金点策略晨报—每日报告

2020 年 12 月 24 日　　星期四

研究员：惠祥凤
执业证书号：S0990513100001
联系电话：0755-83007028
Email：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

【A股大势研判】

沪深三大指数缩量上行，白酒板块高位回落

市场综述：周三晨报中提醒，受英国出现新冠变异病毒的影响，周二沪深三大股指大幅下跌，我们认为海外疫情只是短期扰动，无需过分恐慌，A 股后市慢牛依旧。周三早盘，沪深三大股指悉数高开，开盘后震荡拉升，创指涨幅扩大至 1%。盘面上，风电、新能源汽车、酿酒等板块表现强势。临近上午收盘，指数持续走高，三大指数均涨逾 1%。午后，三大指数午后小幅回落，盘面上，白酒板块集体跳水，半导体板块有冲高，临近盘尾，指数再度回升，盘面上看，种业股异动拉升。全天看，行业方面，航天航空、电力、煤炭采选、输配电气、材料、农牧饲渔、玻璃等板块涨幅居前，文教休闲、医疗、化纤、医药制造、电信运营等板块跌幅居前；题材股方面，HIT 电池、转基因、航母、太阳能、风能、新能源、第三代半导体等题材股涨幅居前，体外诊断、病毒防治、流感、超级真菌等题材股跌幅居前。整体上，两市个股涨多跌少，市场整体人气回暖，赚钱效应一般，两市成交量小幅萎缩。科创板无个股涨跌停，创业板 1 只个股涨停（20%），12 只个股涨幅超 10%，3 只个股跌幅超 10%。除科创板、创业板及 ST 外，52 只个股涨停，7 只个股跌停，截止收盘，上证指数报 3382.32 点，上涨 25.54 点，涨幅 0.76%，总成交额 4132.55 亿；深证成指报 14015.02 点，上涨 132.72 点，涨幅 0.96%，总成交额 5158.07 亿；创业板指报 2842.97 点，上涨 31.22 点，涨幅 1.11%，总成交额 1877.07 亿。

文章纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。----英大证券研究所

大势研判：12 月 23 日，上交所召开党委会会议，会议提出，坚守科创板定位，赋能“硬科技”企业。做大做强蓝筹股市场，提升主板蓝筹吸引力，上述消息对市场是中长期利好。受新冠变异病毒的拖累，周二沪深三大指数受此影响也大幅下跌，周三沪深两市股指缩量上涨，我们认为，海外疫情只是短期扰动，无需过分恐慌，后市依旧是慢牛格局，理由如下：一是从基本面上看，全球疫苗加速出炉，经济持续修复，中央经济工作会议如期落幕，明确了宏观政策不急转弯的主基调，保持对经济恢复的必要支持，基本面向好对市场有支撑。二是从技术面看，沪深三大指数周 K 线下方多条均线支撑，而且均线呈多头排列。三是从流动性上看，虽然大家担心年底流动性偏紧，但 12 月 11 日政治局会议指出要“科学精准实施宏观政策”，是对政策回归正常化的进一步确认，考虑到目前疫情和外部不确定性犹存，政策并未到收紧的时候。紧接着，12 月 15 日，央行发布公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，开展 9500 亿元中期借贷便利(MLF)操作和 100 亿元逆回购操作， 21 日，开展 1100 亿元逆回购操作，充分满足了金融机构需求，对于流动性问题，大家无需过分担心。综合以上三方面的分析，我们认为后市依旧是进二步退一步的慢牛格局，鉴于成交量不足，上行的过程中难免震荡，如果成交量能够放大，市场走势有望更强。具体到操作策略上，考虑到板块轮动依旧较快，热点持续性不佳，因此，逢低布局，不追涨。11 月开始，沪指走势相对偏强，与之相比，创业板稍有逊色，但是近三周这种状态出现扭转，创业板指数明显强于沪指，近三周的晨报中几乎每天都在提醒，市场的走势验证了我们的判断。上周一、周二、周三创业板指数走势明显偏强，上周四沪指和创业板指数联袂上行，本周一创业板指数大涨 3.66%，后市大小指数有望均衡发展，携手共进。周二有色煤炭等顺周期板块领跌两市，我们认为周期股的行情并没走完，尤其是全球经济复苏下的景气度的回升提振，后续仍可择机低吸。金融股的观点依旧，周二金融股也跟随大盘集体回调，后续，金融股仍可继续跟踪，对

