2020 年 07 月 10 日
证券研究报告·策略研究

策略专题报告

牛市步入高潮

摘要

- 当前市场已经步入牛市高潮。促成牛市的三大条件要素已经出现。
- **市场走牛的三大条件：**一是流动性保持宽松格局，市场资金充裕。二是公司业绩出现向上拐点，未来不断改善。三是具有标志性事件的催化剂。当前，前两大条件已经具备，并且已经被市场认知一段时间了，而第三大条件随着券商行业整合、银行获得券商牌照这一中国资本市场标志性事件，也在逐渐成型。

  流动性上，流动性分为宏观流动性与市场流动性，两大流动性都保持充裕。从宏观流动性上来看，由于全球疫情的反复将维持很长时间，西南策略预测 2020 年底全球确诊人数会达到 7000 万人以上。这就使得海内外的流动性不会有趋势性收紧。美联储会维持当前的货币政策，不会贸然退出。中国央行也会继续维持稳健而又灵活适度的货币政策基调。因此宏观流动性至少在中期（一个季度）内不用担忧。从市场流动性来看，资金正在加紧入市过程中。今年上半年，净流入 A 股市场的资金达到 6000 多亿。因为新发基金规模增长了 8000 多亿，融资资金增长了 1500 亿，北上资金净流入了 1500 亿。但是 A 股融资与减持的规模却只有 5000 亿不到。因此净流入达到了 6000 亿。这是市场流动性极其充裕的表现。

  从公司业绩来看，向上拐点已经或将要出现。一方面，科技股的业绩向上拐点出现，且被市场认知一段时间。比如面板、消费电子、新能源车、5G 上下游、数据中心等科技细分领域业绩向上拐点已经出现或将要出现。另一方面，随着复工复产的推进，抗击疫情常态化，传统行业也有望困境反转，实现逐步复苏。向上的预期一直在，即使偶有反复，长远看也是向上的。

  从催化剂来看，券商行业的整合对市场的催化效应很可能堪比上一轮全面牛市的南北车合并。未来，银行还将获得券商牌照，都是中国资本市场大事件。有望提振市场情绪。而不论是券商板块还是银行板块，一旦启动，对于市场指数带动将非常明显。而一旦低估值板块被拔高，高估值的科技、医药板块在回调以后有望继续抬升，那么全面牛市就进入到良性循环当中。
- **投资策略：综合来看，全面牛市已到高潮。**当务之急需要提高仓位，在比较牛市中前期的阶段介入进去，获取 β 收益。推荐沪深 300ETF、创业板 50ETF 等。
- 风险提示：政策发生重大调整。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌
执业证号：S1250515070001
电话：021-68415861
邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

1. 科技牛高潮——A 股 2020 年下半年投资策略（2020-06-22）
2. 策略周报（0608-0612）：注册制落地，科技牛继续（2020-06-14）
3. 策略点评：如何看待本次指数成分调整？（2020-06-14）
4. 策略专题：高端 PCB：数据时代的皇冠明珠——新基建系列（一）（2020-06-12）
5. 策略周报（0525-0529）：外资逆流而上（2020-05-30）
6. 策略周报（0518-0524）：市场弱势，强者恒强（2020-05-24）
7. 策略专题：政府工作报告的八大核心看点（2020-05-24）
8. 策略周报（0511-0517）：两会值得关注的三大方向（2020-05-18）
9. 策略专题：外资限制再度放开，三个趋势值得关注（2020-05-10）
10. 疫情冲击显著，业绩大幅下滑——A 股 2019 年年报及 2020 年一季报分析（2020-05-04）

市场自 3 月下旬以来，小步慢涨，赚钱效应明显，指数渐行渐牛，牛市态势已显。7 月 2 日，两市成交在时隔 4 个月之后再次突破万亿大关。之后两个交易日，各个指数再度高开高走，成交量持续放大。今日（7 月 6 日）收盘后，两市成交突破 1.5 万亿。沪市成功突破 2019 年高点 3288 点，收于 3332 点；深证成指接近 13000 点，创 2016 年以来新高。蓝筹股表现迅猛，金融地产狂现涨停潮，而科技股也表现坚挺，创业板指上涨 2.7%，向着 3000 点进发。

