

## 相关研究

《活跃资本市场的重要性 2: 培育新质生产力》2024.01.29

《活跃资本市场的重要性 1: 促消费、扩内需》2024.01.25

《货币宽松“再发力”，股债有望更积极——对央行降准的理解》2024.01.24

首席经济学家: 荀玉根

Tel: (021) 23185715

Email: xyg6052@haitong.com

证书: S0850511040006

分析师: 郑子勋

Tel: (021) 23219733

Email: zzx12149@haitong.com

证书: S0850520080001

分析师: 余培仪

Tel: (021) 23185663

Email: ypy13768@haitong.com

证书: S0850523040002

联系人: 陈菲

Tel: (021) 23185707

Email: cf15315@haitong.com

# 活跃资本市场的重要性 3: 构建中特估体系

## 投资要点:

- 核心结论:** ①全球对比, A 股估值偏低, 背后反映了投资者对中国经济转型期增速下滑的担忧。②A 股重估需要构建中特估体系, 评价角度如经营持续性、分红比例、研发投入。③中特估体系构建可以借鉴 ESG 经验, 构建相应指数体系, 并引导长线资金参与配置。
- 重估背景: 国际对比下 A 股估值较低。** 我们认为, “中特估” 或不能简单理解为国央企的价值重估, 从更宏大的视角出发, 当前亟待解决的是整个 A 股的价值发现与价值重估问题。全球对比视角下 A 股估值整体偏低。21 年以来, A 股估值持续下降, 当前 A 股估值水平与历史估值底部已较为接近, 全部 A 股 PE、PB 已降至 05 年以来均值-2 倍标准差 (3 年滚动) 附近。此外, 全球对比视角下, 当前 A 股估值也处于偏低水平。A 股低估值的背后是投资者对中国经济转型期增速下滑的担忧。从现实角度看, 近年来我国经济增速下滑导致投资者信心不足。从预期角度看, 当前我国正处于经济转型升级的关键阶段, 部分投资者对我国是否能顺利实现产业升级持怀疑态度。
- 重估来源: 中特重估的三大发力方向。** 当前 A 股价值亟待被发掘, 推动 A 股估值重构就是要构建中特估体系。为此, 需要迈出第一步是建立一个适用于中国特色企业的评价体系。可参考的评价方向有三: 1) 经营持续性: 大国博弈背景下国企永续经营意义突出, 央国企的企业价值应当考虑永续经营的价值; 我国完备的产业链正在彰显其重要价值。2) 分红比例: 随着我国分红制度注重引导上市公司主动分红, A 股分红稳定性将持续提升; 随着产业不断发展, 更多行业企业进入成熟期, A 股上市公司分红意愿将逐步改善。3) 研发投入: 我国经济增长需产业结构转型升级提供新动能, 随着新质生产力加速发展, 关键核心技术攻关的市场主体有望迎来对其成长性的重估。
- 从活跃资本市场出发看 A 股重估的措施。** 发展中特估值体系与活跃资本市场相辅相成, 中特估值体系的发展有助于激发资本市场的活力, 而中特估体系的构建与发展也离不开资本市场的积极参与。具体而言, 我们或许可以参考 ESG 体系的发展经验, 在发展中特估体系的初期, 根据前文提到的三大评价指标对不同企业进行打分, 随后进一步选择得分高的企业编制中特指数体系, 如中特 100 指数、200 指数、500 指数等等, 在此基础上还可以推行对应的 ETF; 政策层面可以通过划定硬性标准、加强信息披露等方式进一步加大对长线资金入市的引导。最终达到让资本市场参与中特估体系建设全过程的目的, 从而实现发展中特估体系与活跃资本市场间的良性循环。
- 风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

## 目 录

---

1. 重估背景：国际对比下 A 股估值较低.....	4
2. 重估来源：中特重估的三大发力方向.....	6
3. 从活跃资本市场出发看 A 股重估的措施.....	9

## 图目录

图 1	A 股 PE 估值处于历史低位	4
图 2	A 股 PB 估值处于历史低位	4
图 3	国际对比下 A 股 PE 估值及分位数水平较低	5
图 4	国际对比下 A 股 PB 估值及分位数水平较低	5
图 5	10 年以来我国 GDP 增速中枢不断下移	5
图 6	国际对比下近年我国内地 GDP 增速下滑幅度较大	5
图 7	1980 年以来美国 GDP 增速不断下台阶	6
图 8	1980 年后标普 500 估值中枢上升	6
图 9	1980 年后美国利率和通胀水平不断下降	6
图 10	1980 年以来美股盈利水平整体提升	6
图 11	我国名义利率已在下行	6
图 12	我国信息技术、可选消费的估值相较美国存在差距	6
图 13	从传统 DCF 模型出发中国国企价值应计入永续经营价值	7
图 14	国企安全板块盈利能力可能被低估	7
图 15	我国制造业产业链较为完备	7
图 16	A 股相较美股上市公司分红决策更易受到短期盈利影响	8
图 17	上市公司分红政策与企业生命周期阶段相关	8
图 18	银行、煤炭、钢铁等传统行业股息率更高	8
图 19	近年来 A 股分红金额和分红率稳步提升	8
图 20	成功跨越中等收入陷阱国家与地区高科技产业占比均有所提升	9
图 21	我国创新能力逐渐接近发达国家	9
图 22	央国企战略新兴板块成长性定价偏低	9
图 23	新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业	9
图 24	新质生产力在经济中的占比逐渐提升	9
图 25	海内外 ESG 相关指数发布数量逐年快速增长	10
图 26	ESG 主题的 ETF 产品发行数量迅速上升	10
图 27	海外 ESG 主要由养老金等机构投资者持有	11
图 28	全球多数国家可持续投资规模持续增长	11
图 29	23Q3 中国投资者结构	11
图 30	23Q3 美国投资者结构	11

2023年7月24日政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，中央金融工作会议重申“活跃资本市场，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势”。当前我国经济正处于转型关键期，但短期存在需求不足等问题，资本市场是资金输入实体经济的关键渠道，活跃资本市场能够提高市场配置效率，提升经济发展的质量。