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

于银行等低估值品种，回落仍可继续进行配置，证券板块，仍可继续低吸。同时也可关注以科技为首的新兴经济方向修复机会。

盘面点评：1.莫要追涨白酒板块。近期白酒股连续上涨，四季度和明年一季度是传统的消费旺季，也是白酒企业全年的业绩高点，资金持续流入，是看中业绩的确定性，虽然目前不好判断白酒股的天花板在哪里，但是经历全年的上行之后（截止 12 月 18 日，今年白酒板块涨幅 126.50%），目前业绩透支现象还是比较明显的，估值已经在高位，因此，建议投资者莫轻易追涨，以免成为最后的“站岗”者，可逢高择机逐步减仓，获利了结。2. 莫要抄底仁东控股类的垃圾股。近期仁东控股连跌停，这一波下跌的还有大连圣亚、朗博科技、金力泰等，后续投资者对类似特征的个股，尽量选择规避。上周二“地天板”涨停后，我们提醒普通投资者尽量不要去火中取栗，结果上周三、周四再度跌停，周五又涨停。之后晨报中反复提醒，我们的观点不变，虽然后续有反弹的可能，但在全面注册制及加快退市的大背景下，对于垃圾股、问题股等类似个股，投资者尽量不要贪图那点小反弹，不要去趟那趟浑水，这些个股后面大概率是股价走向节节创新低的深渊。

【近期文章分享】

2021 年股市资金供给端展望

影响股票价格波动的因素很多，供求关系的因素在股票市场价格波动中至关重要。股票市场的需求，是指能够进入股票市场购买股票的资金总量。股票的需求者就是我们常谓的股票投资者（即资金供给端），是指以取得股息和资本收入为目的而在证券市场买入股票的个人和机构，按照证监会在《股票投资者分类标准》中的划分，分为自然人投资者、专业机构投资者、一般机构投资者和陆股通投资者，对应市场中熟知的个人投资者、专业机构投资者（基金、保险、社保、企业年金、信托、QFII/RQFII 等）、一般法人（既是资金供给者又是资金需求者）和陆股通（沪股通、深股通）。我们对上述主要投

资者进行了梳理分析，以此来估算2021年增量资金的供给情况。展望2021年，2021年A股市场增量资金可能呈现前高后低的状态。具体分析如下：一是个人投资者资金，有望继续流入，但规模可能小于2020年；二是公私募资金，本轮居民资金入市更多通过基金投资，使得基金扩张持续时间更长，流入规模有望超万亿；三是长期资金，未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模；四是理财资金，随着理财子公司陆续开业，理财资金入市有望增加；五是境外资金，外资流入可能会小幅放缓。

1、个人资金

个人资金来源于自有资金及借入资金，我们用银证转账和杠杆资金（场外杠杆拿不到确切数据，只用场内融资代表）两个方面来衡量。根据wind资讯的数据显示，截至2020年10月31日的数据为例，我国股票市场期末投资者账户数量总计17462.60万，其中，自然人账户数量为17421.73万，占比99.76%。WIND数据显示，根据2020年三季报粗略估计，个人投资者持股占流通A股比例24.72%。相对国外成熟市场，国内个人投资者占比依旧偏高，未来随着机构投资者比例的不断提升，A股个股投资者的占比会继续降低。2015年6月股灾以后至2018年底，股票市场低迷，除极少数持仓大白马投资者有正收益外，大多数个人投资者是伤痕累累。2019年以后，市场行情转暖吸引部分个人投资者资金重新入场,2020年7月A股进入普涨阶段,沪指连续突破3000、3100、3200、3300、3400点，个人投资者资金加速入场，两市成交连续十七天破万亿，之后随着行情回落，个人投资者资金入市放缓。

（1）银证转账。截至2020年6月份个人投资者银证转账资金净流入3400亿元，9月份该数据变为2600亿元，个人资金入市与市场行情高度相关，展望2021年，我们预计随着疫情冲击的逐渐消退，经济复苏的持续推进，A股上市公司盈利同样持续改善，股市慢牛可期，而在房住不炒以及各类理财产品收益率下行的环境中，居民存款有望搬

