首席视点

2020 年 9 月 21 日　星期一

首席经济学家：李大霄

执业证书号：S0990511010002

联系电话：0755-83000291

Email：zhenggang@ydzq.sgcc.com.cn

【首席主要观点】

A 股牛市稳步迈进

自 2019 年沪指 2440 点以来，A 股开启了第五轮牛市行情。然而，行情的发展并不如 2005 年和 2014 年两次牛市那样迅猛，沪指在随后 3000 点附近的波动周期就超过了一年，市场多空博弈激烈，影响行情走势外部因素众多，尤其是宏观经济增速放缓影响大盘重心上移，高估值成长型品种成为投资者炒作热点，行情结构性差异似乎对场外增量资金造成困扰，后市行情发展也出现分歧。尽管面对着绝对经济增速放缓的问题，但是在全球货币宽松背景下，中国经济增长速度要优于世界其他主要经济体，经济发展的质量也在不断提升，可持续发展观念深入人心，维护金融市场秩序的规范不断完善，A 股市场化改革进程不断推进，国际资本持续流入的趋势并未改变，国内资本市场发展潜力不断释放，A 股牛市仍有望稳步迈进。

2019 年扭转颓势　2020 年强势初现

A 股是否处于牛市阶段？这是投资者选择主要投资策略的重要基础。自 2015 年沪指 5178 点以来，无论是 2015 年的沪指 2850 点，2016 年的沪指 2638 点还是 2019 年 2440 点，沪指每一次调整低点都在不断下探；然从沪指 2440 点以来的 21 个月内，沪指多次回撤调整，最低调整位置为因纽约封城而出现了沪指 2646 点，可见市场低位在不断抬高，沪指 2440 点为重要牛市起点。

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

另一个验证牛市格局的市场技术指标就是30月均线。无论是1994年的沪指325点，2005年的沪指998点，还是2013年的沪指1849点，这些牛市起点出现后，其后的月K线行情均出现有效上穿30月均线的走势。A股第五次牛市行情上穿30月均线出现在2020年的6月，其后7月的放量上涨走势则进一步确认了此次上穿技术形态的有效性。

第三个市场技术性强势则是2020年4月至8月的五连阳月K线表现。在A股历史上，月k线出现五连阳的走势一般是在牛市上行阶段，若月K线五连阳表现发生在A股熊市阶段，则其后第六个月的市场调整幅度较大，致使A股延续熊市下行趋势。而此次月线五连阳不仅有效上穿30月均线，并进一步巩固自沪指2440点以来稳步回升局面，因此，2019年A股是扭转颓势，2020年A股则强势初现，加之沪指编制修改有利于指数向好，牛市发展的技术形态依然可以确认。

图一：上证指数



数据来源：wind

疫情防控效果较好　疫苗研发形势乐观

疫情的广泛影响导致全球经济陷入衰退，一季度国内经济增长也因此基本停滞，不过，国内的防控疫情效果却在全球卫生防疫体系中表现优秀。作为全球人口大国，国内对疫情重灾区的果断隔离措施，各地医护工作者逆行向前的精神，一方有难八方支援

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

的协作抗疫局面，科学防疫理性防疫知识的广泛传播等积极有效措施将国内疫情爆发势头迅速遏制，疫情防控效果获得世界卫生组织的认可及称赞。即便是在二三季度，偶有零星边境城市出现疫情冒头情况，相应的防疫检测措施也是迅速有效的，国内整体疫情状况已经得到有效控制，这对社会经济生活的恢复发展至关重要。

从全球疫情发展来看，发达国家疫情防控基本上进入稳定阶段，而部分发展中国家疫情状况却有大幅增长的迹象，因此，全球疫情防控形势依然严峻。为有效控制全球疫情蔓延趋势，各国都在竭尽全力研发疫苗，国内陈薇院士团队研发的腺病毒疫苗三期临床试验进展顺利。中国疾病预防控制中心流行病学首席专家吴尊友表示，到年底，至少有若干个疫苗能够完成三期临床试验。国内疫苗研发顺利推进对全球疫情防控是积极利多因素，因为国内疫苗上市后的定价不是以市场供需为标准，而是成本加适当利润，疫苗会以卫生公共产品的形式提供社会，并将优先支持欠发达国家的防疫工作。预计随着各国疫苗顺利上市，尤其是国内疫苗以卫生公共产品的形式服务全球防疫工作，全球疫情受控并最终被全面遏制的前景值得乐观。届时疫情防控效果将有利于全球经济恢复，也有利国内经济的进一步增长。

