华泰证券 HUATAI SECURITIES

策略研究/中期策略

2020年06月15日

张馨元 研究员 执业证书编号：S0570517080005
021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

陈莉敏 研究员 执业证书编号：S0570517070003
021-28972089
chenlimin@htsc.com

钱海 研究员 执业证书编号：S0570518060002
021-28972096
qianhai@htsc.com

胡健 联系人 021-28972096
hujian013575@htsc.com

王以 联系人 wangyi012893@htsc.com

相关研究

1《策略：无科技不牛市，以时间换空间》2019.05
2《策略：向“需”而生，周期突围》2018.05
3《策略：空山听雨，“水”主沉浮》2017.05

第二库存周期和第二科技周期牛市

2020年A股中期策略展望之大势研判篇

核心观点：Q3 A股有望从α走向β，Q4至明年指数上行空间有望打开

当前A股面临安全边际、弹性空间等困境，我们认为应对策略上可以5月市场低点为安全边际，在长端利率2.8%~3.2%区间无需过虑流动性对A股估值弹性的影响；择时判断上，我们预计Q3 A股的三个支撑力会转为推升力、市场有望从α机会走向β机会，观测信号包括M2\M1剪刀差的进一步收窄、PPI同比拐点的出现、中报季国产替代领域的进度验证；趋势前瞻上，借鉴海外经验，中国在即将进入的“第二库存周期”和已经处于的“第二科技周期”或有牛市；风险方面，中美经济修复的“时间差”和“弹性差”若共同出现，可能导致A股在当前位置持续震荡较长时间。

应对策略：A股面临的三个困境和困境的出口

当前A股面临的三个困境：1）安全边际，三方面“史无前例”使得历史安全边际失效；2）弹性空间，流动性和基本面弹性小，市场陷入有顶、有底的震荡困境；3）资产性价比，股、房收益率分位数的关系纠结。三个困境的应对策略：1）厘清黑天鹅转灰犀牛的时点以及灰犀牛之间的相互掣肘，下半年或可以5月市场低点为安全边际；2）历史上在10年期国债利率2.8%~3.2%的区间内，A股估值均有向上弹性，基本面或可跳出盈利增速弹性的“局限”，经济下行阶段的较高毛利率水平值得“给估值”；3）保持一定的地产后周期可选消费和大金融的权益仓位，以预防房市上行风险。

择时判断：三个支撑力转为推升力的时点或均在Q3

当前A股的三个支撑：1）“四高”的宽信用环境支撑A股市场估值；2）“第二库存周期”或有牛市的历史借鉴；3）“第二科技周期”或有科技盈利牛的历史借鉴。三个支撑转为推升的择时预判：1）宽信用环境为A股提供估值驱动，但在估值修复至中枢位后，进一步的驱动需看到M1-M2剪刀差的持续走阔，5月M1-M2剪刀差相比4月已有走阔；2）根据M1-M2剪刀差、南华工业品指数与PPI的领先滞后关系，我们预计PPI同比有望在Q3触底回升，Q4至明年Q1“第二库存周期”有望开启；3）中报是“第二科技周期”重中之重的半导体、信创等国产替代进度的关键验证时点。

趋势前瞻：第二库存周期和第二科技周期或有牛市的规律

当前中国经济在库存周期、产能周期、科技周期的位置，是A股市场走势的稳固基本盘。借鉴美国历史经验，在一轮嵌套了“异化”库存周期的产能周期里，第一个库存周期见底、第二个库存周期回升的阶段，股市大概率会开启跨越库存周期的小牛市，中国当前处于2016年开启的一轮产能周期的第一个库存周期尾部，且第一个库存周期有“异化”。同时，借鉴美国历史经验，在美国第一科技周期阶段，美股有估值驱动的科技泡沫牛，但在第二科技周期阶段，美股是“基石”公司盈利增长推动的科技盈利牛，我们认为A股当前处于中国第二科技周期阶段。

风险推演：中美经济修复的“时间差”和“弹性差”共同出现

中美的疫情爆发有“时间差”、政策对冲力度有“弹性差”，从而导致经济修复也有“时间差”和“弹性差”。受传统消费淡季和今年雨水超越季节性的影响，中国经济Q3或将进入平缓修复期，但美国经济Q3或将进入与中国Q2类似的经济重启后的高斜率修复期，“时间差”本就导致两国经济修复在Q3呈现短期“弹性差”。若两国的政策力度差异和本身经济结构差异导致“弹性差”较大，中美利差在一段时间内有转向的压力。若“时间差”和“弹性差”共同出现，叠加Q3是美国大选关键期，国内货币政策可能在短期内会陷入“类金本位”困境，从而导致A股在当前位置持续震荡。

风险提示：国内及海外疫情二次爆发的潜在风险；灾害天气超预期、粮价压力超预期；中美关系压力显著增大。

正文目录

当前 A 股的三个困境、三个支撑、三个特征 3
当前 A 股的三个困境 3
安全边际：三方面“史无前例”，使得历史安全边际失效 3
弹性空间：流动性和基本面弹性小，陷入有顶有底的震荡困境 4
资产性价比：股、债、房收益率分位数的纠结关系 7
当前 A 股的三个支撑 8
支撑一：“四高”的宽信用环境支撑 A 股市场估值 8
支撑二：第二库存周期或有牛市的规律 11
支撑三：第二科技周期或有牛市的规律 14
当前 A 股的三个特征 21
特征一：低估值策略“双失”、成长策略“双收” 21
特征二：产业逻辑顺畅的细分赛道小龙头涌现 23
特征三：新经济市值实质性超越传统经济、大金融 25
展望：困境的出口、支撑转推升、市场节奏与风险推演 27
三个困境的出口：应对问题 27
安全边际：厘清灰犀牛的相互掣肘，用排除法判宏观环境 27
弹性空间：流动性“卡”区间，基本面跳出增速的“局限” 29
资产性价比：配竣工链以把握两类资产，预防小概率 30
三个支撑何时转为推升：择时问题 31
宽信用支撑转推升：M2、M1 剪刀差持续收窄 31
第二库存周期转推升：PPI 同比有望在三季度触底回升 31
第二科技周期转推升：中报是验证国产化进度的关键信息时点 32
两个情形可能导致 A 股承压：风险推演 33
中美经济修复的“时间差”和“弹性差”共同出现 33
国内货币政策陷入“类金本位”困境 34
风险提示 40

当前 A 股的三个困境、三个支撑、三个特征

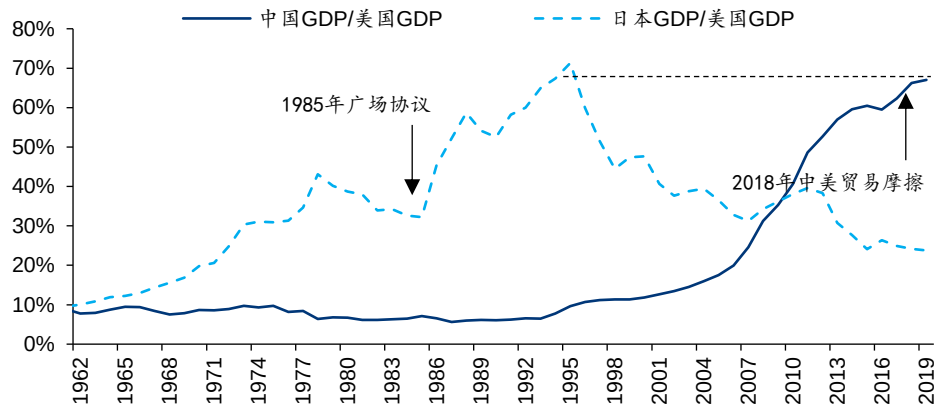
当前 A 股的三个困境

安全边际：三方面“史无前例”，使得历史安全边际失效

当前市场仍在面对的一个困境是：在三方面的“史无前例”之下，全球资产价格和估值“以史为鉴”的安全边际失效——人口广泛融合之下的疫情大面积流行、金融深度融合之下的美日欧央行“无上限”放水，以及要素与市场融合之下的大国“脱钩”与“反脱钩”博弈。

2018 年至今，中美“脱钩”与“反脱钩”博弈是影响全球资本市场走势的核心主线之一。大国博弈升级，我们认为有历史阶段可借鉴，但借鉴性有限：上一轮大国博弈升级是美苏冷战和美日竞争，一方面，当时处于信息技术革命前夕，全球化程度与当前不可同日而语，博弈双方之于全球经济的功能未像当前中美这样互补——一个全球制造中心、一个全球科技中心和最大消费国，博弈双方的依赖度和反身性影响未像当前中美这样大；另一方面，前苏联和日本在工业体系完善性、内需体量上与当前的中国难以相比，而当时美国在全球科技领域的领先性和美元在全球货币体系的主导性与当前的美国、美元也无法相提并论。

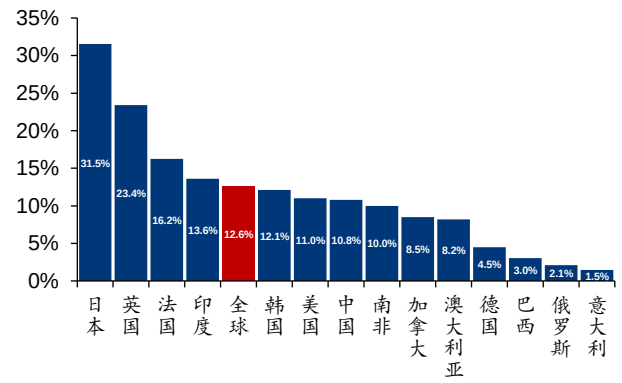
图表1： G2 竞争：中国占美国 GDP 比重逼近日本占美国 GDP 比重的历史高点



资料来源：Wind，华泰证券研究所

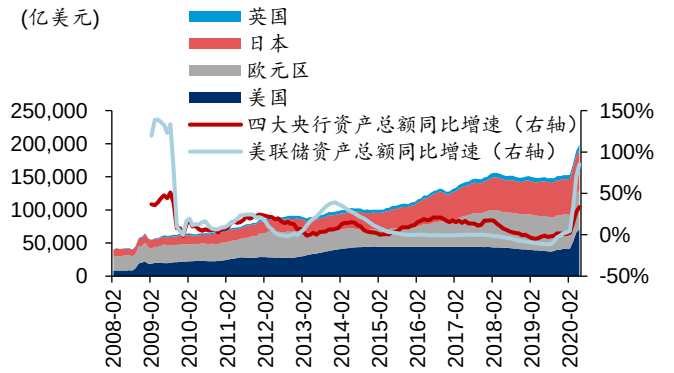
在这样难寻借鉴的历史性阶段，今年又发生了流行范围广、感染人数多的新冠疫情。全球深度融合之下，小到微观主体的生存环境、大到全球范围的宏观经济都经历了停滞和剧震。主要经济体的政策对冲力度也史无前例——美、日、欧等央行“无上限”流动性宽松，这样力度的政策对冲并非源于经济过热之后的经济危机，而是发生在经济底部有回暖迹象、却被疫情大幅下压的非典型危机阶段，从而更是难寻历史借鉴。

图表2： 疫情以来主要国家已出台的财政刺激规模/2019 年 GDP



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 疫情爆发后全球主要央行资产总额“史无前例”地扩张



资料来源：Wind，华泰证券研究所

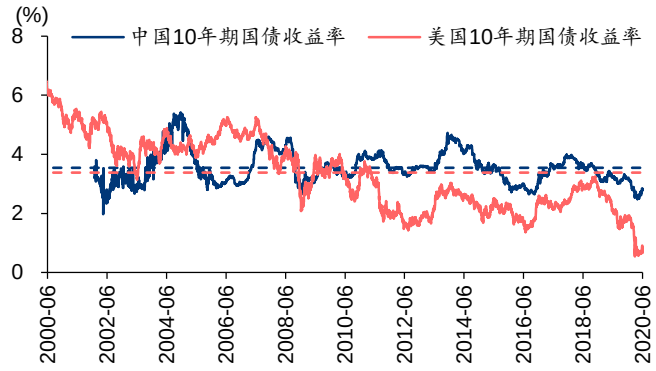
在这样的背景下，今年上半年全球资产价格的历史安全边际失效，避险资产锚的美债长端利率落入趋近于 0 的历史最低位，风险资产锚的美股下跌速率、回弹速率均创历史最高，金油比、金铜比经历了历史新高；国内来看，国债长端利率经历了历史新低，银行股 PB 估值不断下行、连续创历史新低。

“锚资产”自身价格突破历史区间，导致其他资产的定价逻辑也缺乏安全边际，市场在短期内对一些长期问题进行了集中思考：若未来是长期零利率和负利率环境，股票如何估值？“无上限”美元流动性支持对远期物价、资产价格、货币体系形成怎样的影响？疫情的全球大流行是否造成一些不可逆转的影响？全球供应链的断裂将以何种方式修复，是中国制造危中有机，还是疫情后逆全球化加剧？近年民粹主义的升温和此次危机中政府处理能力的对比，对全球上层建筑将形成怎样的合并影响？

图表4： 今年以来银行板块 PB 估值回落，持续创历史新低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 今年以来中、美长端利率均下降至 2000 年以来低位



注：虚线为 2000 年以来的中、美 10 年期国债利率均值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然 3 月下旬以来，流动性的充裕、疫情的放缓、经济的重启，使得美股为代表的全球权益市场回暖、特别是纳斯达克指数快速回弹至新高，但纳指新高、美债收益率在 0 值上方小幅震荡、金价仍在历史高位、铜价及油价回暖，这五类驱动因素有差异的资产的价格“共生”状态，反映了在流动性相当充裕、短期需求环比修复的情况下，市场对后续宏观趋势的分歧与迷茫：同样的海外疫情状况，对于估值修复至历史高位的美股和价格回暖的铜及原油来说，看多逻辑之一可以是“疫情压力仍在，但已放缓”，对于收益率仍在历史底部的美债和价格仍在历史高位的黄金来说，看多逻辑之一可以是“疫情放缓，但二次爆发风险仍在”。

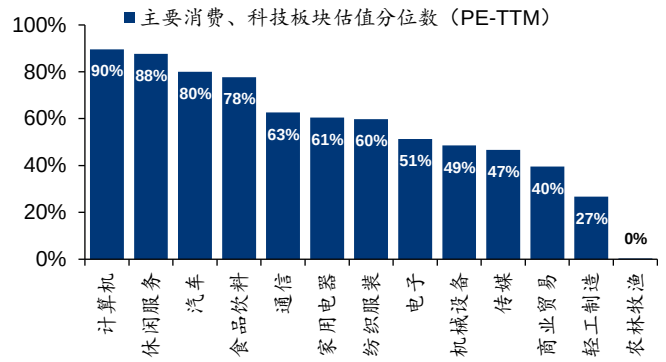
我们认为，走出“安全边际”担忧的关键，是要区分黑天鹅和灰犀牛阶段，并厘清灰犀牛事件之间的互相掣肘与影响，而非单独分析单个灰犀牛事件对资本市场的影响；走出“避险和风险资产价格共生”困境的关键（避险资产价格仍在历史高位，风险资产价格回升），是要对后续宏观环境有明确的判断，难寻历史借鉴的情况下，若无法判断“是”，则通过排除法来确认“否”。我们在“三个困境的出口”部分（P27）做进一步分析回答。

弹性空间：流动性和基本面弹性小，陷入有顶有底的震荡困境

当前 A 股市场面对的第二个困境是：整体 A 股估值已修复至历史中枢上方，部分消费、科技行业的估值已修复至历史高位、板块的隐含风险溢价已基本修复至疫情前水平（信息技术板块尚未修复至疫情前水平），但后续流动性边际更宽的概率较低、年内基本面修复的斜率可能也较小。

在股市估值中枢位，同一个宏观状态可能对短期多空逻辑都适用、市场陷入上有顶下有底的横盘震荡困境：若市场连涨几日，看调整的逻辑可以讲“虽然流动性条件仍宽松、经济基本面会继续环比修复，但后续流动性边际更宽的概率较低、年内基本面修复的斜率可能也较小，市场难有继续上涨的动力”；若市场连跌几日，看上涨的逻辑可以讲“虽然流动性边际更宽的概率较低、年内基本面修复的斜率可能也较小，但流动性环境并未改变、经济基本面也继续环比修复，市场难有继续下跌的动力”。

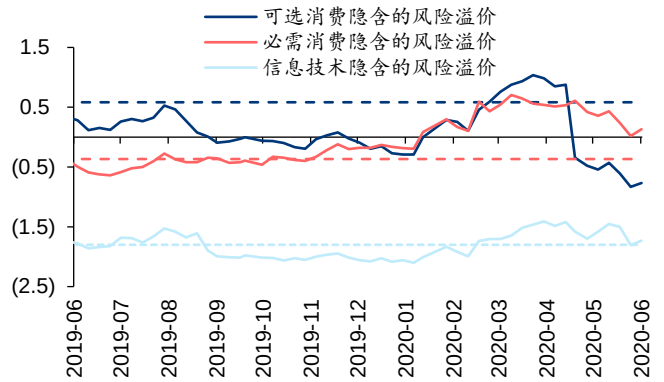
图表6： 计算机、休闲服务、汽车、食品饮料的 PE 估值处于历史高位



注：2005 年以来，时间截至 2020.6.11

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 可选消费指数的隐含风险溢价已修复至疫情前

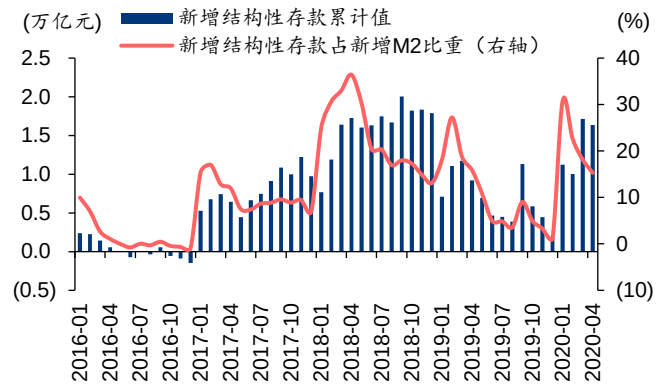


注：虚线为 2010 年以来各板块指数的风险溢价历史均值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

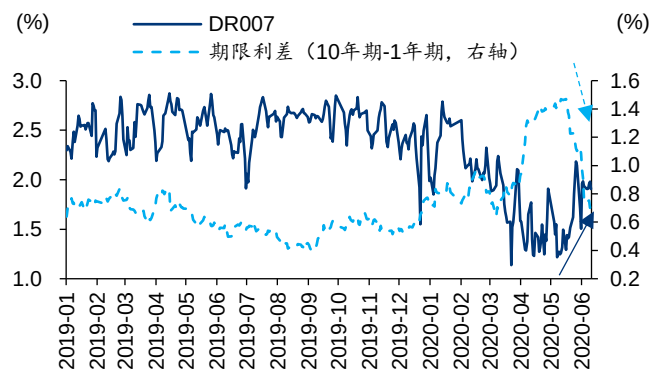
银行间流动性最宽松的阶段或已过去。5 月中旬以来，内外疫情缓压之下经济基本面修复，叠加结构性存款高增背后的资金空转现象较突出，两方面因素之下，国内货币政策开始回归常态、进入“相对静默期”，银行间市场资金价格回升、债市期限利差收窄。

图表8： 今年 1-4 月结构性存款大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

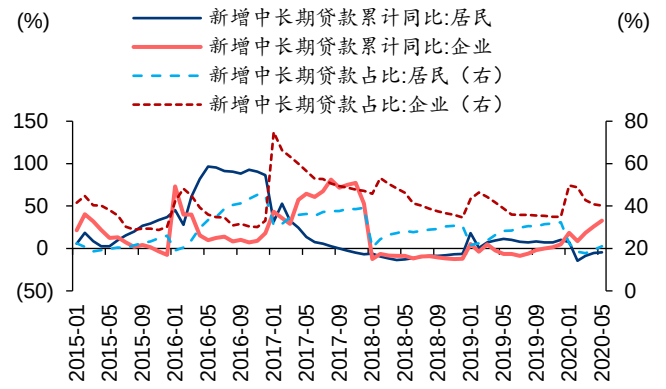
图表9： 5 月中旬以来银行间资金价格回升、债市期限利差收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

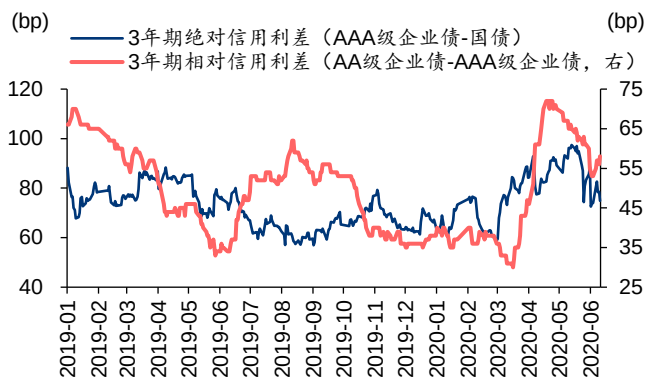
银行-企业间流动性，也即企业融资条件仍宽松，融资总量和融资结构均在持续改善，但后续信贷进一步增长的弹性有待观察。3 月至 5 月每月新增人民币贷款同比增速均超 20%，信贷结构也继续改善，居民贷款修复明显，企业中长期贷款延续回升。往后看，存量信贷项目可能得到了充分挖掘，后续信贷增长需要依靠信贷展期、信用贷款、小微增长硬指标等实现。

图表10： 新增企业中长贷和新增居民中长贷累计同比回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

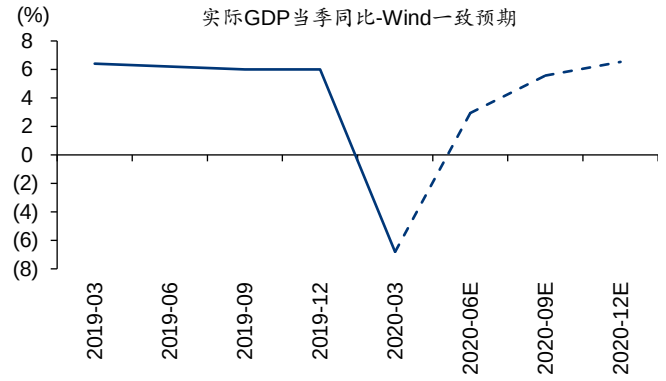
图表11： 绝对信用利差和相对信用利差收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

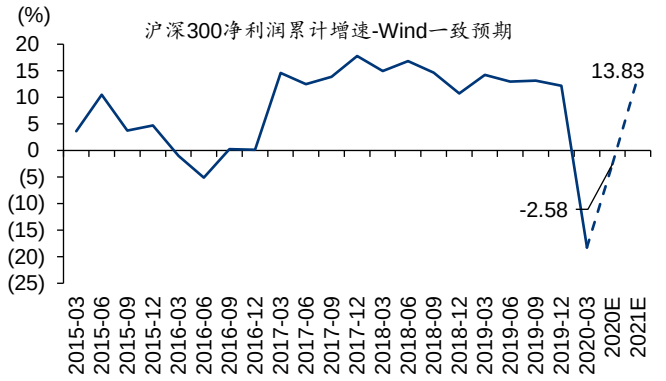
政策宽松力度、宽松节奏、宽松方向受限之下，市场对年内经济修复空间的预期较低。宽松力度受限于商业银行在资本、负债、资产三端的压力，“更宽”会导致资金空转套利、带来资本外流压力；宽松节奏受限于内外疫情阶段、经济修复阶段、二次疫情潜在爆发阶段、中美关系压力时段，在不同阶段预留政策空间、调整政策发力点，因为内部疫情防控常态化、外部中美关系波折常态化，都并非短期政策强刺激可以解决；宽松方向受限于疫情对供给和需求影响有特殊性、经济部门杠杆水平有差异、近七年调结构带来的韧性基本盘仍需维护。由于宽松力度有保留、宽松节奏有变化、宽松方向更下沉，意味着经济基本面可能将从二季度的高斜率反弹期，进入到三季度的修复放缓期，我们预计全年增速大概率难以修复至疫情前水平。