家到股市，预计 2021 年个人投资者的资金有望小幅增加，但不要有太高的期望，毕竟居民财富大部分被房地产占据。取 2019 年净流入 3621 亿元与 2020 年前三季度净流入 2600 亿元的平均数的三分之二，估计 2021 年个人投资者通过银证转账带来的增量资金约为 2000 亿元。

（2）场内融资。两融是个人投资者加杠杆参与股市的主要方式。融资余额与指数的走势高度相关。2018 年市场暴跌，沪指跌破 3000、2900、2800、2700、2600、2500 点整数关口，两市融资余额逐步下滑，相继跌破 1 万亿、9 千亿、8 千亿，2018 年 10 月 19 日沪指创下 2449 低点，两融余额萎缩到 7600 亿元，之后再度出现下滑，2019 年 2 月 1 日两融余额创下 7169 亿元新低。2018 年市场的大幅调整，让融资资金受了很大的创伤。2019 年春节之后，特别是 3 月连续逼空式的上涨，市场人气回暖，融资余额开始回升，最高到 9823 亿元，4 月中旬以后市场的逐步回调，融资余额又出现回落，7 月 22 日再度回到 9000 亿下方。8 月监管层为了提振市场打出了政策组合拳，如融资融券标的由 950 只扩大至 1600 只、取消了最低维持两融担保比例不得低于 130%的统一限制、证金公司整体下调转融资费率 80 个基点等，受此政策利好的影响，两市融资余额缓慢回升，2019 年 12 月 26 日两市融资余额突破 1 万亿。2018 年底两市融资规模 7490 亿元，2019 年年底达到 10055 亿，提升 2565 亿。2020 年年初，随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，两市融资余额从 1 万亿回升到 1.1 万亿，而后在海外疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，重新回到 1.1 万亿下方，5 月之后再度转为净流入，7 月之后两融余额逐步攀升，8-12 月份多数时间维持在 1.4 万亿上方，两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势，截止 2020 年 12 月 15 日，两市融资余额为 14669 亿元，沪指收盘价 3367 点附近，今年以来，两市融资余额净流入约 4400 亿元。假设 2021 年 A 股有望延续慢牛的行情（沪指涨幅 10%左右回升至 3700 点），以当前 A 股的流通市值和融资余额为基础进行计算，融资余额占 A 股流通市值的比例保持在 2.4%的水平，则 2021

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

年融资资金增量约 1500 亿元。

图 1：证券公司客户交易结算资金余额

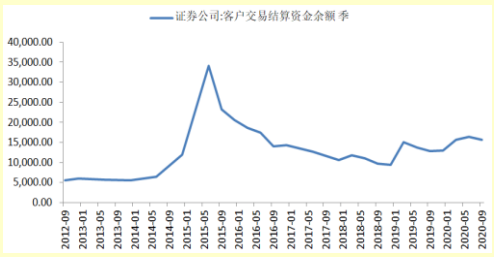
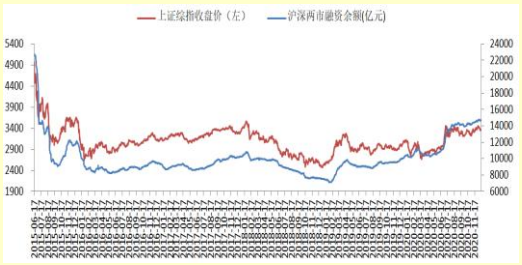


图 2：上证指数及沪深两市融资余额



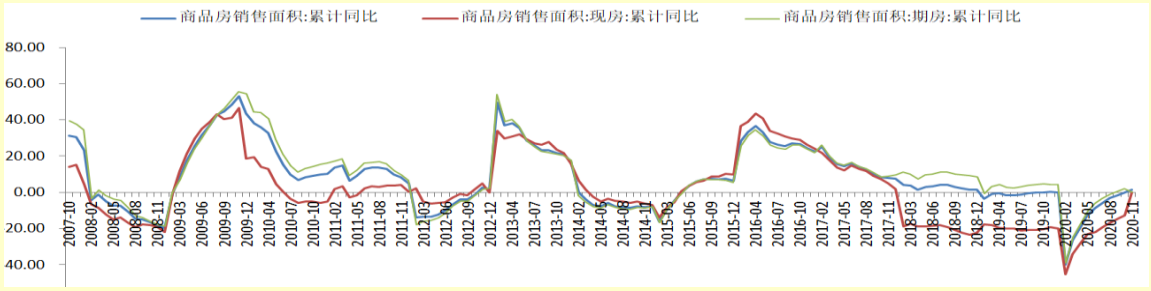
数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.12.15

