天首资本 TIANSHOU CAPITAL X 天首金融研究院

# 2020 投资策略报告

# 每日免费获取报告

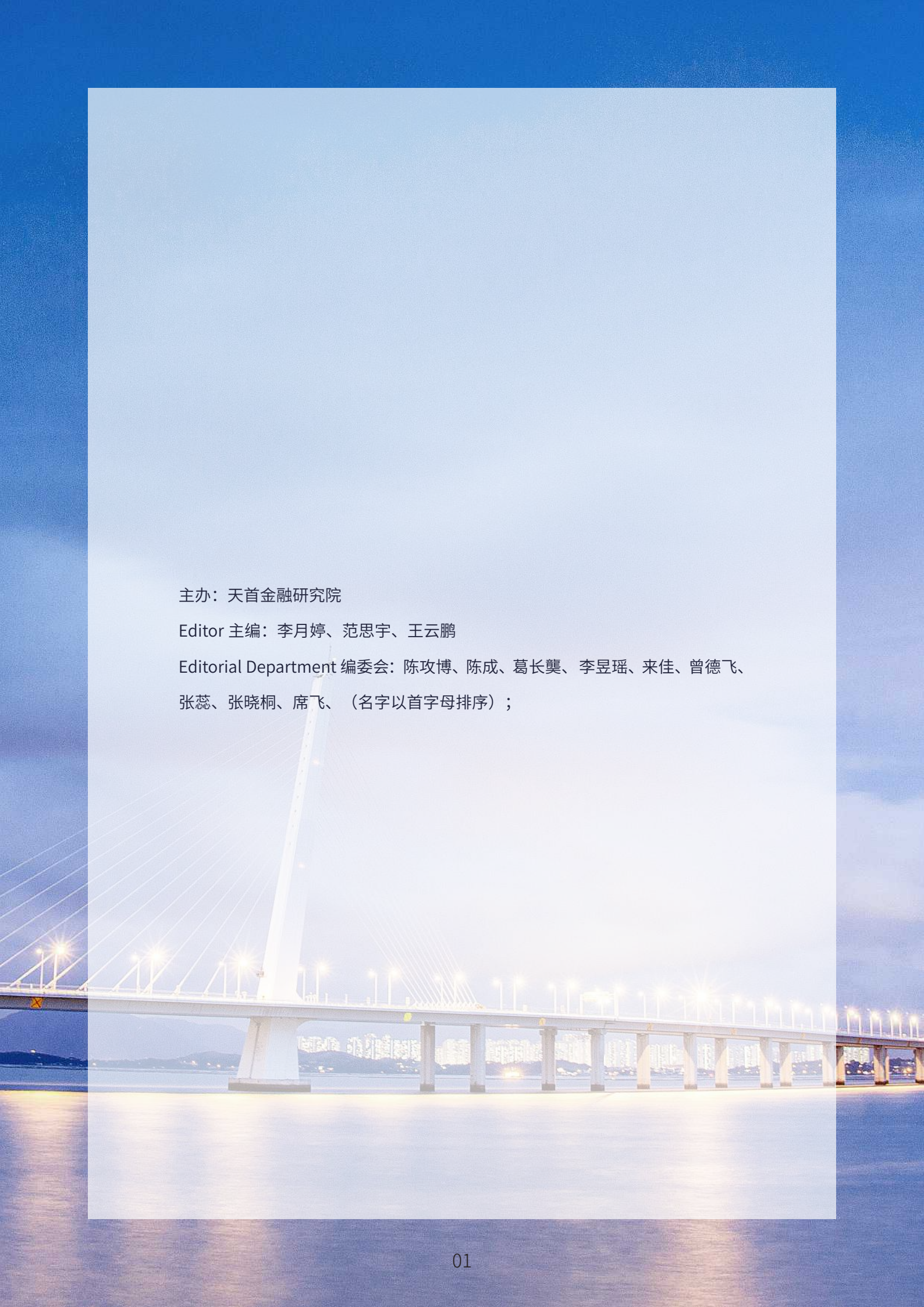
1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。



主办：天首金融研究院

Editor 主编：李月婷、范思宇、王云鹏

Editorial Department 编委会：陈攻博、陈成、葛长龑、李昱瑶、来佳、曾德飞、张蕊、张晓桐、席飞、（名字以首字母排序）；

# 两翼齐飞 未来可期

年初的一场疫情，给本就承压的全球经济带来了更多挑战，增速放缓已成定局。当前中国疫情得到控制，企业复工复产全面推动，国内经济已优先于国外经济止跌企稳。纵观全球，相信在未来很长一段时间内，最好的投资机会将更加集中在中国。如何在波动的“后疫情”时代里寻找相对稳健的资产，从不确定中寻找确定，方法变得尤其重要。

天首资本一直以来高度重视对市场的研究，在一周年之际，我们正式发布这本匠心打造的《投资策略报告》，提出对于 2020 年全球市场的看法，希望可以全面且深入浅出地讲解全球金融市场下的财富管理与资产管理的投资脉络和机会，为金融从业者和高净值客户提供有价值的判断依据，与追求幸福的人共勉。

## 发展元年 实体＋金融两翼齐飞

2020 年，是天首资本的一周年，也是天首集团的战略发展元年。天首集团成立于 2007 年，从股权投资启航，十余载深耕中国市场，是一家涵盖实业、金融、服务等多个领域的大型综合集团。2015 年，天首集团收购上市公司内蒙发展，后更名为天首发展；2017 年调整上市公司主营业务方向，通过收购天池钼业正式进入稀有金属领域。今年 1 月，天首发展发布了预计扭亏为盈的公告；2 月，天池钼业获钼矿行业龙头金钼股份和国有资本亚东投资共同增资 5 亿元人民币，吉林、陕西两省省长亲自主持签约，得到新华社、人民日报等数十家媒体关注；前不久，天池钼业季德钼矿正式开工，预示投产更近了一步，集团实业基础不断夯实。依托于钼业，天首集团在未来将向更多优质产业实现有序扩张。

在集团的支持和鼓励下，去年我们创立了综合金融服务品牌天首资本，核心目标在于积极引导社会资金以合法合规的形式参与到实体经济投资和运行当中去，让高净值投资者充分分享企业和经济发展的红利，并最终实现个人财富的保值增值。财富管理的核心是资产管理，而资产管理能力也是当下财富管理行业竞争中的制胜关键。依托于集团的强大投资基因与实业基础，结合天首资本团队自身的禀赋优势和历史投资经验，我们正向优质产业有序扩张。一周年，意味着天首资本的新芽正在集团这棵大树上成长为茁壮的枝条，我们有信心有能力，为高净值投资者带来更为广阔的投资空间。

一直以来，天首紧跟国家“振兴实体经济，引导资金脱虚向实”的政策，坚持践行产融结合战略，以实体带动金融，以金融支持实体，如今两翼生长，必将振翅高飞，未来可期。

# 既做追梦者，也是赶路人

回顾一年前，我们曾做过这样的深入思考：作为财富管理机构，我们为什么出发，应当肩负起怎样的责任和使命？如何真正支持实体，为下一阶段中国的经济发展做出贡献？

进入新阶段，天首资本总结过去面向未来，将 2020 年定为公司攀登进取之年，以更加开放积极的心态寻求持续发展，将客户满意、员工成长、公司发展融入到行业发展和国家发展的大战略中去。

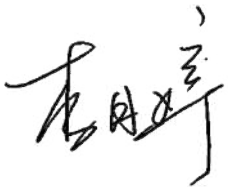
——夯实“财富管理，资产先行”的发展定位，继续积极主动作为，从资产端发力，持续支持优质实体企业经营发展。

——重塑愿景和使命：天首资本有志于“成为最优秀的投资驱动型财富管理机构”，并以“持续践行产融结合战略，通过专业、科学、先进的财富管理帮助客户成就幸福人生”为已任。

——坚持“稳健扎实，专业引领，以人为本，共创共赢”的十六字核心价值观。始终秉承产融结合战略，以实体带动金融，以金融支持实体，双线并举；以专业全面的理财师团队，严格秉承职业操守；贯彻以客户需求为中心，同时尊重每一位天首家人的个人价值；更加团结一心，为了共同的目标持续创造价值。

——打造“志存高远 务实笃行”的品牌内涵。我们既是仰望星空的追梦者，也做脚踏实地的赶路人，以专业领先的理念与行业和时代同行，同时秉承务实稳健的态度，更加严谨和精益求精地挖掘优质资产，帮助客户实现财富的增长和人生的幸福。

这一年来，因为政府的支持，客户的信任，同事的付出，伙伴的携手，天首资本迈出了坚实的第一步。长风破浪会有时，直挂云帆济沧海，天首的帆已经扬起，让我们继续一路同行！



天首集团常务副总裁、天首资本总裁

天首资本是天首集团旗下的综合金融服务旗舰品牌。成立以来，重点关注稀有金属、新能源、消费服务、5G、生物医药、节能环保等多个领域，有序开展股权投资、证券投资、产业并购等业务，坚定落实了集团产融结合的核心战略。凭借专业的投研团队、科学的风控体系、成熟的管理经验，天首资本控股依托集团资源优势，持续聚焦产业投资机会、发掘优质资产，把握资本市场脉搏，助力我国资产管理专业化进程加速发展，推动资管及财富行业进入良性发展加速新周期。

天首金融研究院作为天首集团旗下综合性的金融研究机构，依托于国内知名上市企业、国内外知名经济专家及学者、专业学术机构、主流财经媒体及金融业界精英等资源，全力打造集政策研究、宏观经济研究、大类资产配置研究、财富管理研究为一体且具有国际视野的研究、交流及金融服务平台。研究院长期聚焦实体产业投资，解析市场关联动态，洞悉金融发展规律，致力通过开展具有行业影响力的研究及交流活动，探寻宏观和产业发展脉络，成为企业发展及投资人的思想库与智囊团，不断探索、推动金融创新发展。

经过了 2019 年全球经济承压，增速走弱，备受关注的 2020 年宏观经济，刚开始就被一场疫情打乱。目光拉长，全年经济增速或持续温和放缓态势，中国经济体量和质量逐步提升。立足当前经济周期，天首金融研究院以专业视角，深入剖析国内外宏观形势，挖掘细分领域投资机会，推出本期《财富管理策略报告》。

# 目 录


## 一、2020 年全球宏观经济分析

1. 美国救市“解近虑”，经济衰退“存远忧” …… 06

2.“条条大路通罗马”欧洲经济雪上霜 …… 09

3. 新兴市场易受累，择机进入持左券 …… 11

4. 守得云开见月明，国内成为资产高地 …… 11

## 二、国内投资市场展望

1. 资本市场短期冲击不改长期趋势 …… 13

2.“房住不炒”基调长期不变，地产投资属性减弱 …… 20

3. 股权投资正处于新的成长期前夜 …… 23

4.2020 年人民币资产配置建议 …… 29

## 三、2020 年商品专题报告

1. 三大动能趋缓，金价蓄势等待突破交易区间 …… 30

2. 原油低位，新能源时代推迟到来 …… 32

## 四、海外市场：黑天鹅 OR 江河日下?

1. 跨境客户画像 …… 34

2. 跨境资产建议 …… 39

# 2020 年全球宏观经济分析

随着 2020 年 1 月 15 日中美正式签署第一阶段贸易协议以及 1 月 31 日英国正式脱离欧盟，自 2018 年至 2019 年经济活动的两大不确定性因素减退，全球经济增长前景出现曙光，包括中国在内的全球经济数据出现企稳回升迹象，股市和工业商品等风险资产获得提振，然而 2020 年最大一只“黑天鹅”新冠疫情的出现，使得全球主要经济体无一幸免，均受到疫情的冲击。国际货币基金组织、经合组织、世界银行等权威机构先后下调了 2020 年的经济增长预测，认为全球经济进入衰退的风险较大。目前主要发达国家经济增速均有较大幅度下滑，美国 Markit 三大 PMI 均下滑、申请失业金的人数屡破纪录、零售销售下跌、消费者信心指数暴降，美股暴跌 4 次熔断，美债收益率下行。欧洲 Markit 三大 PMI 均下滑，欧股大跌，多国债券收益率跌破记录。国内三项 PMI 均创了有统计以来的最低记录、CPI 连续 2 个月“破 5”、规模以上工业增加值和投资、消费、净出口均出现大幅下滑，失业率创 2015 年以来新高。

## 一、美国救市“解近虑”，经济衰退“存远忧”

2 月下旬，疫情的大幅度蔓延，对美国市场造成了巨大的冲击。为了应对疫情对美国经济的影响，美联储及联邦政府出台一系列救市措施。

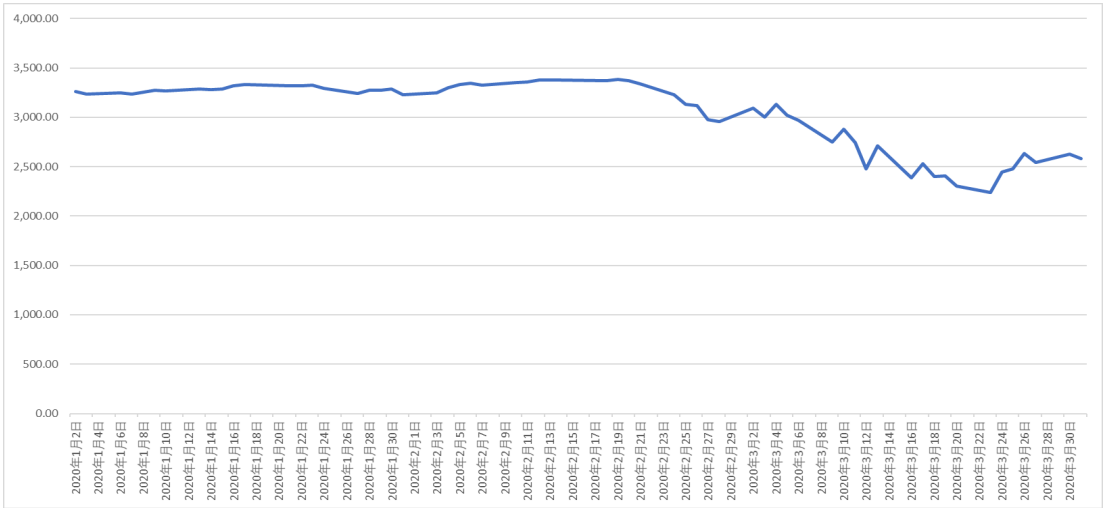
**3 月份美联储及政府措施一览表**

| | |
|---|---|
| 3 月 3 日 | 美联储采取 2008 年后的首次非常规降息，将利率调低 50 个基点。 |
| 3 月 6 日 | 特朗普签署了 83 亿美元的一揽子援助计划。该笔资金应用于支持公共实验室测试，隔离和检疫经费，公共区域卫生和跟踪病毒，该法案还涵盖了超过 30 亿美元研发疫苗经费。 |
| 3 月 13 日 | 美联储公布将展开逆回购操作，并提供逆回购上限。 |
| 3 月 16 日 | 美联储再次出台了非常规操作，大幅降息 100 个基点至 0 利率区间，推出 7000 亿的 QE。 |
| 3 月 17 日 | 美联储宣布建立商业票据融资便利机制 (CPFF) 以支持家庭和企业信用。 |
| 3 月 18 日 | 美联储启动商业票据融资工具（CPFF），同时一级交易商信贷便利机制（PDCF）登场，继续向市场大幅释放流动性。 |
| 3 月 18 日 | 美联储宣布建立商业票据融资便利机制 (CPFF) 以支持家庭和企业信用。 |
| 3 月 18 日 | 特朗普签署 1000 亿美元救市计划，主要用于提供免费新冠病毒测试、为受影响人群提供带薪假、额外的医疗补助资金和视频援助。 |
| 3 月 19 日 | 美联储宣布推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），货币政策继续加码。 |
| 3 月 20 日 | 美联储联手九大央行建立临时美元流动性安排，希望以此减轻全球美元融资市场压力，进而降低上述压力国内外家庭和企业信贷供应的负面影响。 |
| 3 月 23 日 | 美联储宣布广泛新措施来支持经济，启动了不限量 QE。 |
| 3 月 27 日 | 特朗普正式签署 2 万亿美元经济刺激法案，这是美国历史上规模最大的救市计划。 |

天首金融研究院整理

然而，美联储的一系列举措并没有起到安抚市场的作用，反而引发市场猜疑导致流动性紧张，各机构纷纷抛售资产。3 月份美股在 10 天内出现 4 次熔断，此时美债、黄金等避险资产也出现大跌。