图表12： 2020 年 Q2 至 2021 年 GDP 单季增速的 wind 一致预期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 2020 年、2021 年沪深 300 净利润增速的 wind 一致预期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，流动性条件宽松、企业盈利增速回升都是已知趋势，在 A 股估值已修复至历史中枢位上方的情况下，不是后续市场的核心驱动；疫情、中美关系、国内杠杆压力都是已知变量，在 A 股估值处于历史中枢位上方而非历史高位的情况下，不是后续市场的核心压制。后续市场的核心影响因素是趋势和变量的斜率，我们在 2020 年度策略报告《坐稳逆全球化的“顺风车”》中也强调过这一策略思路：在 2019 年主要变量已出现拐点、市场估值已有修复之后，影响 2020 年 A 股市场的是变量的斜率，但斜率的判断比拐点更难。

走出“弹性空间”困境的方法，一是卡出核心变量对估值影响转向的历史区间，二是寻找除了增速之外的其他中观定价指标。我们在“三个困境的出口”部分（P29）进一步分析。

资产性价比：股、债、房收益率分位数的纠结关系

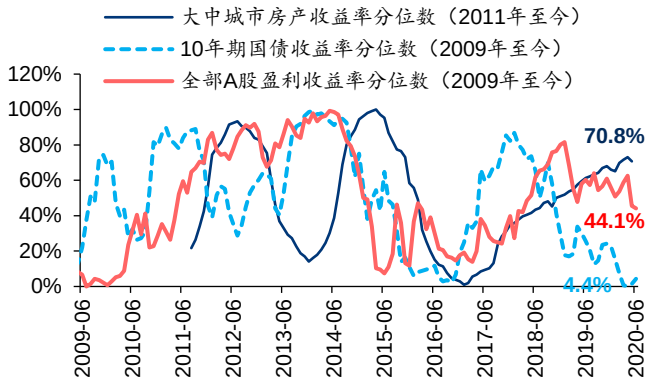
当前 A 股面对的第三个困境是，虽然股、债收益率分位数对比之下，股票性价比占优，但股、房收益率分位数对比之下，股票并不算占优。

当前房地产收益率分位数较高，甚至高于股市盈利收益率分位数，可能形成一定的流动性分流压力。这里我们以大中城市房价同比增速所处的历史百分位，来表征房地产收益率分位数，房价同比增速越低、房地产收益率分位数越高，以万得全 A 指数 PE(TTM)的倒数所处的历史百分位，来表征股市盈利收益率分位数，1/PE(TTM)越高，股市盈利收益率分位数越高。流动性对股市的影响，我们通常分为流动性总量、流动性分配、股市自身流动性三层来看，当前流动性条件宽松之下，宏观流动性总量仍宽裕，但分配上或有房地产市场分流的压力，且 4 月压力已有显现（4 月下旬监管严防贷款违规流入房地产），在中期内有可能影响宏观流动性总量的边际调整。

图表14： 沪指股息率/10 年期国债利率高于滚动三年历史中位数

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 当前房地产收益率分位数高于股市盈利收益率分位数

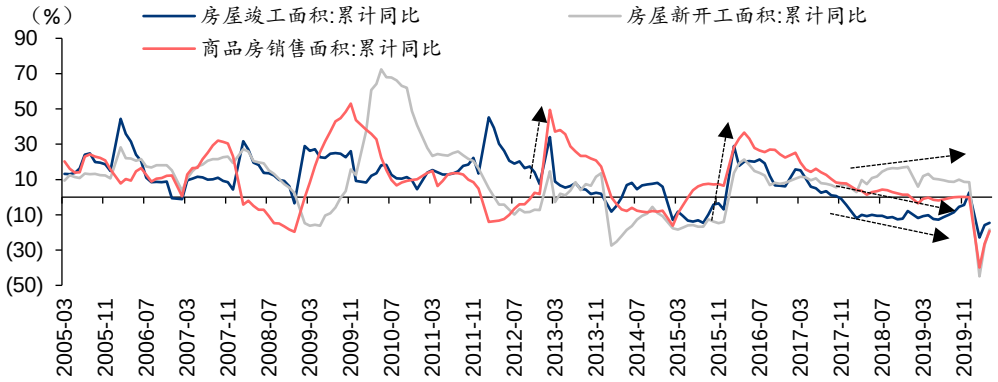


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在股市和房市收益率分位数均较高的情况下，企业盈利修复的弹性空间与 A 股市场吸引的流动性分配空间，形成了相互掣肘。若流动性更多进入股市而非房市，则整体企业盈利修复或相对缓慢、斜率较低（经济需求端主要依赖基建投资和制造业投资，基建投资对需求的带动能力弱于房地产产业链，制造业投资里库存投资的带动能力偏弱、固定资产投资多是衍生投资、有顺周期属性），若流动性更多进入房市，则企业盈利修复斜率或较高，但股市仅有结构性机会。政策取向上来看目前仍是前一种，但近期一二线房地产销售回暖较为迅速。防止流动性过多进入房市的路径之一是加快优质股票供给——创业板注册制改革、红筹回归、存量股票定增等，与居民财富配置的中长期迁移趋势相适应，但股票供给若短时间集中增加，也会对存量股票形成分流效应。

关于房地产收益率分位数高于股市盈利收益率分位数的阶段，经典可参照的是 2012 年~2013 年，彼时商品房销售面积增速回升引领房屋新开工面积增速回升，而股票市场是结构性机会、非贝塔机会。当前好于彼时的是：1）宏观流动性总量比当时更充裕、债市收益率分位数非常低；2）房地产销售、新开工、竣工增速的周期与 2018 年之前的周期相比有变化，对流动性的影响不同，2013 年、2016 年均出现过房地产销售、新开工、竣工同步高增速，对流动性的挤占较为显著，今年预计仍是竣工面积增速回暖为主，对流动性的挤占有限，需关注销售面积增速的上行风险；3）2019 年以来的公募基金牛市对居民财富配置选择影响较为明显。

图表16： 2018 年以来房地产销售、新开工、竣工面积增速之间的关系有变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

走出“资产性价比”困境的方法，我们认为是需要保持一定的地产后周期可选消费和大金融的权益仓位，通过行业配置来预防房市的上行风险，也即预防小概率事件——市场出现 2012~2013 年的情况。我们在“三个困境的出口”部分（P30）做进一步分析。

当前 A 股的三个支撑

支撑一：“四高”的宽信用环境支撑 A 股市场估值

宏观环境短期处在“紧货币宽信用”阶段，预计经济弱复苏环境下，“宽信用”有望持续，利率水平或上有顶、下有底。5 月欧美复产复工、国内经济从前期被动补库到拐头去库，在警惕金融空转套利和汇率约束下，短期货币政策边际收紧，货币信用双宽转为更侧重宽信用的“紧货币宽信用”，市场担心“紧货币宽信用”对各类资产价格的影响、影响的持续时间、“宽信用”效果及“后遗症”。首先，“紧货币”方面，在“房住不炒”、内外需求修复受疫情二次爆发、中美关系等风险扰动的背景下，短期经济仍呈现弱复苏，阶段性“紧货币”仍是上有顶、下有底，10 年期国债收益率难突破春节前 3.1%-3.2%和疫情高峰时期 2.5%构筑的区间。其次，“宽信用”方面，5 月 10 日，央行第一季度货币政策执行报告中指出“保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”，但 5 月 22 日的政府工作报告要求“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，这意味着今年 M2 和社融的目标增速“高于”去年目标值、“高于”去年实际执行值、预计将显著“高于”今年名义 GDP 增速值，与今年名义 GDP 增速的剪刀差预计“高于”去年实际剪刀差，形成“四高”的宽信用环境。

图表17： 2009 年以来政府工作报告 M2\社融增速目标对比

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
M2 增速-目标	17%	17%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	12%	合理增长	与名义 GDP 增速	显著高于去年
社融增速-目标	——	——	——	——	适当扩大	——	可略高 ——	13%	12%		相匹配	
M2 增速-实际	27.68%	19.72%	13.60%	13.80%	13.60%	12.20%	13.30%	11.30%	8.10%	8.10%	8.70%	
社融增速-实际	34.80%	27%	18.20%	19.10%	17.50%	14.30%	12.40%	12.80%	14.08%	10.26%	13.71%	
名义 GDP 增速	9.17%	18.25%	18.40%	10.38%	10.10%	8.53%	7.04%	8.35%	11.47%	10.49%	7.79%	
增速差:M2-名义 GDP	18.51%	1.47%	-4.80%	3.42%	3.50%	3.67%	6.26%	2.95%	-3.37%	-2.39%	0.91%	
增速差:社融-名义 GDP	25.63%	8.75%	-0.20%	8.72%	7.40%	5.77%	5.36%	4.45%	2.61%	-0.23%	5.92%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

历史上“紧货币宽信用”环境下，股票市场走强，债市走弱，商品市场走强。我们采用非金融企业融资增速分析信用政策效果，即包括表内信贷融资（人民币和外币贷款），表外非标融资（委托贷款，信托贷款和未贴现银行票据）和直接融资（企业债券融资），融资增速高代表宽信用，反之为紧信用；债券市场指数选用十年期国债利率变动趋势分析货币政策效果。回顾 2009 年以来各类“货币+信用”组合大类资产的表现：货币信用双宽时期股债均较强，双紧时期股债均较弱，宽信用紧货币时期股强债弱，宽货币紧信用时期债强股弱。

图表18：历史上“货币+信用”组合大类资产表现（单位：%）

					股票市场	债券市场				商品市场
开始时间	结束时间	货币	信用	组合	上证综指涨跌幅	债券市场开始	债券市场结束	变化 BP	债券市场表现	南华工业品指数表现
2008 年 10 月	2009 年 7 月	宽	宽	双宽	64.53	2.75	3.50	75.00	走弱	56.89
2009 年 7 月	2009 年 12 月	紧		紧货币宽信用	0.32	3.50	3.64	14.00	走弱	23.46
2009 年 12 月	2011 年 11 月		紧	双紧	(23.71)	3.64	3.61	(3.00)	走强	(11.28)
2011 年 11 月	2012 年 7 月	宽		宽货币紧信用	(11.71)	3.61	3.29	(32.00)	走强	(2.56)
2012 年 7 月	2013 年 5 月	紧	宽	紧货币宽信用	4.41	3.29	3.44	15.00	走弱	(5.72)
2013 年 5 月	2014 年 4 月		紧	双紧	(8.40)	3.44	4.30	86.00	走弱	(15.23)
2014 年 4 月	2015 年 6 月	宽		宽货币紧信用	131.30	4.39	3.60	(79.00)	走强	(13.78)
2015 年 6 月	2016 年 2 月		宽	双宽	(41.58)	3.60	2.85	(75.00)	走强	(13.46)
2016 年 2 月	2016 年 11 月	紧		紧货币宽信用	14.00	2.85	3.38	53.00	走弱	54.03
2016 年 11 月	2017 年 4 月		紧	双紧	0.56	3.38	3.64	26.00	走弱	1.66
2017 年 4 月	2017 年 11 月		宽	紧货币宽信用	5.44	3.64	3.92	28.00	走弱	8.22
2017 年 11 月	2018 年 12 月	宽	紧	宽货币紧信用	(24.04)	3.92	3.30	(62.00)	走强	0.86
2018 年 12 月	2019 年 4 月		宽	双宽	24.14	3.30	3.34	4.00	走弱	11.09
2019 年 4 月	2019 年 10 月	紧	紧	双紧	(7.52)	3.34	3.20	(14.00)	走强	(1.37)
2019 年 10 月	2020 年 4 月	宽		宽货币紧信用	(4.76)	3.20	2.54	(66.00)	走强	(12.12)
2020 年 4 月	至今	紧	宽	紧货币宽信用	4.08	2.54	2.80	26.00	走弱	10.44

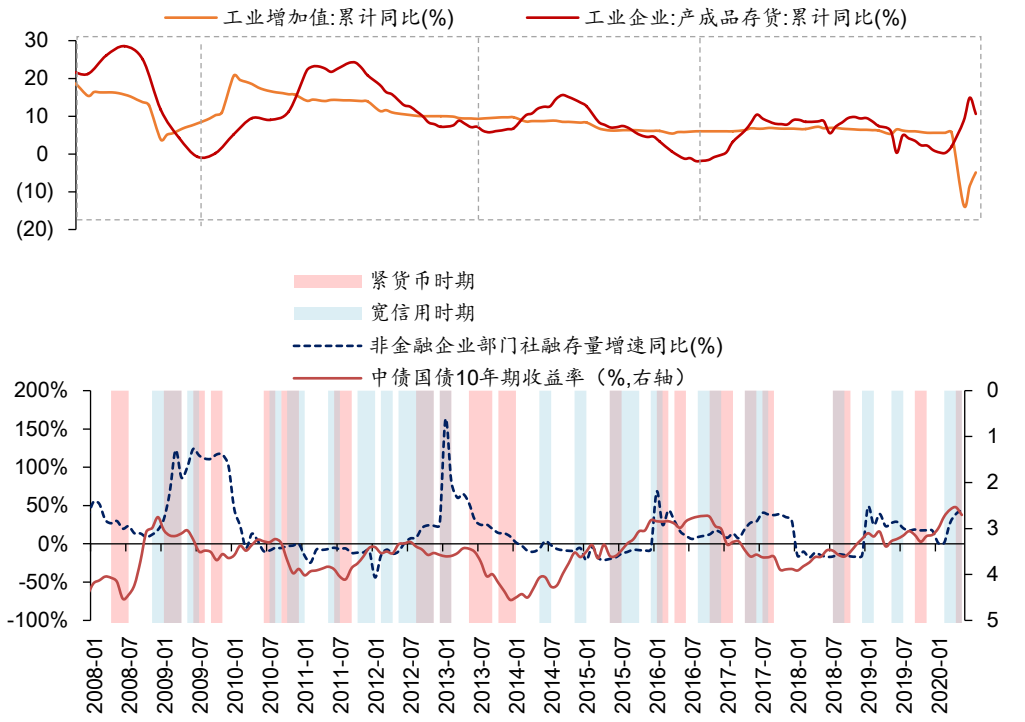
资料来源：Wind，华泰证券研究所,债券市场指数选用十年期国债月度平均值，至今指按照 2020 年 6 月 11 日计算

观察 2009 年以来 5 次紧货币宽信用时期，两次发生于补库阶段，三次发生于去库阶段，去库阶段的紧货币宽信用时期，成长股表现较强；补库阶段的紧货币宽信用时期，周期股表现较强。

补库阶段：紧货币宽信用发生在经济复苏期或复苏中后期。其中，09-10 年四万亿先后带动社融和 CPI 走高，货币政策逐步退出，债市逐步进入惨烈的熊市。16 年底则是由于金融风险膨胀引发货币政策转向，导致市场出现熊平走势。补库阶段经济需求强劲，对应大盘上行幅度较大，周期和消费板块领涨。流动性分配呈现“脱虚入实”，即 M2 增速与经济名义增速（用工业增加值+PPI 增速衡量）增速差值收窄，价值风格强于成长风格。

去库阶段：紧货币宽信用发生在经济底部企稳期（V 型反转或弱复苏）。经济微幅回暖，短期货币宽松利好出尽后，资金面边际收紧致债市震荡探底。如 09 年 1-10 月（V 型反转）,12-13 年（弱复苏）,16 年 1-6 月（弱复苏），债市震荡后，在经济基本面数据较弱背景下再度企稳，通胀水平仍较低，流动性分配呈现“脱实入虚”，成长板块相对较强。

图表19： 2006 年以来债市调整时期，宏观指标和股票市场表现对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，

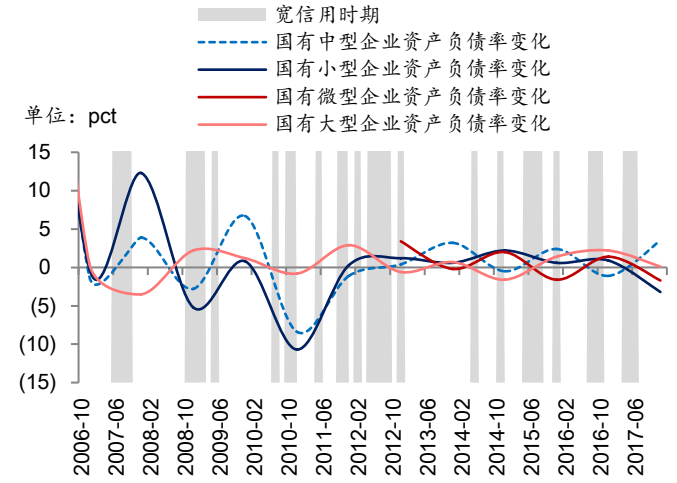
图表20： 紧货币时期，宏观经济指标和市场表现对比

紧货币时期	2009/7-2009/12	2010/6-2010/12	2012/7-2013/12	2016/2-2016/6	2016/11-2017/9
信用政策	宽信用	紧信用	宽信用→紧信用	宽信用	紧信用→宽信用
经济修复阶段	危机后回升期	复苏中后期	衰退期尾声	底部回升期	复苏上行期
库存周期阶段	去库	被动补库	去库→补库	去库尾声	主动补库
CPI	-1.6%→-0.5%	2.9%→4.6%	1.9%→2.5%	1.8%→1.9%	2.1%→1.6%
PPI	底部企稳	震荡	底部企稳	底部企稳	持续走高
	-3.35%→-5.85%	6.4%→5.9%	-3.55%→-1.36%	-5.3%→-2.6%	1.2%→6.9%
财政货币政策	经济复苏势头良好，货币边际收紧	CPI 快速上行制约货币政策	货币政策边际收紧	央行降准利好出尽，财政政策积极	金融风险膨胀引发货币政策转向
十年期国债	3.04%→3.69%	3.28%→3.88%	3.46%→4.55%	2.84%→2.84%	2.74%→3.61%
A 股大势	快速上行	快速上行	微幅上行	微幅上行	微幅上行
	1991→2996	2398→2808	2086→2116	2738→2930	3100→3349
A 股风格偏向	成长→周期	周期	成长	消费、周期	消费、周期
A 股涨幅前五	汽车/有色/煤炭/房地产/电子	机械/有色金属/建材/食品饮料/军工	传媒/计算机/汽车/家电/电子	食品/有色金属/煤炭/家电/银行	食品饮料/钢铁/煤炭/银行/家电

资料来源：Wind，华泰证券研究所

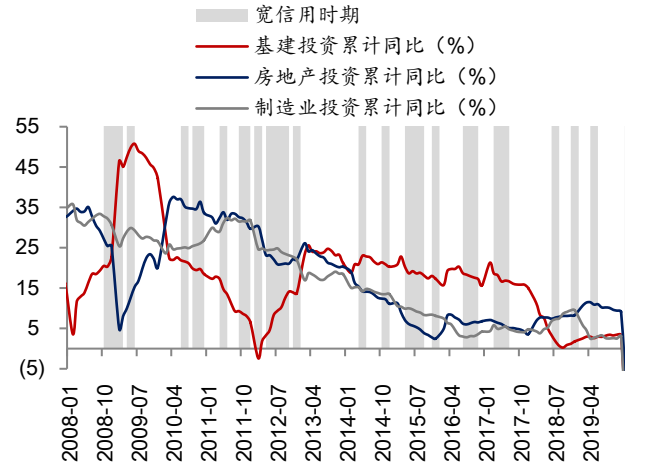
每轮宽信用的“宽”的方向也存在差异，受益的产业链和企业类型也存在差异，对应时期超额收益比较强的行业板块也不同。对比 08-09、12-13、15-16 三次宽信用和 14-15 一次紧信用时期：首先，流动性拉动产业与企业类型结构存在对应关系，房地产增速领先时期→大型企业杠杆率提升更明显，基建投资增速领先时期→中型企业杠杆率提升更明显，制造业投资增速领先时期→小/微企业杠杆率提升更明显；其次，不同逆周期政策下，加杠杆部门和产业不同，08-09 和 15-16 两次宽信用，均是基建端投资增速先企稳，地产链投资增速后回升，对应中大型企业先后杠杆率提升更明显，而 12-13 年宽信用初期和 14-15 年紧信用时期，制造业投资增速较强，小微企业杠杆率提升相对较明显；最后，流动性中介和流动性承接终端的不尽相同，社会融资增速回升幅度不同，14-15 年时期整体社融增速呈现紧信用，但却是小型微型企业杠杆提升相对较快时期。**这轮宽信用目标制造业产业及中小微企业，类似 14-15 年时期，预计社会融资增速的回升幅度或低于基建、地产投资拉动时期，但中小微企业结构性受益会更为明显。**

图表21： 宽信用时期企业资产负债率的环比变化对比（单位：pct）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22： 2010 年以来三大产业投资增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 2009 年以来宽（紧）信用带动投资产业和加杠杆企业类型梳理

时期	宽(紧)信用时期	主要投资产业增速	各类企业杠杆变化率
2008-2009	宽信用初期 2008/10-2009/7	基建>制造业↓>房地产↓	大型（加杠杆↑）>中型（降杠杆↓）>小型（降杠杆↓）
	宽信用后期 2009/7-2010/5	房地产>基建↓>制造业↓	中型↑>大型↓>小型↑
2012-2013	宽信用初期 2012/7-2012/12	制造业↓>房地产>基建	小型>大型↓>中型↑
	宽信用后期 2012/12-2013/5	基建>房地产↓>制造业↓	中型↑>微型↓>小型>大型↑
2014-2015	**紧信用时期 2014/4-2014/12**	**基建>制造业↓>房地产↓**	**小型↑>微型↑>中型↓>大型↓**
2015-2016	宽信用初期 2015/6-2016/2	基建↓>制造业↓>房地产	中型↑>大型↑>小型↓>微型↓
	宽信用后期 2016/2-2016/8	基建↓>房地产>制造业	大型↑>中型↓>小型↑>微型↑
2019-2020	宽信用初期	房地产↑>基建↑>制造业↓	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场担心的“宽信用”后遗症，在每轮宽信用后 1 至 2 年均会出现，是金融周期和政策周期相互影响的结果，也是经济下行压力较大时期监管尺度与金融创新博弈的结果。09-10 年“四万亿”刺激后的低质量信贷在 2011 年之后开始集中进入风险暴露期，银行资产的不良率甚至直到 14-15 年才充分暴露。12-13 年宽信用导致同业资产冲高、非标规模膨胀，13 年中开始金融去杠杆。16 年底也出现由于金融风险膨胀，而引发货币政策转向。

