

行业研究/深度研究

2020年07月31日

行业评级:

银行 增持(维持)
非银行金融 增持(维持)

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

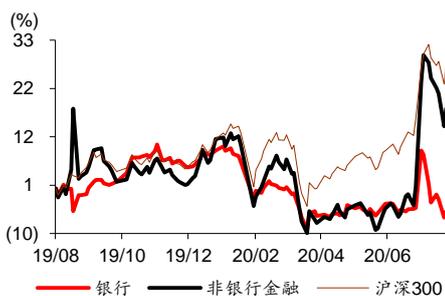
蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 行业周报(第三十周)》2020.07
- 2《银行: 资管新生态下的中小银行理财破局》2020.07
- 3《银行: 夯实资本实力, 中小行改革正当时》2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

构建双循环体系, 迎接证券化时代

“双循环”理念系列专题之三

核心观点

打造“双循环”的发展格局是推动未来经济转型的核心支柱, 我们认为资本市场是构建双循环体系的枢纽平台。产业结构的升级需要融资体系的转型来实现, 通过产业资本证券化、社会财富金融化来构建内部循环, 以更大力度的对外开放贯通外部循环, 实现“走出去”与“引进来”的双向互联互通。我们判断资本市场引导新旧增长动能转移, 也通过产业升级得以反哺, 是打造双循环体系的核心催化剂, 优质金融企业有望受益于体系建设下的发展机遇。

趋势: 企业资产证券化, 社会财富金融化

我们认为产业升级需要融资体系变革和资产证券化, 居民财富入市与产业、市场形成正向循环。国家大力支持新产业发展, 新经济产业将接力发挥经济引擎功能。资本市场与新经济互为促进, 利于打通新经济崛起全流程链条, 创新产业发展反哺资本市场。中国居民财富体量庞大, 我们认为宏观环境从房地产周期切换至资本市场周期, 持续加强股票资产配置力度是国内循环畅通的基础。我们认为居民财富主要借专业机构进入资本市场, 理财、基金、养老资金和保险均为重要渠道。参考美国 1990 年代的经验, 产业升级伴随证券化程度快速提升, 居民财富与资本市场形成了良好互动。

制度跨越, 以变革重塑市场生态

我们认为多层次资本市场与企业成长周期相匹配, 是对接全方位投融资需求的有效形式。转板机制对完善多层次分明市场体系、提高资本市场资源配置效率、激发基础板块活跃度、助力企业成长及产业布局调整具有重要意义。同时, 包容通达的发行制度、透明有效的信息披露制度、机动灵活的交易制度、严格谨慎的退市制度是多层次市场稳健运行、投融资双方良性循环根基所在。我国监管层自上而下推动资本市场改革, 新《证券法》、金融委会议、《要素市场化》明确改革方向, 创业板 IPO、再融资、并购重组、债权融资、新三板优化改革多点开花, 政策优化力度和落地节奏空前。

博采众长, 以开放拥抱外部循环

我们认为以更大力度对外开放贯通外部循环, 是促进经济稳健增长、产业良性升级的重要途径。通过制度接轨, 打造国际化的资本市场体系, 推进市场化运作机制, 同时多领域对外开放提速, 丰富的市场主体强化鲶鱼效应, 步入高阶竞争, 结合国际金融监管合作来构建健康的资本市场新生态。此外通过账户开放, 深化“走出去”与“引进来”的双向互联互通。外资额度逐步松绑下, 主动与被动资金加速跑步入场, 也在多地资本市场贯通后实现双向流动。此外国际化期货品种扩容也有望深化人民币国际化, 通过成功经验的不断复制打造世界高水平开放试验区。

风险提示: 外需下行压力过大, 经济增速下行超预期; 改革推进速率慢于预期; 大国博弈向科技、政治等多领域扩散的不确定性。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601211 CH	国泰君安	18.40	买入	19.25-20.85	0.97	1.01	1.13	1.23	18.97	18.22	16.28	14.96
600036 CH	招商银行	34.56	增持	38.76-41.35	3.68	4.15	4.79	5.56	9.39	8.33	7.22	6.22
601318 CH	中国平安	76.03	买入	92.32-100.02	8.41	9.01	10.60	12.27	9.04	8.44	7.17	6.20

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

核心观点	5
趋势：企业资产证券化，社会财富金融化.....	6
产业升级，以证券化构建内循环	6
资本市场引领产业创新	6
创新产业反哺资本市场	10
财富转移，以金融化强化内循环	11
居民财富转移是市场驱动力	11
专业机构是资金入市主渠道.....	14
美国经验：实体经济、资本市场、社会财富正向循环的 1990 年代.....	19
制度跨越，以变革重塑市场生态	23
多层次资本市场体系构筑基本框架.....	23
基础制度奠定市场良性循环基石	24
包容的发行制度是重中之重	25
透明的信息披露制度是核心.....	25
灵活的交易制度助力市场化.....	25
严格的退市制度为市场通衢.....	27
我国资本市场改革多点开花.....	27
博采众长，以开放拥抱外部循环	28
制度接轨：打造国际化的资本市场体系.....	28
以国际规则推进市场化运作机制.....	28
牌照放开强化参与主体鲶鱼效应.....	29
深化国际合作完善金融监管体系	30
账户开放：深化“走出去”与“引进来”的双向互联互通.....	31
额度松绑，主动与被动资金加速跑步入场	31
市场贯通，推动多地资本双向互联互通.....	32
期货扩容，推动人民币国际化持续深化.....	33
自贸创新，打造世界最高水平开放试验区	33
把握机遇，重视证券化时代的投资价值	35
证券行业：开启创新发展新周期	35
银行行业：持续看好财富管理银行.....	36
保险行业：β弹性提振投资表现	36
重点推荐标的	36
国泰君安（601211 CH，买入，目标价 19.25~20.85 元）：创新能力较强，机构客户基础扎实.....	36
招商银行（600036 CH，增持，目标价 38.76~41.35 元）：零售业务标杆，财富管理强行.....	36
中国平安（601318 CH，买入，目标价 92.32-100.02 元）：代理人转型改革深化，生态建设逐步落地	37
风险提示.....	37

图表目录

图表 1: 构建以资本市场为枢纽的“双循环”体系	5
图表 2: 产业升级、资本市场、居民财富大循环图	6
图表 3: 战略新兴产业、中国制造 2025、新基建框架	7
图表 4: 《2019 胡润全球独角兽榜》上榜企业国家分布: 中国居首	7
图表 5: 《2019 胡润全球独角兽榜》上榜中国企业集中于 5 个行业	7
图表 6: 2019 年末中、美、日、英证券化率对比	8
图表 7: 中国、美国历史证券化率对比	8
图表 8: 1900 年和 2018 年美国股票市场 GICS 行业市值占对比	9
图表 9: 美国各类资产年复合收益率对比	10
图表 10: 美国行业竞争力演变	10
图表 11: 居民财富与资本市场正向循环的路径框架	11
图表 12: 2006-2018 年中国个人持有地可投资资产总体规模及同比增速	11
图表 13: 2019 年中国居民住房资产占总资产的 59.1%, 低于金融资产	12
图表 14: 2019 年美国居民金融资产占总资产的 70.9%, 高于住房资产	12
图表 15: 2019 年中国居民现金及银行存款占金融资产的 39.1%	12
图表 16: 2019 年美国居民股票及基金投资占金融资产的 32.5%	12
图表 17: 2016H1~2020H1 公募基金发行份额结构: 2020H1 混合型占比显著上升	13
图表 18: 2016 年以来中央不断对“房住不炒”定调	13
图表 19: 2018 年港交所现货市场交易额投资者结构: 机构为主	14
图表 20: 2017 年上交所市场交易额投资者结构: 个人为主	14
图表 21: 2019 年末摩根大通 AUM 资产配置结构: 权益占比约 20%	15
图表 22: 2013-2020H1 中国公募基金资产总值及同比增速	15
图表 23: 2013-2020H1 中国公募基金 A 股投资金额及占资产总值比	15
图表 24: 2020 年 3 月末全球主要国家共同基金规模对比: 中国居第 5 位	16
图表 25: 2020 年 3 月末中国及海外主要国家及地区公募基金结构对比	16
图表 26: 2011-2019 年全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金规模及同比增速	17
图表 27: 2020 年 3 月末美国养老资金结构: IRA、401 (k) 计划分别占 33%、19%	17
图表 28: 美国、加拿大、挪威、日本养老金配置结构	18
图表 29: 2015.4-2020.5 中国保险资金总额及同比增速	18
图表 30: 2015.4-2020.5 中国保险资金股票及基金投资金额及占比	18
图表 31: 2020 年 5 月末中国保险资金资产配置结构	19
图表 32: 2020 年 3 月末美国保险 (财险+寿险) 资产配置结构	19
图表 33: 中国居民财富通过间接渠道为资本市场贡献的增量资金测算	19
图表 34: 美国实体经济、资本市场、社会财富正向循环框架	19
图表 35: 1970-2019 年美国 GDP 贡献: 个人消费支出占比提升明显	20
图表 36: 1970-2019 年信息业+专业和商业服务业产值/GDP 以及美股市值/GDP	20
图表 37: 1990 年代美国直接融资占比提升明显, 稳定在八成以上	20
图表 38: 1990 年代美股上涨幅度可观, 尤其是纳斯达克指数	21
图表 39: 1990-2019 年标普 500 指数行业自由流通市值: 1990 年代信息技术等等新兴产业占比快速提升	21

图表 40: 1990 年代美国养老金权益投资比例快速提升	22
图表 41: 1990 年代美国保险资金股票投资比例快速提升	22
图表 42: 1990 年代美国共同基金规模较快增长, 股票投资比例提升	22
图表 43: 我国多层次资本市场体系	23
图表 44: 多层次股票市场与企业成长周期的匹配与互动	24
图表 45: 资本市场制度循环图	24
图表 46: 我国融资融券余额规模占比	26
图表 47: 美国融资融券余额规模占比	26
图表 48: 2018 年末上交所持股市值占比	26
图表 49: 2019 年末美股投资者持股市值占比	26
图表 50: 资本市场改革多点开花	27
图表 51: 通过制度接轨与账户放开推动外部循环	28
图表 52: 全球资本市场主要 IPO 流程对比	29
图表 53: 外资金融机构股比完全放开时间点	29
图表 54: 金融监管国际化大势所趋, 我国多维度积极参与	31
图表 55: A 股纳入国际指数阶段表	31
图表 56: QFII 实际投资额度及使用率	32
图表 57: RQFII 实际投资额度及使用率	32
图表 58: 近年来沪深港通成交净流入量	32
图表 59: 首批我国发行的中日 ETF 互通产品情况	33
图表 60: 我国期货品种国际化放开时间点	33
图表 61: 《海南自由贸易港建设总体方案》制度设计梳理	34
图表 62: 投行未来高阶竞争逻辑图	35
图表 63: 重点推荐公司估值表	37

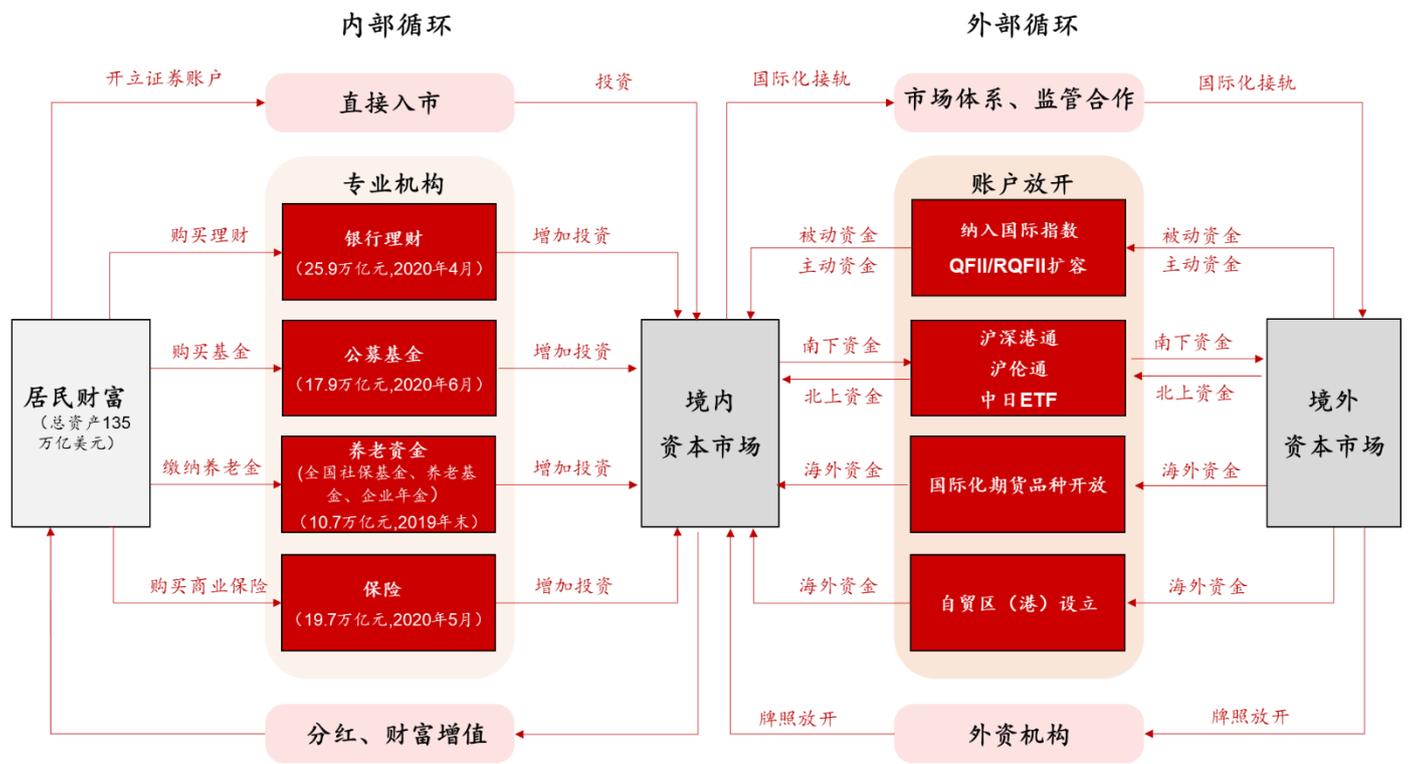
核心观点

构建资本市场枢纽平台是实现内部循环的核心驱动力。我们认为，当前中国传统增长模式面临瓶颈，以传统制造业和房地产基建为主导的旧动能乏力，习总书记在5月23日讲话时提出要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。我们判断产业升级需要融资体系变革和资产证券化，居民财富入市与产业、市场形成正向循环。国家大力支持新产业发展，新经济产业将接力发挥经济引擎功能。同时资本市场与新经济互为促进，利于打通新经济崛起全流程链条，创新产业发展反哺资本市场。中国居民财富体量庞大，我们认为宏观环境从房地产周期切换至资本市场周期，持续加强股票资产配置力度是国内循环畅通的基础。我们认为居民财富主要借专业机构进入资本市场，理财、基金、养老资金和保险均为重要渠道。参考美国1990年代经验，产业升级伴随证券化程度快速提升，居民财富与资本市场形成了良好互动。

加大对外开放力度是贯通外部循环的必要催化剂。我们认为以更大力度对外开放贯通外部循环，是促进经济稳健增长、产业良性升级的重要途径。通过制度接轨，打造国际化的资本市场体系，推进市场化运作机制，叠加多领域对外开放提速，丰富的市场主体强化鲶鱼效应，步入高阶竞争，结合国际金融监管合作来构建健康的资本市场新生态。同时通过账户开放，深化“走出去”与“引进来”的双向互联互通。我们认为外资额度逐步松绑下，主动与被动资金加速跑步入场，也在多地资本市场贯通后实现双向流动。此外国际化期货品种扩容也有望深化人民币国际化，通过成功经验的不复制打造世界最高水平开放试验区。

以证券化构建内循环，以开放贯通外循环，资本市场是链接双循环的重要枢纽。我们认为在国内国外双循环体系下，金融体系的功能正发生变化，效率更高的直接融资市场是未来的发展方向，资本制度建设是支持内循环体系不断自我升级迭代的重要保证。我们判断未来是企业资产证券化、社会财富金融化、市场体系开放化的过程，而资本市场将成为链接双循环的重要枢纽，具有重大的发展机遇。