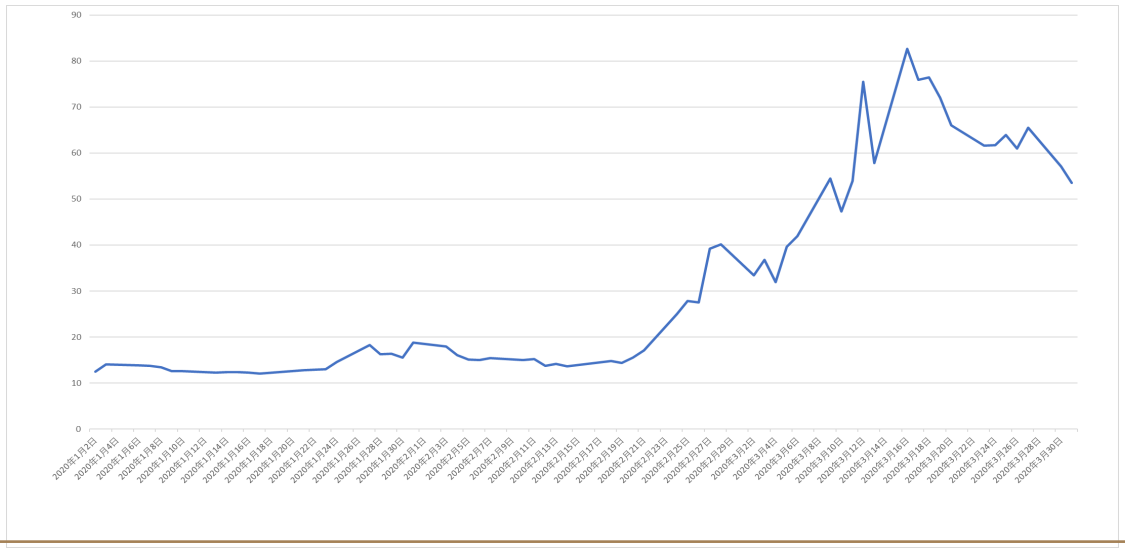
**标普 500 走势**




数据来源：Wind，天首金融研究院

标普 500 恐慌指数 VIX 大幅飙升，并多次出现高于 60 的数值，3 月 17 日 VIX 单日上涨 42.99%，创下收盘新高纪录的 82.69。

**VIX 恐慌指数**

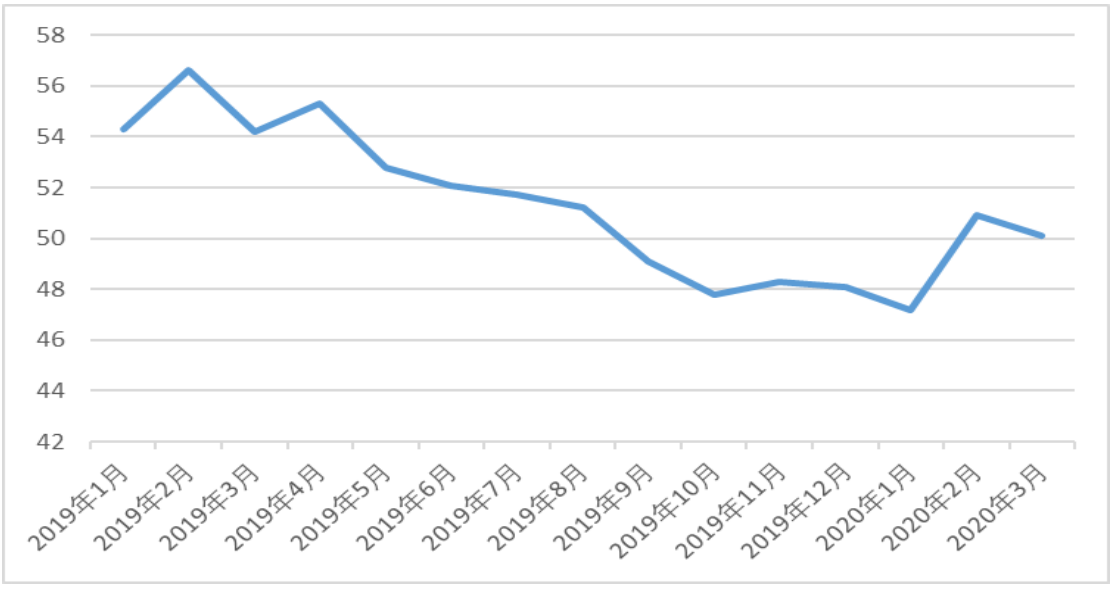



数据来源：Wind，天首金融研究院

虽然美联储开启无限 QE 及美国政府 2 万亿美元经济刺激法案到了一定程度的缓解作用，但由于疫情持续时间和对经济冲击的不确定性，经济是否已经陷入衰退依然没有定论。截至 2020 年 3 月 31 日，纳斯达克指数、标普 500 指数以及道琼斯工业指数分别比年初下跌了 14.18%、20.00%、23.20%。

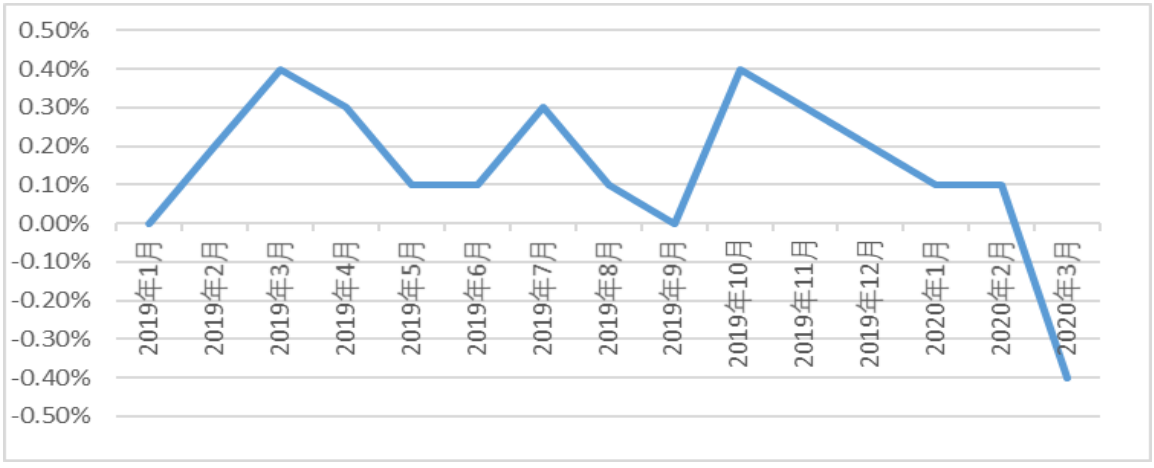
虽然美国实施了“空前”的救市政策，但由于疫情扩散，美国一些重要的经济指标在 3 月份受到了较大影响。受疫情影响，工厂停工导致美国 3 月份制造业 PMI 略低于荣枯线 50。虽然 PMI 好于预期，但消费物价指数出现大跌，消费者支付意愿下降，消费意愿不强。新订单指数也较低，显示经济活动不积极，成交量降低，库存也因出货量的下降而上升。

**美国 ISM 制造业指数**




数据来源：Wind，天首金融研究院

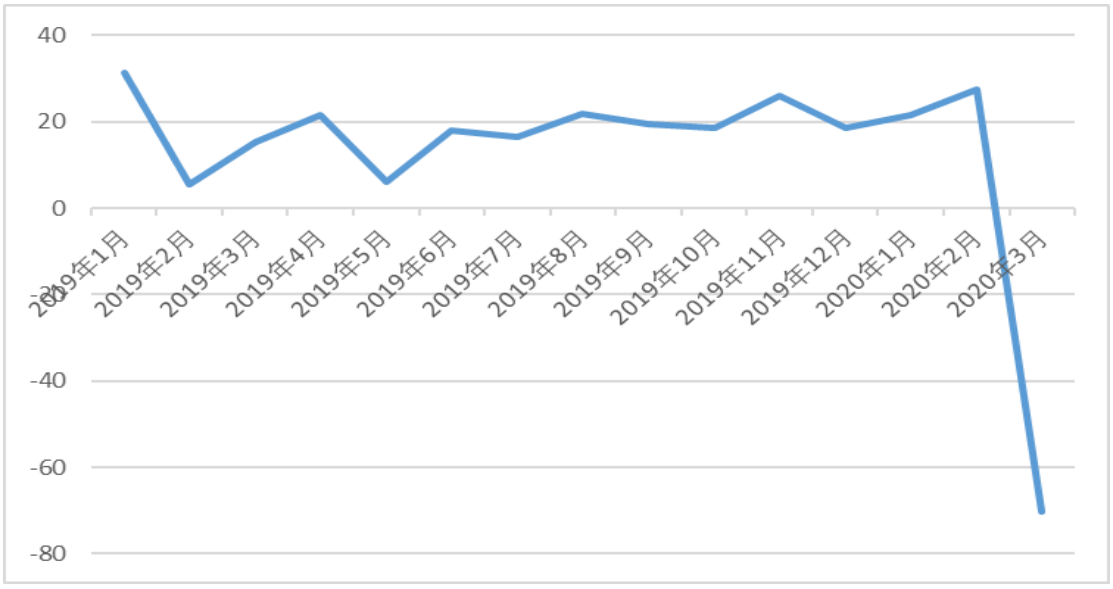
**美国 消费者物价指数月率**




数据来源：Wind，天首金融研究院

在美国经济另一个重要指标——就业方面，美国 3 月非农就业大逊于预期，且劳动力参与度下降，劳动力市场开始不振。周四披露的美国 3 月 28 日当周初请失业金人数为 664.8 万，继续比上周翻倍，再创历史新高。随着美国经济大幅下滑、更多公司裁员以及更多失业金申请被批准，初请失业金人数将在近期持续飙升。因此，4 月的失业数据预计更差。美国的经济已大概率开始陷入衰退。

**美国非农就业人数变化**

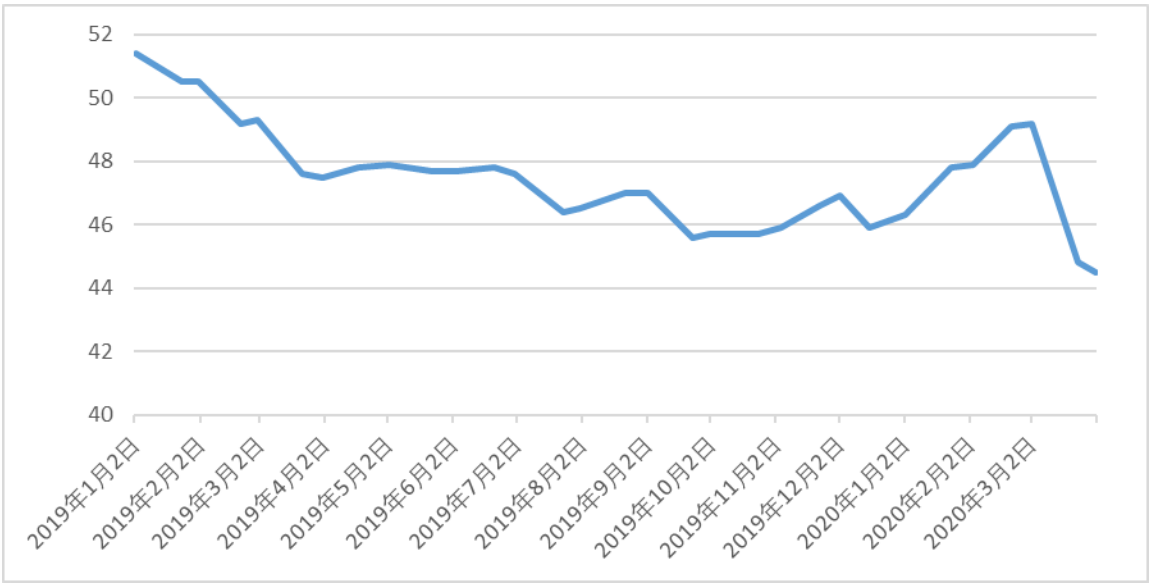



数据来源：Wind，天首金融研究院

## 二、“条条大路通罗马”欧洲经济雪上霜

2019 年四季度，欧元区经济仅环比增长 0.1%，这是自 2013 年以来的最差表现，作为欧元区经济引擎的德国增速为零。年初以来，欧元区经济前景略有好转，欧元区的综合 PMI 由 1 月的 51.3 升至 2 月的 51.6，其中制造业 PMI 由 47.9 升至 49.1，服务业 PMI 由 1 月的 52.5 升至 52.8。在新冠疫情的冲击下，欧洲刚刚出现的复苏势头将被遏制。欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 44.8，刷新 92 个月新低，预期为 39，前值为 49.2；3 月服务业 PMI 初值为 28.4，预期为 39，前值为 52.6；3 月综合 PMI 初值为 31.4，预期为 38.8，前值为 51.6。4 月份欧元区经济更加陷入停滞，难有好转。

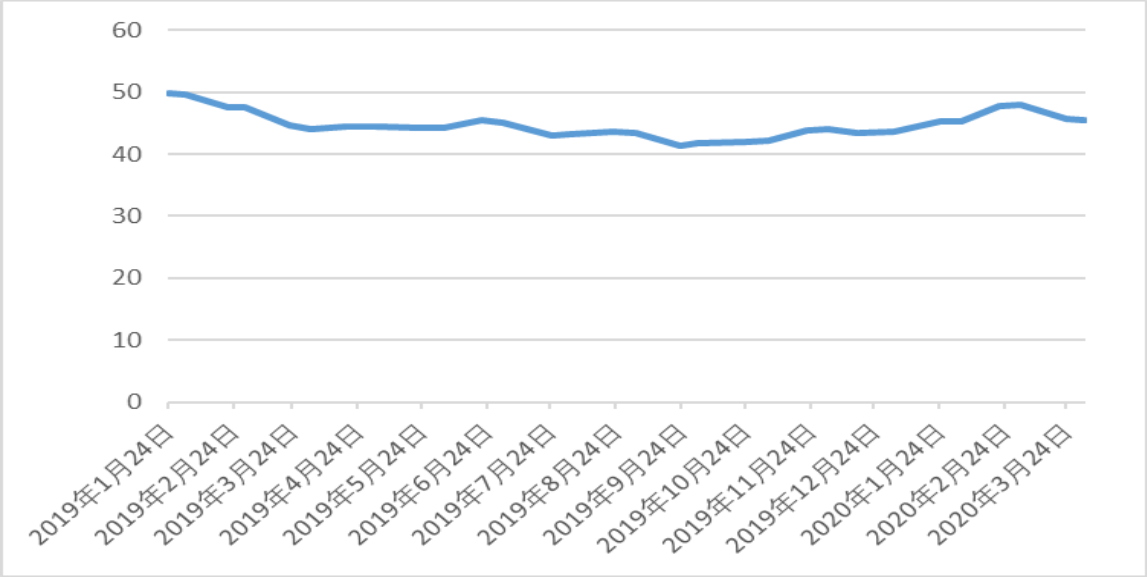
**欧元区 Markit 制造业采购经理人指数 (PMI)**




数据来源：Wind，天首金融研究院

德国 3 月制造业 PMI 初值为 45.7，好于预期的 39.6，仍处于收缩区间；法国 3 月制造业 PMI 初值为 42.9，好于预期的 40。德国法国经济相对稳定对欧元区整体形成支撑。

**德国制造业采购经理人指数 (PMI) 月率**




数据来源：Wind，天首金融研究院

随着美国等各大央行实施货币宽松政策，3 月欧洲央行宣布启动 7500 亿欧元的临时资产购买计划，以应对新冠肺炎疫情给货币政策传输机制以及欧元区经济预期造成的重大风险。但是在 3 月，欧央行已经释放了货币政策“有限”的预期——欧洲央行管委霍尔茨曼表示，货币政策已经触及极限，让欧洲央行来满足市场预期是不可能的。

目前，欧洲疫情最严重的的意大利、西班牙新增确诊人数已有所下降，但新冠疫情对欧洲的冲击在某冲程度上比美国的要大。首先，欧元区的核心国家德国是外向型经济，出口在其国民经济中占据重要地位，因此在全球贸易受到新冠疫情冲击的情况下，德国遭受到的冲击程度要大于消费主导型经济的美国; 其次，在应对新冠疫情时，财政政策在防控中起到极大的作用，而仅作为货币联盟的欧元区，在管理难度上要远大于作为统一国家的美国。

目前来看，今年欧洲经济必然比较悲观，几乎没有迹象表明 2020 年整个欧元区经济能出现好转的可能。疫情对欧洲经济的冲击已经是确定的，超预期的变量在于财政政策的扩张程度。3 月 26 日德国总理默克尔在出席 G20 领导人应对新冠肺炎特别峰会和欧洲理事会视频会议后于当晚表示，欧盟各成员国领导人决心共同应对新冠肺炎疫情的挑战。她表示，欧盟国家将在两周内制定出共同的财政政策措施，以纾困疫情对经济的冲击。

## 三、新兴市场易受累，择机进入持左券

新兴经济体货币在美元荒期间，墨西哥、南非、土耳其、印尼、巴西、俄罗斯分别贬值 18.8%、10.1%、6.6%、15.8%、5.2%、15.6%，同期人民币兑美元即期汇率贬值 2.4%。

对于新兴市场的长期投资者而言，当前的危机与 2008-2009 年全球金融危机和 2013 年“缩减恐慌”期间的情况存在一些相似。因此，因为新兴经济体对资本流动和外商直接投资的依赖，使得它们的资产在许多不同方面都很脆弱，需要关注新兴市场存在的资金流动性风险。

在发达市场经济体的稳定性加强之前，市场不太可能根据基本面进行交易，而流动性仍将是新兴市场的一个关键因素。尽管新兴市场在当前危机中面临较大的挑战，但新兴市场有可能采取积极的货币和财政措施以支撑基本面。另外，那些被低估的资产也可能会给投资者提供一些有吸引力的套利机会。对于长期投资者而言，相信新兴市场资产将继续成为多元化投资和资产增长的重要来源。

## 四、守得云开见月明，国内成为资产高地

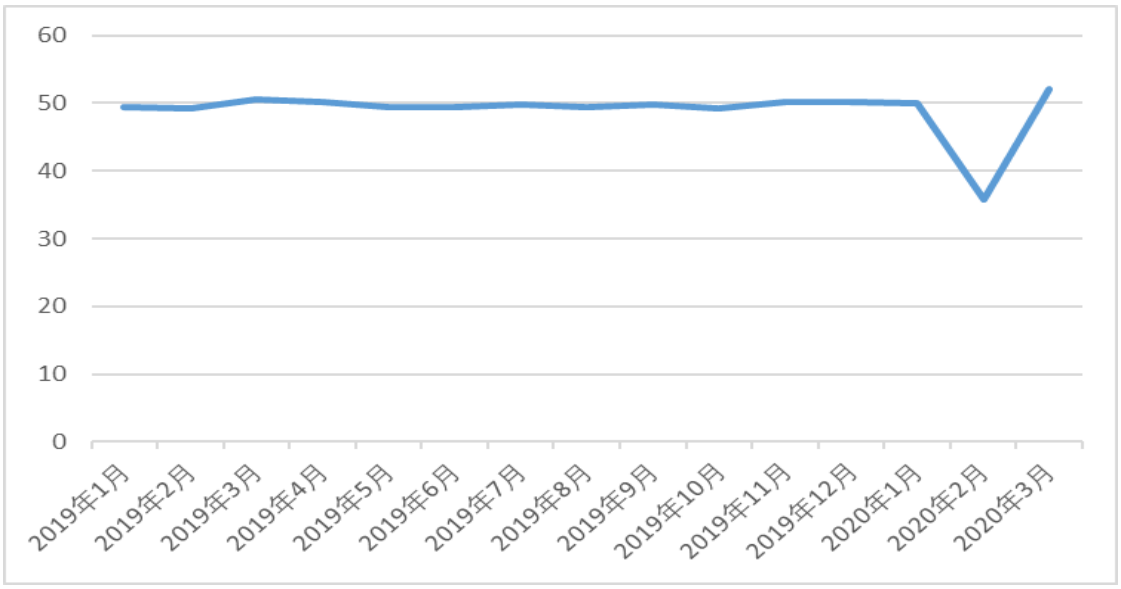
2020 年中国经济下行压力增大，但下行幅度或许有限。受新冠疫情的影响，一季度经济增速出现较大幅度下滑，之后三个季度会逐步回升。下半年经济形势应好于上半年。