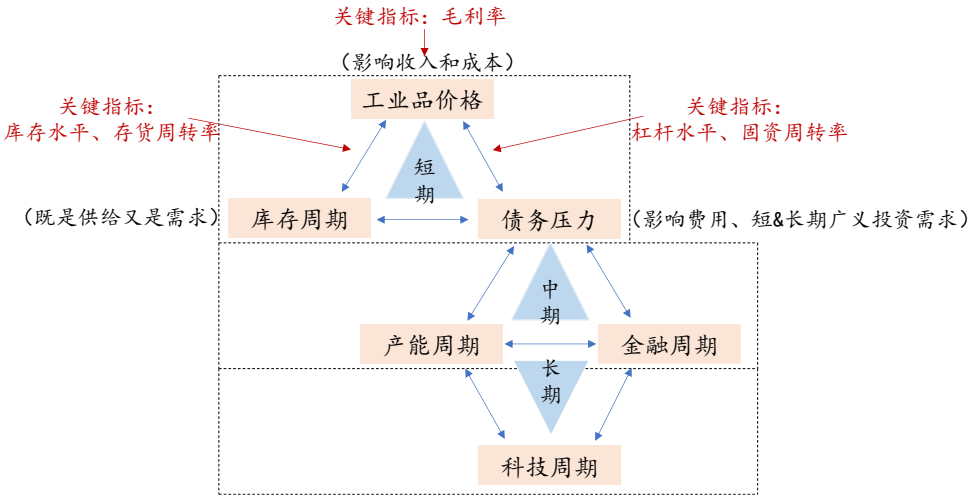
支撑二：第二库存周期或有牛市的规律

我们认为当前中国经济在库存周期、产能周期、科技周期的位置，是 A 股市场走势的稳固基本盘。借鉴美国历史经验，在一轮嵌套了“异化”库存周期的产能周期里，第一个库存周期见底、第二个库存周期回升的阶段，股市大概率会开启跨越库存周期的小牛市。中国当前处于 2016 年开启的一轮产能周期的第一个库存周期底部，且第一个库存周期受供给侧改革、贸易摩擦、新冠疫情的影响而有所“异化”；同时，在美国第一科技周期阶段，美股有估值驱动的科技泡沫牛，但在第二科技周期阶段，美股是科技“基石”公司盈利增长推动的科技盈利牛，我们认为中国当前处于国内的第二科技周期阶段。

1） 美国大萧条时期和滞胀时期的“第二库存周期牛市”

周期的形成源于需求变化和供给调整的时间差、幅度差，企业供给主要包括流动资产的库存和固定资产的产能，两者的调整既影响供给，又形成对其他企业的需求。库存是企业供给端最重要的流动资产，原材料库存是企业的成本，中间品库存和产成品库存是企业收入的来源，但在需求下行阶段三类库存均可能成为企业现金流的拖累。库存周期反映了整体企业供需两端在价格信号和现金流压力下的循环变化，PPI 的周期波动领先于库存周期的变化。由于库存周期反映企业盈利趋势的变化、影响流动性条件和资金供需，无论在国内还是全球，股票市场走势均与库存周期存在相关性。

图表24： 工业品价格、库存周期、债务压力是观察企业盈利压力的三个关键点



资料来源：华泰证券研究所

对于内需型国家如美国，库存周期异化（拉长）的原因包括：

第一，通缩，但由于货币体系问题而未能进行有效的货币政策调节，导致货币失速、债务压力增大、通缩预期加深，引发企业持续去库存，拉长整体库存周期，这种情形的典型是美国大萧条期间的库存周期异化——由于美国坚守金本位而无法进行有效的货币逆周期调节；

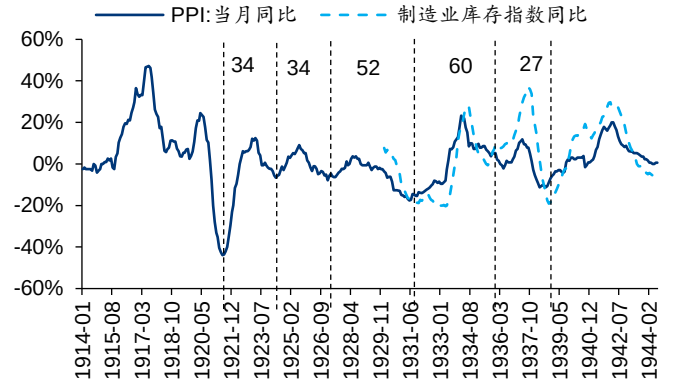
第二，通胀，但是输入性通胀至滞胀，难以通过有效的货币政策调节，引发企业原材料补库压力和产成品去库压力，供需双向受挤压，拉长整体库存周期，这种情形的典型是美国 70~80 年代滞胀期间的库存周期异化——由于石油危机导致输入性通胀而无法进行有效的货币逆周期调节；

对于出口型国家如日本，导致库存周期异化的原因，一类是受海外特别是美国经济的影响，另一类则是受汇率波动和资本流动的影响，事实上也是无效/错误货币政策所致，典型是日本自广场协议后的“日元升值萧条”到房地产泡沫破裂后的超长库存周期。作为内需型国家，我们认为中国与美国的可比性相对更高。

美国在 1929 年~1933 年大萧条时期的库存周期有异化拉长，一战至大萧条前、大萧条至二战的两轮产能周期期间，美股均在第一个库存周期尾部开启小牛市；美国 20 世纪 70~80 年代滞胀时期的库存周期有异化拉长，与萧条时期类似的是，这一波产能周期（1970 年~1982 年）中的第一个库存周期尾部，美股开启小牛市。

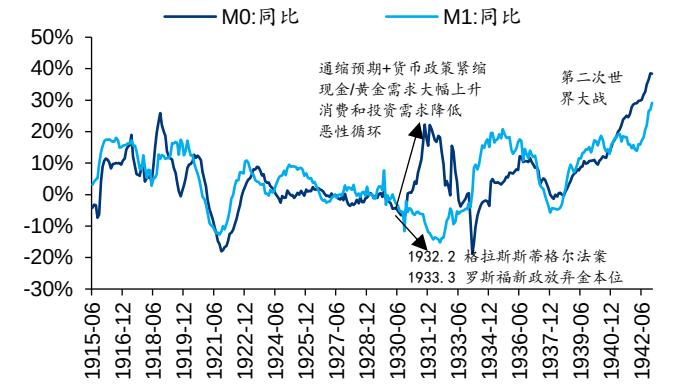
由于 1930 年之前美国制造业库存数据不可得，所以我们部分研究以 PPI 同比来替代观察库存周期，通常 PPI 周期底部、顶部均领先于库存周期，两者周期跨度时长较为一致。跨越大萧条的两轮库存周期（1927 年~1931 年中、1931 年中~1936 年中）均显著拉长。大萧条时期库存周期拉长的原因在于有效需求不足之下，货币政策失误导致货币失速，进一步加剧企业债务压力和经济需求端压力，形成了恶性循环，造成了短周期被拉长。

图表25： 美国大萧条前后库存与工业品价格的周期被拉长



资料来源：FRED，华泰证券研究所

图表26： 美国大萧条期间 M1 与 M0 增速背离，但货币政策无所作为

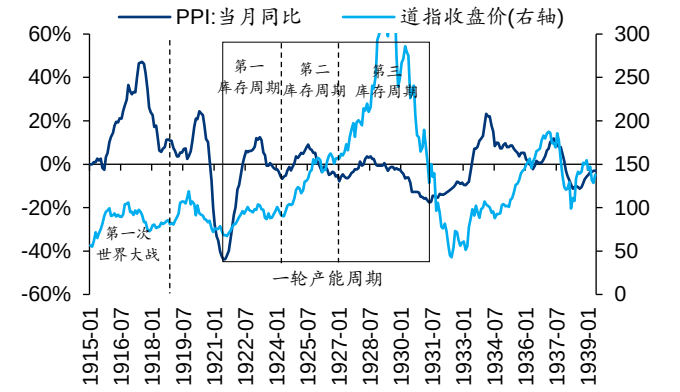


资料来源：FRED，华泰证券研究所

一战后至大萧条期间，美股基本与库存周期正相关、领先于库存周期。一战后，1921 年~1931 年为一轮产能周期，其嵌套了三个库存周期，其中 1924~1926 是第二个库存周期，道指在 1924 年初，也即第一轮库存周期尾部和第二轮库存周期初期，持续涨至第三个库存周期的顶部，也即产能周期尾部，随后大萧条开启。

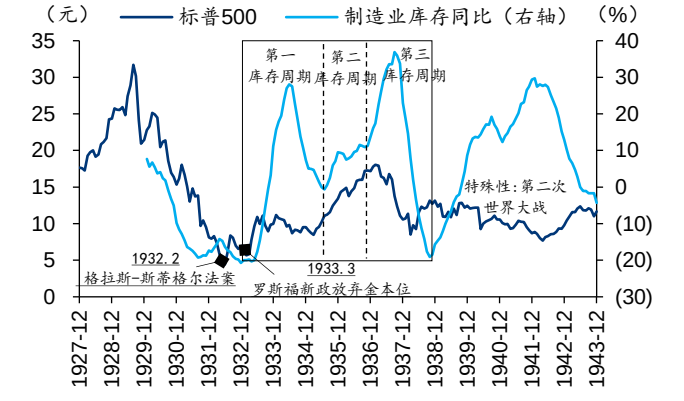
大萧条期间，美股大幅下跌 34 个月，下跌时长与这轮库存周期下行时长接近，反映大萧条时期，美股和库存周期仍然正相关。标普 500 在 1932 年 2 月美国国会通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》后见底，这同时也是 PPI 同比见底的时点。大萧条之后，虽然 1932 年 2 月美股见底，但第一轮库存周期仍经历了超过一年半的震荡弱市，在第一轮库存周期的尾部，美股开启了持续近 2 年的小牛市，且走势与库存周期显著正相关，领先于库存周期、同步于 PPI 周期，这轮小牛市结束在第三库存周期顶部之前。再之后 1938 年第二次世界大战开启，特殊性历史事件之下，股票市场走势与库存周期不相关。

图表27： 美国大萧条之前，美股在第一库存周期尾部开启小牛市



资料来源：Wind，华泰证券研究所

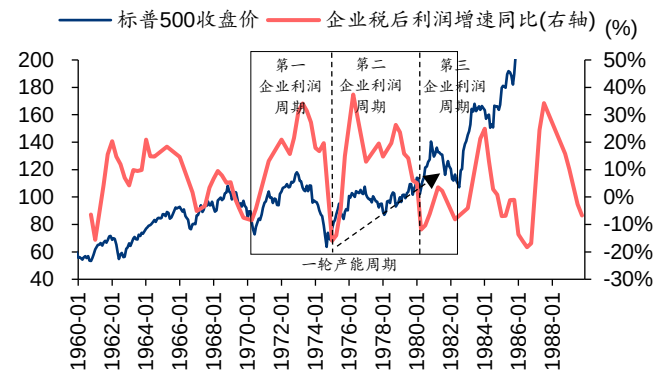
图表28： 美国大萧条后，美股在第一库存周期尾部开启小牛市



资料来源：Wind，FRED，华泰证券研究所

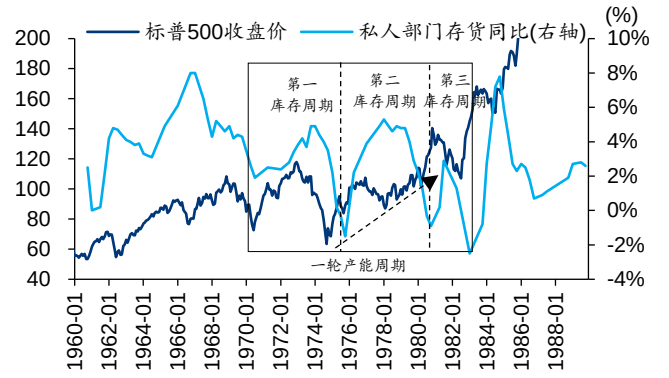
滞胀时期，美股经过了多次大幅调整，但整体走势与库存周期、PPI 周期、企业利润增速周期显著正相关，美股底部和顶部领先于库存周期的底部和顶部。与萧条时期类似的是，这一波产能周期（1970 年~1982 年）中的第一个库存周期尾部，美股开启 5 年牛市，跨越第二库存周期，上涨至第三个库存周期的顶部后，有了一轮持续 20 个月左右的熊市。而在这轮产能周期结束、也即美国滞胀期结束后，美股再度开启了一轮长达 5 年的牛市（1982 年-1987 年）。

图表29： 滞胀期美股在第一库存周期对应的企业利润周期尾部开启牛市



资料来源：Wind，FRED，华泰证券研究所

图表30： 美国滞胀期间，美股在第一库存周期尾部开启一轮牛市



资料来源：Wind，FRED，华泰证券研究所

2） 第二库存周期或有牛市规律背后的逻辑推演

2016 年以来，中国进入新一轮产能周期和这轮产能周期的第一个库存周期，第一个库存周期受供给侧改革、中美贸易摩擦、新冠疫情等的共同影响，有所异化拉长。去年底中国经济已处于第一个库存周期尾部，原本于今年上半年将逐步开启第二个库存周期（一方面从库存周期通常 3~3.5 年的周期跨度来推算，另一方面库存周期的领先指标 PPI 同比原本已于去年 11 月出现拐点），带动经济需求改善；但新冠疫情的发生，使得整体工业企业库存有所累积，当前短期处于主动去库阶段，预计三季度将开启被动去库存，供需逐步平衡，四季度至明年一季度有望开启第二个库存周期，整体工业企业主动补库带动经济需求改善。借鉴美国历史，通常在库存周期有异化拉长的一轮产能周期里，美股在第一个库存周期尾部会开启一轮小牛市，我们称之为“第二库存周期牛市”规律。

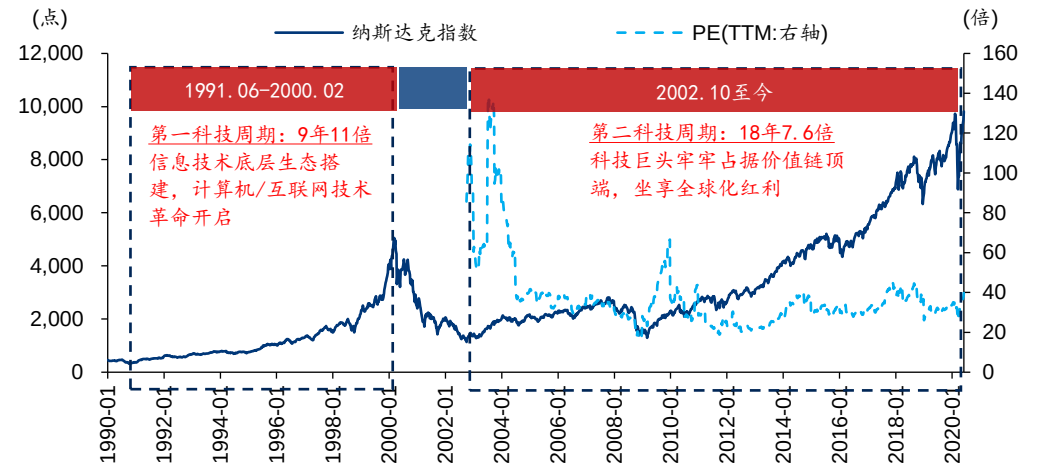
第二库存周期或有牛市的规律，与股票市场寻找“W”底的思路有契合，比较符合股票心理学。第一轮库存周期的回升，也处于新一轮产能周期的开启阶段，实体经济主体和金融市场投资者在经历上一轮产能周期较为痛苦的产能去化、周期探底后，可能仍会惯性的将新一轮产能和库存周期共振向上带来的企业盈利增速改善，归结为政策作用、短期改善而非周期力量、中期改善，因为市场可能仍留有上一轮产能去化阶段的悲观，将经济结构性问题与周期性问题混杂思考，企业部门在这一阶段可能也对库存投资和资本开支保持相当的理性，正如 2016 年~2017 年。但在第一轮库存周期见底、PPI 拐点再度回升阶段，市场将逐步对中周期的回升形成一致认知，一方面实体企业部门在第一轮库存周期积累了资本开支能力后，在第二库存周期的资本开支意愿回升可能更显著，另一方面资本市场投资者的预期也将进一步乐观。而第三个库存周期基本已进入产能逐步过剩的阶段，这一阶段实体收益率的上升斜率放缓，整体流动性会脱实入虚，资本市场的预期会变得过度乐观，进一步推升股市从第二库存周期的盈利牛进入第三库存周期顶部之前的估值牛。

支撑三：第二科技周期或有牛市的规律

1） 美国从第一科技周期➡第二科技周期，经历科技估值牛➡科技盈利牛

1990 年以来，在计算机/互联网技术革命大周期开启的背景下，美股先后经历了两轮大级别的牛市，第一轮：1991 年 6 月-2000 年 2 月，从指数的底部到最高点的过程中，持续时间长达近 9 年，期间纳斯达克指数的最大涨幅超过 11 倍，年均复合收益率约为 32%；第二轮：2002 年 10 月至今，持续时间长达近 18 年（可能至今尚未结束），期间纳斯纳克指数的最大涨幅超过 7.6 倍，年均复合收益率约为 13%。总体而言，1991 年开启的美国互联网科技周期下的第一轮牛市呈现快速泡沫化的行情（我们可以称之为第一科技周期），而在 2000-2002 年科网泡沫破裂后，2002 年 10 月开启的第二轮科技牛市则是呈现稳步向上的慢牛特征（第二科技周期）。

图表31： 1990s 开始的美国的第一科技周期和第二科技周期

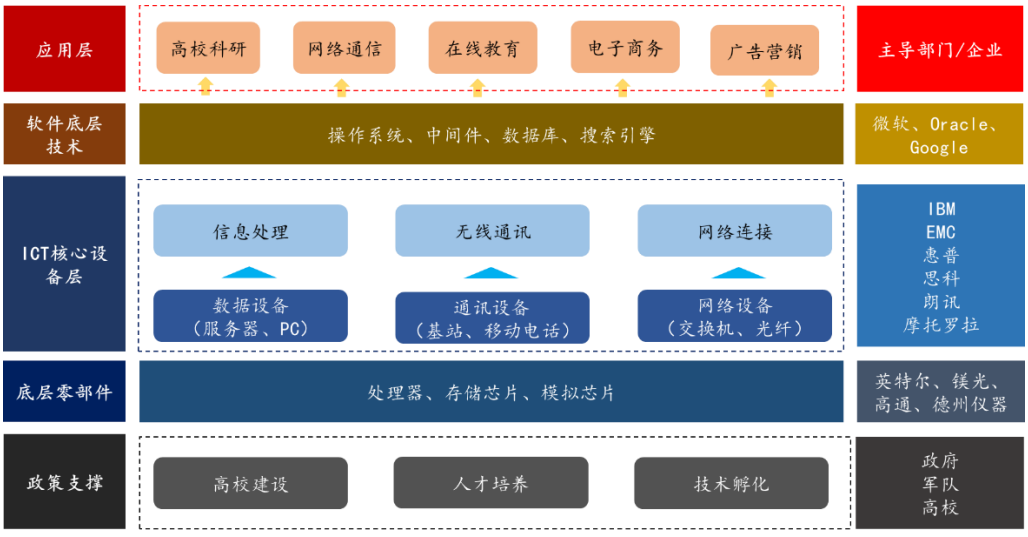


资料来源：Wind，华泰证券研究所

信息底层生态打造是美国计算机/互联网科技周期启动的基石。上世纪 90 年代美国提出信息高速公路战略，目的是打造底层信息生态。美日贸易摩擦后，1991 年初美国经济走出了周期性衰退，但复苏缓慢，当年的经济增长率仅为 0.9%，在此背景下，1992 年美国大选期间，克林顿在竞选文件《复兴美国的设想》中提出了信息高速公路计划。1993 年，克林顿就任美国总统后正式推出跨世纪的“国家信息基础设施”工程计划（National Information Infrastracture，简称 NII），自此美国的信息高速公路建设进入到有纲领、有计划、有对策、有行动的新阶段。**我们认为该计划直接奠定了美国在全球科技领域的霸主地位，也造就了后来美国信息产业和经济的腾飞。**

“信息高速公路”战略是美国的优先任务和长期计划，即计划投资 4000 亿美元，用 20 年时间，逐步将电信光缆铺设到所有家庭用户，**其架构大致具体包括：**（1）综合与集成信息网络：信息高速公路是一个综合网络，通过将分散在各地区的信息设备连接起来，从而共享信息。（2）融合多种通讯技术：信息高速公路包括了各种通讯技术如卫星通讯、有线通讯、无线通讯和移动通讯等。（3）多样化信息形式：信息高速公路包含了不同类别的信息及其文本，信息以数据库、文字、图形、图像、声音、文本、文件及二进制代码文件等各种形式。（4）多种信息设备：计算机、电话机、电视机、无线电及其它信息设备是利用信息高速公路的工具。（5）信息从业人员：信息高速公路上的信息从业人员负责提供信息、管理信息、交流信息并对硬件进行维护。

图表32： 美国信息高速公路的大致架构梳理



资料来源：XIWT，华泰证券研究所

信息高速公路成功的关键不是在于创造新技术，而在于将原有基础技术融合，打造了信息化全生态。信息高速公路建设的初衷，即将通信技术、信息加工、软件技术结合起来，构建信息高速传输的网络，在利用网络反哺信息技术的发展。美国在 90 年代初在信息化的各个领域的技术基础已经具备，但生态的打造是一项复杂工程：从底层行业标准的制定——核心零部件厂商标准化——设备厂商的定制采购——软件厂商的标准化集成——广大开发者的支持，而这样庞大的工程需要全美国信息产业公司的通力配合与支持。在这个过程中，美国的核心信息技术厂商发挥了重要作用，一方面这些公司历史悠久，拥有者雄厚的技术积累；另一方面，他们逐渐成为底层标准的制定者，如：英特尔制定了处理器的标准化指令集 X86；美国国防部定义的局域网中常用的 TCP/IP 通信协议；微软、Oracle 等厂商分别推出操作系统和数据库等核心基础软件。**美国的信息生态发展至今，英特尔、IBM、微软、Oracle、Google 等科技巨头依然把控着全球信息化的技术最核心底层。**

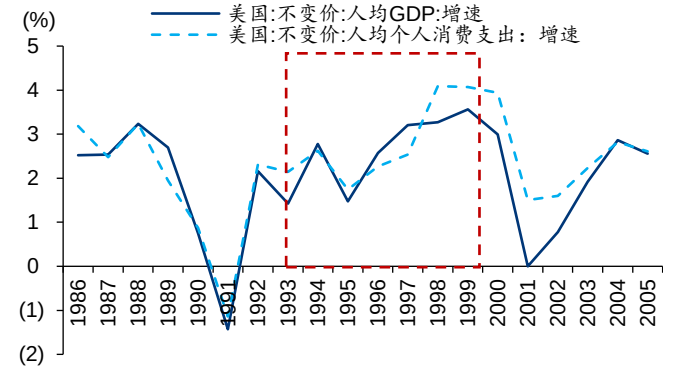
图表33：美国信息技术生态底层主要“基石”公司（不完全梳理）

信息技术底层生态	公司名称	成立日期	公司简介
核心零部件厂商	英特尔	1968 年	全球最大的个人计算机零件和 CPU 制造商，为全球日益发展的计算机工业提供建筑模块，包括微处理器、芯片组、板卡、系统及软件等。
	美光科技	1978 年	全球最大的半导体储存及影像产品制造商之一，其主要产品包括 DRAM、NAND 闪存和 CMOS 影像传感器。
	高通	1985 年	全球领先的无线科技创新者，变革了世界连接、计算和沟通的方式。把手机连接到互联网，高通的发明开启了移动互联时代。
	德州仪器	1947 年	全球领先的半导体跨国公司，以开发、制造、销售半导体和计算机技术闻名于世，主要从事创新型数字信号处理与模拟电路方面的研究、制造和销售。
	博通	1991 年	全球领先的有线和无线通信 半导体公司，其产品实现向家庭、办公室和移动环境以及在这些环境中传递语音、数据和多媒体。
核心设备厂商	IBM	1911 年	全球最大的信息技术和业务解决方案公司，拥有全球雇员 31 万多人，业务遍及 160 多个国家和地区。
	EMC	1979 年	是一家美国信息存储资讯科技公司，主要业务为信息存储及管理产品、服务和解决方案，2015 年 10 月，EMC 被 DELL 收购。
	思科	1984 年	全球领先的网络解决方案供应商，依靠自身的技术和对网络经济模式的深刻理解，思科成为了网络应用的成功实践者之一。
	朗讯	1996 年	以贝尔实验室为后盾，致力于设计和提供推动新一代通信网络发展所需的系统、服务和软件。
核心软件厂商	微软	1975 年	最为著名和畅销的产品为 Microsoft Windows 操作系统和 Microsoft Office 系列软件，目前是全球最大的电脑软件提供商。
	Oracle	1977 年	是全球最大的企业级软件公司，2013 年甲骨文超越 IBM，成为继 Microsoft 后全球第二大软件公司。
	Google	1998 年	是一家位于美国的跨国科技企业，业务包括互联网搜索、云计算、广告技术等，被公认为全球最大的搜索引擎公司。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