（3） 居民财富被房子占据。目前居民财富大部分被房地产占据，根据广发银行、西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的报告，从家庭财富配置来看，我国城市家庭更偏好买房，住房资产占比高达 77.7%。据 Wind 数据显示，截止 2020 年三季度，个人住房贷款余额合计为 33.7 万亿元，较年初的 30.2 万亿元，继续增长 3.5 万亿元，同比增长 15.6%。2020 年 1-11 月份，全国商品房销售面积 150834 万平方米，1-11 月累计同比上升 1.3%（转正），全国商品房销售额 148969 亿元，1-11 月累计同比上升 7.2%。1-11 月全国商品房销售面积、销售金额均创历史同期新高。就单月数据看，2020 年 1 至 2 月受疫情的影响，数据出现大幅下滑，之后随着复工复产，房地产行业回暖，宽货币环境下，部分资金涌入房地产市场，5 月份开始数据降幅收窄，多项指标 5 月转正，之后楼市继续回暖，8 月全国商品房销售面积和销售金额分别达到 14855 万平方米和 15521 亿元，同比增 13.7%和 27.1%，创下疫后新高，9-11 月虽然增幅有所收窄，但当月同比仍继续保持两位数增长，带动商品房累计销售面积同比转正。从开发投资的角度来看，2020 年 1-11 月份，全国房地产开发投资 129492 亿元，累计同比上升 6.8%。就单月数据看，房地产开发投资完成额已连续 5 个月当月同比两位数增长。从上面数据可以看出，无论从销售面积还是从投资额来看，房地产市场依旧火爆。但在“三道红线”强监管下，未来部分房企对自身资金使用势必要更加审慎，预计房地产开发投资额增速将逐渐趋平。在“房住不炒”政策下，长期看房子所能承载的增量资金大概率是下降的。综

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

合以上分析，我们认为，随着其他金融产品（房地产、P2P、理财等）监管加强，收益风险比下降，居民资产配置有望向权益资产倾斜。

图 3：商品房销售同比走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.12.16

2、公私募基金

尽管公私募基金在整体持股市值占比方面不及个人投资者，但由于账户数量少、资金量集中，公私募基金所具有的持股集中和类似“一致行动人”的特征，他们的股票持仓和结构调整对市场影响巨大。公募方面，2019 年公募基金发行明显回暖，Wind 数据显示，2019 年，公募基金发行股票型基金 2432 亿份（2018 年 1442 亿份），混合型基金 2898 亿份（2018 年 3353 亿份）。2019 年是机构大年，股票型基金指数明显跑赢大多数投资者，随着个股的分化，很多投资者发现“赚了指数不赚钱”，这种差距会带来基金份额的发行加速，叠加疫情影响下流动性极为宽松的环境，2020 年是公募基金发行继续井喷，年初至到 2020 年 12 月 16 日，公募基金发行股票型基金 3327.77 亿份（去年 1-12 月份 2432 亿份），混合型基金 15344.38 亿份（去年 1-12 月份 2898 亿份），为市场带来可观的增量资金，假设股票型基金的股票仓位按 80%配置，混合型基金的股票仓位按 50%配置，保守估计有 1 万亿。本轮基金扩张则从 2019 年开始，基金份额呈现平稳持续扩张，并在 2020 年下半年开始加速，本轮居民资金通过公募基金入市已经持续了两年时间，众多投资者担心的是 2021 年能否继续延续？不同于以往的牛市，我们认为本轮牛市是长期

