

相关研究

《“再融资”新规下的定增策略》
2020.06.02

《如何应对加速的老龄化？》2020.05.27

《疫情倒逼信息化加速——新冠肺炎研究系列 7》2020.05.13

要不要择时？——A 股对比美股

投资要点：

- **核心结论：**①1900 年道指有史以来，牛熊时间分布是 8:2，牛市年化涨幅 20%，熊市年化跌幅 29%，牛长熊短，只有少数的择时机会。②A 股牛市年化涨幅 126%，熊市年化跌幅 58%，波幅明显大于美股。A 股一轮牛熊周期平均 5-6 年，而且美股为 20 年。③A 股高波动源自估值和基本面波动更大，分别与投资者结构、上市公司行业结构有关，优化需要时间，A 股的择时仍需重视。
- **在美股，择时可以有，但不常见。**除了价值投资，择时策略在美股也有生存的土壤，因为 1900 年以来道指回撤超过 20% 的情况一共有 20 次，回撤的平均幅度为 39%（中位数为 37%），平均持续 20 个月（中位数 17 个月），接近四成的回撤幅度以及近一年半的回撤时间意味着择时策略的重要性不容忽视。但是，从概率上看，美股熊短牛长，频繁择时的意义并不大。从时间上看，1900 年以来市场只有约 20% 的时间处于熊市，80% 的时间在震荡上行，考虑到美股牛市平均持续 12 年，熊市平均约 2 年，长期持股的投资者能获得牛市稳稳的收益，短期择时的性价比并不高。单看市场发生回撤时进行择时策略的性价比，如果仅考虑二战以后且指数跌幅超过 30% 的情形，我们算得美股大约每过 9 年才有一次值得逃顶的大跌，频繁择时的意义不大。
- **A 股长期看也是基本面驱动，但是长期之路很波折。**2005-2019 年 15 年间我国名义 GDP 年化增速为 12.8%，同期股市宽基指数如万得全 A 的年化涨幅为 14%，沪深 300 为 9.8%，中证 800 为 10.2%，股市涨幅与经济基本面增长一致。但牛熊周期视角下 A 股的波动率极大，1991 年以来五轮完整的牛熊周期中上证综指在牛市区间的年化涨幅剔除第一次极端值后平均为 126%，熊市年化跌幅均值为 58%，而道琼斯指数在牛市的平均年化涨幅为 20%，熊市平均年化跌幅为 29%，A 股波动明显更大。从时间看，A 股一轮牛熊周期为 5-6 年，而美股光牛市平均下来就 12 年，算上震荡市和熊市后，美股一轮牛熊周期近 20 年，A 股的周期轮回节奏更快。因此在 A 股，择时策略的性价比很高。2005-2011 年间华夏大盘精选通过大幅调整仓位进行择时，6 年基金复权净值累计增长率为 1100%，同期主动偏股型基金收益率中位数为 220%，沪深 300 累计涨跌幅为 150%，择时策略有明显超额收益。
- **择时在 A 股可见的未来仍有必要。**短期横向对比美股，A 股的高波动源自盈利和估值波动双双较高。估值波动高源自 A 股机构投资者占比低，美股机构投资者占比六成，A 股只有三成。而且以公募为代表的机构投资者重趋势，风格和行业轮动较快，而且负债端受散户影响，投资行为散户化。盈利高波动源自 A 股盈利结构中周期性强的行业利润占比高，2019 年 A 股中金融地产占比为 62%，周期为 19%，消费 15%，科技 4%；而美股的结构更加均匀，金融地产、周期、消费、科技四个行业的利润占比分别为 24%、27%、25%、24%。四大类行业中金融地产和周期两大类行业周期性较强，盈利波动较大，而消费和科技两大行业周期性相对更弱，盈利波动较小。从 A 股和美股的利润结构看，A 股有 80% 的利润是强周期性的，美股只有 52%，因此 A 股的盈利波动也更大。投资者结构和上市公司结构近年来均在改善中，但难以一蹴而就，因此基于高波动的择时策略在 A 股仍有存在的必要。
- **风险提示：**向上超预期：国内改革大力推进，向下超预期：中美关系恶化。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@htsec.com

目 录

1. 在美股，择时可以有，但不常见.....	5
2. 在 A 股，择时不可忽视.....	6
3. 未来一段时间在 A 股择时仍有必要.....	9

图目录

图 1	道指历史最大回撤（1900-1922 年）	6
图 2	道指历史最大回撤（1926-1949 年）	6
图 3	道指历史最大回撤（1959-1982 年）	6
图 4	道指历史最大回撤（1986-2020 年）	6
图 5	A 股历年波动很大	7
图 6	大类资产中权益资产性价比很低	7
图 7	牛市时 A 股涨幅大于美股	8
图 8	熊市时 A 股跌幅大于美股	8
图 9	06-12 年华夏大盘精选股票仓位	9
图 10	06-11 年华夏大盘精选表现优于同行及指数	9
图 11	2019 年美股机构投资者占比	10
图 12	20Q1 自由流通市值口径 A 股投资者结构	10
图 13	2010-2019A 股盈利行业结构	11
图 14	2010-2019 年美股盈利行业结构	11
图 15	A 股投资者结构历年变化	11
图 16	美股投资者结构历年变化	11
图 17	2010-2019 年 A 股 IPO 数量按行业分布	12
图 18	2010-2019 年 A 股 IPO 金额按行业分布	12