信息高速公路一举彻底奠定美国经济和科技的霸主地位。美国信息高速公路计划无疑取得了显著的成效，主要体现在两方面：（1）在信息高速公路计划的作用下，90 年代中后期以美国科技巨头为主导的计算机/互联网的技术革命正式开启，互联网在全球范围开始普及，而美国已经毫无疑问是这轮技术周期的绝对主导，并一举奠定了美国在科技领域的霸主地位。（2）信息产业的发展使美国在 90 年中后期代经济持续增长，各项经济指标表现良好：失业率降至 1985 年来最低点，通货膨胀降到 1970 年来最低点，并逐步与日本、欧洲拉开差距。

图表34： 90 年代中后期，美国人均 GDP 和消费均高增长

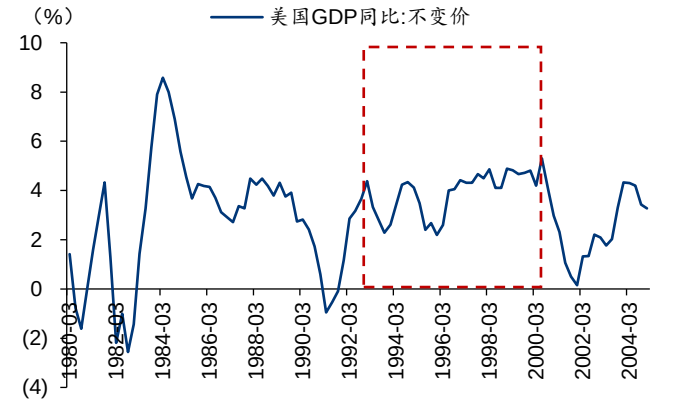


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35： 90 年代中后期，美国失业率维持在低位

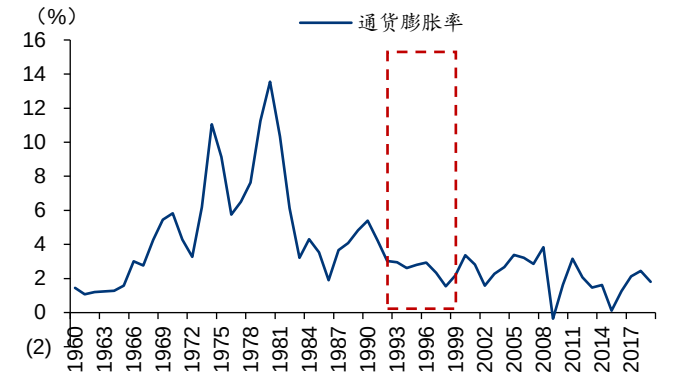
资料来源：IMF，华泰证券研究所

图表36： 90 年代中后期，美国 GDP 实现高速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 90 年代中后期，美国通货膨胀率维持在低位



资料来源：IMF，华泰证券研究所

第一科技周期：科技互联网泡沫化的百花齐放局面。1993-1998 年，信息高速公路战略的政府预算仅为 4.89 亿美元，但众多美国企业看到广阔市场前景，纷纷加入其中，1995 年前后，门户网站雅虎、浏览器开发商网景、电子商务公司 eBay 和亚马逊陆续成立。生态的建立使得美国信息经济高度繁荣，在资本市场上，信息技术龙头公司同样大受追捧，硬件公司（半导体等）、软件公司（基础软件等）、设备公司（PC 等）、下游应用（门户网站等）公司呈现百花齐放局面。在 1993 年初，美国前 20 大的信息技术公司平均市值为 90 亿美元，对应上一年平均营收仅为 82 亿美元，到 2000 年初，前 20 大信息技术公司平均市值达到 1268 亿美元，对应上一年平均营收为 186 亿美元，在这个过程中，市值增长超过 15 倍，而营收增长仅为 2.2 倍左右，属于以估值驱动为主的泡沫化行情。

第二科技周期："基石"公司企业盈利的稳定增长。2000 年，由于微软的反垄断调查、美联储加息等原因，科网泡沫开始实现正反馈式的破裂过程，互联网公司估值不断下杀，直到 2002 年 10 月，纳斯达克指数见底，美国市值前 20 大的信息技术公司平均市值仅为 2000 年初的 32%，而 2002 年报平均营收仅比 1999 年下降 24%。但在 2002 年 10 月科网泡沫出清后，美国的第二科技周期开启，科技公司进入新一轮的慢牛行情，到 2020 年美国市值前 20 大公司平均市值增长 7.4 倍，而平均营收增长为 3.6 倍，两者差异并不显著，表明是以盈利驱动为主的行情。值得一提的是，从 1993-2020 年，在整个互联网科技周期的发展过程中，上文所述的美国信息技术"基石"总体始终稳步排名市值前 20，意味着这些公司技术地位稳固，难以撼动，并能稳健增长。

图表38： 美国第一科技周期信息技术板块市值前 20 大公司变迁

公司名称	1993-1-1总市值（亿美元）	1992年报营收（亿美元）
IBM	287	667
微软	234	30
英特尔	181	52
惠普	176	159
Perspecta公司	158	81
络威尔网络	85	9
施乐	75	169
ADP公司	75	20
康宁公司	72	35
苹果公司	71	68
Pitney Bowes	63	34
思科	48	4
数码装备	43	140
甲骨文	40	13
德州仪器	38	72
康柏电脑	38	36
冠群国际	34	17
标普全球	30	20
ENTERASYS网络	24	4
MYND CORP	19	5
平均值	**90**	**82**

公司名称	2000-1-1总市值（亿美元）	1999年报营收（亿美元）
微软	6010	204
思科	3551	134
英特尔	2750	288
IBM	1925	885
甲骨文	1595	91
戴尔	1301	236
惠普	1159	452
高通公司	1138	
EMC公司	1112	49
摩托罗拉	888	308
德州仪器	766	88
应用材料	479	40
康柏电脑	458	389
冠群国际	377	52
Veritas软件	371	4
ADP公司	337	56
Perspecta公司	321	181
康宁公司	316	42
Tellabs 公司	258	21
BEA SYSTEMS	253	4
平均值	**1268**	**186**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表39： 美国第二科技周期信息技术板块市值前 20 大公司变迁

公司名称	2002-10-1总市值（亿美元）	2002年报营收（亿美元）
微软	2480	284
IBM	1036	822
英特尔	978	
思科	797	189
甲骨文	457	94
惠普	379	494
德州仪器	279	76
摩托罗拉	241	275
高通公司	231	28
ADP公司	222	70
应用材料	201	49
EMC公司	108	54
Intuit 公司	99	15
美信半导体	82	10
伊士曼柯达	81	127
美光科技	78	23
ADI半导体	77	17
凌特半导体	69	5
利盟国际	61	43
赛灵思	57	10
平均值	**401**	**141**

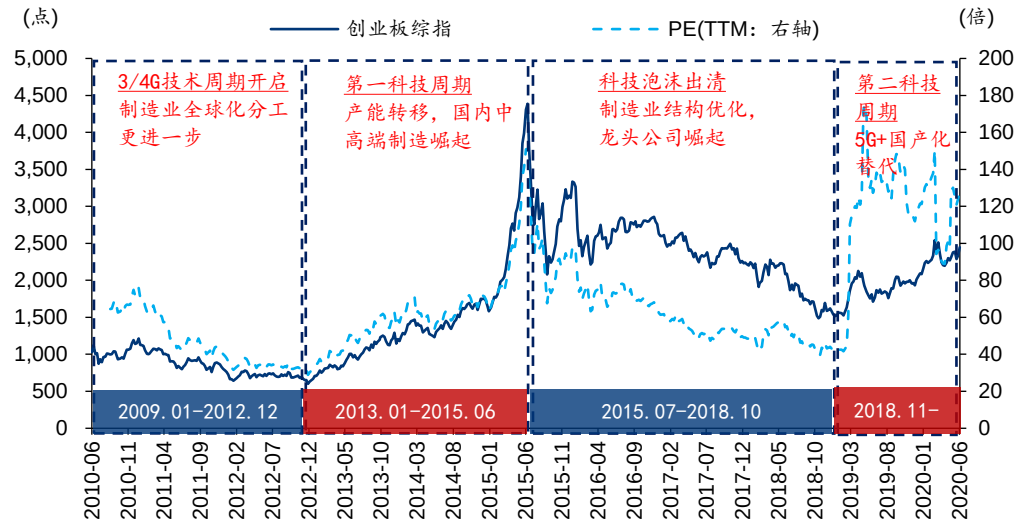
公司名称	2020-1-1总市值（亿美元）	2019年报营收（亿美元）
苹果公司	13048	2602
微软	12031	1298
谷歌	9229	1551
Facebook	5853	665
英特尔	2603	704
思科	2035	520
甲骨文	1699	396
Adobe	1597	112
Salesforce	1443	158
英伟达	1440	100
博通	1257	226
德州仪器	1199	147
IBM	1187	771
高通公司	1007	243
ADP公司	738	143
Intuit 公司	682	69
标普全球	667	65
VMware 公司	622	98
美光科技	597	206
应用材料	559	146
平均值	**2975**	**511**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

2） 中国从第一科技周期➞第二科技周期，有望也经历科技估值牛➞科技盈利牛

类比美国，我国的科技周期并非依靠原始技术积累，从而实现 0-1,1-N 的过程，而是在全球化分工中带来的红利。自 2002 年加入 WTO 以来，我国依靠人口红利优势，制造业迎来高速的发展期，但在初期，制造业主要是以基础加工为主，附加值相对低，但到 2010 年以后，我国的中高端制造逐步经历从量变到质变的转变，其背后主要逻辑在于：一方面，以 2007 年苹果发布具有时代性的第一代 iPhone 产品为契机，2009 年全球 3/4G 技术周期逐步开启带来了全球化分工的更进一步。另一方面，2008 年美国次贷危机后，美国开始更加重视我国的市场潜力，而欧日等发达国家和地区的老龄化的负面影响日益严重，国内市场的吸引力叠加欧日劳动力成本上升加速了制造业产能转移的过程。

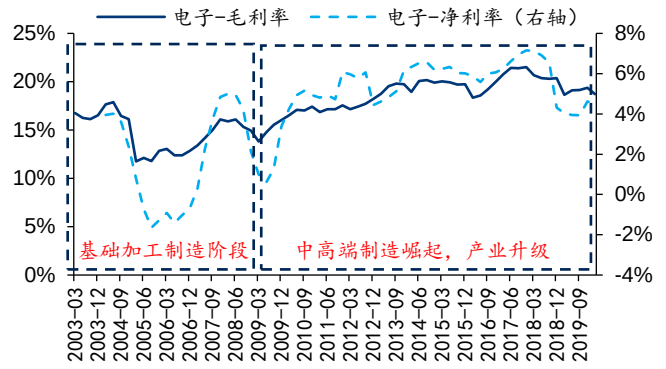
图表40： 中国从第一科技周期过渡到第二科技周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

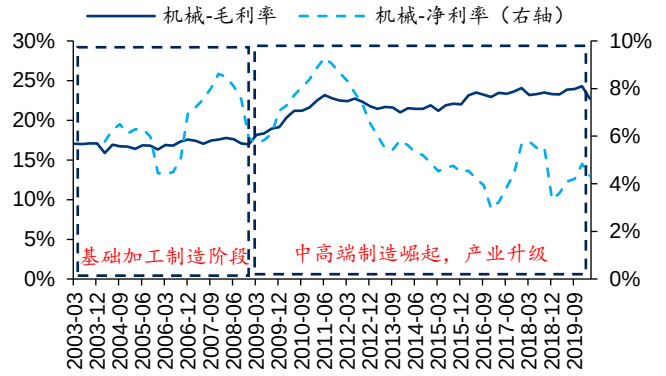
全球化分工下我国中高端制造崛起是科技周期启动的基础。我们在 2019.08.16 发布的报告《全球半导体周期 60 年兴衰启示录》中提出，每一次技术的重磅升级均会带来一次全球范围内的再分工以及产能转移，而位于产业价值链较高位置的国家会逐步把毛利率相对较低的中低端产能转移出去，而自己则更加专注于较高的价值链环节。2010 年以后，受益于苹果产业链、机器人产业等制造的产能逐步向我国大陆地区转移，我国的中高端制造不同环节开始从 0-1 逐步取得实质性突破，以面板显示、半导体代工和封测、电子元器件、机械等为代表的中高端制造逐步崛起。**我们认为中高端制造的崛起是我国第一科技周期的核心底层支撑。**

图表41： 2009 以来中高端制造-电子造毛利率回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

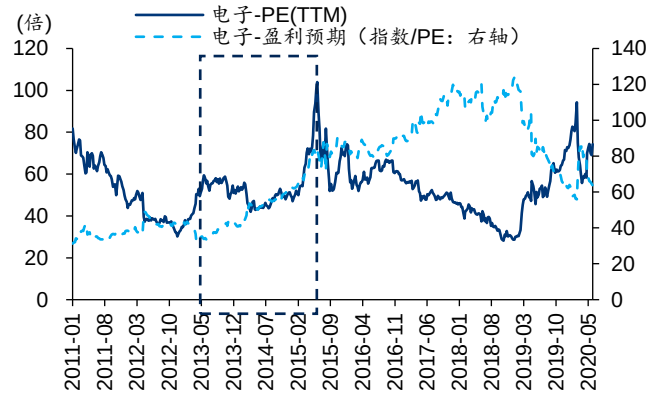
图表42： 2009 年以来中高端制造-机械毛利率回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

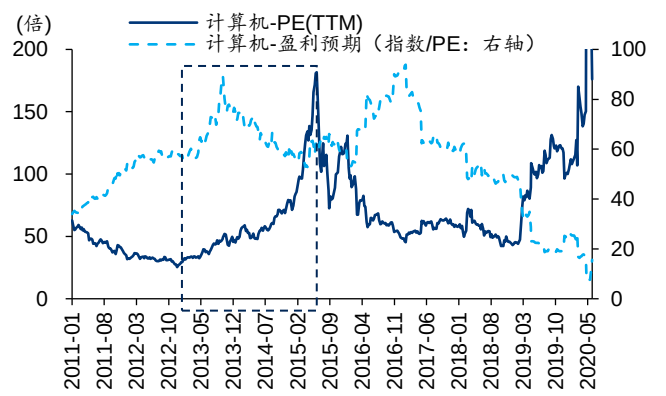
第一科技周期：以智能手机产业链为核心的盈利驱动叠加流动性的宽松政策，以“提估值”为主要特征的泡沫化行情。一方面，2010 年以来国内中高端制造逐步崛起，叠加 2013 年开始 4G 技术周期，在苹果公司的引领下，国内智能手机制造工业快速发展（这是基础条件），并带动了产业链的一批上市公司盈利改善，2013 年 1 月-2015 年 6 月，电子行业的盈利和估值处于同步向上的过程，意味着估值有盈利的支撑，但估值上行更快。另一方面，2014 年以来，为了对冲经济下行的影响，央行持续降准降息释放流动性，其中：2014 年央行共两次定向降准一次降息，而 2015 年一共降息三次，引导贷款基准利率以及国债长短端利率持续下行。除此之外，在风险偏好层面，2014 年下半年，李克强总理提出打造“大众创业、万众创新”新引擎，“互联网+”等新商业模式盛行，涌现了各种新兴商业模式（如：互联网金融、O2O、互联网教育等）。因此，以计算机行业为代表，2014 年以来出现单边的估值驱动行情，而在此期间盈利预期（指数/PE-TTM）下行。**我们认为，虽然电子和计算机行业驱动逻辑有所差异（电子行业由于本身企业盈利改善，估值拐点更早），但“提估值”依然是第一科技周期中的主要驱动力。**

图表43： 2013.01-2015.06 电子行业盈利估值双升



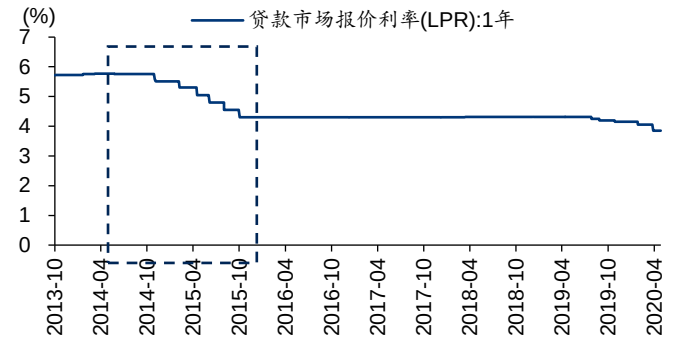
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 2013.01-2015.06 计算机行业以“提估值”为主



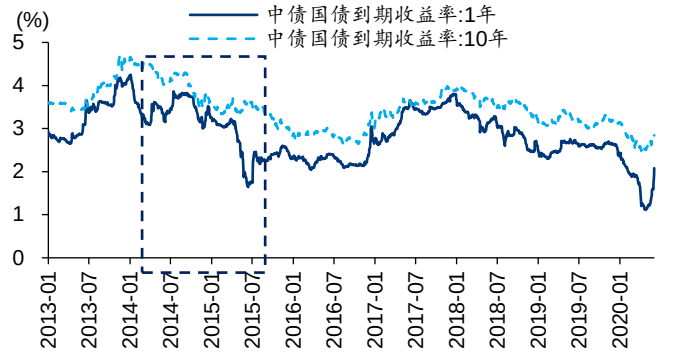
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45： 2014.01-2015.06 LPR 利率报价持续下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

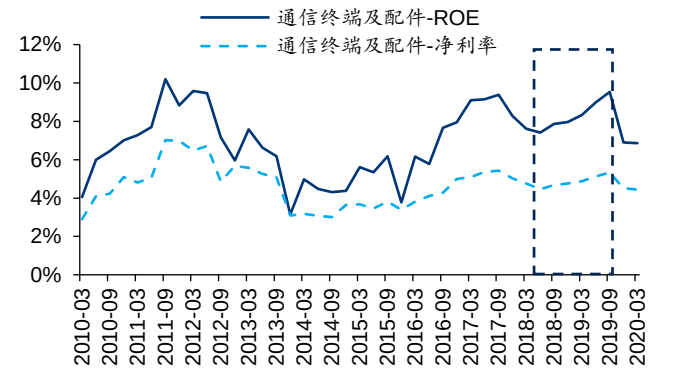
图表46： 2014.01-2015.06 长短端国债利率均下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

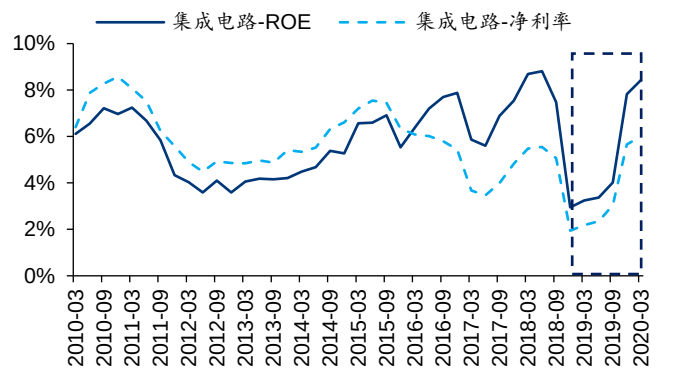
第二科技周期：去杠杆叠加严监管，估值泡沫和商誉出清后企业盈利或是核心驱动力。2015 年下半年开始金融去杠杆，同时在 2016 年 9 月《重组新规》、2017 年 3 月《再融资新规》、2017 年 5 月《减持新规》、2018 年 4 月《资管新规》的系列严监管政策的作用下，A 股科技板块经历了长达 3 年的出清。2019 年在政策支持下，当年 6 月份 5G 牌照发放，5G 技术周期逐步开启，基站相关的细分行业（通信终端及配件）ROE 自 2018 年中报出现向上拐点，而下游核心细分行业（集成电路）自 2019 年一季报出现向上拐点，预示着 5G 科技周期已经开启，而相关的行业指数在 2019 年初左右出现向上拐点，我们认为在这个过程中企业盈利的拐点是核心。

图表47： 中信三级行业通信终端及配件 ROE 自 2018 中报开始回升



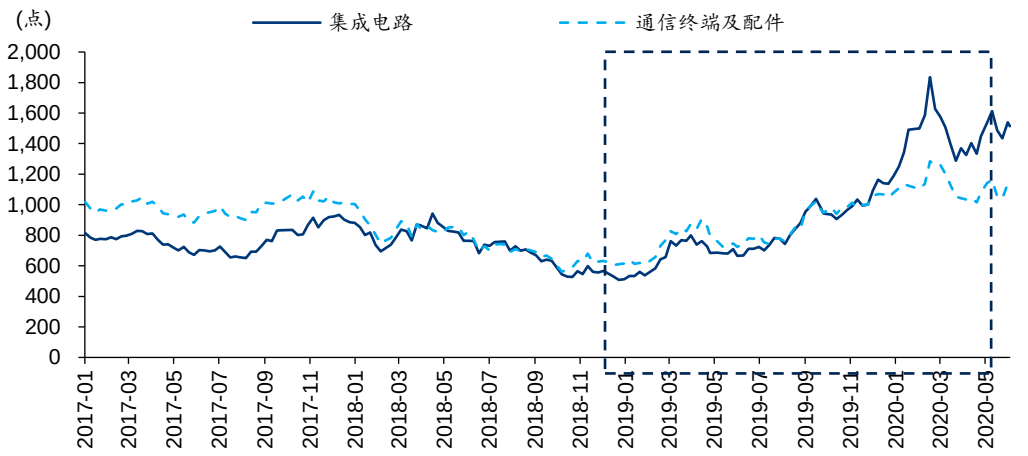
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： 中信三级行业集成电路 ROE 自 2018 年报开始回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 第二科技周期集成电路和通信终端及配件指数拐点基本同步



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在我国的第一科技周期中，市值前 20 的科技龙头平均市值增长 5.2 倍，与美国相比，我国科技龙头中下游偏商业模式或应用类的公司（计算机+传媒）市值增长较快，到 2015 年 6 月，A 股总市值排名前 20 的科技公司中，“计算机+传媒”占比达到 50%，而核心软/硬件的公司则占比相对较小。在经历长达 3 年的市场出清后，到 2018 年 10 月，这些偏应用类的科技公司基本已经退出市值前 20 名。当前，在 5G 技术革命的驱动下，我国的第二科技周期刚刚开启，而从最新的市值前 20 的科技龙头公司来看，核心软/硬件公司数量相比于 2015 年 6 月（泡沫顶部）、2018 年 10 月（出清底部）均明显增加，达到 18 家（除芒果超媒、东方财富以外），包含高端制造、半导体设计、核心软件等多个重要细分领域。**我们认为这些公司有望成为新一轮科技周期中的类比美国的“基石”公司，从而受益于企业盈利景气向上而稳健成长。**

图表50： 中国第一科技周期科技板块（TMT）市值前 20 大公司变迁

证券简称	一级行业	2013-1-1 总市值（亿元）
中国联通	通信	742
海康威视	电子	625
中兴通讯	通信	341
歌尔股份	电子	320
京东方A	电子	293
大华股份	电子	259
三安光电	电子	198
TCL科技	电子	186
东方明珠	传媒	177
中科三环	电子	174
凤凰传媒	传媒	173
中南传媒	传媒	161
同方股份	计算机	149
航天信息	计算机	137
*ST华映	电子	137
环旭电子	电子	120
科大讯飞	计算机	115
华数传媒	传媒	114
烽火通信	通信	110
人民网	传媒	104
平均市值		232

