

深度报告

2020 年 06 月 02 日

相关报告

1. 《内资加速入市，再融资全面回暖——2020 年股市流动性展望》
2. 《政策转暖，供需改善——2019 年股市流动性展望》

张夏

86-755-82900253
zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

涂婧清

tujingqing@cmschina.com.cn
S1090520030001

政策环境尚好，融资需求明显回升

——2020 年下半年股市流动性展望

目前来看，资金面最宽松的阶段已经过去，但稳经济、降成本的诉求下货币政策收紧的条件短期尚不具备。2020 年下半年货币政策有望延续结构性宽松，创新型货币政策工具助力宽信用，新增社融在未来几个月有望保持高速增长。股市方面，融资需求预计总体明显增加，不过对二级市场的实际影响可控，增量资金对冲作用下，下半年市场仍有望呈现净流入的状态，可能达到近千亿。

- **资金面最宽松阶段已过，结构性宽松延续。**2020 年前几个月货币政策“量价”宽松，银行资金成本和国债收益率均大幅下行。5 月以来，随着债券集中发行，资金面开始收敛。但是，考虑到政策定调、国内经济情况、降成本等因素，短期货币政策收紧的条件尚不具备，逆周期调节的方向不会改变。尤其在特别国债集中发行阶段，央行大概率通过降准或者公开市场操作提供流动性支持。降成本需求下国内降息周期有望延续，结构性宽松的货币政策将继续成为调节的重点，以增大对小微企业的支持力度。
- **随着融资需求回暖，流动性传导至实体经济，普惠小微企业信用贷款支持计划带动信贷投放，未来几个月社融有望保持高速增长。**根据测算，6 月至年末社融中政府债券一项的同比增速或达 67%。实体经济领域，年初审批的大量基建项目待落地，工业企业拿地积极性提高，投资回暖伴随着融资需求提升。普惠小微企业信用贷款支持计划有望带动 1 万亿的新增信贷规模。此外，参考超额流动性对社融的领先作用，新增社融有望在 10 月前保持高速增长。
- **2020 年上半年各类资金积极入市，虽有波动，但总体净流入规模较高，**股票市场资金面的三个重要变化包括：
 - **第一，公募基金发行扩张，连续两个月发行规模超千亿规模。**正如我们在年度流动性展望报告中所述，2020 年以来居民资金加速入市，公募基金发行火热，前 5 个月主动偏股公募基金发行达到近 3900 亿份，带来可观的增量资金。
 - **第二，银行理财子公司建设加速推进，非保本理财规模重回扩张。**2020 年 4 月末全市场银行非保本理财 25.9 万亿元，相比 2019 年中增加近 3.7 万亿。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。
 - **第三，再融资新规发布后，上市公司积极推出定增计划。**
- **展望下半年，融资需求预计总体明显增加，不过对二级市场的实际影响可控，测算显示下半年市场仍有望呈现净流入的状态，可能达到近千亿。**
- **资金供给端，**考虑到公募基金三年回报率跑赢房地产，且根据目前公募基金申请和审批的情况，公募基金发行仍有望继续保持较高水平。下半年 A 股纳入国际指数难有进一步扩容，但随着金融开放政策继续深化，外资仍有望继续流入 A 股；保险资金规模处于快速扩张状态，仓位仍有一定提升空间，有望为市场带来稳定的增量资金。
- **资金需求端，**随着创业板注册制改革推进，IPO 市场有望持续活跃，发行规模大概率仍保持较高水平；并且随着定增计划陆续落地实施，预计下半年增发规模将出现明显回升。
- **风险提示：中美关系恶化，政策支持不及预期。**

