增量资金已是趋势

——2020年下半年A股投资策略

新时代策略团队
樊继拓　分析师　执业证书编号：S0280518040001
张美慧　联系人　执业证书编号：S0280117090011

2020年6月19日

主要观点：

- **牛市的起始阶段都是震荡市，越震荡应该越乐观，股市的资金正在变得越来越多，除非疫情带来了类似大萧条的危机，否则，居民资金流入股市的速度会越来越快，指数中枢还有继续抬升的空间。短期来看，三季度可以继续乐观，4季度需要再次验证疫情和经济长期格局。**

- **虽然A股过去1年一直在震荡，但是依然是很强的。**因为在此期间承受住了上市公司盈利的下行、中美贸易冲突、新冠疫情的冲击。

- **三季度指数中枢依然会往上继续抬升。**一方面，不管疫情对经济长期影响如何，三季度疫情格局暂时控制住、经济缓慢恢复的大格局不会改变。另一方面，利率不断宽松带来的资金，可能会传导到股市。疫情是否会带来全球经济的长期问题，不会对三季度行情产生太大影响，但是会对2020年Q4-2021年行情产生影响。

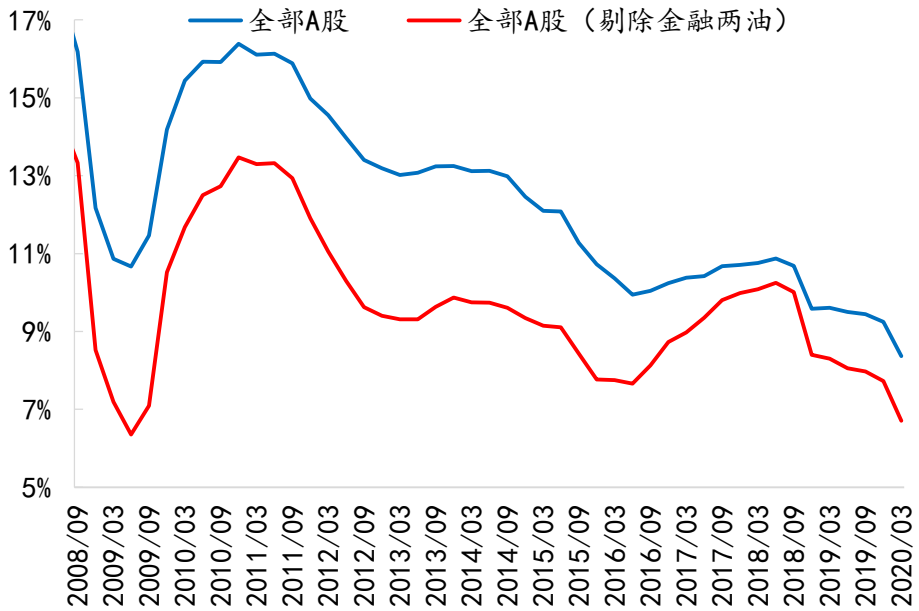
- **行业配置建议：消费可能会泡沫化、低估值板块进入绝对收益区间。**由于三季度疫情影响进一步减弱，股市资金格局也会变好，配置应该更积极。**弹性板块重点推荐关注券商、新能源车。**

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动**

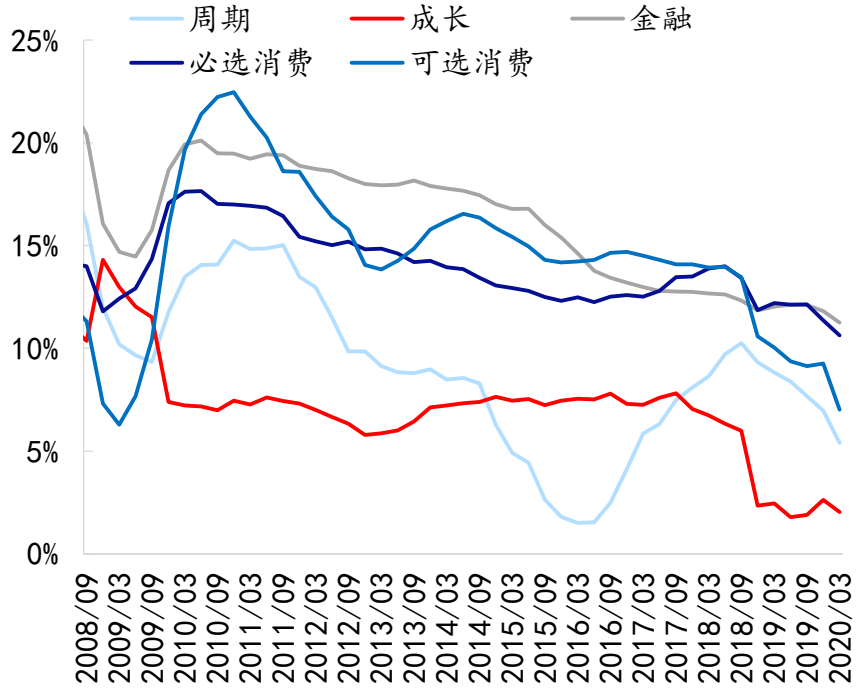
一、A股抵御风险能力大幅提升

过去1年，盈利连续下台阶，但股市很强

- 自上一轮经济去杠杆以来，上市公司整体ROE持续下滑，2020年又出现了新冠疫情，短期ROE进一步下滑。
- 但是指数自2018年底2440以来，中枢还是有所抬升的，消费和科技甚至已经走出了牛市的感觉。
- 背后原因是什么？我们认为是各类资金对A股长期价值的不断认可，已经形成趋势。