表目录

表 1 美股历史上经历的牛熊周期（以道琼斯指数刻画）	6
表 2 A 股历史上经历的牛熊周期（以上证综指刻画）	8

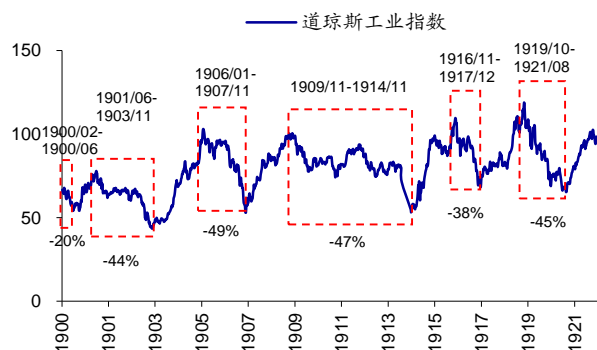
2019年巴菲特在股东大会上曾表示，成功投资进场时机点只占3%，而资产配置占了97%。一直以来，大家对巴菲特的印象就是长线价值投资者，他并不推崇波段操作。但是最新季报显示，疫情危机之下，巴菲特的伯克希尔现金类资产创新高，这是否意味着巴菲特其实也择时了？本文以此为启发，探讨择时策略在A股和美股中的实用性。

1. 在美股，择时可以有，但不常见

在美股，除了长期价值投资，择时策略也有生存的土壤。谈及在股市中的投资策略，投资者往往会提到以巴菲特、查理芒格等为代表的价值投资，即通过基本面研究来确定股票的内在价值，并通过坚定的买入持有来获得股票价格向价值回归的收益或者公司本身成长带来的收益。相比之下，通过单纯预测大盘涨跌来进行仓位调整的择时策略似乎相形见绌，连巴菲特本人也曾提及未来不可知，他很少进行择时。但是回顾巴菲特或者伯克希尔历年的投资行为，我们可以发现，在市场过于乐观时，巴菲特其实也非常关注系统风险，如1969年5月巴菲特在高位将合伙公司清盘；而在市场非常悲观时，又他非常“贪婪”，如2008年10月巴菲特曾发文《Buy American. I AM.》，说出了那句经典的“别人恐惧我贪婪”。那在美股，择时策略到底合不合适？我们回顾了道琼斯指数1900年以来的走势后发现，从幅度和时间两个维度看，在美股择时还是有必要的。统计历史上道指回撤超过20%的情况，1900年以来一共有20次：从幅度上看，道指回撤期间，最大回撤幅度为89%（1929-1932年大股灾），最小为20%（1990年海湾战争），回撤的平均幅度为39%（中位数为37%），接近四成的回撤幅度意味着只要躲过哪怕半次危机，都可以避免近二十个点的损失；从时间维度上看，道指回撤期间最大回撤时间为63个月（1937-1942年大股灾），最小为1个月（今年的疫情流动性危机），平均持续20个月（中位数17个月），即回撤平均将持续一年半。在一个下跌平均跌四成，时间持续一年半的市场，择时策略的重要性并不能忽略。

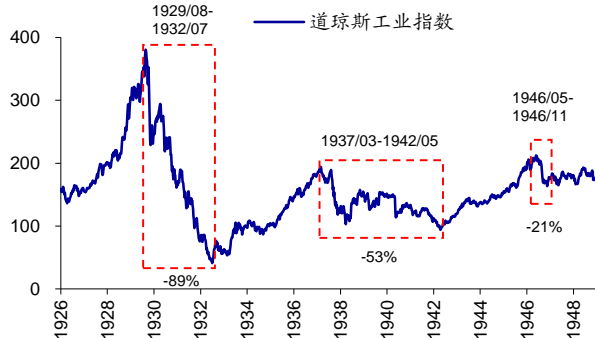
美股熊短牛长，择时策略的性价比不高。虽然如前所述，择时策略值得重视，但是从概率上看，美股熊短牛长，频繁择时的意义并不大。在报告《美股会一直牛下去吗？-20190601》中，我们将道琼斯工业指数6个月以上跌幅超20%的阶段定义为熊市，涨幅超20%的阶段定义为牛市，其余时间定义为震荡市，1900年以来以道指刻画美股已经经历了5轮完整的牛熊周期，当前正处在第6轮周期中，划分详情见表1，一轮完整的牛熊市（含震荡）平均20年。以市场处在牛熊市的时间占总时间比重来刻画概率，1900年以来市场只有约20%的时间处于熊市，也就是说美股80%的时间在震荡上行。从时间上看，牛市平均持续12年，熊市平均只持续约2年。从幅度上看，美股历史上6次牛市的年化涨幅为25%、37%、11%、17%、15%、14%，平均年化涨幅20%，5次熊市的平均年化涨幅为-29%。可见美股虽然在牛熊市中的年化涨跌幅相差不大，但是持续时间上明显有差异，80%的上涨概率叠加12年的持续时间使得美股长期投资者能获得牛市稳稳的收益，短期择时的性价比并不高。如果单看市场发生回撤时进行择时策略的性价比，前述我们算出美股历史上大约有20%的时间在熊市中，换句话说5年会有1次熊市，但是如果仅考虑二战以后且指数跌幅超过30%的情况，那概率会下降到11%，即大约每过9年才有一次值得逃顶的大跌，可见择时策略虽然有其必要性，但是频繁择时意义不大，投资者更多的精力应该放在余下80%的上涨阶段。标普道琼斯公司公布了1988年以来标普500指数的EPS、PE等详细情况，将股指的长期收益率拆借，我们发现1988-2019年间标普500指数的年化收益率是7.7%，EPS贡献了6.9个百分点，PE贡献了0.7个百分点。也就是说美股长期的收益率里超过九成是由基本面决定的，只有不到10%是情绪的波动。因此长期来看，在美股频繁择时性价比很低，像巴菲特那样寻找到优质的个股并长期持有赚企业盈利的钱更为合适。