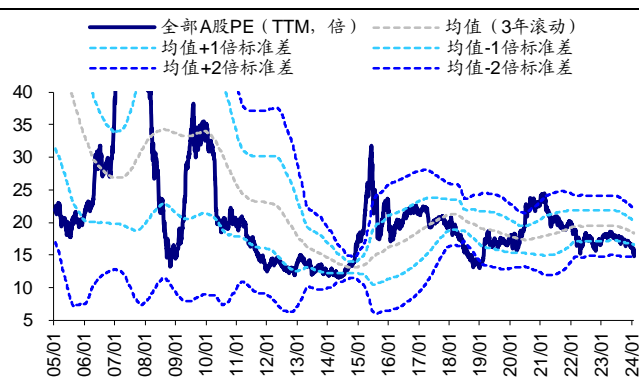
本系列报告从三个维度分析活跃资本市场的重要性，第一篇报告《活跃资本市场的重要性 1：促消费、扩内需》主要论述活跃资本市场对促消费、扩内需的重要性，第二篇报告《活跃资本市场的重要性 2：培育新质生产力》主要分析活跃资本市场对产业转型升级的积极作用。本篇为系列的第三篇，主要分析活跃资本市场的重要抓手——中特估体系。全球对比视角下当前 A 股估值偏低，A 股价值亟待重估。本文尝试探索构建中特估体系、实现 A 股价值重估，继而打造发展中特估体系与活跃资本市场间的良性循环。

## 1. 重估背景：国际对比下 A 股估值较低

22 年易会满主席在金融街论坛年会上首次明确提出要“探索建立具有中国特色的估值体系”，“中特估”一度成为市场讨论的热点。如今时间过去一年多，在国务院、国资委、证监会等政府部门的协同发力下，构建中国特色估值体系的探索逐渐步入正轨。近日，国资委在国务院新闻发布会上表示“进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”，再度引发大家对“中特估”的讨论。我们认为，“中特估”或不能简单理解为国央企的价值重估，从更宏大的视角出发，当前亟待解决的是整个 A 股的价值发现与价值重估问题。

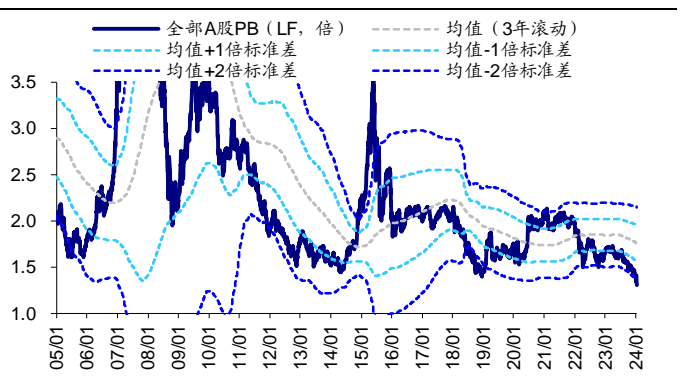
**全球对比视角下 A 股估值整体偏低。**上世纪九十年代以来，我国资本市场实现了历史性突破和跨越式发展。但客观上来看，与发达国家的资本市场相比，我国资本市场发展的历史仍较短。在经济步入新常态的背景下，资本市场发展面临新一轮的挑战。这一挑战最为明显的体现在 A 股的低估值上。21 年以来，A 股估值持续下降，当前 A 股估值水平与历史估值底部已较为接近。截至 24/02/02，全部 A 股 PE、PB 已降至 05 年以来均值-2 倍标准差(3 年滚动)附近，滚动三年分位数也降至接近 0% 水平，其中 PE(TTM, 下同)为 14.8 倍、处 05 年以来 19% 分位，PB(LF, 下同)为 1.31 倍、处 0% 分位。此外，全球对比视角下，当前 A 股估值也处于偏低水平。从 PE 估值看，截至 24/02/01，沪深 300/恒生指数 PE 分别为 10.6 倍(处 05 年以来的 13% 分位数, 下同)/7.7 倍(1%)，明显低于标普 500/日经 225 的 25.2 倍(90%)/21.2 倍(58%)。从 PB 估值看更明显，上证指数、沪深 300 与恒生指数的估值及其分位数水平在全球范围内的排名均靠后。