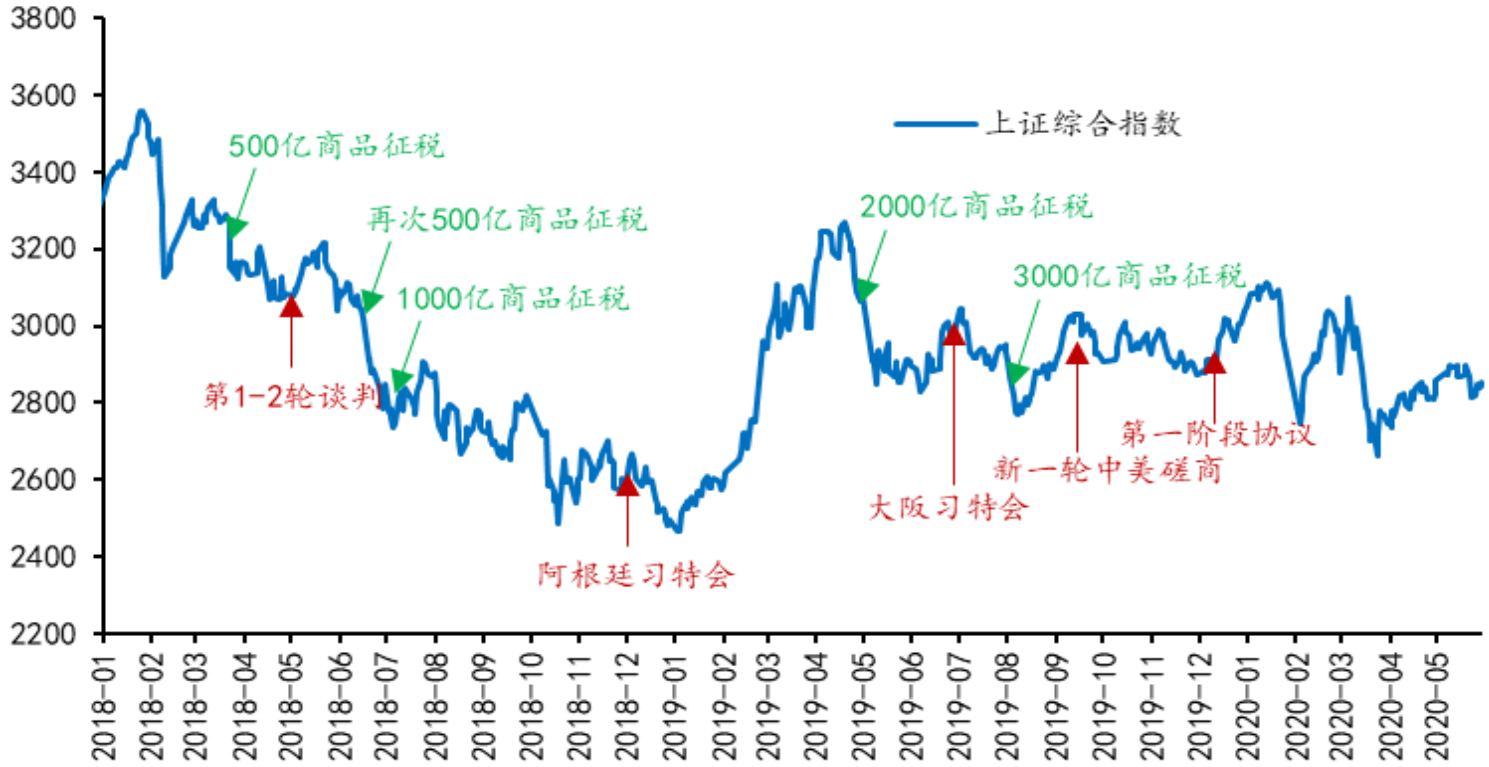
数据来源：wind，新时代证券研究所



数据来源：wind，新时代证券研究所

中美关系对A股的冲击越来越弱

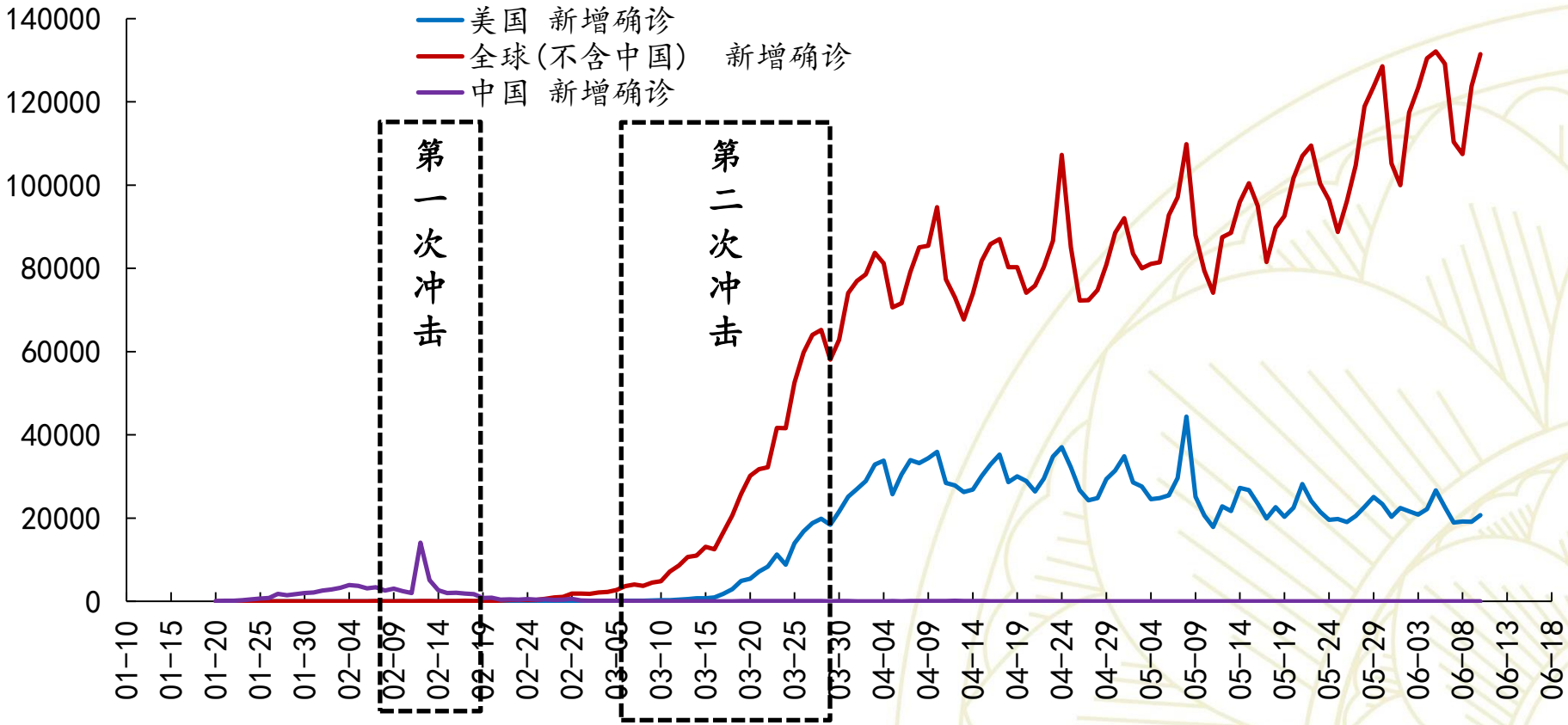
- 从现在到美国大选之前，中美关系随时可能会有变化。理论上，美国疫情数据下降后，直到美国大选之前，由于选举的政治诉求，会导致中美关系不确定性变大。但是考虑到这个问题是2018-2019年核心问题的二次出现，其影响将会弱于2019年，不大可能导致年内A股完全没有指数行情。



数据来源：wind，新时代证券研究所

疫情的两次冲击并没有改变A股的赚钱效应

- 如果中国、日本、欧洲等已经控制住疫情的国家二次爆发，则还有可能出现下一次短期冲击，不过目前来看，一个季度内概率较低。有一定概率在Q4-2021年Q1



数据来源：wind，新时代证券研究所

背后的直接原因是A股由减量市场变为了增量市场

项目	2017	2018	2019	2020E		
				全年预测值	1-5月最新值	备注
资金流入项	**12937**	**6122**	**28818**	**37461**	**13773**	
银证转账（含信用交易）	-3800	-1221	3621	6000	3500	1季度最新值
其中：融资余额	860	-2726	2565	600	464	5月最新值
公募基金	-831	2817	2933	10000	4443	5月最新值
私募基金	-2402	-234	1056	3000	860	4月最新值
银行理财	947	774	2131	561		
券商资管	1749	-1230	200	1000		
信托产品	3870	-4840	-251	500		
保险资金	566	866	5145	5000	2289	4月最新值
社保基金	362	25	129	200		
企业年金	89	98	159	200		
外资净流入	1997	2942	3475	2000	697	5月最新值
公司回购	61	253	1141	1000	518	5月最新值
公司分红	7969	9478	10122	10000	1525	5月最新值
国家队资金	1501	-881	-3608	-2000	-60	1季度最新值
资金流出项	**19785**	**14675**	**21393**	**25500**	**9027**	
IPO	2301	1378	2532	4000	1278	5月最新值
增发	12705	7524	6888	7000	3190	5月最新值
配股	163	228	134	500	225	5月最新值
优先股	200	1350	2550	3000	77	5月最新值
可转债	603	1071	2478	3000	853	5月最新值
可交换	1252	557	831	500	252	5月最新值
产业资本净减持	325	775	3481	3000	1652	5月最新值
交易费用	2236	1793	2498	4500	1499	5月最新值
资金净流入	**-6848**	**-8553**	**7426**	**11961**	**4746**	