宏观经济恢复形势较好

由于国内疫情发生初期的防控效果较好，四月份的国内经济就开始全面复工复产进程。从经济恢复的效果来看，各项经济指标均有较好增长。8 月规模以上企业工业增加值同比增长 5.6%，较上月上升 0.8 个百分点，其中高科技制造业和装备制造业增加值分别为 7.6%和 10.8%，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业同比分别增长 9.2%和 4.8%，制造业和周期性行业生产逐步恢复；8 月固定资产投资同比增长 9.3%，较上月上升 1 个百分点，其中 1 至 8 月的高技术制造业和高技术服务业投资累计增长分别为 8.8%和 7.2%；8 月房地产投资同比增长 11.8%，商品房销售面积和销售额同比增长

13.7%和 27.1%，楼市销售增长受益于年初疫情压抑需求的释放以及房企加快库存周转的营销策略；8 月基建投资同比增长 7%，京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群的城际铁路规划建设加快推进，8 月地方债发行大幅增长，预计后续资金到位将进一步推动基建投资速度；8 月制造业投资同比增长 5%，较上月上升 8.1 个百分点，制造业投资恢复与企业盈利改善以及外贸出口好转有关；8 月国内出口同比增长 9.5%，较上月上升 2.3 个百分点，外贸形势好转受益于防疫出口物资较快增长，国内制造产能对海外供给缺口的弥补以及全球主要发达经济体社会生产生活恢复所带来的需求改善；8 月社会消费品零售总额同比增长 0.5%，其中汽车消费增长 11.8%，而家具、建筑装潢类地产相关消费仍低迷。整体来看，投资和出口仍是拉动经济恢复的主力，汽车消费恢复形势较好，其他消费仍受制于居民可支配收入的增长，国内发展预期依然乐观，制造业和服务业 PMI 连续六个月高于荣枯线，宏观经济持续恢复增长利多资本市场行情发展。

人民币汇率走强　中美利差扩大

由于外贸形势超越预期的恢复，人民币兑美元汇率水平也进入升值周期，5 月底人民币兑美元汇价最低探至 7.1765，9 月中旬人民币兑美元汇价就上升至 6.7501，升幅达到 6.31%。其实，从美元指数来看，自三月份以来美元指数就一直呈现盘弱的趋势，但是，从 7 月下旬开始，美元指数下行趋势有所控制，这与欧盟、日本等全球其他经济体疫情防控形势波折，复工复产相对缓慢的情况有关。然而，人民币兑美元汇率自 7 月以来就呈现强势上行势头，我们认为这与国内外贸形势好转，宏观经济恢复增长好于预期不无关系。另外，受疫情影响，全球主要经济体都采取了极度宽松的货币政策和积极的财政政策，而国内由于疫情防控较好，复工复产恢复形势乐观，货币政策并未大幅宽松，利率水平还有所回升。

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

图二：中美 10 年期国债收益率



数据来源：wind

8 月社融存量规模同比增长 13.3%，新增社融规模 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿元，其中新增政府债券融资规模 1.38 万亿元，为历史单月最高值；新增人民币贷款 1.42 万亿元，企业中长期贷款新增 2967 亿元，企业短期贷款新增 402 亿元，票据融资减少 4102 亿元，居民贷款新增 8415 亿元。由此可见，国内货币当局提供货币供给规模仍保持适度增长，但是结构上进行调整，意图将金融资源更多引导向实体经济，减少中间环节的低效损耗，因此，尽管资本市场无风险利率水平有所上升，但企业所愿意且能够获得金融资源仍在持续增长。目前，中美 10 年期国债收益率利差在持续扩大，国际金融资本流入国内的趋势也推高了人民币兑美元汇率。当然，我们也认为人民币兑美元大幅升值也不利于国内外贸行业，预计该汇率水平将维持区间波动，助力全球经贸形势逐步改善，间接利多国内资本市场。