证券简称	一级行业	2015-6-12 总市值（亿元）
中国联通	通信	2,067
海康威视	电子	1,931
京东方A	电子	1,828
*ST信威	通信	1,827
东方明珠	传媒	1,783
东方财富	计算机	1,400
万达电影	传媒	1,371
江苏有线	传媒	1,325
乐视退	传媒	1,323
中兴通讯	通信	1,048
恒生电子	计算机	1,027
用友网络	计算机	966
同方股份	计算机	903
TCL科技	电子	894
航天信息	计算机	854
华数传媒	传媒	813
蓝思科技	电子	807
华谊兄弟	传媒	790
三安光电	电子	720
万达信息	计算机	706
平均市值		1,219

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51： 中国第二科技周期科技板块（TMT）市值前 20 大公司变迁

证券简称	一级行业	2018-10-19 总市值（亿元）
工业富联	通信	2,287
海康威视	电子	2,215
中国联通	通信	1,592
三六零	计算机	1,448
分众传媒	传媒	1,098
京东方A	电子	942
立讯精密	电子	663
中兴通讯	通信	650
东方财富	计算机	609
万达电影	传媒	609
三安光电	电子	546
紫光股份	计算机	488
世纪华通	传媒	474
用友网络	计算机	472
航天信息	计算机	463
鹏鼎控股	电子	448
科大讯飞	计算机	447
*ST信威	通信	427
巨人网络	传媒	384
大族激光	电子	368
平均市值		831

证券简称	一级行业	2020-6-8 总市值（亿元）
工业富联	通信	2,831
立讯精密	电子	2,748
海康威视	电子	2,745
中兴通讯	通信	1,654
京东方A	电子	1,630
韦尔股份	电子	1,581
中国联通	通信	1,567
东方财富	计算机	1,222
三六零	计算机	1,220
闻泰科技	通信	1,201
鹏鼎控股	电子	1,173
金山办公	计算机	1,163
用友网络	计算机	1,140
中微公司	电子	1,136
兆易创新	电子	1,052
汇顶科技	电子	1,043
三安光电	电子	1,039
澜起科技	电子	1,025
芒果超媒	传媒	917
恒生电子	计算机	893
平均市值		1,449

资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前 A 股的三个特征

特征一：低估值策略“双失”、成长策略“双收”

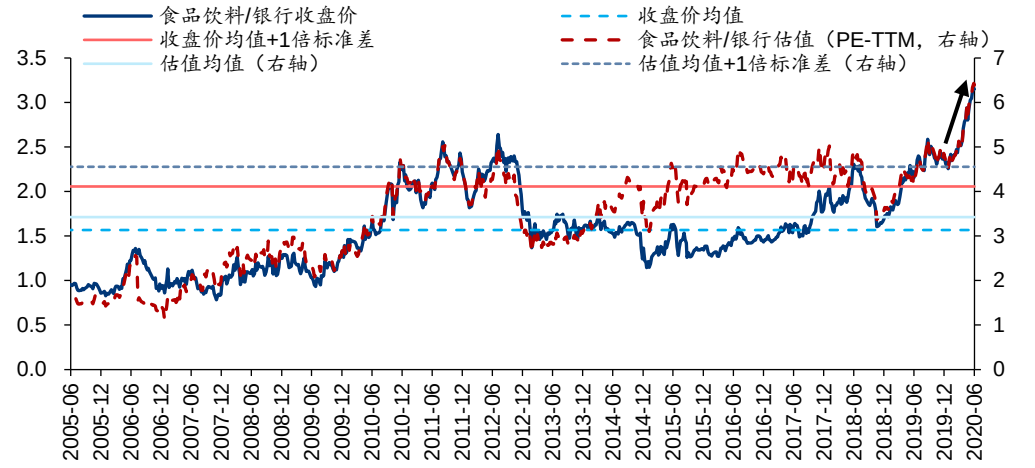
2020 年以来尤其是新冠疫情以来，A 股市场结构分化演绎比较极致，主要表现为以食品、医药等为代表的消费板块持续创新高，相对金融、周期板块的股价走势创历史新高，且斜率较高、分化速度较快。2020 年 3 月~5 月，消费指数录得绝对收益 11%，而同期万得全 A 下跌 1.1%，金融、周期、科技相对（万得全 A）收益均为负，消费指数/金融指数、消费指数/周期指数快速上行。

图表52： 2020 年以来，行业表现（中信分类）分化，呈现明显的结构性特征

一级行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	年初至今	疫情以来
医药	4.96	1.82	1.26	5.75	5.42	6.73	28.76	27.00
食品饮料	-5.86	-2.24	4.56	8.59	9.28	3.54	18.23	35.49
消费者服务	-7.71	1.47	-9.44	16.25	8.51	8.26	15.80	37.56
电子	14.57	4.61	-20.45	11.77	-1.23	8.14	13.82	10.45
计算机	6.48	10.03	-12.21	8.06	-2.51	4.18	12.89	16.90
商贸零售	-2.59	-3.67	3.85	-0.11	7.61	6.21	11.25	24.61
电力设备及新能源	5.65	1.12	-8.62	8.59	-0.95	4.91	10.16	12.96
国防军工	4.31	3.41	-9.45	8.49	0.20	1.89	8.19	13.83
传媒	4.03	-0.26	-10.85	3.91	3.65	8.21	7.82	13.44
建材	-6.35	6.81	-1.32	8.48	-0.82	0.87	7.12	25.29
农林牧渔	-4.46	9.20	11.19	-0.45	-5.24	-2.89	6.27	22.55
基础化工	-0.38	0.73	-7.58	4.73	2.74	3.86	3.64	13.99
机械	-0.80	0.94	-6.69	5.52	0.72	3.26	2.54	14.65
通信	3.70	9.01	-11.12	3.30	-6.05	5.00	2.39	8.59
汽车	1.42	2.47	-10.46	1.49	0.67	6.68	1.42	10.14
轻工制造	0.82	-2.63	-6.61	1.51	6.04	1.78	0.45	9.74
家电	-2.50	-3.57	-10.50	7.49	6.64	3.86	0.17	12.49
纺织服装	-0.93	1.63	-5.11	-3.42	-0.58	4.06	-4.53	3.63
综合	-0.69	3.82	-8.08	0.01	-2.88	3.53	-4.70	4.00
电力及公用事业	-3.04	-2.81	-1.46	2.03	-1.17	0.38	-6.01	4.74
交通运输	-6.39	-5.54	-2.78	3.66	-0.14	4.37	-7.13	8.27
综合金融	-2.76	-1.01	-6.70	-1.92	1.79	2.87	-7.76	5.38
建筑	-2.97	-1.34	-0.46	0.41	-3.73	-0.05	-7.93	5.08
有色金属	-2.38	-2.77	-9.93	2.19	3.69	0.99	-8.52	3.10
钢铁	-6.06	-5.06	-2.69	2.13	1.34	1.06	-9.22	7.02
房地产	-6.57	-2.15	-6.00	4.04	-2.65	2.26	-10.98	5.10
银行	-4.59	-5.86	-5.11	4.04	-2.00	0.48	-12.69	-2.14
非银行金融	-4.10	-4.26	-8.06	4.03	-3.97	3.01	-13.13	-0.65
煤炭	-6.09	-5.73	-4.43	-0.50	0.11	-0.43	-16.09	-2.26
石油石化	-2.60	-6.82	-7.99	0.57	-3.45	1.97	-17.32	-7.17

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：（1）时间截至 2020.6.12；（2）疫情以来指 2020.2.4 以来；

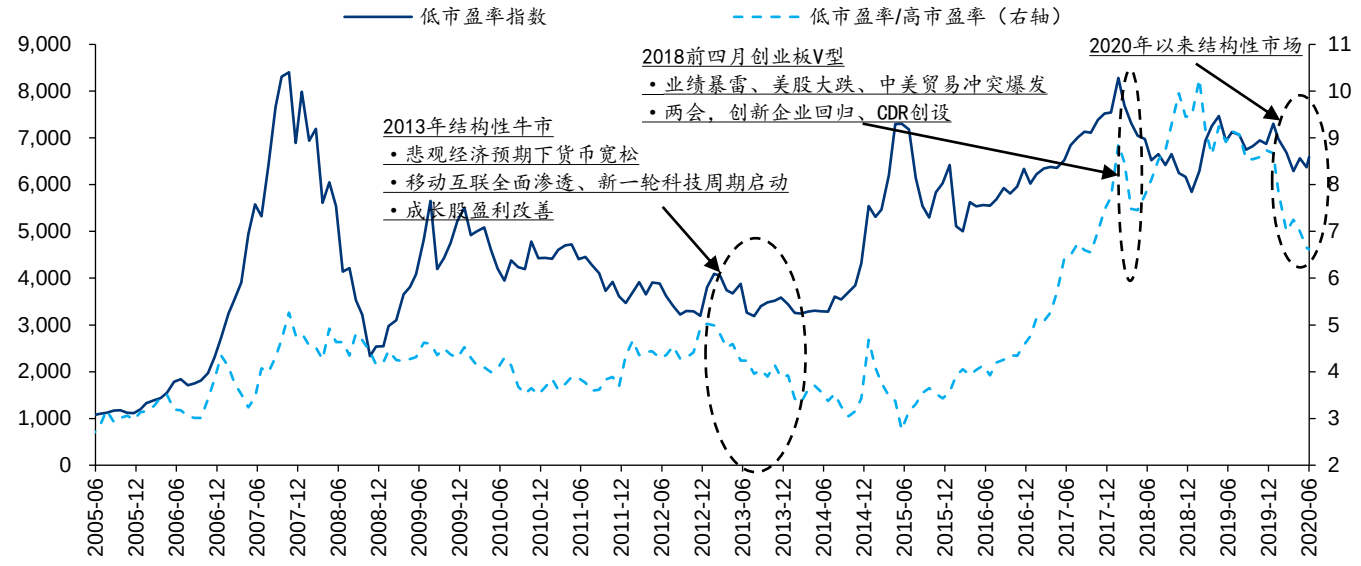
图表53： 2020 年以来，热门行业（食品饮料表征）与冷门行业（银行表征）股价比、估值比快速扩大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年低估值策略有绝对收益而无相对收益，2020 年以来低估值策略既无绝对收益也无相对收益，成长策略、高市盈率策略则是绝对收益和相对收益“双收”。历史上，低市盈率指数下跌且大幅跑输高市盈率指数主要有两个阶段：一次是 2013 年成长股结构性牛市（2013.02-2014.02），另一次是 2018 年初创业板“V”型阶段（2018.02-2018.04），两个阶段低市盈率指数/高市盈率指数分别下跌 33%、16%。从走势看，本轮低市盈率/高市盈率指数相对股价前期下行速率更快，2020 年 1-2 月，低市盈率/高市盈率指数月均下跌 9.6%，2013 年、2018 年初这两次月均跌幅 2.5%、5.3%。

图表54： 2020 年以来，低估值策略没有绝对收益和相对收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：低市盈率以申万低市盈率指数为表征、高市盈率以申万高市盈率指数表征

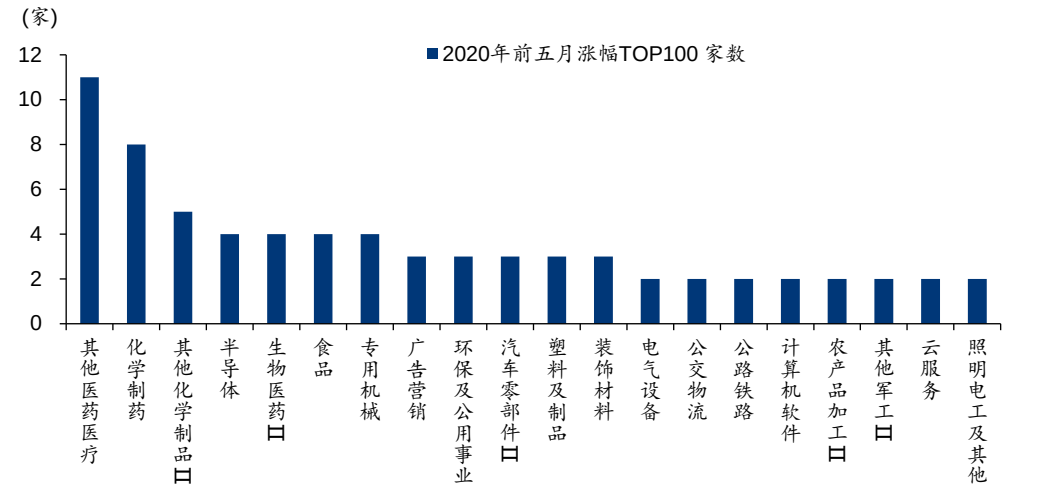
特征二：产业逻辑顺畅的细分赛道小龙头涌现

今年以来 A 股市场表现第二个比较突出的特征是细分赛道小龙头涌现。我们以 2020 年前五月涨幅位居全市场前 100 名（剔除上市未满一年的次新股，即剔除 2019 年 5 月 31 日后上市标的）为强势个股，在此对今年强势个股进行了分析。主要有以下几个特征：

一是，强势股集中于受益于新冠疫情冲击医药生物和食品板块。2020 年 1 月中下旬国内疫情爆发，口罩、呼吸机、药品等供给短缺，2 月中下旬全球疫情陆续爆发，疫情相关医疗耗材、医疗设备、健康防护类产品需求激增。医疗耗材（英科医疗、蓝帆医疗、康德莱）、监测仪器（理邦仪器）及体外诊断（华大基因）等领域龙头今年以来表现均十分优秀。同时，刚需行业食品领域强势个股亦集中涌现。其中，休闲零食行业高景气延续，盐津铺子 2020 年前五月涨幅高达 185%；妙可蓝多的奶酪棒也受到了宅家抗疫群众的喜爱，同期涨幅为 167%。此外，厨房刚需产品如调味品（千禾味业）、面制品（克明面业）、速冻食品（安井食品）等，受宅家 DIY 厨艺的风潮刺激，产品需求提升，市场表现优异。

二是，受益于逆周期调节政策催化，新基建、传统基建相关领域也出现了一批强势个股。以半导体、计算机软件等为代表的新基建与以装饰材料、工程机械、建筑施工为代表的传统基建板块表现较好，“国产替代”和“老旧小区改建”两大主题投资较热。当前全球处于新一轮科技周期上行阶段，中美关系波折之下国内科技产业链受到供需两端的压力，特别是依靠国外供给核心产品的现状亟待改变。在此背景下，南大光电、数据港、雅克科技等依靠自身核心技术，今年市场表现势头强劲。同时，为应对内外经济下行压力，实现“六保”、“六稳”，国家加大力度投入基础设施建设，建筑材料（坚朗五金、凯伦股份、科顺股份）是这一轮基建加码中的龙头。此外，电动车产业链亦涌现了一些强势股，受海外电动车产业政策催化、“国六”排放标准的出台、特斯拉销量大增及其国产零部件替代等影响，以汽车零部件为核心的“特斯拉”概念股涨幅较高。

图表55： 2020 年前五月强势股二级行业（中信分类）分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：数据截至 2020.5.31

三是，产业逻辑顺畅的细分赛道小龙头崛起，表现好于市场所熟知的大龙头。除医药板块外，木门领域江山欧派、休闲食品领域盐津铺子、奶酪领域妙可蓝多、化工品物流领域密尔克卫、精密温控领域英维克、小家电代工领域新宝股份等细分赛道小龙头、领军者今年市场表现都很不错，股价大多均已翻倍。这些小龙头主要的特征是所处的赛道市场空间足够大、成长性好、行业集中度还偏低、供需关系在边际改善，此次新冠疫情冲击则加速了各赛道渠道的变革、竞争格局的演变、需求的释放，经营能力突出、抵御风险强劲、应变灵活的小龙头的竞争优势凸显，2020Q1 业绩亮眼就是重要例证。今年以来，小龙头股价弹性优于盈利能力稳定的大龙头，市场表现明显好于市场所熟知的海天味业、双汇发展、格力电器、伊利股份、索菲亚、顺丰控股等（注：由于各大小龙头虽然处于同一板块但所处的细分领域存在较大差别）。

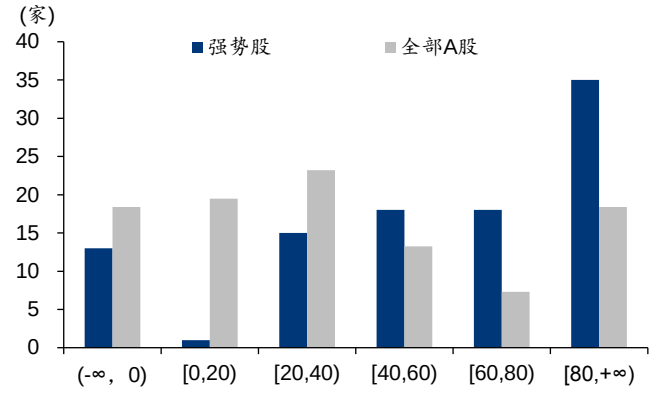
图表56： 今年以来强势（涨幅 TOP 100）小龙头与大龙头对比

领域	龙头类型	股票代码	股票简称	2020 年前五月涨跌幅（%）	PE-TTM（倍）	2020Q1 营收增速（%）	2020Q1 归母净利增速（%）	2020Q1 ROE-TTM（%）
家居	木门 To B 小龙头	603208.SH	江山欧派	198.10	38.06	24.29	259.44	21.36
	定制家居 To C 大龙头	603833.SH	欧派家居	3.47	28.81	-35.09	-210.30	17.40
家电	小家电代工小龙头	002705.SZ	新宝股份	112.13	35.53	4.05	39.92	16.34
	白电大龙头	000651.SZ	格力电器	-13.17	17.22	-49.01	-72.53	18.22
食品	休闲食品小龙头	002847.SZ	盐津铺子	185.21	76.25	35.43	100.80	20.15
	肉制品大龙头	000895.SZ	双汇发展	36.27	23.52	46.94	13.82	31.31
乳制品	奶酪棒小龙头	600882.SH	妙可蓝多	167.15	438.60	32.66	319.11	2.41
	乳制品大龙头	600887.SH	伊利股份	-8.05	30.43	-10.71	-49.78	21.61
物流	化工物流小龙头	603713.SH	密尔克卫	127.72	68.49	25.58	25.80	13.97
	综合物流大龙头	002352.SZ	顺丰控股	23.24	43.24	39.59	-28.16	12.46
半导体材料	光刻胶小龙头	002409.SZ	雅克科技	106.08	63.04	5.57	181.20	8.13
	硅片大龙头	688126.SH	沪硅产业-U	182.31	-518.38	55.40	-576.49	-3.67
锂电池	动力电池小龙头	002074.SZ	国轩高科	105.50	-290.90	-58.36	-83.31	-1.30
	动力电池大龙头	300750.SZ	宁德时代	36.78	82.63	-9.53	-29.14	10.97
装饰材料	高分子防水材料小龙头	300715.SZ	凯伦股份	98.27	47.32	50.49	56.21	13.35
	防水大龙头	002271.SZ	东方雨虹	46.52	31.40	-8.21	2.86	18.21
消费电子	存储封测小龙头	000021.SZ	深科技	84.81	102.60	-8.74	-22.24	4.74
	3C 智造大龙头	002475.SZ	立讯精密	21.92	57.64	83.10	59.40	23.48
工程机械	塔机租赁小龙头	600984.SH	建设机械	76.38	43.38	-15.45	-379.06	11.58
	工程机械大龙头	600031.SH	三一重工	7.51	16.16	-18.92	-31.90	21.92

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：PE-TTM 数据截至 2020.6.12

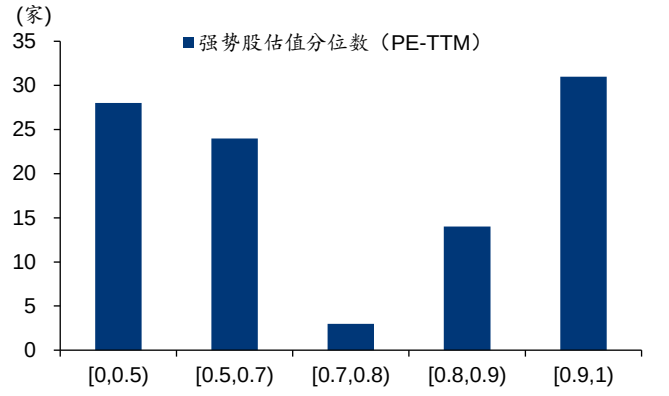
经过今年以来这一波上涨、拔估值，强势股绝对估值（PE-TTM）水平大多在 60X 以上，明显高于全部 A 股平均水平，且纵向看大多处于上市以来历史高位。但强势股总体成长性、“免疫性”较高，尤其是细分赛道小龙头成长性更加突出，即使是受国内疫情冲击较大的一季度，强势股无论是营收增速还是归母净利润增速均高于全部 A 股平均水平。

图表57： 强势股 VS 全部 A 股估值（PE-TTM）对比



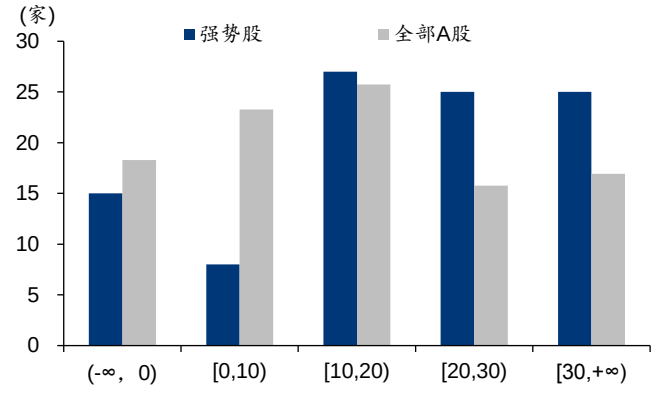
资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：强势股为 2020 年前五月涨幅 TOP 100；时间截至 2020.6.12

图表58： 强势股估值（PE-TTM）分位数



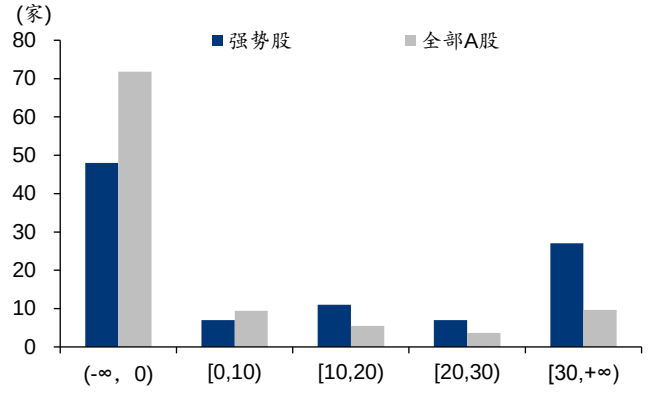
资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：强势股为 2020 年前五月涨幅 TOP 100；时间截至 2020.6.12

图表59： 2017-2019 年营收复合增速对比：强势股 VS 全部 A 股



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：强势股为 2020 年前五月涨幅 TOP 100

图表60： 2020Q1 营收同比对比：强势股 VS 全部 A 股



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：强势股为 2020 年前五月涨幅 TOP 100

特征三：新经济市值实质性超越传统经济、大金融

今年以来，以医药、电子、计算机等为代表的新经济总市值开始实质性超越以石油石化、煤炭、钢铁、建筑等为代表的传统经济以及大金融。从 2010 年以来 A 股市场分行业总市值的变迁看，比较突出的特征是：（1）银行始终保持行业第一的地位；（2）石油石化从 2010 年行业总市值第二的位置滑落至当前第十三的位置，而电子 2010 年末市值排名仅十五，2015 年末排名次于石油石化，当前处于第五名；（3）2005 年末，地产总市值排第九位，2015 年末提升至第五位，随后下滑至当前的第十一位。