慢牛，大概率不会 2 年就结束。展望 2021 年，上半年流动性相对合理充裕，市场在基本面驱动下有望继续上行，下半年经济修复持续，货币政策回归常态，同时考虑到公募基金重仓股目前已经处于历史高位，估值有待消化，基金发行节奏在 2021 年大概率呈现前高后低的走势。假如 2021 年公募基金的新募规模或与今年大致持平，那么估计 2021 年公募基金给股市带来增量资金的规模约为 10000 亿元。私募方面，2019 年开始资管新规对私募基金的影响已经弱化，私募基金规模重回扩张。2020 年私募基金规模增速进一步提升，截至 2020 年 10 月末，私募证券投资基金规模 3.68 万亿元，较年初（2.45 万亿）增加 12307 亿元（约 50.2%）。假设股票仓位按 50%配置，估算 2020 年前 10 月私募基金为股市带来增量资金约 6153 亿元。展望未来，考虑到 2021 年慢牛概率较大，预计私募证券投资基金规模将延续扩张趋势。保守假设私募基金规模全年增速 20%，按照平均仓位 50%估算，增量资金规模可能达到约 3600 亿元。

3、长期资金

未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性。目前监管层鼓励长期资金进入股市。2020 年 8 月 16 日，中国银保监会主席郭树清在《求是》杂志发表文章《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》中指出，加快金融供给侧结构性改革，不断完善资本市场基础制度，引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。同日，证监会原主席肖钢接受证券时报记者专访时表示，中国资本市场并不缺少资金，但缺少足够的真正做长期投资的“长钱”，必须从长期视角切入，建立长期投资者制度。自今年以来，证监会已曾多次表示：“鼓励和支持社保、保险、养老金等中长期资金入市，推动个人养老金税收递延账户投资公募基金政策落地。”很多投资者把中长期资金的进出作为衡量股市未来走向的“风向标”，监管层的表态也给了我们

一个积极的信号，未来，保险资金、养老金、社保基金、企业年金、职业年金有望成为资本市场中长期增量资金的重要来源，也是股市长期慢牛的重要动力。

（1）保险资金。从 2018 年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。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》(下称《通知》)，险企权益投资配置松绑，鼓励更多中长期资金入市。展望未来，按照最新的险企权益类资产监管比例,即险企上季末综合偿付能力充足率从不足 100%到 350%以上分为七个档次，对应 7 个不同档位的权益投资上限，最低仅为 10%，最高可占到上季末总资产的 45%（原来是 30%上限），这将有利于进一步引导保险资金入市。根据银保监会数据,截至三季度末,纳入会议审议的 178 家保险公司平均综合偿付能力充足率接近 250%,考虑到偿付能力充足率与公司规模有一定关系，所以根据新政策，估计保险业整体权益类投资的上限大约在 35%左右。也就是说，目前权益类投资占比可以增加约 5 个百分点。2020 年 6 月末，保险总资产大概在 21.9 万亿元，那么，预计权益类投资可增加 1 万多亿元，当然这只是理论上的预估，具体的入市节奏还要看险企的安排。根据银保监会披露数据，截止 2020 年 10 月，保险总资产 225741 亿元（2019 年末 205645 亿元），保险资金运用余额 208454 亿元（2019 年末 185271 亿元），较 2019 年末增长 12.51%，其中股票和证券投资基金 27469 亿元（2019 年末 24365 亿元），较 2019 年末增加 3104 亿元，占比提升至 13.17%。2017 年以前，险资投资于股票和证券投资基金占保险资金运用余额的比例维持在 12%以上，2018 年有所回落，但 2019 年再度回到 12%以上，2020 年 10 月为 13.17%。新规之下，未来保险资金将会逐步提升投资比例是可以期待的，假设险资资金运用余额 10%的历史增速，若以投资股票和证券投资基金比例为 15.36%测算（注：需要特别说明一下，险企权益投资比例一般情况下已经在年初的年度投资指引中确定下来了，虽然 7 月份的《通知》中，险企权益投资最高可占到上季末总资产的 45%，但调整资产配置计划可能要等到 2020 年底调整。按原权益类投资上限为 30%时，对应 2020 年

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

10 月的投资股票和证券投资基金占险资资金运用余额比例是 13.17%,那么假如保险业整体的权益类投资上限提升至 35%，按 16.66%同比例扩大，对应的投资股票和证券投资基金占险资资金运用余额比例预估是 15.36%，当然这个只是预估的比例，具体实际比例还要看保险公司本身的安排。)，新规之下，我们用 10 月保险资金运用余额代替 2020 年全年粗略估算，理论上分别对应的 2021 年、2022 年、2023 年股票和证券投资基金的增量资金为 7761 亿元、3523 亿元、3875 亿元。综上所述，政策鼓励更多中长期资金入市，对 A 股市场属于长期利好，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性，有利于保险资金发挥期限长、规模大、稳定性高等独特优势，支持实体经济发展。出于风险偏好的考虑，保险公司在大类资产配置上，可能不会很快增加权益配置，虽然短期资金不一定会立马流入，但中长期会带来可观的增量资金入市，这是值得期待的。