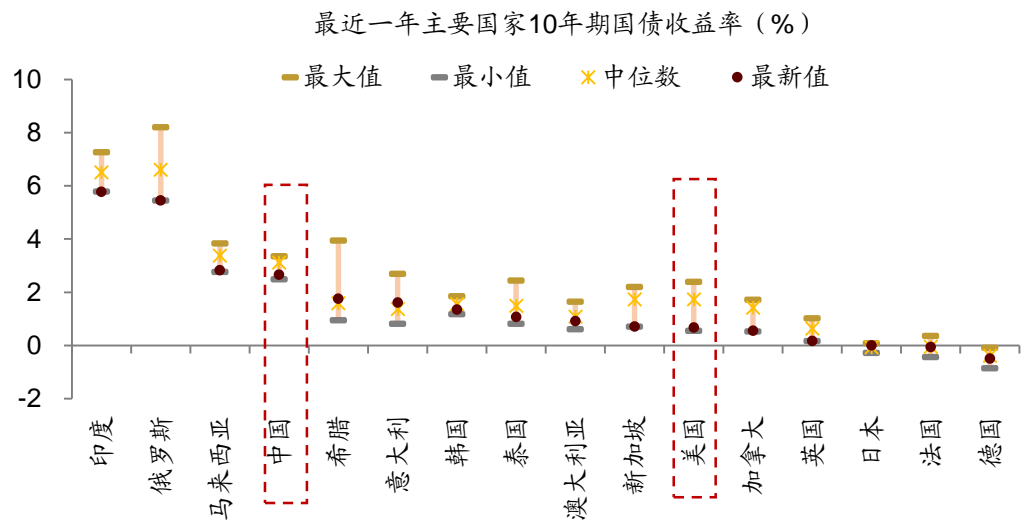
一、2020 年宏观流动性回顾与展望

1、资金面最宽松阶段已过，但货币政策不具备转向条件

继 2019 年全球经济放缓背景下宽松周期开启后，2020 年在新冠疫情的冲击下，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。美联储降至零利率，并重启金融危机期间的特别货币政策工具、宣布无限量 QE 等，为市场提供流动性支持。

随着货币政策加码以及经济增长压力加剧，各国 10 年期国债利率总体大幅下行，目前利率水平基本处于近一年以来的利率较低位置。横向对比来看，截至 2020 年 5 月 21 日，国内 10 年期国债收益率在全球市场仍处于相对较高的水平，部分国家，如，日本、法国、德国，10 年期国债收益率均继续呈现负利率。

图 1：横向对比全球，中国 10 年期国债收益率具有相对优势

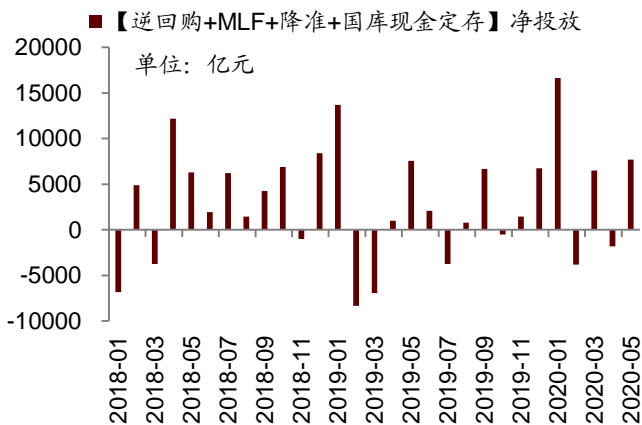


资料来源：Bloomberg，招商证券

今年以来，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，由此货币市场利率在前几个月大幅下行，截至 5 月中旬，DR007 较年初下行超过 140bp，并引领短端国债收益率大幅走低。叠加疫情对经济冲击的预期，长端国债收益率也出现明显下行，10 年期国债收益率最低向下跌破 2.5%，创近年新低。

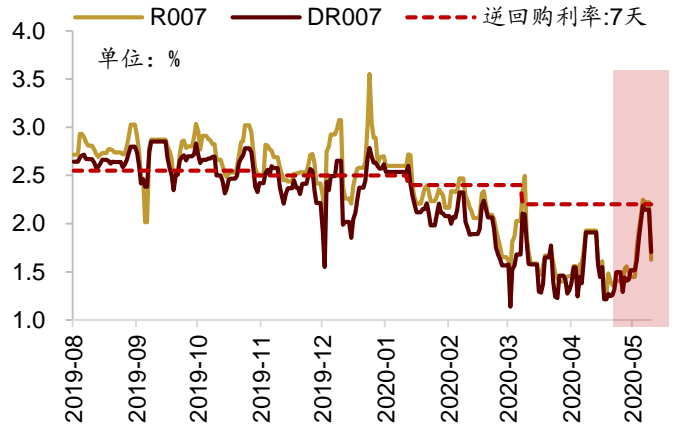
5 月以来随着市场对经济回暖预期增强、以及债市供给压力增大，货币市场利率开始回升，国债收益率也有明显上行。随着货币政策回归常态，资金面最宽松的阶段已经过去。

