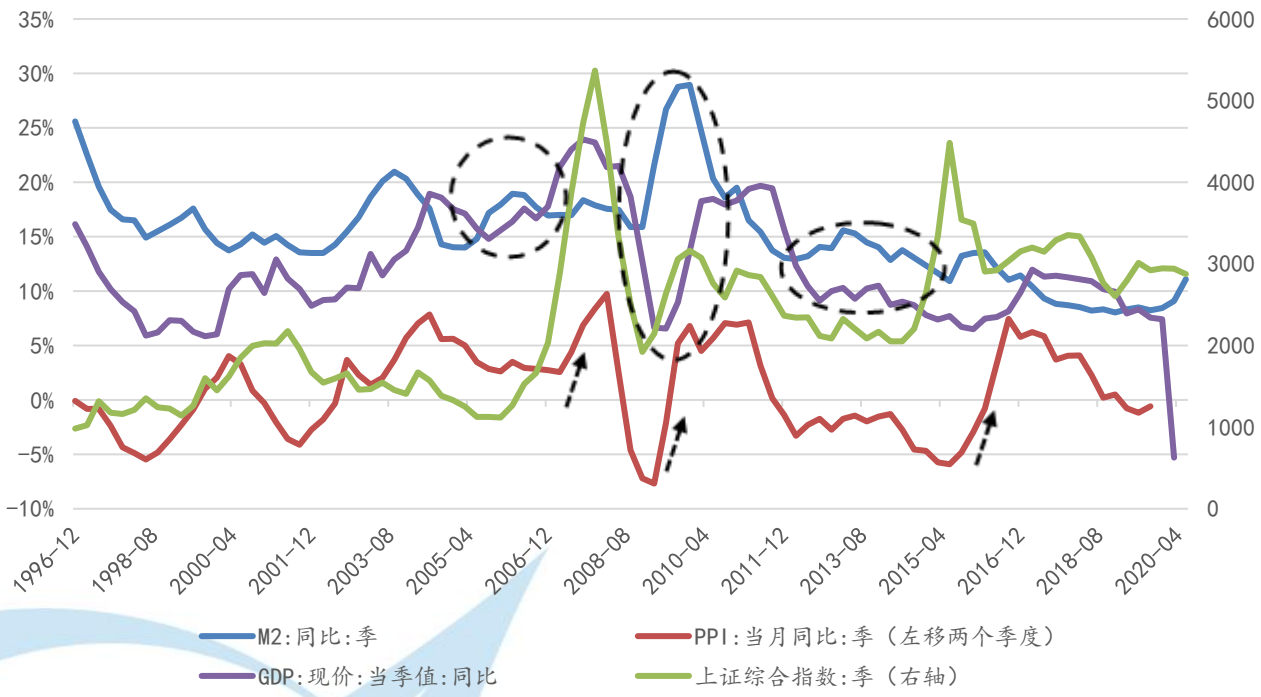
全球宏观流动性宽松支撑 2020 下半年股市投资。首先，美联储吸取了历史经验，采取的危机政策响应越来越及时，财政货币刺激力度越来越大，全球流动性宽松背景下，有利于新兴市场表现。其次，美联储 6 月最新议息会议决议显示，零利率政策可能将维持至 2022 年，美元可能较长时间维持相对弱势，汇率因素将有利于投资新兴市场资产。再次，A 股估值相对较低，相比主要国际资本市场仍具备低估优势。目前维持常规货币政策的主要经济体已为数不多，而我国政策空间充裕，未来随着“六稳、六保”政策收效，叠加改革红利将有更多的增量资金流入 A 股市场。**在全球继续维持宽松的货币和极低的利率背景下，A 股的核心资产仍然是外资长期加配的重要方向。**

A 股的比较优势将进一步吸引投资者加大配置。“高峡出平湖”，中国运用独特的体制优势率先控制了疫情，为了经济复工复产以及金融稳健运行提供了保障，这也是近期 A 股吸引国际投资者的重要因素。可以预见，在“后疫情”时期，全球流动性充盈甚至泛滥是大概率事件，各主要金融市场将可能共同面临“资产荒”的问题，优质投资品种的竞争会更加激烈。为了应对外部冲击与推动国内经济结构转型，疏通货币政策传导机制、扩大金融对外开放、科技创新推动产业升级、提振内需消费引领高质量发展将会是未来我国宏观政策重点。越来越多的行业与领域将放宽市场准入、引入市场竞争机制，具有核心竞争力的公司将脱颖而出进一步奠定龙头地位，在金融开放的背景下也将赢得更多海内外投资者的青睐，消费升级和科技创新依然会是 A 股市场中长期主线。

展望 2020 下半年，我国坚持对内改革与对外开放已经奠定了坚实基础，在海外流动性宽松与不确定性缓和的大背景下，下半年 A 股将迎来牛市收获期。节奏上看，海外疫情、中美摩擦等因素扰动频繁对 A 股传导弱化，政策发力下国内经济逐渐复苏，创业板注册制落地均利好 3 季度市场表现。基本面上，近期社融、PMI、工业增加值数据显示了经济回暖迹象，下半年投资、消费有望实现逐级改善，未来疫苗量产将保障疫情防控常态化下的经济生产，若外需复苏叠加国内稳增长收效，基本面将企稳。A 股盈利增速预计也将跟随经济复苏逐季抬升。而国内资本市场深化改革措施加速落地，释放制度红利有利于 A 股市场，金融供给侧改革大背景下，国内机构与居民配置为 A 股市场提供长期资金来源。虽然下半年宏观流动性不会更宽松，但风险偏好的抬升、资本市场改革、居民与机构资金增配利好股市流动性，在各项利好及内外资的共同推动下，预计牛市行情确立并逐步展开。

货币的超发与盈利底部的确认是牛市的两大条件，目前这两个条件已经得到满足。我们可以用 M2 增速与名义 GDP 增速差值刻画货币超发程度，用 PPI 作为企业整体利润增速的同步指标。PPI 与企业利润相较于货币政策和权益资产价格一般滞后两个季度，我们对 PPI 进行两个季度的前移，见下图。

图 36：货币超发和盈利底部的确认促成牛市



资料来源：wind，中航证券金融研究所

我们可以看到当 M2 增速向上穿越名义 GDP 增速，代表货币开始超发，如果货币持续处于超发的状态（圆圈），并且同时出现 PPI 见底回升的形态（箭头），那么市场大概率会进入牛市。

疫情以来，我国在尽力保持政策定力的情况下采取了一系列超常的宽松货币政策，促成了社融和 M2 的快速反弹。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 2.18 倍。美国一季度 M2/GDP 比例由 0.71 提升至 0.75。一季度末从 M2 增速和名义 GDP 增速分化的角度来看，我国货币超发明显。

我国疫情防控能力一再被确认，复工、复产的进度在全球范围内首屈一指。二季度的高频数据显示，我国经济无论是消费、投资还是净出口都出现了不同程度的反弹。经济底部已经确认，未来还将逐季改善。具有领先意义的 PMI 主要原材料购进价格指数近两月出现了连续反弹，预计下半年我国 PPI 将温和回升，继续带动企业盈利数据回暖。

风格与行业方面，我们推荐风格上均衡配置，着重关注具备盈利反转预期的可选消费类公司。高估值科技与低估值传统行业不存在孰优孰劣。盈利预期改善将成为主导下半年投资的关键因素，看好下半年 A 股可选消费的业绩复苏带来的投资机会，配置价值比较突出的有航空、餐饮、旅游和电影等。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%至10%之间。
卖出　：预计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　：预计未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：预计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，首席宏观分析师，经济学硕士。

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。