（2）社会保险基金（主要是养老金）。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费（五险一金）。人社部的统计数据显示，2019 年年末基本养老保险基金累计结存 6.28 万亿元。2020 年 1-10 月份受新冠疫情的影响，基本养老保险收入减支出后的净额为-6316.7 亿元，估计 2020 年当年养老金是负结存。虽然现有养老保险基金积累有约六万亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的只是其中一部分，预留一定支付费用后按照人社部估计约 60%可用于投资，中国基本养老保险基金投资于权益类资产的上限为 30%，则入市资金的理论上限可以达到 10000 亿元，一般情况下无法达到上限，与一些发达国家相比，我国养老基金在资本市场上的占比仍然较低。我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算，预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为 12.0%，据此估算未来中国基本养老保险基金进入股市的规模约为 4000 多亿元，该部分资金对波动的容忍度相对较小，实际进入股市的规模比预计的规模还要低的多，目前才处于刚刚起步阶段，并未大规模运作。2020 年 10 月 23 日，人力资源和社会保障部新闻发言人卢爱红在 2020 年三季度新闻发布会上介绍,截至三季

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

度末，已有 26 个省份实现养老保险基金省级统收统支，24 个省份签署基本养老保险基金委托投资合同，累计到账资金 9757 亿元（二季度 9428 亿），较二季度增加 329 亿元，按照 12%的投资比例推算，三季度新增到账的部分带来增量资金约 40 亿元，据此推算，2021 年增量约为 160 亿元。受疫情的影响，从 2 月起对企业养老、失业和工伤三项社会保险单位缴费部分实行“免减缓”，短期养老金结存或受到影响（单看 2020 年前 10 月是负结存），但中长期来看，在政策鼓励长线资金入市的背景下，养老金入市规模有望持续提升。如果按郭树清在《求是》中指出的“推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平”，根据相关资料，世界经合组织国家养老金配置的权益资产，平均占比达到 24.4%，如果按世界平均水平估算大约是 9000 亿元，未来几年养老金的入市的增量资金空间非常大。

（3）社会保障基金。全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的国家社会保障储备基金,是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的社会保险基金是不同的基金，资金来源和运营管理不同，用途也存在区别。2019 年末，社保基金资产总额 26285.66 亿元，如果按照 30%投资于 A 股，理论上有 7885 亿元规模，但实际上没那么多，2019 年社保基金持股市值约为 3826 亿元，持股市值占比 14.55%左右，比 2018 年增加 1876 亿元(2018 年 1950 亿元)。截止到 2020 年三季度社保基金持股市值约为 3664 亿元（较 2019 年三季度减少 356 亿元），未来大概还有 4000 多亿元增量资金可投资 A 股。2020 年受疫情的影响，社保资金入市放缓，随着全球疫苗加速出炉，经济持续修复下，基本面向好对市场有支撑，2021 年社保基金流入有望重回增加。如果按 2019 年的

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

规模增速预测，2021 年增量资金约为 1800 亿元。2021 年社保资金流入的主要增量在于划转国有资本充实社保的部分，该方案自 2019 年 9 月推开，计划于 2020 年底前基本完成，截至 2020 年 7 月，中央层面已经完成四批 81 家中央企业和中央金融机构国有资本的划转工作，划转的国有资本是 1.33 万亿元，地方层面划转的工作也正在积极的推进，按照既定时间表，我国将于 2020 年底基本完成中央和地方国有企业的划转工作。业内预测，划转完成后的总规模将在 3 万亿～5 万亿元。这块资金的入市节奏，我们没法做出判断，但未来增加股市的配置是大趋势。

