



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

徐海洋

2020年7月

摘要

2020 年二季度，全球主要股票市场普遍上涨。同时，国内 A 股市场主要指数均上涨，创业板指数二季度上涨 31.05%，创五年来年新高。其中，中小盘成长股明显强于权重股。

股市上涨的动力来源于无风险收益率的下降及风险偏好的上升。宽松的货币环境及资管新规的实施降低了无风险收益率，鼓励资本市场发展的政策刺激了投资者风险偏好的提升。

核心关键技术的自主替代是现阶段行情演绎的主要脉络，投资者要警惕那些并不掌握核心关键技术的公司，这些所谓高科技公司的股票已经被高估。在三季度经济复苏趋势下，金融等周期类股相对价值得到提升。

资本市场改革进程显著加快。创业板注册制改革已经进入实施阶段，新三板转板制度落地，政策对资本市场的呵护将持续。

本报告负责人：尹中立

本报告执笔人：

● 尹中立

国家金融与发展实验室
高级研究员

● 徐海洋

华安证券研究所所长

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

目 录

一、2020 年二季度中国股票市场运行情况回顾.....	1
(一) 二季度中国股市整体运行情况回顾	1
(二) 主要行业板块运行情况及分析	2
二、股市走强的背景因素分析：货币宽松与无风险收益率快速下降	5
(一) 全球货币超发，中国资产吸引力提升	6
(二) 无风险收益率下降提升股市投资的吸引力	8
三、制度改革动态：创业板的注册制改革正加快推进	9
(一) 创业板市场的注册制改革方案出台	10
(二) 上证综指编制方法进行了修改完善	10
(三) 新三板市场推出转板制度	11
四、市场展望：关键核心技术的自主替代是持续热点	12

一、2020 年二季度中国股票市场运行情况回顾

（一）二季度中国股市整体运行情况回顾

2020 年二季度，全球主要股票市场一改一季度弱势，普遍上涨。美国道琼斯指数、德国 DAX 指数、标普 500 指数、法国 CAC40 指数、日经 225 指数等均实现一定幅度上涨，涨幅在 10% 至 30% 左右不等。纳斯达克指数二季度上涨 29.39%，创该指数推出以来历史新高。各主要指数中，香港恒生指数涨幅最小，仅 5.40%。