图1 A 股 PE 估值处于历史低位

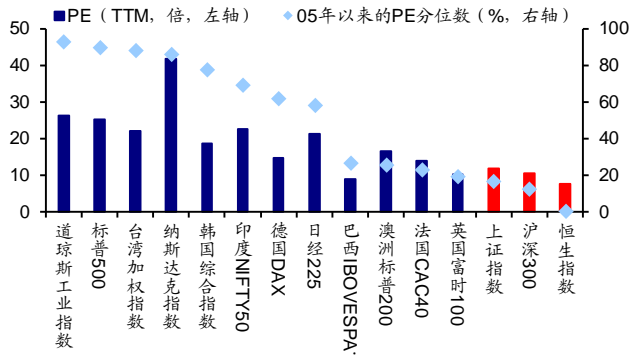


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2024/2/2

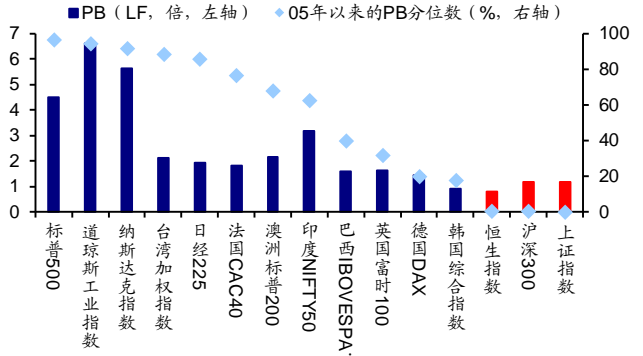
图2 A 股 PB 估值处于历史低位



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2024/2/2

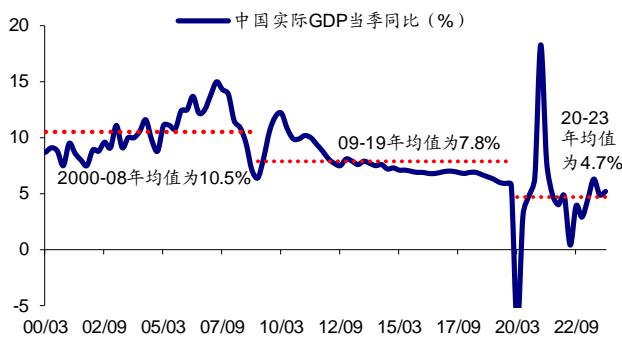
**图3 国际对比下 A 股 PE 估值及分位数水平较低**


资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/1

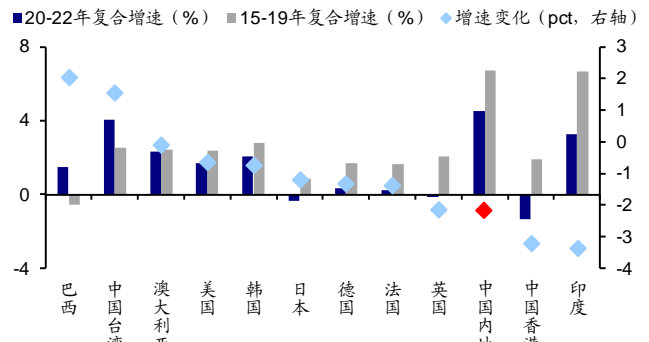
**图4 国际对比下 A 股 PB 估值及分位数水平较低**


资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/1

**A 股低估值的背后是投资者对中国经济转型期增速下滑的担忧。**不论纵向还是横向对比,当前 A 股估值确实处在低位,背后的原因几何?我们判断,这主要是由弱经济增速现实与弱经济增长预期共同导致的。从现实角度看,近年来我国经济增速下滑导致投资者信心不足。一方面,10 年以来我国 GDP 增速中枢不断下移,00-08 年我国实际 GDP 增速中枢为 10.5%,09-19 年中枢下移至 7.8%,20 年至今进一步降至 4.7%;另一方面,对比海外其他国家,疫后我国 GDP 增速降幅较大,20-22 年我国内地 GDP 复合增速为 4.5%,相较 15-19 年下滑 2.2 个百分点,同期美国、日本、英国的增速下滑 0.7、1.2、2.2 个百分点。

**图5 10 年以来我国 GDP 增速中枢不断下移**


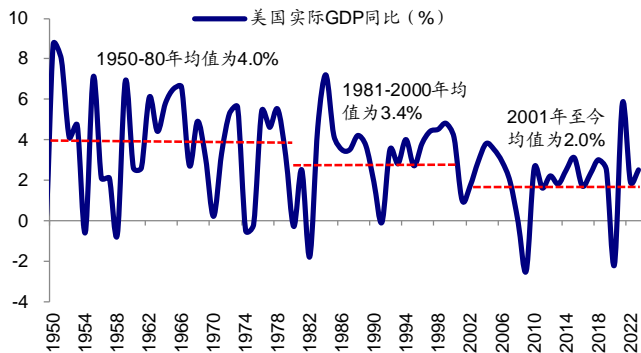
资料来源: Wind, 国家统计局, 海通证券研究所

**图6 国际对比下近年我国内地 GDP 增速下滑幅度较大**


资料来源: Wind, 国际货币基金组织, 海通证券研究所

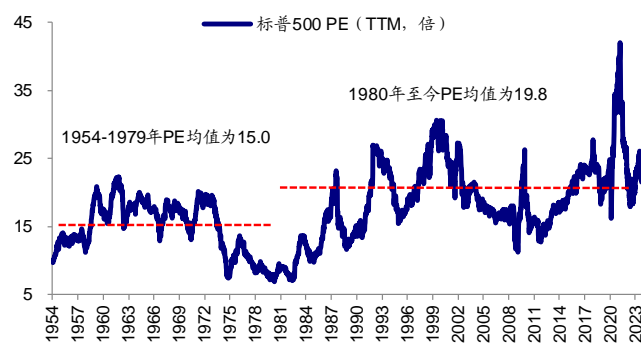
从预期角度看,当前我国正处于经济转型升级的关键阶段,部分投资者对我国是否能顺利实现产业升级持怀疑态度。借鉴美国经验,1980 年后美国增长中枢不断下行,但估值中枢上移,背后是利率不断下行、企业盈利整体上升。回到我国,目前我国利率也在不断下行,截至 24/02/02,十年期国债利率降至 2.42%,低利率环境已经具备。参考美国发展经验,若能通过产业转型升级提升企业盈利水平,则我国估值中枢未必会下移。对比中美分行业的估值情况,当前我国信息技术、可选消费的估值相较美国存在差距。未来我国是否能通过类似美国的产业升级支撑经济繁荣和增长,将是 A 股、尤其是 A 股中科技+消费行业能否实现重估的关键所在。

图7 1980年以来美国GDP增速不断下台阶



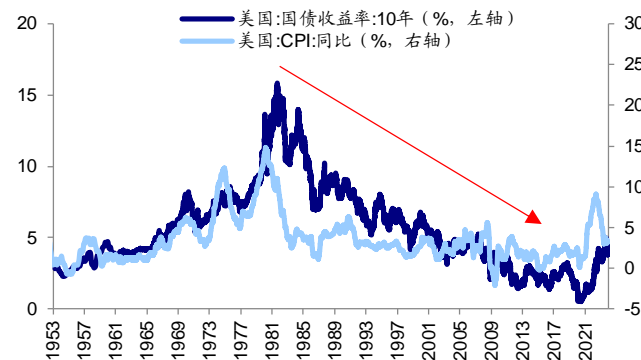
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 1980年后标普500估值中枢上升



