

宏观经济专题系列

## 当前 A 股的三大支撑力和风险隐患

张志前

### 主要观点

- ▶ 资金是资本市场最直接、最有效的推动力。从 2019 年开始，全球就已经开始进入新一轮的货币宽松，但是今年上半年的宽松力度，大大超出年初的预期，其规模之大、力度之强、范围之广前所未有。
- ▶ 虽然疫情使中国一季度 GDP 同比下降 6.8%，但是进入二季度，随着疫情的有效控制，中国经济开始全面复苏，GDP 由负转正，实现同比增长 3.2%。上半年同比仅下降 1.6%，在主要经济体中表现最好。
- ▶ 从国家战略的角度来看，构建以国内循环为主的“双循环”新格局，离不开科技的支撑，必须要激发科技和创新的活力，引导更多市场资金投入到了科技企业中去，解决核心和关键技术卡脖子问题。
- ▶ 在 11 月美国大选前，中美关系可能会继续有所波动，甚至存在进一步恶化的风险。外部环境的干扰可能会引发 A 股市场的短期波动，是当前中国 A 股市场面临的重要风险之一，需要我们密切关注。

## 目 录

一、全球货币宽松，资产价格回升 .....	3
二、中国经济复苏，提振 A 股信心 .....	5
三、市场化改革提速，科技板块受益 .....	7
四、外部环境扰动，风险不容忽视 .....	10

2020 年上半年，全球金融市场遭受重创，出现剧烈动荡。截至 2020 年 6 月末，标普 500 指数累计下跌 5.5%、英国富时 100 指数下跌 18.2%，法国 CAC40 下跌 17.43%，德国 DAX30 下跌 7.08%，它们的最大振幅均超过了 30%。相比之下，中国 A 股市场不仅振幅较小，而且涨幅居前，特别是创业板指数以 35.6% 的涨幅领跑全球。进入 7 月份，中国 A 股延续上涨的态势，沪指、深成指和创业板指三大股指的涨幅均超过 10%。在新冠肺炎疫情导致全球经济衰退的大背景下，中国 A 股的支撑力或动力是什么？如果 A 股这次进入牛市的话，是资金推动的资金牛、经济复苏复引发的复苏牛，还是改革红利释放的改革牛？A 股的牛市下半年还能否延续？

## 一、全球货币宽松，资产价格回升

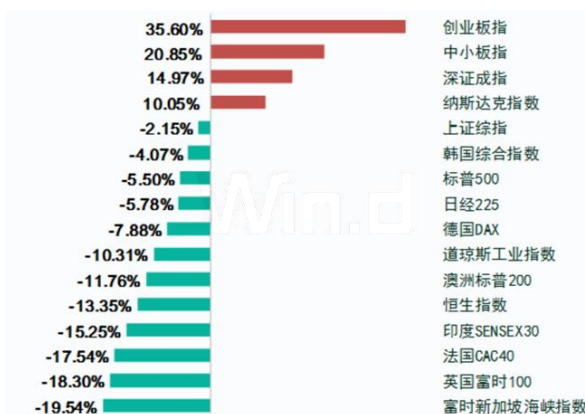
新冠肺炎使全球经济面临前所未有的巨大挑战，稳经济成为全球央行的基本共识。在这种情况下，世界各国的央行都开足了马力，希望以一个货币宽松的政策，来挽救自己国家的经济。应该说从 2019 年开始，全球就已经开始进入新一轮的货币宽松，但是今年上半年的宽松力度，大大超出年初的预期，其规模之大、力度之强、范围之广前所未有。

我们看全球四大央行总资产变化。在 2003 年至 2007 年的五年间，中、美、欧、日四大央行的总资产从 3.3 万亿美元增加到 6.4 万亿美元。2008 年，全球金融危机开始爆发，全球央行开动印钞机。从 2008

年到 2012 年的 5 年间，四大央行总资产规模迅速攀升到 13.4 万亿美元。之后，伴随着接连不断的欧洲危机与新兴市场危机，到 2017 年四大央行总资产再次扩张到 20 万亿美元。2019 年，经济略显疲软，欧美央行再次祭出扩表措施。2020 年，新冠肺炎来袭，全球央行迅速开放水龙头。截至 2020 年 6 月底，全球四大央行总资产已经攀升到 25 万亿美元，其中新增的 5 万亿美元几乎全部集中在过去半年。

资金是推动资本市场最直接、最有效的推动力，全球货币宽松自然引发资产价格上涨。从历史上看，美股通常是比 A 股更为安全的资产。但在今年上半年，美股与 A 股的波动率却发生大幅反转，美股波动率远大于 A 股。这主要是因为疫情之后美国的货币政策比中国更为宽松，目前驱动股票市场更多的是货币因素。