图1 道指历史最大回撤（1900-1922年）



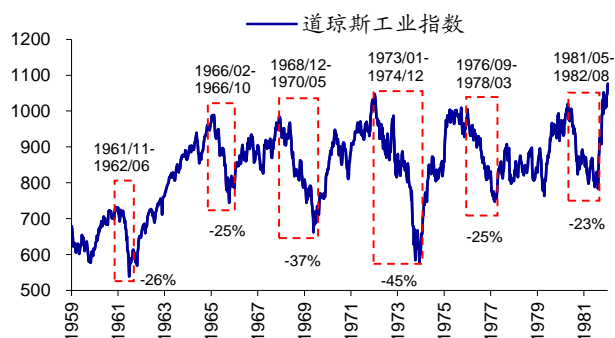
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 道指历史最大回撤（1926-1949年）



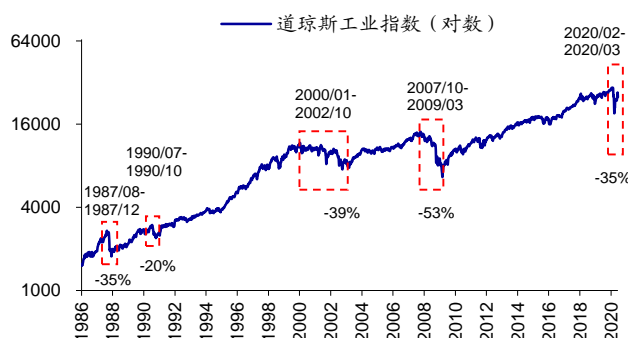
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 道指历史最大回撤（1959-1982年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 道指历史最大回撤（1986-2020年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 美股历史上经历的牛熊周期（以道琼斯指数刻画）

市场周期	市场形势	开始日期	结束日期	持续时间（年）	指数区间涨跌幅	指数年化涨跌幅
第一轮	震荡市	1900/01	1921/08	21.6	振幅：183%	
	牛市	1921/08	1929/08	8.0	495%	25%
	熊市	1929/08	1932/06	2.8	-89%	-55%
第二轮	牛市	1932/06	1937/03	4.8	357%	37%
	熊市	1937/03	1942/04	5.1	-53%	-14%
	牛市	1942/04	1966/02	23.8	980%	11%
第三轮	震荡市	1966/02	1982/08	16.5	振幅：87.2%	
	熊市（1）	1966/02	1966/10	0.7	-25%	-36%
	熊市（2）	1968/12	1970/05	1.4	-37%	-27%
	熊市（3）	1973/01	1974/12	1.9	-45%	-28%
	熊市（4）	1976/09	1978/03	1.4	-25%	-20%
	熊市（5）	1981/05	1982/08	1.3	-23%	-19%
第四轮	牛市	1982/08	2000/01	17.4	1414%	17%
	熊市	2000/01	2002/10	2.8	-39%	-16%
第五轮	牛市	2002/10	2007/10	5.0	97%	15%
	熊市	2007/10	2009/03	1.4	-53%	-43%
第六轮	牛市	2009/03	至今	11.3	336%	14%

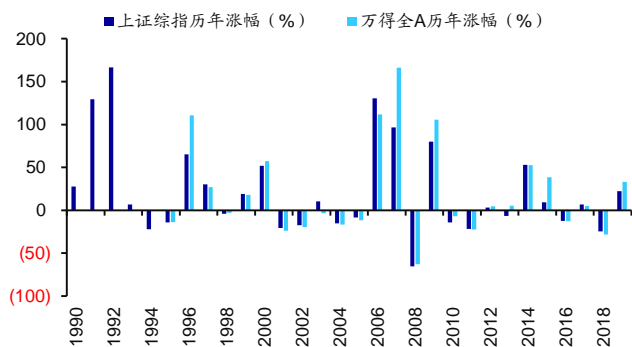
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 在 A 股，择时不可忽视

A 股长期看也是基本面驱动，但是波动大。我们在前期《打破刚兑是股权投资成人礼-20190830》、《为何上证综指十年没涨？-20191020》等多篇报告中均测算过，长期来看 A 股涨幅很高，与 GDP 增速接近：2005-2019 年 15 年间我国名义 GDP 年化增速为 12.8%，同期股市宽基指数如万得全 A 的年化涨幅为 14%，沪深 300 为 9.8%，中证