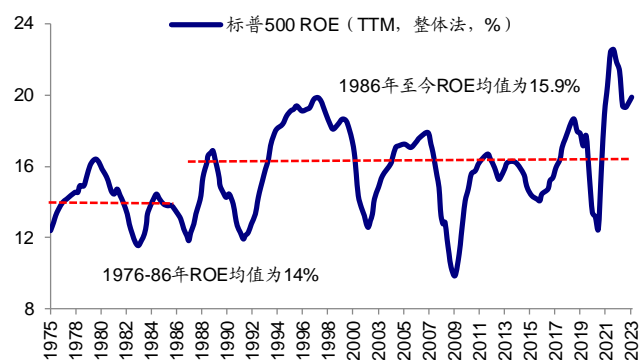
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 1980年后美国利率和通胀水平不断下降



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/2

图10 1980年以来美股盈利水平整体提升



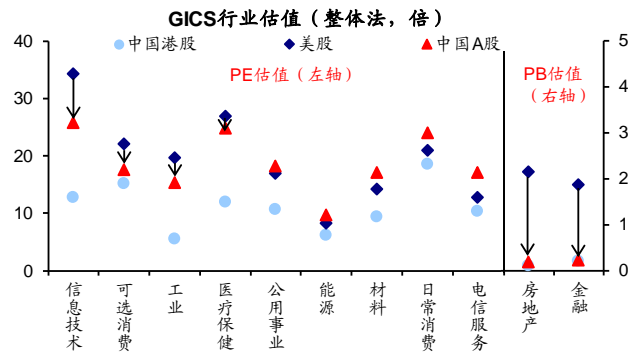
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图11 我国名义利率已在下行



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/2

图12 我国信息技术、可选消费的估值相较美国存在差距



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/1, 地产、金融估值用 PB (LF), 其他行业估值用 PE (TTM)

## 2. 重估来源: 中特重估的三大发力方向

当前 A 股价值亟待被发掘, 推动 A 股估值重构就是要构建中特估体系。为此, 需要迈出第一步是建立一个适用于中国特色企业的评价体系。下文将深入讨论三个可能的评价方向, 即经营持续性、分红比例、科研投入。

**经营持续性:** 大国博弈背景下国企永续经营意义突出, 产业链完备彰显价值。近年来大国博弈加剧, 政治经济格局不确定性抬升, 在此背景下企业经营风险不断加剧, 而国企在维护产业链稳定中起到重要作用。若从绝对估值模型出发, 根据 DCF 现金流折现模型, 除了未来远期现金流折现的价值外, 央国企的企业价值应当考虑永续经营的价值。随着退市制度加快建设, 市场或逐步认识央国企的永续经营价值。具体而言, 我们

认为涉及粮食、能源、军工等国计民生的重大安全领域重估空间更大，尤其是其中的国企。从行业领域看，煤炭、石油、公用事业等行业中国企市值占比较高，这些行业相较于市场化竞争行业更能通过供给侧调节实现稳健经营。结合估值看，当前国企安全板块盈利水平（ROE 为 10.0%）明显优于全部 A 股（8.5%），但国企安全板块估值（PB（LF）为 1.4 倍）反而略低于全部 A 股（1.6 倍）。随着国企在国家安全中的效能逐渐凸显，安全领域国企或迎来估值重构。

此外，我国完备的产业链正在彰显其重要价值。新冠疫情爆发后，全球产业链供应链多环节受阻，产业安全问题日益突出，各国政府相继推出政策以促进国内产业链的完备性。目前我国制造业产业体系已较为完备，是全球唯一拥有全部工业门类的国家。根据 RIGVC UIBE 统计，2021 年我国制造业各细分行业全球增加值份额均排名前 10，且所有行业的份额均值排名全球第一。未来随着世界百年未有之大变局加速演进，我国完备产业链体系的价值将得到进一步认知。

图13 从传统 DCF 模型出发中国国企价值应计入永续经营价值

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

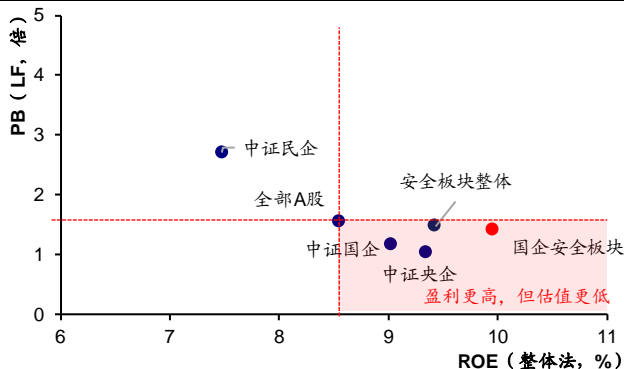
← 中国国企的独特价值

$$TV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{WACC - g}$$

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC - g) \times (1+WACC)^n}$$

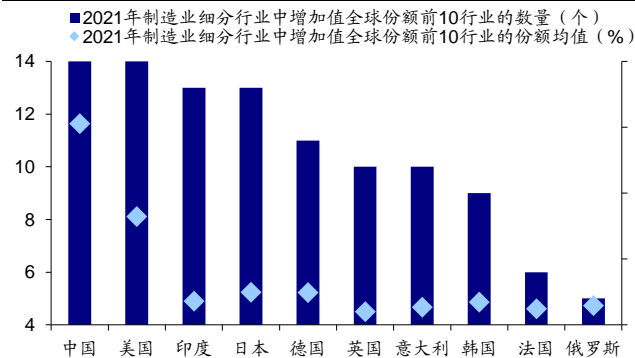
资料来源：海通证券研究所，其中EV：企业总价值；TV：永续经营的终值；FCFF：公司自由现金流；WACC：公司加权平均资本成本；g：永续增长率

图14 国企安全板块盈利能力可能被低估



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：安全板块根据 Wind 安全相关概念指数定义，截至 2024/2/2