图 2: 上半年央行通过公开市场及逆回购提供流动性支持



资料来源: Wind、招商证券

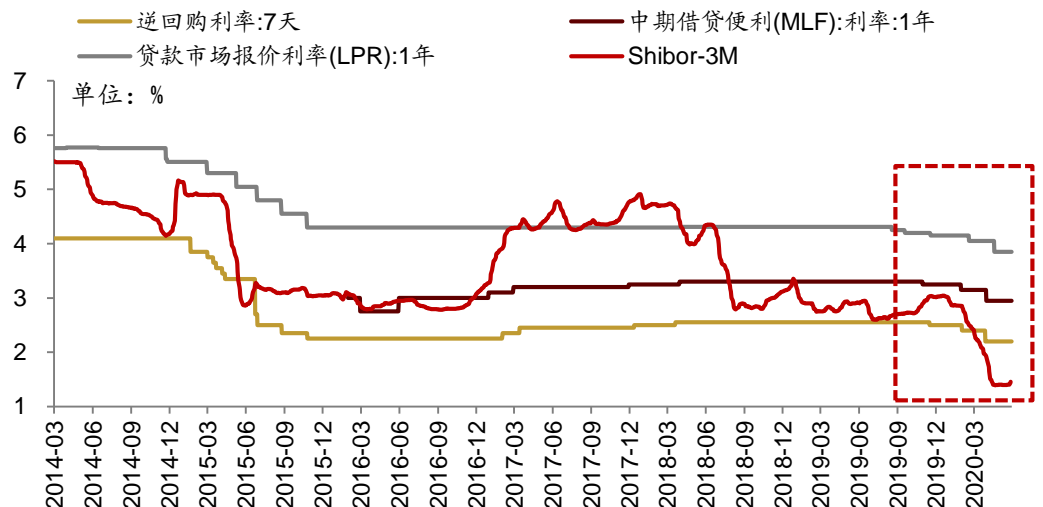
图 3: 上半年货币市场利率中枢明显下移



资料来源: Wind、招商证券

价格方面，2019 年 11 月央行先后下调逆回购和 MLF 利率 5bp，开启新一轮降息周期，受疫情冲击的影响，为引导贷款利率下行并提供流动性支持，年内已经两次下调政策利率，对于货币市场利率和 LPR 报价下行发挥了重要的引导作用。2020 年 2 月先后下调 7 天逆回购和 MLF 利率 10bp，3 月 30 日和 4 月 15 日再度分别下调逆回购利率 20bp。

图 4: 政策利率连续下调引导货币市场利率明显下行



资料来源: Wind、招商证券

尽管目前来看，货币政策相比此前出现边际收敛，但这并不意味着货币政策转向，不管从目前的经济数据还是降低实体经济融资成本目标来看，货币政策收紧的环境尚不具备。

第一，财政和货币政策基调保持不变，财政政策发力情况下，货币政策仍有对冲空间。今年以来一直强调“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”，两会政府工作报告中明确发行 1 万亿特别国债，地方政府专项债额度较去年提高 1.6 万亿，为 3.75 万亿。前 5 个月新增地方政府专项债合计发行 2.15 万亿元，年内剩余额度为 1.6 万亿。

地方政府专项债、特别国债、普通国债等利率债的发行导致市场对流动性的需求增加，在债券集中发行的阶段，不排除央行通过降准或者公开市场操作提供中长期流动性，与财政政策形成配合。

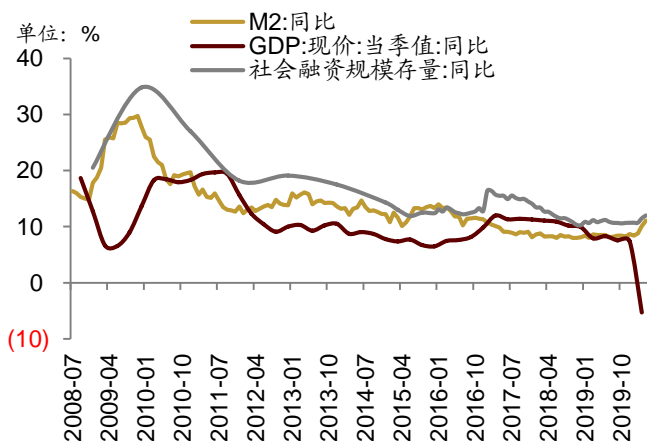
图 5：今年以来各重要会议对财政政策和货币政策的定调

| 2019中央经济工作会议 | 221政治局会议 | 327政治局会议 | 417政治局会议 | 2020年两会 |
|--|---|--|---|--|
| 积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生 | 积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用 | 积极的财政政策要更加积极有为，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模 | 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，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率 | 积极的财政政策要更加积极有为，今年赤字率拟3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，发行1万亿抗疫特别国债；地方政府专项债3.75万亿元 |
| 稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资 | 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 | 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 | 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，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 | 稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定……创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率继续下行 |

