

长期结构性慢牛方向不变，中短期市场风格面临切换

——2020 年上半年 A 股行情回顾与展望

弘业期货宏观研究员 张惠乾

一、上半年 A 股行情回顾

（一）A 股指数上半年运行阶段划分

A 股股指今年上半年的行情可以大致划分为 4 个阶段。下图以上证指数为例，对 4 个阶段指数的走势进行回顾：



数据来源：wind，弘业期货

第一阶段是从年初到 2 月 3 日，海外媒体对武汉疫情有了零星的报道，但对新冠病毒的致病性、传染性都还没有充分认知，然后政府突然宣布武汉封城，一时间市场的恐慌和不确定情绪开始蔓延，A 股市场开始下跌。

第二阶段是从 2 月 3 日到 3 月 5 日，由于执行了严厉的出行控制措施，新增病例持续下降，2 月中上旬 A 股有所反弹。

第三阶段是从 3 月 5 日到 3 月 23 日，随着海外疫情的爆发，先是欧洲疫情迅速扩散，然后美国疫情一直没有得到有效控制，海外市场经历前所未有的大崩溃，标普 500 指数仅一个月就跌去 35%，上证指数最低达到 2646.8 点，比年初跌去 12.78%。

第四阶段是从 3 月 23 日开始至今，各国政府纷纷采取强硬的防疫措施，运用大量经济调控政策，比如美联储的降息到零，无限量 QE，2 万亿救助计划等，全球主要经济体央行纷纷跟随；中国的利率水平也趋势性下行。在此背景下，A 股市场企稳反弹，美股纳斯达克指数甚至创出历史新高。

（二）流动性宽松是股市顽强上涨的核心动力

股价等于每股盈利 $EPS \times$ 市盈率 PE ，而市盈率 PE 的三个决定因素是盈利预期、风险偏好及利率水平。整体而言，上半年市盈率扩张是指数收红的重要支撑；而市盈率扩张的核心驱动力在于利率下行。

上半年，A 股整体盈利预期明显下行，风险偏好受到压制，显然都不是支撑 A 股整体市盈率扩张的因素。而利率下行、流动性宽松则是支撑上半年市盈率扩张的主要驱动力。

在美股“不要对抗美联储”；在 A 股还是要看“央妈”。

（三）对疫情“免疫”的行业风格占优

上半年 A 股市场的风格主线是科技龙头+必需消费（医疗、食品饮料）+农业周期。这些板块的共同特征是“免疫”，甚至“受益（疫）”。在利率下行、流动性宽松的推动下，叠加这些板块“内需内供”的业绩相对优势，市盈率大幅上行。

二、长期结构性慢牛方向不变

（一）长期结构性慢牛的根基

1、长期来看，无风险利率趋势性下行。这是长期慢牛的根基之一。中国“劳动人口数量红利”消失，潜在经济增速换挡下行，经济进入新常态，是无风险利率下行的根本原因。

2、长期来看，市场对 A 股的风险偏好将持续提升：

（1）金融供给侧改革（包括但不限于注册制、再融资、并购重组、退市、投资者保护等制度变革），正在为 A 股史上首次长期慢牛奠定最重要的制度基础，形成长期慢牛的市场生态环境；

（2）“房住不炒”背景下，居民财富配置（包括养老金等长期资金）向证券市场长期迁移；

（3）经济结构转型升级加速：供给侧由“要素数量驱动”向“科技创新驱动”转型，需求侧由“投资驱动”向“消费驱动”转型。

（4）中美贸易战，中国经济的韧性得以体现，“中美脱钩论”带来的市场恐慌得以初步消化。

（5）新冠疫情中国政府的“作业”向世界各国资本展示了中国政府的强大组织动员能力和抵御系统性风险的能力，从长期来看增强国际资本对中国体制的信心。

（6）人民币国际化、金融对外开放，给外资进入中国资本市场提供了更为便利的条件。

总之，长期来看：以注册制为核心的金融供给侧改革为 A 股史上首次长期慢牛奠定制度基础；经济结构转型升级、新陈代谢，A 股将呈现结构性行情；疫情的不确定性、外围市场的不确定性、中美关系的不确定性等，A 股的行情不会一蹴而就，而是一波三折的慢牛行情。

（二）长期结构性慢牛的主线

在结构性慢牛行情中，科技创新是中国经济的时代主题，应该是行情的长期主线；而受益于庞大内需市场、人口老龄化、消费升级的医疗+消费行业等，也是长期主线之一。同时，金融供给侧改革服务于科技创新，融资结构从以银行为主导的间接融资向以投行为主的直接融资转变，头部券商将充分受益。

A 股首轮长期结构性慢牛可以称之为“科技创新牛”“金融供给侧改革牛”。

三、中短期市场风格面临切换

（一）大类资产风格切换

6 月以来，全球风险资产如各国股市、原油等上涨，而避险资产如美元指数、国债等下跌、黄金震荡整理，全球避险情绪明显下降。这源于全球疫情的爆发高峰已过，经济重启、复苏的转折点已经到来。

（二）股市内部行业风格切换

从股市内部的风格来看，目前可能是防御风格（确定性成长）向周期风格切换的临界点。

虽然我们坚信“科技+消费”是长期结构性慢牛行情的主线；但是短期来看，需要警惕这些板块因为市盈率过高而阶段性调整。疫情之下，市场“规避冲击、拥抱内需”的配置思路成为已经成为共识，“业绩相对优势”的医药、食品、农业等板块，公募基金配置达到近 10 年新高，配置呈现拥挤；相关板块的市盈率已经非常高，例如食品、医药等相对 A 股估值已显著超过均值 1 倍标准差。目前科技+必需消费（医疗、食品饮料等）的“抱团取暖”仍然在继续。但是，这种“抱团取暖”可能在经济复苏、周期股启动的时候面临瓦解。

随着国内外疫情好转，一方面中国已经全面复工复产，基建、地产投资带动中上游产业链复苏，另一方面海外发达经济体的重启也将带来出口需求的边际改善。经济复苏将提升周期板块的盈利预期，提振市场的风险偏好，市场资金将从高估值的防御板块阶段性流出，流入低估值的周期板块。最近，周期风格（如券商、地产、钢铁、有色、煤炭等）出现上涨，蠢蠢欲动，市场风格初步显示出切换的迹象。

不过，疫情和中美关系仍有反复，市场风格转换难以一蹴而就。例如，近期疫苗研发进展、北京疫情、美国疫情的演变等，仍在牵引着市场的情绪。中国周边地缘政治形势的变化，是中美关系的映射，也时刻扰动着市场。如果市场由于疫情、中美关系的短期恶化而出现调整，是加仓周期股的机会，同时可以逢高逐步兑现高估值的消费板块。

总之，长期结构性慢牛行情中，科技和消费仍然值得长期关注。但中短期来看，市场风格可能阶段性切换；周期股的行情来临时，弹性很大，注意把握周期股的中期机会。