2020 下半年 A 股展望与策略

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
✉：alphonsezhu@cmbchina.com

刘东亮
资本市场研究所主管
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

■ **行至年中，环境已变。**年初新冠疫情的爆发冲击全球各经济体资本市场，其中 A 股与美股均经历了不同程度下跌与“爬坑”的过程，反映出股市对风险的反映程度以及未来的预期。当下来看，未来 A 股与美股所处的环境或将更为不同，我们将结合最新的市场环境、政策以及外围因素，以展望下半年股市表现与配置策略。

■ **外围扰动持续。**外围来看，未来有三点需关注：其一，作为全球经济龙头的美国经济当下存在隐忧；其二，流动性宽松环境、市场乐观情绪等因素推升美股估值至历史高位；其三，全球形势不确定性加剧，中美博弈或将在中长期维度上持续扰动市场。

■ **内部来看，资本市场改革将是重头戏。**资本市场改革的进程在显著加快，如市场高度关注的创业板注册制改革，其整体框架体系已搭建，并且将带来多方面的机会；新三板在公开发行、转板等方面也得到完善，未来新三板承上启下、有机联系多层次资本市场的作用将会越来越强。

■ **宽信用环境有利于股市表现。**本次政府工作报告中提及“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，从过往市场情况看，宽信用环境下股市或有阶段性积极的表现。2015 年股灾后，社融同比增速与全 A 指数表现同向性显著，反映出宽信用环境下股市表现相对积极，而紧信用环境下（如 2018 年），股市表现相对弱势。

■ **A 股定力更强，内部环境有望强于外围影响。**外围环境对 A 股而言将是个长期扰动项，未来，如果美股因经济增速不达预期、失业率激增、上市公司盈利恶化、杠杆高企等风险出现较大回撤，我们认为美股的疲弱表现或将传导至 A 股，即 A 股大概率会“跟熊”，但要比美股更有韧性，即跌幅将小于美股。

■ **大势研判：**整体来看，预计沪指全年将于 2700 点至 3300 点运行。中长期维度而言，需关注我国经济以及上市公司盈利修复程度、外围事件（如高估值下的美股表现、中美博弈、美国大选等）发展情况。

■ **策略配置：**在全球形势不确定性上升，以及国内加强对“六稳”、“六保”力度的环境下，内需股（如消费、基建等相关行业）有望表现优异。中长期来看，科技、消费仍是主线，短期需注意科技股高估值的潜在风险。

目 录

一、外围环境：将是长期扰动因素 1
（一）基本面风险：美国企业的债务暴露风险 1
（二）高估值：美股估值逼近历史最高水平 2
（三）美国内外形势：不确定性继续加大 3
二、内部因素：资本市场改革将是重头戏 4
（一）资本市场改革推进，股市将更加成熟 4
（二）宽信用环境下，股市或有阶段性积极表现 5
（三）定力更强，内部影响有望强于外围冲击 5
三、后市展望：大势研判及策略建议 7
（一）大势研判 7
（二）配置策略 8

图目录

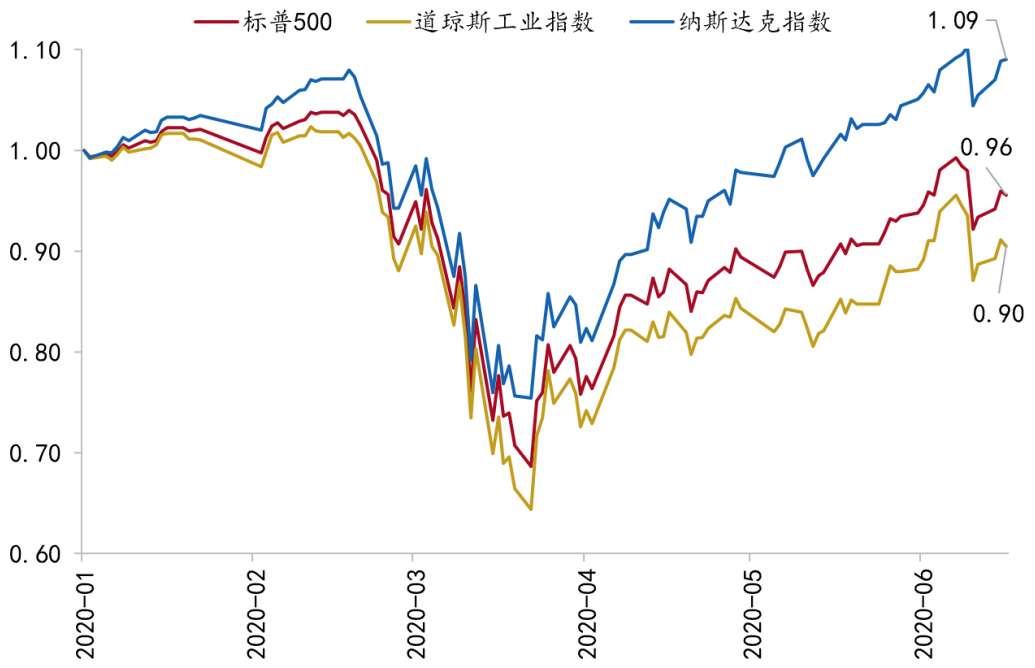
图 1：2020.1-2020.6 美股三大股指标准化后表现 1
图 2：美国非金融与居民部门杠杆水平 2
图 3：美股利息倍数情况 2
图 4：标普 500 估值水平 2
图 5：美国 M2 与美联储总资产变化情况 2
图 6：美国 PMI 当前仍处荣枯线以下 3
图 7：3 月以来特朗普支持率（绿线）显著下滑 3
图 8：新三板各层次及转板流程简图 5
图 9：社融同比增速与全 A 表现情况 5
图 10：A 股与美股盈利同比增速情况 6
图 11：A 股净利润同比与 PPI 同比 7
图 12：PPI 同比预测情况 7
图 13：A 股估值情况 8
图 14：全球主要指数估值对比（截止 6 月中旬） 8
图 15：A 股板块估值曲线 9
图 16：板块归母净利润同比 9
图 17：行业盈利与估值情况 9
图 18：科技股龙头估值水平 10
图 19：科技股龙头估值对应未来 1 年收益率情况 10

