中国 A 股新动力正在形成

在全球货币政策大幅宽松的背景下，资金源源不断流入资本市场，今年二季度以来 A 股市场快速反弹，并且预示了下半年的走势。同时，资本市场改革稳步推进，对外开放明显加速，科技创新企业对于资金的吸引力使资本市场更加值得期待。

文 | 张志前

突如其来的新冠肺炎疫情，使世界经济遭遇了20世纪大萧条以来最为严重的衰退。2020年上半年，全球金融市场遭受重创，出现剧烈动荡。截至2020年6月底，标普500指数累计下跌5.5%、英国富时100指数下跌18.2%，法国CAC40下跌17.43%，德国DAX30下跌7.08%，它们的最大振幅均超过了30%。相比之下，中国A股市场不仅振幅较小，而且涨幅居前，特别是创业板指数以35.6%的涨幅领跑全球。

进入7月，中国A股延续上涨态势，沪指、深成指和创业板指三大股指的涨幅均超过10%，牛市特征已经十分明显。在新冠肺炎疫情导致全球经济衰退的大背景下，中国A股的支撑力或上涨的动力是什么？如果是牛市的话，是资金推动的资金牛、经济复苏引发的复苏牛，还是改革红利释放的改革牛？ A股的牛市下半年还能否延续？

全球货币宽松，资产价格回升

新冠肺炎疫情给全球经济带来前所未有的巨大挑战，稳经济成为全球央行的基本共识。在这种情况下，世界各国的央行都开足了马力，希望以宽松的货币政策挽救本国经济。应该说从2019年开始，全球就已经开始进入新一轮的货币宽松，但是今年上半年的宽松力度，大大超出年初的预期，其规模之大、力度之强、范围之广前所未有。

我们先来看全球四大央行总资产变化情况。在2003～2007年的五年间，中、美、欧、日四大央行的总资产从3.3万亿美元增加到6.4万亿美元。2008年，全球金融危机开始爆发，全球央行开动印钞机。2008～2012年的五年间，四大央行总资产规模迅速攀升到13.4万亿美元。之后，伴随着接连不断的欧洲危机与新兴市场危机，到2017年，四大央行总资产再次扩张到20万亿美元。2019年，经济略显疲软，欧美央行再次祭出扩表措施。2020年，新冠肺炎疫情来袭，全球央行迅速开放水龙头。截至2020年6月底，全球四大央行总资产已经攀升到25万亿美元，其中新增的5万亿美元几乎全部集中在过去半年。

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

下半年各国货币和财政政策仍倾向于宽松。以美国为例，自2020年2月底以来，美联储实施的各项资产购买和信贷计划已经使美联储的资产负债表规模增加了3万亿美元。美联储表态将在未来几个月维持当下购债速度，并将维持当前低利率水平至少到2022年。财政政策方面，发达经济体采用空前的财政救助及刺激稳定经济和社会需求，央行辅以扩表来支持财政政策扩张，走向“财政货币化”。美国一再面临财政悬崖，且两党在是否延长扩大的失业保障计划方面存在分歧，可以预见财政刺激的力度相比前几轮将有减弱。

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

资金是资本市场最直接、最有效的动力，全球货币宽松自然引发资产价格上涨。

虽然创业板、科创板在上半年已经有了很大涨幅，但下半年仍然值得投资者关注，其中科技创新、数字经济等企业尤其值得重点关注。

市场，造成了今年二季度以来 A 股的快速反弹，也预示了下半年的走势。

中国经济复苏，提振 A 股信心

2020 年 2 月下旬开始，新冠肺炎疫情在海外蔓延，全球金融市场剧烈动荡，国际贸易严重受阻。全球主要经济体一季度 GDP 同比增速均有所下行，其中，美国一季度实际 GDP 环比折年率下降 5.0%，二季度 GDP 更出现了 32.9% 的暴跌，失业率陡增。欧元区一季度 GDP 降幅 3.6%，日本一季度 GDP 萎缩 2.2%，欧元区和日本一季度的失业率也都出现明显上升。国际货币经济 IMF 预测，2020 年全球经济将会萎缩 4.9%。新兴经济体一季度增速也出现了不同程度的下滑。IMF 预计，新兴市场和发展中经济体 2020 年经济增长将萎缩 3.0%。