图 1 2020 年上半年全球主要股市表现



下半年各国货币和财政政策仍倾向于宽松。以美国为例，自 2020 年 2 月底以来，美联储实施的各项资产购买和信贷计划已经使美联储的资产负债表规模增加了 3 万亿美元。美联储表态将在未来几个月维

持当下购债速度，并将维持当前低利率水平至少到 2022 年。财政政策方面，发达经济体采用空前的财政救助及刺激稳定经济和社会需求，央行辅以扩表来支持财政政策扩张，走向“财政货币化”。美国新一轮财政刺激将面临 7 月 31 日的财政悬崖，且两党在是否延长扩大的失业保障计划方面存在分歧，可以预见财政刺激的力度相比前几轮将有减弱。

上半年，中国央行推出了包括三次降低存款准备金率、增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息等政策措施。然而，5 月以来，随着 MLF 利率和 LPR 报价连续两个月维持不变，央行对流动性的态度在边际上有所收紧，其主要目的是防止资金脱实向虚，防范金融风险，防止房地产市场出现过热。可以预计，这种收紧的态势不会延续太长。下半年，随着国内信用扩张放缓叠加外部不确定性加大，货币宽松的空间有可能会再度打开。在全球货币大幅宽松的背景下，资金源源不断流入市场，直接推动了全球金融市场的持续反弹。

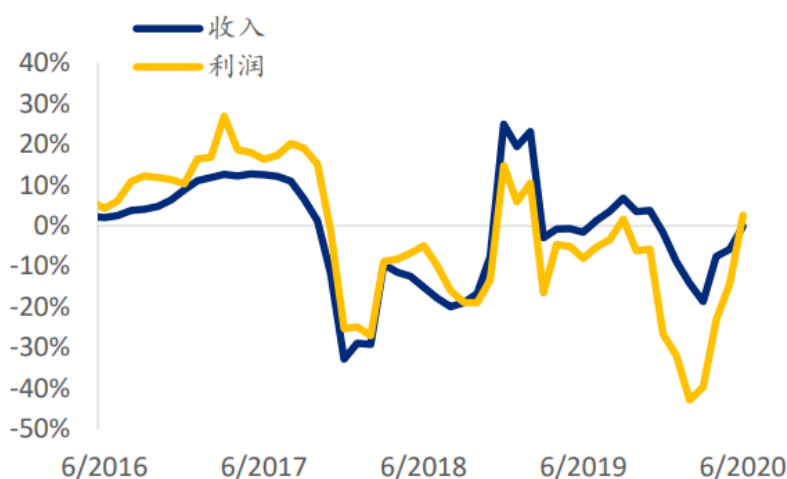
## 二、中国经济复苏，提振 A 股信心

2020 年 2 月下旬开始，新冠疫情在海外蔓延，全球金融市场剧烈动荡，国际贸易严重受阻。全球主要经济体一季度 GDP 同比增速均有所下行，其中，美国一季度实际 GDP 环比折年率下降 5.0%，二季度 GDP 更出现了 32.9% 的暴跌，失业率陡增。欧元区一季 GDP 降幅

3.6%，日本一季度 GDP 萎缩 2.2%，欧元区和日本一季度的失业率也都出现明显上升。国际货币基金组织 IMF 预测，2020 年全球经济将会萎缩 4.9%。新兴经济体一季度增速也出现了不同程度的下滑。IMF 预计，新兴市场和发展中经济体 2020 年经济增长将萎缩 3.0%。

反观中国经济，虽然疫情使中国一季度 GDP 同比下降 6.8%，但是进入二季度，随着疫情的有效控制，中国经济开始全面复苏，GDP 由负转正，实现同比增长 3.2%。上半年中国 GDP 同比仅下降 1.6%，在世界主要经济体中表现最好。6 月工业企业利润同比上涨 11.5%，营业收入同比增长 1.6%。2020 年 7 月，中国制造业采购经理人指数

图 2 2020 年上半年工业企业收入和利润同比增速



PMI 达到 51.1%，连续 5 个月超越荣枯线。PMI 指数是经济监测的先行指标，PMI 连续 3 个月高于 50% 的荣枯线时，反映经济运行趋于良好。IMF 预计 2020 年，中国是主要经济体中唯一能够实现正增长的国家。中国有效控制疫情，经济全面复苏，为全球经济复苏增添一股