在疫情巨大冲击下，1-2 月投资、消费、净出口近 30 年以来首次同时出现负增长。具体看，生产端工业增加值、PMI 创历史新低，生产活动急剧收缩；需求端，消费受到抑制，除生活必需品外，可选消费大幅走低；基建、房地产、制造业三大投资均大幅下降；外贸方面，出口增速大幅下滑，进口增速较为稳定，1-2 月贸易差额 8 年来首现逆差。一季度 GDP 负增长已成定局，疫情对我国经济产生的冲击将超过 2008 年全球金融危机时期。

**工业增加值增长**

数据来源：Wind，天首金融研究院

采购经理人指数（PMI）




数据来源：Wind，天首金融研究院

2020 年 2 月以来，在新冠肺炎疫情防控取得初步成果的基础上，中央及时提出“统筹疫情防控和经济社会发展”方针，要求积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，保障疫情防控所需物资供应，减轻企业负担，帮助企业渡过难关，支持企业复工复产，努力将疫情对经济造成的损失降到最低。

新冠疫情对经济的影响将取决于疫情扩散情况以及灾后复产情况，由于新冠疫情的全球扩散还在发展过程中，现在对经济前景的任何预期都具有高度的不确定性。面对新冠疫情对全球经济的负面冲击，各国当局都会采取逆周期调节政策来稳定经济前景，货币政策宽松与积极财政支出都是合理选项。受到新冠疫情在全球范围内蔓延的影响，G20 特别峰会表示，将启动价值 5 万亿美元的提振经济计划，代表全球进入了政策协同阶段。但考虑到海外疫情尚未得到有效遏制，预计接下来仍将看到经济数据下行。从当前的政策指向性来看，依然是为经济体提供流动性、为企业提供融资便利、稳定金融体系以及救助收入受影响的居民，我们认为，上述政策的成效一定程度上取决于疫情受到控制的程度。考虑到中国目前疫情控制领先全球，经济进入恢复增长阶段，我们更看好人民币资产。

随着疫情的蔓延，当前全球各个国家和地区对新冠疫情的认识和采取的措施已经趋于一致，从数据来看，新冠疫情对经济的负面影响已经体现在了就业、PMI、消费、投资以及贸易等多个领域，虽然各个国家和地区相继出台了包括财政政策和货币政策在内的各项措施，有助于缓解疫情对经济的冲击，但 2020 年经济下行已成定局。然而疫情最终是可以控制的，在悲观预期下，海外市场依然存在一定的投资机会。相比之下，国内疫情得到了有效控制，加之我国无论在财政政策和货币政策都有了更大的腾挪空间。4 月份两会召开的可能性较大，国内政策或逐步迎来发力期，一些受益于政策面，又有基本面、业绩支撑的行业将逐步迎来投资机会。

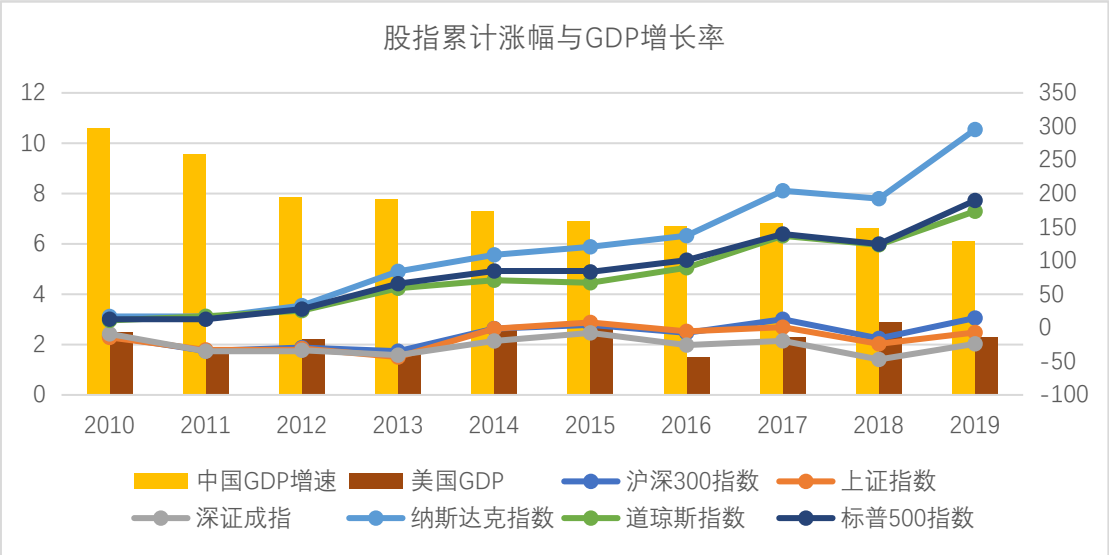
# 国内投资市场展望

## 一、资本市场短期冲击不改长期趋势

在当前疫情国内得到有效控制而全球疫情爆发未到拐点的背景之下，我们依然坚定地看好国内资本市场的发展，中国资本市场的改革与创新的脚步不会因为新冠疫情短期的外部冲击而停滞，仍将长期稳步向好。主要基于以下五方面的原因：

- 过去十年中国经济经历了一个高速发展时期，但经济发展的优秀成果并未有效传导至我国股市，三大股指十年累计涨幅与 GDP 增速严重背离。
- 纵观我国两大交易所股票平均市盈率处于历史低位水平，盈利收益率凸显。
- 随着国内股市的逐步扩容，两市挂牌企业总市值和证券数量不断提升，成交量日趋活跃，中国证券市场有望跻身于全球大型资本市场之列。
- 得益于国内对疫情的有效管控以及迅速出台的经济对冲政策，使得股市在面临国内疫情冲击下，表现出较强的抵抗风险和防御冲击的能力，与其他主要经济体股市相比，我国三大指数下跌幅度和持续下跌交易日均较小。
- 随着科创板的设立和健康运行、新证券法的颁布以及再融资新规的实施，我国资本市场的改革与创新将持续推进，作为服务于实体经济的资本市场，配套法律法规与市场规则将与时俱进，为在我国上市的企业提供更好的金融支持与发展空间。

### （一）过去十年中国经济高速增长的成果未有效传导至 A 股

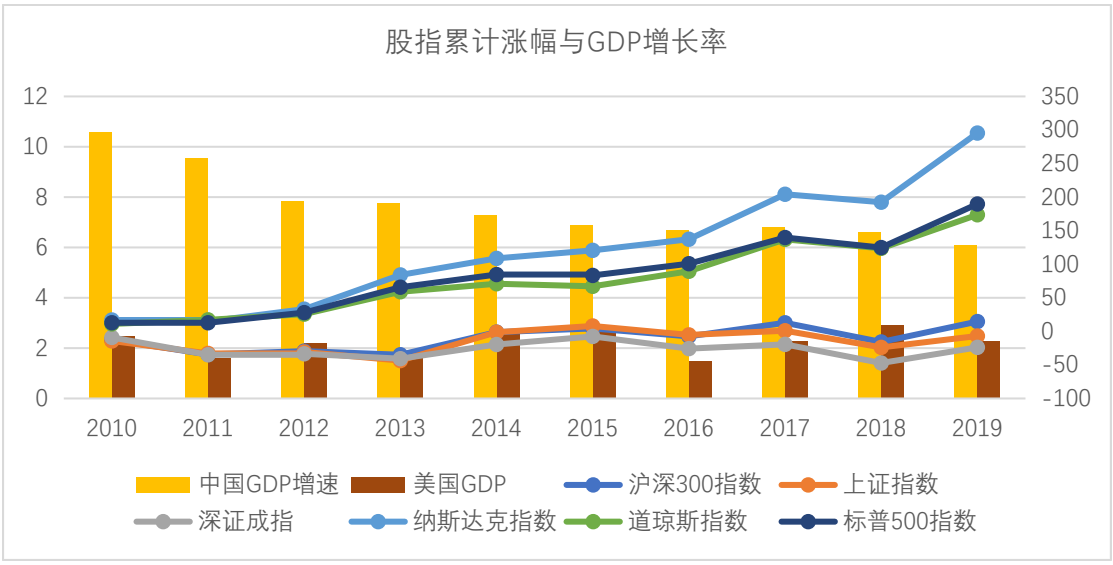



数据来源：中国金融信息网，天首金融研究院

过去十年里，中国经济实现了年均 7.6% 的高速增长，截止 2019 年，我国 GDP 达到 988458.0 亿元人民币，与之相比同期的美国仅有年均 2.2% 的增长率，然而作为宏观经济晴雨表的股票市场，过去十年里 A 股三大指数中，上证指数近十年累计涨幅为 -6.93%，沪深 300 指数累计涨幅仅为 14.56%，而截止 2018 年累计涨幅为 -15.80%，深证成指近十年累计涨幅为 -23.86%；而美股三大指数中，标普 500 指数在同期内累计涨幅达到了 189.73%，十年将近翻两番的涨幅，道琼斯指数的累计涨幅也达到了 173.67%，涨幅最大的纳斯达克指数累计涨幅更是达到了 295.42%。我们认为未来中国 GDP 增速将保持在 5% 左右，相比于世界其他主要经济体仍然是较高水平的增长速度，在 5% 的经济增长速度下，我们认为 A 股与宏观经济走势背离的现象将得到逐步扭转，经济增长的结果将会更好地传递至股票市场，体现为 A 股累计涨幅将逐步回归。

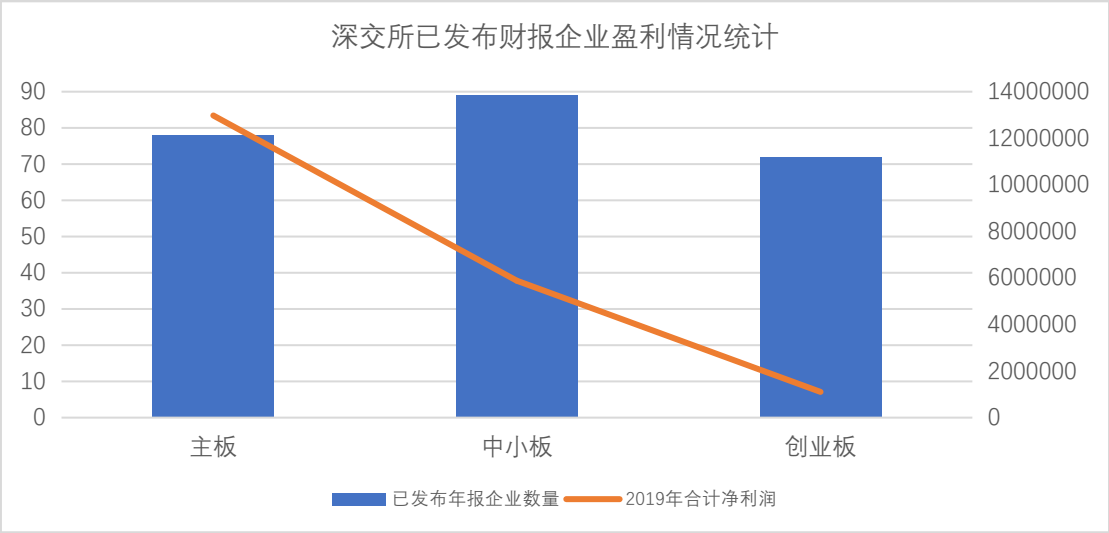
## （二）A 股整体估值水平处于低位，盈利能力凸显

上证 A 股市盈率和深圳 A 股市盈率均处于自 2002 年以来的历史低位水平，结合当前 A 股上市公司的盈利能力以及市场相对宽松的流动性水平，我们认为 A 股当前整体估值水平较低，盈利收益率处于高位，投资价值凸显。




数据来源：中国证监会，天首金融研究院

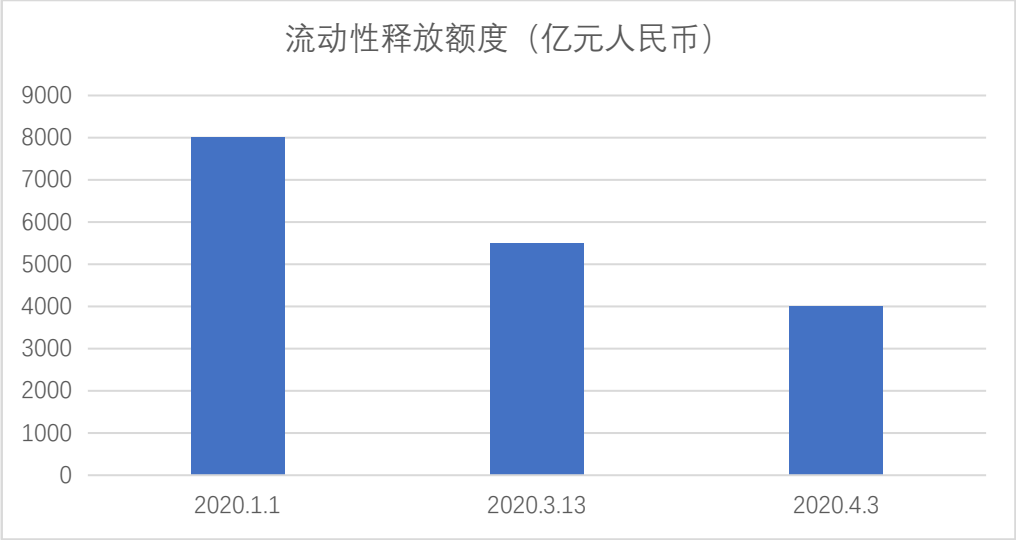
截至 2020 年 4 月 3 日，深圳证券交易所上市企业累计已有 239 家上市企业公布 2019 年年度财务报告，财报显示 239 家企业 2019 年全年共计实现净利润 1996.2 亿元人民币，平均每家企业实现净利润 8.35 亿。其中，主板 78 家企业全年合计实现净利润 1297.75 亿元人民币，平均每家企业实现净利润 16.64 亿元人民币；中小板 89 家企业全年合计实现净利润 587.92 亿元人民币，平均每家企业实现净利润 6.61 亿元人民币；创业板 72 家企业全年合计实现净利润 110.52 亿元人民币，平均每家企业实现净利润 1.54 亿元人民币。




数据来源：深圳证券交易所，天首金融研究院

截至2020年4月3日，我国货币政策层面已实施了三次降准: 第一次于2020年1月1日宣布全面降准，自2020年1月6日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），本次全面降准目的在于有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济；第二次于2020年3月13日宣布定向降准，自2020年3月16日起实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5到1个百分点。此外对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款，本次定向降准目的在于支持实体经济发展，降低社会实际融资成本；第三次于2020年4月3日宣布定向降准，对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点（分别于4月15日和5月15日两次实施到位，每次均下调0.5个百分点），同时宣布降低超额准备金利率，自2020年4月7日起，将金融机构存放在中国人民银行的超额存款准备金利率由0.72%下调至0.35%，本次定向降准和下调超额准备金利率旨在降低小微企业和民营企业实际贷款利率，支持实体经济发展。

通过流动性的释放，有效降低了实体企业实际融资成本，提升了国内企业在疫情期间的抗风险能力，为后续在疫情恢复后快速恢复产能，步入经营正轨做充分准备。实体企业经营业绩得到有效支持，企业基本面得到稳定，利好国内股票市场。




数据来源：中国人民银行，天首金融研究院

### （三）国内股市规模和成交量逐步提升，市场交易活跃

截止 2020 年 4 月 3 日，上海证券交易所内挂牌主板 A 股数量为 1504 只，科创板挂牌数量为 94 只，挂牌主板 B 股数量为 50 只，市值总额为 333091.14 亿元人民币，其中可流通市值为 279251.60 亿元人民币；深圳证券交易所内挂牌主板 A 股数量为 460 只，挂牌主板 B 股数量为 46 只，挂牌中小板数量为 948 只，挂牌创业板数量为 804 只，市值总额为 235324.87 亿元人民币，可流通市值为 183156.15 亿元人民币。两市市值合计 55.84 万亿人民币，2020 年 3 月份连续 10 日两市单日成交量之和破万亿，是继 2015 年 7 月 30 日以来的第一次。庞大的市场规模和活跃的成交量，使得国内股市价值发现的能力进一步增强，在场内上市的企业估值也随着市场价值发现能力的增强而不断趋近于其内在价值，准确的估值为企业的直接融资和参与股票投资的投资者们提供了更为有效的参考，更好地促进了资本市场直接投融资活动。

此外，随着我国 A 股纳入 MSCI 的纳入因子逐步提升，为外资提供投资中国的窗口逐渐敞开，截至 2019 年已纳入 20%，国外中长期资金流入资本市场配置 A 股成为大势所趋，开放性制度带来的红利将有利于支撑中国资本市场长期向好。同时，我国金融市场及资产管理行业对外资开放的进程加速，可以预见，越来越多的海外投资机构将进入中国市场，这将有利于我国引入更多国际化发展经验。虽然在一定程度上加大了行业内的竞争，但是更多的外资进入国内金融市场有利于我国资本市场交易规模进一步提升，推动市场交易更加活跃。我国金融市场进一步对外开放，起始于中国财政部副部长朱光耀于 2017 年 11 月 10 日的新闻发布会上的宣布，中国将放宽金融业的外资投资比例限制。届时，外国投资者可依照中国政府所明示的时间表加大对中国金融机构的持股比例。我国经过一系列政策的出台，中国金融业对外开放已经正式进入了“快车道”。开放政策涉及到银行业、证券业、保险业、资产管理业以及整个资本市场，具体相关开放政策如下：

| 发布时间 | 发布主体 | 政策文件 / 内容 |
| --- | --- | --- |
| 2018.2.24 | 银监会 | 《中国银监会关于修改〈中国银监会外资银行行政许可事项实施办法〉的决定》 |
| 2018.3.9 | 证监会 | 《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》 |
| 2018.4.10 | 易　纲 | 金融领域开放的十二大措施 |
| 2018.4.27 | 银保监会 | 《银保监会加快落实银行业和保险业对外开放举措》 |
| 2019.1.31 | 证监会 | 《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及相关配套规则 |
| 2019.7.19 | 国务院金稳委 | 11 条金融业对外开放措施，以进一步放宽金融业的外资投资比例限制 |
| 2019.9.10 | 外管局 | 取消 QFII、RQFII 投资额度限制，同时取消 RQFII 试点国家和地区限制 |
| 2019.9.30 | 国务院 | 《国务院关于修改 < 中华人民共和国外资保险公司管理条例 > 和 < 中华人民共和国外资银行管理条例 > 的决定》 |
| 2019.10.11 | 证监会 | 宣布取消期货公司、基金管理公司、证券公司的外资股比限制时点，三者分别将于 2020 年 1 月 1 日、2020 年 4 月 1 日、2020 年 12 月 1 日其取消外资股比限制 |
| 2019.11.8 | 银保监会 | 《中国银保监会外资行行政许可事项实施办法（征求意见稿）》 |
| 2019.11.22 | 银保监会 | 《信托公司股权管理暂行办法（征求意见稿）》 |
| 2019.11.22 | 银保监会 | 《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》 |
| 2019.12.6 | 银保监会 | 明确自 2020 年 1 月 1 日起正式取消经营人身保险业务的合资保险公司的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达 100% |
| 2019.12.13 | 央行、外管局 | 《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》 |
| 2019.12.18 | 银保监会 | 《中华人民共和国外资银行管理条例实施细则》 |