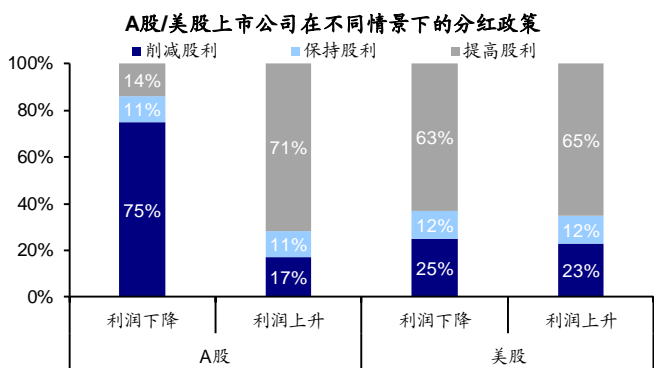
图15 我国制造业产业链较为完备



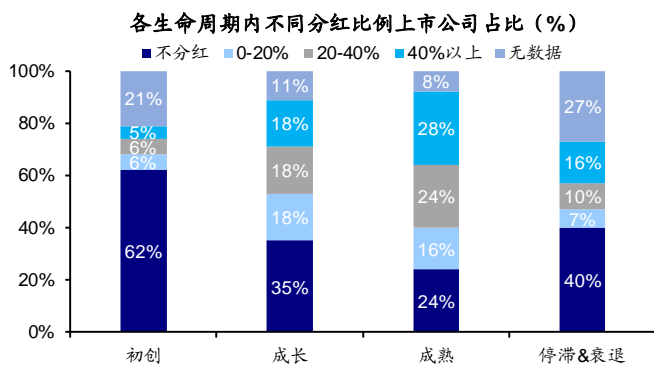
资料来源：RIGVC UIBE，海通证券研究所

**分红比例：**随着分红制度完善、产业日趋成熟，A 股分红有望稳步提升。借鉴美国经验，分红制度建设大致可以分成两个阶段，第一阶段分红监管力度不断加大，股利波动大；第二阶段分红监管趋弱，企业形成“股利粘性”，股利波动不断降低。当前我国分红制度建设处于第一阶段到第二阶段的过渡期，近期出台的分红制度更重视激发企业分红意愿，尤其是引导国央企主动分红，例如 1 月 24 日国资委表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，这有助于引导央企通过应用市场化手段传递信心、稳定预期，鼓励央企加大现金分红力度。目前 A 股上市公司受短期盈利波动的影响较大，根据中证指数公司数据，在利润下降情形下，A 股仅有 14% 的上市公司继续提升股利，而美股仍有 63% 的上市公司选择继续提高股利。因此参考美国经验，随着我国分红制度更加注重引导上市公司主动分红，A 股分红稳定性将持续提升。

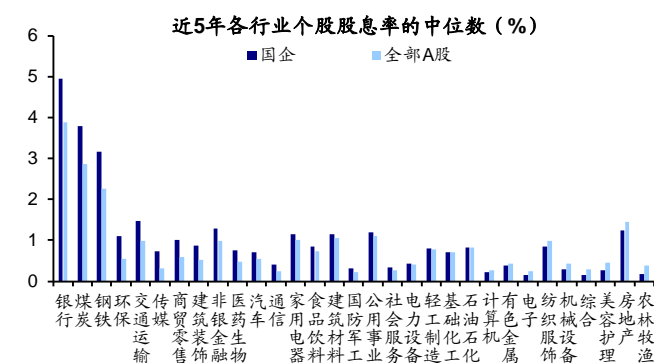
除了分红制度建设外,企业的生命周期阶段亦与分红政策密切相关。根据 Dickinson 提出的基于现金流的生命周期分类方法,可将上市公司分为初创、成长、成熟、停滞及衰退 5 个阶段。以全球主要市场上市公司为考察样本,研究发现成熟期、成长期企业的分红倾向更高,分红比例大于 40% 的上市公司占比分别为 28%、18%。回到我国,分行业来看,目前国内银行、煤炭、钢铁等传统行业的股息率更高,主因这些行业已进入成熟期。未来,随着产业不断发展,更多行业企业进入成熟期,A 股上市公司分红意愿也将逐步改善。事实上,近年来我国 A 股分红金额不断上升,分红波动也已在逐步降低。

**图16 A 股相较美股上市公司分红决策更易受到短期盈利影响**


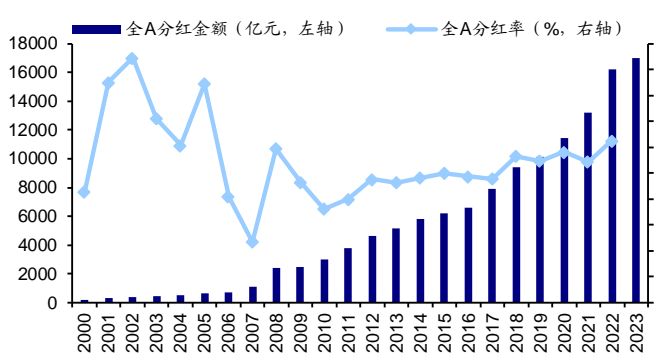
资料来源: 中证指数公司, Refinitiv, 海通证券研究所, 仅统计 T-1 年进行现金分红的公司, 为降低分类误差, 对削减或提高股利的判定采取 ± 1% 的缓冲区间