图表1：构建以资本市场为枢纽的“双循环”体系

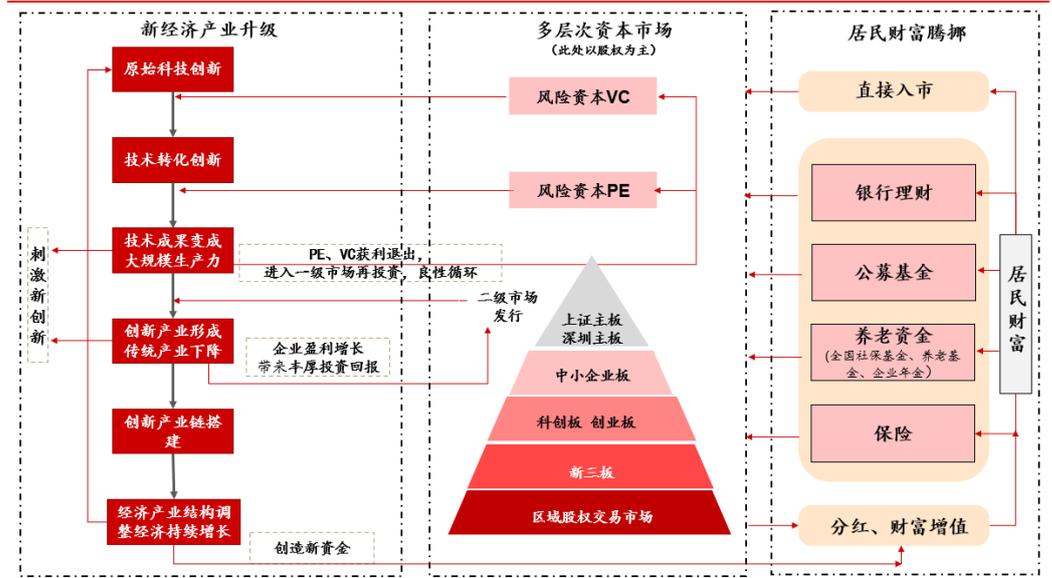


资料来源：华泰证券研究所

趋势：企业资产证券化，社会财富金融化 产业升级，以证券化构建内循环

当前国家大力支持新产业发展，新经济产业有望接力发挥经济引擎功能。我们认为产业升级发展离不开健全、匹配的投融资机制支持。新经济产业高风险和较低的固定资产率特征，无法与间接融资市场有效衔接，亟需直接融资体系打通产业崛起全流程链条。我们认为产业结构优化调整将提高资本市场投资价值，掌握核心技术的新经济产业发展壮大是资本市场新一轮跨越的核心驱动。

图表2：产业升级、资本市场、居民财富大循环图



资料来源：华泰证券研究所

资本市场引领产业创新

经济增长旧动能乏力，需推进产业基础再造和产业链提升。我们认为当前中国传统增长模式面临瓶颈，以传统制造业和房地产基建为主导的旧动能乏力。畅通国内循环、激活要素效率，着力点在于产业基础再造和产业链提升。一方面，产业结构优化升级要求强化优势产业领先地位，同时抓紧布局战略性新兴产业、未来产业，提升产业基础高级化、产业链现代化水平，最终释放产业活力。另一方面，创新产业形成后也将持续吸引资源、创造新需求，并挤压老产业生存空间，从而从根本上消除产能过剩，推动经济恢复平衡、实现能级跃升。

国家大力支持新产业发展，新经济产业将接力发挥经济引擎功能。从“战略新兴产业”到“中国制造2025”到“新基建”，近年来支持新兴产业发展的政策持续推出，成效斐然。2010年10月《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》印发，提出使节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大产业用20年达世界先进水平。2015年5月，《中国制造2025》印发，提出“一二三四五五十”的总体结构，重点培育10大产业。2018年12月中央经济工作会议把5G、人工智能、工业互联网、物联网定义为“新型基础设施建设”。随后“加强新一代信息基础设施建设”被列入2019年政府工作报告。

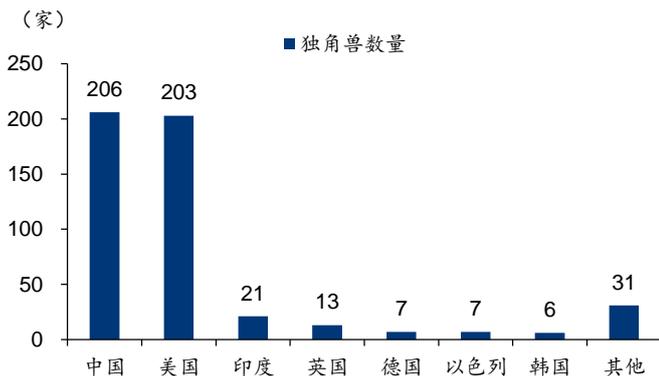
图表3： 战略新兴产业、中国制造2025、新基建框架



资料来源：国务院，华泰证券研究所

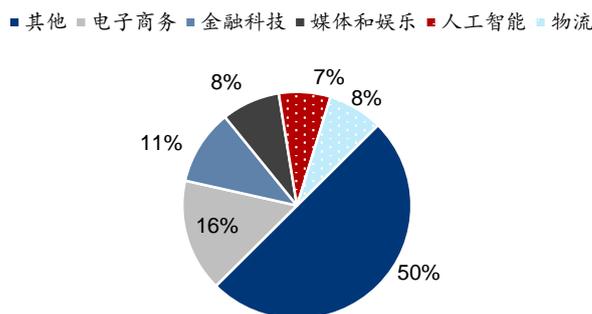
当前，我国已涌现出信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，有望接力并发挥好经济引擎功能，成为驱动新一轮腾飞的新动能。根据胡润研究院2019年10月发布的《2019胡润全球独角兽榜》，全球494家独角兽企业（创办不超过10年、估值达到10亿美元的科技初创企业，获得过私募投资且未上市的企业）中，中国企业数量达206家，高居全球首位。全球前三大独角兽均来自中国，分别为蚂蚁金服（未上市）、字节跳动（未上市）和滴滴出行（未上市）。中国的独角兽分布于电子商务、金融科技、媒体与娱乐、物流、人工智能等行业，以上5个行业合计达到103家，新兴产业培育取得一定成效。除独角兽企业外，瞪羚企业（跨越死亡谷、进入快速成长期的创业企业）认定数量达到20677家（据中国瞪羚网数据，截至2020年7月22日），企业梯队已经形成。

图表4： 《2019胡润全球独角兽榜》上榜企业国家分布：中国居首



资料来源：胡润研究院，华泰证券研究所

图表5： 《2019胡润全球独角兽榜》上榜中国企业集中于5个行业



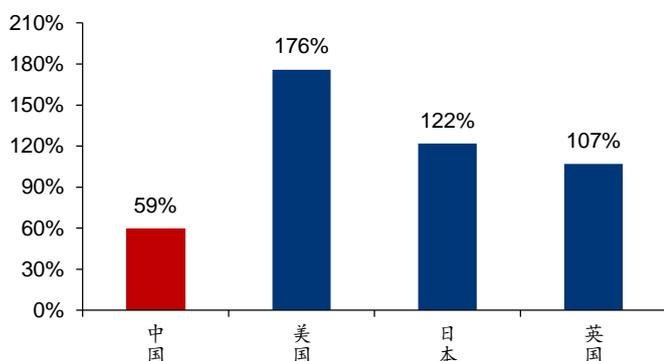
资料来源：胡润研究院，华泰证券研究所

金融资本与产业发展存在明显递进关系，我们认为直接融资体系将打通新经济产业崛起全流程链条。产业升级发展需要健全、匹配的投融资机制支持，而产业发展的不同阶段也对应差异化的金融支持结构。当前，技术创新和新经济产业崛起成为经济增长新动能。但由于新经济产业从创新活动到产业化需要经历“原始创新”、“技术转化创新”和“转化成果转变成大规模生产力”三个阶段，且科技创新具有高投入特征，在生命周期需要持续追加不同性质、数量、形式的资金投入，以实现科技创新成果的产业化。此外，新经济产业与传统制造业固定资产充足、风险相对较低等特性不同，具有高风险和较低的固定资产率特征，与传统以银行信贷资金、抵押物担保为主的间接融资市场无法融合，不能有效地获得

间接融资资金支持。而直接融资体系具有连接技术、资金和市场的资源配置功能，能够通过市场化判断引导资金支持具有增长潜力的新兴产业，分散市场风险，从而降低新经济产业发展不确定性，是新经济产业和高风险偏好资金的核心纽带。同时，直接融资体系还通过高效率的并购重组体系为落后过剩产能提供退出通道，引导资源优化配置。

我们认为中国资本市场发展纵深不足，产业转型呼唤推进金融市场和融资结构新周期。我国证券化率仍然较低，2019年末证券化率(上市公司总市值/GDP)仅59%，与美国176%的比例，以及日本、英国等成熟市场超过100%的证券化率相比仍有较大差距。回顾历史，成熟市场证券化率也曾经经历快速攀升阶段，其往往发生在重工业和制造业发展进入瓶颈期，间接金融对产业做大边际效能递减，亟需资本市场支持创新产业发展，同时也驱动证券化率快速提升。当前我国新经济产业蓬勃兴起，亟需直接融资对接投融资需求，呼唤推进金融市场和融资结构新周期。

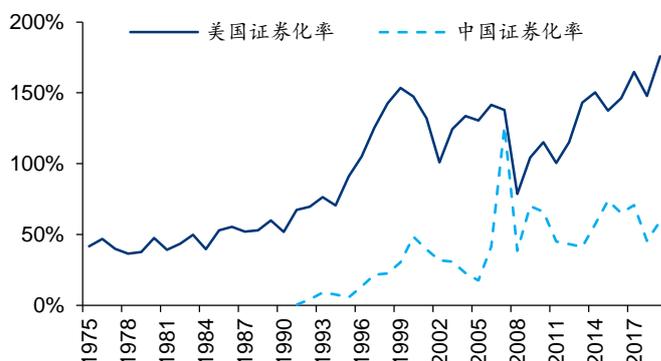
图表6：2019年末中、美、日、英证券化率对比



注：证券化率=上市公司总市值/GDP，右图同

资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表7：中国、美国历史证券化率对比



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

以美国经验为镜，资本市场与经济产业升级良性循环。美国是资本市场与新经济产业发展良性循环的优秀蓝本。高科技产业初创企业依托美国发达的风险投资资金成长；伴随高科技产业迅猛做大、形成规模效应，美国股市接棒风险资金继续对新兴产业提供支持。此外，在产业升级过程中，落后产业过剩产能借助资本市场实现了高效率的并购重组。

具体来看，根据 Global Financial Data 平台的统计，1990年末作为产业支柱的运输行业在股票市场市值占比达38%，此后随着运输业的衰退，占比下滑至2018年的2%。进入上世纪八九十年代，美国传统工业面临升级压力，为寻找新的经济增长点，里根政府大刀阔斧进行社会经济政策改革，克林顿政府提出“重振美国经济”的政策纲领，在高科技产业和企业研发的税收抵扣、减免上继续推进。在此背景下，美国技术发展和突破日新月异，高科技企业云集的硅谷崛起，活跃的风险资本为高科技企业注入第一桶资金。但大部分逐渐发展壮大硅谷公司不满足上市门槛，规模拓展受到资本掣肘。此时，更灵活包容的纳斯达克市场应运而生，其最初仅作为场外交易市场，定位于服务尚不具备条件在纽交所上市的中小高科技企业。其后数十年，纳斯达克孵化孕育了诸多龙头科技企业，造就了美国新经济发展浪潮。科技创新发展带动通讯、信息技术、医疗卫生等行业崛起，其股票市值占比分别由1990年末的5%、0%、0%增长至2018年末的14%、12%、9%，成为股票市场重要组成。而龙头科技企业高速的盈利增长预期支撑股价和市值持续走高，为股市投资者带来可观回报。科技创新的大潮及纳斯达克市场的快速发展，互为成就、互为支撑。

图表8： 1900年和2018年美国股票市场 GICS 行业市值占比

部门	美国股票市场（1900年份额）	美国股票市场（2018年份额）
金融	20%	19%
运输工具	38%	2%
实用工具	6%	3%
消费者常用品	4%	10%
房地产	1%	3%
工业领域	5%	8%
用料	8%	5%
消费必需品	5%	8%
能源	8%	7%
通讯技术	5%	14%
资讯科技	0%	12%
医疗卫生	0%	9%

资料来源：Global Financial Data，华泰证券研究所

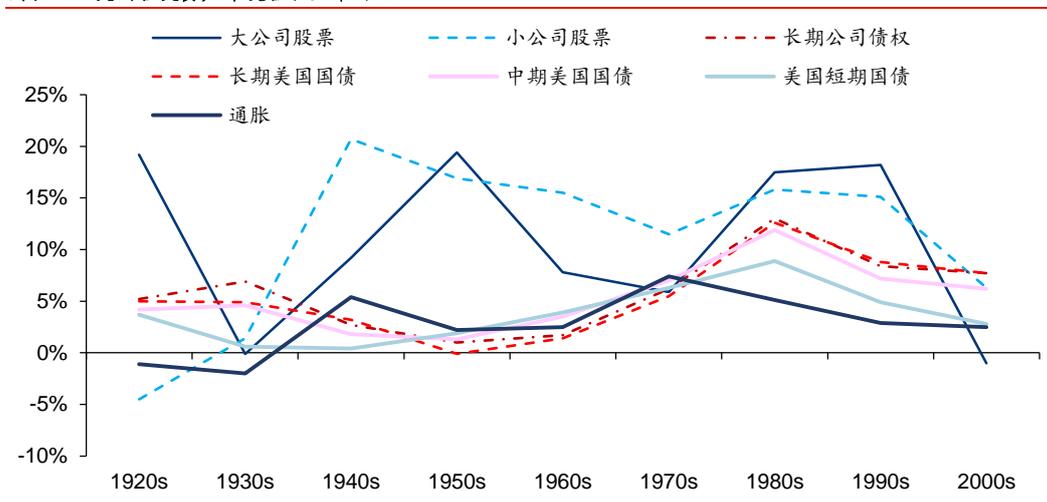
以日本为戒，偏差的金融政策措施阻碍新兴产业发展。日本在二战后推出了“国民收入倍增计划”，以银行为主导的间接金融结构主导重点发展重化工业中，迎来了经济高速增长阶段。而进入20世纪70年代中期，日本经济迈入低速增长期，产业结构面临转型升级。为激发经济活力，日本政府加大了对计算机等电子产业的政策扶持，而原有以专业银行为主的间接融资方式不能适应高科技产业发展的需要。因此，日本开始推行金融自由化，实行了促进债券市场、资本市场等直接金融发展的金融政策。企业融资渠道从以银行信贷为主逐渐转向了债券、股票和保险等。而1985年“广场协议”使日本经济遭受冲击。为继续扩大国际市场占有率，日本加大了对电子等出口行业的扶持力度。同时，不断涌现出多样化的新兴成长型产业，信息通讯、软件开发等产业比重不断上升。尽管新兴产业具有较高的技术含量和预期增长率，但发展初期，业绩不稳定和不具备合格的担保条件，难以从银行业获得融资，只能求助于风险资本和股票市场等较为灵活的融资方式。但是，日本政府并未根据经济形势和产业结构的变化，进一步大力培育多层次资本市场，而是为了消除日元升值带来的不利影响，开始采取扩张性的货币政策。最终，日本没有赶上新兴产业转型浪潮，还因不恰当的措施导致“产业空心化”和“金融泡沫化”，引发了长达十余年的经济金融危机，阻碍产业升级的进程。

创新产业反哺资本市场

产业结构优化调整有望提高资本市场投资价值。我们认为掌握核心技术的科技创新企业是资本市场发展壮大关键。资本市场不但可以有效的调整产业存量结构，以改变传统产业占主导地位的局面。而且在正确的产业政策的指导下，通过包括资本市场对上市公司的产业限制，可以对国民经济进行有效的产业增量结构调整，这是提高中国资本市场潜在投资价值，从而使其具有稳定成长基础的根本性步骤。我们认为，未来我国证券市场的成长将依赖于通过新兴产业发行交易实现增量调整和传统产业并购重组实现存量调整。

仍然以美国经验为例。美国股市具有“牛长熊短”的特征，股市为投资者带来了可观的收益回报。回顾 20 世纪美国各类资产每十年的年均复合收益率，股票资产收益率长期居于各类资产之上，并且在 20 世纪八九十年代新经济产业崛起时，收益率保持在历史高位水平。此外，我们还选取 2007 年前在纽交所上市的美股，可以发现行业属性影响股价竞争力——2010 年至今医疗保健、信息技术行业股价表现由弱到强；非日常生活消费品股价走势一直较强；能源、日常消费和公共事业属于弱势行业；同时，持股集中度较低的板块对应的年化涨幅高于持股集中度较高的板块。

图表9： 美国各类资产年复合收益率对比



注：1920s 仅计算 1926-1929 年平均年复合收益率。

资料来源：SIMFA，华泰证券研究所

图表10： 美国行业竞争力演变

	行业竞争力演变	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
房地产	强→弱	6	4	4	9	7	7	7	8	7
非日常生活消费品	一直较强	1	1	1	1	1	1	1	1	1
工业	趋强	5	5	5	4	4	6	5	3	4
公用事业	一直较弱	11	11	11	11	11	10	10	10	10
金融	趋弱	2	3	2	2	2	3	3	4	5
能源	一直较弱	8	8	10	10	10	11	11	11	11
日常消费品	一直较弱	9	9	9	8	8	8	8	9	8
通讯服务	弱→强→弱	4	7	8	3	3	2	2	5	6
信息技术	弱→强	7	6	6	5	6	5	4	2	2
医疗保健	弱→强	10	10	7	7	5	4	6	6	3
原材料	强→弱	3	2	3	6	9	9	9	7	9