### （四）疫情下国内股市表现出更强的抗风险能力，长期平稳向好趋势不变

国内疫情和全球疫情爆发的背景下，各国的经济活动均受到严重影响，企业经营严重受损，加之疫情的持续影响，使得各国对 2020 年经济增长展示出悲观的预期，各大经济体一季度 GDP 基本呈现负增长状态，股票市场也应声下跌。由于各国对于疫情早期的重视程度、管控力度以及管控方法的不同，导致各个国家疫情发展的情况有所差别，最终表现为对经济的影响程度和持续性的不同。纵观世界各大经济体，在疫情的影响下，股市的表现不尽相同，我们以疫情爆发后代表性股票指数最大跌幅，来衡量该国股票市场面临外部冲击时应对风险的能力。

| 国家 | 股票指数 | 最大跌幅 | 持续交易日 |
| --- | --- | --- | --- |
| 中国 | 上证指数 | -14.13% | 9 |
| | 深证成指 | -13.83% | 4 |
| | 创业板指数 | -11.74% | 2 |
| 美国 | 道琼斯指数 | -32.60% | 28 |
| | 标普 500 指数 | -35.41% | 23 |
| | 纳斯达克指数 | -38.40% | 34 |
| 英国 | 富时 100 指数 | -36.29% | 23 |
| 德国 | DAX 指数 | -40.25% | 20 |
| 日本 | 日经 225 指数 | -31.83% | 28 |

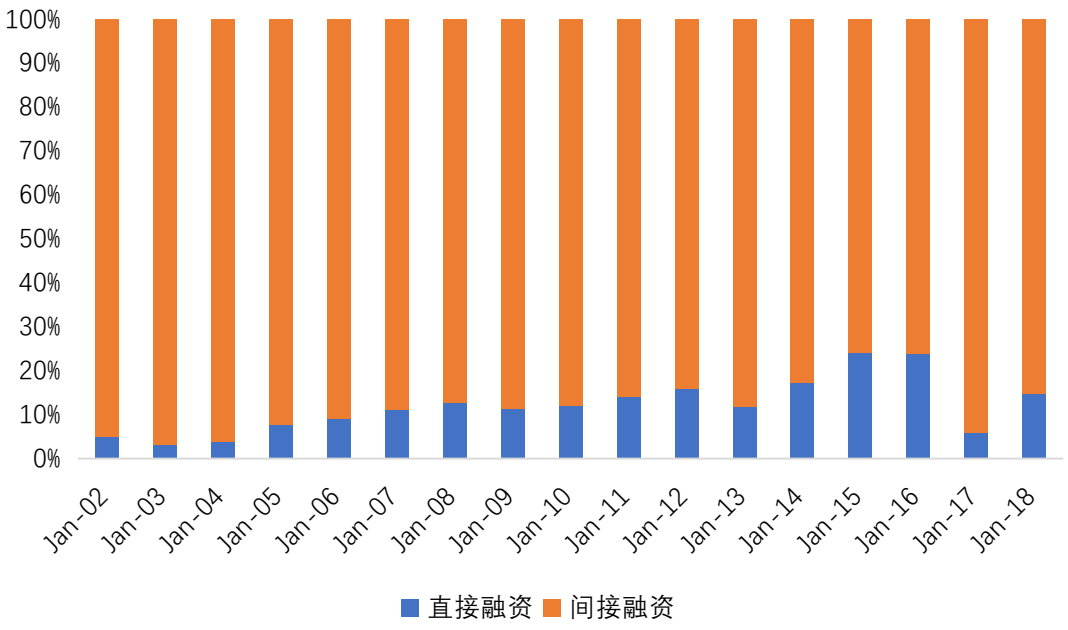
数据来源：中国人民银行，天首金融研究院

中国股市与美国、英国、德国以及日本股市相比较，不论是从持续下跌的交易日，还是最大跌幅，均明显小于其他国家，表明国内股市在外部重大风险冲击下拥有更强的韧性、抵抗能力和稳定性。这得益于我们在疫情下的各项宏观政策的迅速出台，在企业融资、税费减免、欠费不停水不断电、部分企业社保延期缴纳或免除等具体方案扶持下，帮助国内企业渡过难关，经证监会统计显示，截至 2020 年 3 月份，国内上市公司复工率已经超过 98%。证监会发言人也表示，目前疫情对国内资本市场的冲击只是暂时的，不会改变我国资本市场长期平稳向好的趋势。优秀的抗跌和抗外部冲击能力，或让国内股票资产和债券资产在当前环境下成为新的全球避险资产，将有可能进一步为国内资本市场带来更多的国际资本流入。

### （五）多项新政出台，发展直接融资，中国资本市场改革与创新大踏步向前

商业银行通过国家法律法规及监管制度所赋予的信用中介的职能，以负债的形式将社会闲散资金聚拢起来，并根据商业银行内部的相关政策和制度，通过贷款的方式结合信用创造的职能，对各个行业的企业进行成倍于初始货币量的不同比例的资金投放。贷款企业以银行为信用中介向广大居民进行借款的方式，属于典型的间接融资行为，我国仍然是一个以间接融资为主的经济体。

通过数据可以发现，自 2002 年以来，我国直接融资比例最高的年份为 2015 年的 24.01%，最低为 2003 年的 3.10%，以间接融资为主的社会融资模式，使得我国经济存在较大的债务违约风险，一旦风险集中爆发，容易对经济造成致命的打击。




数据来源：Wind 数据，天首金融研究院

资本市场是典型的直接融资场所，为降低经济整体债务风险，必然需要大力发展直接融资，我国过去的多层级的资本市场建设以及现有的资本市场规则等已经无法匹配中国当前企业 IPO 和再融资的需求，需要在旧体系下进行改革与创新。

我国资本市场近期最大的创新，莫过于科创板的设立。科创板是由国家主席习近平于 2018 年 11 月 5 日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立，是独立于现有主板市场的新设板块，它拥有差异化的上市标准、差异化的证券交易规则以及开户门槛等。科创板于 2019 年 6 月 13 日正式开板，并于 2019 年 7 月 22 日迎来首批科创板上市公司。 科创板的设立为我国新一代信息技术、高端装备、新能源、新材料、节能环保、生物医药等行业的科技创新型企业，提供了一个有效的长期资本融资的场所，也为早期参与该类企业投资的风投资本新增了一个优质的退出路径。

对于资本市场已有规则的改革，主要体现在新证券法的颁布和再融资新规的实施。新的证券法由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议于 2019 年 12 月 28 日修订通过，并于 2020 年 3 月 1 日起正式实施，新的证券法改革，主要体现在对于直接融资门槛的放宽：企业 IPO 的条件由原本的具备持续盈利能力变更为具备持续经营能力；对于公募债券的发行，取消发债主体净资产、杠杆率、投向以及债券利率的要求，要求发债企业最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息即可；全面实施股票发行注册制，加强上市企业信息披露，同时提升企业违法成本。新证券法颁布后，随着 IPO 和公募债券的发行门槛放宽，更多的企业可以进入场内进行直接融资，一方面让更多优秀的企业可以凭借资本市场得到快速发展，另一方面也为我国资本市场提供了更多的交易标的，提升市场规模，逐步跻身于全球大型证券交易市场。

而再融资新规主要针对已实现 IPO 的企业通过资本市场的再次融资行为，以实现企业经营规模横向与纵向的扩张，新规调整主要体现为：取消创业板上市公司非公开发行股票要求最近两年盈利的条件；取消其前次募集资金基本使用完毕的要求；参与定向增发的投资者人数扩充，由原来主板（中小板）、创业板非公开发对象数量分别不超过 10 名、5 名，统一调整为不超过 35 名；拟发行的股份数量占比发行前总股本的上限由 20% 放宽至 30%；将发行价格不低于定价基准日的 9 折下调至不低于定价基准日的 8 折；同时调整定价基准日的选择标准；另外，非公开发行的股份锁定期也由原来的 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月。再融资新规旨在放宽企业再融资条件，扩容参与上市公司非公开发行投资人数，通过加大股票折扣、缩短锁定期的方式，鼓励投资人积极参与，最终实现我国证券市场证券存量规模的提升以及增加已上市公司直接融资规模。

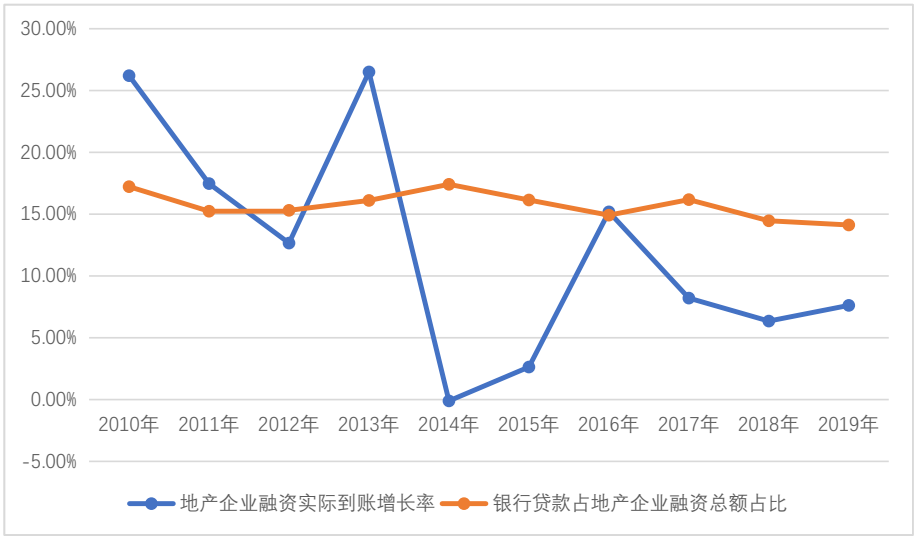
我国资本市场的改革与创新，是为其能够更好地服务于实体经济打下长远的基石，通过各项创新型制度与举措，在扩容我国资本市场规模的同时，也让我国资本市场规则更加国际化，逐渐趋同于发达资本市场的规则，长期而言，将利好于我国资本市场建设和上市企业发展。

## 二、“房住不炒”基调长期不变，地产投资属性减弱

2016 年年底，中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的概念，此后，房地产管控相关部门陆续出台配套政策，从供给端限制地产企业开发融资和需求端限制购房者贷款两个方面落实“房住不炒”的会议精神。随后，2019 年 7 月，银保监会针对房地产信托增速过快、增量过大的信托公司开展了约谈警示工作，银保监会针对不同的信托公司窗口指导的内容包括：自觉控制地产信托业务规模、三季末地产信托业务规模不得超过二季末、全面暂停地产信托业务等。2019 年底的中央经济工作会议在“确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善”方面，要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。再次提出要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的定位”，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。

我们认为，中央经济工作会议一再强调“房住不炒”的基调，将会长期持续贯穿我国房地产市场，也就意味着国内房地产住宅板块的投资属性将持续减弱，而原始功能居住属性将得到进一步增强。

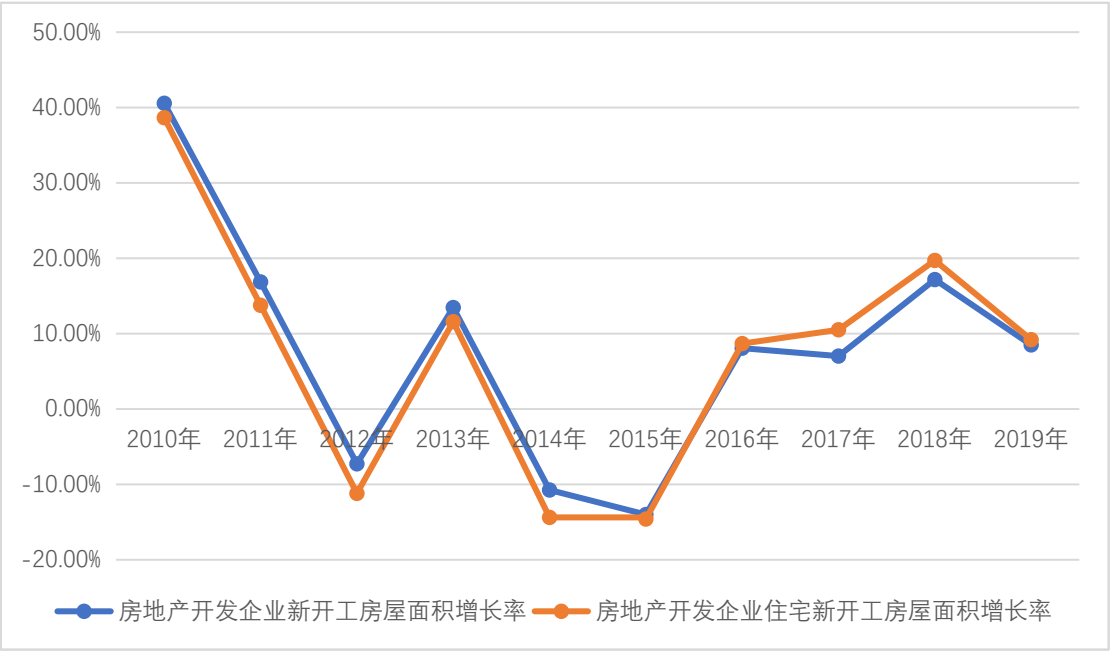
### （一）地产融资实际到账增速放缓，银行贷款占融资总额比例持续下降




数据来源：国家统计局，天首金融研究院

房地产是一个杠杆率极高的行业，国内部分房地产企业资产负债率一度超过 90%，融资能力对于地产企业的发展十分重要，是衡量房地产企业扩张速度的重要指标，也是影响房地产市场供给的重要因素。从上图可以看出，我国房地产企业近 10 年来年度融资到账增长率大趋势处于下降周期，2015 年和 2016 年有个短期回升后，因 2016 年中央经济提出的“房住不炒”的会议精神，以及随时出台的各种配套政策，使得该指标重新调头往下。另外，随着银行贷款的缩紧，地产企业融资总额中，银行贷款的占比逐年下降，去年地产企业通过银行渠道融资占总融资规模的比例仅为 14.13%，这一比例在 2017 年为 16.18%。除了银行贷款渠道收紧外，房地产信托也被限制，最终体现为房地产融资总体到账规模增速的下滑。

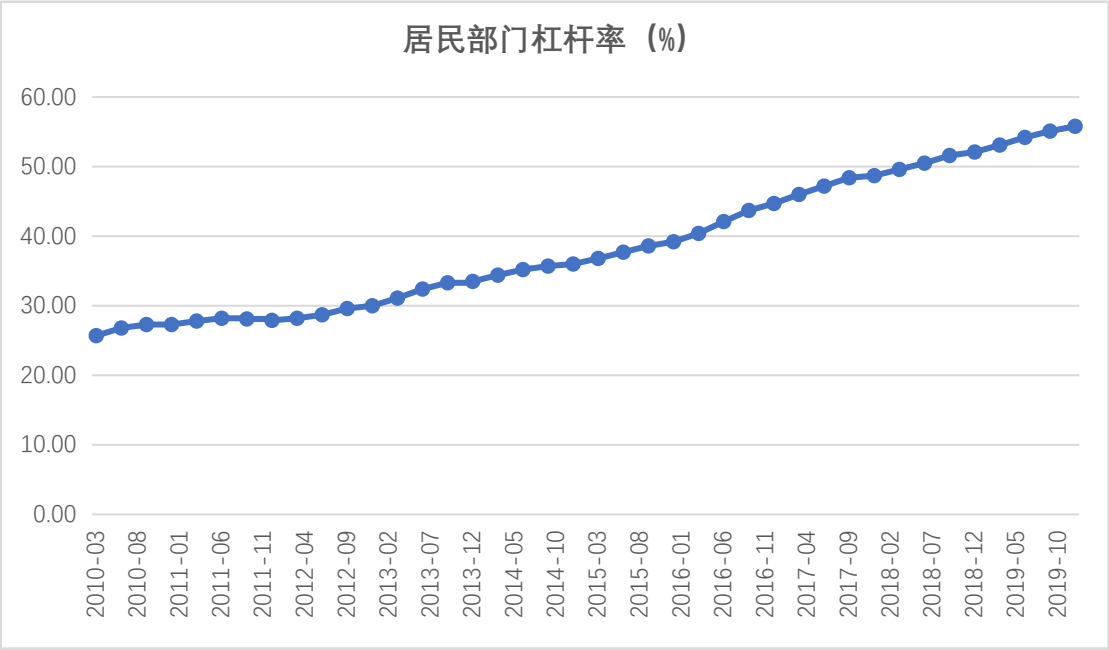
## （二）地产行业供给端与需求端双双缩紧




数据来源：国家统计局，天首金融研究院

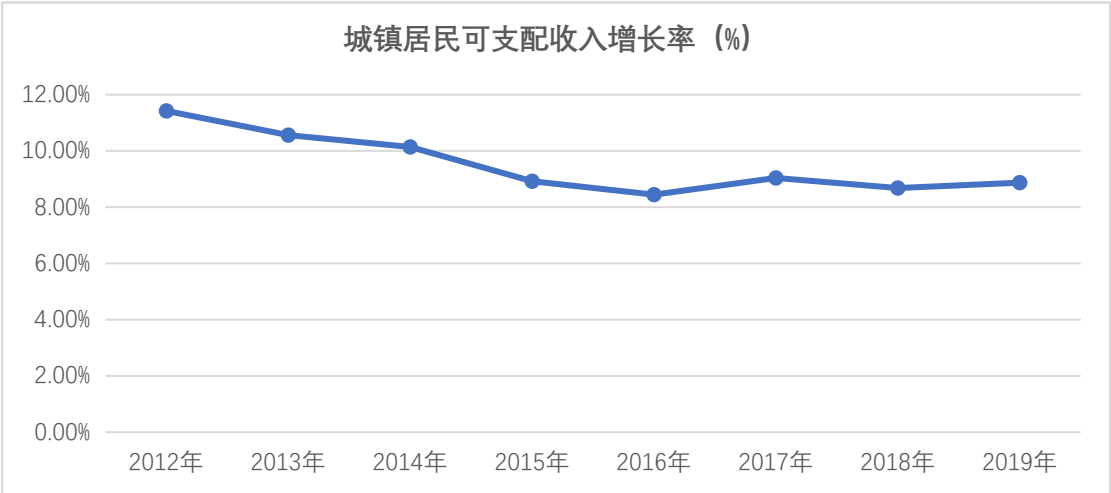
从供给端而言，房地产企业面临融资渠道紧缩后，整体运作模式由“增量时代”转入“存量时代”，在新增融资有限的情况下，只能通过加快现有项目的周转率，从拿地到回款，实现快速去化，提升资金使用效率，降低整体资金成本。转入“存量时代”后，每年房地产企业新开工的房屋面积和房地产企业新开工住宅面积增速均明显下降，进而影响地产行业的整体供给水平。

