国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200708

【财经新闻】

- 上海证券报：倡导理性投资，A 股投资者教育仍需强化
- 证券时报：散户外资跑步入场，灰色资金暗流涌动
- 证券时报：肖钢：新形势下资本市场要推进五大变革

【行业动态与公司要闻】

- 证券时报：深圳发布促消费措施 传统行业试水网红经济

【国都策略视点】

- 策略晨报：中期业绩景气周期上行的科技成长风格趋势占优

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3345.34	0.37
沪深 300	4698.13	0.60
深圳成指	13163.98	1.72
中小板综指	12169.65	1.76
恒生	25975.66	-1.38
国企	10600.41	-1.18
恒生 AH 溢价	134.92	1.18
标普 500	3145.32	-1.08
NASDAQ	10343.89	-0.86
MSCI 新兴市场	1052.54	-0.75

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	食品饮料	2224.43	3.52
2	计算机	7394.15	2.70
3	商业贸易	3336.44	2.45
4	电子	12380.14	2.37
5	电气设备	5259.71	2.25

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.49	-0.25
纽约期金	1807.50	0.75
伦敦期铜	6193.00	0.86
伦敦期铝	1635.00	1.43
波罗的海干散货	1949.00	-0.36

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】

- **上海证券报：倡导理性投资，A 股投资者教育仍需强化**

【上海证券报】据上海证券报报道，北京大学光华管理学院金融系教授刘玉珍发文表示，我曾经与共同作者研究过遭遇罕见自然灾难对人们金融决策行为的影响。多数人往往认为，人们遭遇罕见自然灾难后会感知到更多风险，但我们的研究却发现，经历灾难后人们的风险意识可能降低。其原因在于，如果个人在罕见自然灾难中损失低于预期，反而会降低风险感知。

新冠肺炎疫情是全球面临的重要挑战，流行性传染病的特征带来了高度的不确定性和风险，由此引发的恐慌情绪和侥幸心理的行为反应，对社会和经济造成的影响可能不亚于疫情本身。个人的投资行为、风险认知也可能受到疫情影响，引发投资者的非理性投资行为，继而引发市场波动。

我认为，对存在重大尾部风险的小概率事件，更应关注投资人行为，降低投资人在疫情中可能出现的现存状态偏误、过度自信和可得性偏误。目前 A 股市场仍然以中小投资者为主，个人投资者专业知识、风险承受能力以及投资理念等方面，均与机构投资者存在比较大的差距，“以行为引导”的投资者教育就显得特别重要。

我长期关注散户行为，并在研究中发现，股民中仅有极少数人可以持续在股市赚钱，仅有 1%的短线投资者在扣除交易成本后可获利。同时，散户的多数损失都源于其盲目自信，以及投机交易行为。A 股市场中高换手率与散户的过度自信有关。追求刺激的心理也是导致散户过度交易的重要原因。投资者还可能出于非理性动机而交易，以小博大，希望以较小的投入撬动高额回报。

研究也显示，散户在下单时存在追涨杀跌，交易行为受市场波动影响较大。很多散户都没能在投资中很好地分散风险，也常常过早卖出盈利的股票，面对巨幅亏损时，却不愿意及时止损。这些常见行为偏误进一步加剧了散户的损失。

由于散户普遍存在行为偏误，A 股投资者教育任务就更加繁重与复杂。到底如何精准地实施投资者教育与扩大投资者教育的范围？ 过去以金融知识和法律法规普及为主的活动，对于提高投资者教育成效有待评估。根据我的经验，采用经验法则的在线互动教育，有助于提高投资者教育的效果。用科学方法理解投资人行为，从而据此建立以行为为导引的投资者教育，实施客制化的投资者教育方案，可以客观地引导投资行为，降低投资人的行为偏误，提升投资者教育的效果。

- **证券时报：散户外资跑步入场，灰色资金暗流涌动**

【证券时报】昨日，A 股继续上攻，上证指数收涨 0.37%，创业板指大涨 2.44%。成交再度放量，两市合计成交额逾 1.7 万亿元。至此，7 月日均成交金额比 6 月增长 78%。