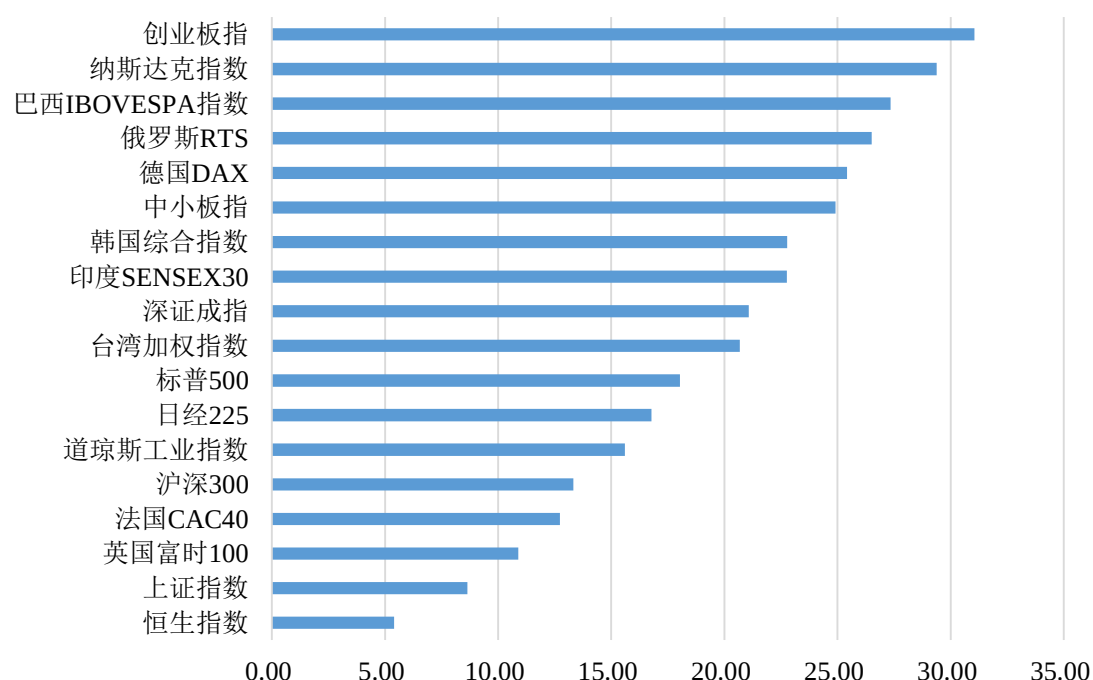


图 1 全球重要股指 2020 年二季度涨跌幅排名

资料来源：Wind 资讯。

由于我国疫情控制最为成功，社会经济活动在一季度大幅度回落之后稳步回升，A 股市场在二季度表现出色，主要指数全部上涨，其中，上证综指上涨 8.64%，深成指上涨 21.07%，沪深 300 指数上涨 13.33。创业板指数二季度大幅上涨 31.05%，创五年来新高，在全球各主要股票指数中涨幅第一。

从市场投资风格偏好看，二季度中小盘成长股继续获得追捧，

走势明显强于权重股，与一季度的投资风格基本一致。创业板指数的周线图连续出现逼空走势，六月份，中小盘科技股加速上扬，创业板指数单月上涨 18.65%。

以金融、地产、制造业为代表的权重类周期股在整个二季度表现较弱，银行、建筑装饰、建筑建材三个行业逆势下跌，跌幅在 3% 以内。科技成长与周期金融股票之间估值差异在二季度逐步拉大，在季度末达到高峰。

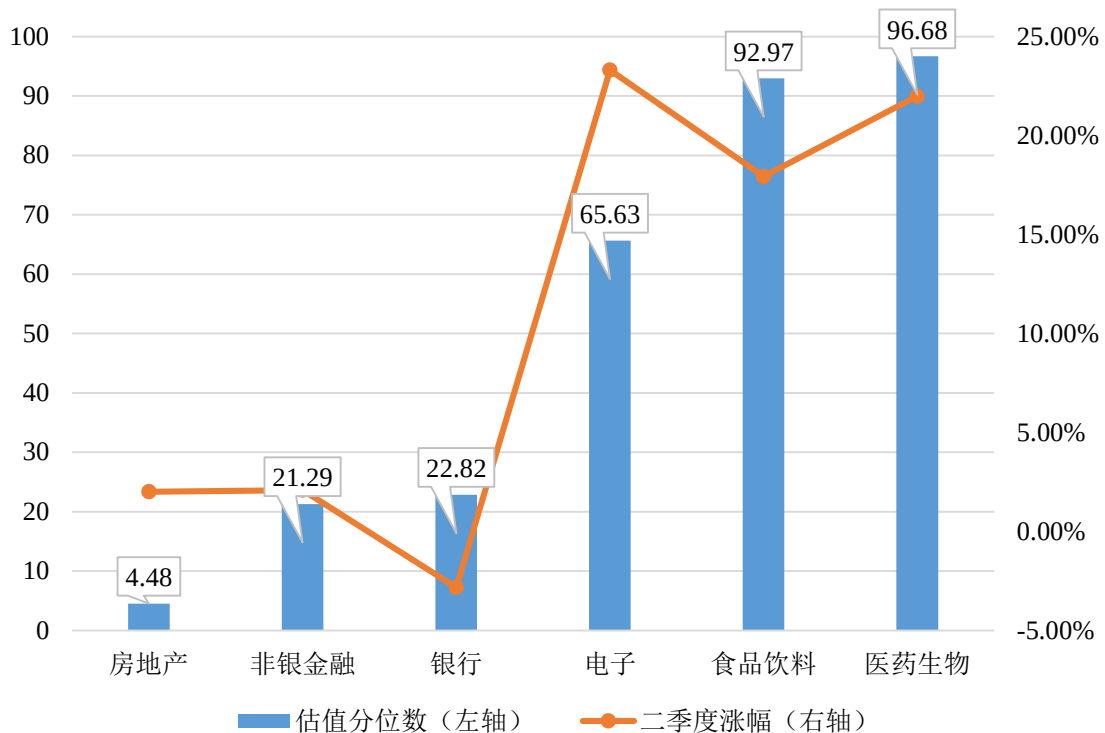


图 2 6 月末市场大小盘风格估值差距进一步拉大

资料来源：Wind 资讯。

（二）主要行业板块运行情况及分析

2020 年二季度，大部分行业指数都有不同程度的上涨，其中，休闲服务、食品饮料、医药生物、电子、传媒占据行业指数涨幅榜前五名。在经济趋势不明，全社会投资回报率下降的背景下，受经济周期影响较小的消费和科技类公司获得机构及外资青睐，与大消费相关的行业继续引领行情发展。