从需求端而言，对于地产的需求主要体现为投资需求和实用需求，我国房地产市场经历了过去的爆发式增长后，人们对于房价上涨的预期越来越弱，在预期涨价的心理预期不足时，人们对于地产投资的需求就会显著下降，房地产自身的投资属性也就随之减弱。




数据来源：国家统计局，天首金融研究院

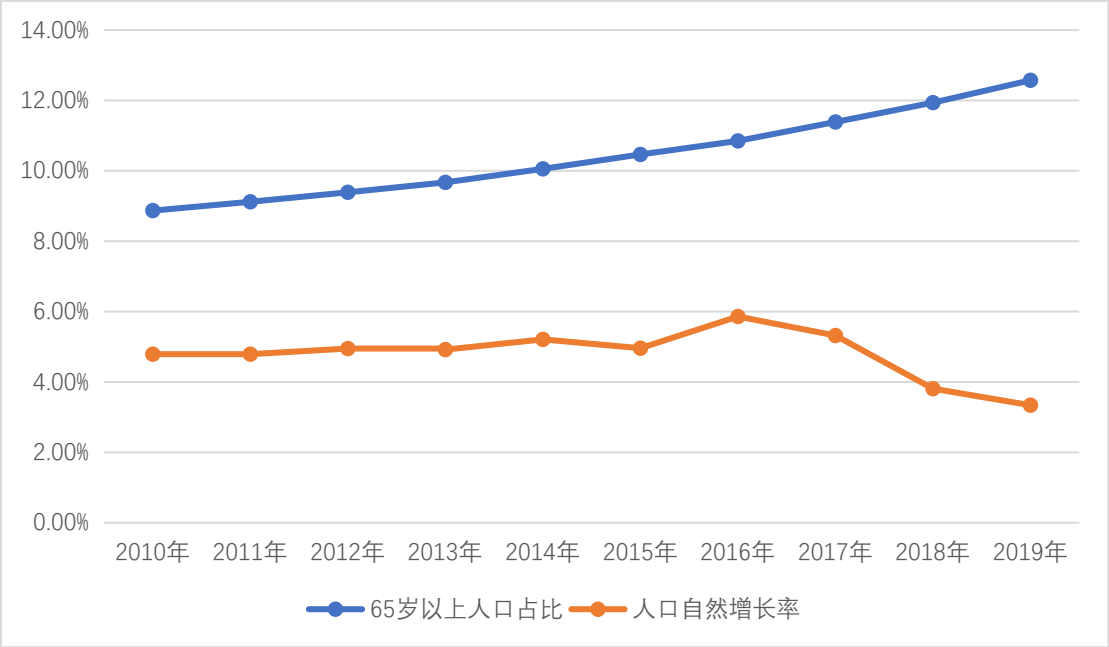
另外，随着我国居民部门杠杆率的持续攀升，居民家庭背负的贷款以及每月的月供压力，亦在降低居民对于地产的居住性需求，从上图居民部门杠杆率季度数据可以看出，我国居民部分杠杆率在 2010 年一季度为 25.7%，到了 2019 那第四季度时居民部门杠杆率持续上涨，达到了近十年的最高点 55.8%，居民部门沉重的贷款负担，加之近年来城镇居民可支配收入增长减缓，2019 年仅有 8.87% 的涨幅，两重因素影响了其刚性需求或改善性需求的实现，所以房地产市场的需求端整体呈现下降趋势。




数据来源：国家统计局，天首金融研究院

### （三）人口自然增长率与人口结构

看房地产市场最终端的需求影响因素，还得回归到人口的增长和城市化进程上面来，预计 2050 年我国城市化率将达到 71.2%，城市化给房地产市场将带来更多的居住需求，是房地产市场发展的长期根基性影响因素；我国人口自然增长率在近十年里持续下降，且人口结构中，65 岁以上的老年人占比越来越高，对房地产市场需求增速的影响起到反向影响因素。




数据来源：国家统计局，天首金融研究院

综上所述，虽然受疫情的影响，房地产企业的开工及去化速度下降，但在短期融资宽松的环境下，地产行业能够快速恢复正常状态。我们认为中国房地产市场“房住不炒”的基调将会长期有效，短期而言，地产市场供给端受资金缩紧影响，供给增速将趋于稳中有降的走势，而需求端中投资需求显著下降，居住需求受影响不大；长期而言，需求端受城市化率的提升，以及人口的增长，将为房地产市场提供长期稳定的需求。

## 三、股权投资正处于新的成长期前夜

### （一）中国股权投资市场尚处于初级发展阶段

**中国股权投资市场的发展经历了三个阶段：**

**1. 萌芽期（1992-2008）**

1992 年 IDG 进入中国，创业投资在中国萌芽，之后中国创投市场的参与者以美元基金为绝对主导。1998 年，“中国风险投资之父”成思危在全国政协会议上提出“一号提案”，推动了中国创投热潮。2005 年，《创业投资企业暂行管理办法》出台，VC/PE 市场募资创新高，互联网成市场投资热点。2007 年 -2008 年，外资机构受金融危机影响较大，中国本土投资机构渐渐崭露头角，人民币基金投资活跃度开始提升。

**2. 起步期（2009-2014）**

随着 2009 年中国创业板正式上市，人民币基金投资活跃度稳步上升，中国股权投资进入起步期。从 2011 年起，“PE+ 上市公司”模式席卷市场，但随后 2012 年，境内新股发行审核工作暂停，并到 2014 年才重启。2014 年 9 月，首次公开提出“大众创业、万众创新”口号，推动中国股权投资步入发展期。

**3. 发展期（2015 至今）**

在“双创”大发展和“供给侧改革”的推动下，国内优质可投资产不断涌现，大批民营 VC/PE 机构、国资机构、金融机构、战略投资者等纷纷入场，为股权投资市场注入活力，行业竞争也日益激烈。2018 年 4 月，“资管新规”正式发布，市场监管升级，加之复杂的国际环境，中国股权投资市场进入调整期，市场逐步回归价值投资。2019 年 7 月，首批 25 家科创板企业正式发行交易，股权投资退出市场迎来利好，中国股权投资正在迎来新的成长期。

## （二）2019 年中国股权投资市场回顾

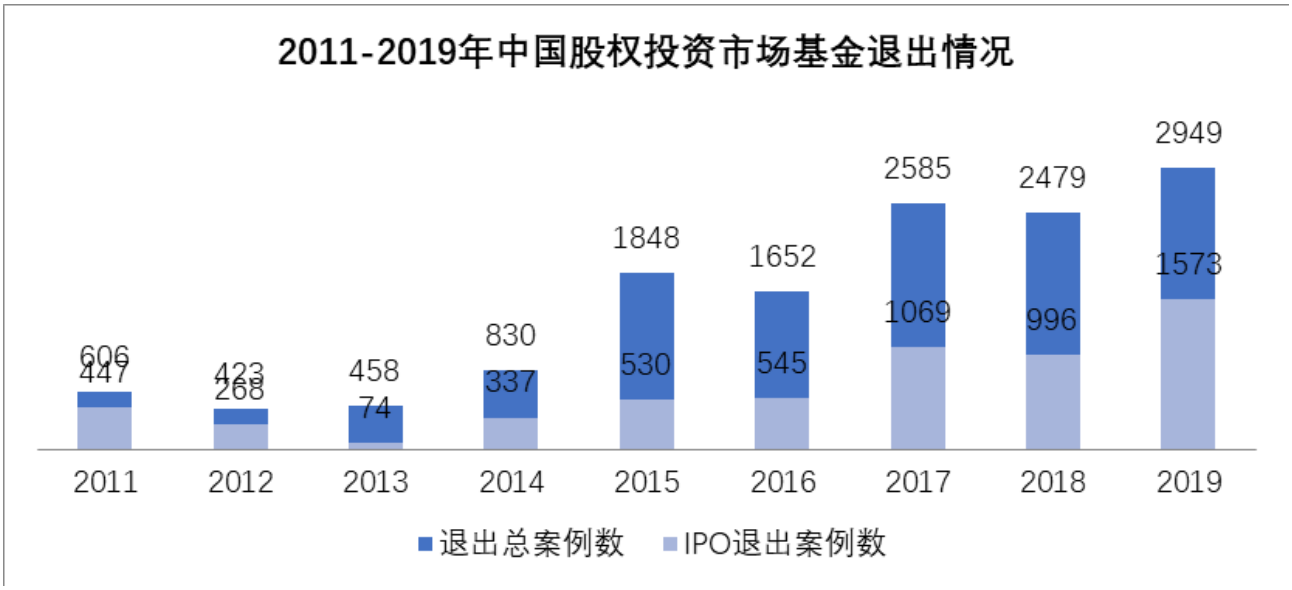
受宏观经济金融环境以及监管政策影响，我国股权投资市场仍普遍面临募资困境，2019 年新募基金数量、金额均呈下降趋势。根据清科研究中心发布数据显示，截至 2019 底，中国股权投资市场管理资本量超过 11 万亿，同比增长 12.5%。2019 年市场新募基金 2,710 支，共募集 12,444.04 亿元人民币，同比下降 6.6%。其中，早期与 VC 机构募资情况同比下降更为显著，募集金额分别下降 34.4% 和 28%，PE 机构募资金额与去年基本持平，新募基金数量下降 31.1%。针对股权投资行业痛点问题，监管部门积极完善政策，释放了利好信号，如两类基金多层嵌套适度放开，私募基金备案要求更加规范，市场准入隐形壁垒进一步消除。

数据来源：清科研究中心，天首金融研究院

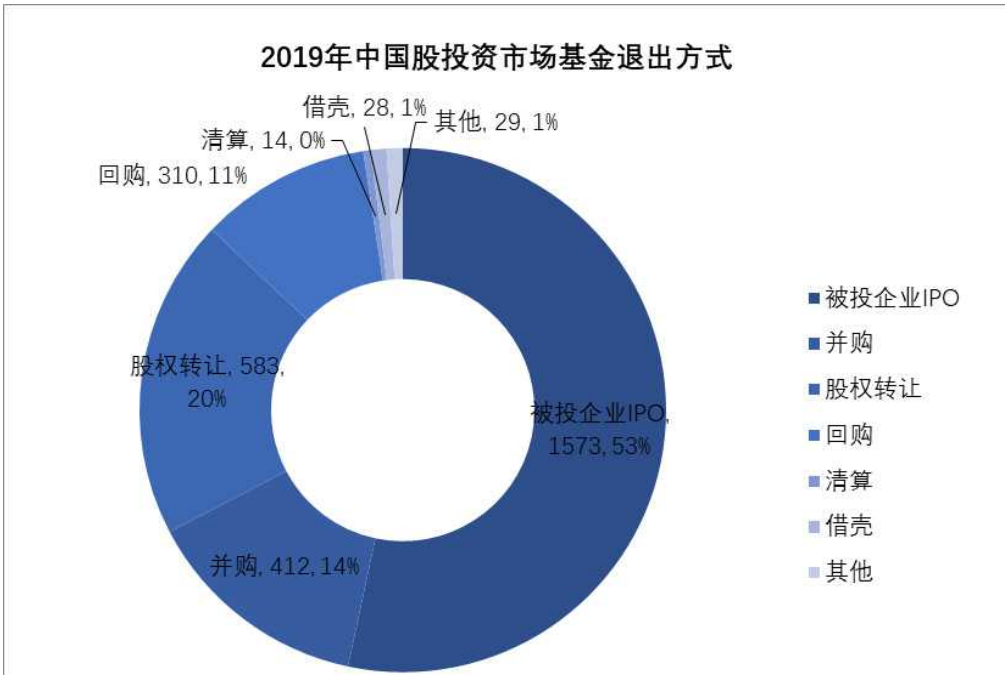
目前，我国经济正在由高速增长转为高质量发展阶段，在募资困境及二级市场疲软的大环境下，2019年中国股权投资机构的投资活跃度和投资金额均大幅下降。2019 年，中国股权投资市场投资案例数为8234 起，同比下降 17.8%；投资总金额为 7630.94 亿元，同比下降 29.3%。

数据来源：清科研究中心，天首金融研究院

得益于科创板的发展，VC/PE 机构的退出渠道有所改善，我国股权投资市场退出笔数有所上升，全年退出案例总数 2,949 笔，同比上涨 19.0%，被投企业 IPO 案例数 1,573 笔，同比上涨 57.9%。1,573 笔被投企业 IPO 中 651 笔由科创板贡献，占比高达 41.4%。随着我国股权投资市场的发展，投资机构退出压力较大，IPO 远远无法满足机构的退出需求。在此背景下，VC/PE 机构向并购、股权转让、回购等多元化退出方式发展。




数据来源：清科研究中心，天首金融研究院




数据来源：清科研究中心，天首金融研究院

## （三）2019 中国股权投资市场重大政策盘点

2019 年，国内积极推进资本市场全面深化改革，科创板的推出、创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施。2020 年是资本市场深化改革措施集中落地的重要一年，我国多层次资本市场体系更加完善，将为国内私募股权投资市场提供更加便捷、更为丰富的退出选择。

**推出科创板**

从 2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，到 2019 年 7 月 22 日，首批 25 家科创板企业上市交易，科创板的钟声正式敲响；历时 260 天，从提出设立到开市，“科创板速度”叹为惊人。科创板开市一小步，是中国资本市场的一大步。科创板注册制改革，这绝不是简单改变发行制度，而是市场和监管生态面临升级重塑。从国际视角，要站在顶层设计高度审视注册制及配套制度，以注册制为抓手，重构以信息披露为中心、以严格退市为后盾的市场生态，同时在立法、司法环节推进法律法规体系、惩处力度与投资者保护等外部环境改善，股市和新经济长期繁荣大有希望。

科创板新股发行取消了直接定价的方式，市场化定价更能体现公司真实价值。一方面，不再囿于传统 A 股 23 倍市盈率的定价模式，优质企业发行价格不受上限抑价，由此导致的过去“打新基金”及基石投资人依赖上市初期股票价格增长瓜分利益的情况或将消失，企业能够直接获得更加充分的融资，公司和原有投资人将受益；另一方面，注册制的推出及退市制度的严格执行打破了 A 股 IPO 资源的稀缺性，非优质企业无法再借过审上市坐享估值的大幅提升，一级市场项目的上市与否不会再因 IPO 的稀缺性而产生巨大价差套利空间。过去一二级市场稳定的套利空间或将消失，要求更多的一级股权投资机构真正回归价值投资的主线，有利于私募股权投资市场良性发展。

科创板首批上市的 25 家企业中，私募股权投资基金的渗透率超过 90%。科创板在上市标准上对财务指标、股权结构上的放宽，在退出方式上增加非公开转让，即在首发前股份限售期满后，除可按照现行规定实施减持外，还可以采取非公开转让方式实施减持，以便创业投资、私募股权投资类资金的退出。

**创业板注册制改革**

2019 年 8 月，国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确指出，要研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。10 月，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，允许创业板借壳并配套融资。12 月，《深圳市建设中国特色社会主义先行示范区的行动方案（2019~2025 年）》印发，首次提出“做好深市全面实施注册制改革的准备工作”。同时，监管层领导在讲话中，明确提出要推进创业板改革并试点注册制，完善发行上市、并购重组、再融资等基础制度。预计这些举措都将会在 2020 年逐步落地，进一步促进我国多层次资本市场体系的发展。

**新三板改革**

2019 年 10 月，证监会宣布，已确定新三板综合改革的总体思路和改革方案，接下来将积极推进重点改革任务落地。重点措施包括设立精选层、建立转板上市机制、优化投资者适当性管理、允许公开发行、引入公募等长期资金、完善摘牌制度、实施分类监管等，是新三板自设立以来实施的较为全面、彻底的一次综合性改革。根据规划，改革后的新三板将形成“精选层、创新层和基础层”并存的市场结构。精选层企业挂牌一定期限后，符合交易所上市条件和相关规定的可以直接转板，给私募股权基金投资的中小企业提供更多退出选择。