**图17 上市公司分红政策与企业生命周期阶段相关**


资料来源: 中证指数公司, Refinitiv, 海通证券研究所, 亏损且分红公司默认分红比例大于 100%

**图18 银行、煤炭、钢铁等传统行业股息率更高**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至 2023Q3

**图19 近年来 A 股分红金额和分红率稳步提升**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

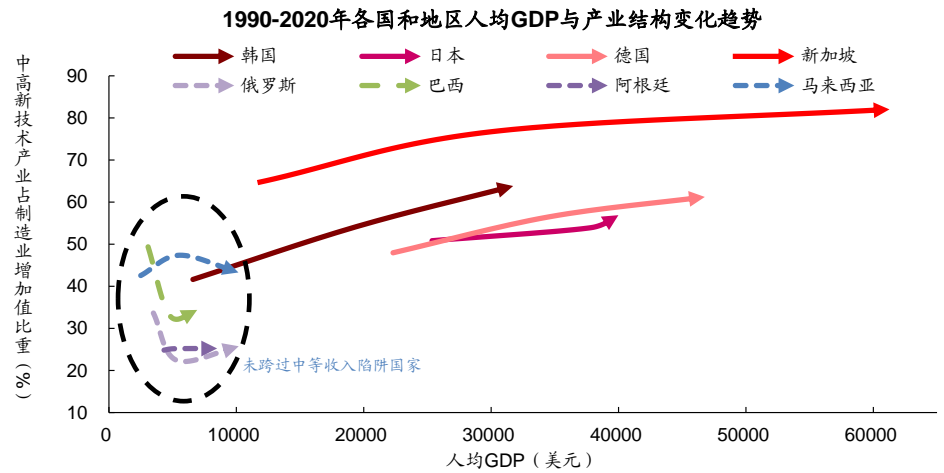
**科研投入: 新型举国体制下新质生产力将加速发展, 科技领域成长性加大。**前文提到, 10 年以来我国 GDP 增速中枢不断下移, 我国产业结构需要继续转型升级来为经济发展提供新动能。从国际经验来看, 科技创新推动的产业结构升级是发展中国家跨越“中等收入陷阱”的关键。从产业结构的变化可以看出, 1990 年以来成功跨越中等收入陷阱的国家与地区, 其高新技术产业占制造业比重均有一定程度的提高。而部分尚未实现向高收入门槛跨越的国家, 过去三十年其产业结构未出现明显改变。因此, 在这一时期, 习总书记提出“要加快形成新质生产力”, 我们认为这或是支撑经济增长最可靠的保障。

当前我国发展以新质生产力为代表的主导产业已具备基础。新质生产力形成的关键在于推进科技创新, 目前我国科创能力已明显提升。根据 WIPO, 2022 年我国创新能力综合排名超过法国, 位于全球第 11 位, 与 2012 年相比一共跃升了 23 位。与此相对地, 当前我国战略新兴行业估值仍存在提升空间, 尤其是其中的央企估值偏低。若用纳入研发价值的 PER 估值方法考察战略新兴行业的中长期估值 (详见图 22), 可以发现战略新兴央企板块成长性定价明显低于民营企业 and 地方国有企业, 央企板块 PER 为 16.2 倍, 而战略新兴民企板块 PER 为 19.9 倍。此外, 政策方面也已把科技自立自强作为国家发展的战略支撑, 二十大报告明确指出, 要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位, 健全新型举国体制、突破关键核心技术。在此背景下, 近年来我国新质生产力在经济中的占比逐渐上升, 根据国家统计局的数据, 我国战略性新兴产业占 GDP 比重从 2014 年的 7.6% 上升至 2022 年的 13% 以上, 同时根据“十四五规划”目标, 预计



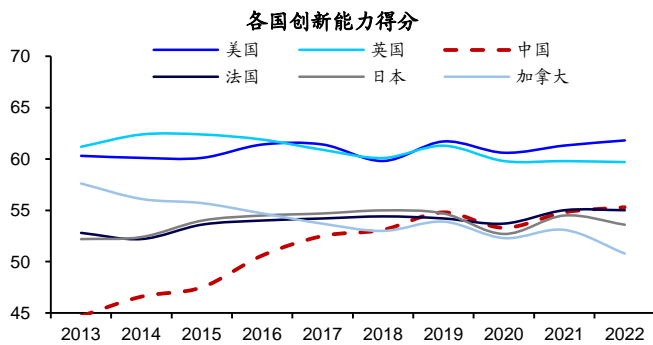
25年我国战略性新兴产业占GDP比重将上升至17%。随着新质生产力加速发展，关键核心技术攻关的市场主体有望迎来对其成长性的重估。

图20 成功跨越中等收入陷阱国家与地区高科技产业占比均有所提升



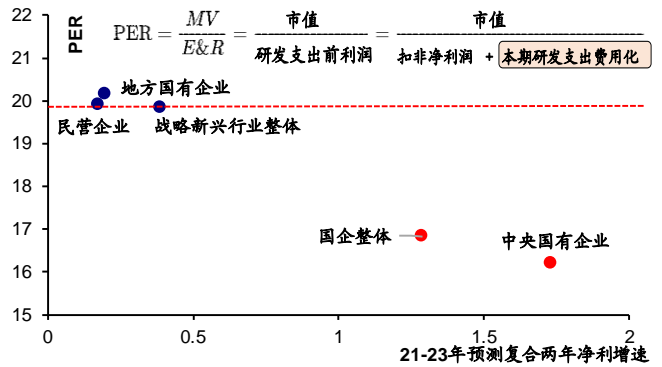
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 我国创新能力逐渐接近发达国家



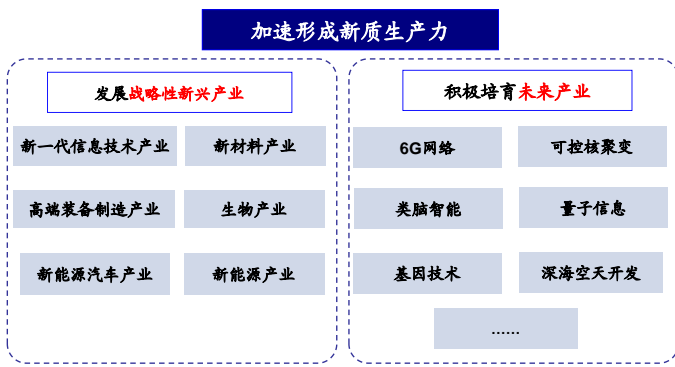
资料来源: WIPO, 海通证券研究所

图22 央国企战略新兴板块成长性定价偏低



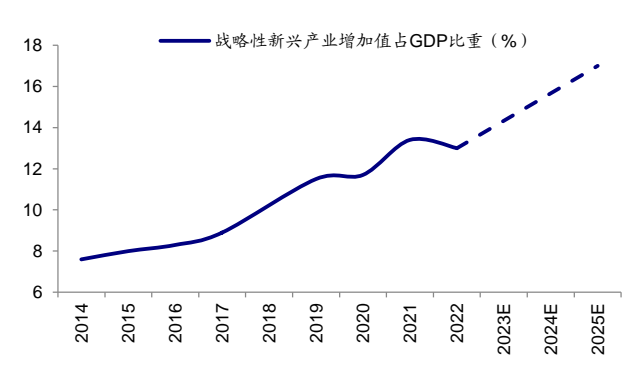
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/2/2, 注: 研发费用对应 23Q3 (TTM)

