策略研究

周期终将回归，看好 A 股中长期趋势

民生 FOCUS　　2020 年 4 月 13 日

报告摘要：

- **当前的政策主线：经济的逆周期调节与长期增长：**

近期出台了一系列重磅经济政策和文件纲要，结合上周的通胀和金融数据，实际上存在两条清晰的主线，一是着眼于短期的逆周期调节，宏观调控，二是长期经济增长，以供给侧改革为主线。目前，逆周期调节的影响在 3 月份金融数据中已经显现，经济周期性复苏的迹象也开始出现，接下来关注财政政策发力情况。

- **疫情仍然有不确定性，但海外复工可能快于预期：**

全球的疫情仍然存在两个值得担忧的地方，使得疫情仍然具有很大不确定性：一是欧美疫情具有明显的厚尾迹象，二是印度、非洲、中南美洲病例快速上升。但一定程度上利好经济基本面的是，欧美的复工已经提前于疫情开始规划行动了。

- **短期有调整压力，但目前处于绝对历史底部：**

短期受上市公司一季报、一季度经济数据以及欧美疫情出现反复的影响，A 股短期存在调整压力，但从中长期视角看，A 股目前处于绝对历史底部。

风险提示：

美国金融市场危机扩大，中国信用环境恶化，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：　S0100517050002

电话：　(8610)85127730

邮箱：　yangliu_yjs@mszq.com

目 录

一、当前的政策主线：经济的逆周期调节与长期增长.....3
二、疫情仍然有不确定性，但海外复工可能快于预期.....6
三、短期有调整压力，但目前处于历史绝对底部.....8
四、风险提示.....9

一、当前的政策主线：经济的逆周期调节与长期增长

近期出台了一系列重磅经济政策和文件纲要，结合上周的通胀和金融数据，实际上存在两条清晰的主线，一是着眼于短期的逆周期调节，宏观调控，二是长期经济增长，以供给侧改革为主线。

逆周期调节政策方面，3 月 27 日政治局会议是一个明确的分界线，**目前以货币政策为代表已经进入了加大逆周期调节力度的阶段。**

第一阶段，央行的宽松力度是偏谨慎的，公开市场操作方面，节后首日进行了 1.2 万亿逆回购操作，但考虑到假期延长时间，到期的逆回购统一顺延到当天到期，净投放量只有 1500 亿，且从 2 月 3 日到 3 月 26 日，央行累计净回笼 8800 亿。利率方面，只有 2 月 3 日公开市场操作下调 10BP，以及 3 月 13 日定向降准 0.5-1 个百分点，尤其值得注意的是 3 月 16 日在美联储宣布降息 100BP 之后，央行当天的 1000 亿 MLF 操作维持利率不变。

第二阶段，转折点开始于 3 月 27 日政治局会议对经济的判断发生了变化：“国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化，境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战。”随后，3 月 30 日，央行在 500 亿逆回购操作中下调利率 20BP，开始释放货币政策加大力度的信号，4 月 3 日，落实中小银行定向降准操作，并下调超额存款准备金利率。

逆周期调节的影响已经可以从 3 月份金融数据中看出。新增人民币贷款创 3 月份历史新高，同比多增 2.15 万亿元，一般 1 月份时信贷投放高点，但本次 3 月份出现了明显放量，即使从一季度整体数据来看，同比也增长了 15%。但也要看到 PMI 新订单反弹至 52，PMI 新出口订单反弹至 46.4，都要弱于 PMI 生产回升至 54.1 的水平，另外 PPI 同比下降 1.5%，说明需求并没有有效回暖，信贷快速增长主要得益于央行再贷款、再贴现、定向降准的政策推出。

随着政策重心开始从解决流动性问题转向加大逆周期调节力度，对冲内外需疲软，接下来要重点观察财政政策的发力情况。3 月份金融数据中，政府债券新增 6363 亿元，一季度整体同比增长 67%，其中主要是新增专项债大幅增长，一季度专项债共发行同比多增 4140 亿元。考虑到复工复产和各地项目开工仍处于持续推进状态，以及两会召开，专项债接下来仍将继续发力。

经济周期性复苏已经略显迹象。虽然 PPI 同比数据仍然是阶段性下行的状态，但 3 月份部分金融数据已经开始改善，其中居民信贷明显回暖，表明消费正在逐渐复苏，3 月份居民部门新增信贷环比多增 1.4 万亿元，新增短期信贷 5144 亿元，一般短期信贷与消费贷挂钩；新增长期信贷 4738 亿元，这与地产销售数据相呼应，表明房地产需求正在逐渐恢复。企业部门长期信贷有所恢复，和复工复产进度相呼应，生产正在逐渐恢复，3 月份企业长期信贷新增 9643 亿元，表明融资需求提升，另外短期信贷新增 8752 亿元创历史新高，企业流动性继续好转。