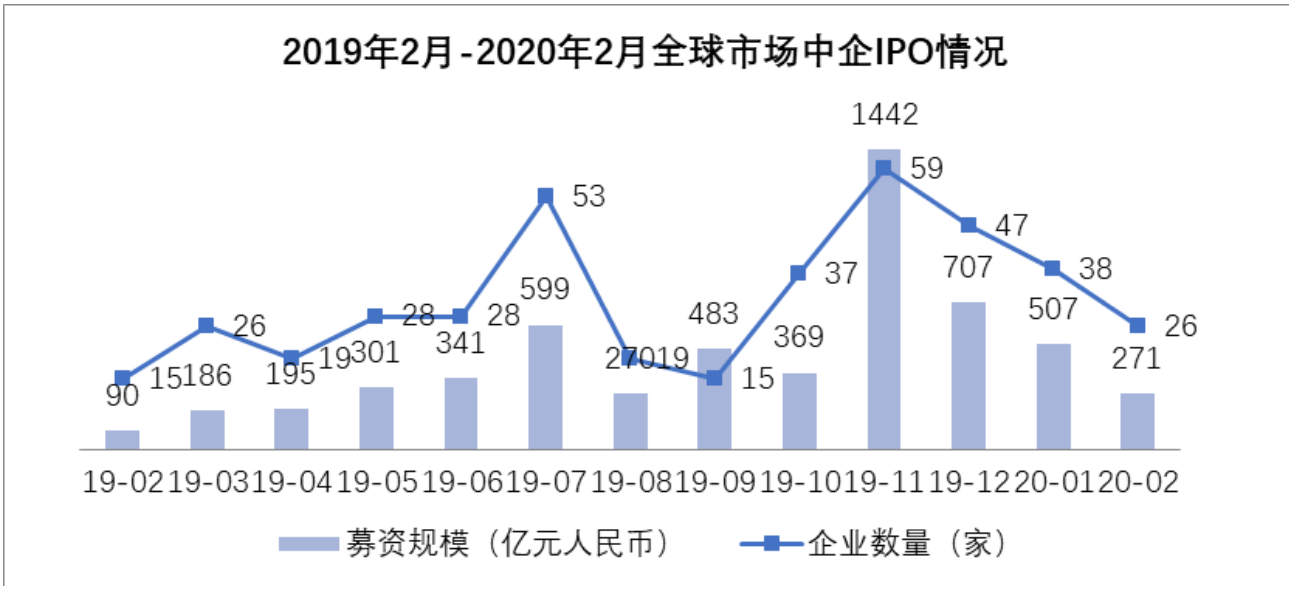
**并购重组新规**

2019 年 10 月，证监会发布《关于修改上市公司重大资产重组管理办法的决定》。《重组办法》对上市公司的重大资产重组条件适当予以放宽放松。如为创业板公司重组上市解禁，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市；简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至 36 个月；恢复重组上市配套融资等。重组上市作为私募股权投资项目除 IPO 之外，另一条重要的退出途径，此次改革无疑对私募股权投资市场形成利好。

## （四）新冠疫情下的 2020 年 2 月中国股权投资市场最新动态

根据清科研究中心统计显示：2020 年 2 月国内股权投资募资市场共计 38 支基金发生募集，数量同比下降 64.8%，环比下降 72.3%；披露募资金额的 38 支基金共募集 367.58 亿元人民币，同比下降 18.9%，环比下降 22.6%。新设立基金共计 21 支，数量环比下降 48.8%；披露目标规模的新设立基金 6 支，计划募资 85.50 亿元人民币，环比下降 22.1%。疫情冲击下，募资困境暂难纾解，2 月募资数量规模持续下跌，新募集基金数量大幅下降。如今政府投资基金管理加强，政府引导基金出资趋严，募资市场倍感压力。

从股权投资退出端来看，得益于科创板的设立和逐渐发威，2020 年 2 月中国企业 IPO 远超去年同期；主要受春节假期及疫情影响，2020 年 2 月中国企业 IPO 数量及规模环比上月继续回落。2020 年 2 月，共计 26 家中国企业在 A 股、港股以及美股成功 IPO，募资总额达 271.30 亿元，IPO 数量环比下降 31.58%，同比上涨 73.33%；IPO 募资规模环比下降 46.55%，同比上涨 2.01 倍。




数据来源：清科研究中心，天首金融研究院

从中国企业上市地点分布来看，2020 年 2 月完成 IPO 的 26 家中国企业中，共计 22 家在 A 股市场 IPO，另外在港股、美股各有两家企业完成 IPO；2020 年 2 月 A 股市场 IPO 募资总额达 264.37 亿元，占当月全球市场 IPO 募资总额的 97%。其中，科创板 IPO 企业数量 12 家，募资总额为 176.46 亿元，占当月 A 股市场中企 IPO 募资规模的 66.75%，占当月全球市场中企 IPO 募资规模的 65.04%。

2020 年 2 月中国企业 IPO 数量远超去年同期，科创板 IPO 企业数量及规模在全球市场中占据绝对主力地位，我国资本市场深化改革措施逐步落地，改革效力逐步释放，随着我国多层次资本市场体系更加完善，将为国内私募股权投资市场提供更加便捷、更为丰富的退出选择。

### （五）2020 年中国私募股权市场展望

适应 2018 年以来监管环境的变化，以及 2018 年至 2019 年全行业的冷静和洗牌，国内私募股权投资机构变得更加成熟、审慎与理性。所谓的“爆款”越来越少，单靠传统爆款项目不足以拉动大规模资金。如今，募、投、管、退四个阶段都需要深耕细作，未来只有具有硬核价值的企业才能给投资人带来丰厚的回报。在这样一个虚假繁荣破灭的时代，投资人确实要回归到自己的初心，坚守长期价值投资，如果仅仅是一味地的追求风口，没有自身的投资逻辑，最终会被市场所淘汰。

伴随中国资本市场改革力度加大，包括深化创业板注册制改革，推动新三板市场分层和转板机改革等。一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，最终将为私募股权服务经济发展提供更加坚实的退出保障。而一旦中国的长期限资金在政策帮助下成熟，释放出数十万亿计的资金潜力，则足以支撑国内企业境内退出。而从各国企业多地上市的普遍规律来看，也唯有本国资本市场才能给予本国企业更为合理的估值。

总的来看，2020 年私募股权市场募投管退将延续 2018 年的回落态势。募资额惯性下滑，存量投资风险仍在化解，退出端整体形势依然严峻。但危中有机，新的变化和机遇也正在显现。随着市场调整和逐步出清，我们可能正处于一个新的成长期的前夜。当前，利率周期已经步入下降轨道；随着资本市场改革的推进，人民币基金退出机制正在逐步打通；新的投资机遇显现，而投资策略多样化的条件随着产业周期的发展也正在形成。以 20 年为一个单位细数中国过去的大机会，1980-2000 年是个体户，小企业的时代；2000-2020 年是房地产的时代；20 年往后，利率环境趋降，产业集中度提高，企业分红率上升，权益市场将迎来高光时刻。虽然一级市场较二级市场发展滞后一拍，但伴随国内资管日趋成熟，未来私募股权投资市场在中国，将迎来新的成长周期，为投资人带来超额收益。

## 四、2020 年人民币资产配置建议

基于当前疫情正在全球蔓延中，各主要经济体经济受损严重，大多数国家疫情尚未达到顶点，虽然国内疫情基本得到控制，但作为中国主要贸易伙伴的美国、欧洲和日本等国将通过跨境贸易和跨境金融等途径影响国内经济，从全球疫情基本结束时点不确定性的现状出发，结合我们对国内各类资产的研判，人民币资产配置建议如下：

### （一）类固定收益 / 固定收益

考虑到国外疫情蔓延的不确定性，全球主要经济体疫情何时达到顶点尚未可知，虽然我国在一季度实现了疫情的有效控制，但疫情对我国已经造成的影响程度显著，一季度 GDP 最终呈现负增长状态，加之因国外疫情的发展进一步影响了我国的进出口水平。我们建议 2020 年人民币资产配置以类固定收益 / 固定收益为主，具体投资工具包括信托产品、金交所定向投资工具、国债逆回购、预期收益型银行理财产品、券商资管计划和固定收益凭证等。

### （二）资本市场类

基于我们对资本市场的研判，虽然受国内外疫情的冲击，我国资本市场出现了阶段性的大幅波动，但与全球其他经济体相比，我国资本市场受冲击后的韧性与抗风险能力相对较强，冲击后的恢复速度较快，随着资本市场的改革与创新启动，以及加速实施金融市场对外开放，我国资本市场长期向好的趋势不会因此而发生变化。预计 2020 年我国资本市场将逐步平稳并温和向好，并持续存在结构性机会。我们建议 2020 年人民币资产配置可以适当配置资本市场产品，具体投资工具包括证券投资基金、证券投资信托以及定向增发基金等。

### （三）另类投资

另类投资主要指股权投资，国内参与股权投资最主要的途径是通过参与私募股权投资基金的方式，自 2020 年 4 月 1 日起，国内私募股权投资基金投资期限一律不低于 5 年。中国基金业协会通过基金备案须知的方式，引导各私募股权投资基金管理人参与长期股权投资项目，彻底打破过去通过股权投资的方式开展“明股实债”的项目投资。拉长投资周期后的股权投资项目，不受短期外部冲击的影响，从而让管理人和被投企业能够更加专注于企业长期价值的提升。在当前经济受到外部冲击，短期出现波动的背景下，我们建议 2020 年人民币资产配置可以适当配置未上市企业股权，具体投资工具包括私募股权投资基金、私募创业投资基金等。

### （四）地产投资

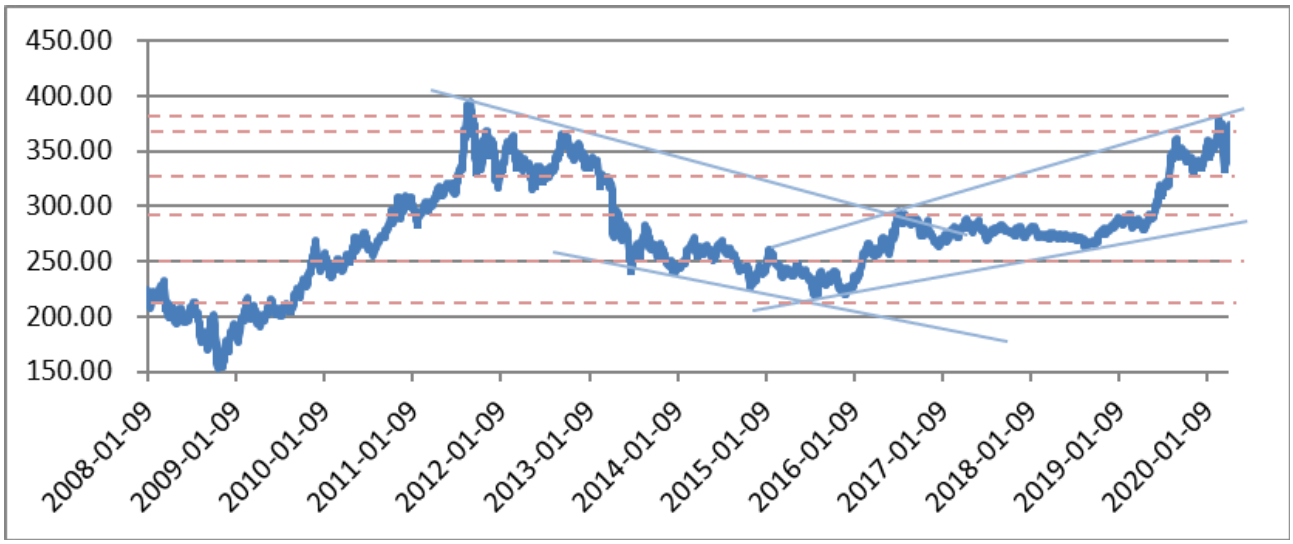
基于对国内房地产市场的研判，我们认为“房住不炒”的基调将长期有效，国内房地产的投资性需求将持续减弱，房地产将回归其原始的实用性需求，随着逐步提升的城市化率，以及伴随着人口的自然增长，长期的地产需求将以实用需求为主。我们不建议 2020 年人民币资产配置以地产实物投资为主，而以实物地产为底层资产的固定收益类投资工具，以及地产企业的固定收益类融资工具属于我们建议的主要配置品种。

## 2020 年商品专题报告

## 一、三大动能趋缓，金价蓄势等待突破交易区间

黄金作为金融属性极高的金属品种，一直是投资者的资金避险和资产保值的有效渠道之一。自 2016 年起，黄金价格进入上涨通道，而在 2019 年 12 月新冠肺炎疫情快速发展并蔓延至全球后，黄金价格更是屡屡突破过去五年高位，目前已站稳 370 元 / 克的价格位。但近期伴随一系列的环境变化，尤其是助力金价上涨的三大动能趋缓，预计短期内金价保持前期上涨幅度较难实现。

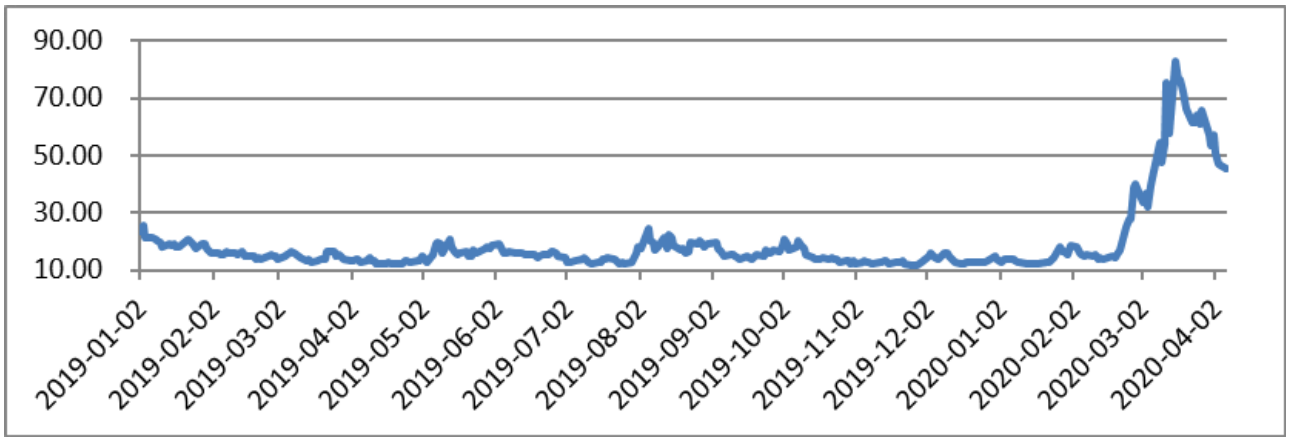
**上期所黄金期货活跃合约结算价（人民币）**




（数据来源：Wind，天首金融研究院）

首先，全球疫情数据好转，恐慌情绪有所下降。欧洲多国因疫情死亡人数开始出现转折，美国在 4 月 5 日的整体新增确诊病例也首次出现下滑，虽然难以判断这样的下降趋势是否能够保持，但对于当前市场的投资者情绪无疑是利好，全球恐慌情绪也开始下降，股市开始回暖，全球市场对于黄金的避险需求下降，拖累金价上行突破。

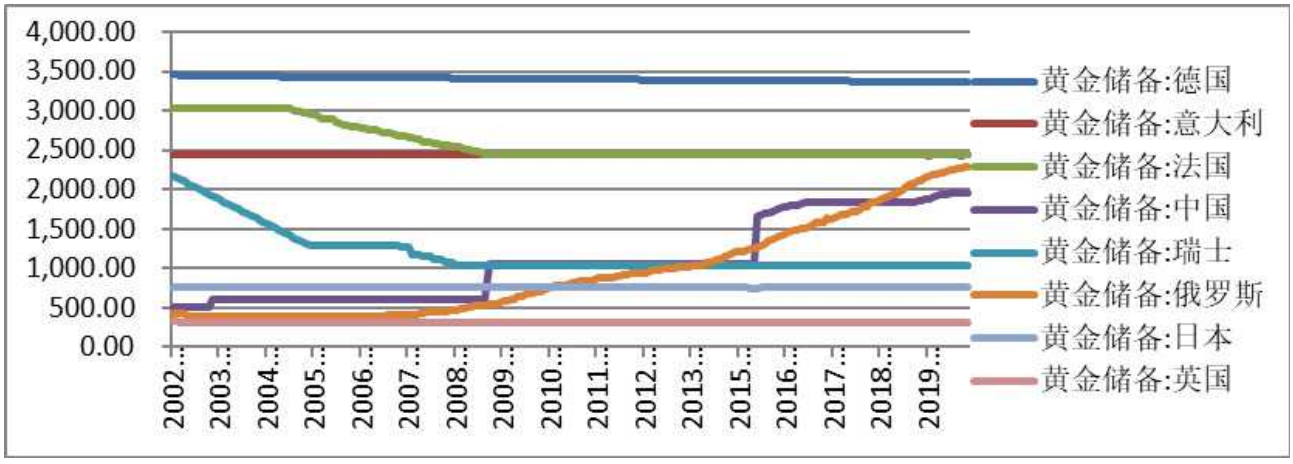
**标普 500 波动率 Vix 在疫情期间快速上涨后，已大幅下滑**




（数据来源：Wind，天首金融研究院）

其次，作为全球黄金主要购买者的各国央行，近期购买量也出现下滑。各国央行对黄金购买的需求大幅上升出现在 2019 年 4 月，伴随美国降息通道开启，各国央行开始倾向购买更多的黄金资产，而减少美债持有量。但疫情蔓延至全球后，全球美元流动性开始枯竭，在 2020 年第一季度，包括阿根廷在内的多国央行开始置换流动性。根据世界黄金协会 3 月 10 日发布最新数据显示，截止到 2020 年 1 月，全球共储备黄金 34735.73 吨。2020 年 1 月，全球各国央行净购入 21.5 吨黄金（仅包括 1 吨或以上的购买），相较于去年同期下降了 57%。由于原油价格暴跌，主要产油国之一的俄罗斯也开始囤积现金，于 4 月 1 日开始停止购买黄金（俄罗斯央行 3 月 31 日公告），以应对原油价格暴跌带来的财政危机。央行购买行为的减少，对于短期内黄金市场也将是较大冲击之一。

**俄罗斯央行停止购买黄金后，全球央行的黄金购买量将大幅下降**




（数据来源：Wind，天首金融研究院）

同时，黄金的机构投资者近期也在大幅度减仓套现，根据 CFTC 期货投机多头数据显示，3 月 31 日当周管理基金黄金净头寸大幅减少 21632 千手，表明全球管理基金对黄金短期内上涨的前景有所看淡。