年初新冠疫情的爆发冲击全球各经济体资本市场，其中 A 股与美股均经历了不同程度下跌与“爬坑”的过程，反映出股市对风险的反映程度以及未来的预期。当下来看，未来 A 股与美股所处的环境或将更为不同，我们将结合最新的市场环境、政策以及外围因素，以展望下半年股市表现与配置策略。

一、外围环境：将是长期扰动因素

疫情冲击之下，以美股为代表的股市表现一定程度上超乎市场预期，截止到 6 月下旬，美股三大股指先跌后升，今年以来标普 500 已修复最大跌幅的 76%，道琼斯工业修复最大跌幅的 69%，纳斯达克则创下历史新高，年初以来涨幅达 9%。考虑到当前美国疫情尚未完全得到控制、经济隐忧仍存、内外政治与国际局势尚不明朗，若美股未来再次出现大幅回调，将在一定程度上冲击 A 股。因此不确定性加大的环境下，美股未来能否还可保持强势，成为市场最为关注的话题之一。

图 1：2020.1-2020.6 美股三大股指标准化后表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

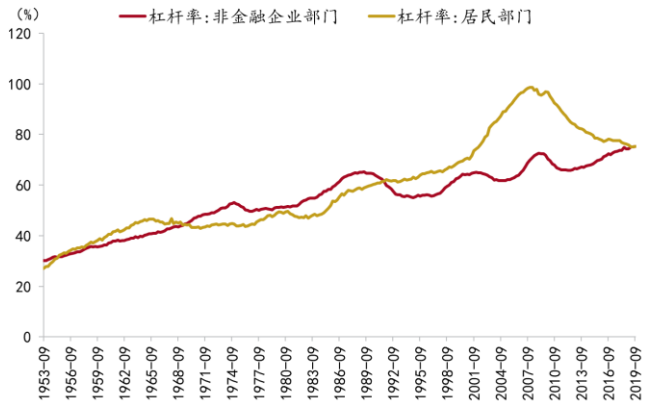
考察美股未来表现，主要有三点需要关注：其一，作为全球经济龙头的美国经济当下存在隐忧，尤其需要警惕美国企业盈利弱化叠加高杠杆；其二，流动性宽松环境、市场乐观情绪等因素推升美股估值至历史高位；其三，全球形势不确定性加剧，中美博弈或将在中长期维度上持续扰动市场。

（一）基本面风险：美国企业的债务暴露风险

我们此前指出，美国非金融部门杠杆水平从 2008 年金融危机以后一路攀升，当前处于历史最高水平，指向美国企业杠杆高企。同时，美国上市公司长

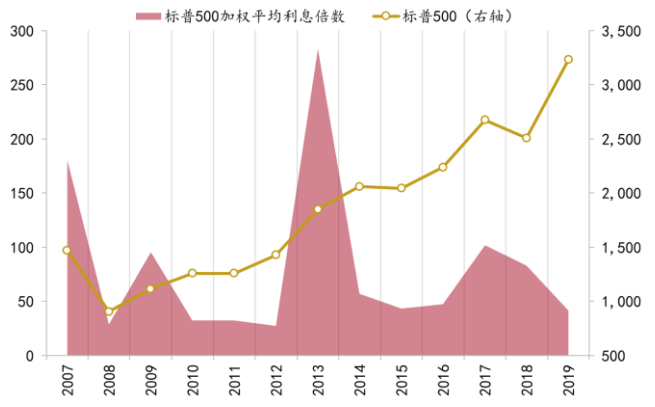
期偿债能力也在下滑，利息倍数（interest coverage ratio）上看，从 2017 年以来该指标连续 3 年下滑，反映出上市公司面临债务风险时的脆弱性在增加，但同期标普 500 仍在创新高。未来，若美国上市公司盈利能力持续恶化，叠加债务高企的风险，企业债务暴露的风险在加大。