注册制改革有利 A 股市场化进程

随着宏观经济持续恢复，国内资本市场的改革发展也在持续推进。在沪市设立科创板并试点注册制之后，深市创业板注册制改革也迅速跟进，尤其是创业板发展阶段和市场定位不同于科创板，相关制度设定也体现了差异化特征，反映了注册制改革持续深入的发展趋势。首先，设置拟上市公司行业负面清单，包括农林牧渔、制造业、纺织业等传统行业，然与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的相关企业仍可以获得融

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

资支持。其次，设立审核时限，即深交所发行上市审核和证监会注册的工作时限设立为3个月，这有助于拟上市公司融资计划安排。第三，专门为红筹公司和存在表决权差异安排的企业设立上市标准，包括有：预计市值不低于人民币100亿元，且最近一年净利润为正；及预计市值不低于人民币50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币5亿元的两项可选要求，有助于香港红筹公司及海外上市的特殊股权安排中资企业回归国内资本市场。第四，创业板注册制发行跟投机制暂适用于创业板未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业以及发行价格较高的企业，因此，在创业板注册上市对于资本实力较小中介机构相对有利。第五，由于创业板股票日涨跌幅限制扩大至20%，相关创业板指数型基金及类似基金产品也将涨跌幅限制扩大至20%。当然，沪深证券交易所注册制机制下的新股发行节奏仍需要考虑A股中短期的承受能力，然发行审核权限下放、发行制度的市场化改革以及创业板存量股票日涨跌幅的扩大等都为A股进一步市场化改革做好铺垫，打下了基础。随着发行制度的改革，国内资本市场有望吸纳更多高科技优质龙头企业入驻，投资者因此有望获得较好投资标的，进而吸引场外资金持续流入。

新《证券法》增强保护投资者利益

多年来，A股中小投资者热衷于市场投机，而对长期投资获取回报并不抱期望，其中一个重要原因就在于面对损害中小投资者利益的情况，A股散户们往往缺乏有效法律工具来维护自身利益，主要表现为证券民事诉讼涉及投资者人数众多，单个投资者起诉成本高、起诉意愿不强等特点。3月实施的新《证券法》新设专章规定了投资者保护制度，包括发挥投资者保护机构的作用，允许其接受50名以上投资者的委托作为代表人参加诉讼；允许投资者保护机构按照证券登记结算机构确认的权利人，向人民法院登记诉讼主体；建立“默示加入”和“明示退出”的诉讼机制，为投资者维护自身合法权

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

益提供方便的制度安排。当然，投资者保护工作任重道远，在具体司法实践上仍可面临诸多问题和障碍，新《证券法》的这一规定表明了维护投资者合法权益这一资本市场法制改革的重要方向。资本市场规范化发展将有利于增强市场的公信力，有利于社会资本获取更加公平诚信的投资环境，有利于 A 股市场长期持续健康发展。

中长期资金持续流入预期乐观

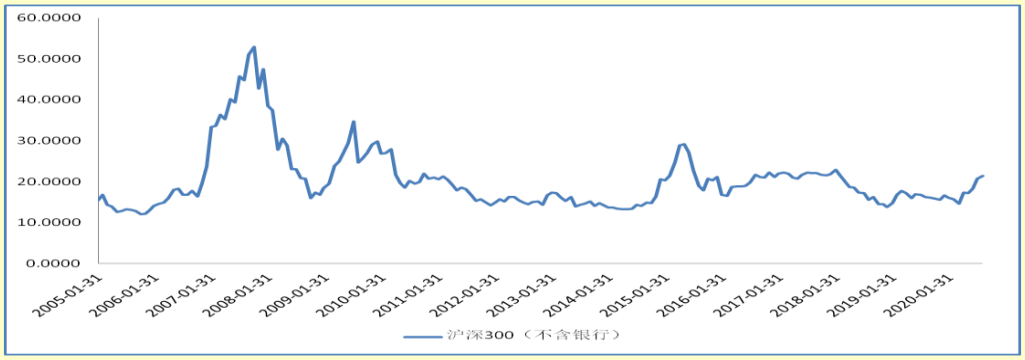
尽管，A 股一季度行情出现较大幅度波动，然而，通过沪深港通交易机制进入 A 股市场的北向资金净流入的总体规模仍在持续增长。截至 9 月中旬，2020 年北向资金净流入规模达到 1130.55 亿元，而沪深港通交易机制开通以来的北向资金净流入总体规模高达 11065.32 亿元。北向资金重仓持有的 A 股品种多为国内各行业龙头上市公司，且持股周期较长，持股稳定性较好。

