

牛市可期、疯牛难再

- 经济复苏预期、宽松流动性、以及监管者的呵护共同营造了有利于 A 股牛市形成的宏观环境。随着陆股通北上资金的大举加仓，以及北上资金活跃度的明显提升，A 股进入 7 月后在外资引领下急涨。
- 四方面原因使得 7 月上旬 A 股急涨的态势难以持续：(1) A 股短期涨幅已经明显超过全球股市，从而削弱了 A 股在全球市场中的吸引力；(2) 北上资金的活跃程度接近历史极值，预计会触顶回落；(3) 疫情发展仍然存在较高不确定性，美国“二次停工”的风险不低；(4) 监管者对股市“疯牛”保持着相当的警惕。
- 对下半年 A 股后市可以保持乐观，但别相信 2015 年的“疯牛”行情会重演。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

进入 2020 年 7 月，A 股股指急涨。截止 2020 年 7 月 10 日，在 7 月的前 8 个交易日中，上证综指累计上涨 13.4%。仅仅在 7 月 6 日至 10 日这一周，上证综指就上涨 7.3%，创下了 2015 年 7 月以来的最大单周涨幅。

当前宏观经济大环境有利于 A 股市牛市的形成。在近期股指上扬的背后，有三大宏观因素在起推动作用。

第一、经济复苏预期。股市总是对预期做反应，走在经济前面。新冠疫情的爆发确实让全球经济增速都大幅下滑至几十年来的低位，但展望未来几个季度，经济增速从坑底回升的趋势非常明显。到明年 1 季度，我国 GDP 同比增速有望回升到 10%以上（因为今年 1 季度基数非常低）。因此，尽管今年上半年企业盈利增长大幅下滑，但盈利改善的预期非常强。可以说，股市现在反映的不是当前较低的经济增速，而是未来会持续加速至高位的经济增长预期。

第二、宽松流动性。疫情爆发之后，全球央行都采取了极度宽松的货币政策来稳定金融市场和托底经济增长，我国也不例外。我国银行间市场利率水平虽然在今年 2 季度有所回升，但目前仍然处于近 5 年来的较低水平。同期，社会融资规模同比增幅也在 2 季度创下了 10 年来的最高纪录。金融市场和实体经济充沛的流动性推升了股票估值，部分对冲了疫情对股票估值带来的压力。

第三、监管者的呵护。中美贸易战凸显了我国在高科技领域的短板。资本市场为科技创新的不确定性定价的能力较强，能更好支持创新型企业的融资需求，因而更受高层重视。在今年 7 月 7 日的浦山讲坛上，证监会前主席肖刚说：“党中央从来没有像今天这样重视资本市场。”在高层领导这样积极的态度下，资本市场改革举措持续推出，充分体现了监管者对 A 股市场的呵护，从而提升了股市的人气。

两方面证据显示，7 月以来 A 股的上涨主要为外资所引领。

一方面、7 月 A 股的急涨伴随着陆股通北上资金的大举加仓。在 7 月 2 日到 10 日的 7 个香港交易日中（香港 7 月 1 日休市），陆股通北上资金累计净流入 585 亿元。流入强度之大，已经接近历史峰值。从历史经验来看，北上资金的运动对 A 股有相当强的领先性，它的大举加仓往往会带动 A 股上扬【1】。（图表 1）

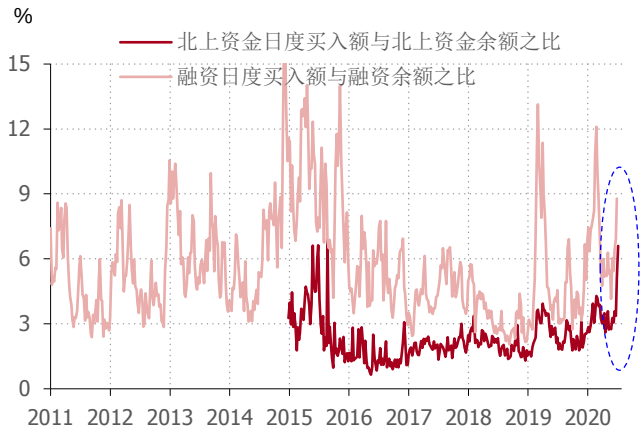
图表 1. 2020 年 7 月 A 股的急涨伴随着陆股通北上资金的大举加仓



资料来源：万得，中银证券

另一方面、当前北上资金的相对活跃程度明显高于A股本土资金。可以用北上资金股票买入金额与北上资金存量的比值来衡量北上资金的活跃程度。类似地，A股本土资金的活跃程度可以用融资买入金额与融资余额之比来衡量(A股本土资金中只有融资有数据可计算其活跃度)。因为资金风格不同，直接比较这两个比值没太大意义（融资的活跃度长期高于北上资金）。不过，看二者当前分别处在历史上的什么位置，可以帮助我们研判两类资金的相对活跃程度。7月10日这周，北上资金买入金额与北上资金余额之比大幅上升至6%以上，创下了2016年以来的历史记录。同期，融资买入额与融资余额之比虽然也显著上升，但绝对水平仍明显低于2019年3月与2020年2月的高点。从活跃度走势的对比来看，7月A股行情更可能为北上资金所引领。（图表2）