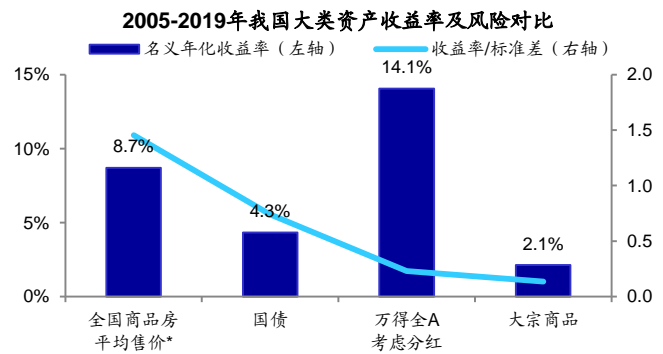
800 为 10.2%，股市涨幅与经济基本面增长一致。虽然长期视角下股市反应了基本面的变化且收益率可观，但是具体到每一年看，A 股的波动非常大。以万得全 A 为例，2005-2019 年指数年度涨幅最大为 166%（2007 年），最小为 -63%（2008 年），平均数为 24%，标准差为 60%，标准差是均值的 2.5 倍。A 股的高波动使得 A 股虽然收益率高，但是性价比低。我们以万得全 A（考虑分红）衡量股市、以全国房地产销售额除以销售面积得到的房价来衡量地产、以 10 年期银行间国债到期收益率衡量债市、以 CRB 指数衡量大宗商品市场。2005-2019 年期间我国房市、股市、大宗商品、债市的名义年化收益率分别为 8.7%、14.1%、2.1%和 4.3%，基于名义收益率计算的标准差分别为 6%、61%、16%、6%，将各类资产年化收益率与标准差相除后进行排序，我们发现房市的性价比最高，为 1.45，国债性价比排第二，为 0.74，股市和大宗商品性价比相比房市和国债极低，分别为 0.23 和 0.14。

图5 A 股历年波动很大



资料来源：Wind，海通证券研究所

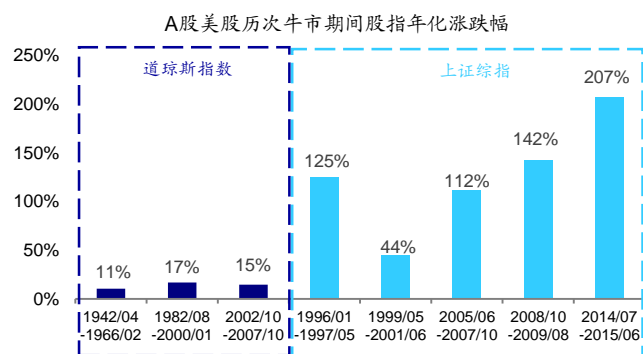
图6 大类资产中权益资产性价比很低



资料来源：Wind，海通证券研究所

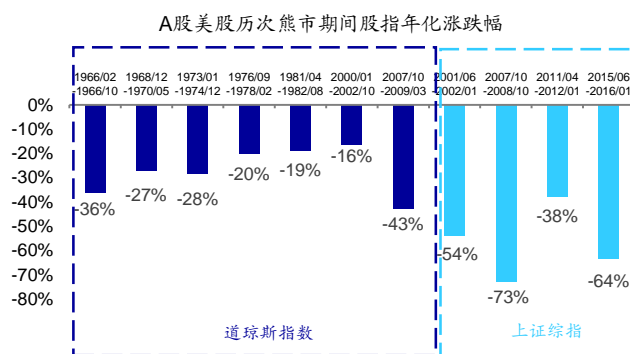
牛熊周期视角下，A 股的波动远高于美股。除了年度视角下 A 股波动很大以外，牛熊周期视角下，A 股波动更大，择时的重要性进一步显现。以上证综指刻画，1991 年以来 A 股已经经历了五轮“牛市-熊市-震荡市”周期不断交替的过程，目前处在第六轮牛熊周期中：第一轮牛市是 1991/1-1993/2，随后在 1993/2-1994/7 进入熊市，随后在 1994/7-1996/1 市场进入震荡市。第二轮牛市是 1996/1-2001/6（中间包含了 1997/5-1999/5 持续 24 个月的高位震荡），2001/6-2002/1 是熊市，02/1-05/6 是震荡圆弧筑底，在 2004/4-2005/6 市场经历了中长期圆弧底部尾部的最后一跌。第三轮牛市是 2005/6-2007/10，随后 2007/10-2008/10 进入熊市，这次市场暴跌之后没有经历底部震荡，而是直接从 08 年 10 月 28 日开始快速上涨。第四轮牛市是 2008/10-2009/8，随后在 2009/8-2011/4 期间市场高位震荡。在 2011/4-2012/1 期间市场进入熊市，之后 2012/1-2014/6 期间市场震荡筑底。第五轮牛市是 2014/7-2015/6，经历了 2015/6-2016/1 期间的三轮大跌之后，从 2016/1 的上证综指 2638 点至 2018 年底市场处于震荡筑底阶段。第六轮牛市始于 2019/1 的上证综指 2440 点。从时间上看，A 股一轮牛熊周期为 5-6 年，而美股光牛市平均下来就 12 年，算上震荡市和熊市后，美股一轮牛熊周期近 20 年，A 股的周期轮回节奏更快。从涨跌幅看，A 股指数在牛熊市中的涨跌幅均很大，1991 年以来五轮完整的牛熊周期中上证综指在牛市区间的涨跌幅分别是 1459%、195%/114%（第二轮周期中有两段牛市）、514%、109%和 180%，换成复合年化涨幅为 255%、125%/44%、112%、142%和 207%，剔除第一次极端值后平均为 126%，熊市区间的年化涨幅分别为 -61%、-54%、-73%、-38%和 -64%，平均为 -58%，具体牛熊周期划分详见表 2。对比美股，如前所述我们计算道指在牛市中的平均年化涨幅为 20%，熊市平均年化跌幅为 29%。牛熊周期视角下，A 股的波动更加剧烈，择时策略的性价比更高。

