

大华信安三季度 A 股投资策略——后疫情时代

2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情注定了会对世界各国的经济状态、战略格局、金融市场以至于人们的生活消费习惯产生重大的影响。今年的第二个季度，疫情持续在世界范围内蔓延和肆虐，截至 6 月 30 号，全球累计确诊人数已经突破了 1000 万人，50 万人因此失去了生命。与欧洲各国的投鼠忌器不同，美国政府虽然嘴上没说但实际上已经在实行群体免疫策略，这直接导致了美国到六月末新冠肺炎累计确诊病例全球最多，突破 268 万例，累计死亡病例超过 12.8 万例。

有了疫情这个完美的借口，美联储开启了无节操的、史无前例的大放水，事实上，美联储在本轮危机期间对市场的干预程度是历史罕见的，迄今为止已经砸出了数万亿美元，继一季度将利率降到 0 之后，又直接购买企业债、间接干预股市、将美债货币化……如今美国正处于结构性萧条状态，所有增长都是靠债务融资来维持的。数据显示，美国联邦债务可能最快在明年突破 30 万亿美元大关。而这个依赖债务融资的增长模式，完全靠美联储的刺激政策和流动性注入来维持运转。换句话说，美联储不仅一手制造了巨大的市场泡沫，而且也开始依赖泡沫。

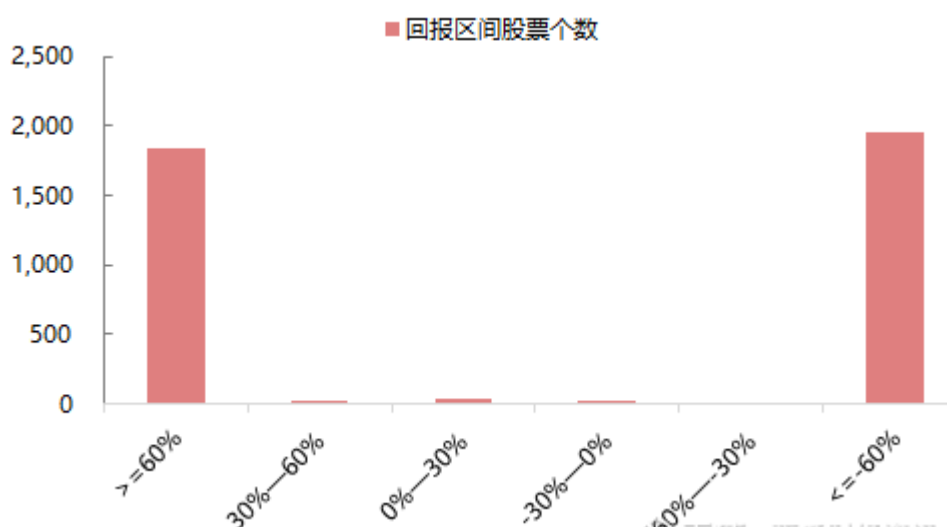
最近几年美联储的货币政策常常失效，无法达到预期效果，原因在于政策制定者面临很大的通胀压力。正因如此，美联储此前一直十分依赖资产价格通胀的上升，并希望借此推高整体通胀率。但自股市在 3 月底触底之后，这种动态平衡就被打破，美联储对资产价格的依赖减弱。在通胀回升无望的情况下，美联储的行动就基本盯着就业这个唯一风向标。一旦美国就业市场出现持续反弹并企稳迹象，哪怕股市出现投机过热现象以及系统性崩溃风险，恐怕也无法阻止鲍威尔转变政策。因此，美国股市虽然出现了水牛式的反弹行情甚至纳斯达克还创出了历史新高，但未来的泡沫风险正在加大。虽然我们无法预计什么时候泡沫会破裂但是一旦破裂的话将会引发资金层面、经济贸易层面以至地缘政治层面的震动，这种情形会成为 A 股最大的外部影响来源，好消息是 A 股正逐步弱化来自这个方向的联动性。

回首国内，基于我国的体制优势，对新冠疫情的战役已经由原来的“控”

转入到下半场“防”的阶段，以严防境外输入为主。为了支持实体经济，央行展开了一系列货币政策，量的方面包括定向降准等操作，价的方面包括通过OMO降息带动MLF下降进而带动LPR下调等。货币政策产生了较好的效果，3月以来M2和社融持续回升，DR007和R007持续降低，当前市场流动性合理充裕。货币政策发力之后更多纾困中小微企业的金融政策接棒，当前已出台了展期续贷、不得盲目抽贷断贷压贷等存量性政策，以及再贷款再贴现、定向增加信贷等增量性政策。考虑到海外疫情的不确定性，未来仍将出台更多政策以进行纾困。

那么在后疫情时代的第二季度里A股市场呈现出了什么样的变化呢？这里需要重点提到的一个特征就是市场投资风格严重机构化，二季度以来两市成交量基本维持在7000-8000亿之间，从资金的角度来说就是一个典型的存量市场。由于整体的赚钱效应并未显现，而出现超额收益的板块聚焦明显，使得在行业择股、仓位配置及持股耐心方面都不占优的普通股民收获寥寥转而投向更专业的投资机构。