图表2. 当前北上资金的相对活跃度明显高于融资

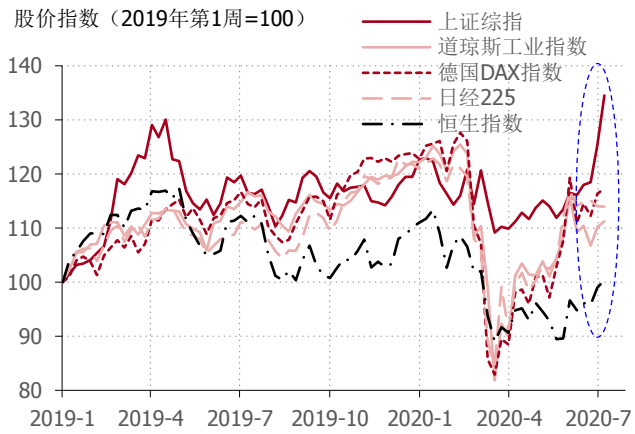


资料来源：万得，中银证券

四方面原因使得7月上旬A股急涨的态势难以持续。

原因之一，A股短期涨幅已经明显超过全球股市，从而削弱了A股在全球股市中的吸引力。2019年以来，全球主要股市的走势有较高同步性，A股相对全球股市的偏离难以长期持续（港股因为香港自身原因而与全球股市走势持续背离）。今年7月以来，A股的急涨已经显著拉开了A股与全球其他股指之间的距离，从而使得A股在全球股市中的相对吸引力下降，从而给北上资金的进一步流入带来阻力。（图表3）

图表 3. 7 月以来 A 股短期涨幅明显超过全球股市

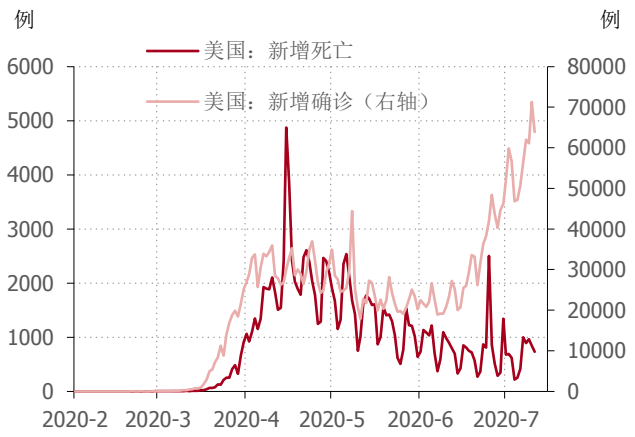


资料来源：万得，中银证券

原因之二、北上资金的活跃程度接近历史极值，预计会触顶回落。股市投资需要有逆向思维。当北上资金的活跃度创下了 4 年多以来的高位时，活跃度高位回落的概率应该大于再创新高的概率。事实上，在 7 月 2 日到 9 日连续 6 个交易日净流入之后，7 月 10 日北上资金已经净流出 44 亿元。有引领性的北上资金的流出和活跃度下降，将给 A 股股指带来短期压力。

原因之三、疫情发展仍然存在较高不确定性，美国“二次停工”的风险不低。随着人类对新冠肺炎了解的加深，疫情带来的恐慌已经逐步消退，人类也已开始习惯病毒相伴的生活。但别忘了，疫情仍然在全球肆虐，除了“停工”、“封城”这样的社交隔离措施之外，人类尚未找到其他有效应对疫情的手段。今年 6 月以来，随着复工的推进，美国新冠肺炎新增确诊病例数已经大幅反弹至历史新高。还好，美国新增死亡数走势仍然相对平稳。不过，在肺炎病例数越来越多的情况下，美国医疗体系再次被挤兑的可能性不低。如果死亡数因此而飙升，美国“二次停工”的概率就会大大上升。这是 A 股市场目前并未充分纳入考虑的风险因素。（图表 4）

图表 4. 美国新冠肺炎新增确诊病例已经显著上升；新增死亡数未来走势存在变数



资料来源：万得，中银证券

原因之四、监管者对股市“疯牛”保持着相当的警惕。监管者重视和呵护资本市场发展不假，但这不意味着监管者会放任“疯牛”的形成。经历过2015年的“股灾”之后，监管者对建立在流动性和杠杆资金之上的“泡沫疯牛”非常警觉，绝不会容忍2015年那样银行资金通过各种途径汹涌进股市的情况发生。因此，就算几天前媒体报道的银行获券商牌照的消息属实，也别指望银行资金就能畅通地进股市来推高股指。

对下半年A股后市可以保持乐观，但别相信2015年的“疯牛”行情会重演。基于上述四个原因，“疯牛”行情应该是难以出现的。今年7月上旬A股急涨之后，短期谨慎一些更为恰当。不过，经济复苏、监管者呵护两个长期利好因素在今年下半年不会发生改变。在流动性方面，下半年货币政策可能会边际上收紧【2】，但在经济复苏背景下，资金会从债券等其他市场向股市流动，部分抵消货币政策收紧对股市的影响。因此，今年下半年A股的牛市可以期待，但不应以2015年的大牛市作为参照。（完）

【1】参见笔者的文章《A股的“聪明钱”》，http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2019-09-20/doc-iicezzrq7212438.shtml。

【2】参见笔者的文章《从通缩到通胀》，http://finance.sina.com.cn/roll/2020-07-05/doc-iircuyvk2145438.shtml。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371