从资金面来看，市场新增资金充裕，融资余额突破 1.2 万亿元，多只新发基金被秒杀成为爆款，北上资金也疯狂“扫货”。需注意的是，灰色资金亦暗潮涌动。比如银行消费贷利率普遍较低，有投资者通过上述贷款筹措资金入市。也有一些个人投资者通过打“擦边球”以场外个股期权的方式入市，还有一些则以“两融绕标”的方式入市。不过，资金蜂拥之时，产业资本也在悄然撤离，在一定程度上平抑了市场炽热的气氛。

个人投资者蜂拥而至

7 月 7 日，A 股再度放量，成交逾 1.7 万亿元。7 月日均成交金额超 1.29 万亿元，而 6 月日均成交金额仅为 7228 亿元。火爆的交投，导致多家券商 APP 出现宕机。那么，这些资金究竟来自哪里？据证券时报记者调查，个人投资者和外资再度充当了行情的主力。

据证券时报记者了解，多家券商承认保证金规模明显增加。7 月以来华泰证券日均开户数环比增加近 30%。国泰君安 7 月 6 日线上开户较日常提升约 80%。新时代证券经纪业务负责人表示，保证金规模比 6 月日均规模增加 20%。中泰证券也表示，截至 7 月 3 日，公司托管资产较 2019 年末提升 17%。

与此同时，融资余额连续上涨。7 月 6 日，融资余额大增 368 亿元，这一增量在近五年的行情中都极为少见。两融余额代表个人投资者的杠杆水平。从这一数据可以看出，投资者的热情已被行情彻底点燃。目前两融规模约为 2015 年高峰时的一半，还有上升空间。

北上资金也赴 A 股“大扫货”。7 月以来北向资金净流入已经超过 6 月全月净流入量。场外资金进场速度很快，包括前期基金加仓、新基金建仓、散户入市、外资流入等。此外，投资者借道基金入市的趋势也非常明显，这是 A 股市场走强的一个重要支撑。

据证券时报记者了解，虽然屡遭打击，但近期场外配资又死灰复燃。深圳一家场外配资公司经理表示，生意火爆，7 月 6 日仅一个上午，就配出去几十个账号。直接配账号还是沿用传统的模式，一些公司通过两融绕标之后，可以将杠杆进一步放大。目前市场能够用来做 T+0 绕标的主要是 H 股 ETF 和黄金 ETF。有业内人士向证券时报记者透露，目前利用这一手法，可以将杠杆扩大至两倍。

而另外一种杠杆水平更高的工具则是场外个股期权。按照目前的规则，场外个股期权并不允许个人投资者参与，机构投资者中也只有上了规模的才能做。但仍有一些个人投资者通过“打擦边球”的方式参与。部分拥有场外交易权限的机构投资者会允许个人投资者，通过他们的平台参与期权交易。比如，个人投资者向该机构打入 50 万元，并要求他们协助买入相应期权。在杠杆率比较高的个股上，这部分期权对应的市值可高达 500 万元。

第三类则是银行资金入市。近期的确存在一些银行资金通过贷款形式悄然流入股市的情况。据记者了解，由于行情来得太快，有一些股民通过银行的小额快速贷款，筹措到近百万的资金入市。而且这类资金获批、到账都非常快捷。

在大牛市的资金框架中，杠杆资金涌入、外资加持和产业资本增持，三者缺一不可。从目前的情况来看，资金面呈现出三缺一的状态，产业资本集体增持的现象并未出现，反而出现大面积净流出的情况。

据 Wind 统计，7 月 7 日，沪深两市共有 17 家上市公司披露股东减持计划，涉及重要股东 28 名。以最新收盘价计算，合计拟减持金额约 30 亿元。从本轮行情发动之前的情况来看，产业资本也呈持续卖出状态。今年 2 月 3 日至 6 月 30 日，产业资本总减持规模高达 2319 亿元，净减持规模高达 1987 亿元。上述情况在 2019 年年初的上涨行情中也出现过。这背后可能有两个逻辑：一是微观主体的资产负债表并未得到有效改善，二是他们对于未来的前景并不看好。

分析人士认为，任何市场的持续上涨都是建立在牢固的估值基础之上。从目前的情况来看，虽然经济指标持续向好的预期较为强烈，但外部环境仍存在一些不确定性，而部分个股的估值也来到了高估区间。在这种情况下，对投资者而言，理性投资或是最优策略。A 股市场只有戒除浮躁，才能行稳致远，更好服务于中国经济。