A 股已经进入牛市高潮！

表 1：中国股市经历的八轮牛市

序号	时间	条件	表现
1	1990.12-1992.05	上交所成立、取消涨停板、实施“T+0”交易规则	指数涨幅达到 14.8 倍
2	1992.11-1993.02	邓小平南巡讲话“坚决的试”	三个月时间，大盘涨幅高达 301%
3	1994.07-1994.09	三大利好措施	一个半月，股指涨幅 200%
4	1996.01-1997.05	改革深化、股市流动性富裕、宽松的货币财政政策	不到半年，大盘暴涨 1000 点
5	1999.05-2001.06	人民日报社论、二级市场配售新股、资金充裕、网络概念股爆发	股指创 2245 点历史新高
6	2005.06-2007.10	股权分置改革、人民币升值、基金大规模发行、流动性过剩	涨幅 513.5%，A 股历史最高纪录
7	2008.10-2009.08	四万亿经济刺激计划、货币宽松政策	上证指数涨幅 97%，中证 1000 涨幅 168%
8	2014.07-2015.06	国企改革、货币政策全面宽松、配资浪潮	指数上涨一倍，个股普遍翻倍

数据来源：Wind，西南证券整理

总的来看，市场走牛有三大条件：一是流动性保持宽松格局，市场资金充裕。二是公司业绩出现向上拐点，未来不断出现边际改善或边际改善预期。三是具有标志性事件的催化剂。如 2005 年牛市之前的股权分置改革等等。

当前，前两大条件已经具备，并且已经被市场认知一段时间了，而第三大条件随着券商行业整合、银行获得券商牌照这一中国资本市场标志性事件，也已经浮出水面。

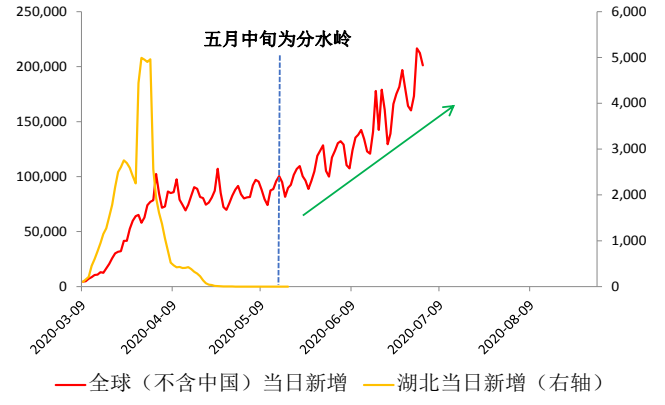
可谓：万事俱备，东风亦来。

条件一：流动性保持充裕

当前市场流动性状况是：宏观流动性整体宽松，虽然有反复，但很难持续收紧；市场流动性随着市场走牛正在走向快速充沛。

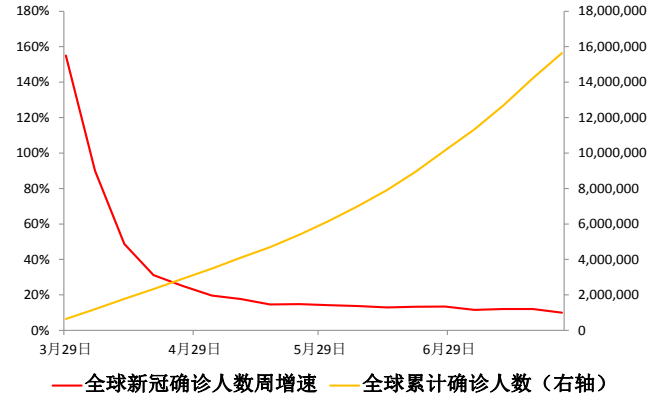
从宏观流动性来看，为应对疫情，今年以来宏观流动性有大幅度放松。同时，放眼未来，由于疫情存在反复发作的可能，新冠病毒亦可能与人类长期共存，因此宏观流动性可能会在较长时期内保持较为宽松的格局，很难出现趋势性收紧的状况。从疫情来看，当前全球每日新增确诊人数在经历了 4-5 月份的平台震荡后，又开始不断攀升，7 月 1 日以来已经连续三天突破 20 万大关（如图 1），不断创出新高。当前全球累计确诊人数已经突破 1100 万，预计 7 月底就会突破 1500 万。累计确诊人数的周增速下降速度显著放缓：4 月 12 日的 50%下降到 4 月 26 日的 25%只用了 2 周时间，但是从 25%下降到 12%却用了 10 周时间。如果按照 6 月份以来的增速衰减状况，每 3 周增速衰减 1%，那么到 2020 年年底，全球新冠累计确诊人数会达到 7700 万人。这比我们在此前下半年投资策略《科技牛高潮》当中预测的 3500 万又翻了一倍。

图 1：全球当日新增确诊人数不断创新高



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：全球累计确诊人数周增速



数据来源：wind，西南证券整理

在疫情防控的大背景下，宏观流动性很难出现趋势性的收紧。在一二季度的三次政治局会议上，对于宏观政策的基调都是：积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕。在 6 月 18 日的陆家嘴论坛上，管理层继续强调“稳健的货币政策更加灵活适度”，“从经济发展实际出发，加强逆周期调节”。这些都意味着宏观政策在中期内，将不会出现方向转变。