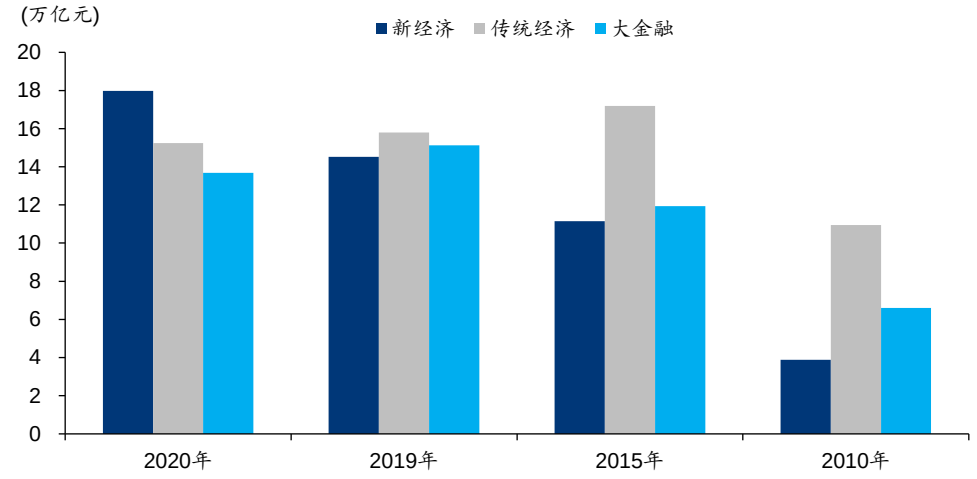
A 股行业市值结构的演化是我国经济结构转型、产业升级和消费升级趋势的映射，也表明拉长投资维度、着眼于三年乃至五年，把握产业趋势、供需关系、竞争格局变化，铺捉到牛股的几率会增加，收益率也会变得可观。新经济 VS 传统经济 VS 大金融总市值比例：2010 年（0.25:1:0.60）→2015 年（0.65:1:0.69）→2019 年（0.92:1:0.96）→当前（2020 年 6 月 12 日，1.15:1:0.90），新经济产业市值规模已超越传统经济产业、大金融，股票市场作为经济的晴雨表，也印证了当前我国经济和产业结构的转变。

图表61： 2010 年 VS 2015 年 VS 2019 年 VS 2020 年一级行业（中信分类）总市值变化

板块	2010年	板块	2015年	板块	2019年	板块	2020年
银行	39459.01	银行	56139.72	银行	75071.59	银行	69632.21
石油石化	27369.39	非银行金融	35746.70	非银行金融	51931.02	医药	60352.81
非银行金融	16176.22	医药	34288.87	医药	43291.67	食品饮料	47288.68
机械	14547.03	机械	29072.58	食品饮料	39163.27	非银行金融	45684.67
医药	13259.32	房地产	27438.81	电子	37274.50	电子	45382.74
煤炭	12974.92	计算机	24489.36	计算机	26629.56	计算机	32485.15
有色金属	12236.66	电力及公用事业	24017.08	房地产	23032.11	电力设备及新能源	25281.79
交通运输	11271.58	基础化工	23703.89	机械	22189.63	机械	24073.59
房地产	10360.89	石油石化	23255.58	基础化工	21789.82	基础化工	23235.27
基础化工	9700.84	电子	22951.96	电力设备及新能源	21578.34	交通运输	22490.62
食品饮料	9645.23	汽车	20513.65	石油石化	21290.26	房地产	20016.39
电力及公用事业	8576.34	交通运输	20231.08	交通运输	21083.51	电力及公用事业	18993.11
电力设备及新能源	8497.30	传媒	18915.42	电力及公用事业	19731.56	汽车	16788.11
汽车	7975.25	建筑	17807.37	通信	16427.10	石油石化	16674.92
电子	7795.22	食品饮料	17063.22	汽车	16208.61	传媒	16347.52
商贸零售	7514.79	电力设备及新能源	16598.43	传媒	14517.06	通信	16243.31
建筑	6554.07	有色金属	13414.09	建筑	14216.44	家电	15240.26
钢铁	6426.77	通信	13175.64	家电	14168.17	建筑	12934.08
通信	4864.13	商贸零售	11072.37	有色金属	13168.55	有色金属	12693.43
计算机	4443.21	国防军工	11066.73	农林牧渔	10671.73	农林牧渔	11646.69
农林牧渔	4427.13	纺织服装	9991.40	国防军工	9326.32	国防军工	10836.14
建材	4208.32	家电	9598.97	商贸零售	8903.16	商贸零售	9573.09
纺织服装	3627.59	农林牧渔	8876.96	煤炭	8058.35	建材	8625.09
家电	3502.05	钢铁	8836.83	建材	8001.06	轻工制造	7399.08
传媒	2483.18	建材	7697.77	钢铁	7890.41	消费者服务	7292.68
轻工制造	2118.09	煤炭	7558.70	轻工制造	7538.53	钢铁	7169.15
国防军工	1923.56	轻工制造	6588.20	消费者服务	6131.51	煤炭	6787.83
综合	1593.27	综合	4079.51	纺织服装	4490.08	纺织服装	3848.25
消费者服务	1383.98	消费者服务	3835.31	综合	2556.24	综合	3048.75
综合金融	0.00	综合金融	0.00	综合金融	1161.79	综合金融	1427.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：（1）数值为 A 股总市值；（2）2020 年数值为 2020.6.12 总市值

图表62： 新经济板块总市值开始超越传统经济板块、大金融板块



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：（1）新经济以计算机、电子、通信、医药、电新表征，传统基建以基础化工、石油石化、交运、电力及公用事业、建筑、有色、农林牧渔、煤炭、建材、钢铁、轻工、纺织服装表征，大金融以银行、非银金融、地产、综合金融表征；（2）数值为 A 股总市值；（3）2020 年数值为 2020.6.12 总市值

展望：困境的出口、支撑转推升、市场节奏与风险推演

三个困境的出口：应对问题

安全边际：厘清灰犀牛的相互掣肘，用排除法判宏观环境

在前文我们指出，当前市场仍在面对的一个困境是：在三方面的“史无前例”之下，全球资产价格和估值“以史为鉴”的安全边际失效；四类资产价格的“共生”状态，反映了在流动性相当充裕、短期需求环比修复的情况下，市场对后续宏观趋势的分歧与迷茫。

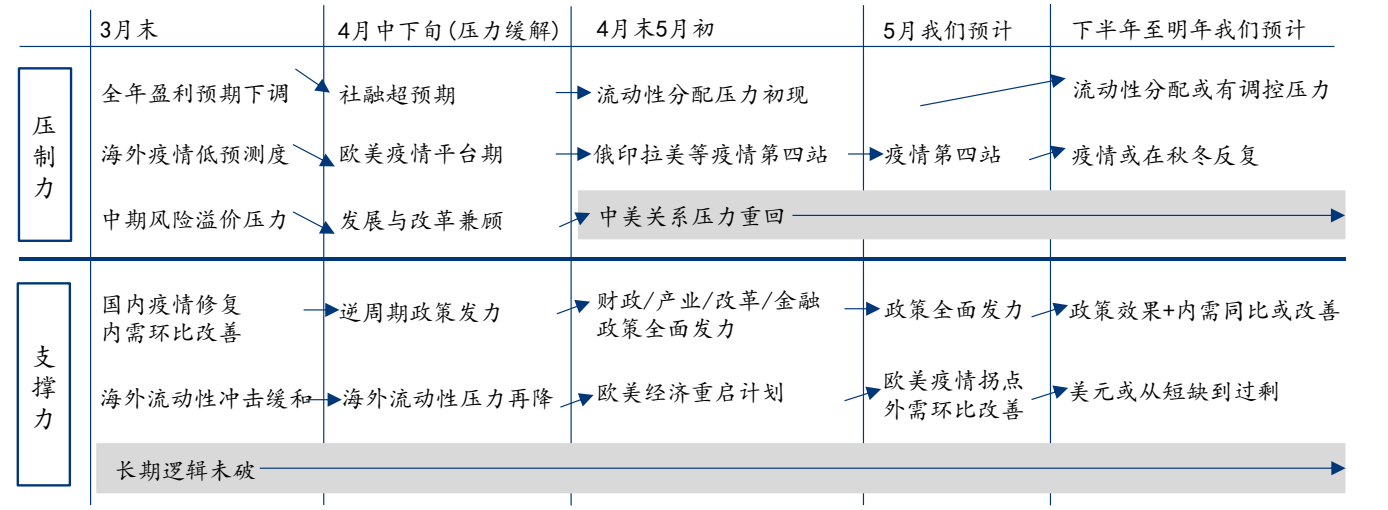
我们认为，走出“安全边际”担忧的关键，是要区分黑天鹅和灰犀牛阶段，在灰犀牛阶段做环比变化复盘，并厘清灰犀牛事件之间的互相掣肘与影响，而非单独分析单个灰犀牛事件对资本市场的影响，同时相信周期性和均值回归，不把结构性问题和周期性问题混淆。

今年上半年的黑天鹅是新冠疫情，但在中国新冠疫情得以控制后，疫情从黑天鹅因素逐步转为灰犀牛因素，可通过环比变化对比，判定其对 A 股的影响力度。2018 年的黑天鹅是中美摩擦，但在 2019 年美国经济下行压力增大、美国对外施压的反身性影响增大后，中美摩擦从黑天鹅因素逐步转为灰犀牛因素，可通过环比变化对比，判断对市场的影响力度。

灰犀牛事件之间互相掣肘、互相影响。新冠疫情、中美关系、“无上限”流动性如何收场，这三个变量分别比较直接地影响 A 股企业盈利增速、市场风险偏好、流动性空间，同时这三个变量之间相互掣肘、相互影响：新冠疫情的防控阶段影响美国货币政策的力度→新冠疫情的防控阶段+美国货币政策的力度均影响疫情后的经济修复速率→美国的经济修复速率影响美国政府对中国的施压能力→美国政府对中国的施压能力影响中国的货币政策→中国的货币政策影响国内的经济修复速率。中美关系影响到疫情后的全球经济修复速率→全球经济修复速率影响到主要经济体货币政策如何收场。各个灰犀牛因素之间相互掣肘，就使得单个灰犀牛因素压力的上升，可能会带来另一个灰犀牛因素压力的下降，从而对 A 股市场的影响较“平”，比如欧美疫情平台期导致外需压力仍较大，对 A 股企业盈利预期有影响，但美国经济修复压力也限制了美国政府对中国的实际施压能力，使得中美关系大幅波动的概率不高，对市场风险偏好的影响有限。

自 3 月以来，我们定期对 A 股市场的支撑力和压制力做拆解，分析每个阶段两者相比于前一阶段、特别是相比于仍为“黑天鹅”阶段的边际变化方向、变化幅度、是否超市场预期等，在历史安全边际失效的阶段，对短期大势研判较为有效。

图表63： 5 月初我们拆解及预测的 A 股各阶段压制力和支撑力的变化



资料来源：华泰证券研究所

图表64： 6 月我们预计后续 A 股压制力和支撑力的边际变化

资料来源：华泰证券研究所

站在 6 月，我们预计 5 月的三个压制力：货币政策静默期、俄印拉美等第四站疫情升级、中美关系增压，在 6 月后的边际变化为：1）货币政策空间仍保留、宽信用是政策主力，对 A 股市场的影响为“平”；2）俄印拉美的疫情或逐步减压，对 A 股市场的压力边际减小；3）美国政府或困于内部冲突——5 月 26 日以来爆发大规模反种族主义和警察暴力的抗议活动，中美关系对 A 股市场的压力边际减小。我们预计三个压制力在下半年至明年的边际变化为：1）流动性分配或逐步有调控压力，对 A 股市场的压力或增大；2）疫情二次爆发的担忧要么是被验证而靴子落地，各国对二次爆发的应对能力大概率强于首次爆发，要么是担忧解除，对 A 股市场的影响或为“平”；3）美国总统竞选期间，中美关系预计波折不断，但竞选时间表既定、中美关系波折也在市场预期内，对 A 股市场的影响或为“平”。

站在 6 月，我们预计 5 月的三个支撑力：信贷及社融超预期、欧美疫情拐点下外需环比改善、A 股长期配置价值，在 6 月后的边际变化为：1）政策效果继续通过高频经济数据显现，但由于信贷及社融数据已领先性指引，对 A 股市场的影响或为“平”；2）欧美经济仍在重启中，对 A 股市场的影响或为“平”；3）长期配置价值未变，对 A 股市场的影响为“平”。我们预计三个支撑力在下半年至明年的边际变化为：1）盈利从环比改善进入同比改善，对市场的支撑力边际增强；2）美元逐步过剩，全球流动性流入新兴市场特别是 A 股，对市场的支撑力边际增强；3）长期配置价值未变，中概股回归趋势和优质资产上市或并购重组之下，整体市场资产结构或进一步改善，但这一趋势已在当前市场预期内，对下半年 A 股市场的整体影响为“平”。

我们预计在两个压制力有望边际减小、三个支撑力边际变化不大的情况下，6 月 A 股市场有支撑、但暂无明显的上推力，支撑位可以考虑 5 月第四周“压力周”的周内低点——5 月第 4 周国内短端利率回升+汇率大幅贬值+中美摩擦升级，堪称“压力周”，但整体 A 股回暖；我们预计在一个压制力边际增大，两个支撑力边际增强的情况下，下半年 A 股市场或呈现震荡向上趋势。

我们认为走出“资产共生”困境的关键，是对后续宏观环境有明确的判断，难寻历史借鉴的情况下，若无法判断“是”，则通过排除法来确认“否”。首先我们需清楚疫情发生之前中国及全球的经济情况：全球经济已经历了 2018~2019 两年左右的下行压力，并非经济过热阶段；经济景气度回落的过程中，中美欧的制造业产能利用率未显著回落，反映产能不过剩。第二我们需清楚疫情发生后中国及全球的经济情况：工业增加值显著缩量，但工业品价格的同比变动相对较小，一方面反映供需双向暂停与经济危机对实体经济的影响不同，另一方面仍然侧面印证产能不过剩。在这样的背景下，我们认为发生中长期通缩的概率低，通过货币政策托底，防止金融市场暴跌而进一步丢失本不过剩的产能，这点很重要。

历史上长时间通缩至萧条的发生通常需具备两个条件：一是前期经济经历了过热，二是货币政策难以逆周期对冲（大萧条期间美国为坚守金本位而采取了顺周期的货币政策）。当前全球来看，前期未经历经济过热，主要央行也均采取了大力度的逆周期货币政策。

大量流动性释放之下，后续可能会滞胀吗？对于中国来说，我们认为概率很低。开放经济下，发生滞胀有两种可能：一是输入性通胀（美国 20 世纪七八十年代的滞胀受两次石油危机影响），当前环境不具备；二是相对生产力弱，信用货币即生产力本位货币，经济压力较大阶段，一国宽松货币为缓解内部债务压力，但若相对生产力弱，则使得外资抛售本币，本币贬值导致恶性通胀，工业化体系不完善的发展中国家后续或将面临这一问题，但对于全球最大的制造国中国来说，只要粮食价格可控，我们认为滞胀概率很低。

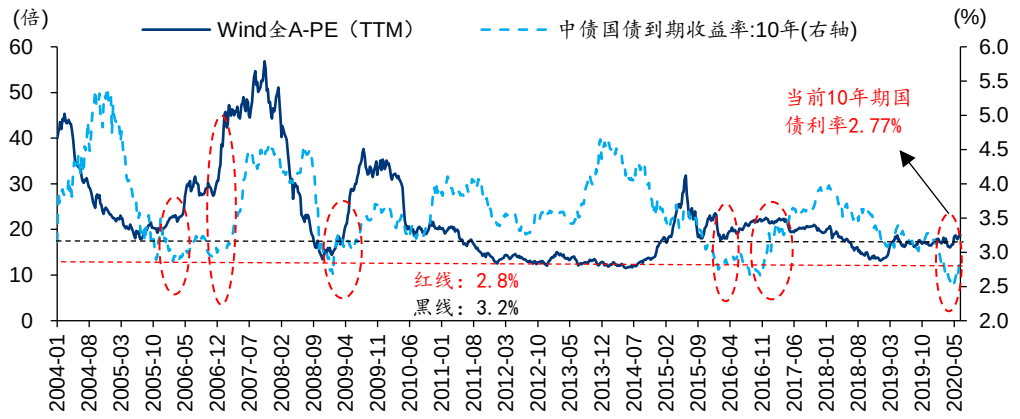
通过排除法来判断后续经济大概率不会持续通缩、也不会滞胀后，我们认为总需求管理力度较大之下，中国及全球经济底部回暖至再通胀是大概率事件，但在通胀能达到政策反向调节的水平之前，是经济修复和企业盈利回升，对应的是股票市场的机会。

弹性空间：流动性“卡”区间，基本面跳出增速的“局限”

在前文我们指出，当前 A 股市场面对的第二个困境是：整体 A 股估值已修复至历史中枢上方，但后续流动性边际更宽的概率较低、年内基本面修复的斜率可能也较小，陷入有顶有底的震荡困境。我们认为，走出“弹性空间”困境的方法，一是卡出流动性对估值影响转向的历史利率区间，二是寻找除了增速之外的其他中观定价指标，基本面跳出增速局限。

5 月至今，随经济修复、货币政策边际变化、债券供给放量，10 年期国债利率回升至 2.7%~2.8%位置，我们认为下半年 10 年期国债利率较难突破春节前 3.1%-3.2%和疫情高峰时期 2.5%构筑的区间。回顾历史，10 年期国债利率在 2.8%~3.2%区间阶段，A 股估值均有支撑，且仍有向上弹性。虽然流动性边际上难以更宽，但长端利率的回升反映了一部分基本面压力的减缓，在流动性从难以更宽到实质收紧之间，仍有较长时间，历史上通常 10 年期国债利率 3.5%以上是流动性对估值影响转向的水平。

图表65： 长端利率在 2.8%~3.2%区间阶段，A 股估值均趋于提升

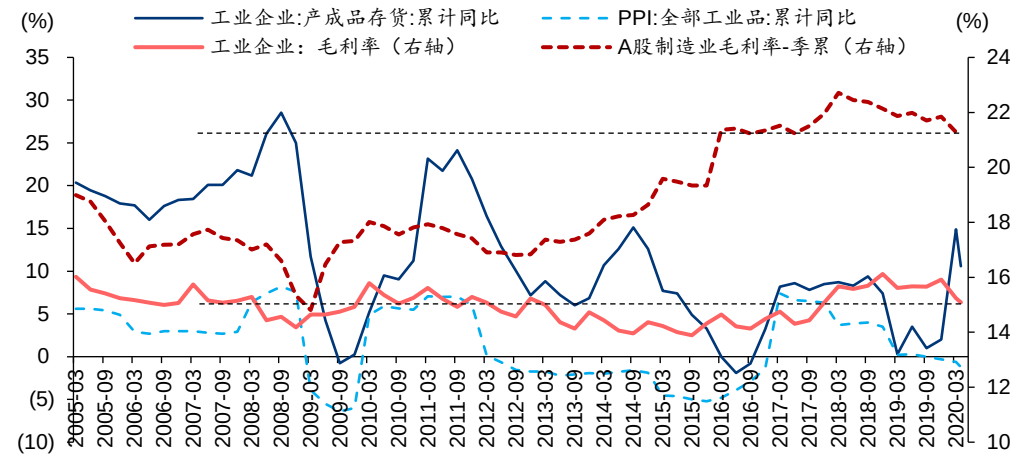


注：红线 2.8%是当前的 10 年期国债利率水平，黑线 3.2%是我们预判的下半年 10 年期国债利率较难突破的顶部水平。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

相比盈利增速弹性更值得“给估值”的是：工业企业、A 股制造业在这轮宏观经济下行压力中保持了高于历史经济下行阶段的毛利率水平，这是企业盈利能力提升的体现，也是股权资产相对其他资产的投资价值所在，是胜负手能胜的根基。若仅是博弈库存周期回升、宏观经济企稳，则最好的大类资产大概率不是权益资产，而是房地产和大宗商品，权益资产投资价值的根本在于宏观波动环境中的供给端盈利能力。

图表66： 本轮经济下行阶段，A 股工业企业、制造业毛利率水平高于历史经济下行阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产性价比：配竣工链以把握两类资产，预防小概率

在前文我们指出，当前 A 股面对的第三个困境是，虽然股、债收益率分位数对比之下，股票性价比占优，但股、房收益率分位数对比之下，股票并不算占优。3 月以来一二线城市房地产销售快速回暖，虽然我们认为政策“房住不炒”的取向明确，但房地产收益率分位数较高的情况下，仍可能吸引一定的流动性。

走出“资产性价比”困境的方法，我们认为是需要保持一定的地产后周期可选消费制造和大金融的权益仓位，通过行业配置来把握两类大类资产的潜在机会、预防房市上行风险，预防小概率事件——市场出现 2012~2013 年的情况。特别是当前地产后周期链条的消费建材、轻工家居、家电、汽车行业，均有供需两端的变化；大金融则是悲观预期释放较充分，PB 估值水平仍“躺在地板上”。

汽车零部件、电动车产业链，供需两端均出现变化

需求端的实际改善：4 月国内汽车销量同比增速明显改善，重回正增长；

需求端改善的预期：5 月 26 日法国宣布 80 亿欧元汽车产业援助计划，欧洲电动车政策持续加码；

供给端的实际变化：德国大众收购安徽江淮汽车集团控股有限公司 50%的股权、增持电动汽车合资企业江淮大众股份至 75%；大众汽车（中国）增资国轩高科 11 亿欧元。

泛家居领域，需求端变化，供给端出现变化的预期

需求端的实际改善：4 月白色家电产销量增速的降幅进一步收窄，厨房微蒸烤和厨房小电的线上销量增速亮眼；

需求端改善的预期：地产竣工增速的降幅收窄，回暖有迟到但不会缺席，后周期的泛家居产业链的销量增速大概率跟随回暖；同时，5 月两会确定了老旧小区改造的量化目标，我们预计改造将重点包括：老旧小区水电气路及光纤等配套设施、有条件的可加装电梯、配建停车设施、促进住户户内改造并带动消费等，对泛家居产业链的需求有一定带动；

供给端变化的预期：近期房地产企业的产业链基金布局泛家居领域，虽然目前布局的是消费建材、轻工家居企业，但我们预计市场对整体泛家居领域，特别是 2B 端地产工装业务的竞争格局变化有预期。

三个支撑何时转为推升：择时问题

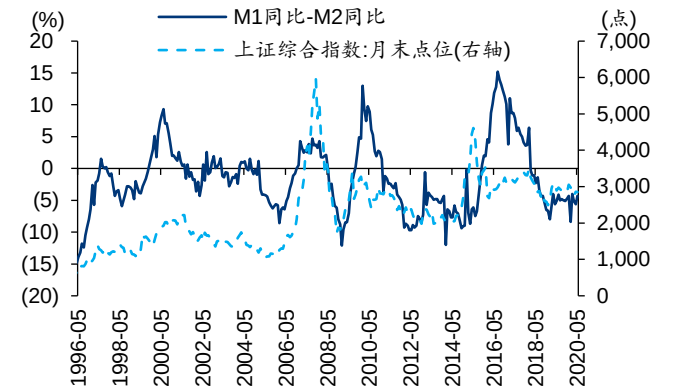
宽信用支撑转推升：M2、M1 剪刀差持续收窄

宽信用的环境为 A 股市场提供估值驱动，但在估值修复至中枢位后，进一步的驱动需要 M1-M2 剪刀差持续走阔，5 月 M1-M2 剪刀差相比 4 月有收窄。

关于 A 股走势与 M1-M2 剪刀差的正相关性，我们可以从一个相对简化的视角来看：把 M2 同比大致看做整体货币供给的增速，把 M1 同比大致看做整体货币供给中配置在高流动性资产的增速（或者说货币交易型需求的增速），而（M2 同比-M1 同比）则可大致看做整体货币供给中配置在固定资产部分的增速（或者说居民及企业的投资型需求的增速）。所以观察 M2-M1 剪刀差，可以用来观察流动性的分配。当（M2 同比-M1 同比）趋势向上时，反映整体货币供给（或者说流动性）更多进入固定资产（或者说流动性脱虚入实），当（M2 同比-M1 同比）趋势向下时，反映整体货币供给（或者说流动性）更多进入高流动性资产（或者说流动性脱实入虚）。股票作为高流动性资产，其价格（更准确的应该是整体股市估值），与（M2 同比-M1 同比）负相关，与（M1 同比-M2 同比）正相关。