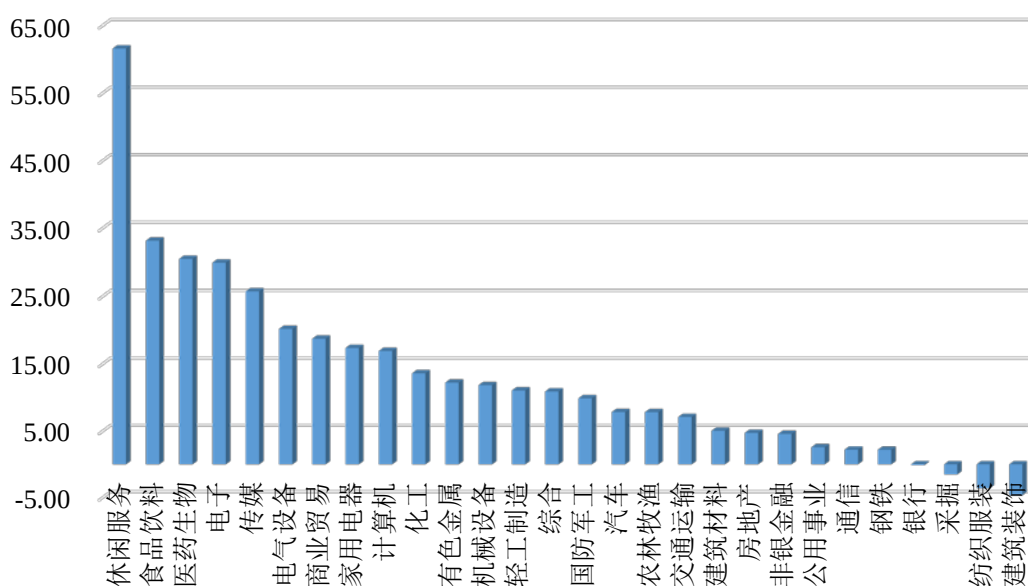


图3 二季度A股各行业指数表现（申万一级行业）

资料来源：Wind 资讯。

1. 休闲服务：免税概念助推行业走强

疫情对休闲服务业的冲击巨大，但由于国家加大了免税政策力度，刺激相关上市公司股票价格大幅度上涨，二季度休闲服务行业实现了 61.6% 的惊人涨幅。

今年上半年，境外疫情倒逼国人消费回流，加上贸易战加剧，我国决策部门提出“双循环战略”，意味着实施多年的“国际大循环战略”出现了变化。在此背景下，3 月份多部门提出健全免税业政策体系，6 月 30 日海南免税政策正式落地，增加国内的免税商品供给来替代部分商品的出口是“双循环战略”的具体体现。

上市公司“中国国旅”在海南拥有免税店，6 月初国家出台了《海南自由贸易港建设总体方案》，该公司 6 月份更名为“中国中免”，股票股价从 4 月初的 70 元上涨到 6 月底的 153 元，7 月初突破 200 元。行业龙头中国中免二季度涨幅达 202%，凯撒旅业九连板涨幅达 256%，众信旅游涨幅也超过 161%。