- **证券时报：肖钢：新形势下资本市场要推进五大变革**

【证券时报】全国政协委员、中国证监会原主席肖钢昨日在参加浦山讲坛和 CF40 孙冶方悦读会时表示，新形势下资本市场要推进五大变革，包括深化注册制改革和退市制度；提升上市公司质量，筑牢实体经济基本盘；坚定不移推进资本市场双向开放；数字资本市场引领未来发展方向；加强资本市场法治建设，提升监管水平等。

肖钢表示，新形势下资本市场要推进五大变革，首先是深化注册制改革和退市制度。科创板的开设是我国资本市场发展的一个重要里程碑，取得了很好的效果。目前，创业板也推出了注册制改革。可以期待，在注册制改革的引领和带动下，资本市场的生态会有显著改善。在注册制出台的同时，要不断探索符合我国国情的退市制度，进一步加大退市力度，形成优胜劣汰的市场环境。

其次，提高上市公司质量，筑牢实体经济基本盘。要搞好资本市场，必须加大力度改革上市公司，促进上市公司高质量发展。一方面，要进一步提高分红。总体来讲，上市公司这几年分红的意愿、比例、稳定性都有长足的进步，但现金分红的吸引力还是比较低。需要进一步加大上市公司分红的力度，改进上市公司回报股东的方式，股份回购就是一个灵活的安排。另一方面，进一步加快并购重组步伐。加大政策支持力度，优化市场化的定价机制，提供灵活的定价空间，尽量减少不必要的行政干预，丰富并购重组支付工具和融资方式。

三是要坚定不移推进资本市场双向开放。资本市场的开放不能单兵突进，它和资本项下可兑换、人民币国际化、汇率机制改革等是相互关联的，要把资本市场的开放放到整个经济金融开放的格局当中，特别是要加强开放中金融监管能力的建设，积极参与国际金融的治理，加快完善跨境监管的协作机制。

四是要积极发展数字资本市场。发展数字资本市场必须坚持开放、包容、共享、公平的原则。按照数字化的思维建设数字资本市场，不能关起门来搞发展。要积极拥抱新技术，融合互联网公司和国际同行的经验，加快资本市场和科技融合。要促进数据互联互通，营造一个公平的市场环境。紧紧围绕实体经济的需求，来进行数字化创新。

五是要加强法治建设和提高监管水平。要提高监管的水平，必须要加快监管转型，实现“六个转变”。监管取向从注重融资，向注重投融资和风险管理功能均衡、更好地保护投资者特别是中小投资者转变；监管重心从偏重市场规模发展，向强化监管执法，规模、结构和质量并重转变；监管方法从过多的事前审批，向加强事中事后、实施全程监管转变；监管模式从碎片化、分割式监管，向共享式、功能型监管转变；监管手段从单一性、强制性、封闭性，向多样性、协商性、开放性转变；监管运行从透明度不够、稳定性不强，向公正、透明、严谨、高效转变。

【行业动态与公司要闻】

- **证券时报：深圳发布促消费措施 传统行业试水网红经济**

【证券时报】如今，深圳的消费市场已经有所回温，为了进一步释放被疫情冻结的消费需求，日前《深圳市关于进一步激发消费活力促进消费增长的若干措施》发布，20 条措施充分激发消费潜力，稳定和扩大居民消费，进一步提振消费信心。

记者从《若干措施》了解到，深圳市政府有关部门将联合生产厂家和家电销售企业实施家电“以旧换新”和智能产品补贴计划，鼓励家电企业发放消费优惠券，对消费者新购笔记本电脑、平板电脑、5G 手机、4K 和 8K 电视等智能数码产品和节能家电产品，按实际购买价格的 10%给予补贴，每位居民最高补贴 1000 元。此外，《若干措施》提出定向适量增加小汽车增量调控指标，对消费者“以旧换新”购买小汽车（含新能源车）给予一定奖励。全面落实二手车增值税下调政策，研究制定二手车周转指标制度，降低二手车经销成本。

根据《若干措施》，深圳大力支持外贸转内销，支持外贸企业建设国内营销渠道和自主品牌，对外贸转内销企业在产品标准转换、自主品牌建设和物流体系建设等方面的投入进行资助，单个企业资助上限 200 万元；支持外贸企业对接国内市场，对举办大型外贸产品展销活动给予每场最高 100 万元资助；推动外贸企业触网上云，对外贸企业开设电商旗舰店、开展市场推广等费用给予资助，单个企业资助上限 100 万元。