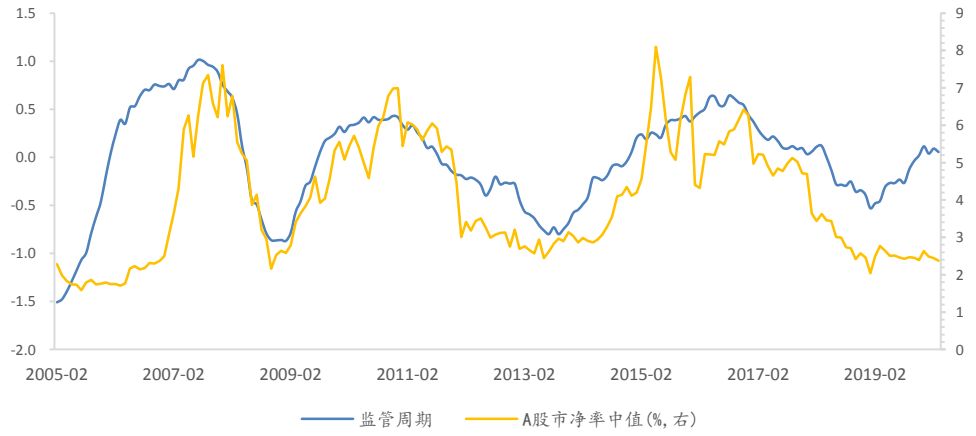
如果说**短期宏观调控里数量是问题的核心，那么长期经济增长会更关注结构和效率。**

上周同样值得关注的是 4 月 9 日《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的发布。首先，这份文件是一份经济体制改革的蓝图，也是供给侧改革的延续深化，核心原则源于 2013 年 11 月的十八届三种全会，文件中提出的土地、劳动力、资本、技术、数据、价格六大要素市场的框架源于 2019 年 10 月份的十九届四中全会。2016 年“三去一降一补”是针对产能过剩、库存高企、杠杆偏高、成本过高、短板突出等结构性问题，采取传统的依靠行政手段的办法来解决供给侧问题，**要素市场化配置是供给侧改革进一步推进，破除制约生产要素配置效率的体制机制障碍，让市场起作用，最终实现提高全要素生产力，提升经济潜在增长水平。**

对于 A 股而言，这份文件有几点值得重点关注。在股票市场方面，意见要求：改革完善股票市场发行、交易、退市等制度。鼓励和引导上市公司现金分红。完善投资者保护制度，推动完善具有中国特色的证券民事诉讼制度。完善主板、科创板、中小企业板、创业板和全国中小企业股份转让系统（新三板）市场建设等。

- 随着这些中长期制度建设逐步落地，上市公司的退市压力会加大，优质上市公司的核心竞争力会更加突出，A 股整体上市公司质量会显著改善。与此相对应的，对于投资资金来讲，市场投资者结构会进一步优化，更多的长期资金会愿意流入 A 股市场，从而减小市场整体波动率，优化上市公司估值体系。
- 意见与 2018 年底科创板提出，2019 年底新证券法相呼应，A 股监管周期继续延续改革宽松。我们在以前的报告中提出，A 股存在一个显著的监管周期，每轮 A 股趋势性上涨都对应着监管放松或市场改革盘活存量和增量资产，本轮监管周期始于 2018 年底习总书记在进博会上提出科创板概念，为 A 股引入了增量科创型高成长性资产，并通过 2019 年底新证券法进一步盘活了 A 股已有的存量资产。

图 1：A 股监管周期与 A 股市净率中值基本同步，目前 A 股处于绝对底部



资料来源：WIND，民生证券研究院

- 意见还指出，鼓励科技成果资本化，推进科技院所分类改革，加快应用技术类科研院所市场化、企业化发展。贯彻落实以增加知识价值为导向的收入分配政策。股票市场在科技企业融资方面具有不可替代的战略作用，天然适用于高风险高回报的科技类资产，科技成果资本化会在中长期持续强化 A 股的科技成长概念。
- 意见明确将主动有序扩大金融业对外开放，逐步推进证券、基金行业对内对外双向开

放。同时逐步放宽外资金融机构准入条件，推进境内金融机构参与国际金融市场交易。这一条首先与A股投资者结构中长期持续优化相呼应，另外国内机构参与国金融市场交易对投资者来讲，将有更多的渠道（例如QDII基金等）参与海外投资机会的发掘，对于丰富基金产品，吸引居民资金入市具有中长期重要影响。