图7 牛市时 A 股涨幅大于美股



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 熊市时 A 股跌幅大于美股



资料来源：Wind，海通证券研究所

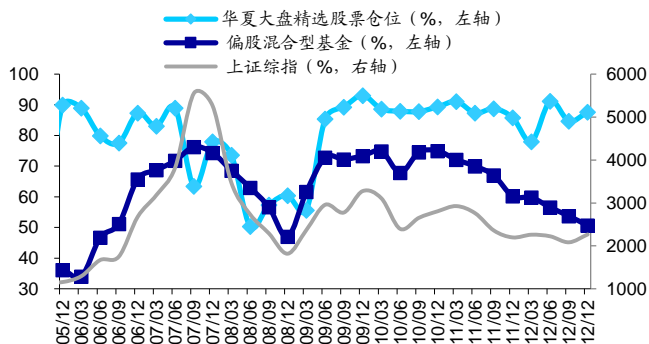
表 2 A 股历史上经历的牛熊周期（以上证综指刻画）

市场周期	市场形势	开始日期	结束日期	持续时间（月）	指数区间涨跌幅	指数年化涨跌幅
第一轮	牛市	1991/01	1993/02	26	1459%	255%
	熊市	1993/02	1994/07	20	-79%	-61%
	震荡筑底	1994/07	1996/01	15	振幅：223%	
第二轮	牛市一段	1996/01	1997/05	16	195%	125%
	高位震荡	1997/05	1999/05	24	振幅：32%	
	牛市二段	1999/05	2001/06	25	114%	44%
	熊市	2001/06	2002/01	8	-40%	-54%
	震荡筑底	2002/01	2005/06	40	振幅：79%	
第三轮	牛市	2005/06	2007/10	29	514%	112%
	熊市	2007/10	2008/10	12	-73%	-73%
第四轮	牛市	2008/10	2009/08	10	109%	142%
	高位震荡	2009/08	2011/04	21	振幅：50%	
	熊市	2011/04	2012/01	9	-30%	-38%
	震荡筑底	2012/01	2014/06	31	振幅：32%	
第五轮	牛市	2014/07	2015/06	11	180%	207%
	熊市	2015/06	2016/01	8	-49%	-64%
	震荡筑底	2016/01	2018/12	30	振幅：36%	255%
第六轮	牛市	2019/01	至今			

资料来源：Wind，海通证券研究所

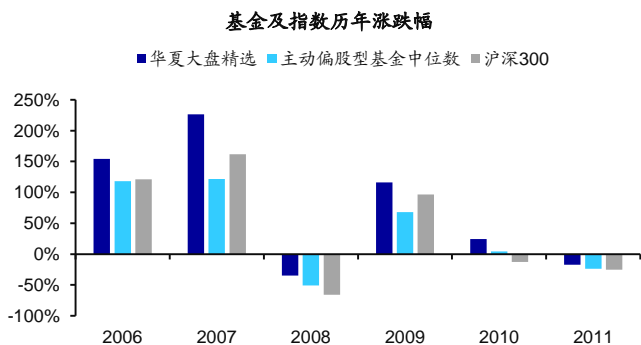
择时高手在 A 股能取得明显的超额收益。A 股长期来看基本面的增长贡献了绝大的收益率，但是因为股市波动大，一方面投资者的业绩短期可能有较大的回撤，导致持股的稳定性不足，另一方面如果能抓住牛熊市的拐点，阶段性的收益率也不输长期收益率。因此在 A 股，择时的性价比明显高于美股。在择时方面做得很好的例子是王亚伟。他的成名之路从 2005 年底接手华夏大盘精选开始，2006 年华夏大盘精选以 154% 的收益率排名第 12，2007 年以 226% 的收益率位列第一，比第二名许炜执掌的中邮核心优选基金高出 35 个百分点，2008 年排第二，2009 年再次得第一，2010 年第三，到 2012 年王亚伟离职时，华夏大盘精选净值 6 年多的时间里翻了 11 倍。大盘精选在投资时通过大幅调整股票仓位来获取择时收益：在 06-07 年牛市中华夏大盘精选持有的股票市值占比一直在 80% 以上，同期其他偏股型基金的仓位并不高，从 06 年初的 35% 逐步抬升到 07 年底的 75%；到了 08 年随着海外金融危机蔓延，华夏大盘精选为了规避系统性风险，前两个季度大幅减仓 28 个百分点，同期其他基金只减了 10 个百分点；08Q3-Q4 华夏大盘精选又大幅加仓 10 个百分点，而其他基金还在减仓；进入 09 年，当经济在 Q2 确认复苏后，华夏大盘精选基金单季度大幅加仓 30 个百分点，从低仓位进入高仓位运行，而其他基金只小幅增加了 10 个百分点。因此整体来看，06-11 年这段时间股市牛熊转换剧烈，华夏大盘精选基金在牛市保持极高的仓位，在市场牛转熊时迅速大幅降低仓位来控制系统性风险，待熊市后期又领先其他基金提前大幅加仓来获得市场向上的收益，这种择时策略使得在 06-11 年间大盘精选每一年的净值增长率均超过了同类基金和沪深 300 指数，6 年基金复权净值累计增长率为 1100%，同期主动偏股型基金收益率中位数为 220%，沪深 300 累计涨跌幅为 150%。