市场往往对超预期的政策刺激反应十分强烈，但免税概念股在短期内上涨幅度过大，累积了一定风险。我们认为免税店牌照

的价值是“物以稀为贵”，当免税牌照增加，其价值应该是贬值的，假如所有商店都是免税，也就无所谓免税了。

2. 食品饮料：通胀预期刺激优质资产估值提升

在货币宽松的背景下，市场通胀的预期增加。根据以往的经验，以茅台、五粮液为代表的高端白酒企业产品定价能力较强，因此，这类资产具有抗通胀的属性。该板块在今年上半年持续受到资金的关注。截止到二季度末，食品饮料行业 PE 估值为 46.31 倍，处于近 3 年高位。各子板块二季度估值提升明显，其中白酒板块 PE 从 29.43 倍提升到 38.06 倍，啤酒板块 PE 从 36.46 倍提升到 60.33 倍，其他酒类 PE 从 57.92 倍提升到 73.72 倍，调味发酵品 PE 从 58.37 倍提升到 76.06 倍。个股涨跌幅方面，二季度行业中 82% 的个股实现正收益，17% 的个股涨幅超过 50%，其中，酒鬼酒、仙乐健康股价翻番，区间涨幅分别达到 169% 和 142%。

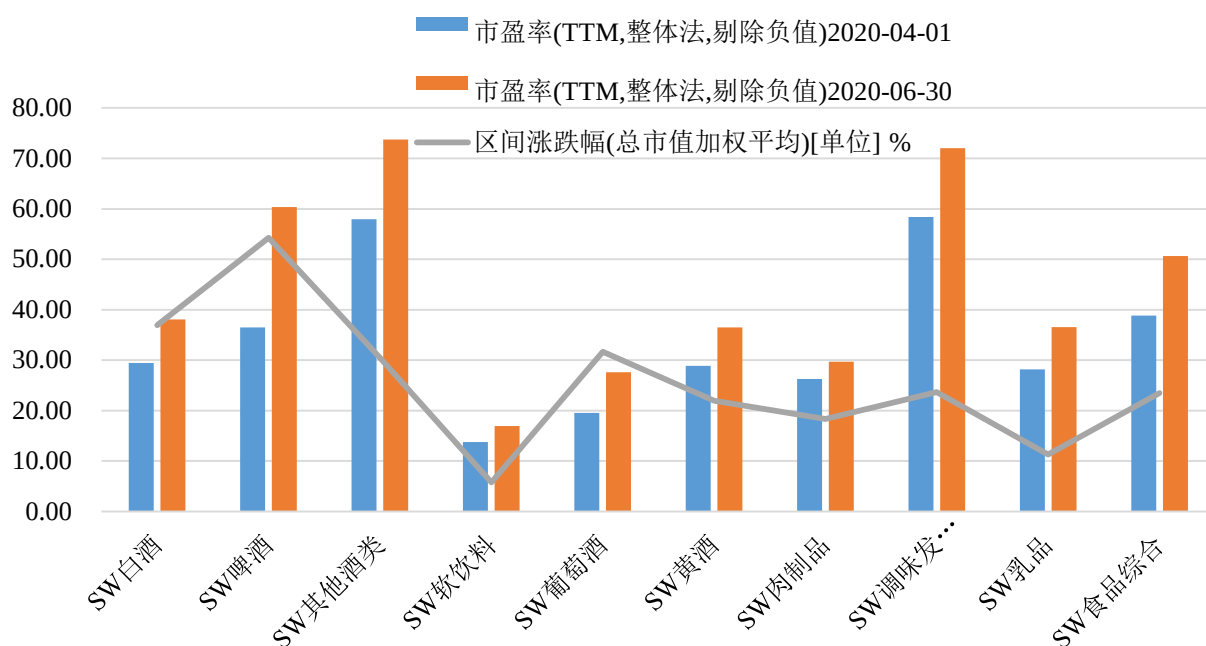


图4 二季度食品饮料行业股票的表现

资料来源：Wind 资讯。

3. 医药生物：疫情推动板块热点轮番表现

二季度医药行业涨幅达 30.45%。目前行业 PE 估值为 56.47 倍，处于近 5 来的高位。子板块间估值分化差异较大，其中医疗服务板块 PE 估值为 120.05 倍，医药机械板块则为 76.78 倍，生

物制品板块 67.30 倍，化学制药板块 48.32 倍，中药和医药商业板块不到 30 倍。二季度各子板块估值均有上升，其中医疗服务板块涨幅最大。

医药行业表现优异，一方面源于医药行业需求偏刚性，行业龙头企业业绩稳定性强；另一方面由于疫情带来的防护用品、检测试剂、监护设备等需求增加，公众对疫苗接种的认知不断提升，热点主题不断涌现轮动。行业内涨幅居前的个股主要集中在诊断试剂、医疗防护、医疗设备、抗病毒药物等受益于抗疫措施的相关个股。此外，市场对疫情后周期的投资机会也颇为关注，主要包括医疗器械、疫苗、创新药及相关产业链、医疗服务等。