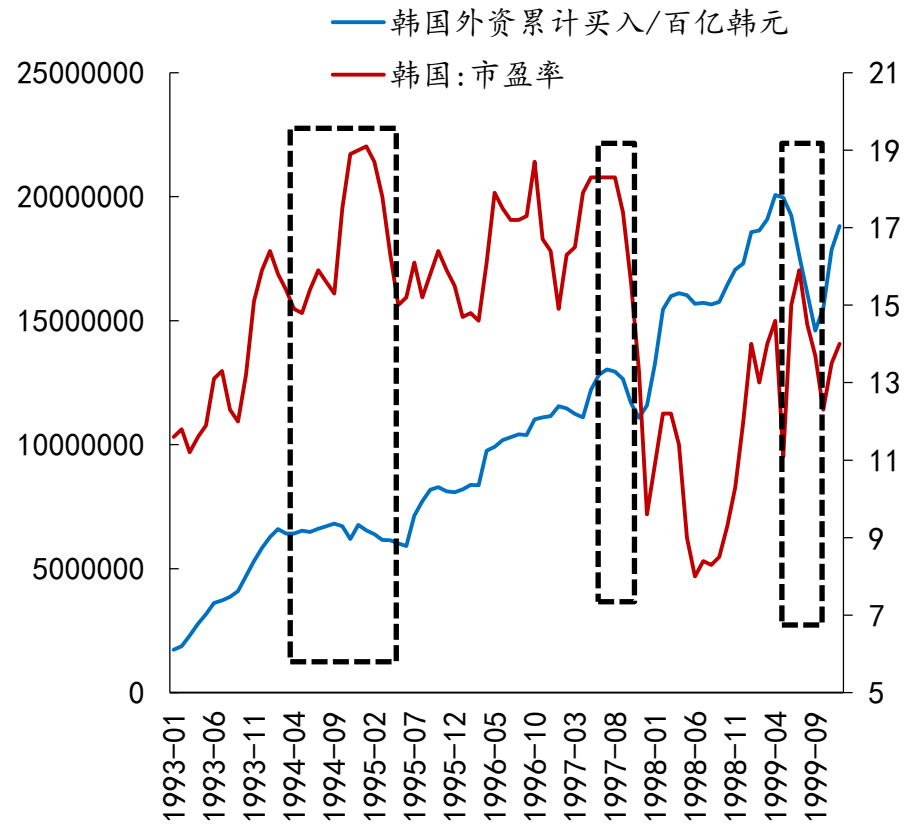
数据来源：wind，新时代证券研究所

核心原因是各类投资者趋势性增配A股

- MSCI降A股纳入比例提升完成后，外资流入的速度不降反增，说明目前估值尚未达到外资认可的估值范围之上。



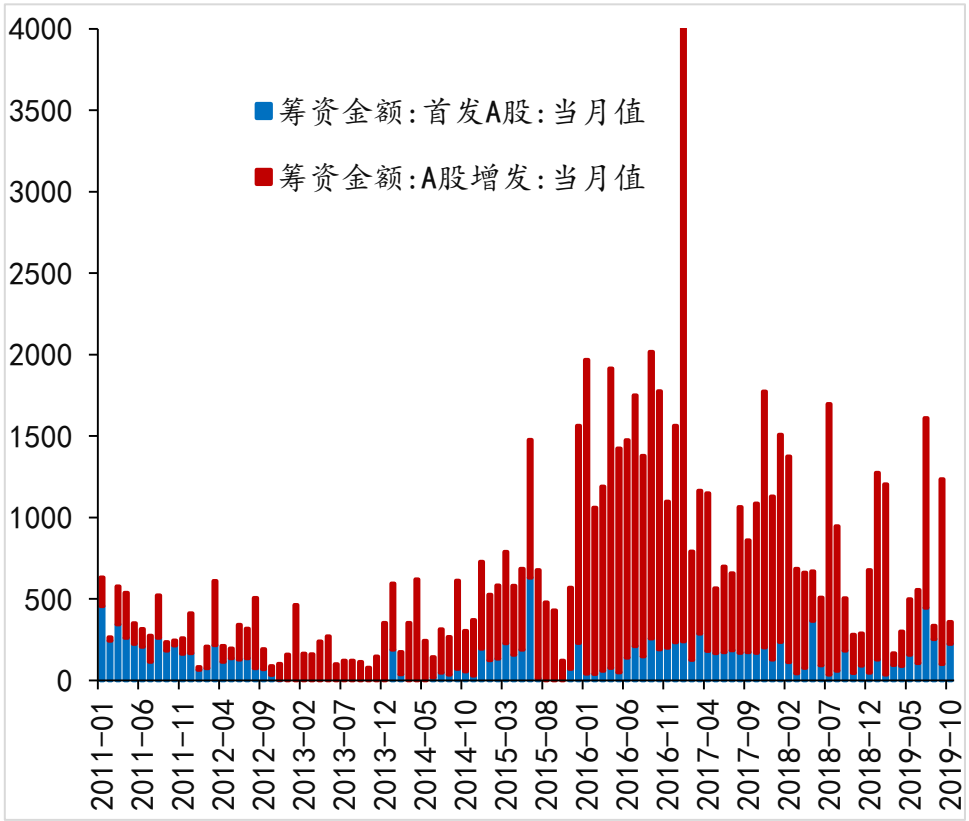
数据来源：wind，新时代证券研究所



数据来源：wind，新时代证券研究所

制度的完善有利于各类投资者趋势性增配A股

- A股融资结构中，增发依然是大头，2018年之后增发逐渐减少，目前注册制正在逐渐推出，后续是市场估值高的时候一个很重要的反向力量。
- **理论上新的证券法之后，融资额度的波动幅度可能会更剧烈。**



数据来源：wind，新时代证券研究所

注册制

提高信息披露要求

加大投资者保护

提升违法成本

二、居民：增配资金的主力才刚开始入场

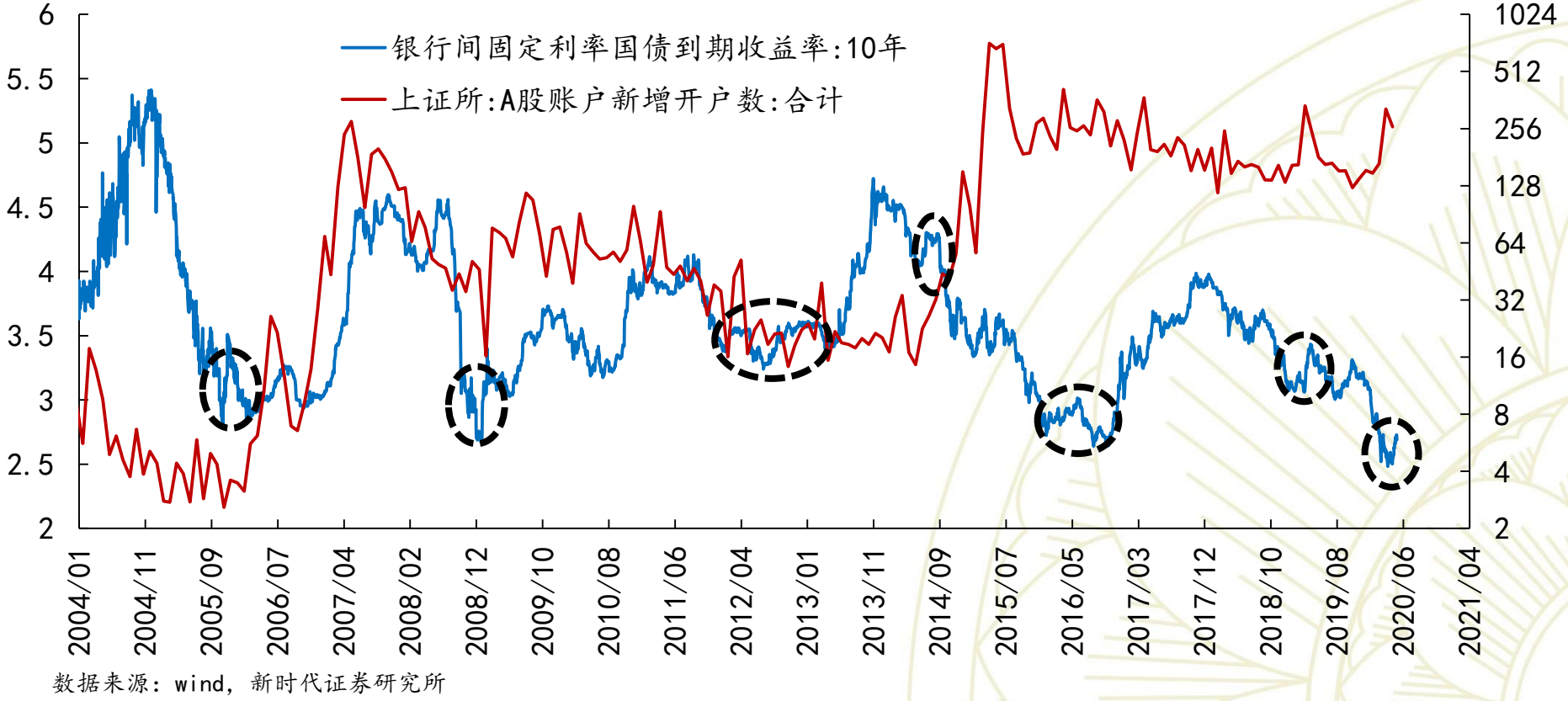
居民将会是2020年增配资金的主力

项目	2017	2018	2019	2020E		
				全年预测值	1-5月最新值	备注
资金流入项	**12937**	**6122**	**28818**	**37461**	**13773**	
银证转账（含信用交易）	-3800	-1221	3621	6000	3500	1季度最新值
其中：融资余额	860	-2726	2565	600	464	5月最新值
公募基金	-831	2817	2933	10000	4443	5月最新值
私募基金	-2402	-234	1056	3000	860	4月最新值
银行理财	947	774	2131	561		
券商资管	1749	-1230	200	1000		
信托产品	3870	-4840	-251	500		
保险资金	566	866	5145	5000	2289	4月最新值
社保基金	362	25	129	200		
企业年金	89	98	159	200		
外资净流入	1997	2942	3475	2000	697	5月最新值
公司回购	61	253	1141	1000	518	5月最新值
公司分红	7969	9478	10122	10000	1525	5月最新值
国家队资金	1501	-881	-3608	-2000	-60	1季度最新值
资金流出项	**19785**	**14675**	**21393**	**25500**	**9027**	
IPO	2301	1378	2532	4000	1278	5月最新值
增发	12705	7524	6888	7000	3190	5月最新值
配股	163	228	134	500	225	5月最新值
优先股	200	1350	2550	3000	77	5月最新值
可转债	603	1071	2478	3000	853	5月最新值
可交换	1252	557	831	500	252	5月最新值
产业资本净减持	325	775	3481	3000	1652	5月最新值
交易费用	2236	1793	2498	4500	1499	5月最新值
资金净流入	**-6848**	**-8553**	**7426**	**11961**	**4746**	