《若干措施》还提出打造系列“深圳购物”活动品牌、发展绿色和智能消费、释放餐饮住宿消费需求、培育高端服务消费、发展数字信息消费、全面发展新零售、鼓励企业在深圳设立销售总部、高标准打造特色商圈、加快连锁便利店发展等措施。此前。“夜经济”概念大行其道，各地纷纷推出措施，为“夜经济”按下加速键 。《若干措施》也指出，深圳将加强“1＋N”夜间经济街区规划布局，重点打造地标性夜间经济示范街，各区制定专项方案改造建设 1 条以上夜间经济示范街。

记者注意到，《若干措施》还提到当前火热的网红经济。据悉，深圳加大力度鼓励企业发展新零售，支持线下企业拓展线上业务，推广“平台销售＋直播带货＋短视频”全渠道矩阵营销，打造一批新零售示范企业，按照其商品零售额增量部分的 0．5%给予奖励，单个企业奖励上限 1000 万元。此外，鼓励传统商贸企业开展直播营销、内容营销、社群营销，发展“线上引流＋实体消费”等销售新模式。推动直播电商赋能优势产业、专业市场和特色商圈，围绕珠宝、服装、眼镜、钟表等产业建设“一站式”网红直播孵化器，支持直播企业、MCN 机构等入驻，培育 1000 名网红主播，打造 10 个 100 亿级直播基地，形成行业集聚效应。发布中国网红经济发展报告，推动新经济发展。

如今，深圳许多传统行业也纷纷试水“网红”经济。在罗湖区笋岗的外贸服饰批发中心，记者发现一些服装商铺做起了服装直播基地，不仅现场卖衣服，还做起了淘宝直播和“培训”主播。

“开网店我都还没玩熟，现在到处都在搞直播，其实前几年直播已经开始兴起，只是最近在疫情影响之下直播更为流行。”在笋岗外贸服饰批发中心开铺的陈先生告诉记者，目前不少商户已经开始和职业卖货主播进行合作，他也有这个打算。“多条腿走路更有保障，大家都在转型，我也不能落下，但能不能赚钱还真的不确定。”而在罗湖水贝，水贝黄金珠宝直播基地日前正式启动，与传统的网红直播不同，该基地将直播场景搬进专业市场的档口，培养档口从业人员的直播技能，再辅助以网红带货和基于品牌形象的直播等方式。有珠宝商家告诉记者，公司已经进行好几次直播卖货，虽然直播的效果未必能达到预期，但也不妨尝试，以开拓新的销售渠道。有分析人士指出，网红经济市场规模以及变现能力随之增强，也为深圳部分传统经济领域的转型提供了助力。

【国都策略视点】

- **策略晨报：中期业绩景气周期上行的科技成长风格趋势占优**

1、“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，指数震荡上行。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，3-5 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善；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（6 月中采制造业、服务业 PMI 环比各回升 0.3、1.1 个百分点至 50.9、53.4），并普遍连续四个月保持在 50 荣枯线上方。但受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢、同时欧美二季度疫情高峰期外需疲弱，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，政策退出或延后，宽货币宽信用扩财政政策有望延续。

同时，美国疫情反弹但影响减弱、中美摩擦压力阶段见顶趋缓，两大外部扰动风险趋弱；内部环境方面，“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，为前期 A 股指数震荡缓升的主要逻辑动力。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，A 股在低估值蓝筹发力下，指数进入加速上涨阶段。中期展望，以上外部环境变化之前，以及经济弱恢复政策仍宽松宏观政策组合调整之前，A 股指数震荡缓升格局仍有望维持。

2、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。

3、近期防范预期下修或降温信号。值得注意的是，随着 7 月中旬上半年宏观经济公布及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，经历“连续温和反弹三个月、近期大盘蓝筹引领指数加速上行”的 A 股市场，若以上外部环境、宏观政策预期边际下修，或近日过热市场促使监管层释放降温信号，届时或触发快速震荡回调压力，尤其部分高预期高估值板块。

4、中期风格展望：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。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。

风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

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