图 2：美国非金融与居民部门杠杆水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：美股利息倍数情况

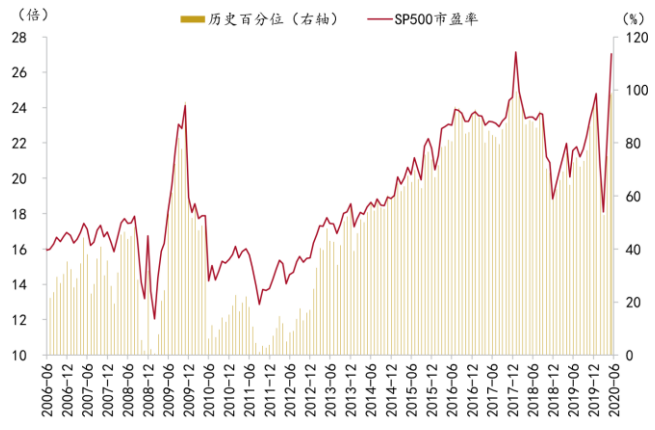


资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）高估值：美股估值逼近历史最高水平

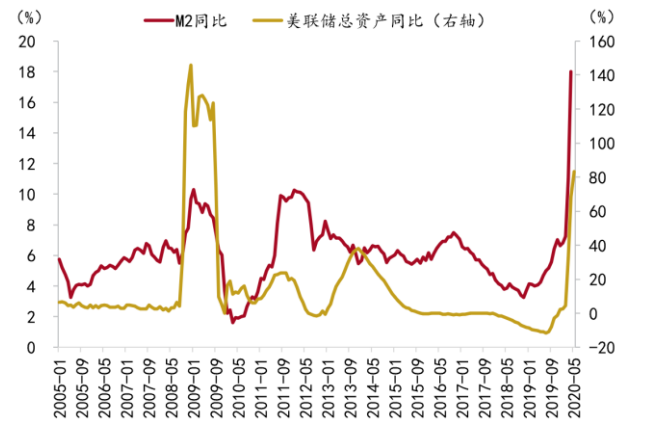
不同于美国上市公司盈利的平淡表现，当前美股估值已经接近近十年新高。以标普 500 来考察，截止 2020 年 6 月，美股估值已经修复疫情爆发期的跌幅，持续上行至历史 99 分位水平，创出年内新高。我们认为美股估值的积极表现受美国积极货币政策影响，在流动性宽松的环境下，资金面的宽裕叠加对经济修复向好的预期共同推升了今年以来美股的估值水平。

图 4：标普 500 估值水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：美国 M2 与美联储总资产变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

在美股估值强势环境下，未来经济以及上市公司盈利表现能否支撑如此高的估值需要谨慎观察。此外，美国天量流动性后，实体经济是否真实受益、企业杠杆风险是否有所缓释等风险也需保持警惕。

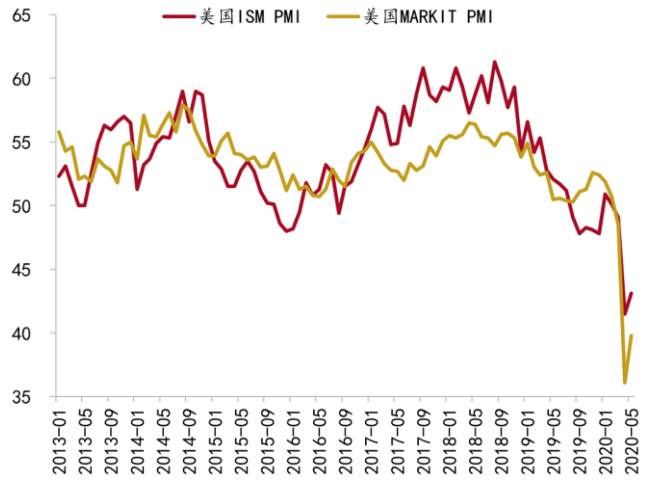
（三）美国内外形势：不确定性继续加大

美国当前内外形势不确定性主要体现在三方面：

其一，大规模反种族歧视抗议与疫情反复加大经济的不确定性。非洲裔美国人乔治·弗洛伊德遭到美国警察暴力执法事件已引发全美大范围反种族歧视的抗议游行，且事态愈演愈烈，抗议游行中部分激进分子对商店、住宅、工厂等进行破坏和抢夺，冲击社会秩序与经济，叠加新冠疫情尚未完全得到控制的情况下，人群大规模的聚集与接触或带来美国疫情二次爆发风险。