表 2：三次政治局会议对于宏观流动性政策的定调

时间	表现
2 月 21 日	稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
3 月 27 日	稳健的货币政策要更加灵活适度，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
4 月 17 日	要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响；积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债；稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕。

数据来源：Wind，西南证券整理

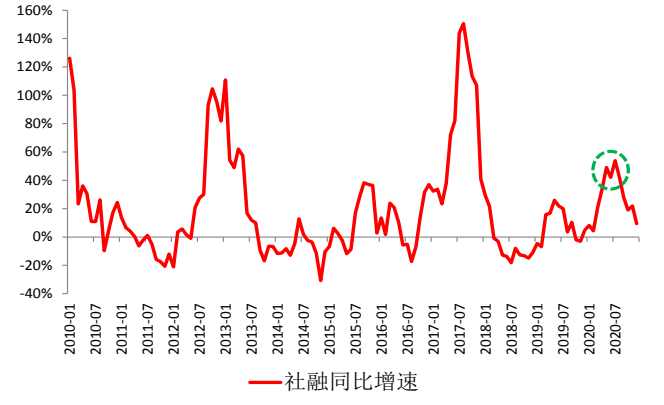
从具体的利率和社融走势来看，都呈现出震荡走势，未来亦不会持续收紧。十年期国债收益率虽然在过去两个月呈现出上行态势，但在宽松政策基调下，持续上行很难，我们预计会在 2.6%-3%区间震荡。而从新增社融增速来看，下半年每月新增社融增速会呈现下行态势。但这种态势对于市场流动性不断增加阶段的股市，影响不大。

图 3：无风险收益率变动趋势



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：新增社融同比增速



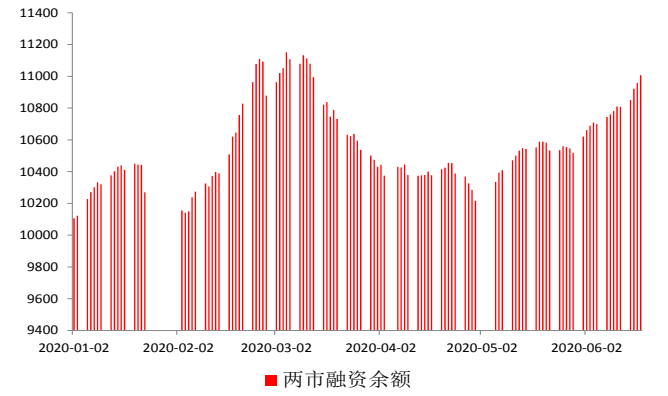
数据来源：wind，西南证券整理

从市场流动性来看，正在呈现不断充盈的格局。今年以来，净流入 A 股市场的资金达到 6000 亿元以上。我们可以通过分项来分析。

从两市融资余额来看，5 月份以来显著上涨。从 4 月 30 日的 1.02 万亿，增长到当前的 1.2 万亿，增长了约 1800 亿。

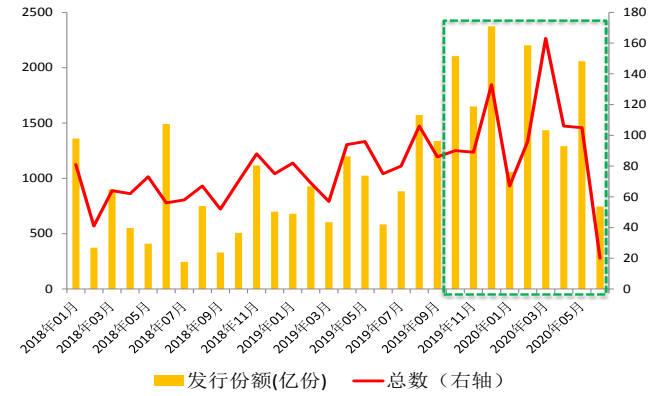
从新基金发行规模来看，增加了 9000 多亿。2019 年底以来，明显加速。之前结构性行情的极致演绎让公募基金的吸引力有了大幅度增加。散户资金正通过基金申购加速入市。2019 年 10 月份，新发基金规模达到 2100 亿元，12 月，更是达到了创纪录的单月 2300 亿元。2020 年 1-6 月，新发行的公募基金规模达到了 9600 亿元，较 2019 年同期增长了一倍多。大量新基金入市，其建仓过程会对市场形成强有力支撑。