资料来源：招商证券

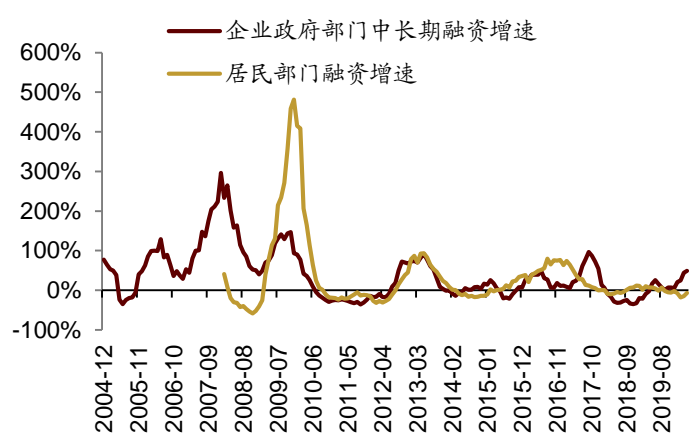
第二，M2 和社融增速方面，淡化 M2 和社融增速与经济发展水平相适应的要求，“引导 M2 和社融增速明显高于去年”。在前期流动性的支持下，3 月和 4 月的 M2 及社融增速均出现明显回升，其中政府和企业部门的中长期融资需求回升明显，成为加杠杆的主要部门，居民部门融资在 4 月也有小幅改善。疫情冲击下，央行此前表示允许杠杆率阶段性上升，这里“M2 和社融增速明显高于去年”的表述进一步确认了年内货币政策逆周期调节的更大空间。“创新直达实体经济的货币政策工具”，宽信用政策有望再加码。

图 6：M2、社融与 GDP



资料来源：Wind、招商证券

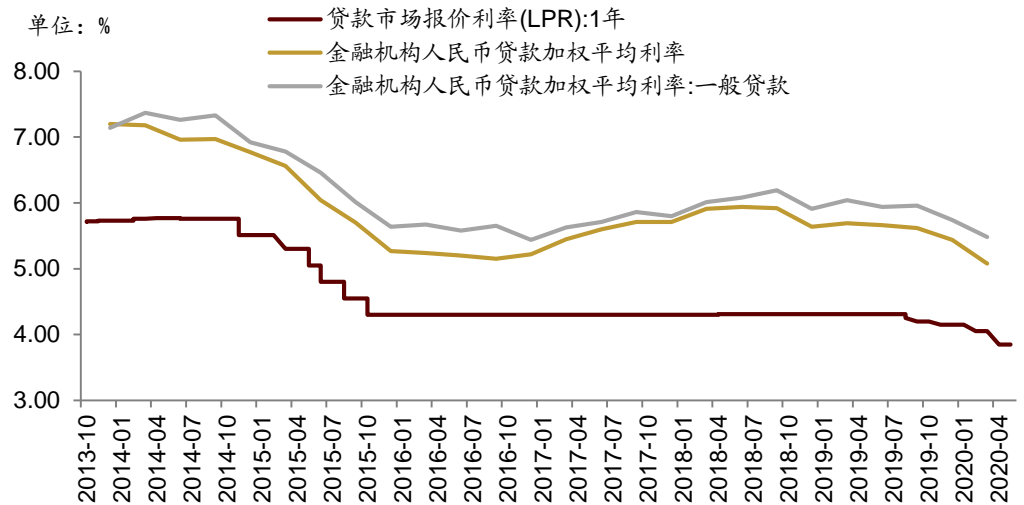
图 7：中长期融资回升，企业和政府为加杠杆主要部门



资料来源：Wind、招商证券

第三，今年以来一直强调货币政策引导贷款利率下行，不仅仅是当前应对疫情的需求，更是货币政策中长期的重要目标之一。2019 年开启降息周期以来，货币政策在降低企业融资成本方面取得一定成效。截至 2020Q1，人民币贷款加权平均利率和一般人民币贷款加权平均利率分别为 5.08% 和 5.48%，相比 2019 年末分别下降 36bp 和 26bp；最近两个季度累计下降 54bp 和 48bp，可见在政策利率引导以及改革后 LPR 机制的作用下，贷款利率下行有所成效。未来在引导贷款利率下行过程中，央行可能进一步通过定向工具加大对特定企业的支持力度，以提高政策传导效率。