图9 06-12 年华夏大盘精选股票仓位



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 06-11 年华夏大盘精选表现优于同行及指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 未来一段时间在 A 股择时仍有必要

A 股高波动的来源：估值和盈利波动双高。股票收益率的拆解有两种口径，一种是整体法，即总市值=PE*净利润；另一种是价格法，即 $P=PE*EPS$ 。在个股层面，两种方法是统一的，因为总市值就是股价乘以股本，而净利润也是 EPS 乘以股本。但是当拆解股指的收益率时，股指成分股的总市值与股指的点位并不一一对应，主要原因是股指点位计算时依据股本等因素对个股的权重进行了调整。所以，上述两种方法在指数收益率拆解时应该进一步明确为两个公式，整体法下为【指数成分股总市值=成分股总的净利润*对应的 PE】，价格法下为【指数收盘价=经过权重调整后的 EPS*股指点位对应的 PE】。当前行情软件输出的 A 股各主要股指的 PE 和 EPS 均是整体法下的数值，因此用整体法计算市值涨跌幅是数学上更为合理的口径。我们计算 2005-2019 年全部 A 股的总市值年化涨幅是 22.3%，对应的整体法 PE 年涨幅为-1.3%，净利润年涨幅为 25.4%。考虑到大家更习惯观察指数的收盘价，我们计算得 2005-2019 年得全 A 指数剔除分红后的名义年化收益率是 12.7%，低于市值涨幅的 22.3%，两者的差异如前所述源自 A 股长期以来总股本大幅变动以及指数成分股的权重调整。由于我们无法获得指数价格法下对应的 EPS，我们假设整体法下估值和利润对市值涨幅的贡献度与价格法下 PE 与 EPS 的贡献度一致，计算得 12.7% 的指数名义年化收益率可以拆分为-0.7% 的 PE 年化涨幅以及 14.4% 的 EPS 年化涨幅。而美股标普 500 指数方面，由于官方直接公布了经过指数权重调整的 EPS 和 PE，我们可以计算出 1988 年以来标普 500 不考虑分红的名义年化收益率 7.7%，PE 贡献了 0.7%，EPS 贡献了 6.9%。将 A 股的数据与美股对比，我们能得出以下结论：

- ① A 股与美股在长周期视角下收益率基本由盈利增长贡献，估值的影响极小：A 股年化涨幅中估值和盈利的贡献度分别为-6%和 114%。美股为 10%和 90%，余下部分为盈利和估值交乘项的贡献。
- ② 无论是 A 股还是美股，估值的波动都比基本面波动更大：考虑到不同均值的数据组标准差的大小不能直接比较，我们计算变异系数（标准差/均值）来衡量两地股市收益率的波动。在 A 股，整体法下全部 A 股 PE 的变异系数为 5，高于 EPS 的 1.7；而在美股，标普 500 指数 PE 的变异系数为 3.9，也远高于 EPS 的 1.5。
- ③ A 股比美股波动大，且估值和盈利波动都大：横向对比，整体法下全部 A 股市值涨幅的变异系数是 2.4，高于标普 500 指数的 0.8；全部 A 股整体法 PE 年化涨幅的变异系数是 5，高于标普 500 指数的 3.9；全部 A 股整体法净利润年化涨幅的变异系数是 1.7，高于标普 500 指数的 1.5。

表 3 收益率拆解

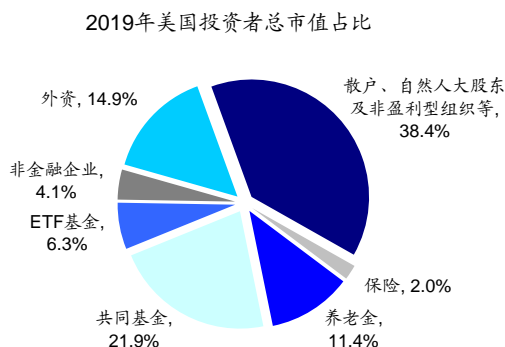
	万得全 A（价格法，不含分红）	万得全 A（整体法，不含分红）				标普 500 指数			
	年化涨幅	年化涨幅	均值	标准差	变异系数	年化涨幅	均值	标准差	变异系数
收益率	12.7%	22.3%	30.5%	74.5%	2.4	7.7%	13.6%	10.7%	0.8
PE	-0.7%	-1.3%	10.1%	50.1%	5.0	0.7%	5.9%	23.4%	3.9
EPS	14.4%	25.4%	29.7%	50.1%	1.7	6.9%	11.5%	17.4%	1.5
误差项	-1.0%	-1.8%				0.05%			