数据来源：wind，新时代证券研究所

居民资金入场的大背景：利率低

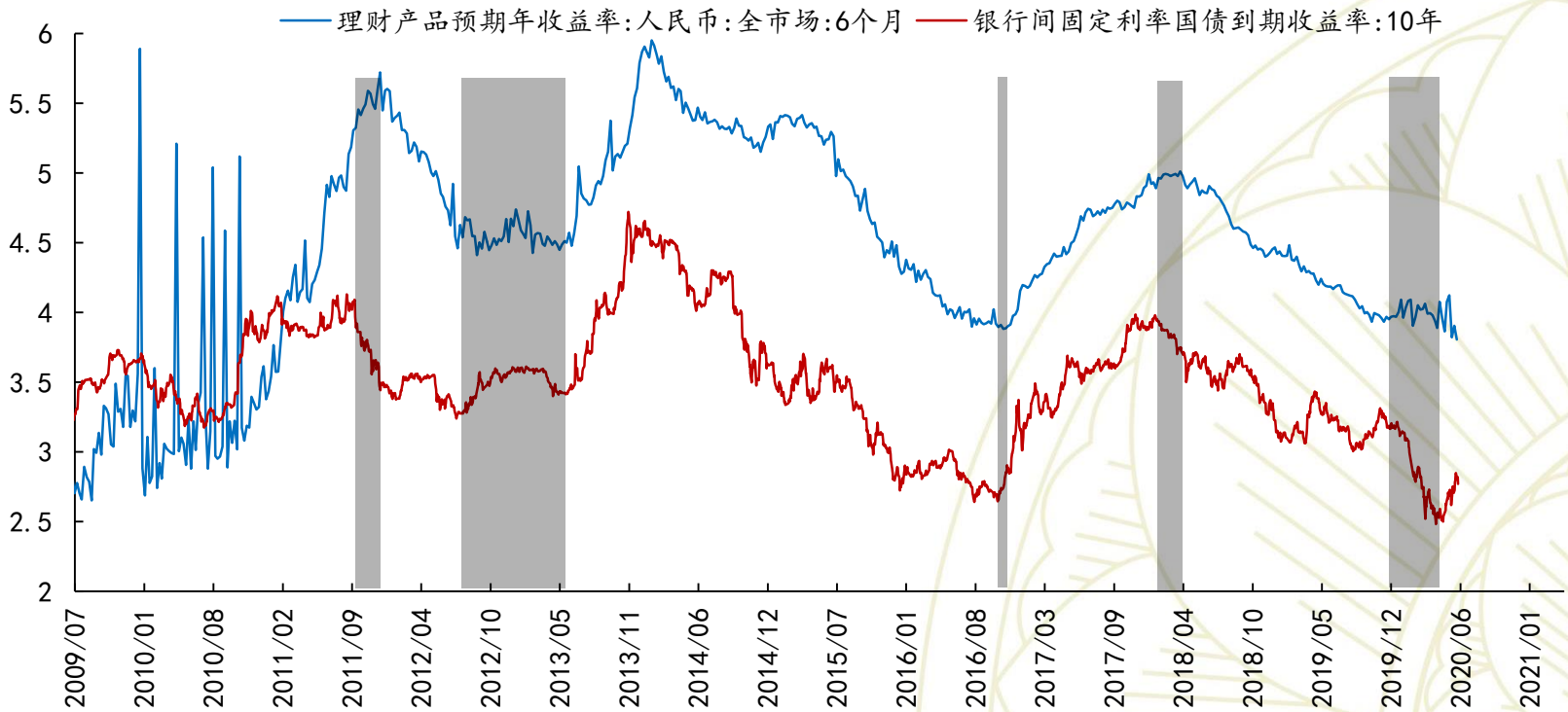
- 2005年底、2009年初、2014年下半年是过去的三次居民资金集中转移的股市的起点，这三次均是利率快速下跌后。
- 但是需要警惕的是，不是每一次利率快速下行后，都能带来居民资金转移到股市，比如2012年、2016年、2018年。



数据来源：wind，新时代证券研究所

居民资金入场的大背景：利率低（利率中枢）

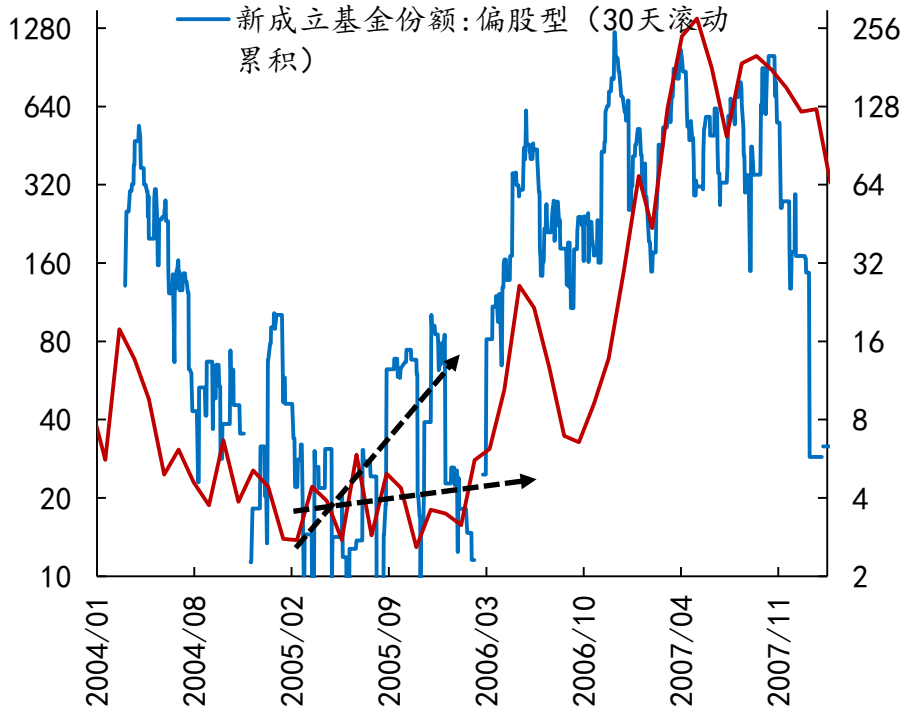
- 国债利率影响保险的资产配置，而理财利率影响居民的资产配置，近期利率的大幅上行可能会影响保险配置股市的速度。
- 但是对居民来说，理财收益率目前是下降的，预计短期内很难快速拐头。



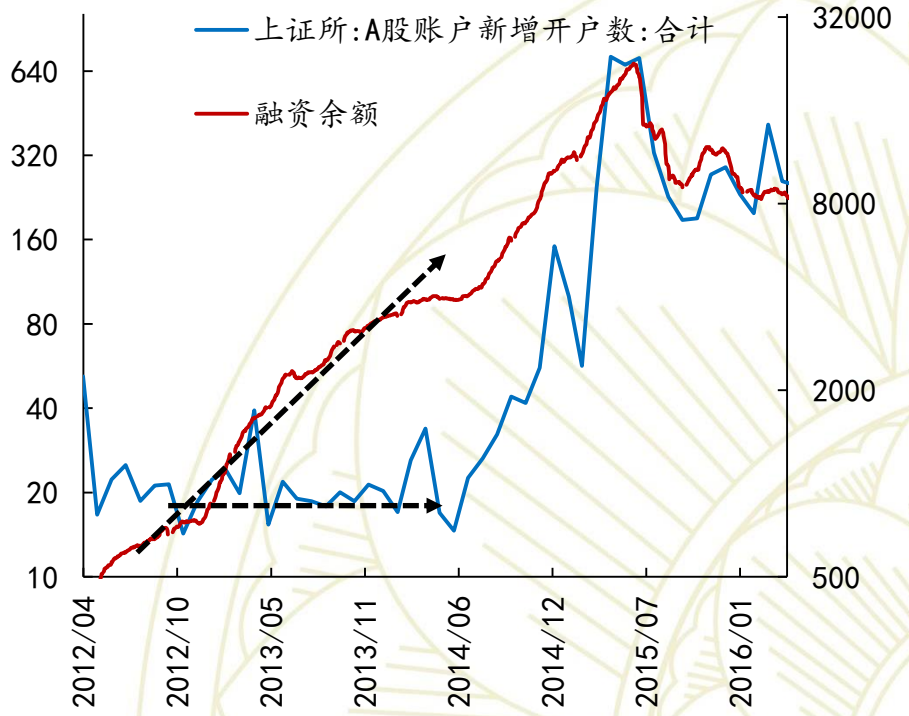
数据来源：wind，新时代证券研究所

每一次居民入场都会先从局部入场

- 每一轮居民资金入市，都会有领先指标，一般是之前熊市或震荡市中出现的新产品、或业绩认可度最高的产品。
- 2005年下半年开始，公募基金发行进入趋势性抬升，个人投资者开户直到2006年Q1才开始快速爆发。