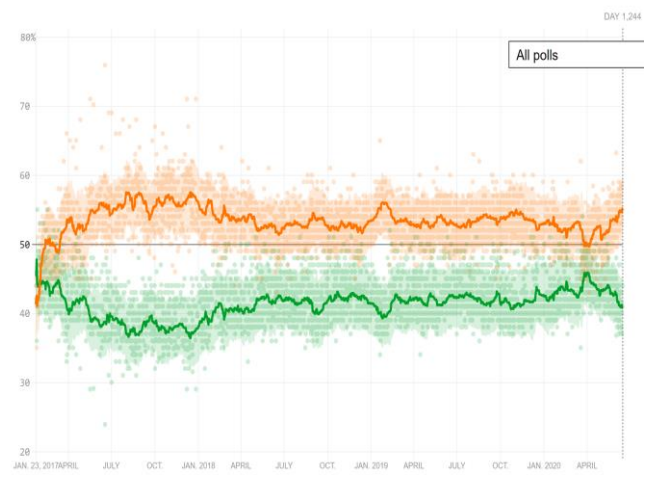
其二，美国总统大选的不确定性或加大。随着下半年美国总统大选拉开帷幕，前副总统乔·拜登（Joseph R. Biden）将与现任总统唐纳德·特朗普（Donald J. Trump）展开角逐。虽然从现阶段来看，截止 6 月中旬，相关民调显示特朗普支持率有所下滑，但考虑到前次总统大选中特朗普超市场预期击败希拉里·克林顿的先例，下半年的美国总统结论尚不能定，不确定性仍存甚至将加大。

图 6：美国 PMI 当前仍处荣枯线以下



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：3 月以来特朗普支持率（绿线）显著下滑



资料来源：FiveThirtyEight、招商银行研究院

其三，美国对外的不确定性加大。当前，美国与其他经济体及组织的冲突在继续加剧，如美国退出世界卫生组织，就疫情、贸易等方面对中国施压。展望下半年，对中国而言，考虑到中美博弈将在多方面、多领域上展开，未来在科技、外贸、教育、金融等方面摩擦或将持续，领域的广度与博弈的形式或加大不确定性。

二、内部因素：资本市场改革将是重头戏

虽然外部环境挑战仍存，但 A 股将更聚焦自身的发展，线索或就在资本市场改革、两会信息等方面之中。

（一）资本市场改革推进，股市将更加成熟

改革的进程在显著加快，如 4 月 27 日中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，深交所同步就《创业板股票发行上市审核规则》等 8 项业务规则向社会公开征求意见；5 月末两会上，政府工作报告对全年的经济政策和改革方向等做出重要表述，提出“改革创业板并试点注册制”；金融委办公室 5 月 27 日发布公告，在深入研究基础上，按照“成熟一项推出一项”原则，将于近期推出 11 条金融改革措施，创业板试点注册制、新三板转板均有涉及；6 月 12 日，证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则。

从市场高度关注的创业板注册制改革来看，创业板注册制整体框架体系已搭建。对比过去制度与科创板，创业板有了明显变化，如在体例架构、发行条件、信息披露要求、审核流程和监管处罚等方面与科创板的规则保持一致；更加便利股权融资；强化信息披露，加大对信息披露违规处罚力度；加强风险管控，提升违法违规成本等。

创业板注册制带来的机会则是多方面的：

其一，新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航天航空、海洋、先进制造、高技术服务等领域或为重点行业，未来有望见到该类领域中更多优质企业脱颖而出；

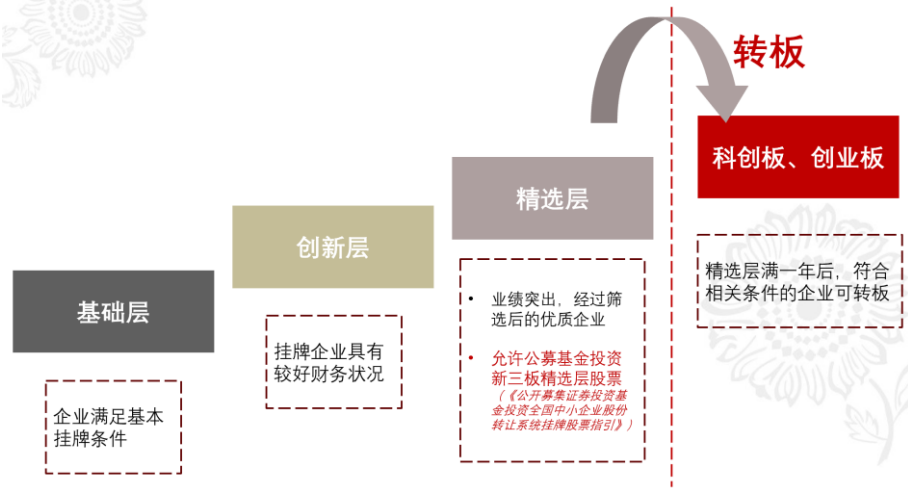
其二，创业板更广的行业包容性或意味着更多上市公司的融资需求，包容更多的行业不仅有利于更多符合国家战略发展的新兴产业的发展，还有望拓宽相关机构的投融资业务范围；

其三，创业板涨跌幅的放宽对投资者而言，意味着投资的专业性要求变得更高，这有利于市场更加成熟，机构投资者有望扮演更重要的角色，非专业投资者可寻求专业机构的分析建议，或将投资交由专业机构管理；

其四，随着全球形势的不确定性加剧、我国资本市场改革加速，未来有望见到更多的红筹企业（指注册在境外、主要经营活动在境内的企业）回归港股或者回归境内上市，如互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等行业中符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高的相关企业。

新三板方面，《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》的出台反映出了新三板改革也在加速推进，未来新三板市场承上启下的作用、多层次资本市场的有机联系将会越来越强。