资料来源：Wind，海通证券研究所

估值盈利波动双高格局短期难以改变，因此择时策略在 A 股仍有必要。如前所述，在统计数据上我们发现 A 股波动明显高于美股，且估值和盈利两个项目波动均较高，究其原因，我们认为是 A 股和美股的结构性差异导致了前述估值和盈利的波动性差异：

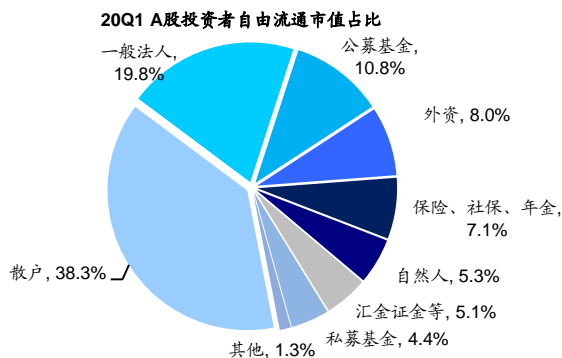
- ① **A 股机构投资者占比低，使得 A 股的估值变动很大：**我们在《A 股与美股对比：投资者结构及交易特征-20190531》中对对比过 A 股和美股的投资者结构，按市值占比看，美股机构投资者占比六成，A 股只有三成，因此从资金属性上看，机构投资者代表的成熟资金在 A 股的占比较低：2019 年美股市值中 Household Sector（散户、自然人及非盈利型组织等）持股市值占比为 38.4%，政府及其他占比为 4.8%，机构投资者为 56.9%（较大的机构投资者如共同基金及 ETFs 占比 28%、外资 15%、养老金等险资 11%），相比之下，A 股自由流通市值口径下，20Q1 散户持股市值占比为 38.3%，自然人和法人占比 25.1%，机构占比为 30.3%（公募 10.8%、外资 8%、保险类资金 7.1%、私募 4.4%）。除此之外，我们在《A 股内外资机构投资行为的差异-20180724》、《今年外资还会再流入吗？-20200407》等报告中也分析过，相比海外的机构投资者，A 股以公募为代表的机构投资者更加重趋势，风格和行业轮动更快，而且负债端受散户影响，部分机构投资者投资行为散户化，也使得 A 股的波动加大。

图11 2019 年美股机构投资者占比



资料来源：美联储，海通证券研究所

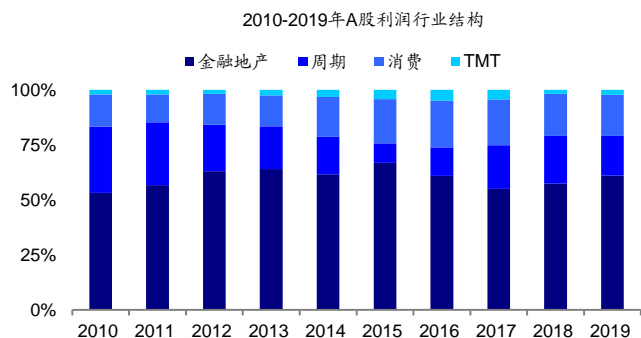
图12 20Q1 自由流通市值口径 A 股投资者结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

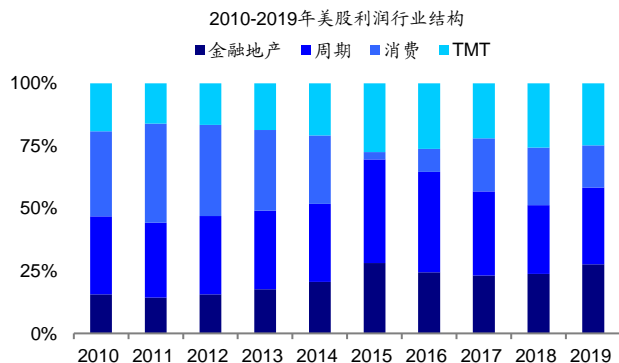
- ② **A 股盈利结构中周期性强的行业利润占比高，使得 A 股的基本面波动也很大：**我们将 A 股和美股的行业均划分为金融地产、消费、科技、周期四大类行业，从利润占比看，2019 年 A 股中金融地产占比为 62%，周期为 19%，消费 15%，科技 4%；而美股的结构更加均匀，金融地产、周期、消费、科技四个行业的利润占比分别为 24%、27%、25%、24%。四大类行业中金融地产和周期两大类行业周期性较强的，盈利波动较大，而消费和科技两大行业周期性相对更弱，盈利波动较小。从 A 股和美股的利润结构看，A 股有 80% 的利润顺经济周期，美股只有 52%，因此 A 股的盈利波动也更大。