注：2009 年至列表时间的年化行业指数涨跌幅由高到低排序

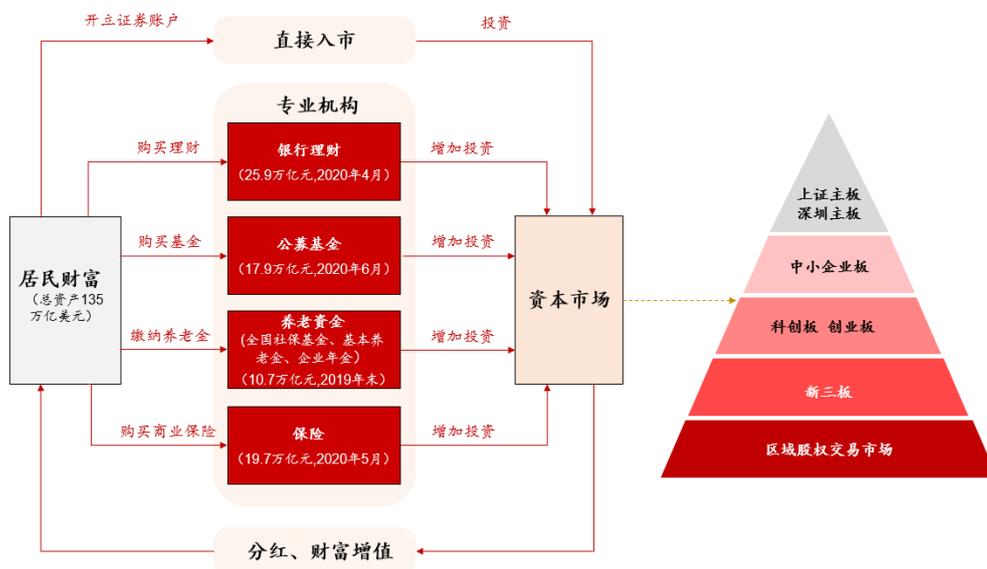
资料来源：Wind，华泰证券研究所

财富转移，以金融化强化内循环

居民财富转移是市场驱动力

我们认为中国庞大的居民财富持续加大进入资本市场的力度，是国内循环坚实的资金基础。中国居民财富主要由住房等实物资产构成，金融资产配置比例低，居民财富转化为资本市场长期资金广有空间，增量资金为循环的畅通奠定了坚实基础。

图表11：居民财富与资本市场正向循环的路径框架



资料来源：银保监会，人社部，社保基金会，Wind，招商银行，华泰证券研究所

2019年末中国个人可投资资产约200万亿元。根据招商银行（600036 CH，增持，目标价38.76~41.35元）、贝恩公司（未上市）联合发布的《中国私人财富报告2019》，2018年末中国个人持有的可投资资产（包括个人的金融资产和投资性房产，不包括自住房产、通过私募投资以外方式持有的非上市公司股权及耐用消费品等资产）总规模达190万亿元，2019年末预计值为约200亿元。2018年末个人可投资资产规模相当于当年GDP的2.1倍，相当于社会融资规模存量的84%，体量优势显著。

图表12：2006-2018年中国个人持有地可投资资产总体规模及同比增速

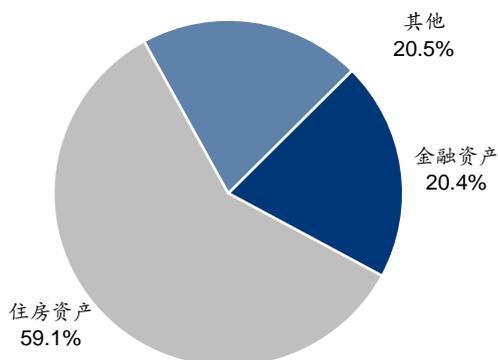


资料来源：招商银行、贝恩公司《中国私人财富报告2007-2019》，华泰证券研究所

目前居民资产高度集中于房地产，金融资产配置有较大增长空间。根据人民银行发布的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，2019年10月城镇居民住房资产占家庭总资产（不限于可投资资产）的比重为59.1%，而金融资产占比仅有20.4%。造成这一现象的主要原因是过去若干年中国房地产市场的高速扩张，2019年房地产业GDP占GDP的7.0%，较改革开放之初（1978年）约2%的水平大幅提高。美国居民和非营利机构部门的住房资产占比、金融资产占比恰与中国相反，占比分别为24.4%、70.9%。

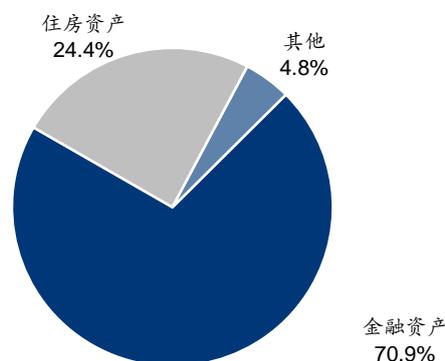
金融资产主要为银行存款，资本市场参与程度有待提升。前文已述，2019年居民总资产中金融资产占比仅有20.4%。在金融资产中39.1%为现金及银行存款，26.6%为理财、信托等各类资管产品，配置于股票、基金的比例分别仅有6.4%、3.5%。截至2020年5月末，住户存款余额为88.3万亿元，占金融机构总存款的42%，存款仍是居民财富的重要蓄水池。

图表13： 2019年中国居民住房资产占总资产的59.1%，低于金融资产



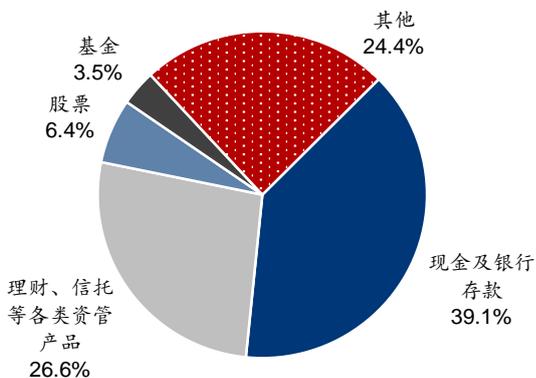
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表14： 2019年美国居民金融资产占总资产的70.9%，高于住房资产



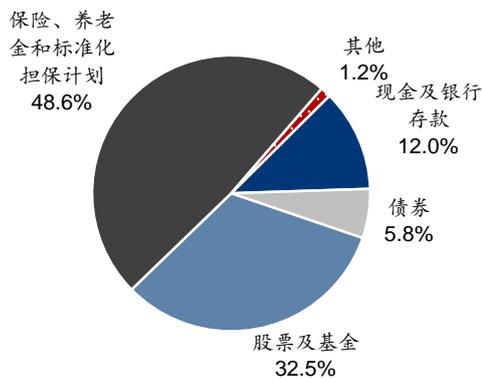
资料来源：美国经济分析局，华泰证券研究所

图表15： 2019年中国居民现金及银行存款占金融资产的39.1%



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

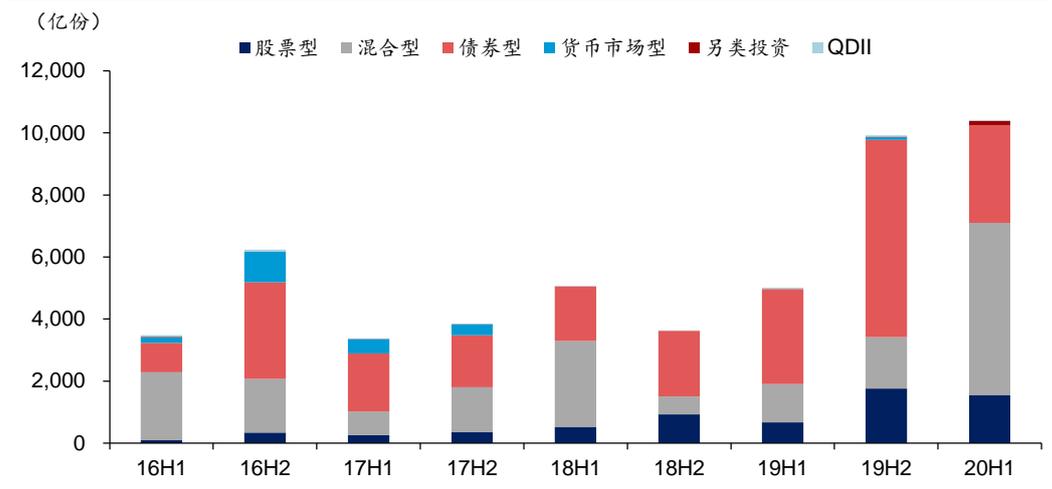
图表16： 2019年美国居民股票及基金投资占金融资产的32.5%



资料来源：美国经济分析局，华泰证券研究所

我们认为宏观环境从房地产周期切换至资本市场周期，居民财富有转移空间。资本市场发展红利衍生了财富升值效应，配置金融资产实现了正向循环。随着资本市场制度完善、优质上市公司数量增加，居民财富正快速向资本市场转移。2020年上半年新发基金份额10386份，发行份额约为2019年同期的2倍，其中股票型、混合型基金是主体。2020年初银保监会在《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》中提出，多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。而房地产告别高速增长阶段，人口增长放缓住房需求下行，国家倡导“房住不炒”，政策导向明确。随着经济不再过度依赖地产刺激、房价快速上涨预期弱化，居民对于房地产配置的比例也有望下降，转而配置升值效应更明显的金融资产。

图表17: 2016H1~2020H1 公募基金发行份额结构: 2020H1 混合型占比显著上升



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 华泰证券研究所

图表18: 2016年以来中央不断对“房住不炒”定调

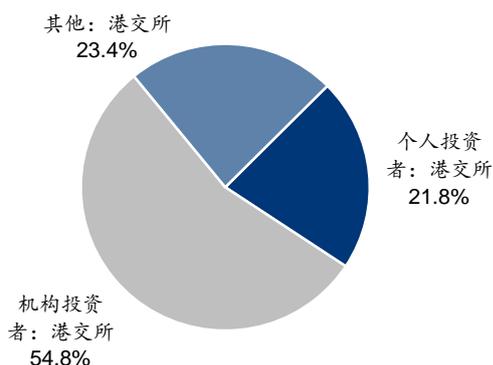
时间	会议/事件	具体内容
2016-12-16	中央经济工作会议	提出“房子是用来住的、不是用来炒的”。加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制, 既抑制房地产泡沫, 又防止出现大起大落。微观信贷政策要支持合理自住购房, 严格限制信贷流向投资投机性购房。
2017-03-05	两会	因城施策去库存, 加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 加强房地产市场分类调控。
2017-04-25	中央政治局会议	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017-07-24	中央政治局会议	要稳定房地产市场, 坚持政策连续性稳定性, 加快建立长效机制。
2017-12-21	中央经济工作会议	发展住房租赁特别是长期租赁, 支持专业化、机构化住房租赁企业; 完善房地产市场平稳健康发展的长效机制, 保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。
2018-03-05	两会	坚持房住不炒, 继续实行差别化调控, 促进房地产市场平稳健康发展; 支持居民自住购房需求; 稳妥推进房地产税立法。
2018-04-23	中央政治局会议	要推动楼市健康发展, 即使跟进监督, 消除隐患。
2018-07-31	中央政治局会议	下决心解决好房地产市场问题; 坚持因城施策, 促进供求平衡, 合理引导预期; 整治市场秩序, 坚决遏制房价上涨。
2018-12-21	中央经济工作会议	构建房地产市场健康发展长效机制; 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位; 因城施策、分类指导, 夯实城市政府主体责任; 完善住房市场体系和住房保障体系。
2019-03-05	两会	健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法; 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展; 继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群众基本居住需求。
2019-04-19	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019-07-06	银保监会对信托公司进行约谈 警示	针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司, 要求严格落实“房住不炒”的总要求, 严格执行房地产市场调控政策和先行房地产信托监管要求, 将房地产信托业务规模和增量控制在合理水平。
2019-07-30	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019-12-13	中央经济工作会议	全面落实因城施策, 稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制, 促进房地产市场平稳健康发展; 大力发展租赁住房。
2020-04-17	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 促进房地产市场平稳健康发展。
2020-05-22	两会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源: 国务院, 中国人民银行, 银保监会, 华泰证券研究所

专业机构是资金入市主渠道

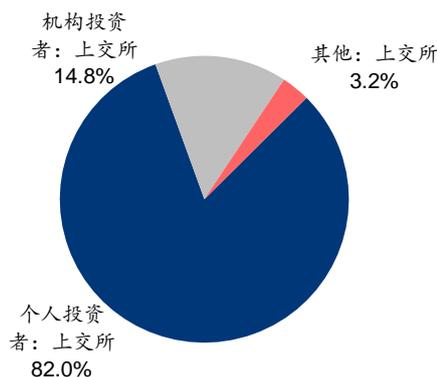
我们认为居民财富进入资本市场的主要渠道是借专业机构投资者。居民财富转化为资本市场长期资金包括直接参与和间接参与。直接参与即居民开立股票账户，直接购买二级市场股票，2019年中国居民直接配置股票的比例为1.3%，而美国为15.6%，配置力度存在一定差距。而我们认为更重要的方式是间接参与，如配置资管产品、缴存养老金、购买保险等。主要原因是专业机构投资者在技术支持、信息获取、专业性等方面占据天然优势，个人通过专业机构投资者的方式参与更省心省力，目前主流发达资本市场均以机构投资者为主导。2017年上交所市场自然人投资者、专业机构投资者的成交金额占比分别为82.0%、14.8%，而港股市场为21.8%、54.8%（2018年数据），机构化特征明显。

图表19：2018年港交所现货市场交易额投资者结构：机构为主



资料来源：港交所，华泰证券研究所

图表20：2017年上交所市场交易额投资者结构：个人为主



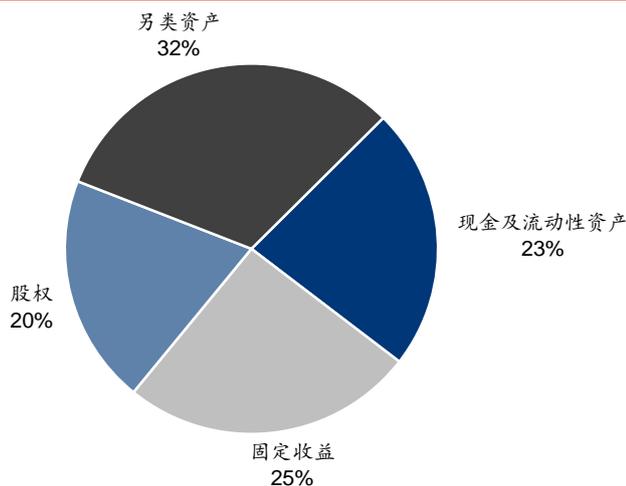
资料来源：上交所，华泰证券研究所

资管新规等制度建设为培育机构投资者创造了良好环境。资管新规为大资管业务正本清源，破除刚性兑付、多层嵌套、资金池运营，鼓励标准化资产配置，资管机构走向主动化管理、专业化投资的方向，有望加大股票市场配置力度。基本养老金、企业年金体系的逐步建设完善，保险资金对权益类资产配置比例放开至最高45%，也是培育壮大资本市场专业机构投资者的重要举措。

我们认为居民财富间接进入资本市场的渠道主要有四个。一是购买银行理财。2020年4月末，银行及银行理财子公司非保本理财产品余额合计25.9万亿元（其中个人理财约20万亿元），在大资管行业中体量最大。过去银行理财“代客理财”属性不明显，对资本市场支持力度不足（真正投二级市场和股票型基金的比例约1%）。资管新规后，银行理财走向专业化运营，监管层支持理财子公司加大权益类理财产品发行比重，首只直投股票的公募理财产品（光大理财（未上市）·“阳光红卫生安全主题精选”）已经推出。

参考海外，银行理财子公司权益类资产配置的提升空间大。海外银行系资管机构在大资管行业中占据重要地位，瑞银集团（UBS US，无评级）、摩根大通（JPM US，无评级）等均位居全球资管机构前列，为资本市场贡献了大量资金。以摩根大通为例，2019年末其AUM达到2.36万亿元，其中权益类资产4740亿元，占比20%。参照国外银行系资管机构的投资组合，理财子公司投向股票二级市场的资产在未来3年内提高到5%，甚至10%。若以2019年末投资比例仅1%计算（未来三年提升至5-10%），假设银行理财2020~2022年年均增长15%，则可为资本市场合计贡献增量资金1.6万亿元~3.3万亿元。

图表21： 2019年末摩根大通 AUM 资产配置结构：权益占比约 20%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

二是配置公募基金。公募基金始终在严格规范的监管框架下，是运作机制最为规范的一类资管产品，是资本市场的核心参与者之一。2020年6月末，公募基金资产总值为 17.87 万亿元，上半年增长 2.56 万亿元，增幅可观。6月末公募基金配置 A 股总金额达到 3.18 万亿元，占资产总值的 17.73%。公募基金对资本市场的支持有望持续强化，一方面得益于公募基金规模的快速扩大，另一方面得益于其股票配置的力度加大。2020年1-6月，公募基金 A 股投资金额新增 7456 亿元，占资产总值的比例较 2019 年末提升 1.9pct。

图表22： 2013-2020H1 中国公募基金资产总值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