图 8：新三板各层次及转板流程简图

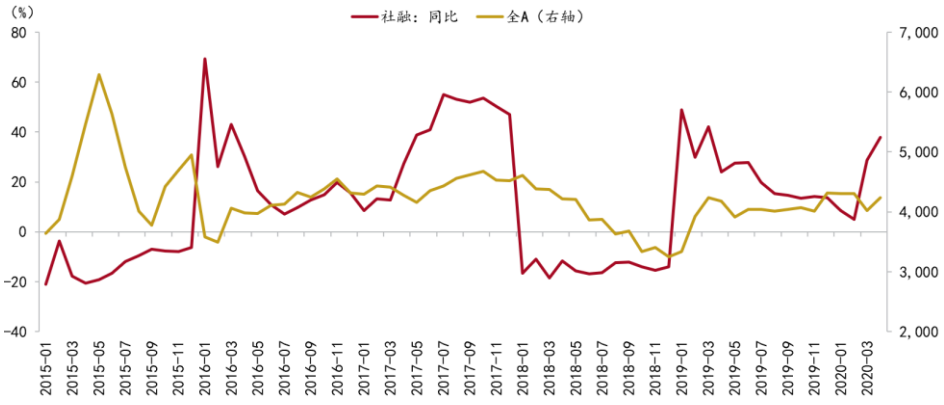


资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）宽信用环境下，股市或有阶段性积极表现

今年两会上，政府工作报告中关于股市方面提出要“改革创业板并试点注册制”。此外，值得注意的是本次政府工作报告中还提及“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。

图 9：社融同比增速与全 A 表现情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

从过往市场情况看，宽信用环境下股市或有阶段性积极的表现。2015 年股灾后，社融同比增速与全 A 指数表现同向性显著，反映出宽信用环境下股市表现相对积极，而紧信用环境下（如 2018 年），股市表现相对弱势。

（三）定力更强，内部影响有望强于外围冲击

我们在上文提到，外围环境对 A 股而言将是个长期扰动项。未来，如果美股因经济增速不达预期、失业率激增、上市公司盈利恶化、杠杆高企等风险出

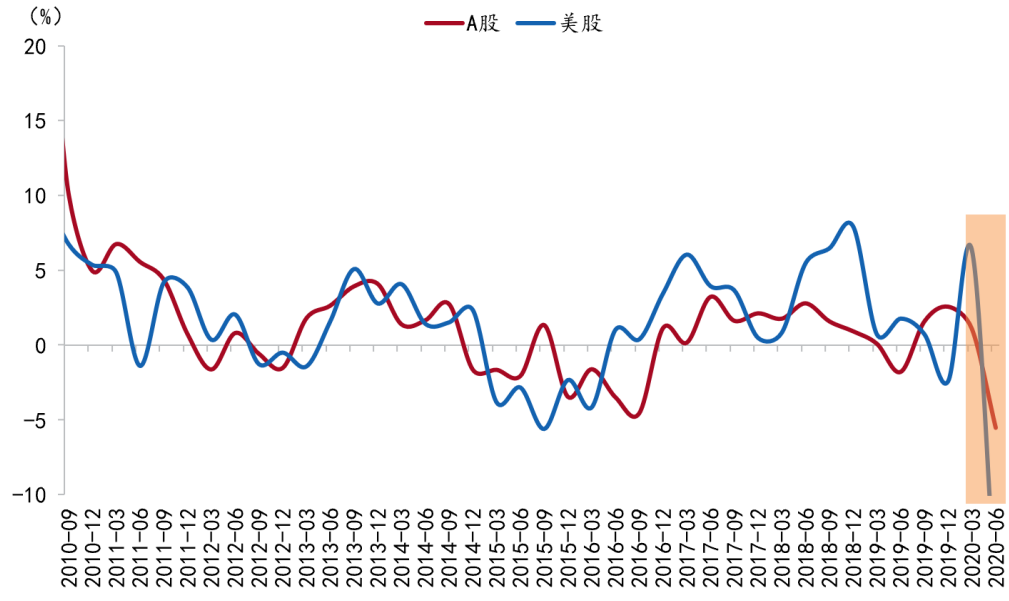
现较大回撤，我们认为美股的疲弱表现或将传导至 A 股，即 A 股大概率会“跟熊”，主要由于：

其一，中国作为当前世界第二大经济体以及全球产业链的重要角色之一，其经济发展与全球经济政治形势息息相关。美股出现剧烈下跌，历史上看，背后多反映的是经济问题（如 2000 年互联网泡沫、2008 年次贷危机），美国作为当前全球经济体量最大的国家，经济、金融、产业上的问题将通过多渠道（如贸易、金融等）传导给全球其他经济体，而当前全球第二大经济体中国的经济与金融市场受到波及与冲击是在所难免；

其二，随着 A 股市场的逐步开放，其表现与全球资本市场也将更为密切。当下，我国资本市场稳步对外开放，外资对中国资产的配置也在逐渐加码，不论是 QFII/RQFII 限额的取消，还是 MSCI、富时罗素等国际主要指数提升 A 股纳入占比，都是这一趋势下的具象体现。当前，美股总市值占比全球资本市场总市值 44%，其出现剧烈波动将引发全球市场避险情绪升温，这对各经济体资本市场将形成不同程度的冲击；

虽然 A 股与美股脱钩可能性不大，但随着中国资本市场广度与深度的完善、上市公司盈利周期与美股逐步错开，A 股的韧性料更强，即跌幅将小于美股。一方面，我国资本市场改革持续推进，创业板注册制、新三板改革将拓宽市场广度、丰富市场层次，并购重组、再融资政策的放松将加大对科技、创新型企业的直接融资支持力度；另一方面，疫情冲击之下虽然 A 股与美股盈利均有所下行，但 A 股盈利增速跌幅好于美股。随着我国疫情得到控制，企业复工复产进程持续，未来 A 股与美股盈利周期有望错开，并且考虑前文提到美国上市公司高杠杆风险，A 股上市公司在盈利能力方面上则具备相对优势。

图 10：A 股与美股盈利同比增速情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

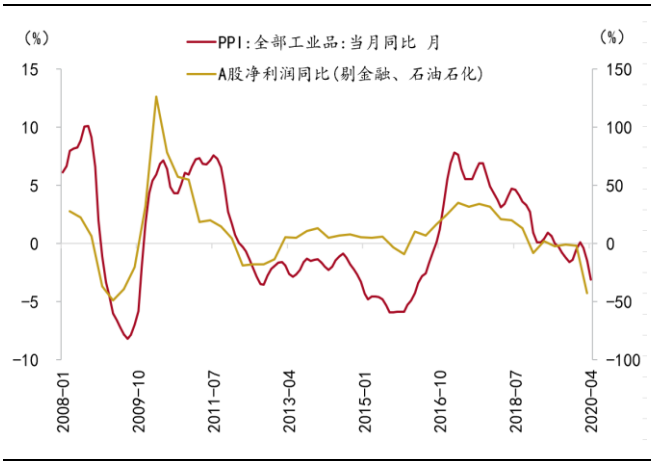
三、后市展望：大势研判及策略建议

（一）大势研判

展望下半年，A 股未来表现亮点可期，一方面，上市公司盈利韧性凸显，为指数表现奠定基本面支撑；另一方面，经过上半年疫情等风险事件的影响，当前 A 股估值整体相对均衡，尚未出现过热表现，这为下半年提供了更多的配置机会。

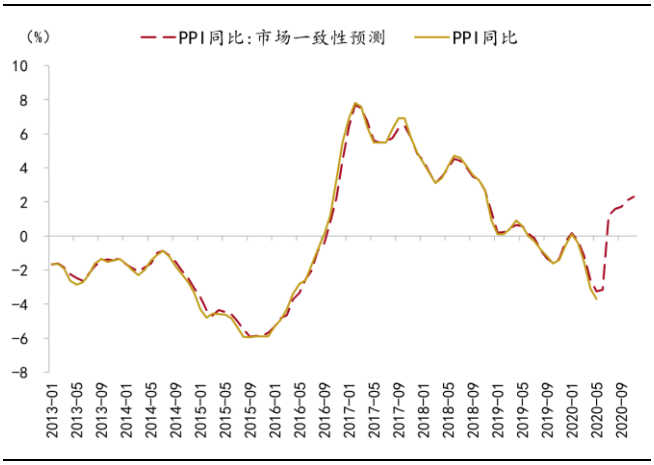
盈利方面，整体 A 股上市公司业绩韧性凸显。上市公司盈利水平在疫情的冲击下将有所回落，但随着我国疫情得到控制、企业复工复产推进，企业盈利有望阶段性修复。从市场预测情况来看，在经济修复的进程中，下半年 PPI 有望低位回升，考虑到 PPI 与 A 股净利润同比有较为显著的正相关性，下半年 A 股盈利则有望较上半年得到改善。全年来看，根据市场一致性预期，2020 年 A 股净利润有望维持正增长，预期同比增速 1.7%，反映出 A 股盈利在疫情的风险事件冲击下的韧性显著。

图 11：A 股净利润同比与 PPI 同比



资料来源：Wind、招商银行研究院

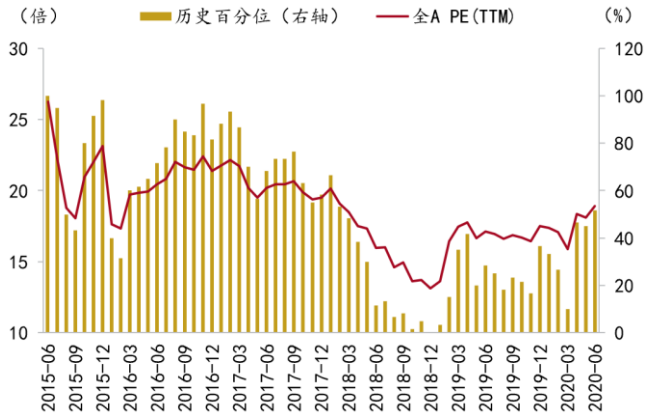
图 12：PPI 同比预测情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

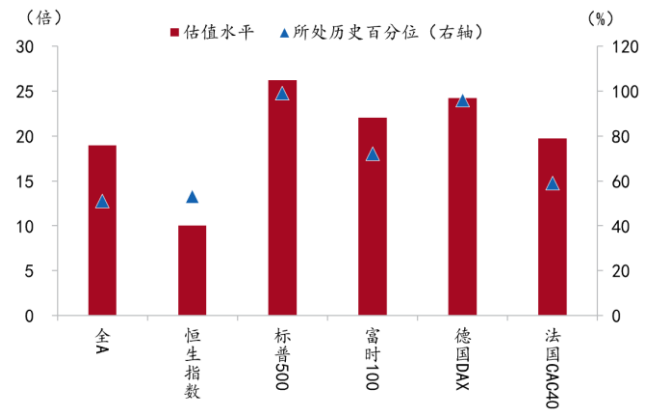
估值方面，A 股仍然相对便宜。与自身历史相比，当前 A 股整体估值处于约 50 分位数水平，而下半年逆周期调节政策继续发力、资本市场改革加速推进、宽信用环境、外资持续流入等积极因素有望进一步提振估值水平；与全球主要指数相比，相较于除中国香港之外的经济体股市，当前 A 股估值水平仍具相对优势。

图 13：A 股估值情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：全球主要指数估值对比（截止 6 月中旬）



资料来源：Wind、招商银行研究院

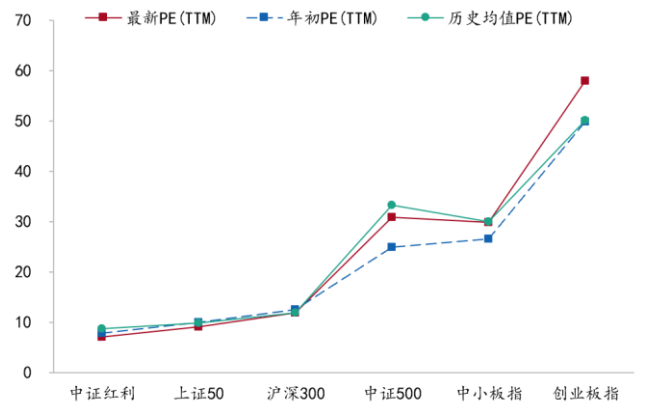
以沪指为代表，下半年的表现或是一个下有底上有顶的区间震荡，预计运行区间为 2700 点至 3300 点。考虑到上半年疫情冲击下指数一度下探至 2646 阶段性底部，疫情及衍生风险大部分已被市场定价消化，未来伴随经济的修复、企业盈利的改善，指数表现有望在 2700 附近得到支撑。但考虑到今年政府工作报告中未设定经济增长目标，经济修复的过程定不会一蹴而就，指数要重回 2018 年年初高点压力仍存。若下半年指数突破 3300，那么这更可能会是一个由估值提升的行情。中长期维度而言，后续则需关注我国经济以及上市公司盈利修复程度、资本市场改革进程、外围事件（如高估值下的美股表现、中美博弈、美国大选等）发展情况。

（二）配置策略

我们看好下半年 A 股表现，考虑到相对于其他国家，当前我国企业有序复工复产、估值水平相对不高、资本市场改革密集出台落地、宽信用环境有望延续等“好牌”，建议下半年可适当增加对权益的配置。以沪指为代表，3000 点以下不失为买入时机，可择机进行配置。

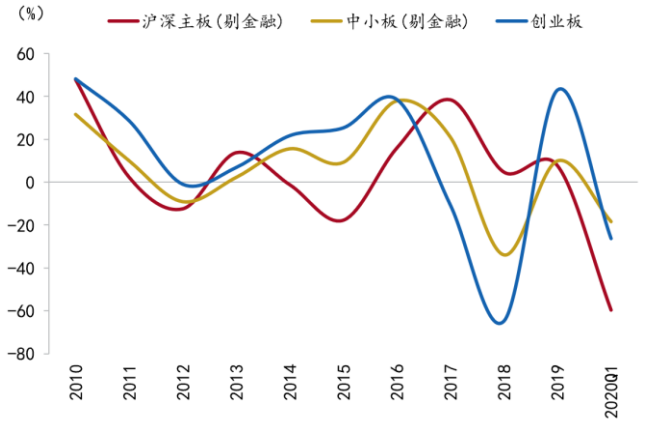
板块上看，创业板或延续强势，建议可适当配置。今年以来风险偏好较高的板块，以创业板为代表，表现最为强势，估值水平远超历史均值及其他板块。而风险偏好较低板块表现相对弱势，如中证红利、上证 50、沪深 300 表现弱于年初水平及历史均值。从估值曲线的陡峭度变化中不难发现，今年以来市场热度集中于中小创板块，这既是对板块盈利增速向好的预期体现，也是对我国资本市场改革进程的积极反馈。