除了海外资金入市以外，国内中长期资金入市预期也比较乐观。7 月银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，权益类资产配置占比最高可占到上季末总资产的 45%，而目前险资配置 A 股占比仅在 10%左右，显然这一比例仍有较大提升空间。随着银行理财子公司大量获批设立，受益于制度红利，银行理财子公司与母行发行产品势必形成差异化发展，或加大风险资产的配置比例，尤其是权益类资产。2019 年底，银行业非保本浮动收益类理财产品余额为 23.4 万亿元，而在各类银行理财产品中配置权益类资产的比重仅为 7.56%。预计未来通过银行理财子公司投入 A 股的资金规模仍将持续增加。此外，公募基金发行状况也在改善。截至 2020 年 9 月中旬，公募基金发行股票类基金和混合类基金规模分布达到 2658.89 亿份和 10664.23 亿份。随着银行保本类理财产品收益类下滑，部分居民资产开始由理财产品转向公募基金。可见，入市资金的持续增长预期利多 A 股重心逐步向好形势。

蓝筹股估值仍具吸引力

受到年初疫情影响，A 股蓝筹板块业绩出现较大负增长，加之市场投资者偏好高估值成长品种，年内 A 股蓝筹板块表现整体偏弱。不过，随着宏观经济持续恢复增长，蓝筹板块业绩改善或为大概率事件，因此，其估值继续下移概率偏低。目前，上证 50 指数和沪深 300 指数的市盈率分别为 11.9 倍和 14.7 倍,市净率为 1.34 倍和 1.67 倍。即使不考虑市值规模较大且中短期增长趋缓的银行板块，沪深 300 板块的市盈率也只有 23.39 倍，A 股蓝筹的估值吸引力犹在。当然，A 股高估值品种调整压力依然存在，尤其是恶意投机品种面临较大的市场波动。预计新增的中长期入市资金或将优选低估且业绩增长形势较好的行业龙头品种，而受益蓝筹股估值回升过程，A 股市场重心有望逐步上移。

图三：沪深 3 0 0 板块（不含银行）的估值水平



数据来源:wind

综合来看，无论是从市场技术面、宏观基本面、疫情防控形势、改革发展进程、中长期资金流向以及蓝筹股估值水平，A 股牛市格局并未改变且其重心上移趋势依然稳健。当然，目前高估值品种仍面临一定调整压力，低估且业绩成长预期良好的行业龙头品种有望成为稳健资金的优选。

风险提示:

1、 高估值品种仍存在一定市场风险。

2、 国际市场波动将直接影响 A 股表现。

【首席微博】

【超级大利好将在 4 天后揭晓 逾万亿资金将被动配置中国】根据富时罗素官网发布的公告，将于本周针对人民币债券指数纳入事宜进行最终评估。北京时间周五(9 月 25 日)，中国政府债券是否会被纳入富时罗素世界政府债券指数(WGBI)将揭晓。业内普遍预期，此次富时罗素大概率会宣布将中国国债纳入 WGBI。渣打银行预计，在完全纳入后，人民币债券可能占到 WGBI 指数的 5.7%，吸引 1400 亿~1700 亿美元(折合人民币 1.15 万亿)的被动资金流入。中国战疫取得初步成功，经济恢复相对较好，加上中外国债利差扩大，人民币汇率走强，中国资产吸引力增加。现在外资在中国股市和债市占比相对较低，后面增加配置比例的空间非常宽广，而外资大规模流入对债市和股市皆形成正面影响。

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