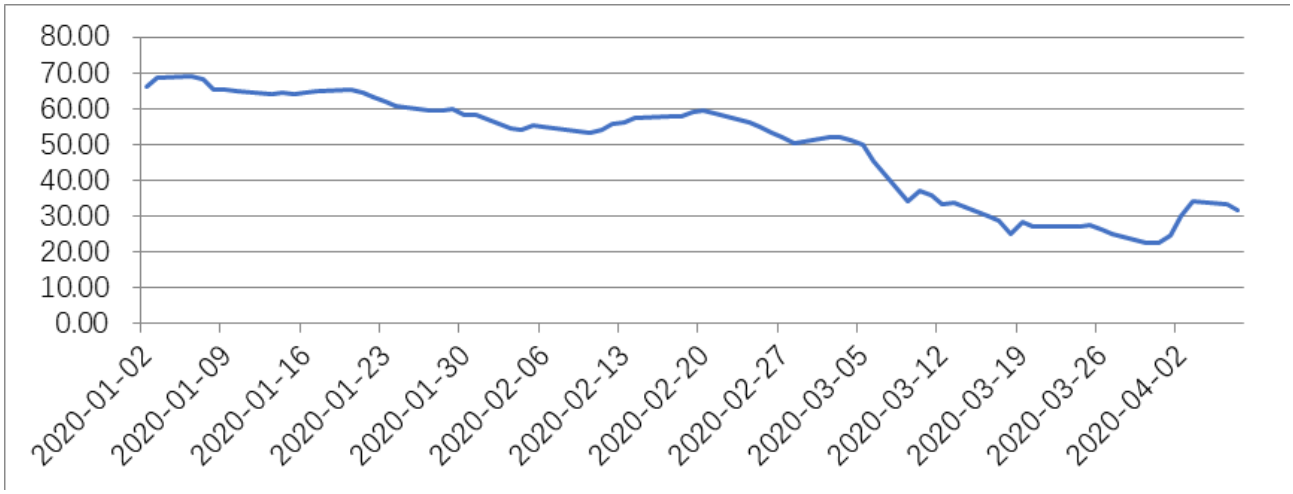
需要注意的是，将黄金作为资产配置的管理基金基本均为宏观对冲基金。从大类资产配置组合理论看，宏观对冲基金经理配置黄金的目的主要为非常时期内的避险需求和一般性的抗通胀需求。避险需求方面，在 3 月疫情超出全球预期大爆发的非常情况之下，黄金在短期上涨后迎来大幅下跌，呈现出黄金与股市同涨同跌的罕见现象。这一现象的主要原因为持有黄金头寸的各基金在其持有的其他资产方面产生巨额浮亏，故不得不抛出黄金头寸以防止整体资产组合爆仓。在这一情景出现后，黄金的避险属性在短期内大大被削弱，未能起到避险资产的应有作用。因此，短期内黄金对管理基金的吸引力有所降低。抗通胀方面，在疫情影响下，全球宏观经济增长预期普遍走弱，全球陷入通货紧缩的可能性有所增加，这也降低了管理基金对黄金的需求。

黄金在前期快速上涨的背景已经有所改变，即便黄金 ETF 的持仓量仍在增加，但考虑 CFTC 投机多头数据，可能是普通投资者与主力投资机构的市场观点出现偏差，这一情况应引起普通投资者的重视。伴随着主力投资机构的转向，黄金突破阻力位的基础难以保持，短期内金价较难维持前期增速。但伴随着后疫情时代，欧美国家经济衰退，以及为了转移国内衰退而制造的国际冲突，金价仍有较大的上行空间，中长期预计仍有机会创下过去 10 年高点，是投资者配置资产时不得不考虑的避险和抗通胀选择。

## 二、原油低位，新能源时代推迟到来

2020 伊始，在疫情冲击需求和欧佩克增产的双重影响下，原油暴跌。三月一度跌破 30 美元支撑位，引发全球市场关注和恐慌。

**布伦特原油期货结算价（USD）**

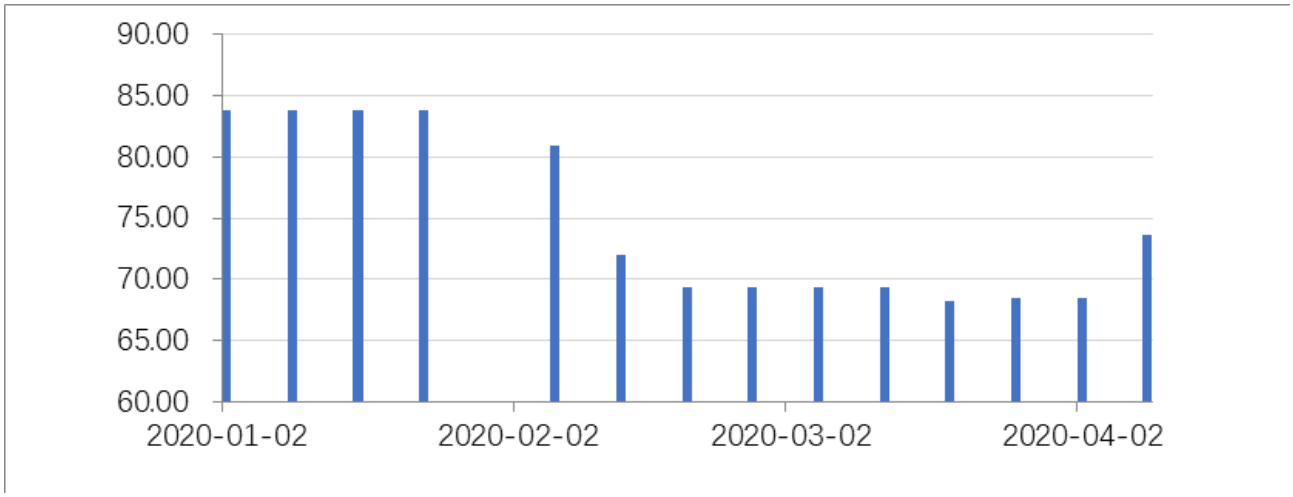



（数据来源：Wind，天首金融研究院）

供应端来看，当前原油市场仍有较多不确定性。在 4 月 9 日举行的“OPEC+”会中，沙特和俄罗斯都表现出了合作意愿，俄罗斯可能同意减产 253 万桶 / 吨，而沙特愿意在产量提高至 1100 万桶的基础上减产，实际减产约 150 万桶 / 天。但达成协议的阻力来自于墨西哥和美国。美国目前仅确认因价格停产的产能不会复产。而墨西哥仍然反对减产协议。美国石油公司目前也仍未表态，尽管考虑成本问题，美国石油公司面临着比沙特和俄罗斯更大的压力。多方博弈下，在 4 月 13 日亚洲开盘前，“OPEC+”终于达成协议计全球原油减产行动自 5 月 1 日起生效，2020 年原油减产量将超过 2000 万桶 / 日。其中，OPEC+ 将削减 970 万桶 / 日原油产出，略低于最初计划的每日 1000 万桶减产规模。墨西哥需减产 10 万桶 / 日，低于按比例应该削减的规模。虽然该协议基本达到市场预期，但美国和墨西哥的配合程度以及具体减产安排也将对问题解决产生拖延，预计短期内原油现货供给端变动不大。

另一方面，疫情对需求端的冲击已经有所减缓。早前市场预估疫情对需求端的影响大约为 1200 万桶 / 天，但伴随着原油低价震荡和中国复产复工，根据 Bloomberg 2 Apr.，北京正在大规模进口原油作为填充 SPR 三期，资金来源为 3 月抛售的 1000 亿美债，同时中国即将开建 SPR 四期，以应对国际冲突和原油价格波动。中国大陆地区炼油厂的复工率也以肉眼可见速度开始回升。

**中国大陆地区炼油厂开工率**




（数据来源：Wind，天首金融研究院）

不仅中国正在抓住低价时期大规模囤油，美国也在采取类似行动。虽然这一系列的政府行为不能完全对冲需求下跌，但却能有力托起原油价格，防止原油价格过度反应。

或许原油的前景还需要观察需求端的复苏情况，但原油价格对新能源产业增速的影响已经引起讨论。

消费者对新能源电动车的需求主要有两个方面，一是追求成本，二是追求新的驾驶体验。

从成本来看，新能源电动车的销量一定程度上可以看成是燃油车使用成本与电动车使用成本的博弈。前者的成本构成为发动机成本加油价成本，后者的使用成本构成为电池制造成本加电费。随着电池制造技术的发展，电池制造成本在近年来迅速降低。在此轮油价大幅下跌前，机构普遍预计新能源电动车的使用成本将在 2025 年降低至燃油车的使用成本。因此，2025 年也普遍被认为是电动车需求爆发的关键节点，也是该产业能够真正摆脱政府补贴的元年。若油价长期在低点运行，则燃油车使用成本的优势在短期内将难以被电动车超越，因此电动车需求爆发的关键节点将被延缓至 2025 年后。

从驾驶体验来看，电力系统和燃油系统在整车驾驶的智能化方面有着天壤之别。实际上，当前市面上的燃油车只有将化石能源转变为电能后，才能部分实现智能化 / 自动化操作。因此，依靠电能驱动是汽车智能化的唯一路径。只有全面实现电力驱动后，L3 级别的智能驾驶才能够真正实现。因此，长期来看驱动新能源产业利好的并非原油价格、电池成本、财政补贴等因素，而是汽车行业在全球信息化、人工智能、5G 等技术力量推动下将实现的电力化转型这一确定性趋势。

疫情不会改变新能源产业的长期发展趋势，但在蝴蝶效应下，新能源时代或许来得会更晚些。

## 海外市场：黑天鹅 OR 江河日下?

在 2020 年未开篇之前，大部分人都认为 2020 应该是一个复苏之年，无论是一些世界强国的实体的复苏还是资本市场的复苏都为 2020 带来积极的预期，但是随着 2019 年的新年钟声敲响，开篇的澳洲大火，全球蝗灾蔓延，非洲猪瘟和全球性爆发的新冠肺炎，美股出现了见证历史的四次熔断，欧洲资本市场也是波动不断，原油暴跌，美元指数暴涨，美联储超预期降息，美国历史上最大规模经济刺激计划等“活久见”的事件频发，让我们感到意外又不意外。黑天鹅事件的存在我们不否认让我们感到意外，全球新冠疫情的爆发是无法预料的，禁止人员流动（Lockdown）与社会和经济生活的骤停（Sudden Stop）；美股由于管理层回购长时间处于高位，，第三产业占 GDP 权重过高，欧洲经济长期的负利率，日本的夏季奥运会的巨大投入在疫情的冲击下产生江河日下的变化也不让我们感到意外。新冠疫情的爆发确实是个黑天鹅事件，但是它带来的后续影响，也是江河日下的必然结果。

### 一、跨境客户画像

#### （一）跨境客户画像

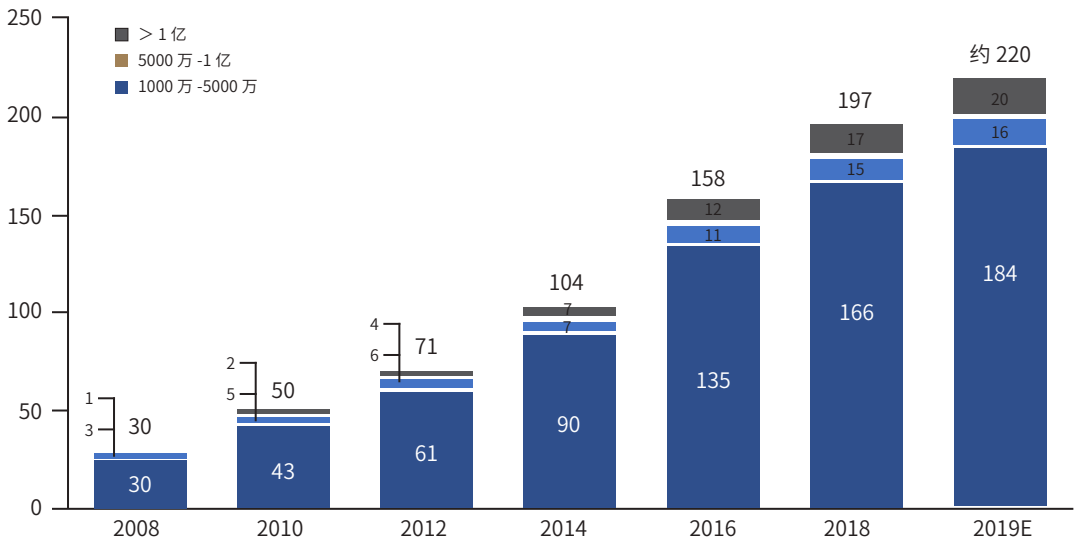
随着结构性供给侧改革得推进，三大攻坚战逐渐取得成效，中国正处于转型和结构调整攻坚克难的重要时期，这种经济发展新常态也带来了前所未有得发展速度，京津冀协同发展，长江经济带发展，粤港澳大湾区建设，长三角一体化发展都为这种经济发展新常态按下了快捷键，国人得财富也随之创造，积累和流动。

根据招商银行联合贝恩咨询的 2019 中国私人财富报告中显示，“2018 年，中国的高净值人群数量达到 197 万，与 2016 年相比增加了约 40 万，年均复合增长率由 2014-2016 年的 23%。

降至 2016-2018 年的 12%，其中超高净值人群规模约 17 万，可投资资产 5000 万以上的人群规模约 32 万人。从财富规模看，2018 年中国高净值人群共持有 61 万亿人民币的可投资资产，年均复合增速为 12%；其中超高净值人群持有资产 25 万亿人民币，2016-2018 年均复合增速为 17%。高净值人群人均持有可投资资产约 3080 万人民币，与 2014-2016 年基本持平。”

## 2008-2019 年中国高净值人群的规模及构成

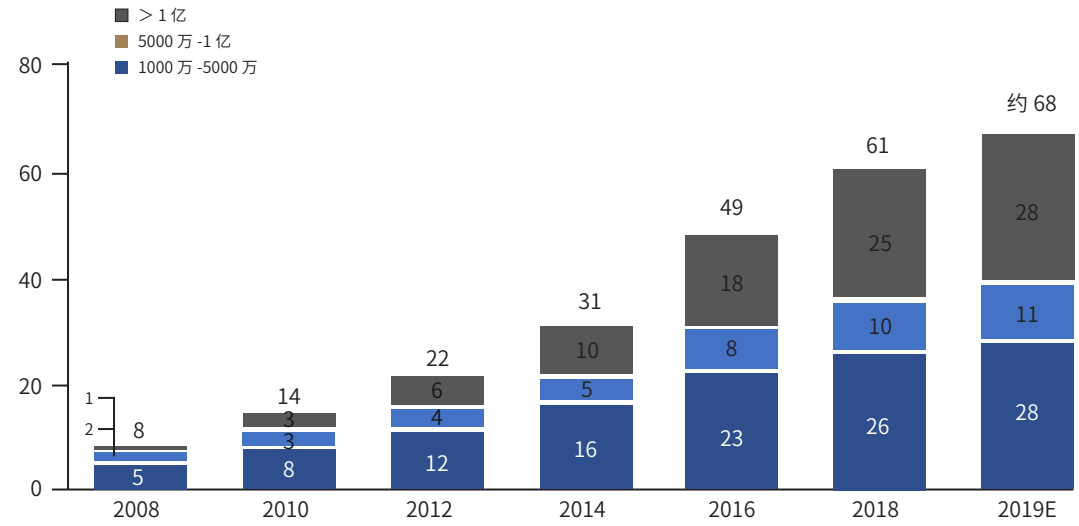
个人可投资产超过 1 千万人民币的人数（万）




数据来源：贝恩公司高净值人群收入 - 财富分布模型

## 2008-2019 年中国高净值人群的规模及构成

高净值人群的可投资资产规模（人民币万亿元）




数据来源：贝恩公司高净值人群收入 - 财富分布模型

随着习总书记在 2013 年提出的“一带一路”，中国国际化进程的推进和个人发展带来的财富积累，中国作为世界第二大经济体对世界的影响力愈加扩大，中国的高净值客户并不满足于仅在境内进行资产配置，也逐渐将目光转向海外的市场，并在近对跨境相关的需求逐渐增加并且越来越多元。除了海外旅游、子女留学，跨境金融投资、海外置业和移民这三种需求的也被高净值客户纳入到资产配置的考虑范围之内。

根据胡润百富和中信银行联合出具的中国高净值人群财富管理需求白皮书中显示，中国千万高净值人群主要由四部分人群构成，55% 的企业主，20% 的金领，15% 的炒房者和 10% 的职业股民。

企业主：企业的拥有人，这部分人占 55%，大部分的资产表现为企业资产，拥有可投资资产至少 180 万。

金领：大型企业集团、跨国公司的高层人士、这部分人占 20%，财富主要表现为公司股份、高昂的年薪、分红等。

炒房者：主要投资房地产，这部分人占 15%，房产投资占到他们总财富的 90%。

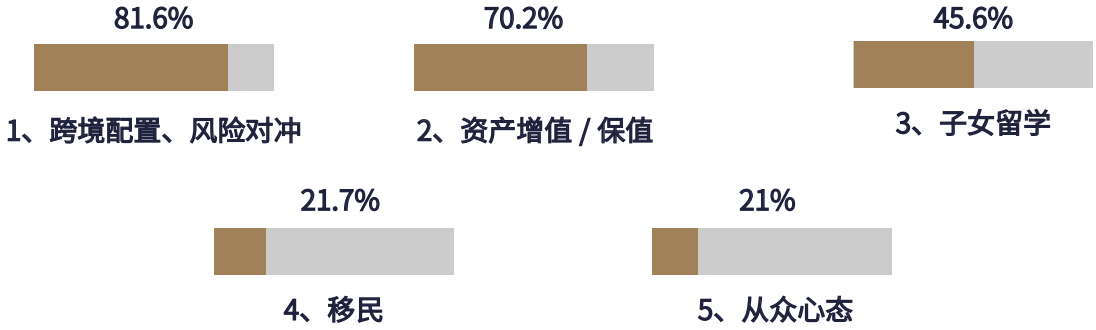
职业股民：从事股票、期货等金融投资的专业人士。现金及股票占到总财富的 30%。

数据来源：胡润研究院

## （二）跨境需求产生原因

中国高净值人群中 69.6% 的人群有跨境金融投资需求，57.3% 的人有出境旅游，境外置业为 51%，子女境外留学为 38.7%，移民为 37.8%。根据数据可见，高净值人群对跨境业务的需求非常广泛。究其原因有一下几个方面：

**高净值人群跨境投资主要目的**




数据来源：胡润研究院

**1. 跨境配置、风险对冲 (81.6%)**

那句著名的“鸡蛋不能放在一个篮子里”说明了资产配置的重要性，通过跨境配置可以更好的对冲风险，真正的做到风险分散。并且通过境内境外跨区域、跨资产类别的配置也起到了风险对冲的作用。

**2. 资产增值 / 保值 (70.2%)**

通过海外金融资产投资、银行储蓄或者房产投资，在选择正确的产品后可以达到资产增值的作用。例如一些境外另类投资收益较高，可以有效的达到资产增值。有些客户选择投资强势货币，也达到了资产保值的作用。