图13 2010-2019A股盈利行业结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

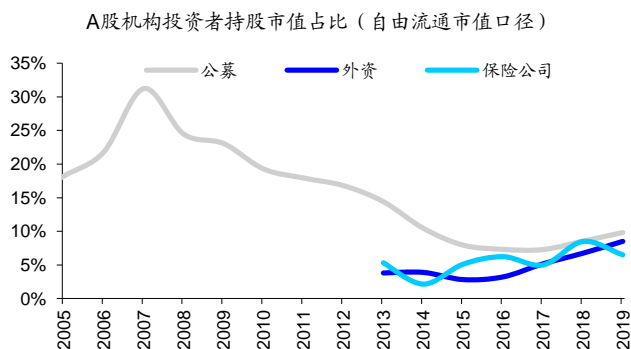
图14 2010-2019 年美股盈利行业结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

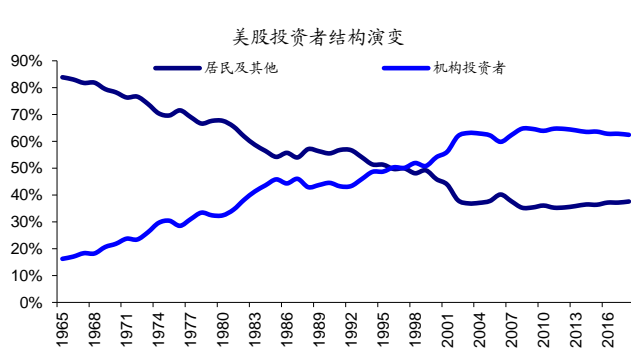
- ③ 投资者结构和上市公司结构均在改善中，但难以一蹴而就，因此基于高波动的择时策略在A股仍有存在的必要。我们曾在前期《股权时代长线资金将改变A股生态-20190425》、《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似1980年代美国-20191217》等多篇报告指出，当前我国类似1980年代美国，处于产业结构转型期。而借鉴1980年代美国，产业结构从工业向消费科技业转型离不开股权融资的支持。因此在未来，融资端上将有大量的新兴产业公司上市融资，投资端上金融供给侧改革大背景下，长线资金也将逐步入市，股市的波动性也将未来因为企业盈利结构变化和机构投资者成熟而下降。但是这是一个非常漫长的过程，以投资者结构为例，美股1980年机构投资者在股市中的占比约为30%，到2000年的60%，平均下来每年仅增加1.5个百分点。A股方面，公募、外资和保险公司三大机构投资者在自由流通市值口径下的持股市值占比从2015年最低的16%上升到19年的25%，平均下来一年也只增加2个多百分点，A股要达到美股的水平还需很长一段时间，而短期机构投资者占比仍难出现显著的上升，估值的波动性仍将存在。从上市公司行业构成的角度看，以各行业在IPO金额和数量中的占比来衡量，代表产业转型方向的消费和科技行业占比大约是50%，高于这两类行业在利润中的占比，但是考虑到新兴产业相比金融地产等行业利润没有那么丰厚，整个股市的利润结构将很难在短期内得到扭转，盈利的波动也将继续存在。因此在未来的一段时间内，股市的波动依旧很难看到明显的降低，择时策略在A股依旧有存在的必要。

图15 A股投资者结构历年变化



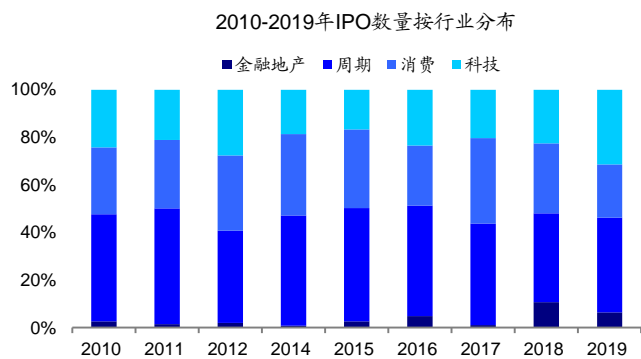
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 美股投资者结构历年变化



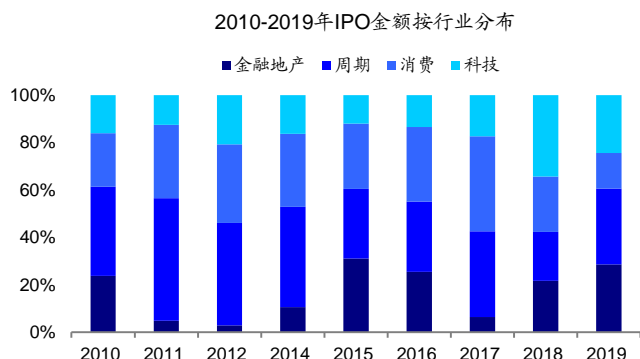
资料来源：SIFMA，海通证券研究所

图17 2010-2019 年 A 股 IPO 数量按行业分布



资料来源: wind, 海通证券研究所

图18 2010-2019 年 A 股 IPO 金额按行业分布



资料来源: wind, 海通证券研究所

风险提示: 向上超预期: 国内改革大力推进, 向下超预期: 中美关系恶化。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylh9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com