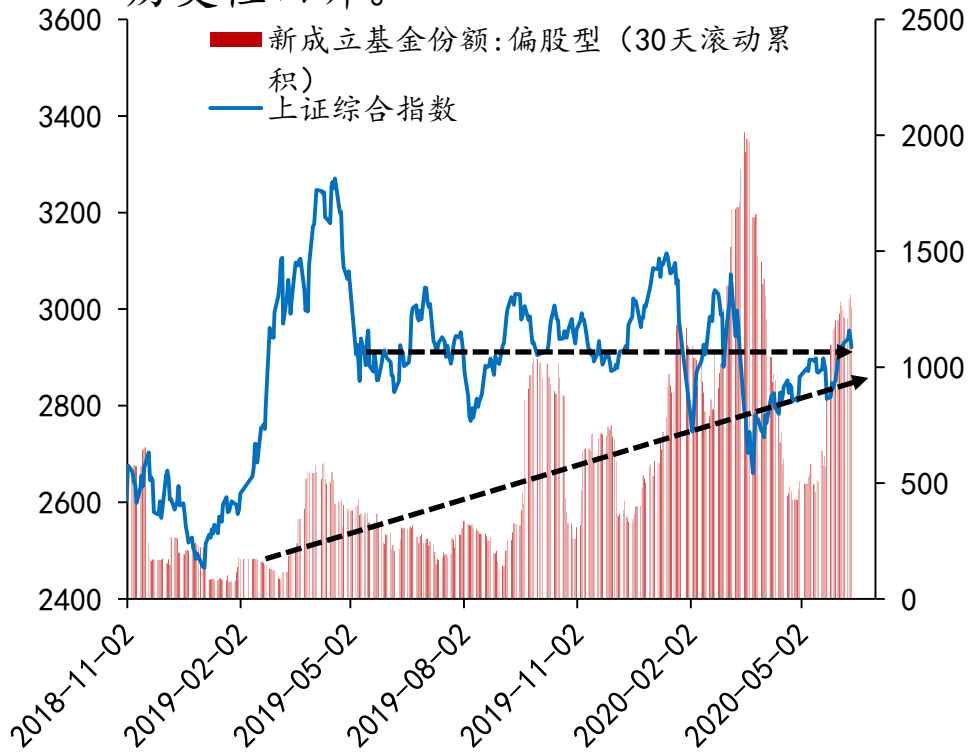
数据来源：wind，新时代证券研究所



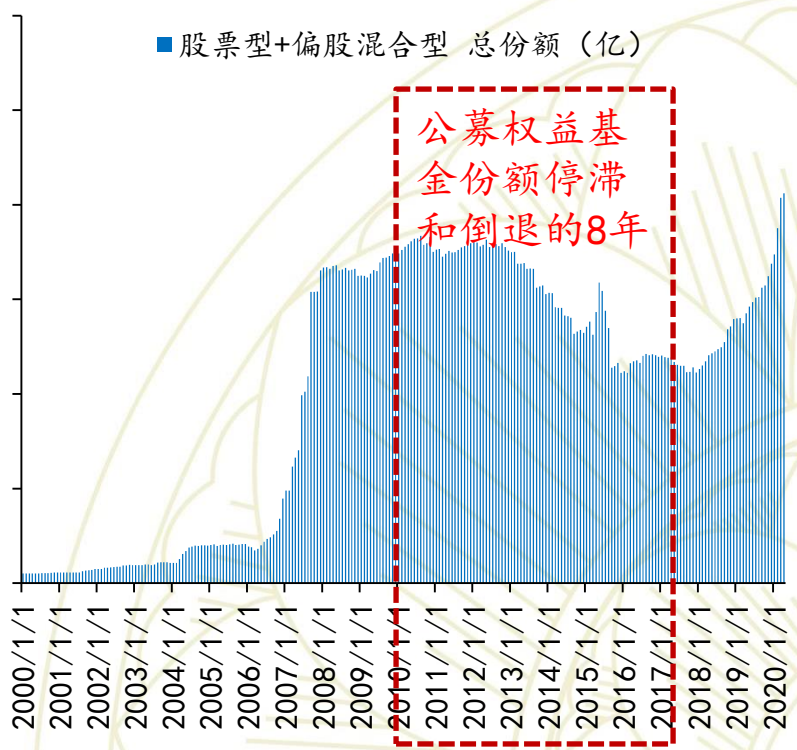
数据来源：wind，新时代证券研究所

这一次权益基金放量是居民入场的信号

- 2019年的结构性牛市远比2016-2017年的结构性牛市吸引了更多居民资金关注基金，说明股市政策、居民配置诉求、基金长期的业绩累积可能正在到达突破的临界点。
- 这一次基金发行放量的同时，存量基金并没有大幅赎回，总的权益基金份额出现历史性回升。