反观中国经济，虽然疫情使中国一季度 GDP 同比下降 6.8%，但是进入二季度，随着疫情的有效控制，中国经济开始全面复苏，GDP 由负转正，实现同比增长 3.2%。上半年中国 GDP 同比仅下降 1.6%，在世界主要经济体中表现最好。2020 年 7 月，中国制造业采购经理人指数 PMI 达到 51.1%，连续 5 个月超越荣枯线。PMI 指数是经济监测的先行指标，PMI 连续 3 个月高于 50% 的荣枯线时，反映经济运行趋于良好。IMF 预计，2020 年中国是主要经济体中唯一能够实现正增长的国家。中国有效控制疫情，经济全面复苏，为全球经济复苏增添一股积极力量，也为低迷沉闷的全球经济注入信心。

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

从全球范围的疫情演化看，东亚及欧洲等地的疫情得到一定控制，复工复产也相继展开，但是疫情并未终结，仍在全球蔓延。目前，美国的疫情出现了第二波，新增病例数从每天的 2 万左右增加到 5 万左右，而巴西、印度、俄罗斯等新兴经济体及非洲大陆疫情的控制仍不得力。在疫苗成功研发并且大规模接种之前，疫情很可能会在今年秋冬出现反复。新冠肺炎疫情依然是今年下半年全球经济面临的最大不确定性。在这种情况下，中央提出了构建“双循环”新发展格局，以国内循环为主，国际国内双循环互相促进，其目的就是应对新冠肺炎疫情和世界经济环境的变化，促进中国经济实现高质量发展。

市场化改革提速，科技板块受益

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

上半年，资本市场方面的改革也十分抢眼。继去年 9 月全面深化资本市场改革的 12 条重点

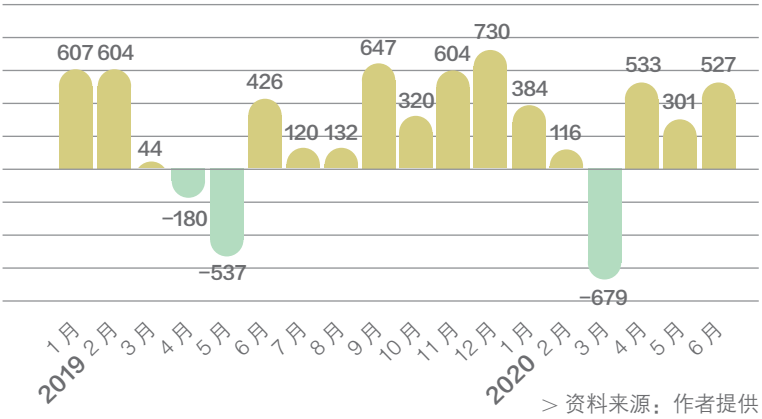
任务正式发布以来，证监会今年初进一步明确2020年资本市场改革的重点任务。3月1日，新《证券法》正式实施生效，为从融资端和投资端发力推动资本市场改革提供根本保障。4月27日，备受市场期待的创业板改革并试点注册制方案“出炉”，中国资本市场深刻变革的征程再次迎来关键节点。2019年年底，我国就已经提出了要在新三板设立精选层并引入转板机制。今年7月27日，新三板精选层设立，首批32家企业集体晋层。这些改革将有助于市场向“上市易、退市易”方向转变，提升上市公司的质量。

与此同时，资本市场的对外开放也明显加速。证券基金期货机构外资股比限制提前全面放开，6家外资控股证券公司已顺利落地。QFII/RQFII全面取消额度限制。开放是现代经济体系和成熟金融市场的基本特征，加快推进资本市场高水平双向开放，持续深化资本市场互联互通，不仅便利跨境投融资活动，也有助于发挥资本市场支持产业科技创新的重要功能。6月18日，中国证监会主席易会满在第十二届陆家嘴论坛上表示，将进一步优化沪深港通机制，扩大沪深港通的投资范围和标的，进一步完善沪伦通业务，进一步拓宽ETF互联互通；将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的等创新制度。随着未来A股与国际市场的双向开放不断提速，A股整体预期收益率和波动率可能会进一步下滑，风险调整后收益可能会日渐接近发达国家水平。

随着中国资本市场改革开放的不断加速，科技板块将成为最大的受益者。中国一直希望能建立像美国纳斯达克那样的科技股市场。美国纳斯达克曾经孕育出了苹果、微软、亚马逊、脸书等科技巨头，极大地促进了美国的技术创新。继去年上交所科创板之后，深交所定位创业板“三创四新”，即企业符合“创新、创造、创意”的大趋势，或者是传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”深度融合属性。创业板试点注册制的实施，将有利于推动更多优质新兴类企业登陆资本市场，进一步增强对创新创业企业的制度包容性。

2020年上半年北上资金净流入A股金额

（亿元）



> 资料来源：作者提供

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

（作者系中国建投投资研究院副秘书长）