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

本轮上涨符合牛市形成特征

A 股策略分析报告　　2020 年 7 月 7 日

核心观点

- 权益资产的牛市需要两个简单的条件：货币的超发和企业整体盈利底部的确认。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，并且同时出现 PPI 见底回升的形态，那么市场大概率会进入牛市。
- 疫情以来，我国采取了宽松货币政策，促成了社融和 M2 的快速反弹。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。同时，从目前的经济环境来看，多项决定了 A 股对国内增量和存量流动性具有吸引力，因此货币超发的环境推动了牛市的形成。
- 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。
- 今年以来，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。一系列改革措施加速引流了国内外资金进入股市，推进牛市的形成。
- 此外，6 月 30 日央行宣布降低再贷款和再贴现利率，确认了货币政策仍将保持温和宽松，以及头部券商合并传闻等，催化了股市的交易热度。
- 展望后市，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。综上，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。

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

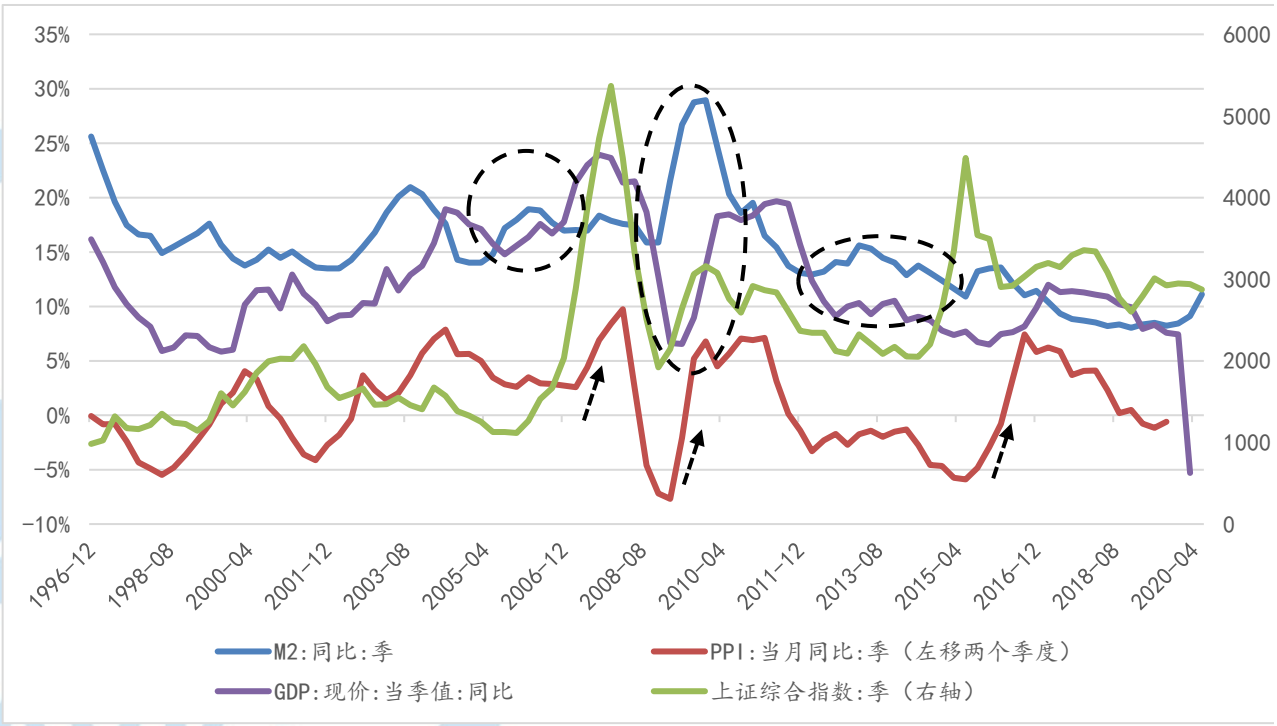
联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、牛市机理

参考最通俗的大类资产研究框架，我们知道权益资产的牛市需要两个简单的条件：货币的超发和企业整体盈利底部的确认。纵观中外股票牛市的历史，基本都是这两者共同作用的产物。货币超发带来流动性，经济底部巩固风险偏好。

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，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 1：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。

二、本轮上涨符合牛市特征

1、货币的超发

货币的超发不一定是负面、贬义的。在经济遇到事件冲击出现失速下滑时，政府必须使用逆周期的货币、财政手段托底经济，这就造成了广义货币增速高于实体经济的名义增速，形成货币超发。同时，货币的超发大多数情况下无法全部、快速进入实体经济，部分会流入资本市场，抬升风险资产的估值。

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。

同时，从目前的经济环境来看，以下因素决定了 A 股对国内增量和存量流动性具有吸引力：

（1）经济增速趋降，实体收益率下滑、风险提升，导致宽货币向宽信用传导存在一定难度，大量资金可能进入资本市场寻求收益率；

（2）股市中汇聚了大量传统和新兴的优秀企业，承载着中国的“希望”，且投资便利，流动性好；

（3）“房住不炒” 打压房地产收益预期，大量资金从房地产领域被挤出后，股市是较好的选择；

（4）银行理财收益率趋降，且刚兑打破，股市的吸引力相对提升。

综上，目前货币超发的环境推动牛市的形成。

2、经济底部的确认

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。

3、资本市场改革红利兑现

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。2018 年年底的中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，自此资本市场的定位得到了前所未有的提升。

2019 年 9 月，证监会明确了全面深化资本市场改革的路线图，为市场的改革预期提供了明确的指引。今年以来，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。一系列改革措施加速引流了国内外资金进入股市，推进牛市的形成。

4、事件的催化

除上述的两个因素，近期的一些事件共同催化了股市的交易热度:

（1）在连续两个月降息中断，对资金空转进行严监管的情况下，市场对于央行货币政策转紧的预期升温。6 月 30 日央行宣布降低再贷款和再贴现利率，确认了货币政策仍将保持温和宽松。

（2）头部券商合并传闻点燃市场交易热情：中信证券收购中信建投的消息甚嚣尘上。2020 年 7 月 6 日，两融余额达到 12418.29 亿元，为 2015 年 8 月以来新高。

三、后市行情展望

展望后市，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。综上，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。

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。