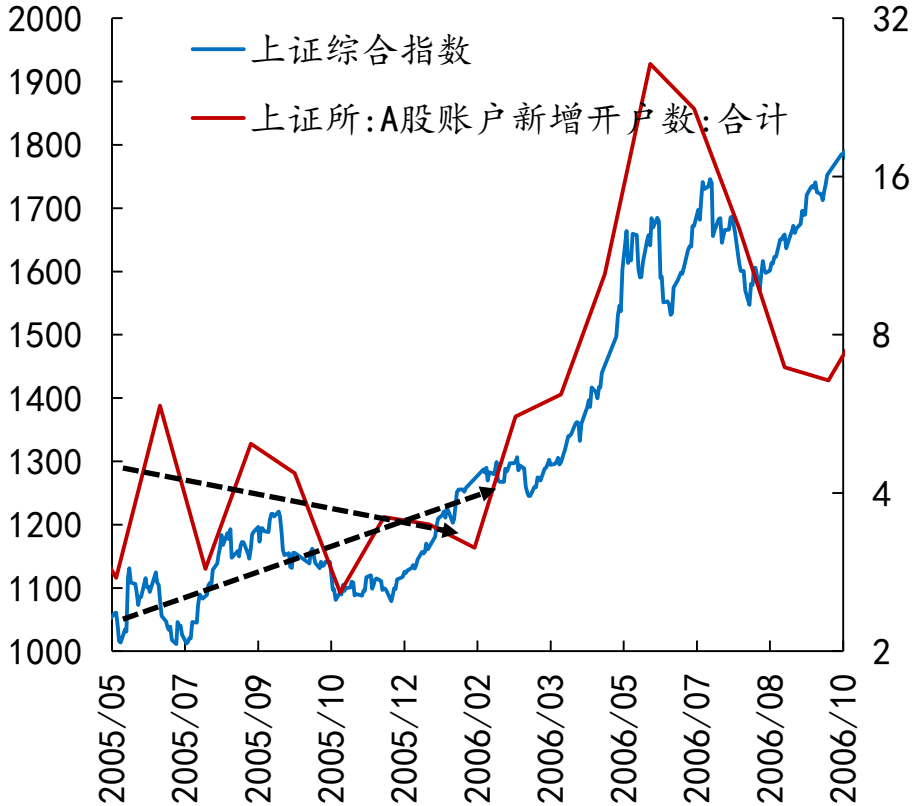
数据来源：wind，新时代证券研究所



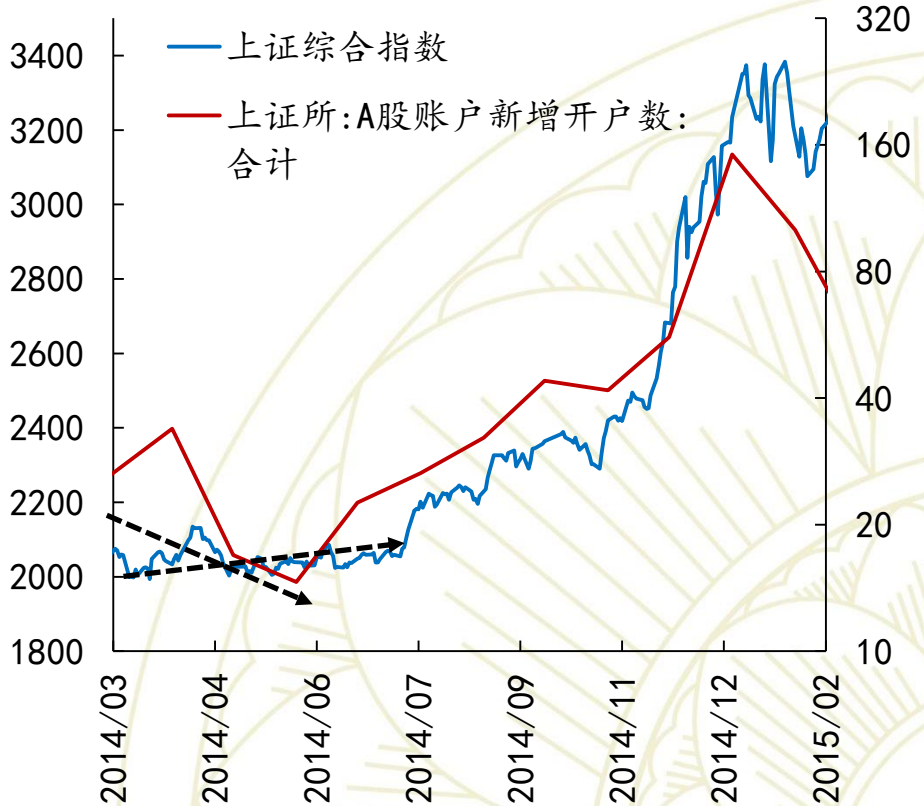
数据来源：wind，新时代证券研究所

资金快速入市时点会滞后于股市起涨点

- 居民资金进入股市的临界点附近都是股市先企稳并中枢抬升，持续产生赚钱效应后，个人投资者开始快速入场。**2016年初、2014年Q3都是类似的情况。**



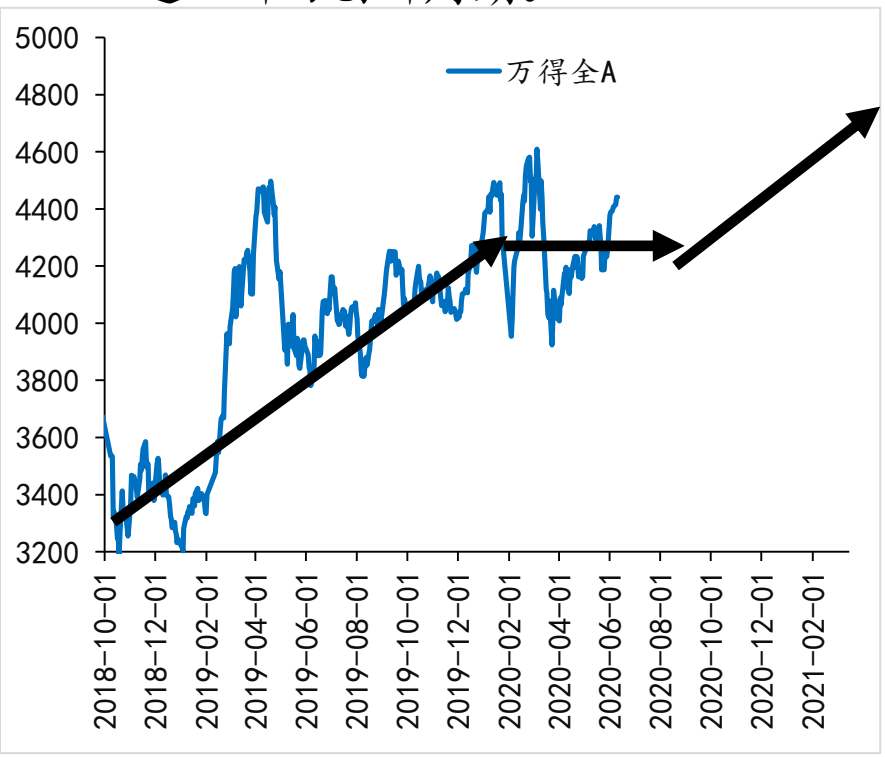
数据来源：wind，新时代证券研究所



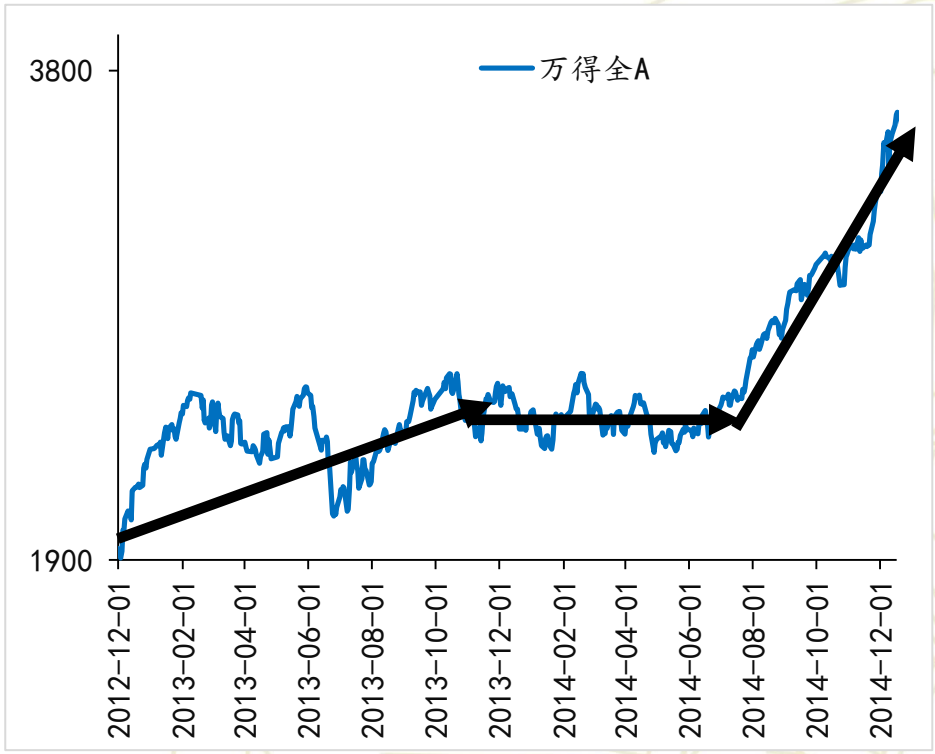
数据来源：wind，新时代证券研究所

资金趋势仍有加速的可能

- **增量资金：**由于政策持续支持，股市赚钱效应的累积，股市已经进入居民增量资金入市的大趋势中。
- **盈利改善周期（被动摇了，甚至可以说被反转）：**去杠杆和贸易冲突对经济短期影响结束，经济一轮短周期下行结束，并可能进入1-2年的恢复小周期，同时科技进入新的创新周期。