积极力量，也为低迷沉闷的全球经济注入信心。

上半年，A 股表现出一定的韧性和稳定性，主要是因为中国在此次疫情防控效果最佳，国内投资者的信心得以恢复，并吸引了大量境外资金的流入。为了稳定经济，国家推出了一批基础设施建设项目，以 5G 为代表的新基建备受关注，带动了 A 股相关板块的上涨。目前 A 股的估值明显低于美国等主要市场，无论是对比自身历史还是国际主要权益指数，A 股当下估值均处于较低水平。中国经济基础较好，宏观经济政策空间大，应对风险挑战还有很多工具和手段，市场对此表现出很强信心。2020 年上半年北上资金整体净流入较 2019 年同期明显上升，上半年累流入 1181.51 亿元人民币。

从全球范围的疫情演化看，东亚及欧洲等地的疫情得到一定控制，复工复产也相继展开，但是疫情并未终结，仍在全球蔓延。目前，美国的疫情出现了第二波，新增病例数从每天的 20000 左右增加了 50000 左右，而巴西、印度、俄罗斯等新兴经济体及非洲大陆疫情的控制仍不得力。在疫苗成功研发并且大规模接种之前，疫情很可能在今年秋冬出现反复。新冠疫情依然将是今年下半年全球经济面临的最大的不确定性。在这种情况下，中央提出了构建“双循环”新格局，以国内循环为主，国际国内双循环互相促进，其目的就是应对新冠疫情和世界经济环境的变化，促进中国经济实现高质量发展。

### 三、市场化改革提速，科技板块受益

2020 年中国的改革步伐不仅没有因疫情而放缓，反而进一步加快。上半年，多项重磅改革举措已接连落地，频率之高、密度之大、分量之重，值得关注。4 月 10 日，《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，一个多月后，《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。6 月 1 日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》。6 月 30 日，在中央全面深化改革委员会上《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》《深化农村宅基地制度改革试点方案》等重磅文件通过。

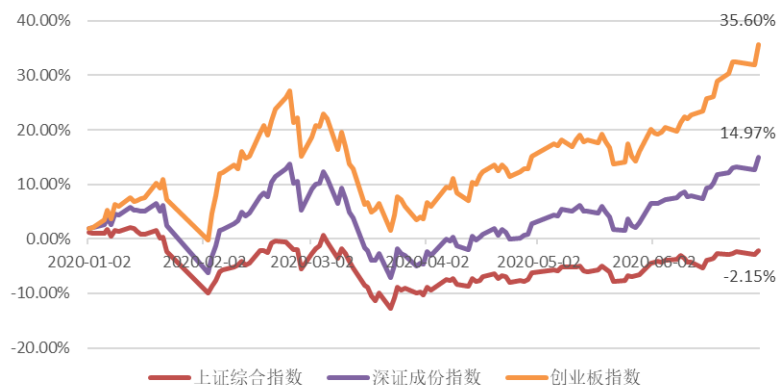
上半年，资本市场方面的改革也十分抢眼。继去年 9 月全面深化资本市场改革的 12 条重点任务正式发布以来，证监会今年初进一步明确 2020 年资本市场改革的重点任务。3 月 1 日，新证券法正式实施生效，为从融资端和投资端发力推动以资本市场改革提供根本保障。4 月 27 日，备受市场期待的创业板改革并试点注册制方案“出炉”，中国资本市场深刻变革的征程再次迎来关键节点。2019 年底，就已经提出了要在新三板设立精选层并引入转板机制。今年 7 月 27 日，新三板精选层设立，首批 32 家企业集体晋层。这些改革将有助于市场向“上市易、退市易”方向转变，提升上市公司的质量。

与此同时，资本市场的对外开放也明显加速。证券基金期货机构外资股比限制提前全面放开，6 家外资控股证券公司已顺利落地。QFII/RQFII 全面取消额度限制。开放是现代经济体系和成熟金融市



市场的基本特征，加快推进资本市场高水平双向开放，持续深化资本市场互联互通，不仅便利跨境投融资活动，也有助于发挥资本市场支持产业科技创新的重要功能。6 月 18 日，中国证监会主席易会满在第十二届陆家嘴论坛上表示，将进一步优化沪深港通机制，扩大沪深股通的投资范围和标的，进一步完善沪伦通业务，进一步拓宽 ETF 互联互通；将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的等创新制度。随着未来 A 股与国际市场的双向开放不断提速，A 股整体预期收益率和波动率可能会进一步下滑，风险调整后收益可能会日渐接近发达国家水平。

图 3 2020 年上半年 A 股市场涨跌幅



随着中国资本市场改革开放的不断加速，科技板块将成为最大的受益者。中国一直希望能建立像美国纳斯达克那样的科技股市场。美国纳斯达克曾经孕育出了苹果、微软、亚马逊、脸书等科技巨头，极大地促进了美国的技术创新。继去年上交所科创板之后，深交所定位创业板“三创四新”，即企业符合“创新、创造、创意”的大趋势，

或者是传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”深度融合属性。创业板试点注册制的实施，将有利于推动更多优质新兴类企业登陆资本市场，增强对创新创业企业的包容性。