4. 电子：关键核心技术的自主替代成为持续热点

电子行业自 2019 年下半年便开始逐步走出独立行情，其核心驱动力在于 5G 带动设备更新及信息产业的国产替代。我们在过去的报告里曾经多次提及信息产业的国产替代及其投资机会，美国对中兴与华为公司的制裁行为表明，信息产业的关键核心技术必须立足于国产化。芯片和操作系统等都是信息产业的关键核心技术，为了摆脱这些关键核心技术受制于人的局面，必须采取强有力的措施补齐技术短板，由此将产生难得的投资机遇。

我们认为，信息产业的国产替代是“双循环战略”的重要组成部分，其重要性和带来的投资机遇远大于免税政策。

子板块方面，申万电子 5 个二级子板块均跑赢沪深 300 指数。其中，电子制造涨幅最大，上涨 38.32%；半导体上涨 30.68%；光学光电子上涨 22.34%。

二、股市走强的背景因素分析：货币宽松与无风险收益率快速下降

2020 年全球经济体流动性宽松，国内市场理财产品打破刚兑，无风险收益率下行，引发居民理财资金结构性转移，是引导股市行情变化的核心逻辑。

（一）全球货币超发，中国资产吸引力提升

为了应对疫情对经济的冲击，全球各国均采取了宽松的货币政策和扩张性的财政政策。以美联储为首的各国主要央行资产负债表急剧扩张，各经济体流动性宽松，资产价格快速回升。相对于全球市场，中国资产的吸引力提升。

3 月份之后美国联邦基金目标利率已降至 0，欧元区边际存款利率为-0.5%，日本维持 2016 年以来的负利率，美、欧、G20 和全球政府部门杠杆率均已升至历史高位。截止到 5 月末，美国广义货币 M2 增速已经升至 23.1%，创下 1944 年以来新高。欧元区 5 月份广义货币 M3 增速已经升至 9.1%，创下 2009 年以来新高，距离历史最高增速（11.4%）已经不远。日本 6 月份广义货币 M3 的增速也提升至 5.9%，创下 1991 年以来新高。

但另一方面，全球实体经济恢复缓慢。6 月末，IMF 在最新一期《世界经济展望》报告中，将今年全球经济增速预测从-3%下调至-4.9%，预计发达经济体萎缩 8%，新兴市场国家萎缩 3.9%，美国、欧元区、日本分别为-8%、-10.2%、-5.8%。

在货币激增和经济萎缩之间，将形成巨额货币超发。2020 年一季度，我国广义货币供应量增速超过 GDP 增速 16.9 个百分点，仅次于 2009 年一季度。

超发的货币供给最终可能冲击的资产价格，就是股价和房价。我国的证券历史上，凡是经济下行期，广义货币增速超过 GDP 增速一段时间后，往往会出现股市上涨行情。典型的如 1996 年至 1997 年的牛市，上证指数上涨了 3 倍；2006 年至 2007 年的大牛市，上证指数突破 6124 点。

在全球流动性过剩的环境下，国内市场具备比较优势，国外资金持续流入。当前，中美一年期以上国债收益率都有 200BP 以上差距，5 年期、10 年期国债到期收益率利差达到 5 年新高，5 年期收益率利差超过 250BP，10 年期国债收益率利差为 237BP。同时，从股票市场估值水平上看，欧美股市估值水平已回到过去

10 年的 80%~90%分位，A 股无论是绝对估值还是相对估值均处在低位，属于国际市场中的价值洼地。参考台湾、韩国等股市对外开放经验，当前外资持有台湾、韩国市值占比分别为 38% 和 33%，持有 A 股市值占比仅 2.5% 左右，可见，外资增持 A 股的空间仍然巨大。二季度以来，通过沪股通、深股通流入 A 股的北向资金明显增加，北向资金净买入额突破 11000 亿元人民币，达到新高。