数据来源：wind，新时代证券研究所

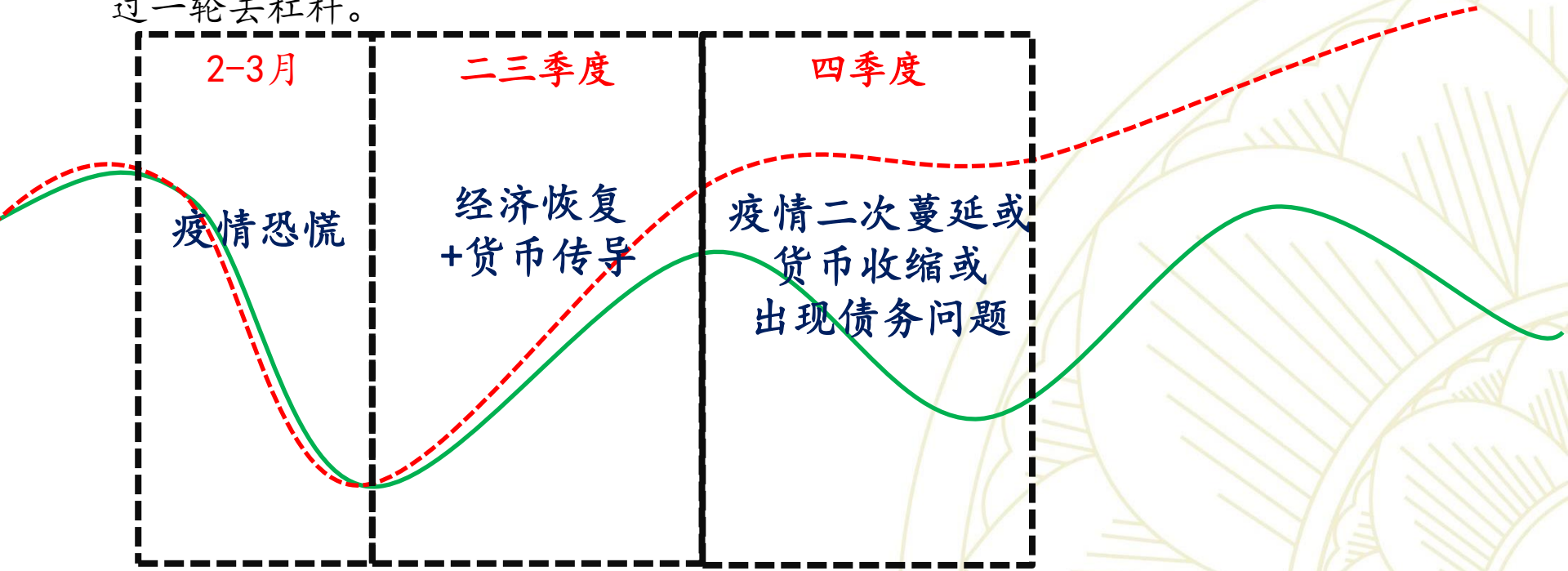


数据来源：wind，新时代证券研究所

三、指数的节奏

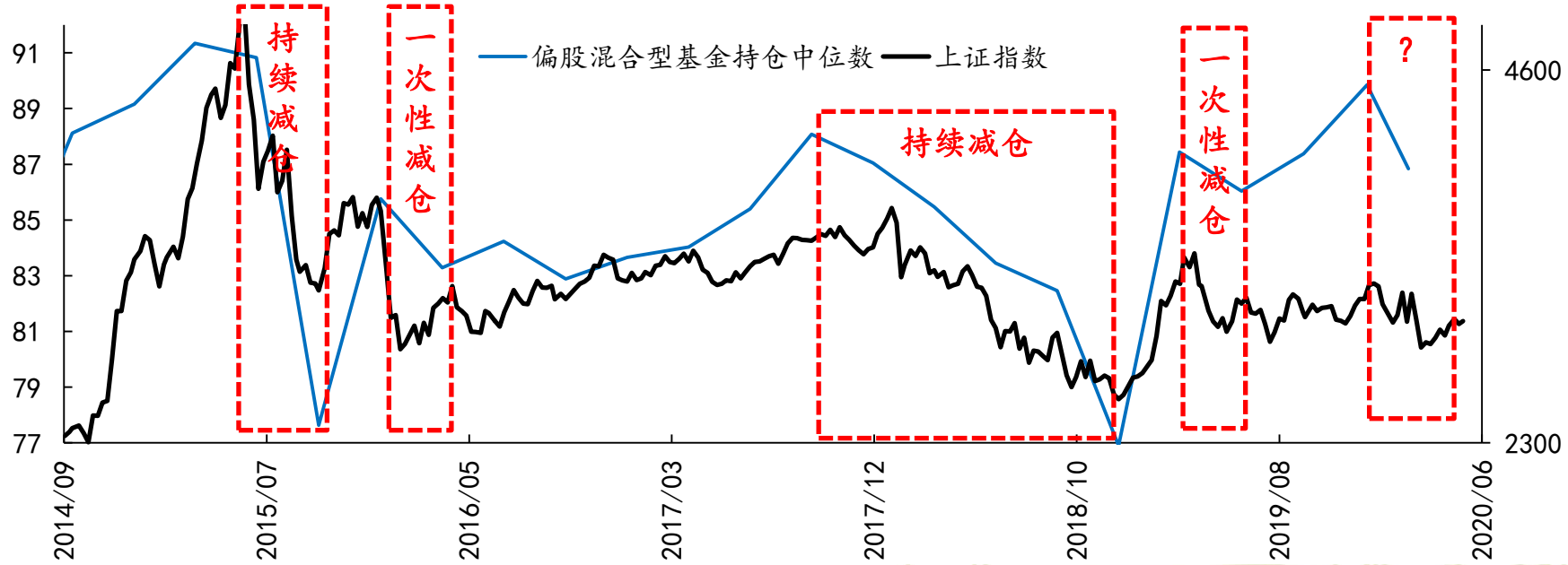
指数Q3会再上台阶，Q4再验证经济基本面

- **悲观情形假设：**疫情会出现第二波蔓延，或者会诱发经济中长期问题，并带来经济下行的时间长达2年。支持悲观情形的理由有：欧美债务周期、疫情复杂性和疫苗进度不可预测、逆全球化。
- **乐观情形假设：**疫情对经济的影响是一次性的，冲击1-2个季度后就能步入“稳步”恢复的趋势。支持乐观情形的理由有：库存周期、产能格局、中国已经经历过一轮去杠杆。



疫情冲击带来的减仓是一次性的还是持续性的

- 如果估值很不合理（2015年中）、或经济下行持续的时间很久（类似2018年），则目前的仓位依然很高。
- 但如果认为经济下行持续的时间不是很久，结构性存在基本面持续超预期的子行业，则现在可能是类似2016年二季度和2019年6-8月的格局。
- 我们认为虽然局部估值贵，但是整体不贵，而且2019年股市上涨的核心逻辑并没有因为疫情证伪，所以大概率是一次季度级别的降仓。（具体论证见第二部分）

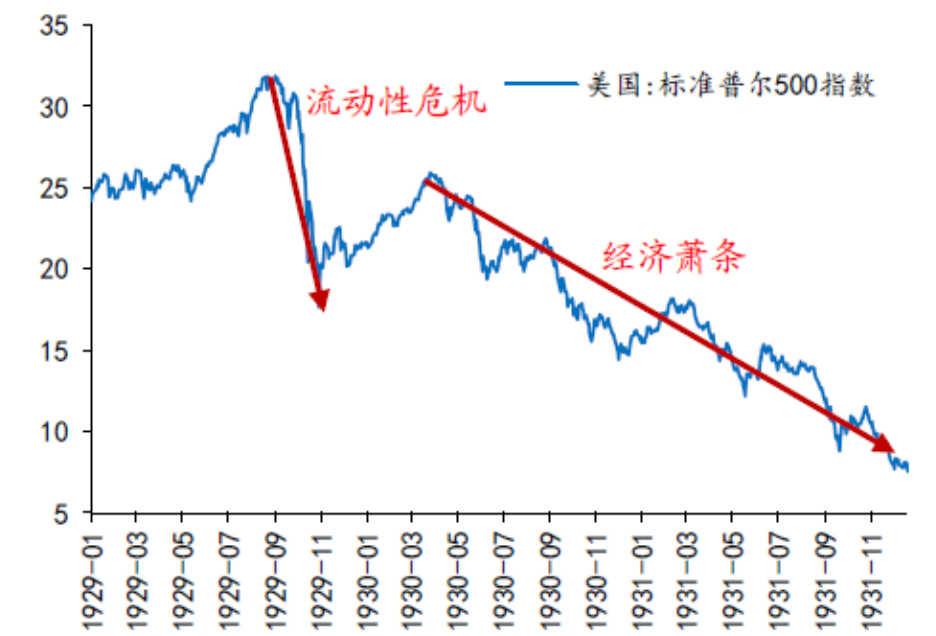


数据来源：wind，新时代证券研究所

1929-1932年第一波下跌后有过一次大反弹

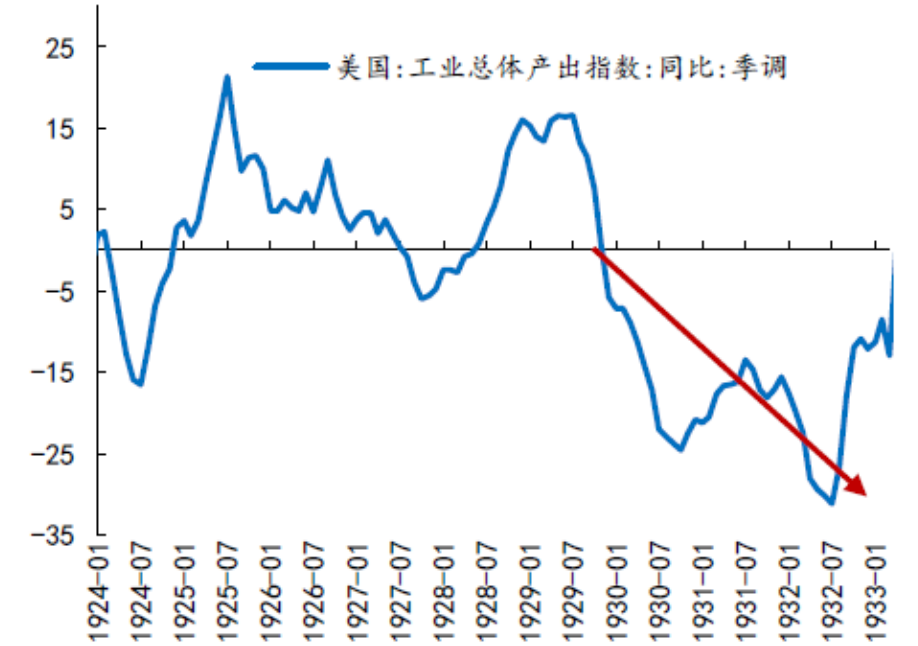
- 1929年美股崩盘分两个阶段，第一个阶段是1929年9-11月，股市主要面临的是流动性危机和估值调整，期间虽然经济指标已经下行，但是依然没有超出正常的逻辑范围（并没有1926-1927年的经济下行差很多）。直到1930年投资者才发现经济面临的问题远远超出认知，不是小周期下行，而是大趋势下行，股市进入大熊市第二阶段（1930年初-1932年中）。