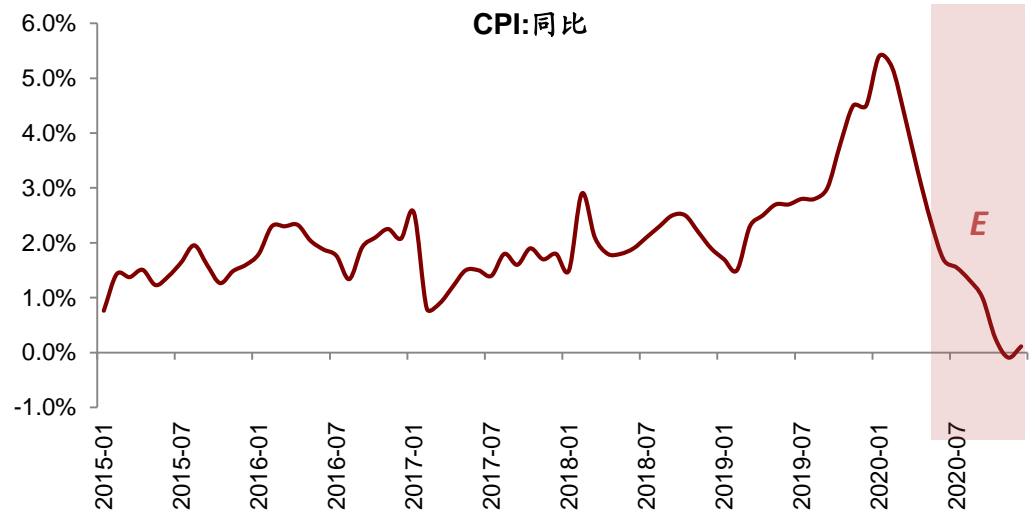
图 8：本轮降息周期中贷款利率随之下行



资料来源：Wind，招商证券

第四，通胀持续回落，并且通胀目标上调，通胀对货币政策的制约明显减弱。2月以来，受疫情及居民收入下降的影响，居民消费需求下滑，CPI触顶回落，4月同比已经降至3.3%。政府工作报告中将2020年通胀预期目标设为3.5%，相比2019年的3%提高0.5%，通胀的容忍度有所提高，且根据招商债券团队预测，下半年通胀将会进入下行通道，为货币政策提供更大空间。

图 9：根据招商债券团队预测，CPI 同比增速下半年将会明显回落



资料来源：Wind，招商证券

2、创新直达实体经济的货币政策工具

自政府工作报告提出“创新直达实体经济的货币政策工具”后，6月1日央行联合多部委联合发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，提出通过普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划等加大对小微企业的信贷支持力度。

（1）普惠小微企业贷款延期支持工具

央行提供 400 亿元再贷款资金，通过特定目的工具 SPV 与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%，并且根据央行测算，可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元。通过该工具意在鼓励地方银行按照“应延尽延”的要求，适当延长小微企业贷款期限，以缓解小微企业还本付息的阶段性压力。

（2）普惠小微企业信用贷款支持计划

央行创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元再贷款资金，通过特定目的工具 SPV 与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同，按照一定比例（本金的 40%）购买符合条件的地方法人银行金融机构普惠小微信用贷款。央行通过货币政策工具购买上述贷款后，委托放贷银行管理，购买部分的贷款利息由放贷银行收取，坏账损失也由放贷银行承担。再贷款资金的期限为 1 年，大约可以带动地方银行新发放普惠小微企业贷款 1 万亿元。

由此来看，新设的两个结构性货币政策工具将再贷款资金与金融机构对小微企业提供的贷款/延期贷款等金融支持直接联系起来，只有符合条件的地方法人银行对小微企业办理贷款延期还本付息，或者提供信用贷款，才能够获得相应的再贷款资金支持，这样可以提高资金的使用和传导效率，确保再贷款优惠资金能够实现精准调控。

其次，货币政策工具并不直接给企业提供资金，也不承担相应的信用风险，最终的信用风险仍由放贷银行承担。所以普惠小微企业信用贷款支持计划的本质仍是央行为银行提供无息的再贷款资金，降低银行放贷的资金成本，鼓励银行加大对小微企业信用贷款支持力度，扶持小微企业、稳定就业。

另外，因为普惠小微企业信用贷款支持计划只是按照一定比例购买信用贷款，所以具有一定杠杆作用，可以带动更大规模的信贷投放。

因此，创新型货币政策工具的核心在于“结构性”和“直达性”，结构性即只针对普惠小微企业；直达性即缩短央行投放资金的传导链条，再贷款资金直接与企业贷款联接，提高资金使用效率。创新型货币政策工具有利于带动更大规模的小微企业贷款，缓解企业资金压力。

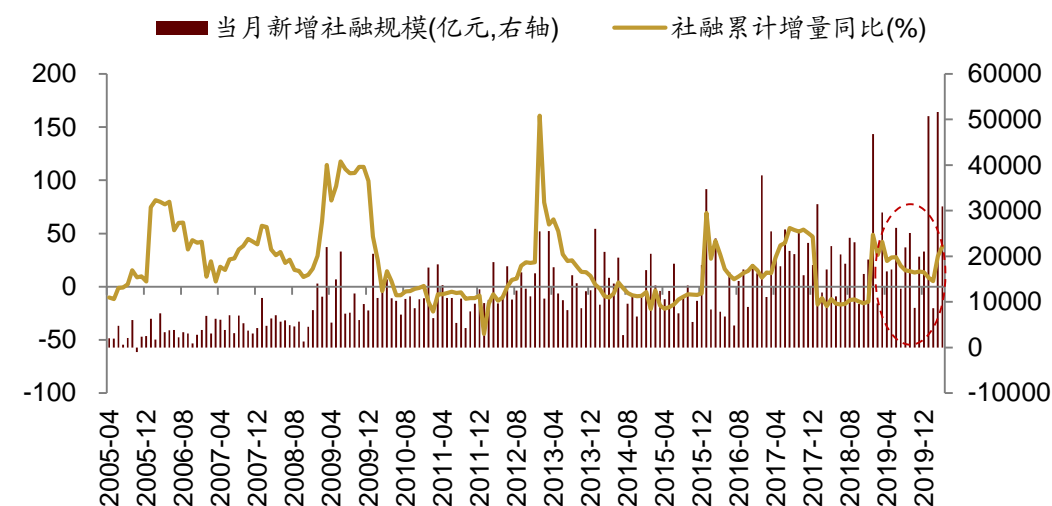
总体而言，无论从政策定调、全球环境还是国内通胀情况来看，稳健而又灵活适度的货币政策仍存在一定空间，并且国内目前正处于经济迈向复苏的阶段，逆周期调节的方向不会改变。尤其在特别国债集中发行阶段，央行大概率通过降准或者公开市场操作提供流动性支持。降成本需求下国内降息周期有望延续，结构性的货币政策将继续成为调节的重点，以加大对受疫情影响较大企业和小微企业的支持力度，“创新直达实体经济的货币政策工具”将助力宽信用的实现。