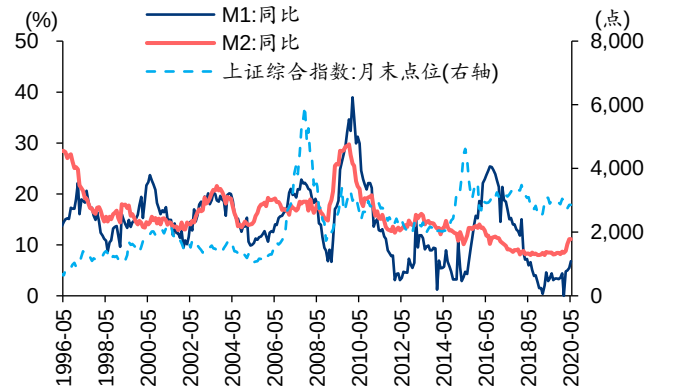
单独 M1 同比与 A 股走势也有一定相关性，但在一些阶段不太有效。M1 同比回升，反映企业生产、经营、交易活跃，以及居民消费、交易活跃，所以 M1 同比是 PPI 同比的领先指标，也即整体企业盈利增速的领先指标，但正如有些阶段 A 股与企业盈利增速的相关性不高一样，A 股与 M1 同比的相关性在有些阶段也不高，比如 01 年-06 年、12 年-14 年。比 M1 同比更好的指标是 M1-M2 剪刀差，既反映企业盈利趋势，也反映流动性的分配。

图表67：历史上多数时候上证综指与（M1-M2 剪刀差）呈现正相关性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68：上证综指与（M1-M2 剪刀差）相关性主要受 M1 增速波动影响

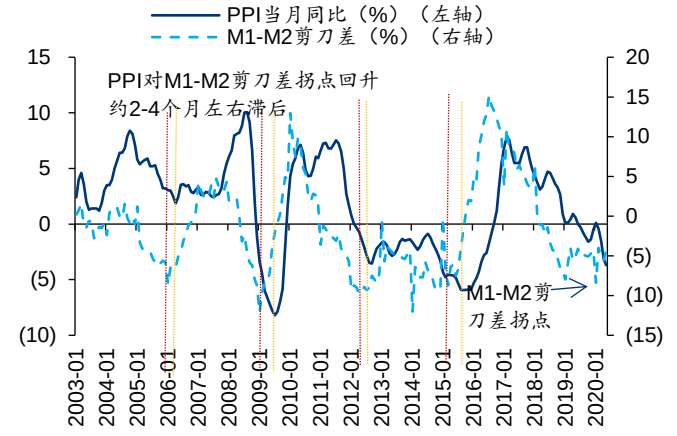


资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二库存周期转推升：PPI 同比有望在三季度触底回升

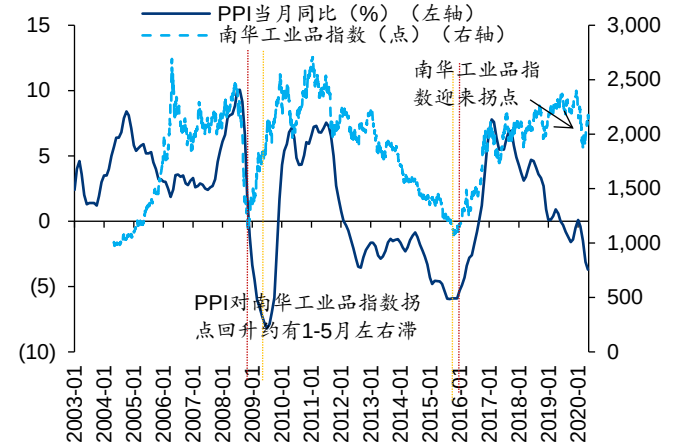
根据 M1-M2 剪刀差、南华工业品指数与 PPI 同比的领先滞后关系，我们认为 PPI 同比有望在三季度触底回升。疫情以来，PPI 指数持续走低，5 月 PPI 当月同比下降 3.7%，相比上月下滑 0.6pct。通过对 M1-M2 剪刀差、南华工业品指数与 PPI 领先滞后关系的观测，我们认为 PPI 在三季度有望迎来拐点，这与华泰宏观团队的判断基本一致（详见 2020 年 6 月 9 日发布的报告《疫后经济常态回归路——2020 年中宏观展望》）。根据历史数据，M1-M2 剪刀差大约领先 PPI 同比 2-4 个月左右，南华工业品指数亦大致领先 PPI 同比 1-5 个月左右。南华工业品指数均已于 4 月回升，M1-M2 剪刀差已于 5 月迎来反弹，我们预计 PPI 的拐点或将在三季度出现。

图表69： M1-M2 剪刀差领先 PPI 当月同比 2-4 个月左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

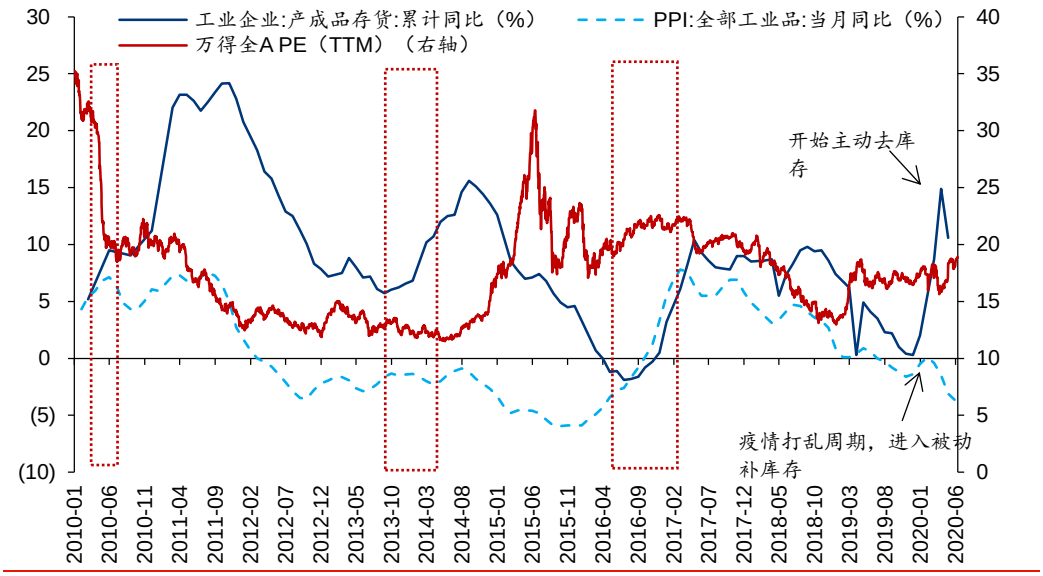
图表70： 南华工业品指数领先 PPI 当月同比 1-5 个月左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前处于主动去库阶段，我们预计四季度至明年一季度有望迎来补库过程。库存周期每轮约长 3~3.5 年左右，上一轮库存周期从 2016 年年中开启主动补库存，原本新一轮库存周期开启、见底回升大约在 2020 年初左右；但受疫情因素扰动，库存周期节奏被打乱，2020 年初起经济转弱，下游订单需求减少使得库存周期再转入被动补库存阶段，4 月库存指标开始回落，显示工业企业已开始由被动补库存向主动降库存转变，但部分行业如通信、电子、家具等库存同比仍在提高，显示这些领域库存仍在被动积压。我们预计伴随复工复产顺利推进、需求改善，今年四季度至明年一季度整体工业企业产成品存货有望开启补库，而后将库存周期或将恢复至正常的运行规律。

图表71： 当前库存周期正处于主动去库存阶段



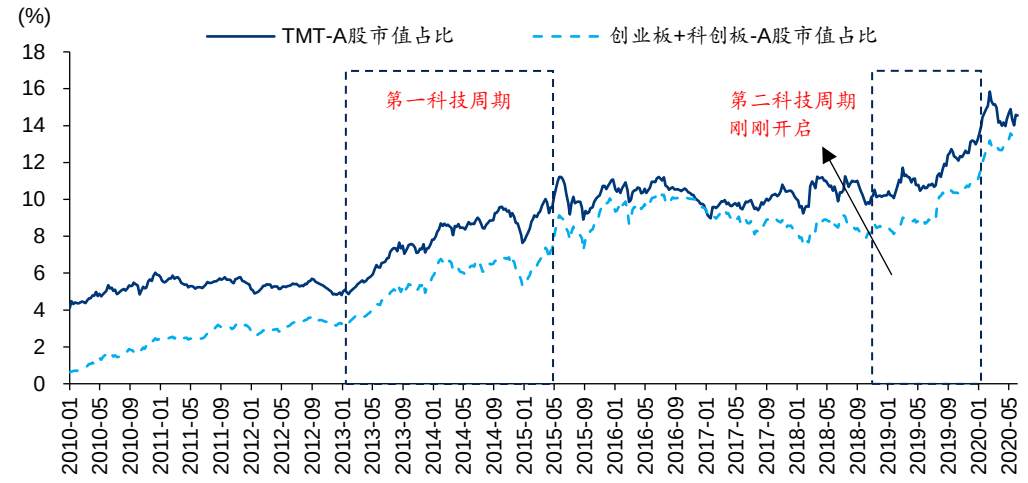
资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二科技周期转推升：中报是验证国产化进度的关键信息时点

根据上文分析，此前我国第一科技周期启动的核心基础是：2010 年以来在全球化国际分工深化基础上我国中高端制造的崛起，以苹果产业链消费电子公司为代表，自 2013 年开始出现盈利拐点，而随后 2014 年流动性宽松政策以及杠杆资金入市，使得这轮趋势进一步强化，并逐步向下游计算机应用和传媒等领域扩展。当前刚刚开启的第二科技周期，与第一科技周期相比宏观国际环境发生了显著变化，中美贸易摩擦的多次反复意味着逆全球化的趋势已经开启，美国对于中国的技术制裁，或使我国制造业的发展需要由规模优势转向创新优势，因此，实现核心技术的国产化替代是国内第二科技周期的重中之重。

类比美国经验，科技周期的高度有赖于与信息技术底层生态的搭建，而第二科技周期更多依赖于处于核心技术底层“基石”公司的企业盈利稳定增长，而当前国内政策通过国家产业基金等方式开始扶持计算机、半导体等科创类公司，支持该类企业上市融资，2019 年以来科技类公司在 A 股市值占比不断提升。我们认为在科技各细分领域的市值龙头未来有望成为国内第二科技周期的“基石”公司，而这类公司在政策扶持下的发展壮大，并在关键领域逐步实现国产化替代是推升第二科技周期关键因素所在。

图表72： 第一和第二科技周期科技企业市值占比显著提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前来看，国产化替代至关重要的环节主要包括半导体和信创，我们认为 2020 年中报或是验证国产化替代的关键信息时点：

半导体：华为主导的国产化替代周期已经开启，但当前华为以外的国产手机厂商核心零部件替代涉及较少，我们认为未来需要重点关注一部分增量信息。除此之外，在中美贸易摩擦的背景下，半导体的国产化替代有望进一步向上游材料和设备迁移，以及技术壁垒更高的中高端半导体设计环节。因此，我们认为 2020 相关公司中报或是验证国产化进度的关键信息时点。

信创产业：今年以来计算机领域的国产化替代（信创）确实提速的迹象，在 2020 年 5 月中国移动、中国电信、农业银行等央企的计算机设备的采购中，国产服务器占比明显提高，如 5 月 31 日，中国移动 2020 年 PC 服务器公布招标总规模 138272 台，其中华为中标 41312 台，份额近 30%。我们认为，由于计算机国产化替代以 ToG/toB 为主，仅少数大型企业披露，信息相对不透明，而 2020 中报同样是验证国产化替代的关键信息时点，我们认为，若中报企业盈利得到验证，我们认为这意味着计算机软硬件的国产化替代大时代或同样已经确认开启。

两个情形可能导致 A 股承压：风险推演

中美经济修复的“时间差”和“弹性差”共同出现

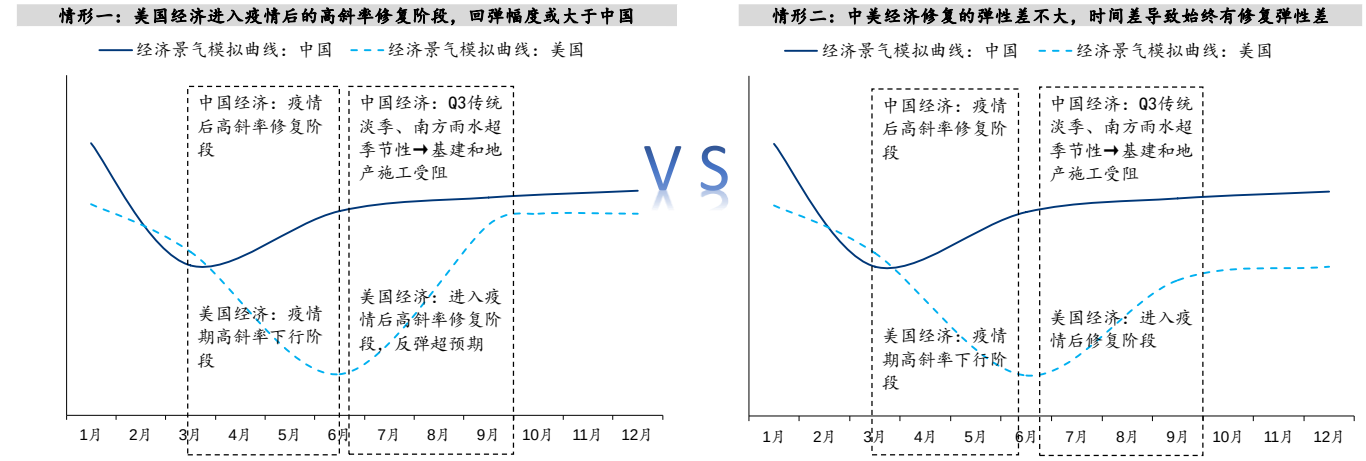
中美的新冠疫情爆发有“时间差”、疫情期间的政策对冲力度有“弹性差”，从而导致经济修复也有“时间差”和“弹性差”。

中国经济是 3 月开始回暖，3~6 月四个月基本呈现斜率较高的修复，当前景气度回到相对正常的水平，修复斜率开始放缓。美国经济是 6 月开始回暖（从纽约联储每周经济活动指数来看，5 月至 6 月出现拐点），我们预计 6~9 月四个月基本呈现斜率较高的修复，四季度景气度回到到相对正常的水平，修复斜率开始放缓。“时间差”将导致在三季度两国的经济修复呈现短期“弹性差”，这在市场预期之中。

若“时间差”始终更显著，美国经济修复慢于中国且修复斜率不高，则国内货币政策空间相对更大、中美关系压力也较小，虽然外需偏弱，但可能并不会影响 A 股估值，外需仍偏弱+三季度经济环比有压力的情况下，货币政策在三季度有可能会再度边际转宽。

但两国在疫情期间的政策对冲力度差异和本身经济结构差异，或将导致“弹性差”较大，从而对应中美利差在一段时间内有压力：1）中国经济通常在三季度是传统消费淡季，叠加今年南方雨水超过季节性导致基建和地产施工受阻碍，7、8、9 月经济修复或将进入平缓期；2）美国经济进入疫情后期的高斜率修复阶段，且由于美国疫情期的货币政策对冲力度更大、美国经济结构中消费占比重更高、前期经济回落幅度大于中国，短期经济回弹幅度可能也大于中国，对应的中美利差或会有收窄。

图表73： 中美经济修复的时间差和弹性差：两种情形对比



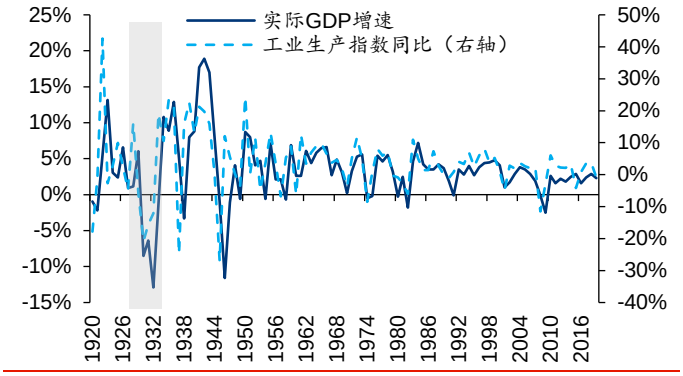
资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然外需回暖会对 A 股企业盈利预期有改善，但需要考虑外需回暖和美国对外施压能力之间的关系。三季度是美国大选的关键时期，若美国经济修复斜率较高，特朗普政府对中国的施压能力可能增强（若美国经济修复缓慢，则这一担忧降低），国内贸易压力和 A 股估值压力增大。在这样的背景下，我们预计中国货币政策在经常项和资本项中，可能更倾向于资本项，从而保持相对静默（与 5 月以来的政策态度较为一致）：因为若进一步宽松，在中美利差收窄之下，可能形成一定资本外流压力，但汇率贬值对经常项的帮助并没有那么大——一方面美国经济修复顺序预计与中国相似，先为必需消费和服务型消费，另一方面美国对外施压能力增强之下，中国出口压力可能增大。国内货币政策更倾向于资本项、相对静默，则可能对内部经济修复力度形成制约。总之，若中美经济修复的“时间差”和“弹性差”共同出现，国内货币政策可能在短期内会陷入“类金本位”困境，从而可能导致 A 股在当前位置继续震荡较长时间。

国内货币政策陷入“类金本位”困境

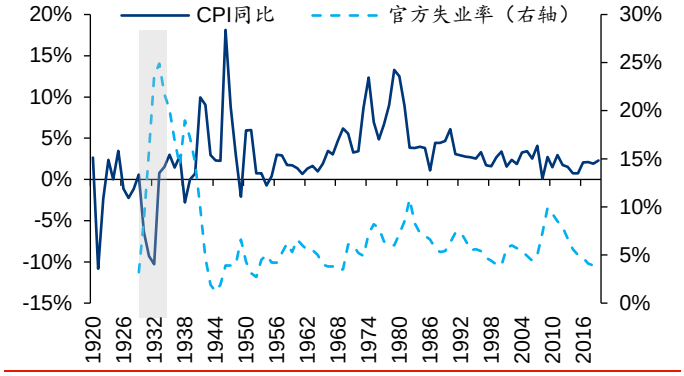
1929-1933 大萧条是美国历史上最为严重的经济危机之一，彼时美国实际 GDP 增速最低探至-12.9%(1932)，CPI 通缩幅度最高达 10.3%(1932)，官方失业率最高达 24.9%(1933)，衰退时期从 1929 年 8 月（美股 1929 年 10 月暴跌前夕）持续至 1933 年 3 月（美联储退出金本位时点），共持续 43 个月，为美国有记录以来的第二长，仅次于 1873-1879 衰退（65 个月）；无论从衰退的冲击深度还是时间长度来看，美国在大萧条时期所面临的压力远非此后数轮衰退可比。

图表74：大萧条时期美国经济萎缩程度为史上最高



资料来源：美国人口调查局，圣路易斯联储，Wind，华泰证券研究所

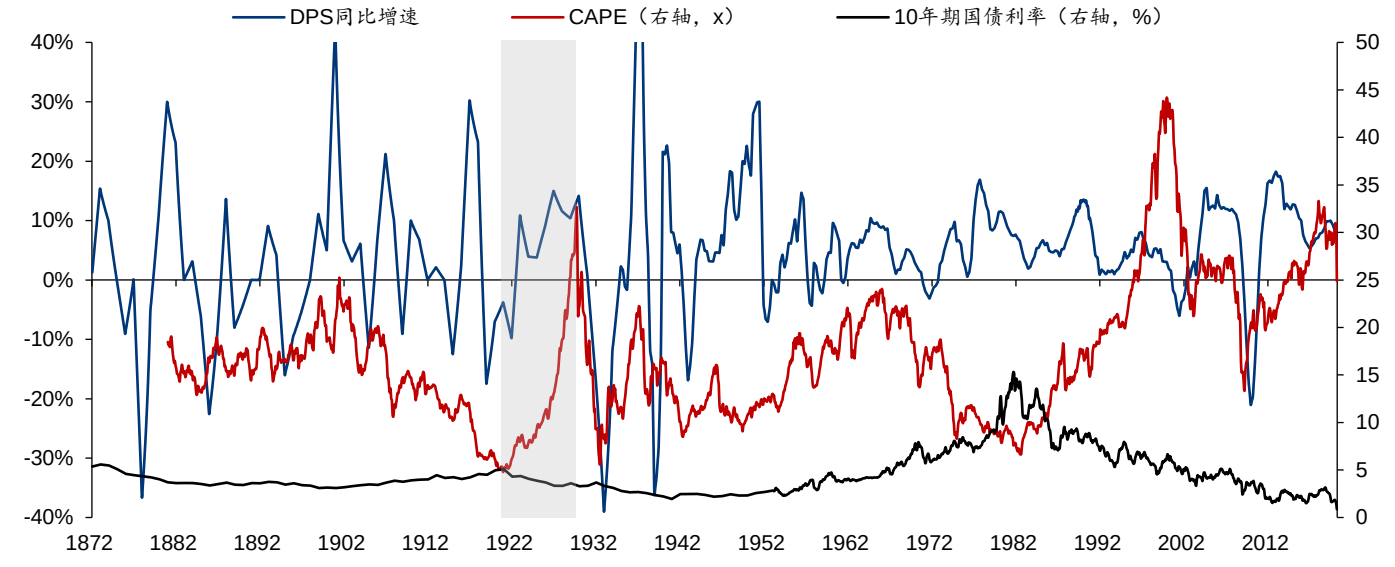
图表75：大萧条时期美国通缩+失业程度为史上最高



资料来源：Robert Shiller，美国人口调查局，Wind，华泰证券研究所

对于大萧条的触因，学界至今仍无定论，主流的论点包括：1）**产能过剩：**受益于欧洲战后重建经济的巨大出口需求，美国农业、钢铁、建筑等在一战后迅速扩大产能，从 20 年代中期开始，随着欧洲工业体系的重启完成与粮食价格的回落，美国农业与重工业面临产能过剩的压力与日俱增；2）**股市暴跌：**20 年代美股走出强势行情，标普综合指数估值（CAPE，周期调整 PE）从 1920 年 12 月的 4.8x 一路攀升至 1929 年 9 月的 33x，指数点位从 6.8 上升至 31.3，累计涨幅高达 360%，彼时美股的狂热行情并不难以理解，第二次技术革命成熟期汽车、家电等行业迎来蓬勃发展，企业盈利增长从 1921 年衰退结束以来稳定回升（DPS 增速中枢抬升且波动降低），美联储降息引导下利率中枢趋势性下移，同时股票融资与消费贷等金融创新产品的面世提振了金融市场风险偏好；1928 年美联储注意到股市呈现泡沫化与过热行情，通过强力的货币紧缩（加息+公开市场操作）主动刺破资产价格泡沫，引致 1929 年 10 月的股市大跌，同时信贷市场的快速紧缩也压制了消费与投资需求。