图1： 1929 年大萧条的两个阶段



资料来源： Wind，新时代证券研究所

图2： 1930 年才能在数据层面认可萧条



资料来源： Wind，新时代证券研究所

2015-2018年创业板熊市中间也有一次大反弹

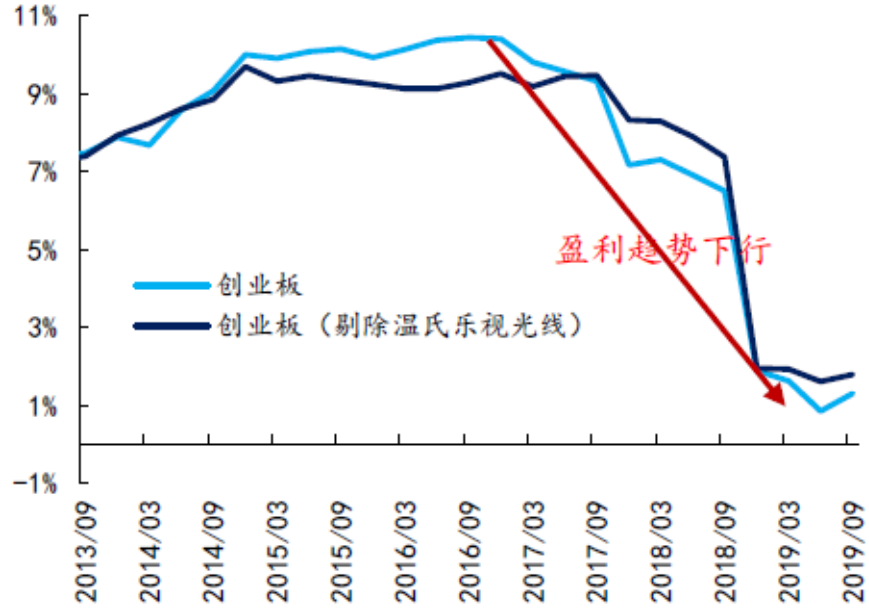
- 2015年创业板牛市结束也是类似的过程。2015年6-8月，是创业板熊市的第一阶段，期间投资者主要的担心是流动性危机和估值的问题，此时由于有之前并购项目陆续并表带来的利润，创业板的利润还是很不错的。到2016年，创业板熊市进入第二个阶段，从数据和产业环境来看，大部分投资者已经能够发现创业板的盈利下行可能是趋势性的，由此带来2016-2018年创业板的连续低迷。

图3： 创业板熊市的两个阶段



资料来源： Wind，新时代证券研究所

图4： 2016 年，成长的一致担心才变为盈利趋势



资料来源： Wind，新时代证券研究所

四、行业配置

消费可能会阶段性类似2月的半导体

- 由于出现了基金发行放量，而且消费类基金发行量更好，所以我们认为消费股可能会阶段性类似2月的半导体。
- 从更大的时间维度来看，消费的逻辑已经演绎了6年了，估值虽然逼近历史最高值。但只要存量资金不卖，增量资金可能会继续推升行情。



数据来源：wind，新时代证券研究所

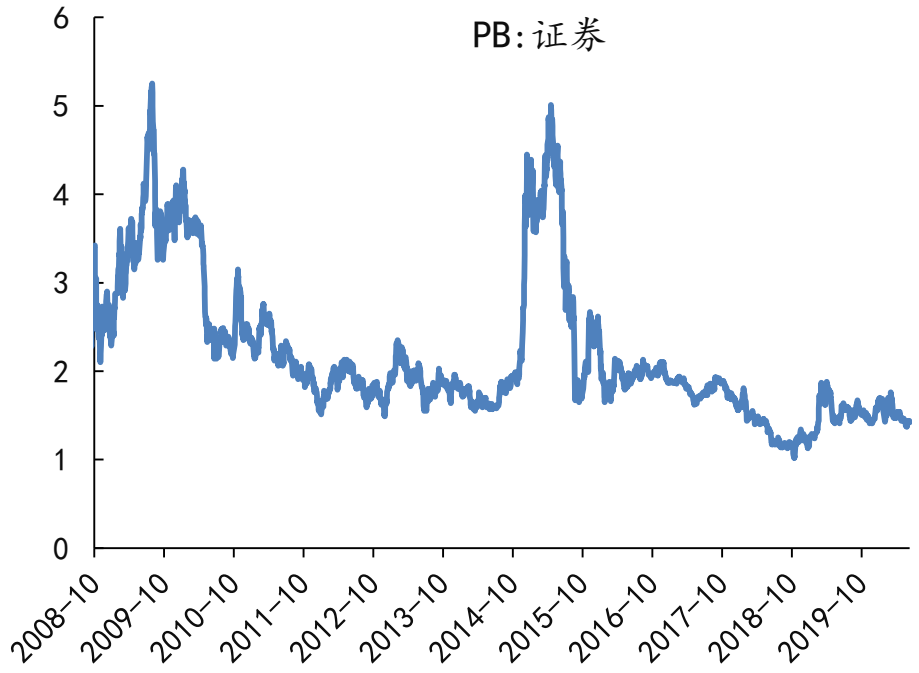
配置建议：消费领涨，周期开涨

板块	利好逻辑	利空逻辑	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	①投资需求长期下行（关注房地产销售是否反转？）	商品价格季度级别上涨后，或房地产销售回升后方能形成资金认可。存在这个可能，可以左侧布局，年内会有一次绝对收益的机会
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE稳定；	①经济下行背景下，业绩难持续超预期；	存量资金已经配置到高位，等待增量资金，短期性价比一般，3季度末到4季度还有一波
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费	①受地产周期和经济周期影响大；	由于销售的周期波动比必选消费更大，资金长期配置的信仰还不够强，需要配合一轮销售回升周期强化资金的配置信仰，概率较高
科技	①国产化&进口替代； ②5G新周期； ③半导体库存周期；	①供给和需求均会受到海外疫情影响； ②5G周期力度是否能比4G大？	资金在3月份将科技估值急速拉升后，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，二季度一般，三季度可以期待。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	①超预期的点不够性感，需要其他板块带；	只有券商有趋势性的、性感的逻辑，所以先重点关注券商。

数据来源：wind，新时代证券研究所

弹性板块关注：券商+新能源车

- **券商：**政策创新周期 + 资金可能再次活跃。
- **新能源车：由补贴依赖转为客户体验驱动。**汽车本身的库存周期 + 疫情恢复 + 稳增长政策的滞后影响，新能源车年内可能会有大量新车型上市。



数据来源：wind，新时代证券研究所

No.	新能源•累计	2020.1-5
1	Model 3	30,800
2	全新秦 EV	16,482
3	埃安(Aion S)	14,516
4	北汽 EU 系列(估)	11,377
5	宝骏 E100	10,764
6	蔚来 ES6	9,235
7	宝马 5 系 PHEV	8,212
8	理想 ONE	7,666
9	奇瑞 eQ	7,156
10	比亚迪元 EV	6,823

数据来源：wind，新时代证券研究所

- **投资评级说明**

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避	
强烈推荐：	未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避	
推荐：	未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

- **分析、估值方法的局限性说明**

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

- **特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年 7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公 共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报 中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

- **分析师声明**

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商 或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究 分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

• 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨 询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证 券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。 新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司 提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

姓名：樊继拓/张美慧等

策略分析师

分析师简介：樊继拓，新时代证券策略首席分析师，7年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

致谢

30