图 5：两市融资余额增长状况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：基金新发行份额状况

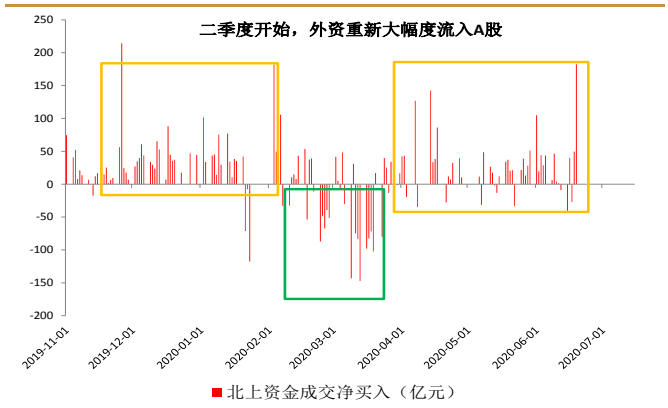


数据来源：wind，西南证券整理

从北上资金流入情况来看，基本上从 2015 年以来北上资金就呈现快速流入状态。而 2020 年以来，北上资金大部分时间都保持着净流入状态，除了 2 月份疫情冲击后有过短暂的净流出。2020 年以来，北上资金已经净流入 1150 亿元。

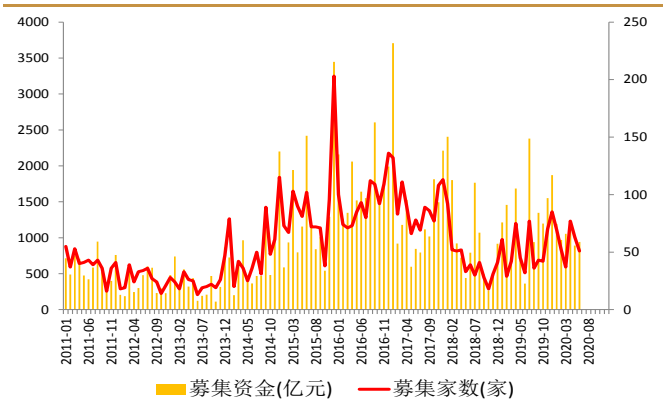
从募集的资金规模来看，2020 年以来是有逐月减少的趋势。2019 年 12 月，A 股通过定增与 IPO 供募集 1872 亿元。而 2020 年以来，每月最高募集金额也仅有 1215 亿元，比 2019 年明显下降。2020 年上半年，A 股上市公司共募集资金 6200 多亿元，而 2018 年同期是 7000 亿元，2019 年同期是 6100 多亿元。

图 7：北上资金净买入情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：A 股融资情况



数据来源：wind，西南证券整理

综合来看，2020 年市场确实呈现资金加速流入态势。从目前情况来看，上半年，A 股通过新发基金、北上资金、融资余额，共增加资金近 1.3 万亿，而融资规模达到 6200 亿元。最终，A 股上半年净流入资金预计在 6500 亿元以上。充足的资金净流入成为市场上涨的直接推力。

条件二：公司业绩拐点向上

从业绩角度出发，向上拐点已经出现或者即将出现。

一方面，科技股优势十分明显。随着 5G 和数据中心建设的推进，相关上下游产业链的景气开始上升。消费电子领域，随着苹果公告将提前发布新一代 IPhone，苹果产业链为代表的消费电子也将迎来景气上行周期。在面板领域，供需结构出现明显改善，韩国 LG 退出 LCD 面板供应，而需求端依然稳健增长，面板价格开始提升。新能源汽车领域，随着欧洲补贴措施落地，新能源汽车消费开始放量。相关产业链将明显受益。

另一方面，随着复工复产的推进，抗击疫情常态化，传统行业也有望困境反转，实现逐步复苏。虽然国内疫情有所反复，但是在强有力的管控措施下很快得到平息。我国传统行业向上的预期一直持续，即使偶有反复，长远看也是向上的。同时，金融、地产、基建等行业在疫情期间受到影响不到，恢复较快，而目前又处于合理区间，有较高的安全边际，适合估值提升。

条件三：标志性事件催化

标志性事件会在推动市场走牛的过程中起到催化剂的作用。

当前，券商行业整合有望对市场形成催化作用。券商行业整合对市场的催化效应很可能堪比上一轮全面牛市的事件驱动。

此外，6 月 27 日，有媒体援引权威人士消息称，证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商，银行获得券商牌照是中国资本市场的大事件，也是中国推动“混业经营、混业监管”、提高金融整体水平的可取之措。

在类似事件的刺激与催化下，市场情绪有望更上一层楼。

投资策略：综合来看，资金面、基本面以及催化剂层面，都具备了 A 股走牛的条件。全面牛市正在快速走向高潮。当务之急需要提高仓位，在比较牛市中前期的阶段介入进去，获取 β 收益。推荐沪深 300ETF、创业板 50ETF 等。

风险提示：政策出现重大转向。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn