国网英大集团
STATE GRID YINGDA GROUP
英大证券有限责任公司
YINGDA SECURITIES CO., LTD.

指数“慢牛”，看好“低”蓝筹和“高”科技

报告日期：2020年7月1日

风险因素

1. 流动性环境收紧。
2. IPO 和再融资加速超预期。
3. 新冠疫苗效果不及预期。
4. 全球需求回落超预期。
5. 基建投资不及预期。

相关报告

疫情冲击是短期的，着眼中长期配置（2020.4.7）

“洼地”龙头、“硬”科技两手抓（2020.1.1）

低估蓝筹退可守，科技成长进可攻（2019.10.8）

回归慢牛，“硬科技”真成长优先（2019.7.1）

核心蓝筹，真成长引领结构性慢牛（2019.3.31）

慢牛起点，真成长优先（2018.12.17）

结构行情依旧（2017.4.1）

年初冬播　静待花期（2017.1.7）

策略研究员：惠祥凤
执业编号：S0990513100001
电　　话：0755-83007028
E-mail：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

➢ **上半年市场回顾：**上半年，新冠疫情牵动着市场的走势。年初，市场延续着2019年年底以来的做多热情。春节后，随着新冠疫情的爆发，市场在短期内出现了大幅的回调，一系列逆周期、稳增长政策连续出台，之后市场开启了一轮强劲的反弹行情，两市成交量频频破万亿。2月下旬，新冠肺炎疫情在海外扩散蔓延，国际金融市场动荡加剧。欧美和许多新兴市场经济体的股市从高点平均下跌30%左右，A股也被拖累下行。3月下旬，随着全球主要央行、财政出台各种措施拯救流动性危机，全球风险与避险资产齐齐修复。5月下旬以后，国内经济基本面恢复向好明确，叠加流动性宽松，沪深三大指数逐步攀升，创业板指领涨大盘。上半年，沪综指涨幅-2.15%，深证成指涨幅14.97%，创业板指数涨幅35.60%。上半年不但指数分化明显，行业和个股分化更严重。

➢ **下半年市场运行逻辑：**宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要外部变量，A股本身的估值和供需关系对A股的走势起着至关重要的作用。**宏观经济方面，**疫情冲击过后，宏观经济逐步恢复。**货币政策方面，**全球央行货币政策宽松有望延续，国内货币政策仍有空间。**估值方面，**A股市场整体估值仍处于底部区域。**股票需求方面，**预计个人投资者资金有望小幅增加，公私募资金有望延续上半年的大规模流入、理财增量资金加大，保险资金、养老金等长期资金入市规模会继续扩大，外资流入可能会放缓。**股票供给方面，**创业板注册制，新股发行速度加快，再融资压力加大，解禁规模增加，减持压力加大。退市方面，退市速度有望继续加快。

➢ **下半年市场展望：（一）主板市场展望：**综合以上宏观经济、货币政策、估值、需求供给分析，我们对2020年下半年市场行情的态度是偏谨慎乐观，指数震荡上行**（简称“慢牛”）**，中枢逐步抬升，个股分化依旧，把握结构性机会，与其去追逐估值偏高的消费、医药股，不如挖掘滞涨的低估值蓝筹**（简称“低”蓝筹）**，性价比更高。**（二）中小创展望：**部分有业绩支撑的成长性高的中小创个股有望延续强势，特别是真正的高成长科技股**（简称“高”科技）**，而主营业务缺乏竞争力、垃圾股、伪成长的中小市值个股将继续被边缘化。**（三）行业展望：1.低估值、高股息率行业：**精选银行、石油石化、公用事业（水、电、燃气）、交运、地产、煤炭、钢铁、有色等领域现金流稳定、低估值、高分红、股价低、具有明显的行业竞争优势的龙头个股**（统称“低”蓝筹）**。**2.基建产业链：**一是新基建方向：5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等。二是老基建：建筑、建材、机械等行业。**3.传媒：**随着5G快速落地、云计算、AI、AR/VR等新兴技术逐步成熟，继续看好游戏和视频板块龙头。疫情之下，电影行业将加速行业洗牌，关注电影行业龙头个股的底部区域的中长线布局价值。**4.汽车：**前期刺激汽车消费政策密集出台效果下半年有望逐步显现，汽车行业库存周期已经处于历史底部，可重点关注估值低的车企龙头。**5.券商：**首先，科创板、创业板实施注册制，大量新股入市，两融业务松绑，再融资业务松绑等业务的扩张有助于券商业绩提升。其次，随着金融供给侧结构性改革的深化、对外开放进程的推进，头部券商将受益于行业集中度的提升。**（四）主题展望：1.5G产业链：**预计5G基站建设和5G手机将进入快速成长通道，相关产业链的业绩增长可期。建议从产业链受益逻辑出发，重点关注主设备商、基站天线、射频器件等领域。**2.国企改革：**下半年有望进入实质加速阶段，建议关注地方国资平台受让A股标的后续国企改革动向（资产注入等）、国企分拆上市等。**3.军工：**地缘政治紧张的预期有所升温叠加国防军工行业受疫情影响有限，下半年军工活跃度有望上升，可关注国防装备刚需、军工集团改革深化的投资机会。

目录

一、2020 年上半年市场回顾 3
（一）、指数表现 3
（二）、行业表现 3
二、2020 年下半年市场运行逻辑 4
（一）、影响 A 股的重要外部变量 5
1、宏观经济 5
（1）、重要数据表现 5
（2）、三驾马车分析 6
2、货币政策 7
（1）、存款准备金率 8
（2）、M1 和 M2 增速 8
（3）、社会融资规模 9
（4）、外汇占款 9
（5）、利率指标 10
（二）、市场估值 11
1、纵横比较 11
（1）、纵向比较 11
（2）、横向比较 12
2、企业盈利 12
（三）、A 股的供求关系 13
1、股票市场需求的主要决定因素 13
（1）个人资金 13
（2）公私募基金 15
（3）长期资金 15
（4）理财资金 18
（5）境外资金 19
2、股票市场供给的主要决定因素 19
（1）IPO 19
（2）再融资（增发、配股、可转债） 20
（3）解禁、增减持、回购 21
（4）退市 23
三、2020 年下半年市场展望 23
（一）、主板市场展望 24
（二）、中小创市场展望 24
（三）、行业展望 25
1、低估值、高股息率行业 25
2、新老基建产业链 25
3、传媒 25
4、汽车 25
5、券商 26
（四）、主题展望 26
1、5G 产业链 26
2、国企改革 26

3、军工 26

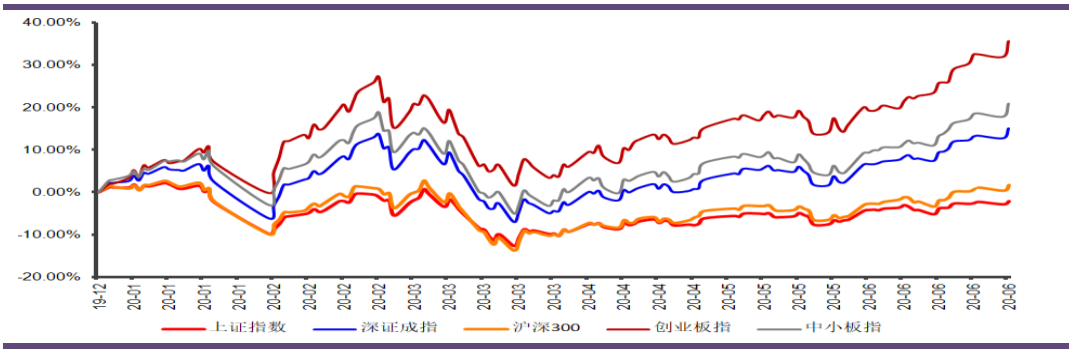
一、2020年上半年市场回顾

三个分化来概括，指数分化、行业分化、个股分化。

（一）、指数表现

上半年，新冠疫情牵动着市场的走势。开年伊始，在中美贸易摩擦缓和以及经济出现企稳回升迹象的双重利好催化下，市场延续着 2019 年年底以来的做多热情。春节后，随着新冠状病毒疫情的爆发，市场在短期内出现了大幅的回调，特别是 2 月 3 日春节后第一个交易日，沪深三大指数开盘即大幅下跌，3000 余只个股跌停。为了应对新型肺炎对市场的冲击，财政部、央行、证监会等部门连续出台了一系列逆周期、稳增长政策，之后市场开启了一轮强劲的反弹行情，两市成交量频频破万亿，各主要指数上涨，其中创业板指大幅跑赢上证综指。2 月下旬，在国内疫情逐步得到控制时，新冠肺炎疫情却在海外扩散蔓延，国际金融市场动荡加剧。欧美和许多新兴市场经济体的股市从高点平均下跌 30%左右，美股指数更是在 10 天内发生 4 次熔断，相当的惨烈。A 股也被拖累下行，但是相对抗跌。3 月下旬，随着全球主要央行、财政出台各种措施拯救流动性危机，全球风险与避险资产齐齐修复。5 月下旬以后，随着两会的闭幕，各种逆周期政策逐步进入兑现期，国内经济基本面向好明确，叠加流动性宽松，沪深三大指数逐步攀升，创业板指领涨大盘，上证 50 表现较弱。截止 2020 年 6 月 30 日，上证综指涨幅-2.15%，深证成指涨幅 14.97%，沪深 300 指数上涨 1.64%，创业板指数涨幅 35.60%，中小板指数涨幅 20.85%。

图 1：2020 年上半年主要指数表现



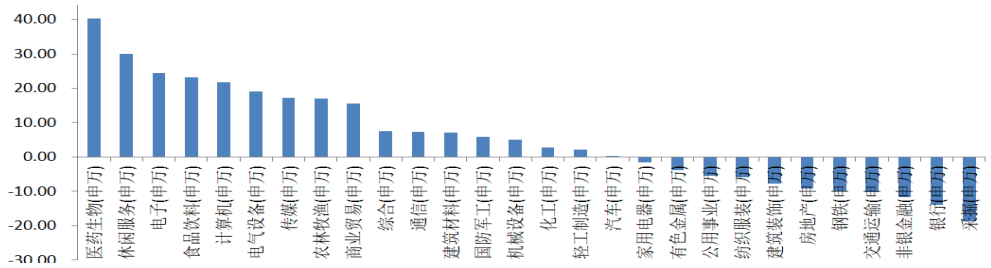
数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2020.1.1-6.30

（二）、行业表现

上半年，行业分化明显，在疫情及外围不确定因素的影响下，表现好的板块，基本上都围绕业绩的确定性。申万一级行业中，医药生物表现最抢眼，以 40.28%的涨幅大幅领涨

所有一级行业，休闲服务、电子、食品饮料、计算机等行业涨幅居前，农林牧渔、商业贸易也表现不错。而受疫情因素影响较大的行业及周期性行业表现不佳，其中钢铁、交通运输、非银金融、银行跌幅超 10%，采掘以-18.62%的跌幅居首。个股分化严重，上半年，全部 3876 只 A 股，1851 家上涨，2012 家下跌。

图 2：申万行业类表现（%）

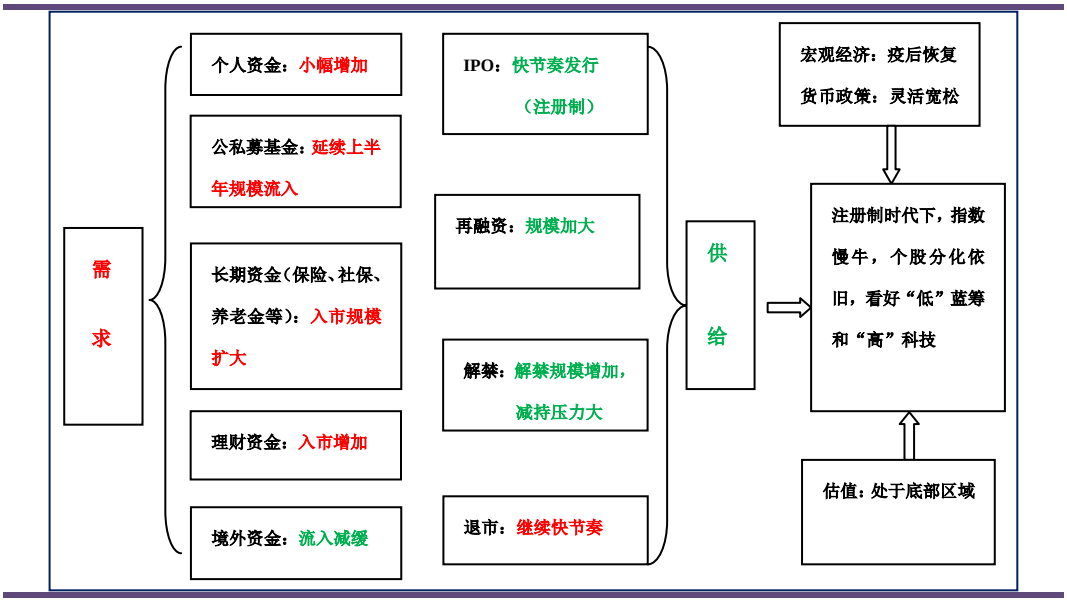


数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据统计日期为 2020.1.1-6.30

二、2020年下半年市场运行逻辑

宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要外部变量，A股本身的估值和供需关系对A股的走势起着至关重要的作用。**宏观经济环境。**疫情冲击过后，宏观经济逐步恢复。**货币政策。**全球央行货币政策宽松有望延续，国内货币政策仍有空间。**估值方面。**A股市场整体估值仍处于底部区域。**供求关系方面。股票市场需求**主要受以下几个方面因素的影响，一是个人投资者资金，有望小幅增加；二是公私募基金，公私募资金流入有望延续上半年的大规模流入；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，但仍处于净流入状态。**股票市场供给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市决定。**IPO方面，创业板实施注册制，新股发行速度有可能加快；增发和配股方面，再融资松绑，定增可能重回上升通道；限售股解禁方面，2020年下半年解禁股规模将会增加，减持规模预计会增大；退市方面，退市速度有望继续加快。综合以上宏观经济、货币政策、估值、需求供给分析，我们对2020年下半年市场行情的态度是偏谨慎乐观，指数震荡上行（**“慢牛”**），中枢逐步抬升，个股分化依旧，把握结构性机会。与其去追逐估值偏高的消费、医药股，不如挖掘滞涨的低估值蓝筹（**简称“低”蓝筹**），性价比更高。部分有业绩支撑的成长性高的中小创个股有望延续强势，特别是真正的高成长科技股（**简称“高”科技**），而主营业务缺乏竞争力、垃圾股、伪成长的中小市值个股将继续被边缘化。

图 3：2020 年下半年市场运行逻辑



数据来源：英大证券研究所整理。

（一）、影响 A 股的重要外部变量

A股的走势受宏观经济、货币政策等多方面的影响。宏观经济良好，企业盈利增加，整个社会的资金供给呈现出比较充裕的局面，将会吸引投资者资金进一步进入股票市场，从而增加对股票的需求，反之亦然。由于过去中国股市不太成熟，虽然上证指数的走势经常和GDP的走势相背离，但随着价值投资理念的逐步深入，从中长期角度看，后者还是前者运行的基础，中国股市逐步走向成熟，未来股市将会逐步成为经济的晴雨表。另一个影响A股走势的重要外部因素是货币政策，货币政策倾向宽松时，市场资金比较宽裕，有利于股票的上涨，反之亦然。

1、宏观经济

（1）、重要数据表现

GDP数据。2019年中国国内生产总值(GDP)逾99万亿元，同比增长6.1%。2020年，受全球新冠疫情冲击，世界经济严重衰退，国际贸易萎缩，国内经济面临下行的压力，今年一季度GDP同比增长为-6.8%，政府工作报告没有设定增长目标，引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”， 稳住经济基本盘。**PMI数据。**2019年有8个月PMI数据处于繁荣和衰退的临界点（50）之下，中国经济表现疲弱，但在2019年11月之后，经济运行出现积极变化，连续3个月PMI重返荣枯线上方。让人措手不及的是新冠肺炎突然来袭，2020年2月PMI指数下降到35.70%，随着疫情被控制住，全国各地陆续复工复产，3月份的PMI指数显著回升至52.0%，4月50.80%、5月50.60%、6月50.9%，连续四个月在荣枯线上，从PMI数据判断，宏观经济已经从疫情的冲击中逐步恢复正常，奔着企稳向好的趋势发展。**CPI/PPI数据。**2019年，受洪灾及猪瘟的影响，CPI持续走高，从2019年10月开始连续5个月破“3”，受春节效应的影响，

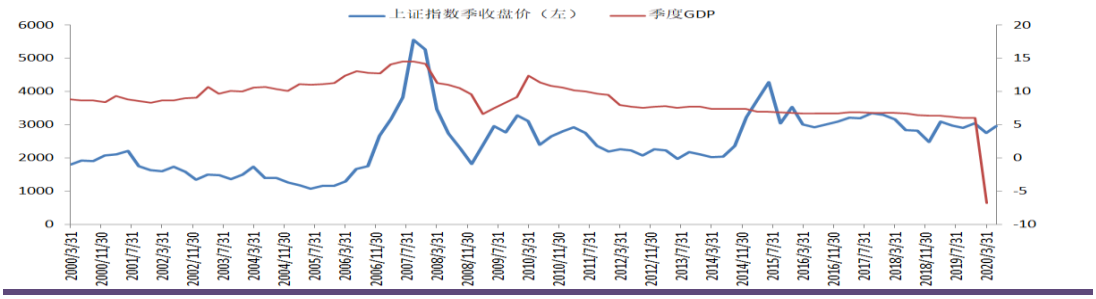
2020年1月CPI攀高到5.4%，之后逐步下降，5月降至2.4%。PPI方面，从2019年7月开始，连续6个月同比下降运行，2020年1月为0.1%，勉强翻正，2月再度回到-0.4%，之后降幅进一步扩大，5月PPI为-3.7%。3～5月CPI、PPI双双回落，需求疲弱态势尽显。随着生产生活秩序全面恢复，产能进一步释放，物价涨幅5月已经明显回落。同时管理层积极加大生猪养殖政策支持，未来猪肉价格会逐步回落，预计今年CPI高点就是1月的5.4%，全年呈现前高后低的走势。PPI方面，2019年PPI同比变动呈现前高后低的态势，基数效应为今年PPI同比变动呈现前低后高态势创造了条件，疫情的出现或将会进一步强化这一趋势。疫情对一季度经济产生明显冲击，二季度疫情被有效控制且经济逐步恢复正常，预计三、四季度经济相对前两个季度会有较高的增长，企业对各项工业品的需求将明显增加，从而推动PPI同比变动上升。

（2）、三驾马车分析

投资方面， 2020年1-2月份，全国固定资产投资增长-24.5%，受疫情影响投资明显下降，之后，为了应对疫情冲击，中央出台了一系列稳投资政策，各地整合资源优化项目审批流程，推出并集中开工一批重点项目，随着抗“疫”的胜利及政策的推进落实，固定资产投资逐步恢复，1-5月全国固定资产投资增长-6.30%，降幅明显收窄。随着专项债等资金的到位，预计下半年基础设施建设投资完成额累计同比有望发力。**消费方面**，2019年消费增速8%，小幅回落。从2018年2月份开始，社会消费品零售总额累计同比增长一直处于10%下方。受疫情影响，2020年1-2月社消零售总额累计同比增长-20.5%，消费受冲击较大。3月13日,国家发改委、商务部等23个部门联合发布《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见建议》，提出从六大方面促进国内消费市场发展。随着我国疫情得到有力控制，在政策的加持下，3-5月消费迎来反弹，不过力度仍然较弱，2020年1-5月社消零售总额累计同比增长-13.50%。鉴于居民可支配收入增长有限、高房价、高负债对居民消费的挤压效应等因素影响，消费难以出现超预期的惊喜。**出口方面**，2019年1-11月出口金额累积增速为-0.23%，从数据上看，从2019年2月开始，国内对外贸易活跃度出现明显下行，与对美贸易的下行有关。2019年12月14日，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，中美贸易摩擦进入阶段性缓和，2019年12月份当月出口增速大幅回升至8.06%。按此趋势发展，2020年出口有望好转，但是2020年初出现新冠疫情的黑天鹅，是谁也没预料到的。1-2月份疫情管控及春节假期的延长，导致外贸企业生产受限，出口供给进入“暂停”状态，1-2月出口累积增速降低至-17.2%。3月份以后，国内疫情逐步被控制住，国内复工复产有序进行，国外疫情在加速扩散，4月出口金额当月同比转正为3.5%，期间中美贸易摩擦再度紧张，5月出口金额当月同比再度下降为-3.3%，虽然受疫情及贸易摩擦影响，但从数据上看，出口增速韧性较强。展望下半年，疫情、美国大选加剧外部关系复杂化，虽然贸易摩擦全面升级的可能性很小，但是随着全球经济动能减弱，未来几个月，我国出口压力依然较大。

2020年下半年宏观经济展望。海外疫情对全球经济影响程度、持续时间及对我国外需造成影响存在不确定性，但整体偏负面。上半年疫情给国内经济带来负面冲击，但不会影响我国经济稳中向好、长期向好的基本面。疫情冲击过后，随着一系列逆周期调控政策的逐步落实推进，减税降费、纾解小微企业、民企融资难融资贵的效果将逐步显现，预计下半年经济相对上半年会有较高的增长。

图 4：上证指数与 GDP 增速走势



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.19

图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）

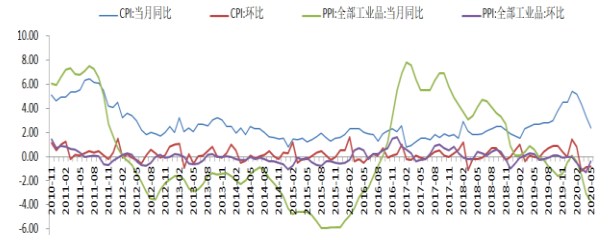
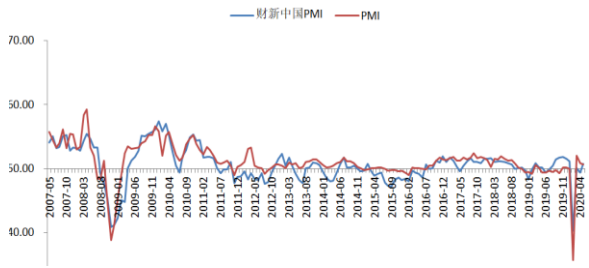


图 6：PMI 和财新 PMI（月）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.19

图 7：固定资产投资完成额：累计同比

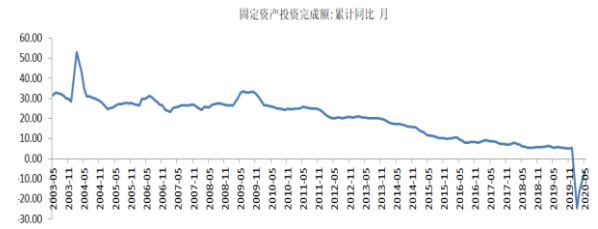
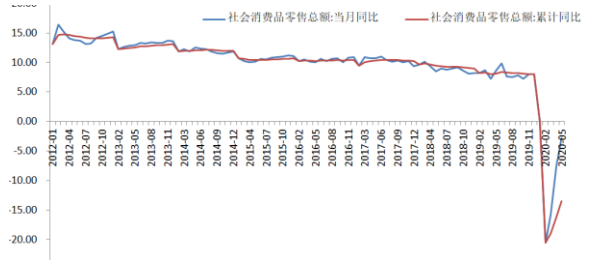


图 8：消费品零售总额：当月同比



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.22

2、货币政策

金融市场的流动性是股票市场交易活性的重要影响因素之一，股票市场的上涨与货币增速关联度较高。为了应对疫情冲击，全球各主要央行纷纷采取降息和直接投放流动性等措施以缓解经济压力。国内央行选择降准、增加再贷款再贴现额度、下调贷款市场报价利率（LPR）、小微金融债券等政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。展望2020年下半年，今年资金面最宽松阶段或许已过，但货币政策不具备转向条件。综合考虑疫情影响程度与政策效果有待评估，经济面临复杂的内外环境，特别是外部环境，预计货币政策会更加灵活适度。

（1）、存款准备金率

2020年年初，央行降准如期而至，1月6日，央行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)，此次全面降准大约释放长期资金8000亿元。3月16日，央行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至1个百分点。在此之外，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，此次定向降准共释放长期资金5500亿元。3月31日，国常会表示，增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿，进一步实施对中小银行定向降准。加大对中小微企业的精准支持，提高金融服务疫情防控、复工复产和实体经济发展的质效。4月3日，央行中国人民银行决定对农村信用社、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，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。在疫情的扰动下，从内外部环境看，当前稳经济诉求较大，预计未来货币政策会更加灵活适度，央行在全面降准、定向降准方面还有空间，降息也可能逐步推进，预计降息仍以调降LPR为主，但不排除全面降息的可能性。

（2）、M1 和 M2 增速

M1从2016年7月份25.4%开始逐步下降，同时M1与M2剪刀差进入收窄趋势之中，2018年2月份开始出现负的剪刀差，之后负的剪刀差逐步扩大，2019年1月份M1和M2增速的剪刀差扩大到8个百分点，创下近年新高，说明企业现金流紧张，宽货币向宽信用传导不畅，央行意识到这个问题之后逐步加大疏通货币政策传导渠道，通过各种措施缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题。2019年2月负的剪刀差有所收窄，企业现金流水平略有改善。截止到2020年5月，已经连续28个月出现负的剪刀差。此前受春节和疫情叠加因素影响，1月M1增速曾罕见为0。为了对冲疫情的冲击，金融体系加大了对实体经济支持，在流动性的支持下，之后几个月M1、M2增速明显回升。2020年5月末，广义货币(M2)余额210.02万亿元，同比增长11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高2.6个百分点，表明在央行一系列宽信用措施带动下，货币供应量增速较上年明显加快；狭义货币(M1)余额58.11万亿元，同

比增长6.8%，增速分别比上月末和上年同期高1.3个和3.4个百分点，显示企业现金流持续改善。今年的政府工作报告中明确提到“创新直达实体经济的货币政策工具”，推动利率持续下行，表明央行的重心由宽货币切换至宽信用，后续宽信用政策仍有望加码，未来M1、M2增速有望继续保持较高增速。

图 9： 存款准备金率

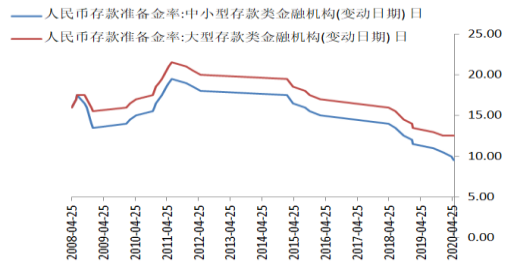
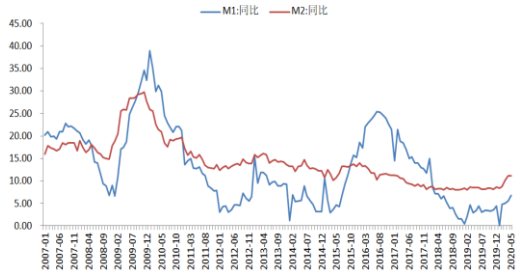


图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2020.6.23

（3）、社会融资规模

2018年10月社会融资规模当月值7288亿元，创两年的新低，在此时间节点之后股市大幅下跌，之后货币政策边际放松，社融数据出现回升，2019年1月社融信贷数据超预期，之后社融存量增速回升，伴随的是，上证指数从2019年1月初的2440低点一路上行到3288点。2019年10月新增信贷社融再次出现超预期回落，创下新低6618亿元，整体上看，2019年社融超预期的忽高忽低，说明当时实体经济对未来的判断分歧较大。2020年前两个月社会融资规模增量累计为5.92万亿元，比上年同期多2717亿元。一月当月，社融新增50518亿元，超市场预期，受新冠疫情影响，二月社融增量有所下滑，但整体依旧保持相对稳定。3～4月，社融数据连续二个月超预期，5月社融增速继续加快，社融规模增量至3.19万亿元，表明随着复产复工推进，实体经济融资需求有所回暖。今年两会明确指出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，在宽信用的政策导向下，下一步针对国民经济薄弱环节的宽信用力度会进一步加大，实体经济融资环境将持续改善，未来几个月社融仍有望保持高速增长。

（4）、外汇占款

保持外汇储备和人民币汇率的稳定仍是央行的目标之一。**外汇占款。**2016年1月开始，央行外汇占款在下滑，特别是2016年7月至2017年1月出现大幅减少，直到2017年9月出现企稳，之后窄幅波动，变化不大。2018年1至7月央行口径的外汇占款连续小幅回升，连续5个月在21.5万亿以上，但2018年9、10月又出现大幅下滑，分别减少了1193、915亿元，最近

几个月外汇占款降幅收窄趋稳，接连19个月维持在21.2万亿左右的水平，截至2020年5月末，外汇占款是21.18万亿。**外汇储备**。2017年1月我国外汇储备跌破3万亿美元的关口，之后几个月略有上升，维持在3万亿美元以上，2019年5月重回3.1万亿以上，之后围绕3.1万亿上下窄幅波动，变化不大。截至2020年5月末，我国外汇储备规模为3.1万亿美元。虽然受疫情的影响，全球经济面临的不确定因素增多，但国内战“疫”胜利，零星散发也在可控范围内，且我国经济潜力足、韧性强、政策工具多，将继续为外汇储备规模总体稳定提供支撑。**美联储货币政策。**2019年8月1日，美国联邦储备委员会宣布降息25个基点，这是2008年12月以来首次降息，美联储货币收缩周期结束。之后2019年9月19日、10月31日又分别降息25个基点，2019年美联储三次降息，共降息75个基点。受疫情的影响，2020年3月3日，美联储宣布紧急降息50个基点后，3月15日，美联储再次紧急100个基点，联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%区间，并宣布不限量买入美债和MBS，开启无限量QE等救市对冲政策。目前全球流动性总龙头美联储已降至零利率，德国、日本在负利率附近徘徊。在疫情此起彼伏，经济恢复仍需时日的背景下，预计下半年全球货币政策仍是维持宽松的基调。**人民币汇率问题。**2018年年末那段时间，人民币汇率在破7的边缘试探，大家都在争论保不保“7”的问题，但2019年一季度人民币的走势出乎大家预料，2019年年初人民币连续3个月升值，5月受中美贸易谈判不及预期的影响再度出现贬值，2019年8月5日上午，无论是离岸市场还是在岸市场，人民币对美元汇率双双“破7”，但央行表现的特别淡定。在贸易摩擦有所反复的背景下，人民币汇率2019年2-3季度小幅贬值，对冲出口企业压力。2019年11月13日，中美第一阶段商贸协议文本达成一致，人民币汇率小幅升值，之后在7上下窄幅波动。2020年一季度受国际疫情的影响，国际外汇市场出现了比较大的波动，人民币汇率也受影响出现一些波动，5月中美关系再现波折，人民币汇率小幅贬值，但整体来看还是是平稳的。展望2020年下半年，我们认为人民币大幅升值和贬值的概率都不大，估计围绕7下上小幅波动。

图 11：社会融资规模（亿）

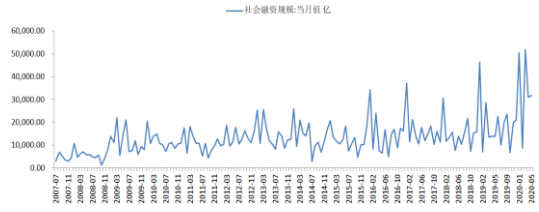
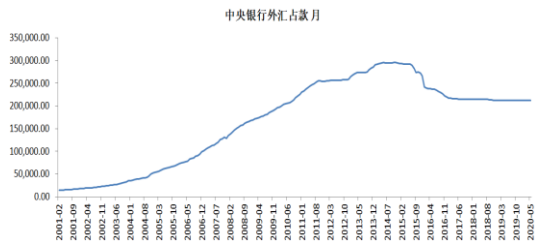


图 12：外汇占款（亿）



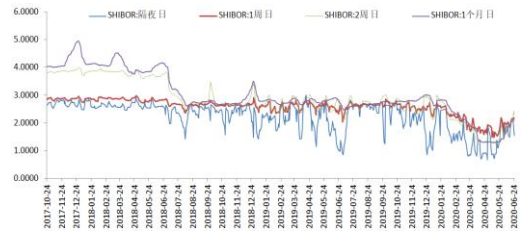
数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.23

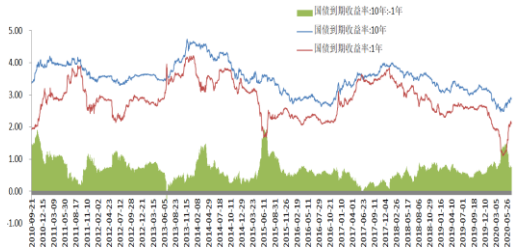
（5）、利率指标

2020年以来，年初在疫情冲击下，央行通过公开市场操作、降准、再贷款等货币政策

工具投放大量流动性，为抗疫提供流动性支持。银行体系流动性前几个月一直处于相对充裕合理的水平，短端国债收益率大幅走低，长端国债收益率也出现明显下行，4月8日，10年期国债收益率最低向下跌破2.5%，创出2002年以来的新低。5月以来随着市场对经济回暖预期增强，国债收益率有明显上行。截止2020年6月24日，10年期国债利率为2.87%，随着经济的企稳，货币政策回归常态，资金面最宽松的阶段或已经过去。

图 13：银行间同业拆借加权利率（%）　　**图 14：1 年和 10 年期国债收益率(%)**





数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.24

（二）、市场估值

我们通过纵横比较来定位目前A股估值所处的位置，通过企业盈利分析来预估市场估值的未来走向。经过分析比较，无论与历史数据的纵向比较，还是与国外数据的横向比较，长期看，A股市场整体上估值仍处于底部区域。上半年，新冠疫情对中国经济带来较大的冲击，下半年经济有望企稳好转，上市公司业绩增速也将会缓慢抬升，估值存在修复的空间。

1、纵横比较

目前A股估值是否足够便宜？我们下面通过纵向和横向两个方面进行比较。

（1）、纵向比较

从历史行情的顶和底，以及相应的市盈率的对比发现，大盘平均市盈率的高低和大盘指数的顶与底有很大的相关性。过去30年来，**沪指平均市盈率在15倍左右、市净率1.7倍左右的时候，市场就是一个底部区域**。2020年6月24日，上证综指市盈率维持在13倍左右，PB是1.3倍左右，沪深300市盈率是12.6倍左右，PB是1.4倍左右，深圳成指市盈率是29倍左右，PB是3.0倍左右，创业板指的市盈率是65倍左右，PB是7.5倍左右。上证及沪深300估值依旧处于底部区域。3月17日银保监会喊话A股低估，股票市场整体市盈率较低，短期是比较好的避险资产，长期是比较好的价值资产。3月22日召开的国新办新闻发布会上，证监会副主席李超表示，现在A股市场的估值较低。

（2）、横向比较

从横向比较的角度来看，目前A股与全球股市相比依旧具备估值优势。截止2020年6月24日，上证综指市盈率为13倍，除相对港股（恒生指数PE=10.2，PB=0.95）外，比美股（道琼斯工业指数PE=22.7，PB=4.9）、日股（日经225 PE=26.5,PB=1.7）、法股（法国CAC40 PE=20.1,PB=1.5）、德股（德国DAX PE=23.7,PB=1.5）、英股（英国富时100 PE=22.7,PB=1.5）等市场估值水平还是偏低些，A股处于历史低位的市场估值显示了未来市场发展的巨大潜力。

图 15：上证指数市盈率比较

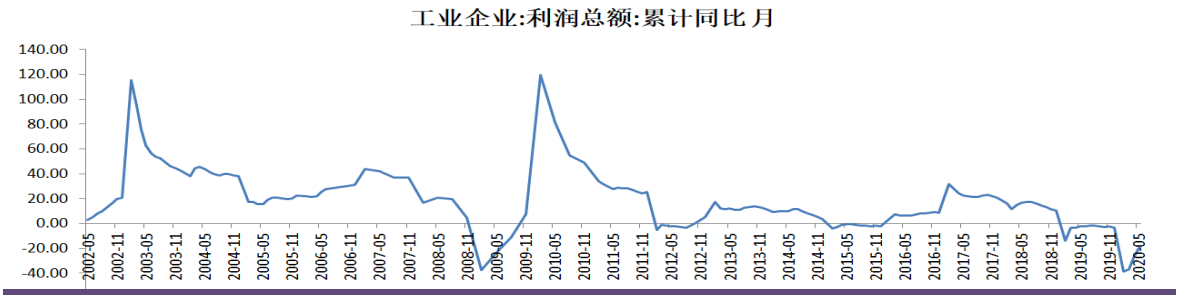


数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2020.6.24

2、企业盈利

企业盈利增速影响未来估值。如果企业盈利增加，有利于增加上市公司估值，反之亦然。A股上市公司盈利增速与工业企业利润增速一直保持高度相关，2019年1-12月份，全国规模以上工业企业实现利润总额累计61995亿元，同比下降3.3%。今年受疫情的冲击，盈利增速在一季度大幅探底。2020年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额累计18434.9亿元，累计同比下降19.30%。但就5月单月看，5月份全国规模以上工业企业实现利润总额5823.4亿元，由4月份同比下降4.3%转为增长6.0%，国内工业企业利润增速今年首次转正，工业利润作为重要的经济指标，它的持续回暖，再次印证中国经济在继续修复。在经济基本面持续回暖支撑下，预计上市公司三季度业绩明显好转，全年表现出“V”型趋势，有利于支持股市稳定发展。

图 16：工业企业盈利表现



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.28

（三）、A 股的供求关系

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）。证券市场的供给主体是上市公司，由已经上市的老股票和新上市的新股票构成。预计2020年下半年个人投资资金有望小幅增加，公私募资金流入有望延续上半年的大规模流入，保险、社保、养老金、企（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，外资流入可能会小幅放缓，IPO及再融资扩容、大小非净减持对资本市场仍形成一定压力。

1、股票市场需求的主要决定因素

（1）个人资金

根据wind资讯的数据显示，截至2019年2月22日的数据为例，我国股票市场期末投资者账户数量总计14807.48万，其中，自然人账户数量为14771.98万，占比99.76%。根据2020年一季报粗略估计，个人投资者（剔除机构）持流通A股市值占比约为33.97%。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，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年市场行情转暖吸引部分个人投资者资金重新入场，2020年一季度两市成交量更是频频破万亿，随着“余额宝”类产品的收益下行，居民存款有望搬家到股市，预计2020年下半年个人投资者的资金有望小幅增加，但不要有太高的期望，因为居民财富大部分被房地产占据。虽然有部分专家估计居民财富配置方向将由房地产转向股市，但短期没看到这种迹象。

①、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，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6月12日，沪指在2900点附近，假设下半年A股有望走出慢牛的行情（沪指涨至3200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2.2%的水平，则2020年下半年融资资金增量约1100亿元。

图 17：上证指数及沪深两市融资余额

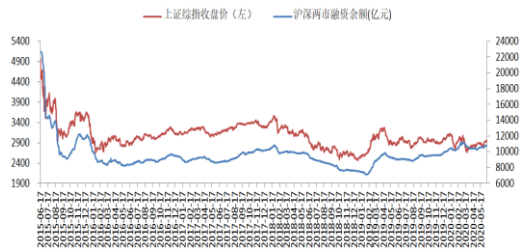


图 18：两市融资买入额占 A 股成交额

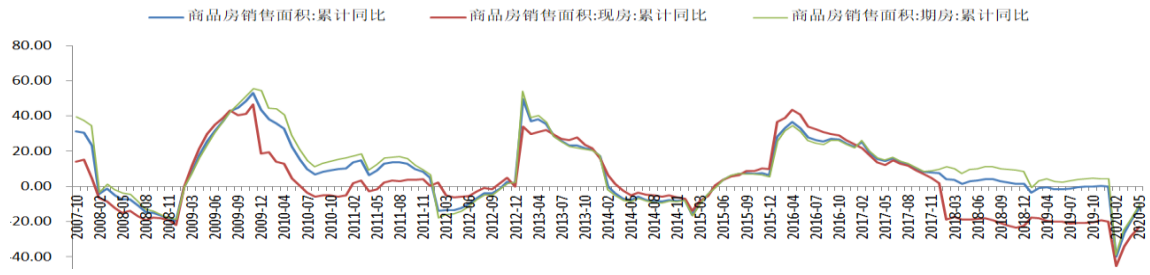


数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.12

②、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年一季度，个人住房贷款余额合计为31.2万亿元，较年初的30.2万亿元，继续增长1万亿元，同比增长15.9%。2020年1至5月份，全国房地产开发投资45920亿元，累计同比下降0.30%，全国商品房销售面积48703万平方米，1-5月累计同比下降12.30%，全国商品房销售额46269亿元，1-5月累计同比下降10.60%，但5月单月的环比数据已经大幅回升。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，5月份数据降幅收窄，多项指标5月转正，部分一二线城市已经明显出现楼市 “小阳春”。由于疫情对今年的经济打击很大，后期房地产或有因城施策的放松，下半年，房地产基本面有望持续改善。但是，今年政府工作报告

再提“房住不炒”，长期看房子所能承载的增量资金大概率是下降的，但短期没看到房地产资金回流股市的迹象。

图 19：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： 2020.6.12

（2）公私募基金

根据2020年一季报统计，机构投资者（剔除一般法人、非金融类上市公司及陆股通）持流通股市值占比约为7.95%，与2019年年报比有所下降。尽管机构投资者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，机构投资者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。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，2020年以来，公募基金发行火热，年初至到2020年6月12日，公募基金发行股票型基金1423.54亿份（去年1-6月份678.93亿份），混合型基金4259.70亿份（去年1-6月份1234.99亿份），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，如果下半年能够延续上半年的发行规模，那么估计下半年公募基金给股市带来增量资金的规模可能达到3000多亿元。私募方面，进入2020年以来，私募证券投资基金管理规模企稳回升。截至2020年4月末，私募证券投资基金规模2.62万亿元，较年初（2.45万亿）增加1720亿元（约7%）。假设股票仓位按50%配置，估算2020年上半年私募基金为股市带来增量资金约860亿元。假设2020年全年私募证券投资基金总规模提升15%，估算私募基金下半年带来增量资金约900多亿元。

（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。2020年1月3日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（以下简

称《意见》），其中提及有效发挥理财、保险、信托等产品的直接融资功能，培育价值投资和长期投资理念，改善资本市场投资者结构。大力发展企业年金、职业年金、各类健康和养老保险业务，多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。

①、保险资金。从2018年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。2018年10月24日，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。该政策的亮点在于明确了保险公司设立的专项产品，不纳入保险公司权益类资产计算投资比例，不受之前的“险企投资权益类资产的账面余额合计不得高于本公司上季末总资产的30%”的监管比例限制。2019年1月28日银保监会再度表示鼓励保险资金增持上市公司股票，维护资本市场稳定。2019年7月4日，银保监会副主席梁涛表示，正在具体研究提高保险资金投资权益类资产比例。目前保险资金投资权益类资产比例的上限是30%，还有一定的空间。险资投资于基金和股票的比例2017年以前维持在12%以上，2018年有所回落，但2019年再度回到12%以上。2020年3月25日，《保险资管产品管理暂行办法》公布，定位私募、中长期金融产品的供给者、对接实体的直接融资工具、秉持价值投资。展望未来，监管层正在研究提高保险资金权益投资比例上限，或从目前30%的上限提高至40%，这将有利于进一步引导保险资金入市。截止2020年4月，保险总资产218731亿元（2019年末205645亿元），较2019年末增长6.36%。资金运用余额196054亿元（2019年末185271亿元），较2019年末增长5.82%，其中股票和证券投资基金26654亿元（2019年末24365亿元），较2019年末增加2289亿元，占比提升至13.59%。我们认为保险资金提升投资比例将成为未来的长期趋势，假设险资资金运用余额10%的历史增速，若以投资比例为13.0%测算，预计2020年下半年险资将为A股市场带来约1000亿元的增量资金。

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。虽然现有养老保险基金积累有六万亿元，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，但一般情况下无法达到上限，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。2020年1月11日，在全球财富管理论坛2020年首季峰会上，财政部、一行两会等监管部门领导表示促进养老金投资与资本市场良性互动及增加配置权益性资产。2020年4月21日，人力资源和社会保障部新闻发言人卢爱红在人力资源和社会保障部2020年一季度新闻发布会上表示，22省份签署基本养老保险基

金委托投资合同，累计到账资金9253亿元，较此前2019年三季度披露7992亿元增加了1261亿元，按照12%的投资比例推算，一季度新增到账的部分带来增量资金约75亿元，据此推算，下半年增量约为150亿元。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。

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（以下简称社保基金会）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。2018年末，社保基金资产总额22353.78亿元，如果按照最低30%投资于A股，理论上有6600亿元规模，但实际上没那么多，2018年社保基金持股市值约为1936.96亿元，持股市值占比8.6%左右。2019年社保基金持股市值约为3784亿元，比2018年增加1848亿元。截止到2020年一季度社保基金持股市值约为3528亿元，未来大概还有3000多亿元增量资金可投资A股。如果按2019年的规模增速预测，2020年下半年增量资金约为900亿元。2020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，自去年9月推开，计划于2020年底前基本完成，在2020年2月20日下午举行的国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制的新闻发布会上，财政部相关发言人表示，加大划转部分国有资本充实社保基金的力度，截至2019年底，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1.3万亿元，地方层面划转的工作也正在积极的推进。这块资金的入市节奏，我们没法做出判断。

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2019年年末，全国有9.6万户企业建立了企业年金，比上年增长9.83%。企业年金基金累计结存17985亿元，比2018年增加3215亿元，增长21%。按照现行规定的30%投资上限，企业年金可供投资二级市场股票的理论上限提高至了5395.5亿元。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，2019年年度也就9054亿左右，其中权益类资产的为597亿元，比2018年增加290亿元。2020年受疫情的影响，预计企业年金增速可能边际放缓，不过，目前企业年金权益类资产的规模很小，对市场影响不大。假设2020年降至15%左右的增速，按照10%的股票投资比例计算，则2020年全年带给股市的增量资金约270亿元。

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。截至2019年10月30日，包括中央国家机关事业单位、31个省(区、市)以及新疆生产建设兵团在内的全国33个职业年金项目中，已有12个职业年金项目启动投资运作。按此节奏，预计绝大部分省份的职业年金2020年上半年将相继投入运作，为市场带来可观的长期资金。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5年8个月时间，则职业年金目前实账积累的规模约10608亿元，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%，则目前的存量规模给A股带来增量资金约1000亿元。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年被视作理财子公司“元年”，截至6月16日，已获批的银行理财子公司共19家，其中13家已经正式开业，包括国有六大行在内的13家银行的理财子公司。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。2019年三季度末，银行非保本理财产品存续规模为23.48万亿元；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。这就意味着2019年下半年以来，银行非保本理财的规模相比2019年中的22.18万亿元累计增加3.72万亿元，银行理财产品规模重回扩张。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年上半年银行理财半年报，权益类理

财产品占全部非保本理财产品存续余额仅为0.32%（约700亿），如果2020年下半年0.5%的资金配置股市，则带来增量资金约595亿元。

（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2019年12月，外资持有的A股约2.1万亿元，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，年初至6月16日，流入约940亿。A股纳入国际指数方面，2020年主要为富时罗素指数针对A股第一阶段扩容的第三步，A股纳入因子比例提升至25%，此次扩容分两步实施，其中四分之一于3月20日完成，带来被动增量资金约70亿元，剩余的四分之三于2020年6月19日实施，带来被动增量资金约210亿元。此外，MSCI在5月13日公布的半年度指数调整中，并未提及进一步提高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2020年内难有进一步扩容。参考韩国和中国台湾地区经验，韩国和中国台湾地区在纳入比例维持不变的期间，外资还是保持净流入态势的。我们预计2020年外资流入规模较2018、2019年边际下降，回到2017年的2000亿左右的水平（2020年与2017年类似，国际指数纳入比重没有变化，但未来有纳入预期）。综上所述，据此估算外资下半年净流入规模可能达到800多亿元。

图 20：陆股通资金（亿元）

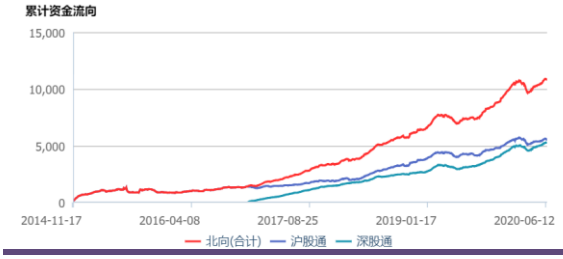
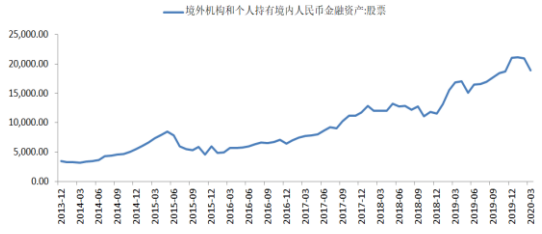


图 21：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.17

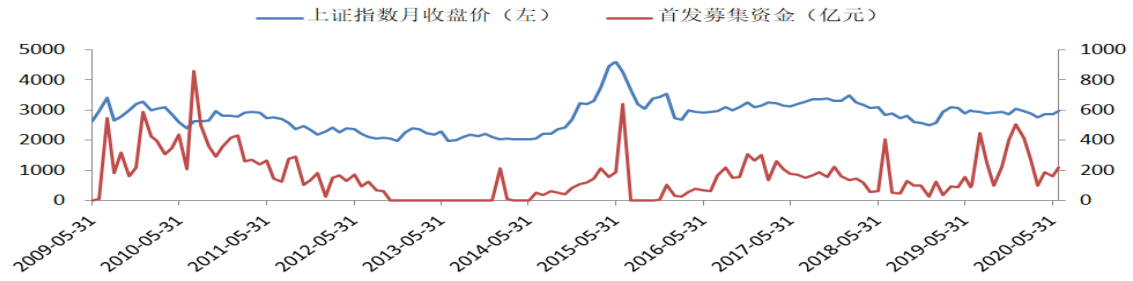
2、股票市场供给的主要决定因素

股票市场供给方面的主体是上市公司，上市公司的数量和质量构成了股票市场的供给方。股票市场供给量多少主要由IPO、再融资（增发、配股等）、限售股解禁及退市决定。

（1）IPO

2017年IPO首发438家，总计筹资2301亿，2018年IPO首发105家，比2017年家数同比减少76%，总计筹资1378亿元左右，比2017年减少40%，之后，2019年沪深三大股指普涨。2019年IPO首发203家，比2018年家数同比增加93%，总计筹资2532亿元左右，比2018年增加83%。就每周发行家数看，2017年11月份之前基本是每周9-10家的发行速度，2018年4月之后，证监会基本保持每周核发2-3家IPO批文的速度，2019年以后有所加快，目前维持每周4-5家左右的速度。截止2020年6月24日，今年以来IPO首发已发115家，融资金额1353亿元，相当于2019年全年IPO规模的53%，意味着今年IPO规模较去年略有扩大。截止2020年6月24日，中国证监会受理首发企业249家，创业板改革并试点注册制，创业板注册制首发受理企业50家。2019年7月22日，科创板并试点注册制正式落地，短短1年不到的时间，科创板上市公司数量超115家。新三板精选层也在争取大批公司直接转板上市，上述种种措施导致的不可避免的结果是下半年融资、再融资压力加大。个股将进入分化的时代，对投资者的专业要求更高了。

图 22：IPO 募资规模和上证综指走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期 2020.6.24

（2）再融资（增发、配股、可转债）

再融资是指上市公司通过增发、配股和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。2013年以后A股市场再融资规模大幅增长，随着A股再融资市场演绎成过度繁荣后，一些上市公司逐步脱离了主业，而将精力放在了“并购重组，炒概念”等，部分上市公司大股东高位大幅减持套现，损害了中小投资者利益，由此再融资监管政策于2017年开始逐步收紧，证监会在2017年2月发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象。后续二级市场股票质押爆雷的频频出现，部分上市公司出现资金链紧张等问题，由此，2018年11月资本市场改革推进加速，再融资间隔由18个月缩短至6个月，2019年10月18日，重大资产管理办法再次修订，重启配套融资，2019年11月8日再融资新规征求意见稿出台。2020年2月14日晚间，证监会正式发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（简称《再融资规则》），并自发布之日起施行。本次再融资政策的松绑，有助于引导投

资者积极参与上市公司再融资，大幅改善上市公司的融资环境。从WIND的数据统计来看，配股、优先股的金额较少，增发占据了近几年股票发行的主要规模，而其中绝大部分都是定向增发，2017年，增发募集资金共12705.31亿元，占一级市场融资规模比重为73.7%，2018年增发规模下降为7523亿元，2019年增发规模较2018年继续放缓，募资6887亿。在增发持续放缓的情况下，很多上市公司转而通过可转债进行再融资，2019年可转债发行规模合计为2477亿元，远远高于往年。今年再融资新规松绑后，对定增市场具有明显提振，在增发市场回暖的情况下，可转债发行有所降温。截止到2020年6月24日，年初至今增发规模为3566亿元，可转债发行规模合计为946亿元。截至6月24日，年内公布的定增预案共592个，对应计划募资规模达到8426亿元，可转债预案共173个，对应计划募资规模达到2639亿元。预计，下半年上市公司定增热情有望延续，从三季度开始，增发实施规模可能开始逐渐扩张。

图 23：增发配股实际募集资金和沪综指走势

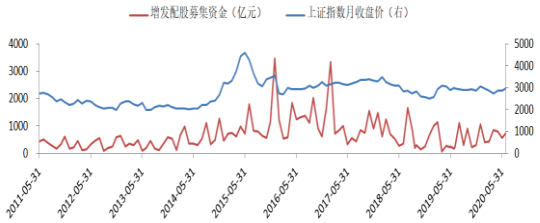
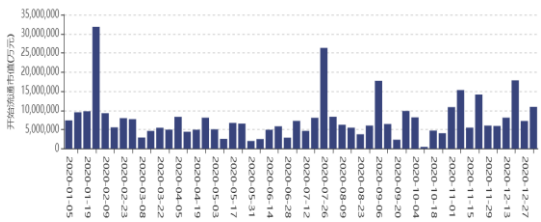


图 24：限售股解禁阶段统计（万元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.24

（3）解禁、增减持、回购

①、限售股解禁

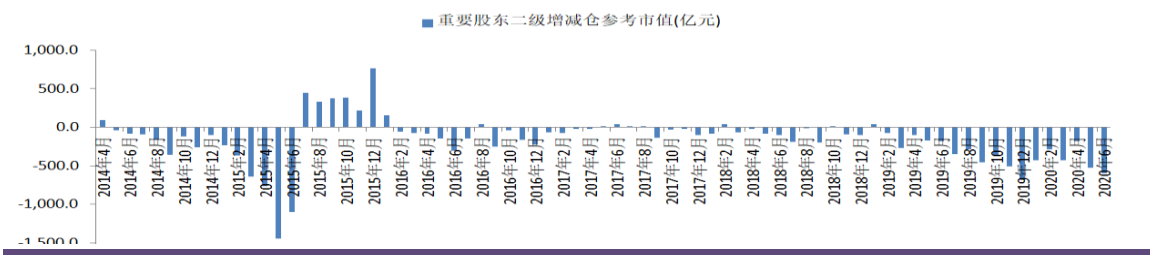
限售股解禁后，大股东大幅减持历来为投资者所诟病。2017年上半年新股发行加速，未来大小非解禁的减持堰塞湖令市场担心，为进一步规范上市公司有关股东减持股份行为，完善上市公司股份减持制度，2017年端午节前夜，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。从供需的角度看，减持新规短期内减少了供给的压力，但只是把压力往后推迟。2020年2月14日，再融资新规出炉，放松非公开发行股票的锁期限制，锁定期缩短至18个月和6个月，不受减持规则限制。2017年至目前发行了大量新股，都会成为未来的潜在的供给，2020年大股东解禁将达到高峰期。2019年解禁股开始流通市值约为3.3万亿，2020年约为3.6万亿，解禁规模较2019年明显增加。2020年7月和年末是两个解禁的小高峰，下半年解禁规模达到2.2万亿元，较上半年有所增加。

②、产业资本增减持

A股全流通时代,产业资本在中国资本市场中的话语权越来越重。一般规律如下：产业资本股东增持与减持的顶部与大盘指数底部与顶部有高度的一致性。控股股东整体上并未将上市作为纯粹的套现过程,他们对于上市公司的发展有着更为长远的规划。在确保控股股东的控制权地位安全情况下,控股股东对于经营情况良好的资产逢低增持,对于经营情况不佳的资产逢高退出。高管股东增减持行为表现出明显的“内部人”效应,他们能够在公司各项指标的高点减持股票,在低点增持。

万得资讯统计数据显示，2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增值97.1亿，同时大盘出现见底回升，而2015年5月份净减持量达到1441亿，6月1日至6月19日减持数据达1074亿元，主要是市场连续疯牛之后，而实体经济的资金面偏紧仍没有改观，产业资本的减持量增加，说明产业资本对后面的情绪开始偏谨慎，之后市场出现了前无所有的股灾。经历二轮暴跌洗礼之后，诸多上市公司股价遭到腰斩，很多个股从最高价跌幅超过80%，投资价值逐步显现，各路资本增持此起彼伏。从统计数据看，2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹。自2016年7月至2017年4月，重要股东二级市场一直是处于净减持状态。2017年5月26日证监会出台了减持新规对限售股的减持进行限定。证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份若干规定》，新规对股东、董监高通过集合竞价、协议转让、大宗交易等方式转让规模、限定期限都有了详细规定。上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。防范“过桥减持”，股份出让方、受让方应当在减持后6个月内继续遵循减持详细披露、减持股份数限额、锁定期限等规定。减持新规发布后，减持减少，增持增加，2017年5-8月连续四个月出现净增持。2017年12月份之后出现一波小幅上涨。2018年4月27日，资管新规正式颁布实施，市场连续调整，个股跌幅惨烈，不少个股创出了多年来甚至历史新低，减持规模处于低位，2018年10月底还有小幅增持，之后2019年一季度市场迎来逼空式上涨，股东减持动力增强，2019年2月至2020年6月，重要股东二级市场连续16个月净减持，减持金额约5894亿。2020年上半年减持约2436亿元，相较于去年同期，净减持规模明显增大，对市场形成利空，值得注意的是， 2020年下半年解禁规模约2.2万亿，预计下半年净减持压力依旧较大。

图 25：重要股东增减持



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2020.6.25

③、股份回购

股票回购也多发生在股市低迷期，股票回购可以释放积极信号，也可以作为判断市场底部的指标之一。如果上市公司大规模回购，意味着大量回购资金将流入，这就有助于改善市场资金面。2019年1月11日晚间，沪深证券交易所分别发布了上市公司回购股份实施细则，是我国资本市场基础性制度改革的重要成果。为上市公司更为灵活、便捷实施股份回购“铺路搭桥”，大大助力上市公司回购。新规明确回购数量或资金总额的上下限，且上限不得超出下限的1倍。在各类政策的催化作用下，2018年年底开始，很多上市公司纷纷抛出了回购方案，为A股提供更多的增量资金。根据万得资讯统计数据显示，2019年延续了2018年回购潮，2019年全年已回购金额约1298亿元，是A股迎史上最大回购潮。截止到6月25日，2020年A股上市公司已回购金额达544亿元，随着A股国际化加快，回购作为市值管理、股东权益维护的最佳方法之一，被越来越多的优质上市公司采用。目前处于股东大会通过、董事会会预案进程的回购预案较多，预计下半年有望保持目前良好的回购态势。

（4）退市

作为一个成熟且完善的证券股票投资市场，包括上市公司的上市制度，还包括上市公司的退市制度，上市管“入口”，退市管“出口”。从某种程度上说，退市制度清退劣质公司，起到收缩供给的作用。过去我国证券市场是处于“只进不出”的尴尬局面，但随着管理层加大退市的力度，退市效率在逐步提升，退市制度也在逐步完善。2018年3月份证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见，其中一个突出内容是强化沪深交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任，加大退市执行力度。随后，沪深交易所快速跟进，分别就修订《上市公司重大违法强制退市实施办法》公开征求意见。2018年7月27日，证监会明确上市公司构成欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市；对有关重大违法公司，特别是严重危害市场秩序，严重侵害群众利益，造成重大社会影响的，坚决依法实施强制退市。2018年11月16日晚，沪深交易所相继发布退市新规，《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》、《上市公司重大违法强制退市实施办法》对于涉及重大违法的情形，将可能被强制退市。2018年以来，在严格执行退市制度的基础上，已有接近30家上市公司被强制退市或处于退市程序中，已经形成了常态化的退市制度安排和实践操作。科创板在退市制度方面再进一步取消暂停上市和恢复上市，同时创业板注册制落地，对应的是退市制度执行力度会更强，预计2020年下半年退市速度会更加高效。

三、2020年下半年市场展望

（一）、主板市场展望

在2018年12月中旬市场极度悲观的时候，我们通过多维度的研究，在2019年度策略报告中预测2019年慢牛起点的来临，2019年一季度市场大涨后，2019年二季度策略报告中我们提醒，二季度市场上行的脚步会放缓，更多的是结构性机会，2019年三季度策略报告中我们提醒“硬科技”真成长优先，2019年四季度策略报告我们提醒，低估蓝筹退可守，科技成长进可攻。2020年一季度策略报告中，我们推荐科技股的投资机会，2020年二季度策略报告中提醒疫情冲击是短期的，是中长期配置A股的黄金时段。2019年及2020年上半年市场的走势的验证了我们的判断。展望2020年下半年，疫情方面，在没有特效药的情况下只能等待疫苗了，全球疫情此起彼伏或将成为常态，对股市的影响逐渐钝化。宏观经济环境方面，经济逐步从疫情的冲击中恢复。货币政策方面，全球央行货币政策宽松有望延续，国内货币政策空间较大，配合财政刺激拉动需求，积极财政政策将是推动经济走稳重要抓手。估值方面，目前A股市场整体上的估值处于底部区域。供求关系方面，预计个人投资者资金小幅增加、公私募资金有望延续上半年的大规模流入、理财增量资金加大，保险资金、养老金等长期资金入市规模会继续扩大，境外资金流入可能会放缓。股票市场供给方面，创业板实施注册制，新股发行速度加快，再融资压力加大，解禁规模增加，减持压力加大。退市方面，退市速度有望更快。综合以上宏观经济、货币政策、估值、需求供给分析，我们对2020年下半年市场行情的态度是偏谨慎乐观，指数震荡上行（“慢牛”），中枢逐步抬升，个股分化依旧，把握结构性机会，与其去追逐估值偏高的消费、医药股，不如挖掘滞涨的低估值蓝筹（简称“低”蓝筹），性价比更高。

（二）、中小创市场展望

从2019年三季度策略报告开始，我们更加看好中小创的投资机会，市场的走势也验证了我们的判断，2019年下半年创业板指数上涨18.96%，领先沪指16.57%。即便在全球股市暴跌的2020年一季度，创业板指数仍然上涨4.10%，上半年更是大幅跑赢沪指37.75%。展望下半年，部分有业绩支撑的成长性高的中小创个股有望延续强势，特别是真正的高成长科技股（简称“高”科技）。虽然科技股短期受到美国“卡脖子”的反复冲击，叠加阶段性泡沫使得板块波动加大，但是波动之后依然不改向上的趋势，理由如下：一是，中美贸易摩擦直接暴露中国在科技领域的短板，国家鼓励科技创新的政策不断出台，资源逐渐向科创领域倾斜。二是，对民营企业扶持政策会延续，继续破解民企融资难融资贵问题，并购重组和再融资政策的放开，部分中小市值成长股有望借助合理融资做大做强。综上所述，我们建议，进取型投资者可以在中小市值股票中甄选真正具备高成长潜力的股票，方向包括通信、国产芯片、智能制造、物联网、信息安全、云计算、人工智能等新兴领域中具有自主可控的核心科技的公司。再次提醒投资者注意，随着退市加快及创业板注册制的实施，个股分化将会延续，主营业务缺乏竞争力、垃圾股、伪成长的中小市值个股将继续被边缘

化，翻身的机会比较渺茫，投资者尽量规避。

（三）、行业展望

2019年年度策略报告中我们重点推荐了券商、工程机械龙头及5G板块，远远跑赢大盘的涨幅。2020年一季、二度策略报告中提示5G、芯片、半导体、消费电子类个股投资将会，市场走势也验证了我们的判断。展望2020年下半年，我们比较看好的行业个股如下：一是低估值、高股息率的行业（银行、石油石化、公用事业、交运）及竞争力强的现金流良好的周期类（地产、基建、煤炭、有色）且股价在低位的行业龙头股票。二是超跌行业、景气度（有望）回升，比如影视、汽车等。三是5G、芯片、半导体、消费电子等电子信息类。四是受益于业务扩张的券商股。五是主题投资比较看好国企改革和军工。

1、低估值、高股息率行业

低估值、高股息率行业对境外资金和中长期资金有吸引力。稳健的投资者可以精选银行、石油石化、公用事业（水、电、燃气）、交运、地产、煤炭、钢铁、有色等领域现金流稳定、低估值、高分红、股价低、具有明显的行业竞争优势的龙头个股。（我们统称为“低”蓝筹）

2、新老基建产业链

为对冲经济下行，基建投资是相对可靠的抓手，后续配置可考虑二个方向。一是新基建方向：5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等。二是老基建：建筑、建材、机械等行业。4 、5月份挖掘机同比分别增长60%、68%，随着基建项目的推进，下半年基建领域业绩有望改善，建筑、建材、机械等基建类行业都有望受益。

3、传媒

疫情期间，激发了用户居家文娱消费需求，带动在线视频、网络游戏、直播、短视频等线上娱乐领域的消费，随着5G快速落地、云计算、AI、AR/VR等新兴技术逐步成熟，继续看好游戏和视频板块龙头。疫情之下，电影行业将加速行业洗牌，可适度关注电影行业龙头个股的底部区域的中长线布局价值。

4、汽车

在疫情影响下，消费者更愿意采用私家车出行，在稳增长诉求较大的背景下，上半年刺激汽车消费政策密集出台的效果有望在2020年下半年度逐渐显现，汽车需求有望进一步

释放。从汽车自身周期来看，行业库存周期已经处于历史底部，行业拐点有望出现。可重点关注估值低的车企龙头。

5、券商

2020 年下半年，我们依旧看好券商板块，券商中长期看好的逻辑没变。首先，业务扩张。科创板、创业板实施注册制，大量新股入市，两融业务松绑，再融资业务松绑等业务的扩张有助于券商业绩提升。其次，随着金融供给侧结构性改革的深化、对外开放进程的推进，证券公司外资持股比限制放开，证监会表示要打造航母级头部券商，未来证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型，在此背景下头部公司将会成为资本市场改革红利的最大受益者，对龙头券商是利好。

（四）、主题展望

1、5G 产业链

2019年度及2020年上半年A股市场投资策略报告中重点推荐了5G板块，2020年下半年我们依旧看好5G产业链。虽然一季度疫情带来5G投资暂时的延迟，但2020年下半年有望持续进行大规模的5G基建，随着5G进入建设高峰期，5G基站建设和5G手机预计将进入快速成长通道，相关产业链的业绩增长可期。建议从产业链受益逻辑出发，重点关注主设备商、基站天线、射频器件等领域。

2、国企改革

国企改革主题受政策驱动的效应明显。除了国企改革三年行动方案目前正在履行审批程序外，“双百行动”、四批210户混改试点、“区域综改试验”、“科改示范行动”等一系列改革举措全面启动，重组、股权激励等措施有望加速落地，预计，2020年下半年国企改革有望进入实质加速阶段。二条主线布局国企改革主题：1）国资平台股权受让。建议关注地方国资平台受让A股标的后续国企改革动向（资产注入等）。2）国企分拆上市。央企及大型地方国企旗下不乏优质的高端制造及战略新兴企业，相关企业有望在分拆上市中受益。

3、军工

下半年军工活跃度有望上升，理由如下：首先，新冠疫情对全球经济带来阶段性冲击，全球地缘政治紧张的预期有所升温，下半年美国将进入大选季，香港立法会选举、中印边界紧张等政治事件也可能发酵。其次，未来1-2年军工集团的改革将持续推进，上市公司的资产注入和盈利水平提升有望超预期。最后，国防军工行业受疫情影响有限。可关注国防装备刚需、军工集团改革深化方面的投资机会。

风险提示及免责条款

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。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买　　入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增　　持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中　　性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上