（4）企业年金。《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》中规定，企业年金、职业年金个人所得税实施递延纳税优惠政策。该模式与美国 401k 运作原理相同，被业内称为中国版 401k。据人社部披露数据显示，截止到 2020 年二季度，全国有 9.9 万户（2019 年 9.6 万户）企业建立了企业年金，比 2019 年年末增长 3.88%（2019 年比 2018 年增长 9.83%），企业年金基金累计结存 19796 亿元（2019 年 17985 亿元），比 2019 年年末增长 10.06%，如果按四个季度推算约 20.12%（2019 年比 2018 年增长 21%%，2020 年受疫情的影响增速边际放缓。），按照现行规定的 30%投资上限，2020 年末企业年金可供投资二级市场股票的理论上限提高至了 6481 亿元。事实上企业年金并不是所有的结存都能够用来投资，用来投资的资金也是有限的，2020 年二季度也就 11879（2019 年年末 9054）亿左右，其中权益类资产的为 945（2019 年年末 597）亿元，比 2019 年年末增加 348 亿元，假设按 2020 年前二季度按增量规模推算，则 2021 年带给股市的增量资金约 696 亿元。

（5）职业年金。职业年金和企业年金共同构成中国养老保险体系中的第二支柱。职业年金指的是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。据不完全统计，截至 2020 年 3 月末，包括中央国家机关事业单位、31 个省（区、市）及新疆生产建设兵团在内的全国 33 个职业年金项目中，至少有

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

15 个职业年金项目已启动投资运作，后续将有更多的项目跟进。根据 2015 年 3 月发布的《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》规定，职业年金由单位和职工共同承担，其中单位缴纳比例为工资总额的 8%，个人缴纳比例为工资的 4%，从 2014 年 10 月 1 日开始实施。职业年金基金的管理中，个人缴费实行实账积累；单位缴费中，财政全额供款的单位采取记账方式，非财政全额供款单位实行实账积累，这里所讨论的进行市场化投资运营的职业年金只包括实账积累形成的职业年金基金。公开资料显示，我国事业单位在职人员大约 4000 万人（实账），政府机关覆盖员工大约 1000 万人（记账）。如果按照每人月均 3000 元的工资计算，2014 年 10 月至今大约 6 年 1 个月时间，则职业年金目前实账积累的规模约 11388 亿元，未来每年的新增规模约 1800 亿元。因为机关事业单位有政府预算做保障，缴费能力比较强，职业年金基金的积累会稳步增长，其对市场的影响或远大于企业年金。就其投资股市的比例而言，可以参考企业年金目前的投资情况。预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为 10%，则目前的存量规模理论上给 A 股带来增量资金约 1100 亿元，目前职业年金入市才刚刚开始，规模非常小，具体入市规模目前我们还没法获得详细数据，未来每年带来增量资金约 180 亿元。

4、理财资金

银行理财产品股票投资限制的放开将为 A 股带来增量资金。2018 年 9 月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定，在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，公募理财产品可以通过投资各类公募基金间接进入股市。且银行通过子公司开展理财业务后，子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票。2019 年 12 月 6 日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行最新修订。在修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户，这为银行理财子公司海量资金入市铺平道路。2019

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

年被视作理财子公司“元年”，截至 2020 年 9 月 17 日，已有 36 家银行公告设立理财子公司及理财孙公司，包括 6 家国有行、10 家股份行、17 家城商行、3 家农商行。其中，包括工农中建交邮储六大国有行在内 19 家银行理财子公司已获准开业。2019 年下半年以来，银行理财规模在经过前期的规模缩水后开始回升，截至 2020 年 4 月末，银行及其理财子公司的非保本理财产品存续规模为 25.9 万亿元，相比 2019 年末（23.40 万亿）增长 10.68%。随着银行理财产品规模重回扩张，以及部分理财子公司发行投资于股票的产品，未来几年银行理财子公司有望为股市带来稳定的增量资金。考虑考虑到银行风控的要求、较低的投资者风险偏好，短期内银行理财资金并不会大规模入市，但是，从长期来看将为股市带来可观的增量资金。在利率水平下降，资产回报率下降的大背景下，理财资金增配股票是合理的选择。根据 2019 年银行理财年报，权益类理财产品占全部非保本理财产品存续余额仅为 0.34%（约 800 亿），预计 2020 年权益类理财产品规模会加大。展望 2021 年，已成立的理财子公司将继续进行产品布局，非保本理财规模有望继续呈现扩张趋势，并且考虑到目前的银行理财子公司发行权益类和混合类产品，预计全部银行理财中权益类投资比例有望提升，假设 2021 年银行非保本理财规模增速 10%，以 0.5%的资金配置股市，估算明年理财可能带来增量资金约 1400 亿元。

5、境外资金

在人民币国际化战略的大背景下，入蓝 SDR、“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“沪伦通”、纳入 MSCI 指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数、QFII/RQFII 投资额度限制取消、放宽外资从事证券投资的准入限制、放开外资私募证券投资基金管理参与沪港通、深港通的限制，A 股市场对外开放一直在加速推进，未来中国资本市场对外开放举措还将继续扩大。境外配置型资金在过去几年持续流入，截止到 2020 年 9 月，外资持有的股票约 2.8 万亿元，外资已经成为国内市场中难以被忽视的一股力量。2020 年以来，境外资金流动波动加剧，3 月在疫情冲击、油价大跌、全球股市大幅下挫引发流动性紧张的

文章纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此入市,风险自担。----英大证券研究所

情况下，北上资金大幅流出，后随着美联储推出无限量 QE 政策，北上资金在 4 月转为净流入，9 月随着 A 股出现调整，再现净流出，10-12 月再度回归净流入，年初至 12 月 18 日，北上资金流入约 1867 亿，按持股市值粗略估算 QFII 和 RQFII 流入约 650 亿，综上所述，截止到 12 月 18 日，外资通过陆股通及 QFII/RQFII 持续流入 A 股金额约 2500 亿元，小于 2019 年的 3517 亿，这是有陆股通以来，第一次流入速度变慢。展望 2021 年，纳入国际指数方面,2020 年 A 股纳入富时罗素指数第一阶段的第三步已经实施完毕,2020 年 11 月 21 日，富时罗素公布了 2020 年 11 月的季度审议结果，富时罗素本次只对指数成分股进行例行技术调整，不涉及 A 股纳入因子的变化，即继续维持 25%的纳入因子。此外，2020 年 8 月 13 日，MSCI 公布 8 月指数季度审议结果，仍维持 A 股 20%的纳入因子，仅对成分股有所调整，不涉及 A 股纳入因子变化，未提及进一步提高 A 股纳入比例的后续计划，并且考虑到 MSCI 此前提出四个问题有待解决，预计 2021 年上半年难有进一步扩容，短期内 A 股纳入国际指数的进程放缓。同时考虑到外资比较信奉价值投资的理念，2020 年北向资金流入规模放缓，可能原因是 A 股估值上行较快（特别是外资喜欢的大消费类个股），导致性价比下降，如 AH 溢价指数已从 2019 年的 120-130 的区间抬升到目前的 140-150 的区间。如果 2021 年，A 股的估值继续抬升，外资买入规模可能会进一步减少（估计 1000 亿），甚至不排除变成小幅净流出。当然从长远看，当然外资净买入 A 股仍然在初级阶段，随着我国资本市场对外开放的力度加大，未来外资中长期的流入趋势不会改变。

图 4：陆股通资金（亿元）

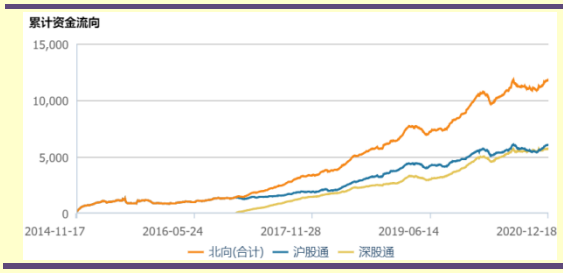
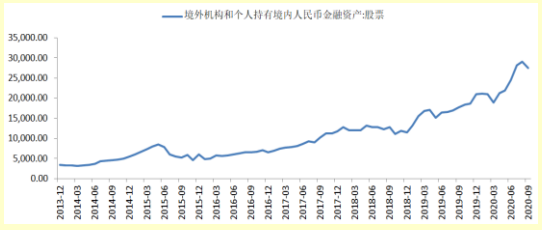


图 5：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.12.16

风险提示及免责条款

资金供给的宽裕程度受货币政策的影响较大，本报告结论中的增量资金流入结论是根据一定的前提假设条件得出的，与后来的客观事实可能有出入。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

声　　明

※股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，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、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

※本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

※请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

※根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

英大证券研究所

地址：深圳市深南中路 2068 号华能大厦 31 楼
邮编：518031
传真：86-755-83007074