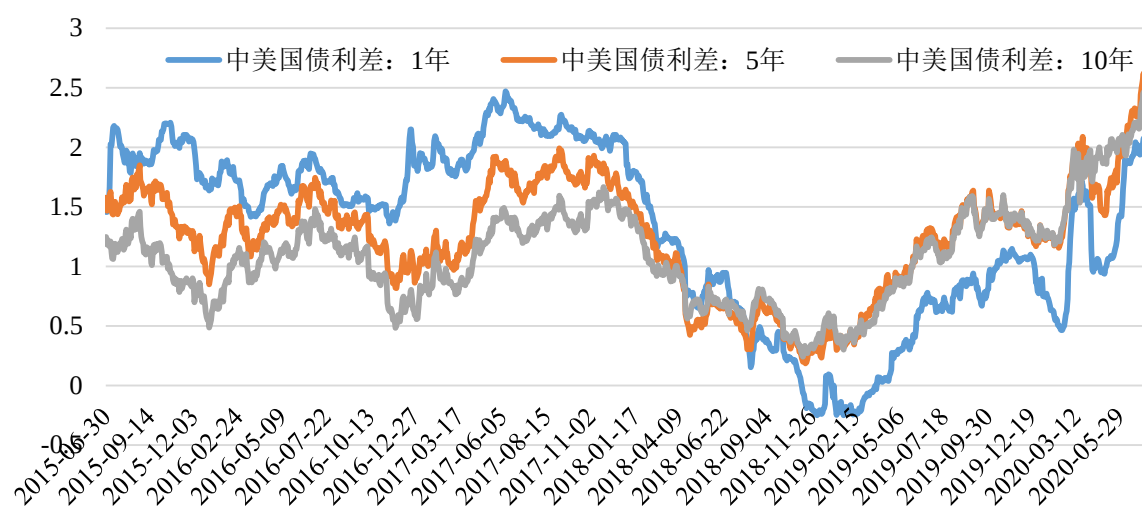


图 5 中美利差走势图

资料来源：中债估值中心，Wind 资讯。



图 6 陆港通资金动态

资料来源：Wind 资讯。

（二）无风险收益率下降提升股市投资的吸引力

一般而言，我国金融市场的无风险收益率可以用国债收益率替代，但对于不同群体的投资者而言，他们的无风险收益率又有所区别。对于低收入者来说，他们难以参与国债交易或购买银行理财产品，定期存款或余额宝的收益率是他们的无风险收益率；对于中等收入者来说，他们的无风险收益率可以用银行理财产品的收益率来替代；对于资金量较大的人士来说，信托产品的收益率是他们的无风险收益率。

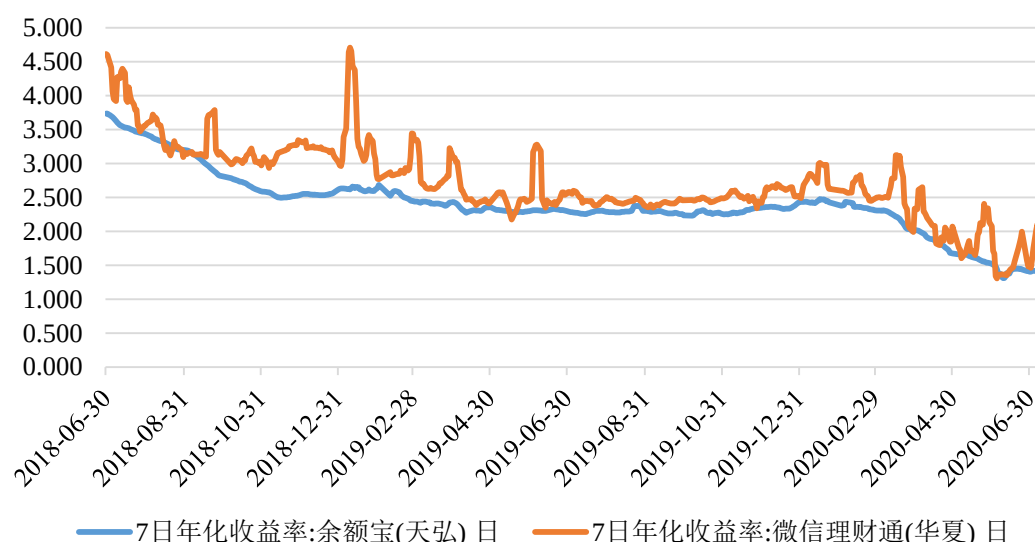
2018 年 4 月资管新规实施之后，打破了信托与银行理财刚性兑付，信托产品和银行理财产品均成为风险资产，使得各类人群的无风险收益率开始趋同。随着资管新规进一步向银行产品深入，净值化产品数量增多，打破刚兑已走到银行理财这一环节。