二、疫情仍然有不确定性，但海外复工可能快于预期

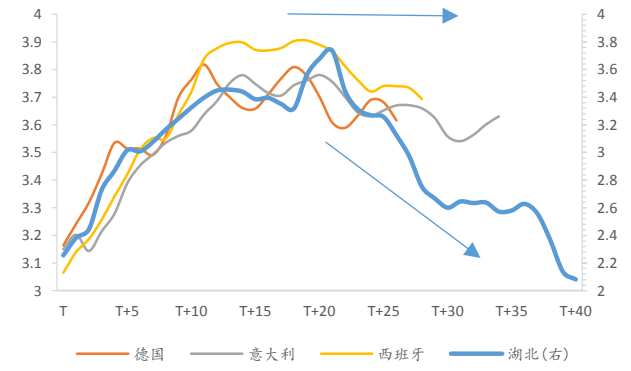
3 月 23 日以来，随着美联储强力政策解决流动性危机，油价预期企稳以及欧美疫情底有可能出现，使得全球风险资产，尤其是欧美股市出现了一轮 30%涨幅的技术性牛市。但目前看，**全球的疫情仍然存在两个值得担忧的地方，使得疫情仍然具有很大不确定性：**

一是欧洲已经出现拐点的德国、意大利、西班牙的疫情曲线相比湖北省，都存在一个明显的问题，即厚尾迹象明显，新增病例数从拐点高峰下降的速度要慢于湖北同时期情况。这说明欧美的防疫工作可能存在检测数量不够，或者隔离力度弱于中国的可能，厚尾情况会导致欧美疫情结束的时长可能要长于市场的预期，进一步的会影响复工复产的进度。虽然由于欧美人均储蓄率低，零工比率较高，政府补助只能维持几周时间，可能复工等不及疫情完全结束，但这就有可能出现西班牙大流感时期在美国出现的情况，因为着急复工使得第二年冬天疫情再次爆发。

第二个值得担忧的问题是，疫情在印度和南美、非洲等欠发达且人口稠密的地区才刚刚开始爆发，这些地区不仅医护人员、医疗设备紧缺，检测能力也严重不足，在欧美主要国家疫情被控制后会接棒成为全球疫情的重灾区。考虑到这些国家难以实施大规模居家隔离措施，因此疫情要被完全解决仍需等待特效药物，目前处于临床试验中的药物主要有三种：瑞德西韦、羟氯喹/氯喹、法匹拉韦，最快的是第一种，临床试验结果预计在 4 月底可以揭盲。疫苗方面，虽然目前疫苗研发项目有 60 多个，但有效性和安全性验证至少需要 1-1.5 年。

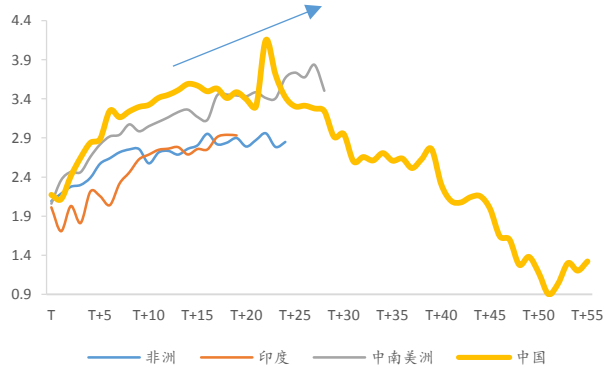
因此接下来在中国国内疫情已经相对可控的情况下，需要重点观察：欧美疫情曲线下行的速度以及是否出现反复；各国输入型病例情况。

图 2：欧洲国家疫情曲线存在明显厚尾迹象



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：欠发达地区疫情曲线仍处于上行趋势中



资料来源：WIND，民生证券研究院

但**一定程度上利好经济基本面的是，欧美的复工已经提前于疫情开始规划行动了。**从目前欧洲的路线图来看，限制措施的解除将是渐进式的，先让工厂复工，之后是餐馆和酒吧这类消费类行业，最终人们才可以在公共活动中聚集。目前欧美各国关于复工的消息整理如下：

表1：欧美国家复工计划（包括有关方面言论）

奥地利	· 4月6日公布了取消封锁的详细路线图，这是欧洲国家中的第一个，该国4月14日起将放松控制，允许<400平米的商店重新开业，5月1日起其他商店和大型商场也将重新开放，餐馆、酒店和学校可能于5月中旬开放，其他社会公开活动要等待7月，但这一决定在4月底将再次根据疫情进行评估。
捷克	· 4月9日起一些商店重新开业。
丹麦	· 4月12日过后企业将开始复工，4月15日重新开放学校和日托中心，但同时表示会小心行事。
挪威	· 4月20日起逐步放松限制，但表示会有节制的实行。
德国	· 德国总理默克尔4月6日在新闻发布会表示：德国还没有准备好放松限制措施。 · 路透社4月6日报道：根据德国内政部行动计划草案称，4月19日结束封锁措施。 · 德国政府发言人：即使有人提出要求，政府也还不能给出一个放松相关措施的确切日起。
意大利	· 意大利民防总局局长：从现在起到5月16日，可能公布更多积极的数据。暗示要到恢复经济活动要到5月份。 · 全国工伤事故保险局：按照“高中低”三个等级对行业实施不同程度的防疫措施，实现逐步复工，最早一批在4月12日后，最晚一批在5月4日。 · 意大利《晚邮报》4月6日报道：企业最早可能在4月中旬获准重新开业，旅行限制可能在5月解除。
西班牙	· 总理桑切斯：制造业和建筑业等可能会在4月12日后解除管制。 · 西班牙政府发言人：4月26日后结束紧急状态，恢复正常生活。
美国	· 美国财长姆努钦4月9日表示：美国经济可能在5月重启； · 美国总统首席经济顾问库德洛4月7日表示：可能会在四到八周内重新恢复经济活动； · 美国政府新冠疫情工作做小组成员福西：美国将很快推出全民新冠病毒抗体检测，识别先天免疫者和患病康复后产生抗体的人，有抗体的人可以立即复工。

资料来源：WIND，民生证券研究

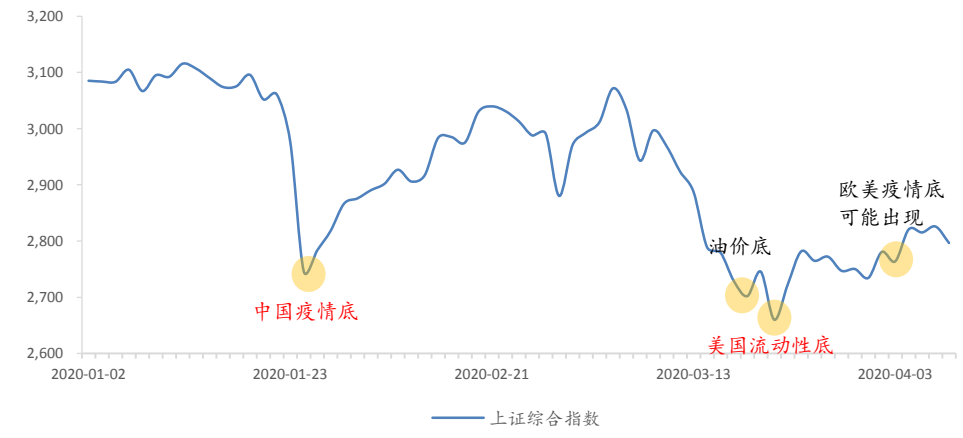
三、短期有调整压力，但目前处于历史绝对底部

3 月 23 日至今，欧美股市技术性牛市已经反弹了 30%，带动 A 股上涨 10%，这其中主要是政策对冲、油价底和疫情底带来的熊市下跌趋势中风险偏好的修复。4 月 9 日，油价减产不达预期，另外油价自底部至今已经反弹至 35 美元/桶，接近今年机构预测的 40 美元/桶的均值附近，4 月 10 日，A 股创业板由于多家上市公司业绩下滑，跌幅较大。随着上市公司一季报逐步公开以及一季度经济数据发布，**市场的关注重心重新回到了基本面上，短期有回调压力，另外欧美的疫情也出现了一定的反复。**

上周 4 月 9 日美联储宣布 2.3 万亿美元贷款和资产购买计划有助于是全球金融市场稳定的。主要的计划内容包括：Main Street、新的市政债券流动性融资、扩大现有的一级和二级公司债购买范围，购买垃圾债和 CLO、薪资保护计划贷款工具。计划将降低市政债利率，增强一二级市场信心，支持地方政府机构。另外最大的利好是美联储开始购买高收益资产，比如购买高收益债 ETF、TALF 购买范围扩大到未清偿的 AAA 级 CMBS 和新发行的 AAA 级 CLO。基本上，除了股票，美联储几乎兜底了所有资产，因此**实际上使得投资者没有理由继续做空任何资产，因为资产下跌将由美联储资产进行兜底，任何投资者都无法与央行相对抗。**

展望未来，**短期 A 股仍有调整压力**，但美国资产在美联储兜底下已经较难继续发生抛售潮，欧美疫情虽然有反复也不会再比之前更恶化，因此，前期的中国疫情底（最为恐慌的时，对应上证 2746.6）和欧美流动性底（国际环境影响最大的时候，对应上证 2660.2）是 A 股较强的底部支撑位置。

图 4：中国疫情底和美国流动性底是 A 股重要支撑位

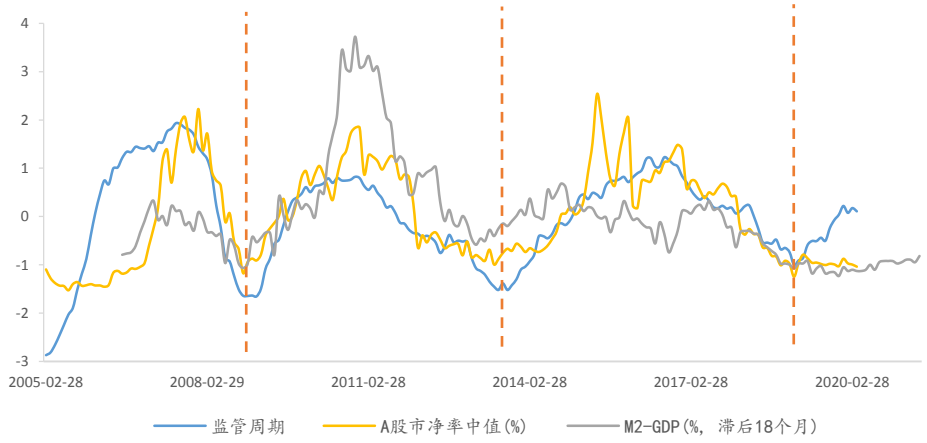


资料来源：WIND，民生证券研究院

中长期视角，A 股处于绝对的历史底部。我们可以观察全 A 市净率中值这一指标，不同于市盈率中盈利可能为负数，全 A 净资产的波动相对较小，因此使得市净率中值存在一个难以突破的最低线。根据 2000 年至今历史来看，2 左右是全 A 市净率中值的绝对底部表征，2019 年 1 月份时是 2.04，目前 4 月份的最新值是 2.53。另外与 A 股市净率保持同样周期频率的是监管周期和以 M2-GDP 增速差为代表的的流动性，A 股趋势性上涨往往对应监管放松和制度改革，M2-GDP 增速差代表经济体内的超额流动性。从目前的趋势来看，

监管放松和 A 股制度改革刚刚开启，而对冲经济下滑，M2 增速可以适度高于经济增速已经得到了决策层认可，这两者均将在中长期支撑 A 股上涨。

图 5：A 股处于历史绝对底部



资料来源：WIND，民生证券研究院

后续 A 股的上涨斜率取决于周期复苏的强度，这一点需要跟踪海外疫情的发展情况以及两会发布的经济刺激计划。疫情方面较大概率会发生欧美和东亚地区疫情被有效控制，复工复产和较长期的疫情防控会同步进行，而疫情完全消灭则需要等待特效药和疫苗的研发上市。从这一推论出发，只要目前的疫情震中美国出现明显的峰值下降，接下来人流、物流逐渐恢复，各主要国家的经济相比上半年能够明显反弹，也就是类似 2009 年，进而支撑风险资产价格持续上涨。但**资产价格反弹的力度会远小于 2009 年**，首先从国内政策来看，考虑到居民和企业杠杆率，很难再实施类似四万亿刺激这样的政策，这样就缺乏像 2009 年一样的各国政策共振对全球经济的提振出现。从截止目前各国的货币和财政政策措施来看，大部分也仅是以托底经济为主，直接刺激经济增速的政策目前还较少 看到。另外还要考虑到疫情结束后，中国可能面临比之前更严重的科技战，更恶化的国际政治环境。

四、风险提示

美国资本市场危机扩大，中国信用环境恶化，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：A 股监管周期与 A 股市净率中值基本同步，目前 A 股处于绝对底部 4
图 2：欧洲国家疫情曲线存在明显厚尾迹象 6
图 3：欠发达地区疫情曲线仍处于上行趋势中 6
图 4：中国疫情底和美国流动性底是 A 股重要支撑位 8
图 5：A 股处于历史绝对底部 9

表格目录

表 1： 欧美国家复工计划（包括有关方面言论） 7

分析师简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。