二、下半年社融怎么走？

2020 年 3 月~4 月，社融数据连续两个月超预期，新增社融累计同比增至 37.89%，社融存量增速增至 12%。社融数据回暖一方面受益于前期央行通过公开市场操作、降准

等、再贷款等投放流动性；同时也表明随着复产复工推进，实体经济融资需求有所回暖。考虑到5月地方政府专项债发行规模近万亿，5月社融有望继续保持高增速。

图 10：2020 年 3~4 月社融数据连超预期

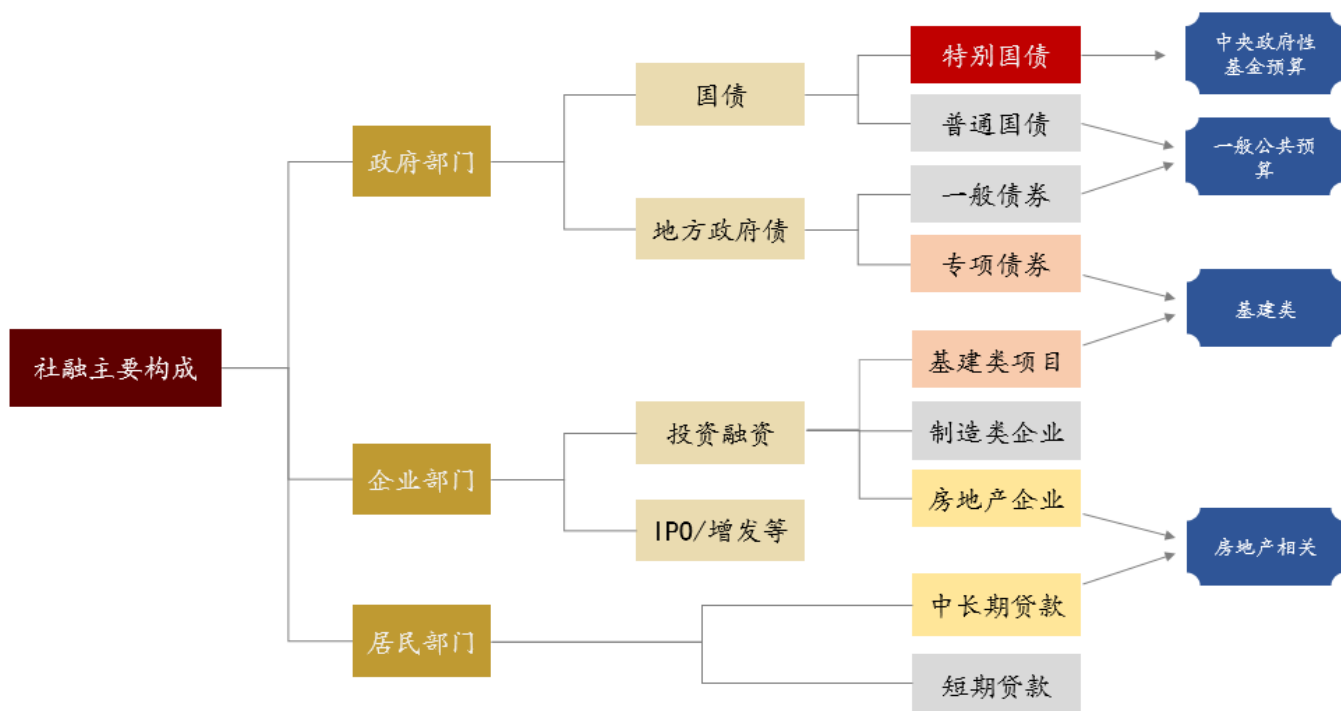


资料来源：Wind，招商证券

那么下半年社融将怎么走，我们将对社融进行拆分，从不同部门融资需求情况进行分析。

社融按照融资主体主要可以大致分为政府部门、企业部门和居民部门。其中，按照最新社融统计口径，政府融资包括国债和地方政府债，政府融资规模主要取决于财政预算安排和专项债年度限额。企业和居民融资则主要取决于融资环境和融资需求的变化。