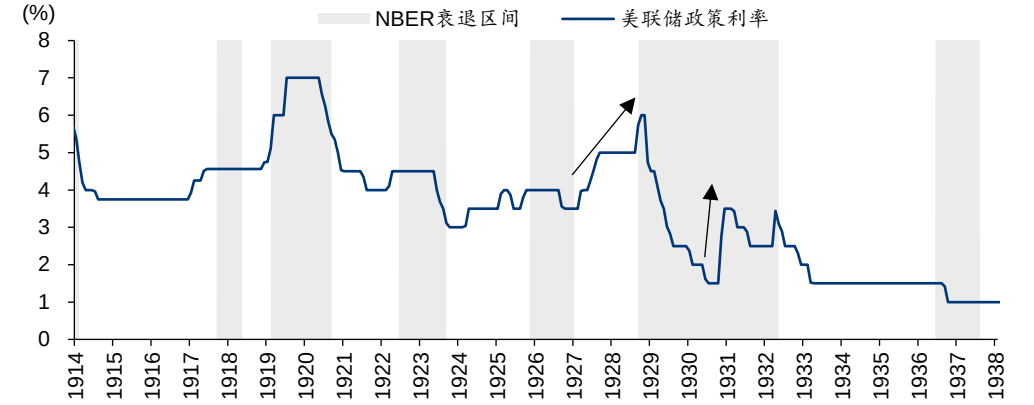
图表76：大萧条前夕美股在强劲的基本面、利率中枢下移、风险偏好攀升的环境下估值大幅攀升



注：DPS、CAPE 估值均基于标普综合指数；CAPE 即“Cyclically adjusted PE”，计算公式为 PE/滚动 10 年平均 EPS

资料来源：Robert Shiller，华泰证券研究所

图表77： 美联储在 1928 年 2 月至 1929 年 9 月间将政策利率从 3.5%提升至 6.0%

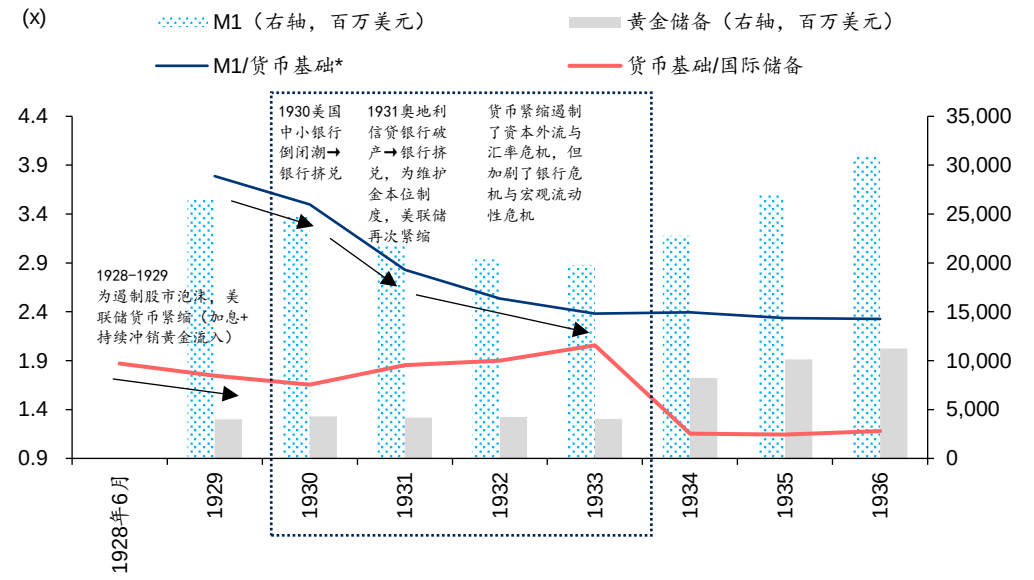


注：政策利率指标为纽约联储贴现率

资料来源：圣路易斯联储，华泰证券研究所

尽管大萧条的触发因素存在争议，但学界普遍认同的是，**大萧条的蔓延与加深与两个因素密切相关：1）两轮银行业危机的冲击；2）美国、法国等国家坚守金本位而采取的货币紧缩政策。**1930 年农产品价格的暴跌导致美国农户收入缩水，引发美国区域性中小银行破产潮，1931 年奥地利最大的商业银行——奥地利信贷银行破产引致全球范围银行业危机，两次银行业冲击均造成大规模 Bank run（存款挤兑），个人和机构储户纷纷从银行赎回现金存款或换汇回黄金(反映在 1930-1931 年间发达国家 M1 vs 货币基础指标的剧烈下行)。彼时美联储为维系金本位制度，需对冲资本外流压力，再次实行货币紧缩（1931 年将政策利率从 1.5%提升至 3.5%），这一应对方式虽缓和了汇率贬值与黄金流出压力，但却加剧了宏观流动性危机与银行业倒闭浪潮，美国在 1931-1932 年间工业产出、通缩、就业情况等均出现显著恶化。基本面的恶化直至 1933 年罗斯福上台后推出一系列新政（包括废除金本位制、建立存款保险制度等）才有所缓和。

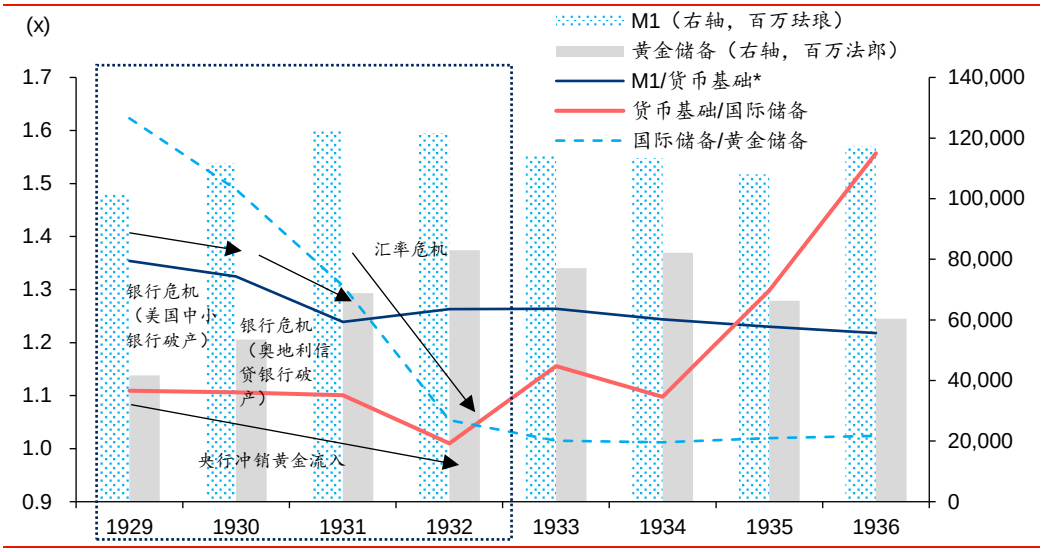
图表78： 两轮银行危机下，美联储坚守金本位的政策应对加剧了大萧条的蔓延



注：*货币基础=流通中的货币/票据+商业银行准备金

资料来源：《大萧条》（本·伯南克，2007），华泰证券研究所

图表79： 法国大萧条时期采取了类似的紧缩政策

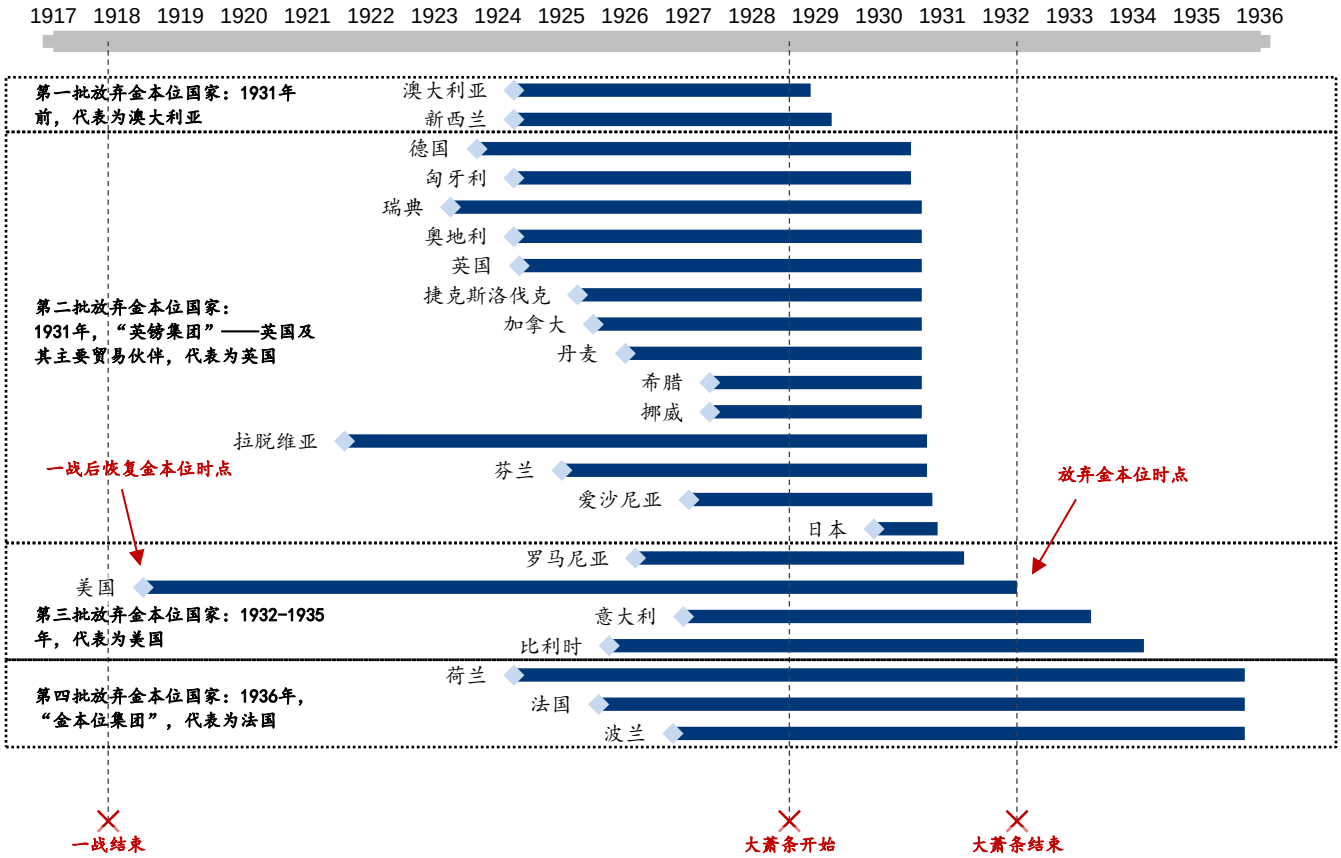


注：*货币基础=流通中的货币/票据+商业银行准备金

资料来源：《大萧条》（本·伯南克，2007），华泰证券研究所

与之对应的是，在货币宽松与坚守金本位之间率先选择前者的国家，由于货币政策脱离了固定汇率的掣肘，从衰退中领先修复。大萧条爆发后共四批国家先后脱离金本位制度，分别为 1）澳大利亚、新西兰、西班牙，于 1931 年前脱离金本位或战后未回归金本位（西班牙）；2）“英镑联盟”——英国及其 13 个主要贸易伙伴，于 1931 年脱离金本位；3）美国、意大利、比利时、罗马尼亚，在 1932-1935 年间脱离金本位；以及 4）“金本位集团”——法国为代表的坚守金本位的保守派，于 1936 年脱离金本位。

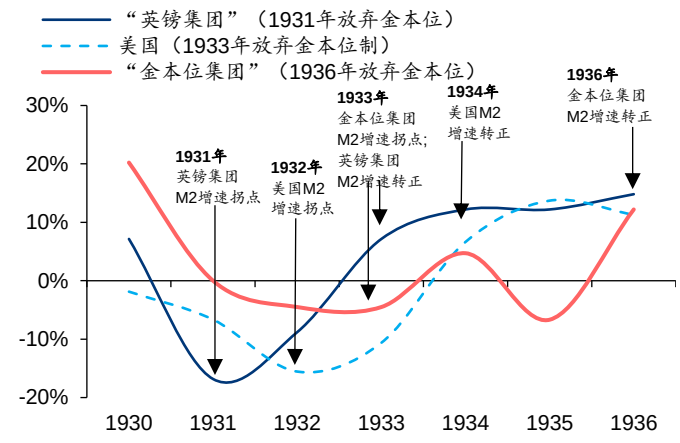
图表80： 大萧条爆发后全球主要国家分四批脱离金本位制度



资料来源：《大萧条》（本·伯南克，2007），华泰证券研究所

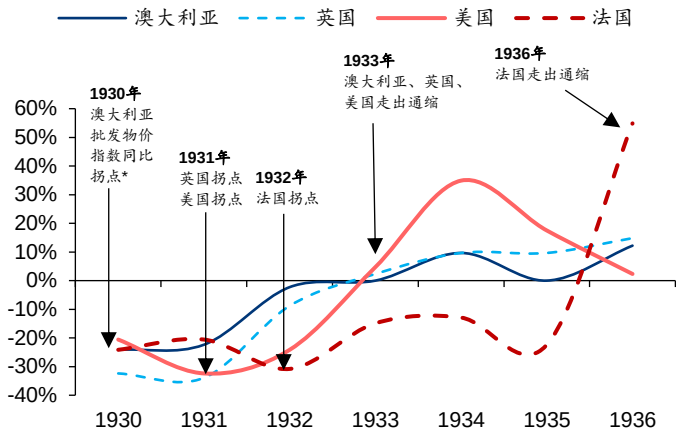
前美联储主席伯南克在其论文《The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis during the Great Depression: an International Comparison》中针对上述 24 个国家进行了类似的分组，通过详细的数据论证了退出金本位制度的早晚与衰退持续时间的长短有显著正相关性。以 M2 增速、批发物价指数、工业生产指数为例，三者分别指代宏观流动性、通胀水平、经济增长，英镑集团、美国、金本位集团分别在 1931、1932、1933 年先后迎来 M2 增速拐点；澳大利亚（1931 年前退出金本位）、英国（1931 年退出金本位）、美国（1933 年退出金本位）、法国（1936 年退出金本位）分别在 1930、1931、1931、1933 迎来物价指数拐点；澳大利亚、英国、美国、法国分别在 1930、1931、1932、1932 迎来工业生产指数拐点。基本面拐点出现的顺序与退出金本位的顺序高度吻合，这侧面佐证了美联储彼时为坚守金本位而采取的货币紧缩，或是导致大萧条蔓延加深的重要推手。

图表81： M2 增速：率先放弃金本位的国家更早走出宏观流动性危机



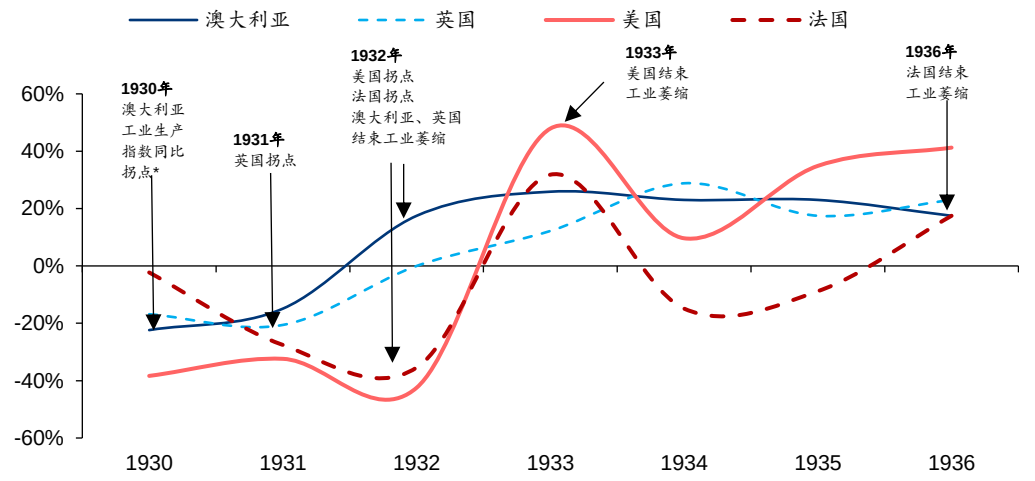
资料来源：NBER，Econdataus，华泰证券研究所

图表82： 批发物价指数同比：率先放弃金本位的国家更早走出通缩



资料来源：NBER，Econdataus，华泰证券研究所

图表83： 工业生产指数同比：率先放弃金本位的国家更早走出衰退

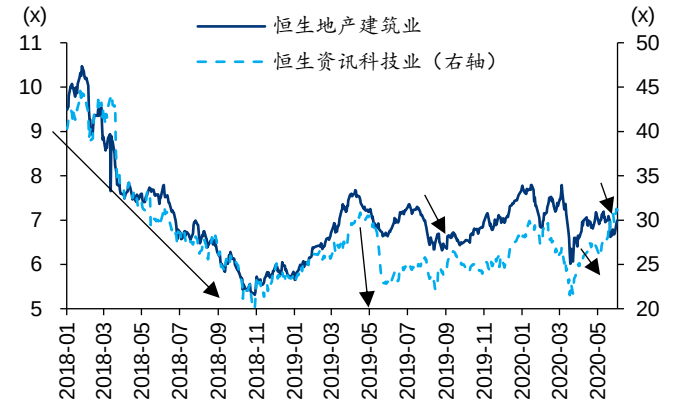


资料来源：NBER，Econdataus，华泰证券研究所

坚守金本位制度与逆周期政策发力的矛盾本质上是“不可能三角形”的落点问题，进一步来讲，是在资本自由流通的背景下，央行在汇率稳定与货币政策独立性之间的权重分配问题。对比当前，我们认为国内面临的环境与大萧条时期美国的“金本位”困境具有相似之处，即需要在资本外流压力与货币宽松之间进行审慎的抉择，这是一种“类金本位”的困局，此外相似之处还在于，外围市场率先进入更大程度的货币宽松，以及一些非货币因素，比如贸易保护主义的上升（1930 年美国通过《斯穆特-霍利关税法》，对进口商品加征高额关税）、全球阶级矛盾的激化（美国贫富阶级财富分化程度与大萧条时期相当）、以及银行业基本面面临较大压力。

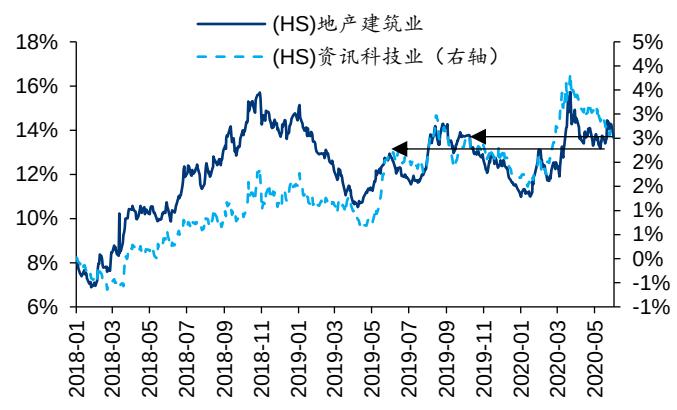
与彼时不同点在于，造成资本外流压力的来源不同，大萧条时期为全球范围内的银行挤兑的基本面风险，当前为中美关系紧张的政治风险，政治风险非控制性意味着当前的货币政策抉择面临更大的难度。5 月以来中美问题迅速升温、人民币贬值与资本外流压力加大，叠加国内前期宽松预期高企下的“空转套利”问题浮现，央行货币政策掣肘上升，资金利率快速上抬，债市承压。我们在 6 月海外权益月报《美股 FOMO，港股蜜月》中提出，中美争端 3.0 时代，AH 市场对于中美争端这一长线主题已有充分认知，中美风险的定价机制已大概率完成黑天鹅➞灰犀牛➞常态化风险的切换，**但需注意的是，中美关系的恶化仍可能通过汇率与资本外流压力➞货币政策“类金本位”困境➞流动性或经济修复的强度制约 A 股的上行空间。**

图表84： PE-TTM：港股对中美关系与本地冲突呈现趋势性钝化



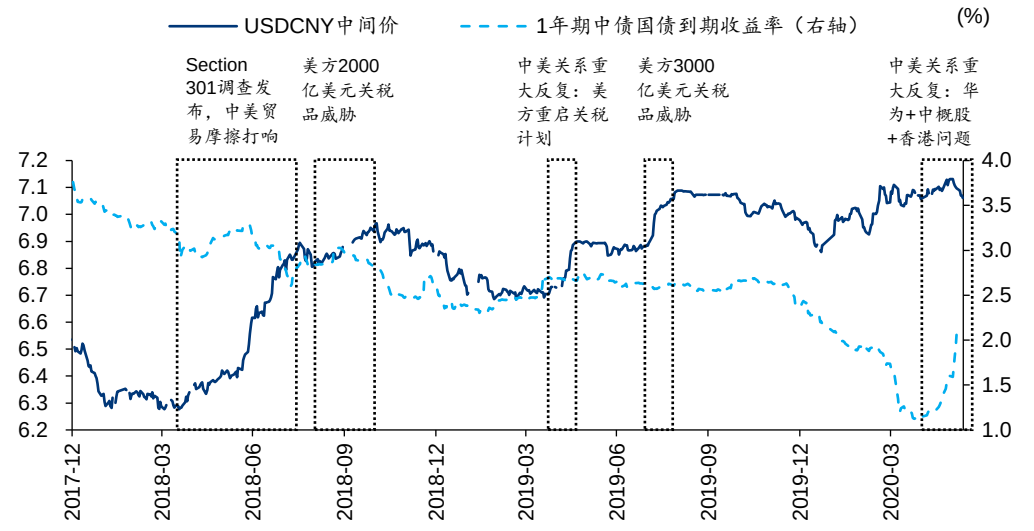
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表85： ERP：“中美”/“本地”敏感股 ERP 与去年 5/9 月水平接近



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表86： 中美关系下的汇率贬值压力对央行货币政策形成掣肘



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1.国内及海外疫情二次爆发的潜在风险

国内疫情处于常态化防控阶段，散发案例若出现较多，对股票市场情绪有影响，且会拖慢经济修复进程，从而影响企业盈利预期；秋冬季节存在疫情二次爆发的潜在风险。海外疫情压力仍较高，整体新增确诊病例仍在上升，美国新增确诊病例数虽有放缓，但抗议活动增多和复工过程中有二次爆发的潜在风险。

2.灾害天气超预期、粮价压力超预期

近期南方雨水超过季节性，全面进入汛期后共有 148 条河流发生超过警戒水位以上的洪水，珠江流域西江和北江均发生今年第 1 号洪水，局部地区发生了洪涝灾害。若汛期灾害天气超预期，一方面对基建、地产施工进度形成影响，拖慢经济景气修复；另一方面淹没农田，在新冠疫情导致部分国家限制粮食出口的环境里，可能会抬升粮价预期。

3.中美关系压力显著增大

下半年临近美国总统竞选，中美关系对于美国两党均是重要议题。虽然自 2018 年以来市场已将中美关系计为长期影响因素，但若中美关系压力阶段性显著增大，仍可能造成市场风险偏好明显波动。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、陈莉敏、钱海，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元、陈莉敏、钱海本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后3个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话： 212-763-8160 电子邮件: huatai@htsc-us.com

传真： 917-725-9702 http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司