**3. 子女留学 (45.6%)**

在汇率价格较低的时候提前换汇，会很大程度上解决汇率风险带来的换汇不确定性，提前为子女留学做好准备。或者也选择提前在子女留学地购买房产，方便子女居住等。

**4. 移民 21.7%**

一些关注移民的高净值人士，需要提前准备在目标国家的资产，因此对海外投资也有需求。特别是对于投资移民来讲，有些国家要求移民这需要投资当地的项目。

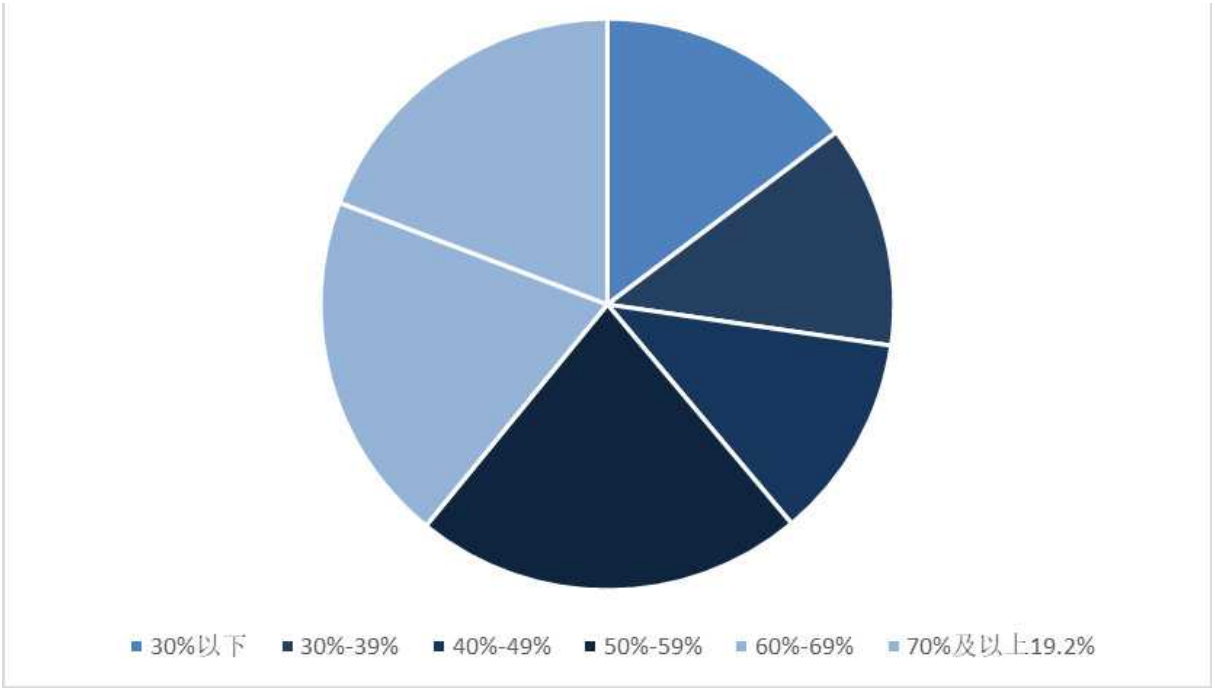
**5. 从众心态 21%**

有些高净值人士存在从众心态，特别是已经有亲戚朋友配置了海外资产，所以也想尝试一下跨境配置。

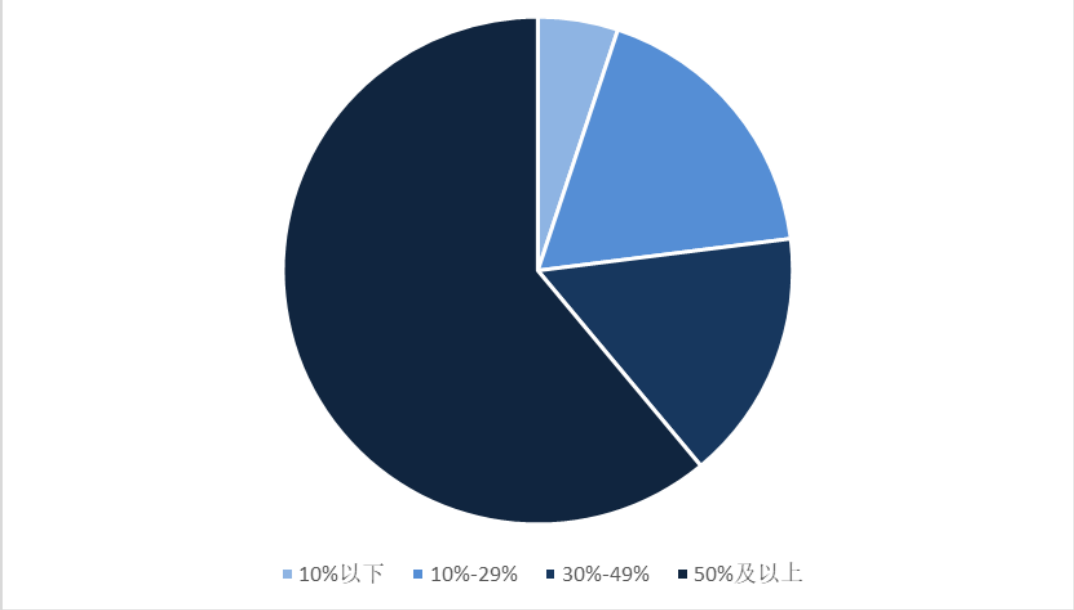
## （三）跨境资产配置情况

根据中信银行联合胡润百富对中国高净值人群调查报告显示，高净值人群平均可投资资产额占总资产比例为 52.3%，而跨境金融投资额已占他们可投资资产总额的 31.2%，有些高净值客户的跨境金融投资额甚至占其可投资总额的一半以上。

**高净值可投资产占总资产比例**

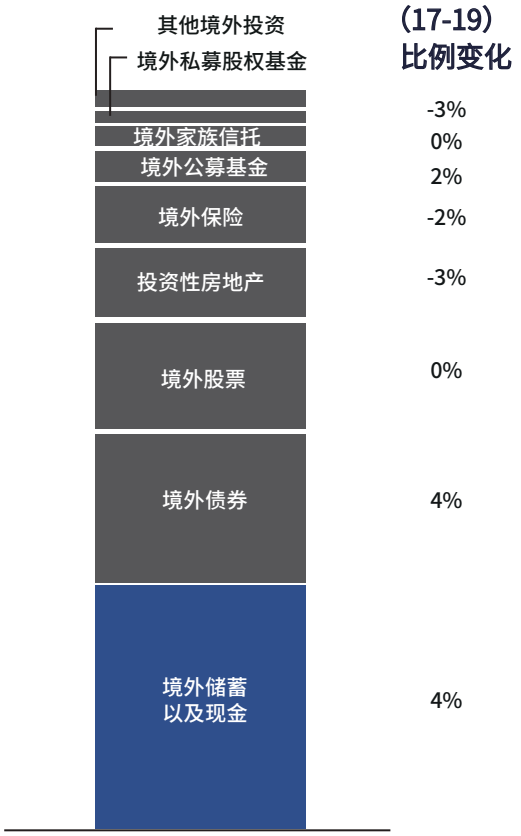


**高净值人群跨境金融资产占可投资产总额比例**




数据来源：胡润研究院

调查显示，高净值客户持有的跨境金融产品多以流动性强的储蓄、现金为主，大概占可投资资产的30%；大概20%的跨净资产表现为收益稳定的海外债券，境外股票占比15%，投资性房地产为10%的水平，海外保险占比接近9%，其他投资类别以境外公募基金、家族信托等为主总共占比16%左右。




**高净值人群境外资产类别及比例 2019**

**高净值人群**

## 二、跨境资产建议

随着时间的推进，相信大家都认为 2020 注定是攻坚克难的一年，困难从来都是与机遇并存的，天首金融研究院会对跨境的资产近期表现进行分析，希望我们的建议，可以给更多高净值人士开展资产配置提供一些想法。

### （一）现金类资产：积草屯粮以过冬

**美元：少量增持**

美元指数在 2020 年的走势出现了巨幅波动，2 月 21 到 3 月 9 号从从 100 美元跌到了 95 美元，并在 3 月 9 日美股近期出现第一次熔断后，美元在短短两周之内从 95 美元涨到了 102 美元，并在美国央行释放无上限流动性之后出现了下跌和上涨的小幅波动。波动的原因是由于前期对美联储的降息预期、熔断发生后的美元流动性紧张，以及近期美国利好政策频发和疫情在美国爆发导致市场预期导致的。

随着美国三月中旬美股接连四次的熔断，投资者开始怀疑后续经济衰退可能会出现，开始不分青红皂白的抛售债券、风险较高的资产，因此出现追逐现金的情况美元目前已经陷入了整理阶段，后续走势需要关注美国疫情的发展趋势以及美元的流动性紧缺问题。

**日元：谨慎持有**

近期人民币 / 日元的走势与美元 / 日元走势基本相同，2 月 20 日之后出现了下跌之后由于全球资本市场的巨变后出现了上涨趋势，近期出现窄幅波动。由于日元不但是传统的避险货币而且是低息融资货币，一旦市场情绪恶化导致风险资产走低，日元将同时受到避险买盘以及偿还融资买盘的双重支持。

但是随着日本 2020 年夏季奥运会推迟举办消息的放出，日本的损失可能非常巨大，据《时代周刊》估计，日本奥运会的筹备已经耗资约 250 亿美元，达最初预算的 4 倍之多。其中，日本政府提供了 1200 亿日元（约 77 亿人民币）用于建造场馆，300 亿日元（近 20 亿人民币）用于举办残奥会。4 月 7 日傍晚日本首相宣布日本进入紧急状态更加剧了对日本 2020 年经济发展唱衰的预期，也为世界经济的发展增添了不确定性。因此后续日元的走势，需要关注日本后续的经济刺激计划及日本新冠疫情的发展情况。

**欧元：长期观望**

随着新冠疫情在欧洲爆发，欧州央行下调了欧元区的经济增速，随着疫情的进一步发展，可能还会面临新的实质性下行风险。欧元 / 美元近期的走势也是呈下跌趋势。欧元兑人民币近期也出现反复波动趋势。

后续欧洲新冠病毒债券的发行与否与后续欧元的走势有很大关系，目前欧元区新的重大风险并未凸显，发行新冠病毒债券可以有效阻止欧元起经济冲击并为经济发展提供资金，届时有望提振欧元刺激其走强。

**英镑：谨慎持有**

英国首相鲍里斯·约翰逊被确诊新冠病毒消息放出之后，对英镑走势产生巨大影响，在鲍里斯在唐宁街 10 号进行自我隔离的第一天，英镑就出现了下跌。鲍里斯近期也出现病情恶化，情况加剧进去了 ICU 进行治疗，由英国外交大臣拉布代行首相职权。除了首相被确诊外，英国王储查尔斯王子、卫生大臣和首相准夫人也卧床一周。因此英国未来的发展还是个未知数，英镑的走势同样也无法预测。

**货币基金：可按需持有**

货币基金具有高安全性、高流动性、稳定收益性，具有“准储蓄”的特征，可以按照需求进行持有

**G4 货币中，天首金融研究院认为可以少量增持美元，观察欧元走势，对于日元和英镑的持有量持谨慎态度。货币基金通常的久期会比较小，并且有很好的灵活性，可以选择持有货币基金作为持有现金和存款的补充。如果经济出现复苏后，现金也作为 dry powder 为后续购买低价资产提供足够的流动性。**

## （二）股票投资：见好就收才是赢

**美股**

近期美国金融市场出现了剧烈波动，特别是美股在 3 月份触发了四次熔断，并在美联储两次降息及市场利好消息出现后又出现反弹，整个三月的美国股市都处于大幅波动的状态。波动原因主要受国际油价下跌、投资者情绪与新冠疫情爆发影响。截止到 4 月 8 日，美国新冠疫情确诊人数已经超 40 万人，美国总统特朗普表示，美国未来的两周回事最艰难痛苦的两周，但是已经在隧道镜头看到了一些光亮，并鼓励说美国要坚强。

刚刚过去的 3 月份，美股跌幅一度超过三分之一，后续又出现了反弹。但是在任何技术指标上都出现严重的超卖情况，因此美国近期的熊市反弹经常会出现接近 8% 的涨幅。我们认为这种反弹仍应该是短期轧空而不是新牛市开始的标志。疫情期间，美国至少有 30 个州下令希望居民可以在家居家隔离，酒店住宿业、餐饮业和娱乐行业等都不同程度上受到疫情的冲击。因此对 4 月 5 月的第一季度收益可预期会出现大幅下跌，目前是否会出现美股低点、是否是未来的低点仍然不得而知。

**欧股**

欧股与美股一样，也在三月份出现了大幅波动，不同国家的跌幅不同，但一个月内一度都超过 30% 的跌幅。欧股的暴跌同样与新冠疫情爆发有关。从意大利开始，球迷前往米兰看欧冠比赛，12 万人参加妇女节游行的加剧了新冠病毒的传播，目前截止到 4 月 8 日意大利累计确诊 13 万例，西班牙已经反超意大利成为排名第二的国家，仅次于美国。但是欧洲疫情已经进入发展的“慢车道”，近期欧洲股市也出现了反弹趋势。

虽然欧洲的疫情发展已经出现放缓，有报道称欧洲新馆已经已达拐点，奥地利准备复工，英国意大利考虑解封，但仍不可掉以轻心。对于欧洲股市的配置，包括未来的走势仍未可知，就像没人能预测到新冠疫情是影响世界经济的黑天鹅一样。

**根据上述美股和欧股的分析后，目前的欧美二级市场后续发展仍然处于模糊的阶段，但是确实由于前段时间的恐慌导致股票出现超卖的情况，但对于后续的发展仍然未可知，大家可以针对个人的风险接受情况进行少量减持，以应对后续可能会出现的回撤。**

## （三）债券投资：知足之足，常足矣

随着经济发展的不稳定行增加，一些投资者认为债券同样具有风险，因此随意出售债券，债券在这种时期失去了其避险资产的特性，主要是由于一些主权国家例如美国、加拿大和澳大利亚可能出现适当的经济衰退，使得债券同样也被认为是风险资产遭到抛售。但是随着后续经济开始企稳，疫情发展也得到控制，债券和股票的负相关将重启，**因此在未来的几个月份可以选择增持海外国债或评级在 A-1 或者 P-1 的短期债券，加强流动性。**

## （四）另类资产投资：如履薄冰，步步为营

另类资产投资不属于传统投资（股票、债券和现金等）金融资产，形式存在复杂，风险程度也根据底层资产不同而高低不一。另类资产与传统的投资品相比通常具有较低的相关性，甚至说有些另类资产投资于股票和债券市场呈现负相关的情况。这个特点使得另类资产近期在资产配置投资组合中越来越占有重要的位置。

现阶段世界经济后续发展仍处于未知状态，另类资产中并不是所有的资产都值得配置。对冲基金主要是通过套期保值的方式获得超额收益也就是 ALPHA, 桥水的两种投资策略对冲在美股熔断时出现了大幅回撤，所以这种相对风险较高的对冲基金在未来的时间可能都不是资产配置的首选。

**天首金融研究院认为，对于那些与经济周期几乎没有关系的另类资产，类似于保单贴现基金，反而适合在现阶段进行配置，收益波动较小，以达到风险对冲的作用。**

## （五）地产投资投资：因需取舍

地产投资主要看重以下三项：位置，经验和分析。这三项标准缺一不可，如果是刚需的海外地产投资情况除外，例如家长在留学生所在城市购买房产，或者购买的房产主要用于自用等。但是进行房产投资却大不相同，需要结合位置，经验和分析三点对房产进行前期的分析和研究。近期，德勤的研究团队做了调查，47% 的商业地产高管人员决定增加其在商业地产商的技术投资即便经济出现了下行，但也有 25% 和 28% 的高管决定稳定投资或者减少投资。可以看出商业地产行业对于 2020 年的商业地产的投资策略都无法处于一直的态度。

**天首金融研究院认为，除刚需外的海外地产投资，高净值人士应先中性观望，以避免后续地产行业出现大幅波动带来的损失。**

2020 年就像前面提到的，从开年后的多次黑天鹅事件的爆发使得全球经济都出现下行，并可能演变成衰退的趋势，第一季度的各国 GDP 增速，PMI 指数及失业率等指标已经清晰的刻画了经济下行的趋势。但是随着中国、美国、欧洲和日本等全球经济的主导国家相关货币政策和财政政策的推出，再加上新冠疫情的控制逐渐加强，我们相信世界的经济发展会在第三季度或者第四季度复苏，但是具体复苏的程度还是要参考各国出台的货币政策的传导情况以及财政政策的经济刺激情况。

天首金融研究院建议，高净值人士可在近期可以对个人的跨境金融资产做出梳理，并对各个资产的类别和占比进行相关分析。首先，持有强势货币现金 / 货币基金是近期的不二之选，选择与经济相关小的另类资产和债券也是近期的优良选择，股票可以选择小幅减持，地产投资（除刚需外）近期持有中性观望的态度，做到风险分散，降低个人投资组合的波动。

## 免责声明

1. 本报告是出自天首金融研究院研究人员的职业理解，仅反映本院研究人员的观点，其结论不受任何第三方的授意和影响；本报告中的部分信息来源于已公开转载的文章信息，是出于传递更多信息之目的，并不意味着赞同其观点或证实其内容的真实性。如其他媒体、网站或个人以其他形式复制发表、使用，必须保留本报告注明的“稿件来源”，并自负版权等法律责任。如对稿件内容有异议，请及时与我们联系。
2. 本报告致力于提供合理、准确、完整的信息，但不保证信息的合理性、准确性和完整性，且不对因信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担责任。本报告所有信息仅供参考，不做交易和服务的根据，投资人应审慎评估投资风险，并就投资结果自行负责。
3. 本报告所载资料、建议及推测仅反映研究人员出具本报告当日的判断，固有其时效性，存在随时更改且不予通告之状况。
4. 本报告使用者因为违反本声明的规定而触犯中华人民共和国法律的，一切后果自行负责，本报告不承担任何责任。
5. 本报告版权归天首金融研究院所有，未经书面授权，任何人不得对本报告进行发布、复制，如需引用和转载，需征得版权所有者同意。凡以任何方式直接、间接使用本报告资料者，视为自愿接受本报告声明之约束。
6. 本声明未涉及的问题参见国家有关法律法规，当本声明与国家法律法规冲突时，以国家法律法规为准。
7. 本报告如无意中侵犯了某个媒体或个人的知识产权，请来信或来电告之，本报告将立即删除。

天首资本
TIANSHOU CAPITAL

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告