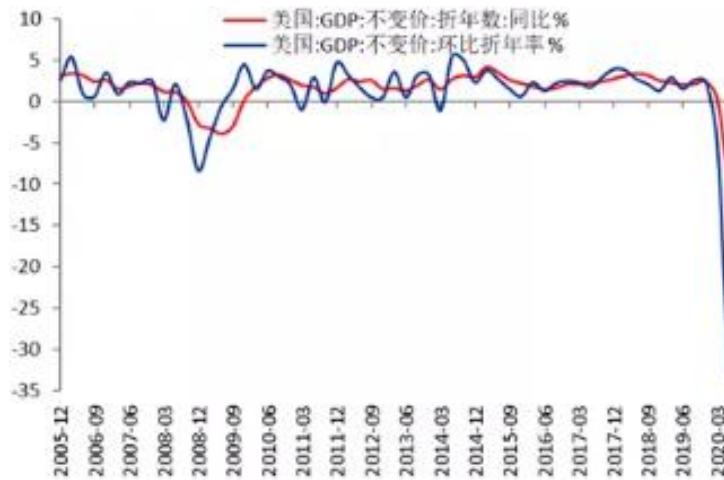
从国家战略的角度来看，构建以国内循环为主的“双循环”新格局，离不开科技的支撑，必须要激发科技和创新的活力，引导更多市场资金投入到科技企业中去，解决核心和关键技术卡脖子问题。扩大国内市场需求，完善国内完整的产业链，需要生产出更多技术、人力、智力、信息和知识资本，这也需要科创板等直接融资渠道的推动。亚马逊公司的市值在上市之后 20 多年的时间里上涨了 2500 多倍。科技是提升发展质量的重要途径，科技企业的成长力值得期待。因此，虽然创业板、科创板在上半年已经有很大涨幅，但下半年仍然值得投资者关注，尤其是其中科技创新、数字经济等企业值得重点关注。

#### 四、外部环境扰动，风险不容忽视

疫情还在全球蔓延，世界正在面临自上世纪 30 年代经济大萧条以来最严重衰退。宽松货币政策对实体经济的刺激作用十分有限，但对金融市场的作用却十分明显。在全球宽松货币政策的刺激下，上半年全球资本市场均出现了不同程度的反弹，尤其是美股出现较大的反弹。2020 年 6 月标普 500 平均市盈率已从 3 月的 25 倍飙涨到 29.96 倍，仅次于 1999 年 12 月网络股泡沫崩盘和 1929 年 9 月大萧条之前的 44.2 倍和 32.56 倍。纳斯达克指数更是从 3 月的最低点上涨了 60%

多。美国股市与美国经济基本面严重脱节，美股存在较大的风险。一旦有风吹草动，就有可能出现大幅调整，而这将对全球资本市场产生影响。

图 4 美国 GDP 环比和同比增速



从估值上看，当前 A 股的估值水平仍然处于较低水平。从全球主要股指的最新 TTM 市盈率比较来看，目前港股是最便宜的，TTM 市盈率仅为 10 倍，沪深 300 指数的 TTM 市盈率也只有 13.7 倍。而同期标普 500、日经 225、韩国综指、德国 DAX 等指数的 TTM 市盈率全部在 25 倍以上。但是今年以来，随着 A 股股指大幅的上涨，A 股板块、行业之间出现明显分化。当前沪深 300、中小板、创业板指数的估值分别在 14.1、38.7、74.7 倍，其中中小板、创业板指估值均已超过 2010 年来 90%分位数，短期存在调整的压力；行业上来看，医疗保健、可选消费、信息技术当前估值已分别位于 2016 年来 91%、97%、83%分位数上，而大部分的周期行业如房地产、能源、金融板块估值仍较低，

存在补涨的要求。

进入下半年，疫情在美国出现第二波，单日新增病例数屡创新高。巴西、印度等新兴市场国家疫情继续蔓延，全球经济正在面临前所未有的考验。在疫苗没有研制成功之前，人们担心秋冬来临之后，疫情还会进一步扩大。美国大选临近，特朗普甩锅中国，对港区国安法横加指责和干涉，中美关系不确定性增强。近日美国发布“净网行动”，在电信、应用程序等五大领域对中国相关实体进行限制，中美在科技领域不确定性增强。8 月中旬中美将就双方贸易协议情况进行评估，疫情影响为中美贸易战增添了更多的不确定性。在今年 11 月美国大选前，中美关系可能会继续有所波动，甚至存在进一步恶化的风险。外部环境的干扰可能会引发 A 股市场的短期波动，是当前中国 A 股市场面临的重要风险之一，需要我们密切关注。

## 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。