在资管新规实施前，理财产品主要使用摊余成本法计算净值，在市场利率波动时，理财产品底层资产（债券、票据、非标等类固收资产）价值的变化不会影响产品净值，理财产品也不会跌破面值。资管新规发布后，理财产品启动净值化管理，在市场收益率（利率）变化时，底层类固收资产价值变化，将直接体现为理财产品的净值和收益率波动。

今年 5 月份国债大跌，收益率大涨，理财产品底层资产价值大幅调整，理财产品净值同步下跌，甚至跌破面值。来自中国理财网的数据显示，6 月 30 日当天，累计净值在 1 元以下的理财产品有 272 个，其中不乏 R2 级中低风险产品，这些“破净”产品涉及国有银行、股份制银行、城商行、农商行、外资银行、银行理财子公司等。虽然相对于 12000 多只的产品总数，破净产品占比不算高，但理财产品“包赚不赔”的刚兑预期已经被打破。

打破刚兑系统性地降低了市场无风险收益率水平。从数据上看，银行理财产品整体收益水平已经不断向下。据统计，各类期限理财产品平均年化收益率从 2018 年初的 5% 左右持续下降，目前在 3.7% 左右。短期理财产品收益率从 2018 年 4% 左右的水平，

下降到目前 1.5%左右。货币基金收益率也在不断走低，以天弘余额宝为例，2018 年中，余额宝 7 日年化收益率在 3.8%左右，此后一路下滑，6 月初最低达到 1.3%的水平，目前维持在 1.4%左右。华夏银行微信理财收益率，也从去年的 4.5%下跌到二季度末约 1.5%的水平。



资料来源：Wind 资讯。

无风险收益率的快速走低，促使居民进行资产的重新配置，而不动产投资已经占据居民 70%以上的资产份额，继续提高配置比例的吸引力下降，股票市场作为资产配置的吸引力增加。一个可见的现象是，随着银行理财产品破净数量的增加，股票型基金的发行逐步升温，权益资产的吸引力有所提升。

三、制度改革动态：创业板的注册制改革正加快推进

2020 年二季度，创业板注册制试点加快推进，资本市场基础发行机制逐步完善，新三板转板制度落地，成长性创新型企业发展有望快速上市，市场活跃度得到提升。后续资本市场改革将继续深化改革与扩大开放，强化机构力量，为市场引入更多稳定资金。

（一）创业板市场的注册制改革方案出台

4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，深交所同步就《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》等8项业务规则向社会公开征求意见。

6月12日，证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，表明注册制改革在科创板试点取得经验之后，正在稳步向创业板及其他板块市场推广。

创业板的注册制改革系统参照了科创板制度设计方案，改革后的创业板有了明显变化，更加便利股权融资；强化信息披露，加大对信息披露违规处罚力度；加强风险管控，提升违法违规成本等。

表1 创业板注册制改革前后对比

	注册制改革前	注册制改革后
上市标准	有盈利要求，不存在未弥补亏损	创新成长类企业，实施一年后允许亏损企业上市
发行制度	核准制	注册制
新股定价	23倍PE发行价限制	取消23倍PE发行价限制，市场化询价确定发行价格
退市机制	连续两年亏损发布退市风险警示； 连续三年亏损暂停上市； 经营能力达到要求可恢复上市	取消暂停上市，达到退市标准直接退市； 引入组合类财务退市标准
涨跌幅限制	上市首日涨幅44%，后续为10%	上市前5日不设涨跌幅限制，后续为20%
投资者准入门槛	没有资金门槛	已开通的投资者，签订风险揭示书； 新申请的创业板投资者需20日交易资产日均10万元以上，且交易经验超2年

资料来源：沪深证券交易所。

（二）上证综指编制方法进行了修改完善

在股市运行的30年时间里，上证综合指数逐渐确立了其不可替代的市场地位，但该指数也存在需要完善的地方，例如，中国石油上市首日定价48元，之后就一路下跌，上市之初市值近