图23 新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业



资料来源: 国家统计局, 中国政府网, 新华网, 北京日报, 新华社, 海通证券研究所

图24 新质生产力在经济中的占比逐渐提升



资料来源: 国家统计局, 中国政府网, 海通证券研究所测算

### 3. 从活跃资本市场出发看 A 股重估的措施

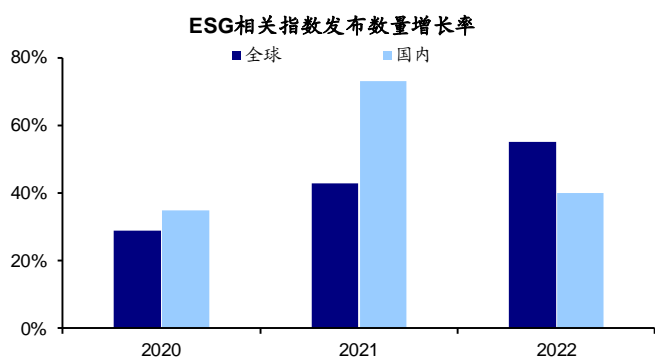
发展中特估值体系与活跃资本市场相辅相成，中特估值体系的发展有助于激发资本市场的活力，而中特估值体系的构建与发展也离不开资本市场的积极参与。具体而言，我

们或许可以参考 ESG 体系的发展经验，在发展中特估体系、推动 A 股重估的初期，设置中特估指数并推行 ETF 产品、引导长线资金入市，让资本市场参与中特估体系建设的全过程，从而实现发展中特估体系与活跃资本市场间的良性循环。

**借鉴 ESG，发展中特估体系需要编制中特估相关指数并推行 ETF。**借鉴 ESG 投资发展经验，随着 ESG 数据和体系渐趋完善，多元化的投资工具应运而生，ESG 指数及相应 ETF 产品就是其中典型的代表。近年来，随着可持续投资理念风靡全球，ESG 指数及指数化投资进入蓬勃发展阶段。一方面，ESG 指数发布数量快速增长，根据 IIA 发布的《Sixth Annual IIA Benchmark Survey》，22 年全球 ESG 指数首次超过 5 万条，当年全球 ESG 指数发布数量同比高增 55%，此外国内 ESG 指数数量增幅也近 40%。另一方面，ESG 指数化投资规模持续扩张。国际方面，20 年以来海外 ESG 主题 ETF 每年发行数量稳定在 200 只以上，18-22 年间的年均增速达 15.9%；国内方面，18 年以来国内 ESG ETF 发行数量整体增长，其中 2021 年发行数量高达 279 只。

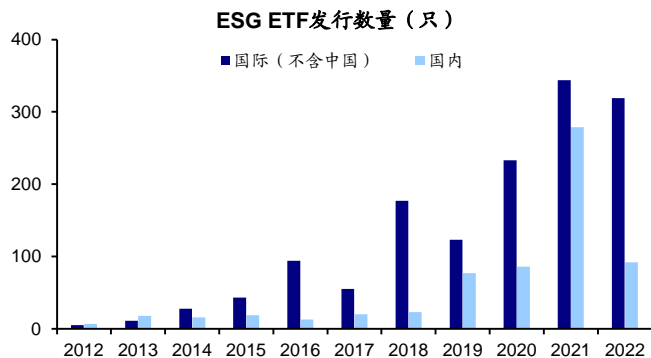
因此，参考 ESG 投资发展经验，在发展中特估体系的过程中也应该设置中特估指数，并推行相应的 ETF。我们在第二部分中提出了三个可以衡量中国企业特色的指标，即经营持续性、分红比例、科研投入。根据上述指标，可以对不同企业进行打分，随后进一步选择得分高的企业编制中特指数体系，如中特 100 指数、200 指数、500 指数等等，在此基础上还可以推行对应的 ETF。此举具有重大意义：对于中特估体系建设而言，这有利于提升“中特”概念的关注度、增进“中特”企业的市场认同与价值发现；对于资本市场而言，这有助于机构把握投资机会、拓宽“中特”企业的投资渠道。

图25 海内外 ESG 相关指数发布数量逐年快速增长



资料来源：IIA，中证指数公司，海通证券研究所

图26 ESG 主题的 ETF 产品发行数量迅速上升



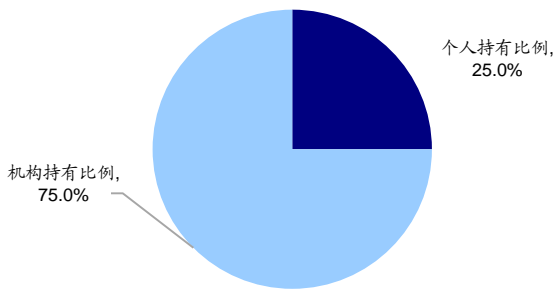
资料来源：Bloomberg，Wind，中央财经大学绿色金融国际研究院，海通证券研究所

**我国发展中特估体系还需着力于加大对长线资金的引导。**回溯 ESG 投资的发展历史，可以发现 ESG 投资的兴起离不开海外监管层对长线资金的引导。事实上，ESG 投资策略的一开始的应用实践仅局限在小型 ESG 资管公司，随后在各国政策推动下，养老金、主权基金等长线资金才开始参与 ESG 投资，2020 年海外 ESG 管理资产中机构持有比例达 75%，占绝对主导地位。据 GSIA 数据统计，截至 2022 年底，欧洲可持续投资规模达 14.1 万亿美元，日本为 4.3 万亿美元，全球 ESG 投资规模迅速发展。