图 11：社融结构分部门拆分



资料来源：招商证券

1、政府融资

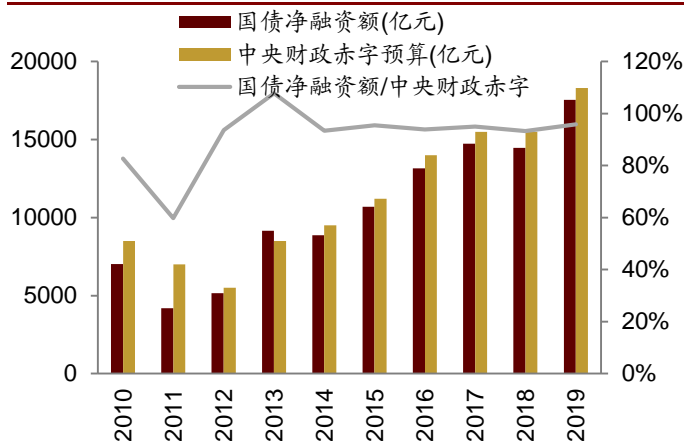
(1) 国债

政府融资途径中，普通国债主要用于补充国家财政资金、弥补财政赤字，纳入中央一般公共预算管理。而特别国债是为实施某种特殊政策而发行的，具有特定的目标和明确的用途，纳入中央政府性基金预算，不影响财政赤字。

2019 年 12 月起，人民银行将“国债”纳入社会融资规模统计，计入“政府债券”，国债的净融资额主要受中央财政赤字规模影响，2015 年以来国债净融资额相对中央财政赤字规模的比例总体稳定在 93%~96%。根据预算安排，2020 年中央财政赤字 27800 亿元，如果假设国债净融资额的比例为 95%，则对应普通国债净融资规模为 2.6 万亿。2020 年前 5 个月国债净融资额约为 5491 亿元，意味着从 6 月起至年末普通国债净融资规模可能达到 2.09 万亿元。

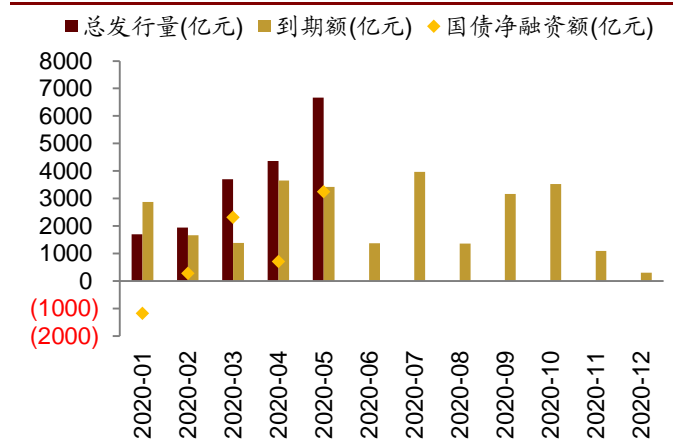
另外，两会宣布发行 1 万亿特别国债。因此，从 6 月起至年末普通国债和特别国债合计可以为社融贡献约 3.09 万亿元。