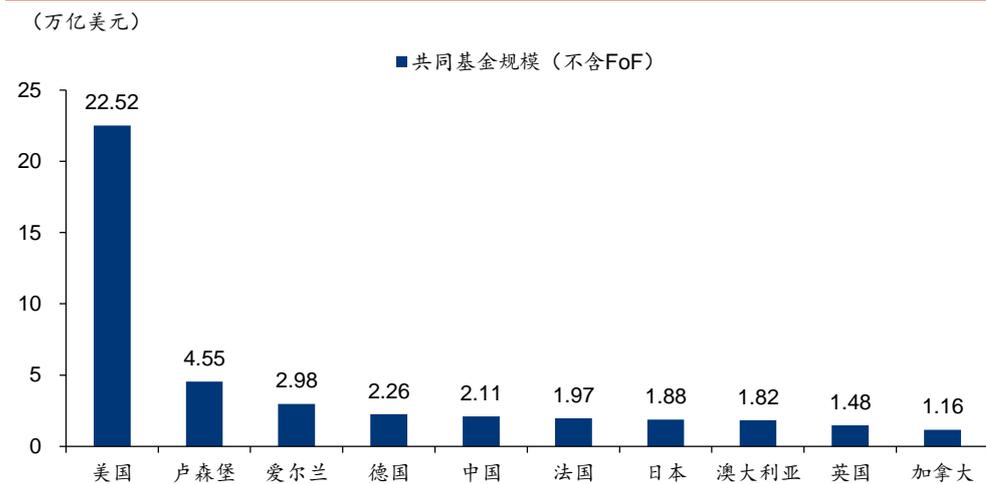
图表23： 2013-2020H1 中国公募基金 A 股投资金额及占资产总值比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

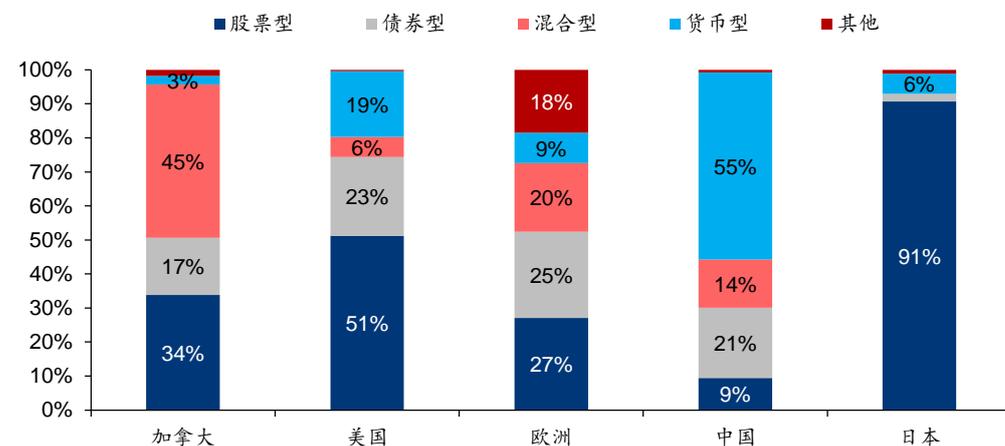
参考美国，公募基金行业发展潜力大，有望在资本市场扮演更重要角色。中国公募基金发展现状较发达国家仍有较大差距，在规模、结构上均有进一步参与资本市场的空间。一是规模较小。美国共同基金起源于 20 世纪 20 年代，2020 年 3 月末共同基金（不含 FoF）规模为 22.5 万亿美元，约为同期中国的 10 倍（2.1 万亿美元）；中国公募基金规模亦不及卢森堡、德国等国家。二是结构偏货币基金。中国股票型+混合型基金的规模占比仅有 24%，货币基金则高达 55%；美国两者分别为 57%、19%；欧洲两者分别为 47%、9%。可见公募基金支持资本市场的比例也尚有较大的提升空间。若公募基金规模 2020~2022 年年均增长 25%，A 股投资比例由 2019 年末的 15.8% 提升至 25%，则公募基金可为资本市场合计贡献增量资金 5.1 万亿元。

图表24： 2020年3月末全球主要国家共同基金规模对比：中国居第5位



资料来源：ICI，华泰证券研究所

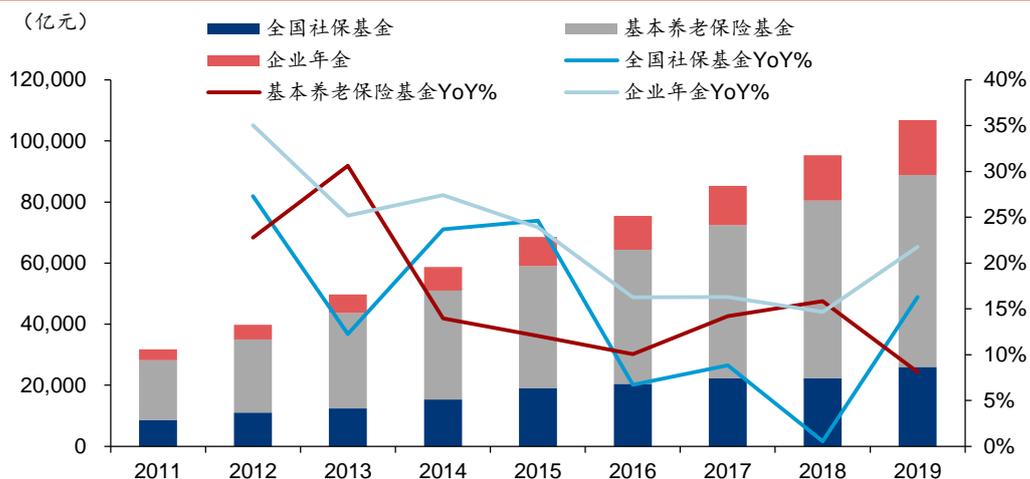
图表25： 2020年3月末中国及海外主要国家及地区公募基金结构对比



资料来源：ICI，华泰证券研究所

三是缴存养老金。养老金的第一支柱——基本养老保险基金、全国社保基金已有可观的体量；第二支柱——企业年金和职业年金正快速发展阶段。第一支柱方面，截至2019年末，全国社保基金规模为2.6万亿元，企业职工基本养老保险基金及城乡居民基本养老保险基金累计结存约6.3万亿元（2019年末委托投资金额约1.1万亿元，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例合计不超过30%）。第二支柱方面，2017年《企业年金办法》颁布，企业年金步入快速发展阶段，截至2019年末资金规模达到1.8万亿元，同比增速高达21.8%。

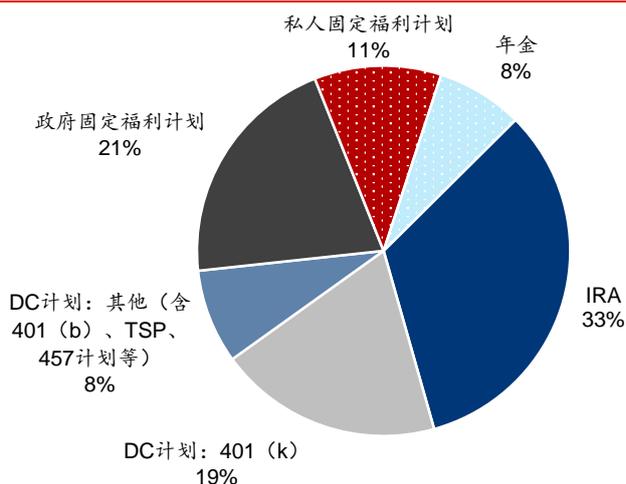
图表26： 2011-2019年全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金规模及同比增速



资料来源：人社部，社保基金会，华泰证券研究所

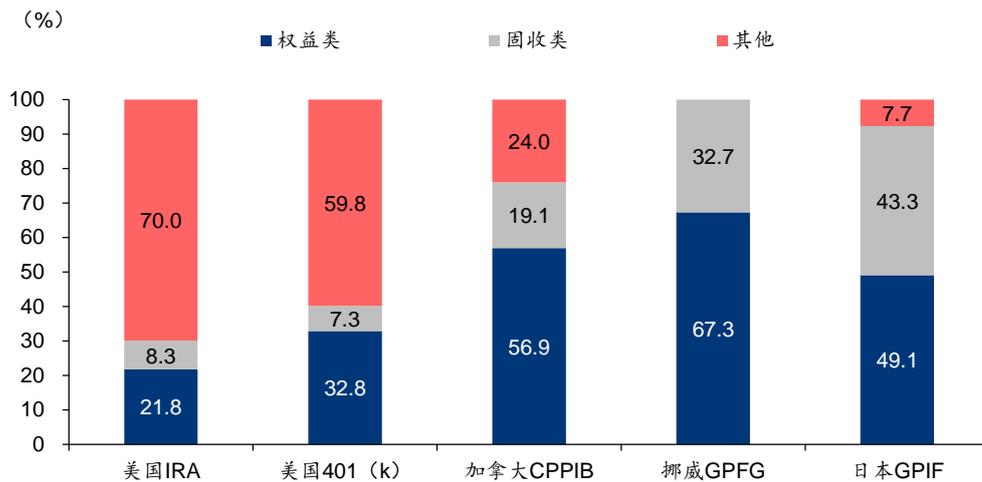
参考海外，养老资金是资本市场的支柱力量。多个发达国家建立了完善的养老资金入市体系，既为资本市场带来稳定资金来源，也为养老金资产提供长期稳健收益支撑。如美国养老资金体系由IRA、DC计划、政府固定福利计划、私人固定福利计划、年金五个部分组成，其中规模较大的为IRA、DC计划中的401(k)计划，2020年3月末规模分别为9.5万亿美元、5.6万亿美元，权益类资产配置比例分别为21.8%、32.8%。2018年末全球知名的养老金加拿大养老基金投资委员会(CPPIB)、挪威政府养老基金(全球)(GPFG)、日本政府养老投资基金(GPIF)投向权益类资产的比例分别为59.1%、67.3%、49.1%。中国养老金的逐步入市仍有较大空间。**我们认为目前中国养老资金入市比例为5%~10%**（据人社部，2020年6月末基本养老保险基金委托投资累计到账资金9482亿元，最高权益投资比例为30%，合计入市约3000亿元，约占基本养老保险金的5%），若提升至20%，并假设养老资金2020~2022年均增长12%，则有望合计贡献增量资金1.9万亿元~2.5万亿元。

图表27： 2020年3月末美国养老资金结构：IRA、401(k)计划分别占33%、19%



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表28：美国、加拿大、挪威、日本养老金配置结构

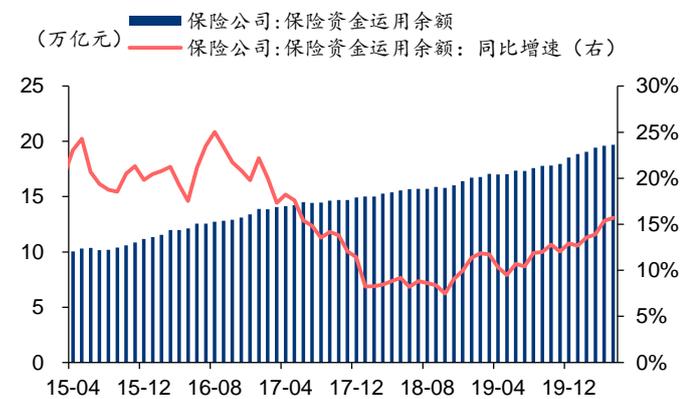


注：美国数据为2020年3月末，加拿大、挪威、日本均为2018年末

资料来源：ICI，加拿大CPPIB，挪威GPF，日本GPIF，华泰证券研究所

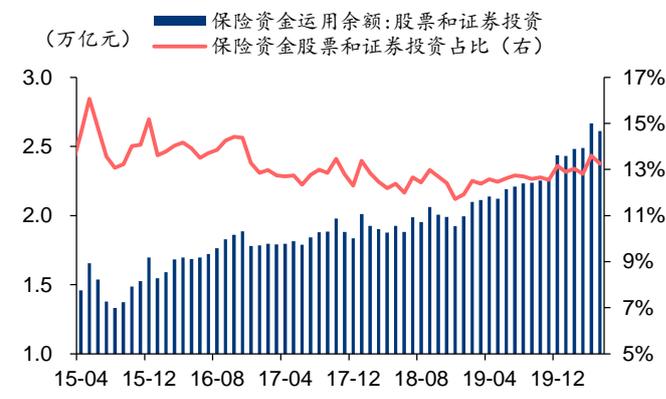
四是购买商业保险。截至2020年5月末，中国保险资金运用余额为19.7万亿元，同比增长15.7%。随着中国居民保险渗透率的提升，保险资金运用余额保持了较快增速。保险资金中有2.6万亿元投向了股票及基金，占比13.3%。2020年7月17日银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，适度放宽优质险企权益投资比例上限（之前为30%），配置比例最高可达45%，体现了引导保险资金入市的导向。对比美国，2020年3月末保险资金（财险+寿险）投资股票及基金的比例为20.9%，中国的比例也尚有提升空间。若中国保险资金2020~2022年保持15%左右的增长，且入市比例从2019年末的13.2%提升至18%，则有望合计贡献增量资金2.6万亿元。

图表29：2015.4-2020.5 中国保险资金总额及同比增速



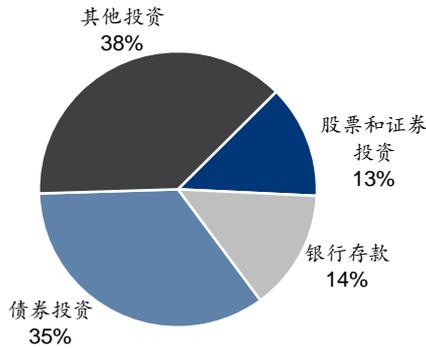
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表30：2015.4-2020.5 中国保险资金股票及基金投资金额及占比



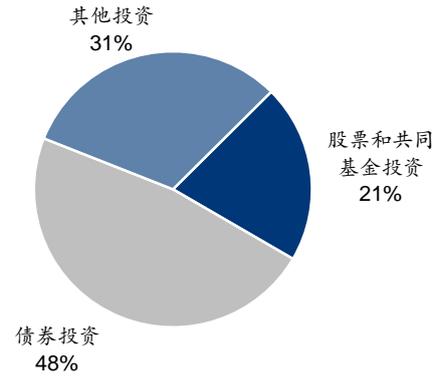
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表31： 2020年5月末中国保险资金资产配置结构



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表32： 2020年3月末美国保险（财险+寿险）资产配置结构



资料来源：美联储，华泰证券研究所

图表33： 中国居民财富通过间接渠道为资本市场贡献的增量资金测算

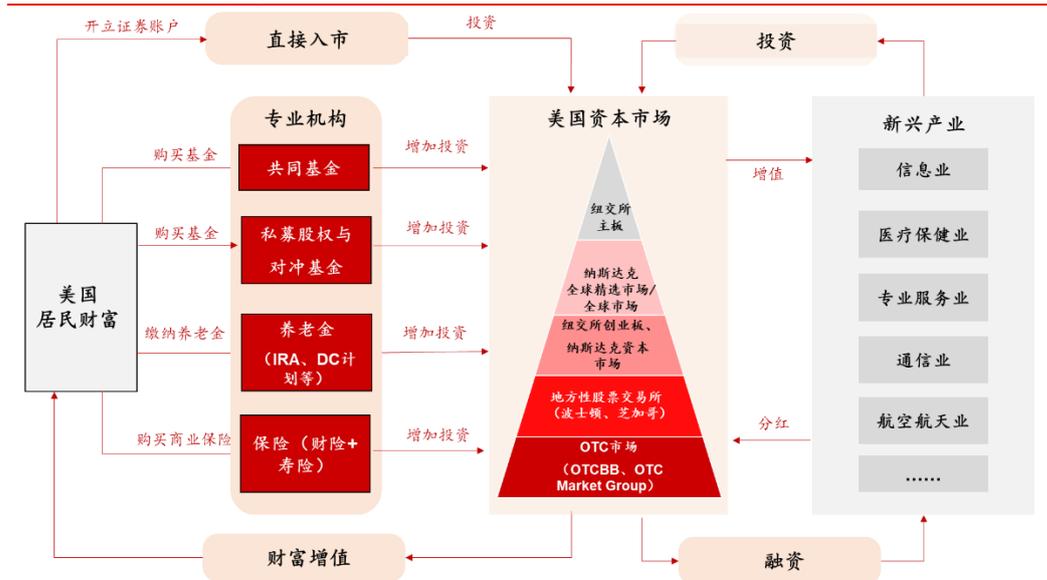
渠道	2019年末规模	2020~2022年		合计增量资金测算结果 (万亿元)
	(万亿元)	规模增长假设	权益投资比例提升假设	
理财子公司	23.4	保持15%的增速	1%提升至5%-10%	1.6~3.3
公募基金	15.3	保持25%的增速	15.8%提升至25%	5.1
养老金	10.7	保持12%的增速	5%-10%提升至20%	1.9~2.5
商业保险	18.5	保持15%的增速	13.2%提升至18%	2.6
合计	67.9	-	-	11.1~13.5

资料来源：银保监会，基金业协会，人社部，华泰证券研究所

美国经验：实体经济、资本市场、社会财富正向循环的1990年代

在美国产业转型的关键时期1980~1990年代，融资体系变革、企业资产证券化、资本市场大发展为信息业、医疗保健业、专业服务业等新产业的发展提供了良好融资环境，居民财富转移成为资本市场的坚实基础，与实体经济、资本市场形成了正向循环。

图表34： 美国实体经济、资本市场、社会财富正向循环框架

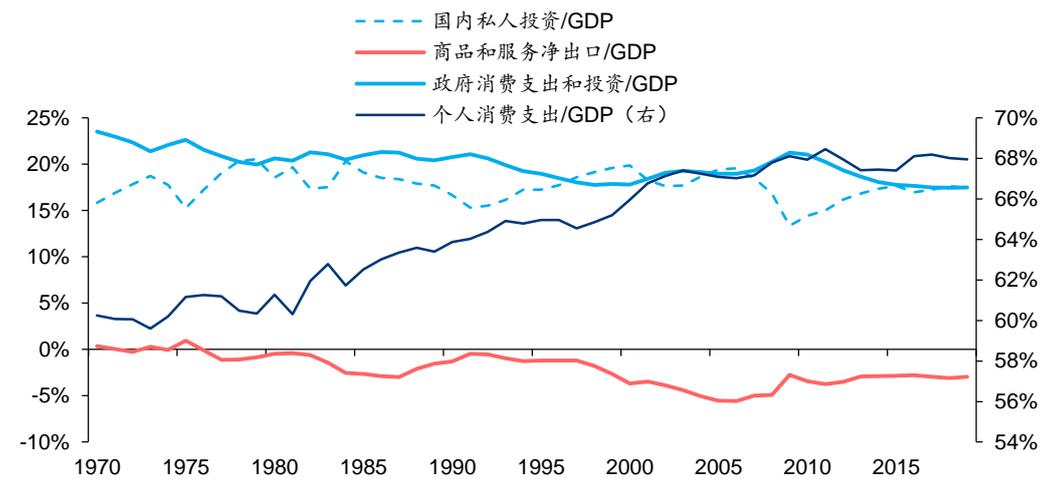


资料来源：美联储，ICI，美国经济分析局，华泰证券研究所

美国产业升级的时代证券化程度快速提升，居民财富与资本市场也形成了良好互动。1980年代的美国处于产业调整阶段，以钢铁、汽车为代表的传统制造业受到来自日本等亚洲新兴国家的挑战。美国加速产业转型，经济重心向第三产业、新兴产业和消费转移的节奏明显加快。1970~1980年个人消费支出占GDP比例仅提升1pct至61.3%，而1980~1990年、1990~2000年分别提升2.6pct、2.1pct。新兴产业与传统制造业此消彼长，以**信息业、医疗保健业、专业服务业、通信业、航空航天业**为代表的新兴产业快速崛起，1980~2000年信息业+专业和商业服务业产值占GDP比例从10.1%提升至15.4%，制造业产值占GDP比例从20%下降至15.1%。

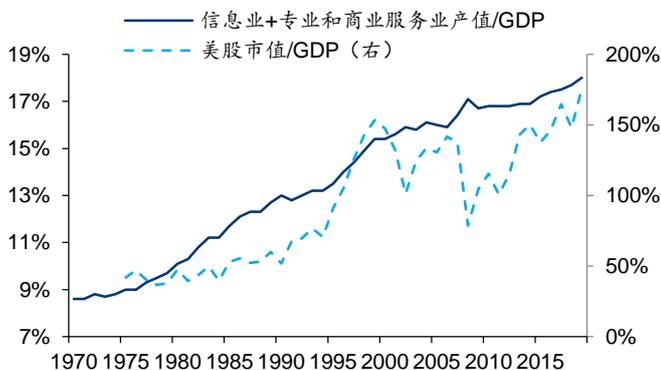
新兴产业发展与融资体系变革相伴，与证券化率快速提升相随。1980年代美国间接融资占比（存量法）超过25%，伴随产业升级，新兴产业的高投入、高风险、预期高回报的特征，决定了其更需要有筛选培育、风险分担机制，区别于传统产业的融资体系，间接融资持续为直接融资让位。1990年代美国贷款的年均复合增速不足4%，信贷市场步入存量时代；而资本市场步入黄金时代，1990~2000年美股市值/GDP(现价)由约50%提升至150%左右，1971年创立的纳斯达克市场高速发展，纳斯达克小型资本市场、全球市场和全球精选市场等多层次的市场体系逐渐形成。2000年美国直接融资（债+股）占比达到87%，间接融资仅13%。资本市场服务了产业升级，而资本市场也呈现了财富增值效应，1990年代标普500指数上涨316%，主要由新兴产业组成的纳斯达克指数则表现更佳（涨幅795%）。

图表35：1970-2019年美国GDP贡献：个人消费支出占比提升明显



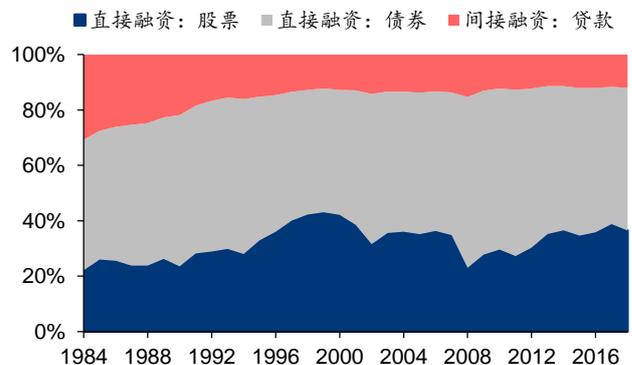
资料来源：美联储，美国经济分析局，华泰证券研究所

图表36：1970-2019年信息业+专业和商业服务业产值/GDP以及美股市值/GDP



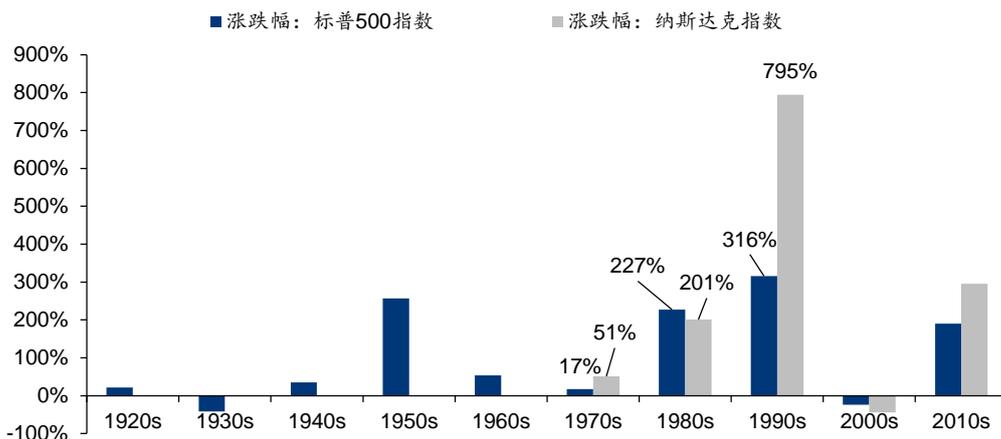
资料来源：美国经济分析局，Bloomberg，华泰证券研究所

图表37：1990年代美国直接融资占比提升明显，稳定在八成以上



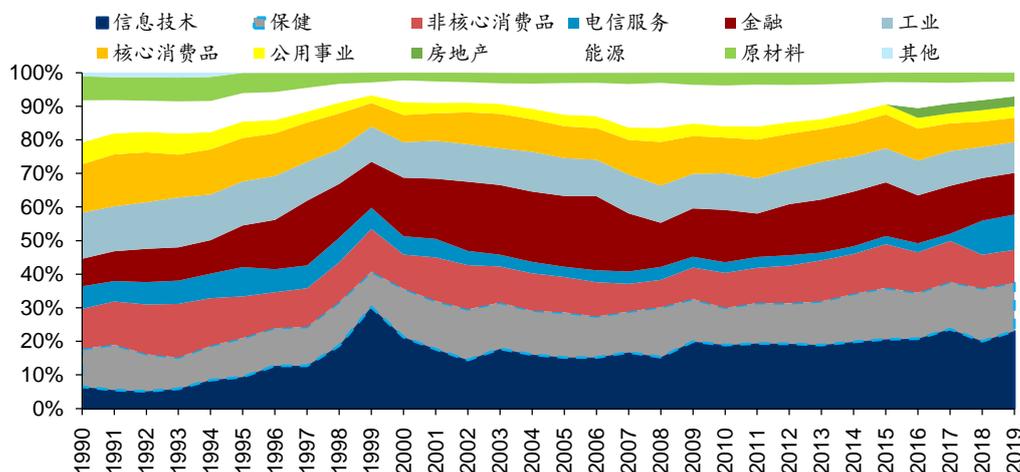
资料来源：FDIC，世界银行，美国证券业及金融市场协会，华泰证券研究所

图表38： 1990年代美股上涨幅度可观，尤其是纳斯达克指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

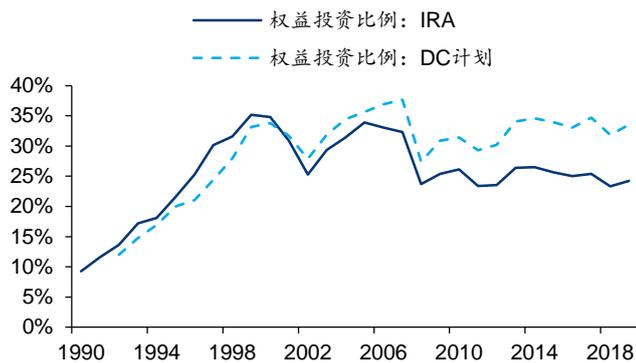
图表39： 1990-2019年标普500指数行业自由流通市值：1990年代信息技术等新兴产业占比快速提升



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

财富增值效应吸引机构投资者入市，反哺资本市场，形成正向循环。一是养老金，伴随美国人口老龄化，1974年美国通过《雇员退休收入保障法》引入个人退休账户（IRA），1981年推出享受企业和员工双税收优惠的401（k）计划，美国养老金体量快速增长，1990年规模达到3.9万亿美元。1990年代IRA、DC计划权益投资比例从10%左右快速提升至30%以上。二是保险资金，1990年美国保险公司金融资产总额达到1.9万亿美元，1990年代股票及共同基金投资占比从10%左右提升至30%左右。三是共同基金，既直接承接居民财富，又承接了来自养老金、保险公司的资金，1990年代美国共同基金规模以25%左右的增速快速壮大，股票投资占比也从45%左右提升至70%左右。**各类机构投资者入市节奏明显加快，成为资本市场壮大的源泉，既解决了新兴产业的融资问题，又充分享受了资本市场发展红利，金融市场与实体经济之间形成了良好循环。**

图表40： 1990年代美国养老金权益投资比例快速提升



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表41： 1990年代美国保险资金股票投资比例快速提升



资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

图表42： 1990年代美国共同基金规模较快增长, 股票投资比例提升



资料来源: 美联储, ICI, 华泰证券研究所

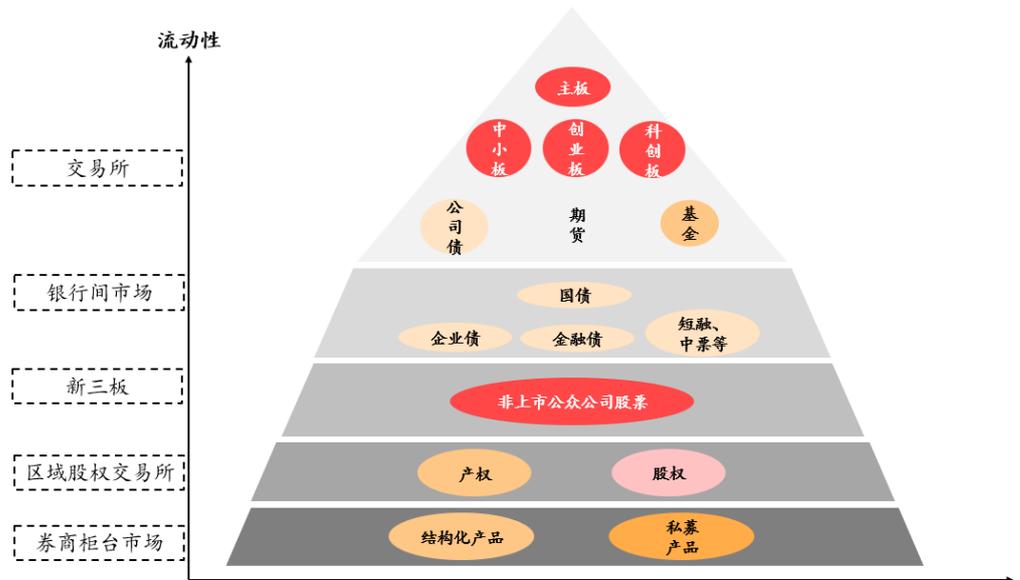
制度跨越，以变革重塑市场生态

多层次资本市场是对接全方位投融资需求的最有效形式，通过多元金融产品满足各层级投融资需求，并构筑逐层筛选体系实现优胜劣汰。多层次资本市场有效运行依赖于包容通达的发行制度、透明有效的信息披露制度、机动灵活的交易制度、严格谨慎的退市制度。制度合理设置能够保证各层次市场稳定运行和功能发挥。坚持制度市场化运行，将充分激发资产和资本活力，创造产业和资本良性循环、相互反哺的局面。

多层次资本市场体系构筑基本框架

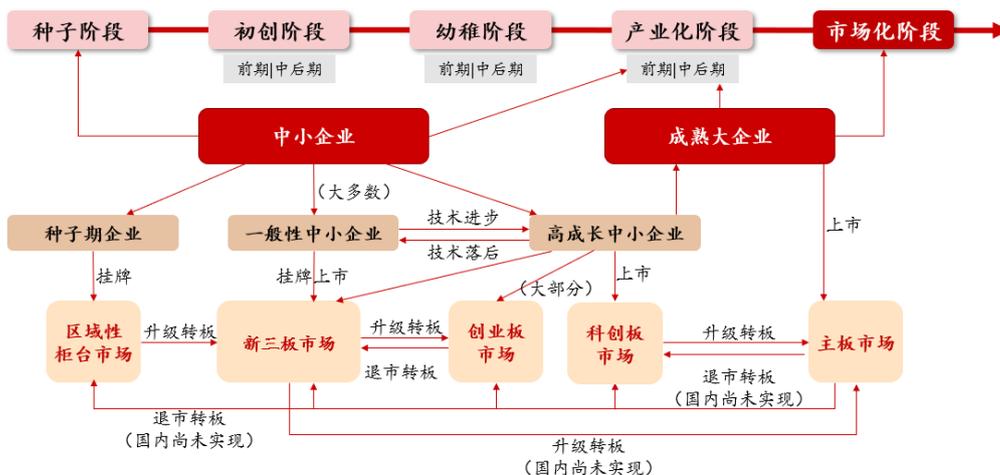
我们认为多层次资本市场是对接全方位投融资需求的有效形式。多样化投融资需要多层次资本市场。一方面，企业发展阶段、行业特征、盈利能力等因素个体分化，倚赖多样化市场满足融资需求。同时多层次市场构筑逐层筛选体系，通过企业优胜劣汰实现资源最优配置。另一方面，投资者资金实力、风险偏好和投资能力殊异，需要在多层次市场各显身手。多层次资本市场体系既包含多元化和层次化两个方面：一是“多元化”，即资本市场包括股票市场、债券市场、期货市场、基金市场和其他金融衍生品市场；二是“层次化”，是在同一产品（主要指股票）内纵向分层，包括主板市场、中小板市场、创业板市场、新三板市场和区域性股权交易市场各层次。各个层次的市场应和企业的成长周期相匹配，市场定位要明确，需有递进性、连接性，由此形成一个体系健全的金字塔形市场。

图表43：我国多层次资本市场体系



资料来源：华泰证券研究所

图表44：多层次股票市场与企业成长周期的匹配与互动



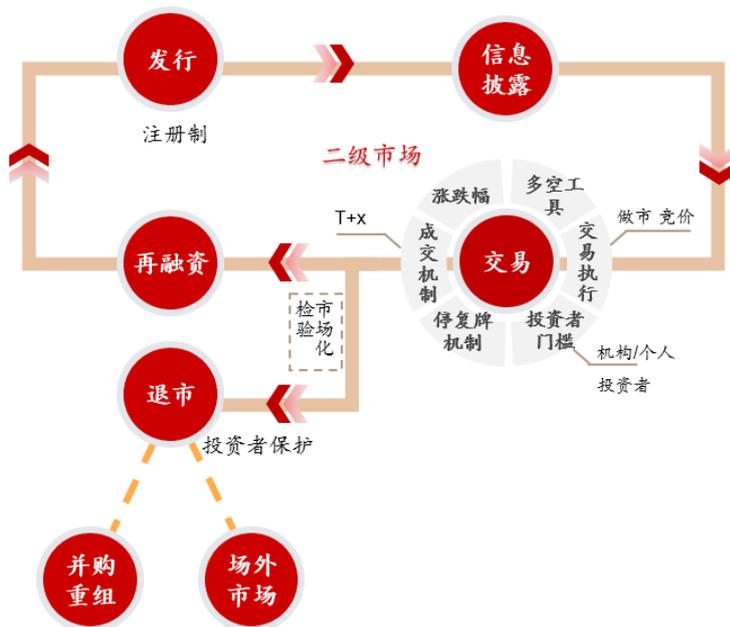
资料来源：华泰证券研究所

转板机制完善构筑可上可下的能动物机制。在多层次资本市场体系中，转板机制会使企业在其生命周期的不同阶段在不同层次市场上挂牌，而不同市场的投资主体也会根据其特定的风险偏好，进行选择性的投资。最终促进跨市场间持续的资源优化配置和技术创新。升级转板可以扩大投资者基础，吸引机构投资者购买公司股份，对于提高股票流动量、引入合适的战略合作伙伴、优化股权结构等有很大的帮助；降级退市则有利于保护市场信誉，培育市场竞争机制，形成优胜劣汰机制，最终促进一级市场和二级市场协调健康发展。因此，转板机制对完善多层次市场体系、提高资源配置效率、助力企业成长及产业布局均具有重要意义。

基础制度奠定市场良性循环基石

基础制度是资本市场良性循环的基石。国际经验表明，包容通达的发行制度、透明有效的信息披露制度、机动灵活的交易制度、严格谨慎的退市制度是投融资双方良性循环、资本市场稳健运行根基所在。制度合理设置能够保证各层次市场稳定运行和功能发挥。坚持制度市场化运行，将充分激发资产和资本活力，创造产业和资本良性循环、相互反哺的局面。

图表45：资本市场制度循环图



资料来源：华泰证券研究所

包容的发行制度是重中之重

包容通达的发行制度是重中之重，有望有效推动直接融资占比提升。我国新股发行制度经历从审批制到核准制再到注册制转变，目前科创板和创业板作为增量和存量板块先锋，已经率先试点注册制。注册制下，监管机构履行对发行要素的全面、准确、真实和及时性做形式审查，而对发行人资质的实质性价值判断则交由市场判断。注册制充分按照市场化原则进行项目筛选和资源配置，发行效率加快，推动直接融资占比显著提升。并且，顺应硬科技企业前期投入大、盈利周期长的特色，我国注册制明确上市审核时淡化盈利指标，重视市值、流动性、持股结构等市场化指标和公司治理等综合指标，恰当匹配了新经济企业特征，同时通过综合指标准确衡量公司价值。上市标准转变也将弥补资本市场服务新经济企业缺位，将有效推动创新驱动发展战略。

此外，主板再融资制度也经历多阶段优化调整，科创板和创业板再融资规则率先向注册制靠拢，压缩审核周期和发行程序，为科技含量高、合规性和财务指标较优的优质企业提供有效的资金再支持。

透明的信息披露制度是核心

信息披露是注册制的核心，高质量的信息披露是优化投资的必要条件。科技创新具备信息不对称的特征，创新过程和创新成果本身的特质决定了创新主体和投资人之间的信息不对称程度高。与金融中介内部化产生并垄断信息的做法不同，资本市场向市场参与者提供有组织的直接交易平台，强调信息披露是核心。信息披露包括首次上市披露和持续性披露。市场依据信息披露判断发行人价值，高质量的信息披露是优化投资的必要条件。一旦投资者数量庞大，单个交易行为就能形成股市交易量和价值的波动，其中蕴含的信息分布逐步逼近自然的信息分布。我国完善信息披露原则（真实、准确、完整、及时，简明清晰、通俗易懂，鼓励自愿披露），完善临时报告事项，进一步强调董监高等相关主体的责任。且信息披露制度并非越严格越好，需要做好必要性和成本权衡，保留制度设计弹性，持续兼容市场新情况。

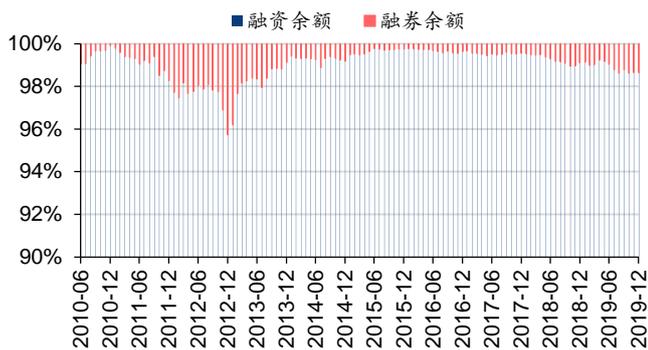
灵活的交易制度助力市场化

交易机制是市场有效运行的重要组成部分。活跃的市场交易和丰富的投资工具市场助力价值发现功能有效发挥。从具体交易机制设计上看，涨跌幅、做空机制、T+X交易机制、交易执行、投资者门槛等相辅相成，共同促进市场化定价实现：

涨跌幅放宽提升市场定价效率。放开涨跌幅限制是市场化定价的另一表现。价格涨跌幅更充分体现市场供需情况，增强市场流动性，促使价格与交易量因果相连。同时，为弥补无涨跌幅限制并生的踩踏、投机等非理性因素，还可通过个股暂停交易等保障机制。在暂停时间内，市场可以自发性强化信息传导、平复恐慌情绪，有效控制市场风险。

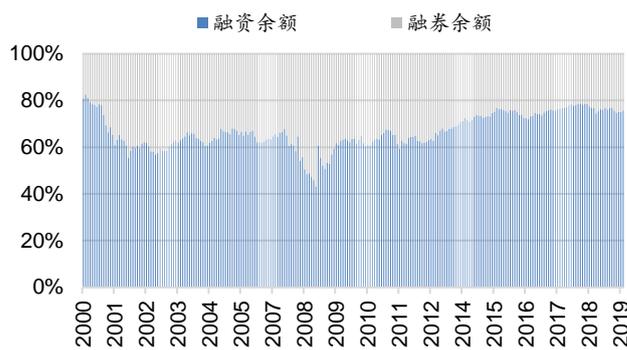
多空工具完善驱动市场化定价。多空双方充分博弈驱动市场定价合理均衡，能够提升资本市场运行韧性，避免因内外部冲击引发市场大幅波动。同时，做空机制也在一定程度上放大证券需求，增加市场交易量，从而活跃交易、增强市场流动性。做空机制存在还为投资者提供有效避险工具，提振投资者信心。发达市场多空双方势均力敌，做空机制有效运行依赖三点要素：一是现券借贷标的范围和来源丰富。证券借贷标的范围限制少，券源可来自融资业务买进担保证券、客户抵缴融资保证金证券、自营证券、证券借贷取得证券。且大量的长期投资主体持有大量股票头寸，愿意出借股票获取收益。二是成熟市场衍生品品种丰富，空方可以利用工具多样。三是设置配套机制有效控制做空风险、抑制投机交易。

图表46: 我国融资融券余额规模占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47: 美国融资融券余额规模占比



注: FINRA 统计口径为注册会员, 因此会与市场总量和 RMA 统计均有所差距。

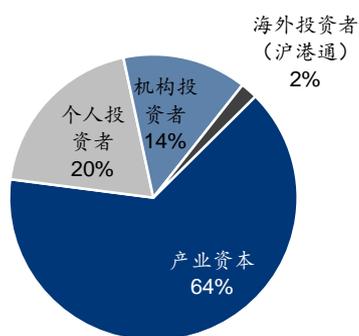
资料来源: FINRA, 华泰证券研究所

恰当选取做市商或竞价的成交机制, 稳妥培育市场流动性。基本成交机制主要包括竞价制度和做市商制度, 分别适合流动性充裕的市场和流动性不足的市场。在市场建立初期, 做市商模式助力市场稳健运行。做市商通过双向交易激发流动性, 逐渐盘活市场融资功能。同时, 做市商专业定价能力能够帮助市场合理定价。交易激活、定价合理奠定竞价交易基础, 循序渐进过渡为做市商和竞价并轨的混合交易机制, 形成流动性良性循环, 驱动市场深化发展。纳斯达克市场即由做市商模式起步, 逐渐建立“竞价制度+竞争性多元做市商”模式, 培育成交机制转型土壤。

合适的交易机制有助于提升市场流动性、提高定价准确性。当前, A股市场仍以个人交易者为主, 其投资风格激进、换手率过高、缺乏高频交易能力和风控手段, 故仍采用 T+1 机制。观察成熟市场 T+0 机制运行, 其具有及时纠错功能, 在市场单边下跌时投资者能够及时抛售, 实现有效止损。长期而言, 未来或将在适当板块试行放开 T+0 交易机制, 若试点运行效果良好, 或有望全面推进以进一步提高市场的价格出清效率和流动性。同时在实行 T+0 成交时, 可以通过特殊保障机制能够避免市场投机氛围加重、中介机构和交易所结算风险增加, 实现 T+0 优势和风险防范抑制投机的双赢。

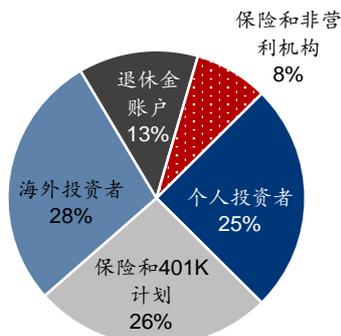
投资者门槛妥善平衡公平和市场效率。成熟市场机构投资者占比较高, 包括公募基金、对冲基金、银行、保险、养老金等, 以长线资金为主, 偏重价值投资。成熟机构投资者对创新型企业业务模式接受度更高, 而企业可获得一批成熟和有经验的股东。我们认为, 目前我国资本市场机构投资者优势仍不显著, 未来需引导居民资金进一步向成熟机构投资者迁移。同时, 也要设置合理的投资者门槛, 允许部分有资本实力或拥有专业经验的合格中小投资者进入市场, 共享高风险带来的高投资收益, 妥善平衡投资者保护、公平和市场效率。

图表48: 2018年末上交所持股市值占比



资料来源: 上交所, 华泰证券研究所

图表49: 2019年末美股投资者持股市值占比



资料来源: SEC, 华泰证券研究所

严格的退市制度为市场通衢

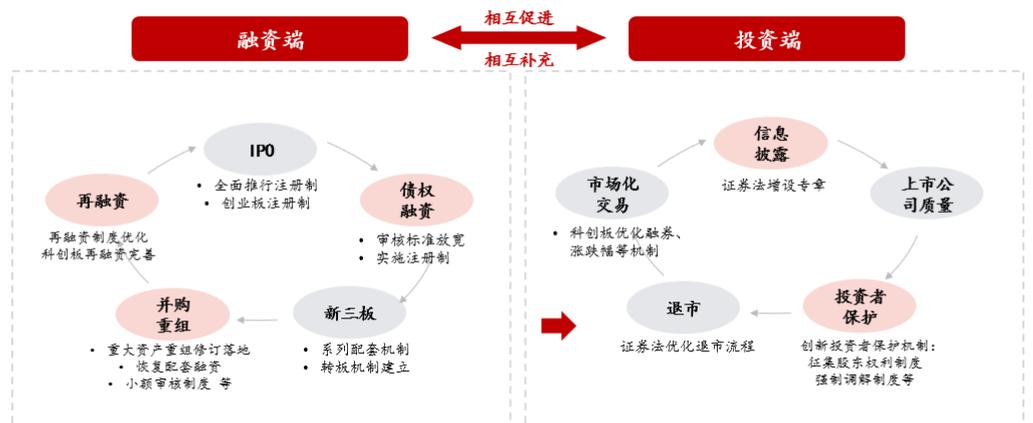
退市制度改革有望及时实现市场优化出清，优化资源有效配置。成熟市场退市制度兼顾指标设计与实际执行，有效实现劣质项目出清，为优质企业引流市场资源。在退市指标设计上，提升市场指标和有效的非量化指标比重，对衡量企业持续经营价值、及时清退劣质标的有独特优势：首先，市场指标高频披露，与市场联系紧密能及时反映供求。财务指标披露频次低、时效性弱，容易产生滞后性。且市场指标包含对公司前瞻预期，而财务指标仅反映历史业绩。其次，财务指标易受人为操控，市场指标操纵空间有限。部分已经经营不善的公司为保住“壳资源”，通过操纵盈利指标规避退市风险案例层出不穷。再次，非量化指标中信息披露、治理合规更反映公司当前和未来经营水平，更好衡量公司价值。

退市制度完善还需强化追责和投资者保护，构筑市场良性生态。一方面，我们认为对发行人、中介机构追责制度保障市场平稳有序运行。明确违法行为并保证一定弹性，能够充分避免发行人和中介机构利用法律漏洞侵犯合理权益，保证各项机制有效运营。同时通过拉长追责期限和加大惩罚力度，能够显著提高警示威慑效应，防止发行人和中介机构知法犯法。另一方面，投资者保护机制是投资者信心和热情的重要源泉。只有投资者保障可预期，才能够保持投资者信心和热情，提升市场流动性和稳定性。同时，投资者保障倒逼发行人和中介机构履行应尽义务。监管机构追责和投资者诉讼两重约束下，避免发行人和中介偏离规范跑道。完善保护机制对实现向注册制平稳过渡。

我国资本市场改革多点开花

我国监管层自上而下推动资本市场改革，改革措施多点开花。2020年3月1日修订后的《证券法》正式生效，从基础制度变革推动发行、交易、信息披露、投资者保护的革新，强调让市场发挥主导性作用。4月7日国务院金融委强调要发挥好资本市场的枢纽作用，凸显资本市场重要战略地位。4月9日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》从股票市场基础制度、债券市场、金融服务供给、对外开放等对资本要素市场化配置提出意见，强调市场化、法制化改革方向。顺应顶层明确的监管方向，2020年以来创业板IPO、再融资、并购重组、债权融资、新三板优化改革多点开花，力度和速度较2019年进一步强化，政策优化力度和落地节奏空前。

图表50： 资本市场改革多点开花

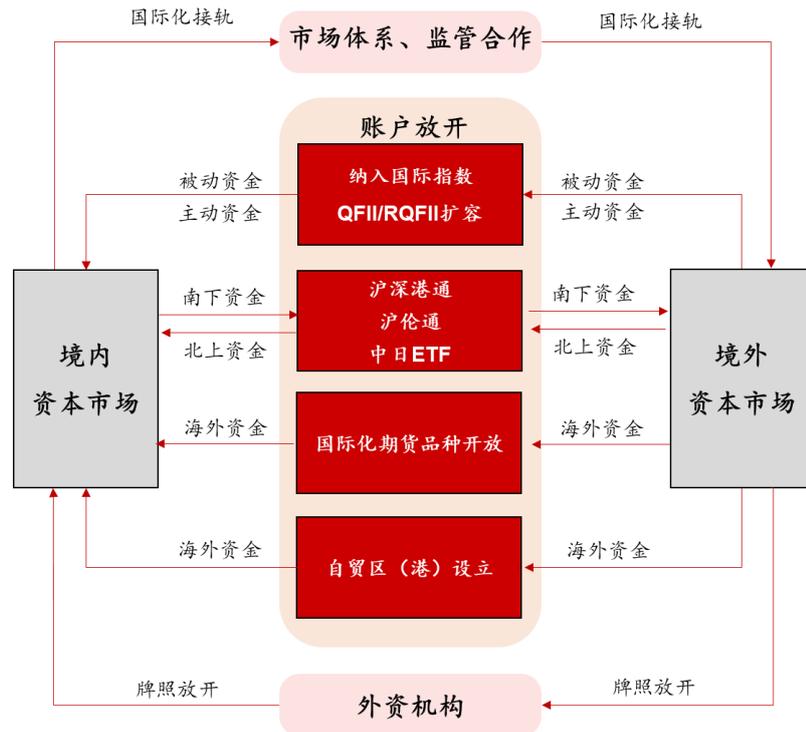


资料来源：华泰证券研究所

博采众长，以开放拥抱外部循环

我们认为以更大力度对外开放贯通外部循环，是促进经济稳健增长、产业良性升级的重要途径。通过制度接轨，打造国际化的资本市场体系，推进市场化运作机制，同时多领域对外开放提速，丰富的市场主体强化鲶鱼效应，步入高阶竞争，结合国际金融监管合作来构建健康的资本市场新生态。此外通过账户开放，深化“走出去”与“引进来”的双向互联互通。外资额度逐步松绑下，主动与被动资金加速跑步入场，也在多地资本市场贯通后实现双向流动。此外国际化期货品种扩容也有望深化人民币国际化，通过成功经验的不断复制打造世界最高水平开放试验区。

图表51：通过制度接轨与账户放开推动外部循环



资料来源：华泰证券研究所

制度接轨：打造国际化的资本市场体系

资本市场双向开放稳步推进，多维度规则与国际接轨。目前监管层自上而下推进资本市场双向开放，在底层设施、行业开放、监管体系等多维度与国际接轨：以国际化规则为对标，完善市场运行机制，构建多层次资本市场，夯实底层基础设施；多领域对外开放提速，外资机构陆续进入，鲶鱼效应强化，行业进入高阶竞争阶段，机遇与挑战并存；金融监管国际化大势所趋，积极推进监管目标和范围的国际化，深化国际监管合作，构建健康的资本市场新生态。

以国际规则推进市场化运作机制

遵循市场化运行机制，充分激发增量市场活力。当前我国资本市场存在服务新经济企业缺位、市场化运行不完善、制度建设不健全等症结，市场功能未能充分发挥，市场韧性有所不足。国际经验表明，高效通达的发行制度、机动灵活的交易制度、快速多样的再融资制度、严格谨慎的退市制度是资本市场稳健运行的根基。而坚持制度市场化运行，才能充分激发资本活力，创造良性循环、互相促进的市场局面。我国资本市场体系在改革推进中，科创板与创业板注册制改革相继推出，不断完善发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场深层活力。

注册制推进下，多维度政策与国际接轨。第一，发行审核权利赋予交易所，走出监管“背书”，提升市场判断能力，我们认为审核时间的缩短也将大幅提升市场运作效率，助力优质企业快速获得融资支持。第二，上市标准与国际接轨，增强盈利包容性，同时重视市值、流动性等市场化综合指标，灵活把控上市标准。第三，定价标准交还给市场，移除隐性红线，采用全球市场广泛使用的累计投标询价。第四，涨跌幅放松人为干预，能够促进合理价格尽快形成，实现市场化定价一步到位。此外，也增加了异常交易实时监控等保障措施，有效控制市场风险。第五，上市首日即可作为融资融券标的，完善做空手段，虽然与发达市场的衍生品业务相比仍尚不完善，但政策变革正稳步推进，在投资者教育与市场体系更趋成熟的节奏下，做空机制将逐步与国际接轨。我们认为未来 T+0 交易制度、做市商制度等也有望逐步推出，多维度政策与国际接轨的大趋势不会改变。

图表52：全球资本市场主要 IPO 流程对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
发行上市模式	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市分离	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市不分离
审核主体	上交所	证监会审核为主，交易所上市审核为辅	深交所	SEC与州证券监管机构	伦交所	联交所和香港证监会均同时拥有发行上市审核权	证券柜台买卖中心
审核主体	上交所		深交所	纳斯达克交易所			
审核时间	3-6个月	审核1-1.5年 批准公开募股不定	不超过3个月	6个月-1年	3-6个月	110天	4-5个月
定价模式	市场化询价	市场化询价+23倍市盈率红线	市场化询价	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少
日涨跌幅限制	+/-20%	+/-10%	+/-20%	无	无	无	+/-10%
上市首日涨跌幅限制	无	44%	无	无	无	无	无
交易工具	融券	融券，股指期货，场外期权	融券，场外期权	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品
标的限制	上市首日起均可作为标的	交易所决定标的池	交易所决定标的池	无限制	无限制	无限制	无限制

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

完善多层次市场体系，有望引领资本市场制度建设新一轮跨越。近年来，新经济创新企业不断涌现，对国内产业发展和经济贡献不断增强，而随着资本市场制度改革的深入推进，科创板与创业板注册制改革将补齐资本市场服务科技型、创业型企业短板，此外也以增量引导存量改革，引领资本市场制度建设新一轮跨越。在日趋完善的市场体系下，境内外长线资金有望共享企业发展红利，共同推动优质企业高质量发展。

牌照放开强化参与主体鲶鱼效应

金融业对外开放正进入关键节点，多家外企已开始抢滩登陆。我们认为资本市场若想深入融合进全球市场，必然要推进体制变革，2017年新一轮的金融业对外开放应运而生，金融业各大子领域均有详细的时间表，并且已有多家外企率先抢滩登陆，在各自领域积极布局，希望能分享我国对外开放的发展红利，步步开放的政策也逐步落实其国民待遇。

图表53：外资金金融机构股比完全放开时间点

类别	时间点	已开放的代表性外企
银行	2018年8月23日	国泰世华银行（中国）等
券商	2020年12月1日	外资控股券商瑞银证券、野村东方国际证券、摩根大通证券等已设立
寿险	2020年1月1日	友邦保险分专转子改革、安联保险控股成立、汇丰人寿变更独资等
期货	2020年1月1日	摩根大通期货变更独资
信托	2020年3月1日	
基金	2020年4月1日	上投摩根拟变更独资，WFOE 私募相继设立

资料来源：银保监会，证监会，财政部，华泰证券研究所

国民待遇落实后，外资金融机构将从人才、业务两个角度对中资企业造成结构性冲击。首先是人才竞争方面，外资机构激励机制更灵活，同时业务发展空间打开，对人才的需求攀升、吸引力增强，中资机构的人才流失压力增大。业务竞争方面，外资机构业务扩张将主要从城市业务起步，对一二线市场带来一定冲击，我们认为一定程度上将重新划分蛋糕；而对于仍需通过渠道下沉打开空间的三四线市场，中资企业仍有较强的竞争优势。

我们认为鲶鱼效应强化，机遇大于挑战。外资金融机构在中国市场参与度的提升形如鲶鱼效应，市场化是中资机构唯一的选择，也是中资机构追赶国际领先企业的契机。一方面，中资机构只有通过市场化，提升战略决策能力、完善激励机制，才能在人才和新兴业务领域的竞争中掌握主动权。另一方面，外资机构在人才机制、组织架构、业务模式的领先也倒逼中资机构进行创新与改革，拉近与国际领先金融机构的差距。整体来看，资本市场作为连接资本与产业的纽带，在内部大循环的运作中起到举足轻重的作用，有望在对外开放的大背景下，不断吸取先进经验，提高运作效率，深化内部变革。

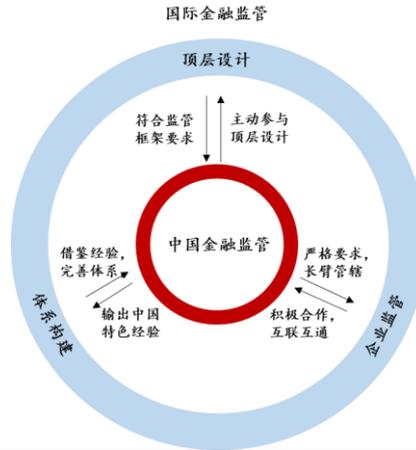
深化国际合作完善金融监管体系

主动参与国际金融治理，提升国际金融话语权。目前国际金融监管合作架构不断强化，合作领域日益广泛。然而长期以来，国际金融监管合作的顶层设计与标准设立等各方面的话语权几乎被发达经济体所控制，其利益诉求在“全球规则”的框架下得到充分表达。我国在国际金融监管合作中参与度和发挥作用有限，未来应更积极、主动地参与国际金融监管合作，结合自身金融发展的需要和国际监管框架的不足，推动和引领国际金融规则的制定，如信用评级的风险定价权、金融基准的利率定价权、大宗商品的货币定价权等，进而不断提升国际金融话语权。

资本市场双向开放提速，金融监管国际化大势所趋。伴随资本市场对外双向开放提速，我国资本市场正日益深入地融入全球金融体系，金融国际化进程的深化导致各国金融市场的风险传导机制更为紧凑，逐步削弱单一国家金融监管的有效性。因此对内完善金融监管框架，对外防范国际金融风险，呵护本国金融体系的安全与稳定是重中之重。并且金融监管国际化是大势所趋，我们认为未来应积极与各国监管机构开展广泛交流与深度合作，主动参与国际金融治理，提升监管效能与国际地位。

一方面体现在治理目标上更为国际化，推动监管和服务的开放，对标发达国家成熟体系，推进制度体系的迭代与进化，增强资本市场抗波动能力，吸引长期资本流入。过去我国上市企业如康美药业、康得新等存在严重的造假问题，目前监管层积极推动监管体系的严格化，完善信息披露机制，减少上市公司财务粉饰空间，降低信息不对称带来的投资风险。同时推进建立紧凑的退市程序，推进构建多层次、健康的资本市场生态；另一方面体现在治理范围的国际化，部分境外上市中国企业如瑞幸，无视法律和规则，存在财务造假等侵害投资者利益的恶劣行为，应充分发挥监管层“长臂管辖”权，对造假、欺诈等行为从严处理，构建良好的资本市场生态，更好地发挥资本市场服务实体经济的功能，切实保护投资者相关权益。

图表54：金融监管国际化大势所趋，我国多维度积极参与



资料来源：华泰证券研究所

账户开放：深化“走出去”与“引进来”的双向互联互通

我国的资本账户开放经历了严格管制、有序放开和促进双向互通的历程。建国初期的经济建设面临储蓄缺口和外汇缺口的双重资金困境，外汇采取高度集中管理措施，资本账户基本处于完全封闭状态。改革开放以来，随着经济体系活力的增强，积极鼓励外商直接投资成为主要政策倾斜之一，大量 FDI 的流入有力支撑了我国经济的飞速发展。90 年代初期的十四届三中全会上为资本账户开放指明了推进方向，先后成立了全国性外汇交易中心、取消了经常项目下其他尚存的汇兑管制，且在加入 WTO 后加快了资本账户自由化的步伐，最近十年 QFII/RQFII 的不断扩容、沪深港通和沪伦通的落地驱动、以及多个自贸区的设立，均推动了资本账户的有序开放，加速资本市场的互联互通。

额度松绑，主动与被动资金加速跑步入场

A 股先后被纳入国际指数，被动资金入场推动市场制度进一步成熟完善。A 股自 2017 年 6 月被纳入 MSCI 新兴市场指数后，纳入因子从最初的 5% 逐步提高至 2019 年 11 月的 20%，并将 A 股中盘股纳入 MSCI 指数；富时罗素指数也于 2019 年 5 月宣布分三步走纳入 A 股；道琼斯指数于 2019 年 11 月宣布将 1099 只 A 股标的以 25% 纳入引子纳入标普新兴市场全球基准指数。国际指数将 A 股纳入的历程并不是一帆风顺的，资本流动性、清算交割制度等设计差异导致多次冲突失败，但随着资本市场改革的加速推进，停牌制度、扩大互联互通额度、金融对外开放等方式取得积极进展，也逐步赢得国际指数的认可。虽目前外资持股市值占比仍较小，但已经标志着 A 股与世界接轨的大门正逐步打开，且指数被动资金的持续流入有望进一步促进 A 股国际化，倒逼市场制度和规则的进一步成熟与完善，外资机构资金的加码也有望改善资本市场投资者结构，提振市场风险偏好。

图表55：A 股纳入国际指数阶段表

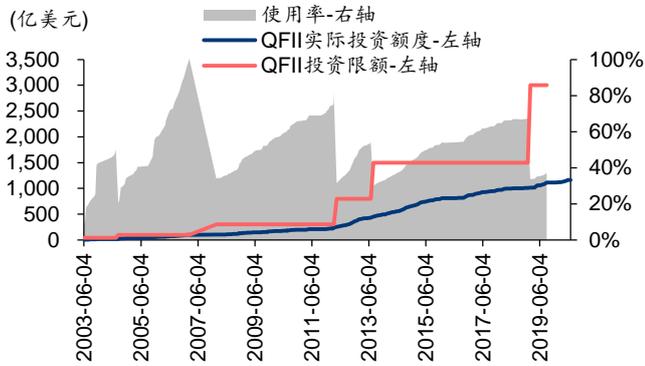
MSCI	2018M5	2018M8	2019M5	2019M8	2019M11	2020M5
因子调整	0→2.5%	2.5%→5%	5%→10%	10%→15%	15%→20%	-
其他变化			首次纳入创业板		首次纳入中盘股	成分股调整
A 股/MSCI 新兴市场指数	0.39%	0.75%	1.76%	2.46%	4.10%	4.10%
FTSE			2019M6	2019M9	2020M3	2020M6
因子变化			0→5%	5%→15%	15%→17.5%	17.5%→25%
其他变化					首次纳入创业板	
A 股/FTSE			1.40%	4.20%	4.90%	7.00%

资料来源：MSCI 官网，FTSE 官网，华泰证券研究所

QFII/RQFII 总额度松绑，为外资主动布局打开空间。我国于 2002 年实施 QFII 制度，2011 年实施 RQFII 制度，发展至今进行了多次扩容，并于 2019 年 9 月取消总额度限制，其中 RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。据外管局数据，截至 2020 年 5 月底，已有来自全球 31 个国家和地区的超过 400 家机构投资者通过此渠道投资中国金融市场。短期来看，QFII 与 RQFII 的额度使用率尚未达到上限，截至 2019M8 使用率分别为 37% 和 35%，互

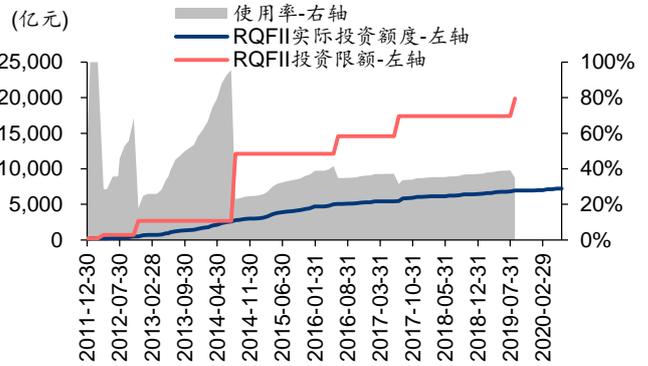
互联互通的逐步落地一定程度上压缩了 QFII/RQFII 的发展空间，但整体看投资额度呈现稳步抬升趋势，且历史上也有多次出现额度告紧的情况，额度放开给予外资更大的灵活度，有望提振资本市场表现。中长期来看，总额度取消为外资入场提供便利。外资优秀的管理经验与成熟的风控体系也不断完善市场的成熟度，有助于优化投资者结构、改善融资结构，引导资金流向前景更好、盈利能力更强的产业，更好地发挥资本市场资源配置功能。

图表56: QFII 实际投资额度及使用率



资料来源: Wind, 外管局, 华泰证券研究所

图表57: RQFII 实际投资额度及使用率

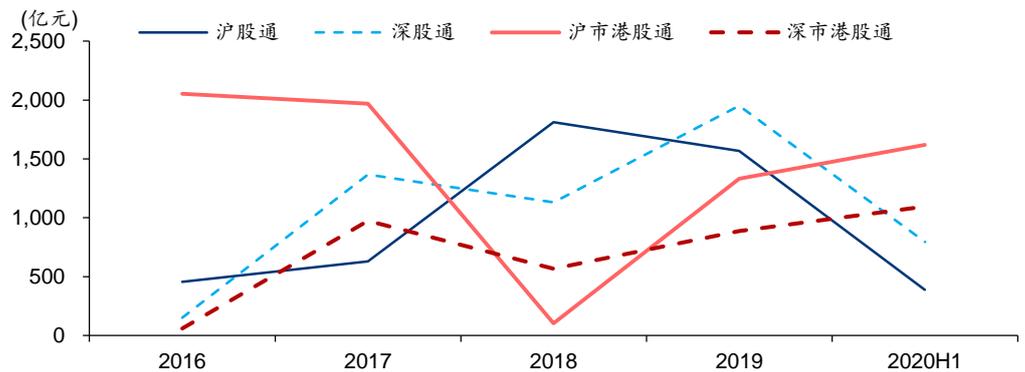


资料来源: Wind, 外管局, 华泰证券研究所

市场贯通，推动多地资本双向互联互通

优化沪深港通机制，境内外市场互联互通。沪港通与深港通分别于2014年11月和2016年12月落地，沪深港三大交易所正式实现互联互通，开创了我国资本市场跨境证券投资新模式。近几年北向资金整体保持较大规模的净流入，2019年合计净流入达3517亿元，外资对A股市场的认可度与参与度逐步提升，且随着互联互通机制的逐步完善，每日额度也逐步放宽限制，2018年将每日额度扩大4倍，为内地及国际投资者创造更多投资机会。资本市场的变革一方面需要从内部进行创新，另一方面也需要与国际接轨，通过先进的外部经验来完善体系架构。沪深港通的落地不仅丰富了多层次的资本市场体系，也便利了人民币在两地的有序流动，切实推进人民币国际化进程，在资本项目开放商再进一步，同时也加速了内地金融监管规则与国际标准接轨，为跨境金融监管协调与合作奠定发展基础。

图表58: 近年来沪深港通成交净流入量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

沪伦通落地，中日ETF发行，进一步扩大资本市场双向开放。在沪深港通的基础上，资本账户的开放进程持续加快脚步。2019年6月沪伦通上线，华泰证券(601688 CH, 无评级)和中国太保(601601 CH, 买入, 目标价42.26-46.95元)相继成功发行GDR, 对A股的国际化发展具有里程碑意义, 对促进境内机构融入全球核心资本市场具有较大的推动作用。2019年6月中日ETF互通项目也正式开通, 实现了中国ETF“走出去”和日本ETF“引进来”, 初期两国各有四家公募基金发行了产品, 为境内投资者提供了分享全球经济红利的机会。开放的市场才能更好地分散风险, 在积累了几轮全球金融危机的经验

教训基础上，稳步推进资本市场开放与双向互联互通显得尤为重要。资本市场是向海内外投资者推介优质企业与培育长期价值投资理念的纽带，一大批具有较强自主创新意识的行业龙头将伴随互联互通的深化而形成积极意义上的市场定价，为企业长远发展奠定扎实的基础。

图表59： 首批我国发行的中日 ETF 互通产品情况

基金管理人	基金名称	基金简称	发行总份额 (亿份)
华安基金（未上市）	日经 225 交易型开放式指数基金	华安三菱日联日经 225ETF	2.7497
华夏基金（未上市）	野村日经 225 交易型开放式指数基金	华夏野村日经 225ETF	4.3049
南方基金（未上市）	顶峰东证股价交易型开放式指数基金	南方东证指数 ETF	3.0843
易方达基金（未上市）	日兴资管日经 225 交易型开放式指数基金	易方达日兴资管日经 225ETF	5.0841

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

期货扩容，推动人民币国际化持续深化

期货品种对外开放迈出实质性步伐，境外投资者参与度逐步提升。原油期货自上市以来规模呈现跨越式增长，交易量、持仓量屡创新高，已成为仅次于 WTI 和 Brent 的第三大原油期货品种，且流动性已超过 Brent 原油期货，逐步体现出亚洲时段的影响力；铁矿石期货、PTA 期货境外参与者稳步增加，价格的国际影响力不断提升。今年 6 月低硫燃料油期货作为第五个国际化期货品种上市，一方面有利于促进低硫燃料油行业形成合理的定价机制，增强我国保税船用油行业的议价能力以应对国际竞争，另一方面也有望引进更多国际投资者参与交易，加深我国与沿线国家的政经往来和金融合作，提高我国在国际船用油市场的定价权和话语权。

图表60： 我国期货品种国际化放开时间点



资料来源：中国期货业协会，华泰证券研究所

价格的国际影响力不断提升，推动人民币国际化持续深化。期货市场逐步放开后，境内外交易者在我国期货市场上共同交易、形成以人民币计划的期货价格，将逐渐成为国际贸易的定价依据，从而推动人民币国际化进程。据 SWIFT 数据，今年 6 月人民币已升至全球第五大最活跃货币，但以基于金额统计的占比来看仅有 1.76%，人民币市场的国际化进程仍有较大的发展空间。在当前微妙的全球局势下，深入推动人民币国际化进程意义重大，未来期货市场有望持续扩容，以更开放的视角融入全球化业务大环境中。

自贸创新，打造世界最高水平开放试验区

积累现有自贸区成功经验，并向全国推广制度创新成果。上海自贸区自 2013 年 9 月成立以来，经历了总体方案的 1.0 版、深化方案的 2.0 版到全面深化方案的 3.0 版，始终坚持先行先试、制度创新，已发挥出与长三角协同发展的作用。全国各地在上海自贸区推出之后纷纷涌现起申报潮，据 7 月 23 日中山大学发布的《中国自由贸易试验区发展蓝皮书（2019-2020）》显示，目前全国已有约 43 个自贸试验区，而上海自贸区在制度创新、金融管理与服务创新和法治环境等方面均位列第一。作为我国新一轮对外开放与深化改革的先行地，自贸区为国家试制度的成效显著，7 年来已累计向全国或特定地区复制推广了 260 项制度创新成果。

集大成者之海南自由贸易港建设，具有较强的内生增长动能。海南在全面深化改革上具有得天独厚的发展优势，虽然经济总量低于全球平均水平，但过去十年 GDP 平均增速约 10% 左右，增长动力强劲，2019 年岛内第三产业占比已达近 60%，旅游业的快速发展急需政策支持，外商直接投资也有较大发展空间。国务院在 2018 年 10 月发布的海南自贸区实施方案试点任务实施率已达 97%，为后续发展奠定了坚实基础。因此，中共中央、国务院于 6 月 1 日印发《海南自由贸易港建设总体方案》，其中提出要使得跨境资金流动自由便利，分阶段开放资本账户，简化跨境投融资监管，扩大金融对外开放，加快金融创新。此外在税收制度上分阶段实施零关税、低税率和简税制；且大幅放宽海南自由贸易港市场准入，强化产权保护，保障公平竞争，打造公开、透明、可预期的投资环境。

图表61：《海南自由贸易港建设总体方案》制度设计梳理

条款	核心举措
贸易自由化	“一线”放开，“二线”管住，推进岛内自由，推进服务贸易自由
投资自由化	实施市场准入承诺即入制，创新完善投资自由制度，建立健全公平竞争制度，完善产权保护制度
跨境资金流动自由化	构建多功能自由贸易账户体系，便利跨境贸易投资资金流动，扩大金融业对内对外开放，加快金融改革创新
人员进出自由便利	对外籍高层次人才投资创业、讲学交流、经贸活动方面提供出入境便利，建立健全人才服务管理制度，实施更加便利的出入境管理政策
运输来往自由便利	建立更加自由开放的航运制度，提升运输便利化和服务保障水平
数据安全有序流动	有序扩大通信资源和业务开放
现代产业体系	旅游业，现代服务业，高新技术产业
税收制度	零关税，低税率，简税制，强法治，分阶段
社会治理	深化政府机构改革，推动政府职能转变，打造共建共治共享的社会治理格局，创新生态文明体制机制
法治制度	制定实施海南自由贸易港法，制定经济特区法规，建立多元化商事纠纷解决机制
风险防控体系	贸易风险防控，投资风险防控，金融风险防控，网络安全和数据安全风险防控，公共卫生风险防控，生态风险防控

资料来源：国务院，华泰证券研究所

对标世界最高水平开放姿态，资本账户放开有望持续深化。海南自由贸易港以 15 年，分两步走的战略规划，目标打造成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。随着岛内金融业开放的推进、金融改革创新的加快，资本账户放开有望持续深化。海南作为“一带一路”倡议的区域性国际金融中心，有望形成“21 世纪海上丝绸之路”的金融桥头堡，发挥资本市场的枢纽功能，持续推进人民币国际化与资本账户的双向互联互通。

我们认为以证券化构建内循环，以开放贯通外循环，资本市场是链接双循环的重要枢纽。在国内国外双循环体系下，金融体系的功能正发生变化，效率更高的直接融资市场是未来的发展方向，资本制度建设是支持内循环体系不断自我升级迭代的重要保证。我们认为未来是企业资产证券化、社会财富金融化、市场体系开放化的过程，而资本市场将成为链接双循环的重要枢纽，具有重大的发展机遇。

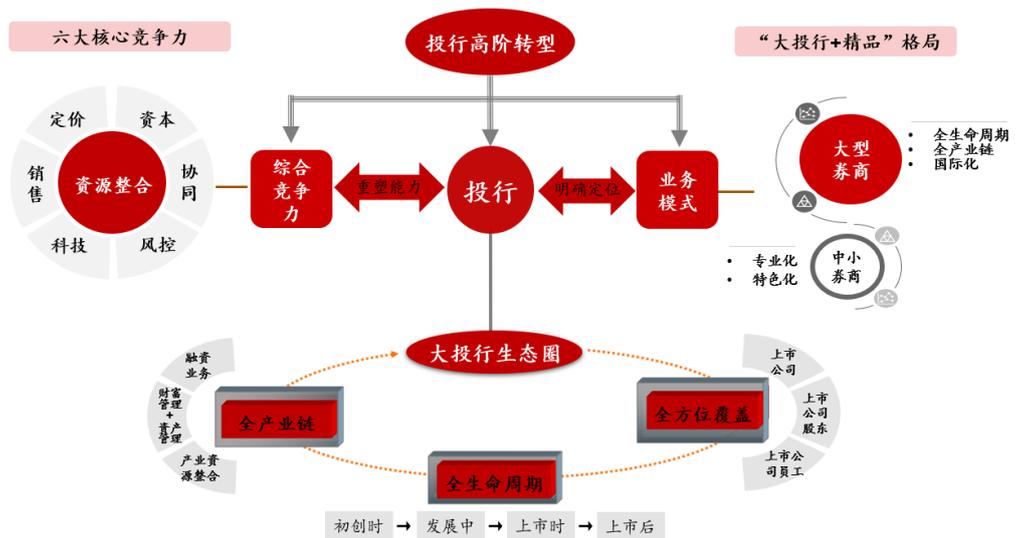
把握机遇，重视证券化时代的投资价值

证券行业：开启创新发展新周期

资本市场深化改革为券商发展带来关键历史契机。证券公司是多层次资本市场的建设者和参与者，资本市场深化改革需要通过券商落到实处，也将为券商带来发展历史契机。当前，资本市场改革快进与开放加速，成为券商行业发展的逻辑主线。监管政策自上而下推动资本市场改革，新《证券法》明确全面推行注册制的政策导向，充分把选择权交给市场，市场主体的充分博弈将更加考验券商的硬核专业能力。同时，在市场化回归叠加开放化的加速中，国际大行纷纷进入中国市场，也将深刻改变行业游戏规则，内资券商将面临来自国际顶尖投行的多方挑战，呼唤打造航母级券商引领行业高阶竞争。

我们认为，券商行业创新周期已进一步深化。资本市场新制度将倒逼投行转型，投行需要加快高阶升级、拓宽业务边界，方能打破能力藩篱，真正打开成长空间。投行转型要从综合竞争力和业务模式双管齐下。优质投行将率先构筑资源整合力，加速打造全产业链、全生命周期“大投行生态圈”。并且，未来投行有望成为券商转型升级的突破口和发力点，通过串联券商轻重资产业务，发挥驱动各业务转型升级的引擎作用，带动券商开启全面高阶升级。

图表62：投行未来高阶竞争逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

大型券商将加速打造全产业链、全生命周期“大投行生态圈”，实现业务协同和价值延伸。市场制度改革将推动资本市场深化发展、激发企业金融需求背景下，投资银行将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以融资业务、财富管理及资产管理、产业资源整合为核心的“大投行生态圈”，实现全产业链协同和价值延伸。“大投行生态圈”模式将伴随企业生命周期。**初创时协同股权投资**。虽然目前券商“保荐+直投”模式被限制，但不削弱业务连通性。券商股权投资赋予早期企业资金和战略资源支持。**发展中协同资本中介**。企业发展壮大持续需要资金，若开展并购重组将激发产生额外资金需求，券商可通过资本中介助力企业做大做强。**上市时提供保荐与承销业务等服务**。**上市后提供做市、财富管理和资产管理、投融资管理等长期服务**，将研究能力、投资交易能力、风控能力等专业实力持续转换为聚焦客户需求的服务能力。

中小券商探索特色化、专业化的精品券商之路。中小券商资本和业务实力较为弱势，在行业竞争格局中将根据自身股东资源、特色业务等优势，制定精准品牌定位，争夺细分市场。中小券商可以探索打造倚重投行特色的券商、聚焦经纪财富管理的券商、专注债券业务的券商、着力资产管理的券商，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

银行行业：持续看好财富管理银行

在构建以资本市场为枢纽的双循环格局过程中，我们认为银行业也不会缺席。银行理财作为居民财富的蓄水池，承载了超过 20 万亿元的资金，随着净值化转型、专业化投资的趋势的推进，有望逐渐加强权益投资，成为资本市场的活水；银行作为最重要的渠道方，显著受益于双循环时代的金融产品供给增加。我们认为银行转型的大势是综合化、轻型化、财富管理经营，看好在相关赛道具有领先优势或优越禀赋的银行。我们认为上市银行 20H1 利润增速将下滑，主要为主动计提拨备的结果。银行股估值已基本反映基本面预期，目前是银行板块估值、仓位双底部的状态(据 Wind 数据,2020 年 6 月末偏股公募基金银行持仓占比 2.44%，为 2016 年以来的最低点)，资金边际增配有望带来估值修复机会，维持对板块的“增持”评级。

保险行业：β 弹性提振投资表现

保险行业 20H1 受到疫情影响下代理人展业困难+长端利率下行+权益市场波动加剧等多维度冲击，整体估值被压制。目前险企借力线上互联网渠道引流，5 月初疫情、经济与政策三因素拐点显现，逐步向常态回归，传统代理人渠道逐步修复，在监管引导的高质量发展通道中有望实现快速发展。我们认为长端利率或已探明底部区域，叠加自上而下推动的多层次资本市场形成，权益市场呈现中长期向好趋势，有效缓解市场对险企潜在利差损问题的悲观预期。同时，险企资产配置仍有一定的灵活性，具备拉长资产久期、对接实体经济的空间，以满足长期投资回报假设。此外在监管引导下，权益投资比例仍有提升空间，β 弹性有望提振投资表现。我们认为当前时点保险板块估值优势突出，板块具有中长期配置价值，对板块维持增持评级。

重点推荐标的

国泰君安 (601211 CH, 买入, 目标价 19.25~20.85 元): 创新能力较强, 机构客户基础扎实

公司综合金融服务布局完善，作为龙头券商资源能力充实，创新能力较强，机构客户基础扎实，具备发展融券业务的基础。此外，公司新领导到任后改革举措频繁。2020 年 4 月 29 日公司董事会同意调整公司组织架构，有望为公司经营带来创新增量。2020 年 6 月 7 日公司公告拟以自有资金回购 A 股股票并用作限制性股票激励。公司拟向激励对象授予不超过 8900 万股限制性股票，占总股本比例 1%，股权激励授予数量可观。且授予价格折扣接近现价五折水平，激励效用显著。同时公司为股权激励设置分段限售期和多样化考核机制(考核指标包括归母净利润、加权 ROE、金融科技创新投入、综合风控指标)，充分激活受激励对象主观能动性。我们认为股权激励计划完善公司市场化机制设计，将优化管理结构、稳定人才队伍，助力转型发展，此次激励机制到位将进一步为转型发展奠定良性基因。

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别 1.01、1.13、1.23 元，BPS 分别为 16.04、16.71、17.45 元。采用可比公司估值(参考 2020 年 6 月 7 日发布报告时估值)，可比公司 2020xPBwind 一致预期平均数 1.29 倍，维持前期估值中枢目标，给予 2020 年目标 PB1.2-1.3 倍，目标价格区间 19.25—20.85 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、制度推进不如预期。

招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价 38.76~41.35 元): 零售业务标杆, 财富管理强行
 招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行，抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务，2019 年零售收入贡献与税前利润贡献分别为 53.7%、56.7%。招商银行建立了财富管理先发优势，2020 年 Q1 财富管理收入同比大增 68.5%，占比达到 13%，疫情中消费场景被限制提升了客户的财富管理需求。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势：盈利能力方面，2020 年一季度招行 ROE 在上市股份行中排名第一。资产质量方面，2020Q1 末不良贷款率仅有 1.11%，远低于其他上市股份行；拨备覆盖率超过 450%，风险抵御能力强大，可抵御疫情冲击，为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱，且成长空间依旧较大，招行作为领先龙头银行是首要获益者。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.8%/15.3%/16.2%，EPS 为 4.15/4.79/5.56 元，2020 年 BVPS 预测值为 25.84 元，对应 PB1.34 倍。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预测平均 PB 为 0.59 倍（参考 2020 年 4 月 30 日发布报告时估值）。公司作为零售银行先驱、财富管理引领者在逆境面前展现了强大韧性，维持 2020 年目标 PB1.5~1.6 倍，目标价区间为 38.76~41.35 元，维持“增持”评级。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

中国平安 (601318 CH, 买入, 目标价 92.32-100.02 元): 代理人转型改革深化, 生态建设逐步落地

公司持续深化代理人渠道转型，截至 20Q1，寿险个人代理人数量为 113.2 万人，较年初下降 3%。优才计划逐步推进，高学历、高素质叠加完善的培养体系使优才产能远高于普通代理人，且规模正在持续扩张。另一方面，综合金融、五大生态体系逐步落地，截至 20Q1 互联网用户量、个人客户数分别达 5.34 亿人、2.04 亿人，相较年初提升 3.7%、1.9%，持有多家子公司合同的个人客户数占比 37%，较年初提升 0.2pct，交叉销售体系逐步完善。此外，公司营运利润稳步增长，提供价值衡量的锚，20Q1 实现归母营运利润 3.59 亿元，同比提升 5.3%。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 9.01、10.60、12.27 元，维持“买入”评级。

我们预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 76.94、89.85、104.62 元，采用可比公司估值，参考可比公司 2020 年华泰预测平均 PEV 为 0.96x（参考 2020 年 7 月 2 日发布报告时估值）。公司寿险转型领先行业，代理人质态逐步抬升，综合金融优势显著，享受一定估值溢价。维持 2020 年 1.2-1.3xP/EV 预期，目标价格区间 92.32-100.02 元。

风险提示：保障险推进力度不及预期，利率下行带来潜在的利差损风险，权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

图表 63：重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)				P/E (x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
券商													
601211 CH	国泰君安	18.40	买入	19.25-20.85	1,535	0.97	1.01	1.13	1.23	18.97	18.22	16.28	14.92
银行													
600036 CH	招商银行	34.56	增持	38.76~41.35	8,632	3.68	4.15	4.79	5.56	9.39	8.33	7.22	6.22
保险													
601318 CH	中国平安	76.03	买入	92.32-100.02	13,948	8.41	9.01	10.60	12.27	9.04	8.44	7.17	6.20

备注：以上重点公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券金融团队最新报告，收盘价为 2020.07.30

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 外需下行压力过大，对外需敏感型行业影响过大，经济增速面临下行超预期风险，导致国内产业资本需求低迷，进而拖累资本市场整体运作效率。
- 2) 改革开放推进速率慢于预期，在目前复杂的国际关系环境中，海外机构与资金进入国内资本市场的节奏与程度或受影响，进而导致后续政策出台的速率、力度弱于预期。
- 3) 大国博弈存在向科技、政治、教育文化等多领域扩散的不确定性，可能对国内科技、人力、资本等各类生产要素的自主可控形成进一步的挑战，进而影响资本市场的枢纽功能。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司