10 万亿元，跌至目前只有不到 1 万亿元的市值，拖累了上证综合指数 1000 余点。炒新是我国股票市场的特点之一，新股上市定价通常都严重偏高，如果这些新股一开始就纳入综合指数的计算，就会对指数产生负面影响，确有必要对此进行修改。

6 月 19 日，上交所官网发布公告，上海证券交易所与中证指数有限公司决定自 2020 年 7 月 22 日起修订上证综合指数的编制方案：1) 从指数中剔除 ST 股与*ST 股；2) 日均总市值前 10 的新股上市三个月后计入指数，其他新股一年后计入；3) 红筹 CDR 与科创板股票将依据新方案计入沪指。

新方案针对性地解决了风险警示个股拖累股指表现、新股纳入时点股价过高，以及股指无法及时反映市场结构变化等，造成股指失真与未能反映经济现实的问题。跟踪沪指的指数型与 ETF 基金数量（当前仅有 2 只）有望增多，为市场带来可观的增量活水。

二季度改革进程加速，后续资本市场改革方向确定，即继续深化改革与扩大开放，强化机构力量，为市场引入更多稳定资金。可以预期的发展方向包括：1) 资本市场对外开放加速，证券、基金、期货外资股比限制提前全面放开，6 家外资控股券商已顺利落地。QFII/RQFII 全面取消额度限制，外资总体净流入；2) 全面深化资本市场改革，科创板制度创新继续推进，如科创板股票纳入沪股通、引入做市商制度、IPO 老股转让等创新制度，科创板再融资办法等将加快推进；3) 增设银行理财子公司与保险资管，增加机构投资者数量；4) 加大权益类资管产品发行力度，鼓励理财子公司加大证券投资力度；5) 支持险企加大资本市场投资力度，对权益类资产差异化监管，引导保险资金配置权益资产。

（三）新三板市场推出转板制度

6 月 3 日，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（简称《指导意见》），对转入板块

的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。《指导意见》明确了符合条件的新三板精选层挂牌企业可以申请转到科创板或创业板上市。

本次全面深化新三板改革建立转板上市制度，允许精选层挂牌公司直接转板上市，有助于丰富挂牌公司上市路径，打通中小企业成长壮大的上升通道，加强多层次资本市场的有机联系，增强金融服务实体经济能力。同时，转板制度与“精选层、创新层、基础层”的分层机制结合，加强多层次资本市场的优势互补，错位发展，互联互通，更好服务中小企业成长壮大。

四、市场展望：关键核心技术的自主替代是持续热点

第一，三季度经济复苏态势将更加明显。货币边际收紧，但整体宽松格局不会改变；相对稳定的复苏节奏，会增加市场关于宽货币向宽信用转化的讨论。这种环境有利于权益市场继续维持活跃。

第二，从行业景气度来看，全球半导体行业扩张周期仍在继续，消费电子和 5G 应用继续升温。费城半导体指数 3 月以来持续向上；5 月份智能手机产量已经转正，同比增加 8.4%，5G 手机占比大幅提升。新能源汽车产销数据稳步走好，云计算、自主可控等领域发展也具有较高的确定性，科技周期向上态势没有改变。但考虑到二季度末的大幅上涨，股价需要等待基本面超预期信息验证。

投资者要警惕那些并不掌握核心关键技术的公司，这些所谓高科技公司的股票已经被严重高估。随着第一批科创板公司解禁股流通上市，大多数科创类公司的股价将面临压力。

第三，经济复苏预期增强，周期类股票有望获得补涨。周期股方面，基建投资进一步增加。今年 5 月，挖掘机销量同比增长 68%，其中国内销量同比增长 76.3%；重卡产量、批发销量、终

端销量分别同比增长 54.1%、65.6%、61.2%；螺纹钢社会库存自 3 月中旬开始快速下降，去化程度已经超过 50%；水泥产量同比增长 8.6%，同比增速扩大。金融股中，以券商、保险为代表的非银金融股，二季度业绩大幅提升，主流券商业绩同比涨幅超过 100%。地产受制于政策调控，需要等待销售数据持续验证，以此激活市场关注。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。