同理，中特估体系的建设也离不开政策层面进一步加大对长线资金入市的引导。对比美国，长期以来我国长线资金在市场中的占比偏低，自由流通市值口径下 23Q3 保险、社保、年金等险资在 A 股投资者中的占比约为 6%，流通市值口径下的占比约 5%，而美国 23Q3 养老金、保险持股总市值占比达到 11%。参考 ESG 投资的发展经验，为发展中特估体系、推动 A 股价值重估，我国政府也应当积极引导长线资金入市，加大养老金、社保等重点领域的投资。一方面，养老金、社保等长线资金具有“国有”属性，更应当积极支持国家发展战略中的重点方向；另一方面，引导长线资金入市能为国家战略发展提供增量资金，而在国家战略发展壮大后，将反过来增厚企业的收益，形成正向循环。具体举措方面，对长线资金而言，可以划定硬性标准，设置长线资金对“中特”评级高资产的最低投资比例。此外，可以在评价养老金等“国有”属性资金业绩时，将配置资产的“中特”评级作为评价标准之一。再者，还可以直接要求养老金等长线资金明确披露其投资管理的“中特含量”，并阐述如何将“中特”指标纳入投资策略。

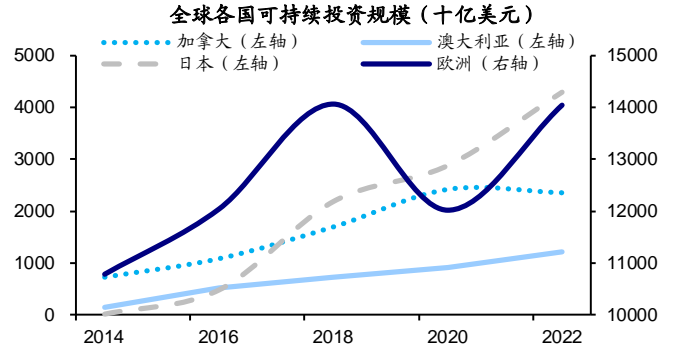
图27 海外 ESG 主要由养老金等机构投资者持有

2020年全球ESG管理资产中机构和个人持有比例



资料来源: GSIA, 海通证券研究所

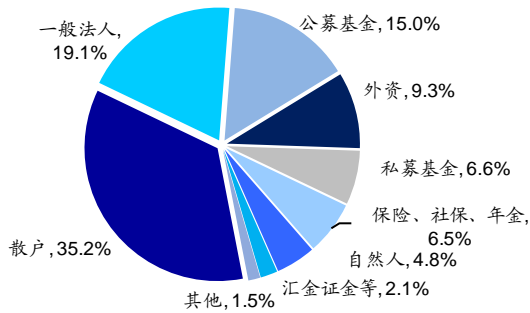
图28 全球多数国家可持续投资规模持续增长



资料来源: GSIA, 海通证券研究所

图29 23Q3 中国投资者结构

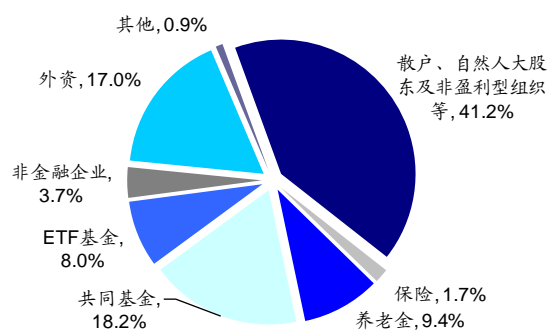
23Q3 A股投资者自由流通市值占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图30 23Q3 美国投资者结构

23Q3 美国投资者总市值占比



资料来源: 美联储, 海通证券研究所测算

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 首席经济学家  
 郑子勋 策略研究团队  
 余培仪 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

荀玉根 所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com余文心 副所长  
(8610)58067941 ywx9461@haitong.com涂力鑫 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

## 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

## 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
联系人  
卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

## 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com  
赵佳俊(021)23183327 zjj15910@haitong.com

## 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzr13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
荀子勋(021)23219733 zxx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李殊醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com  
何韞露 hyl15943@haitong.com  
苏细健 sxj16001@haitong.com  
朱媛 zy16004@haitong.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

## 医药行业

余文心(8610)58067941 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23180000 zzm12569@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
肖治键(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅(021)23185638 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

## 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

## 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 z bq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wx15478@haitong.com

## 互联网传媒行业

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

**有色金属行业**

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**房地产**

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

**电子行业**

张晓飞 zxf15282@haitong.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com  
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com  
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com  
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com  
 联系人  
 酆奕滢 lyy15347@haitong.com  
 张幸 zx15429@haitong.com

**煤炭行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com  
 联系人  
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

**电力设备与新能源行业**

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com  
 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@haitong.com  
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com  
 胡惠民 hhm15487@haitong.com  
 联系人  
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com  
 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com  
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com  
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com  
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com  
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com  
 陶裕斌(021)23187263 tyb15991@haitong.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com  
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com  
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com  
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com  
 联系人  
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com  
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com  
 朱瑶(021)23187261 zy15988@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com  
 联系人  
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com  
 徐卓 xz14706@haitong.com

**非银行金融行业**

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 联系人  
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)58067993 lj12399@haitong.com  
 联系人  
 吕春雨 lcy15841@haitong.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com

**建筑材料行业**

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com  
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

**机械行业**

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com  
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 联系人  
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com  
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

**建筑工程行业**

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com  
 联系人  
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com  
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

**农林牧渔行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com  
 冯鹤 fh15342@haitong.com  
 联系人  
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

**食品饮料行业**

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com  
 苗欣 mx15565@haitong.com

**军工行业**

张恒暉(021)23183943 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com  
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

**银行业**

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com  
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com  
 联系人  
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com  
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com  
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com  
 联系人  
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq13820@haitong.com  
 高翩然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com  
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com  
 联系人  
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com	胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com	殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com	黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com	董晓梅 dxm10457@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com	季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com	郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com	黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com	张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com	胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com	郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
欧 阳 梦 楚 (0755)23617160	马晓男 mxn11376@haitong.com	高 瑞 gr13547@haitong.com
oymc11039@haitong.com	毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com	姚 坦 yt14718@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com	谭德康 tdk13548@haitong.com	上官灵芝 sglz14039@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com	邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com	王 勇 wy15756@haitong.com
	王伟宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com	董 晋 dj15843@haitong.com
	周之斌 zzb14815@haitong.com	
	杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com	
	张歆钰 zxy14733@haitong.com	

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com