图 15：A 股板块估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

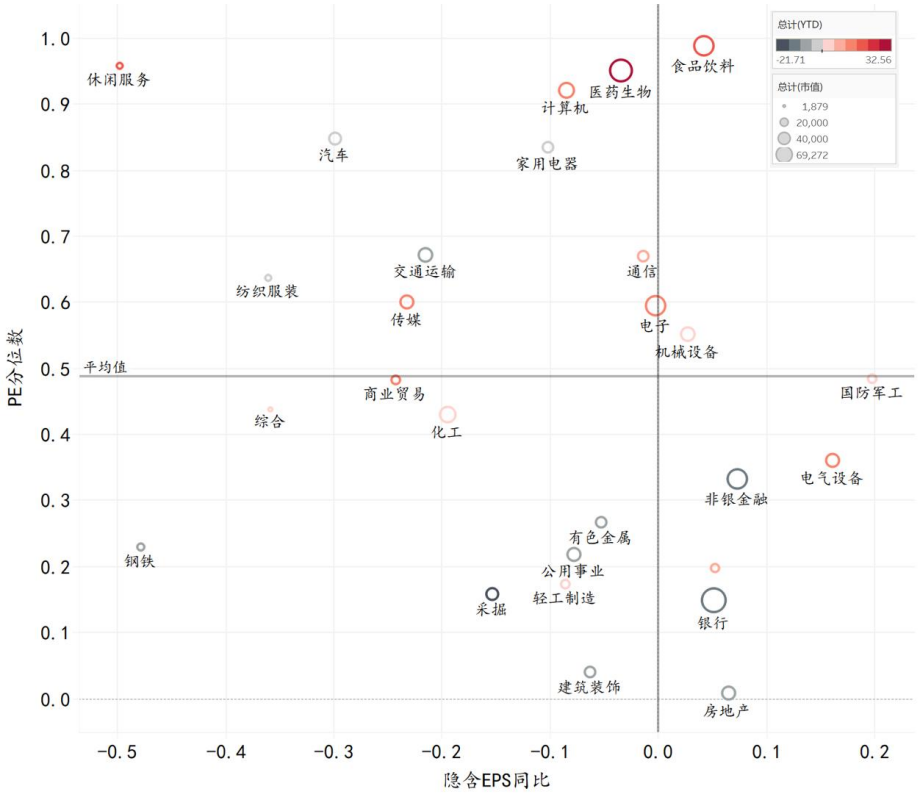
图 16：板块归母净利润同比



资料来源：Wind、招商银行研究院

行业上看，科技及内需方向的相关行业建议关注及配置。在全球形势不确定性上升、国内加强对“六稳”与“六保”力度的环境下，内需股（如消费、基建等相关行业）有望表现优异。中长期来看，科技、消费仍是主线。建议可精选上述行业中盈利增速较好、估值相对较低的优质标的进行配置。

图 17：行业盈利与估值情况

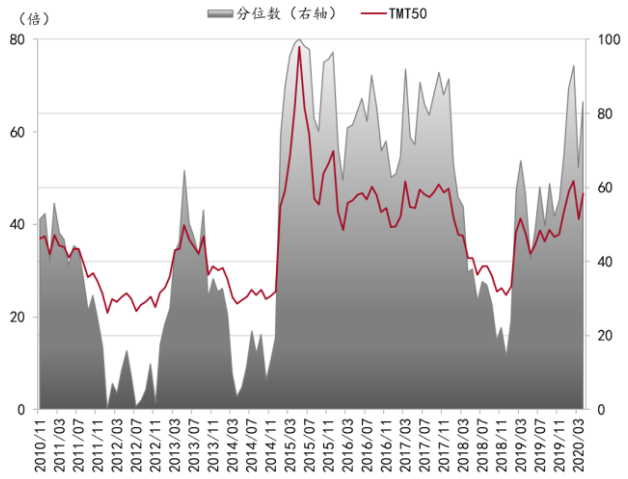


资料来源：Wind、招商银行研究院

在配置的过程中，也需要关注相关风险。板块方面，虽然创业板有望延续强势，但其波动性或加大，需警惕首批注册制企业上市后，短期可能出现的高昂市场情绪下股市大幅波动风险。根据深交所公告，《交易特别规定》自按照《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》发行上市的首只股票上市首日起施行，即首个注册制创业板公司上市当日，所有创业板股票涨跌幅变为20%，且相关基金涨跌幅同步放宽。

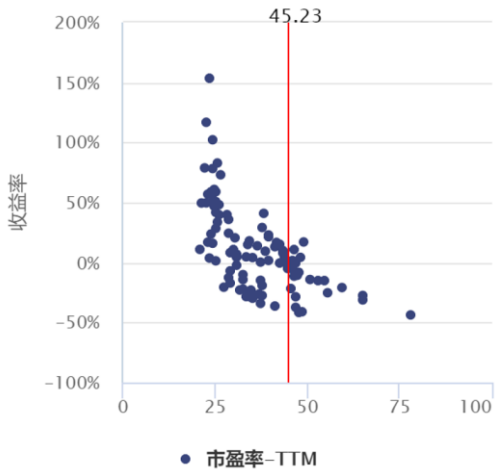
行业方面，需要注意的是短期科技股龙头估值虽有所调整，但当前仍处历史较高水平，对应历史未来 1 年收益率多分布在负区间，因此短期需注意科技股高估值的潜在风险。

图 18：科技股龙头估值水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 19：科技股龙头估值对应未来 1 年收益率情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