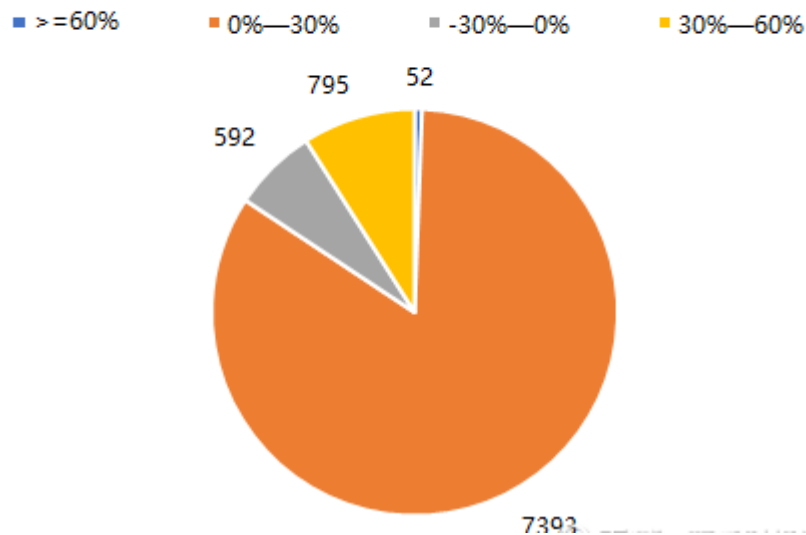
对两市所有上市公司涨跌幅进行统计，发现股票回报两级分化非常显著，涨幅曾经超过60%以及回撤曾经超过-60%的股票均接近2000只，更有不少是在同一只个股上出现两种情形。因此，相较基金，个股投资虽或能取得更高收益但风险更大，且结构性行情预计仍将持续，这也将继续拉低个股赚钱效应。



从运作的效果上看，截止2020年6月30日，8832只基金中有52只回报超60%，有795只回报在30%-60%之间，多数回报在0-30%之间，有592

只录得负回报，但未跌破-30%。整体来看，基金赚钱效应较强。

回报区间基金个数



从以上分析就不难理解为什么机构资金成为目前市场里主导性的增量资金来源了。值得注意的是，这种机构特性并非是某一种具体的投资方向而是一种风格趋势，一种叠加更具专业逻辑判断的情绪喜好波动。当机构资金作为增量的时候，市场表现的差异是非常大的，其中几个明显的特征就是：

1、行业龙头股，特别是处在第一位置的会比其他的都涨的多，而且回撤也更小，这点在消费品行业和养殖行业里都有所体现。

2、机构重仓的时候游资的操作空间被进一步压缩，做多的过程会是一个逐步的过程，持仓需要更多的耐心。

3、由于流动性问题和注册制的加速落地，小盘股的原有炒作思维已经不适用，除非出现很大的基本面的改善要不然很难引起机构资金的兴趣。

4、投资逻辑更趋长期和专业，行业赛道、商业模式、历史诚信、经营趋势等成为机构选择时的重点考虑因素。

5、确定性越好，上涨的幅度对机构的影响就越小，优秀的公司涨了还能涨是机构资金主导时的特点之一，这点取决于机构对标的未来的价值判断是否改变，也是更专业的投研能力的体现。

投资行为趋于国际化、机构化是我们很早就已经提出来的方向，今年以来市场的波动很大，收益方向也表现出很强的结构性特征。普通投资者的投研水

平普遍不高，容易带来投资错判，而且随着全面注册制改革的进一步推进，更多的上市公司将会进入 A 股市场同样会增加其选股的难度，这种情形会导致去散户化进一步增强，使个人资金更趋向于借助机构力量进入市场，上半年的明星基金募集火爆就是一种佐证。

对于后疫情时代，我们注意到随着我国防控形式向好，企业经营、人民的生活逐步恢复常态，各项经济数据延续反弹态势，显示出我国的经济正逐渐从疫情中修复，同样的也给市场中受疫情影响比较大的低估值品种带来估值修复的机会。逻辑上经济复苏对消费板块的抱团十分不利，因为周期和金融板块的业绩会随着周期向上的力量而崛起，而复苏趋势下消费股的业绩确定性溢价会逐步丧失。数据显示，PE 估值历史分位中，食品饮料已经达到了 99%，医药生物也到达了 96%，而非银金融和银行则分别为 21%和 20%，巨大的估值差异也给修复行情提供了足够的空间。

所以，低估值品种特别是金融股会是短期内我们考虑增加配置的方向。至于国家一直鼓励和引导的科技方向，现在也进入到了半年报的大浪淘沙、业绩证伪阶段，这个方向不会轻易动摇，但经历过前期一波比较充分的炒作下，我们会在风格变换的过程中精挑细、选择机介入。

之前提到了现在的市场主导力量来源于机构，作为同样是机构的大华信安，我们的目标是成为趋势的引导者而不是跟随者，持续稳健的给客户捕捉超额收益的机会。

大华信安投研团队

2020 年 7 月 6 日