图 12：国债净融资额主要受中央财政赤字影响



资料来源：Wind、招商证券

图 13：2020 年内国债净融资规模



资料来源：Wind、招商证券

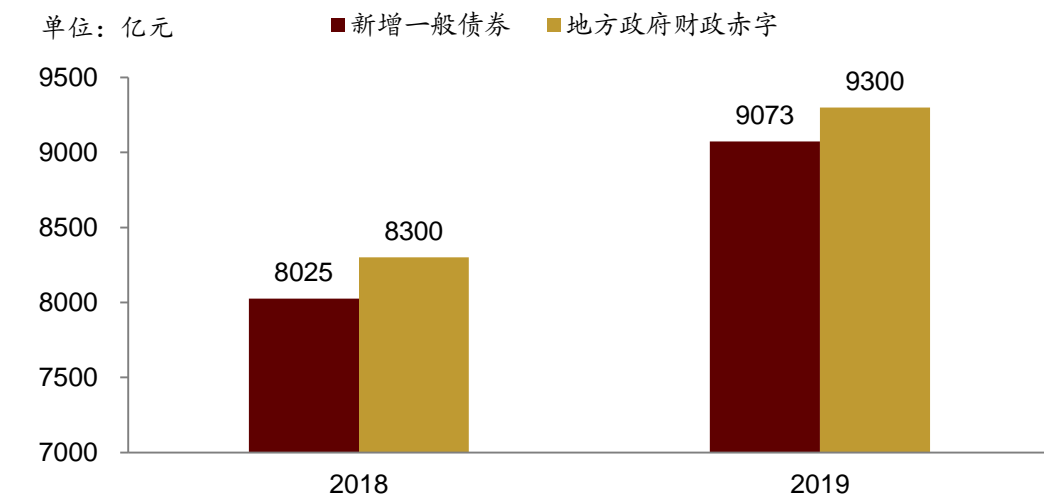
(2) 地方政府债券

地方政府债券融资包括一般债券和专项债券，要计算地方政府债券对社融的影响，需要综合考虑新增地方政府债券的规模和到期债券规模。

就到期地方政府债券而言，地方政府可以通过发行再融资券用于偿还到期债券，再融资券覆盖了大多数到期债券，2019 年，地方政府发行再融资券 1.3 万亿，是同年到期地方政府债券规模的 99.3%，并且再融资券不占用当年新增债券额度。2020 年地方政府债券到期规模大约 2.07 万亿，保守假设其中 90% 可以通过再融资券覆盖，则净到期规模为 2075 亿元，其中 1~5 月净到期 299 亿元，6~12 月净到期 1776 亿元。

类似普通国债净融资额，新增地方政府一般债券规模主要受地方财政赤字影响，2018 年和 2019 年新增地方政府一般债券分别占当年地方政府财政赤字的 96.69% 和 97.56%。根据预算安排，2020 年地方财政赤字 9800 亿元，如果假设新增一般债券的比例为 97%，则对应新增一般债券规模为 9506 亿元。前 5 个月新增一般地方政府债券发行规模累计 5522 亿元，则年内剩余额度约 3984 亿元。

图 14: 新增地方政府一般债券主要受地方财政赤字影响



资料来源: Wind, 招商证券

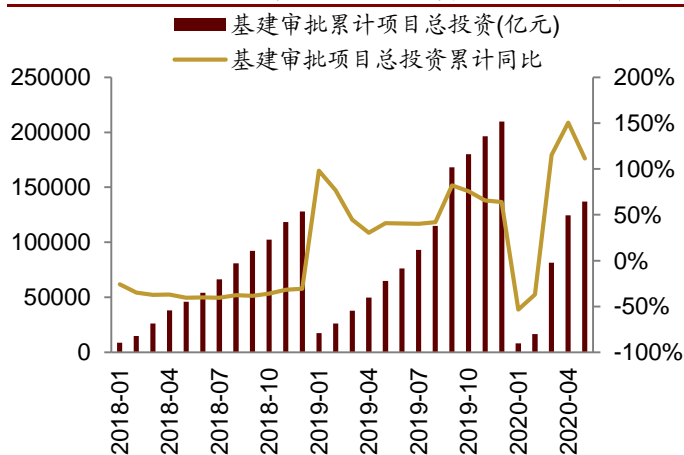
2020 年地方政府专项债额度 3.75 万亿元, 前 5 个月新增地方政府专项债合计发行 2.15 万亿元, 年内剩余额度为 1.6 万亿。因此, 综合新增一般债券、新增专项债和净到期规模, 自 6 月起至年末地方政府债券净融资额对社融的贡献合计为 18208 亿元。

综合国债和地方政府债券融资, 6 月至年末政府债券对社融的贡献规模合计约 4.9 万亿, 对比 2019 年 6~12 月政府债券净融资 2.95 万亿元, 据此推算, 社融中的政府债券融资同比增速全年可能达到 70% 以上; 6~12 月合计融资规模的同比增速可能 67%, 较前 5 个月略有回落, 不过仍保持较高水平。

2、企业融资

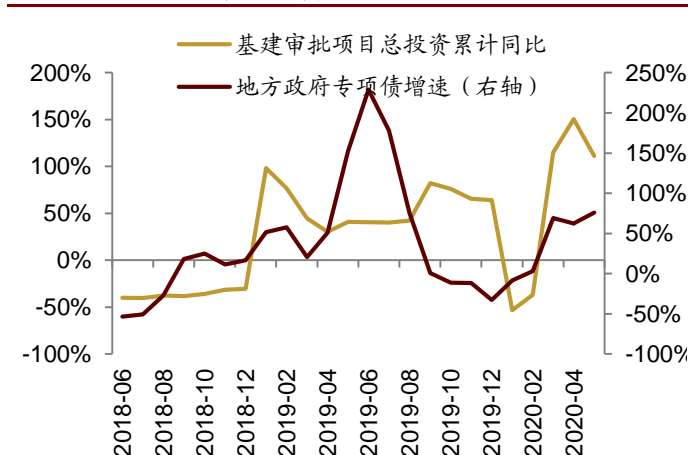
基建投资方面, 专项债作为基建投资资金的来源之一, 并且专项债可以作为项目资本金, 将撬动一定规模的基建投资融资需求。另外, 从基建项目项目审批情况来看, 3 月疫情全面爆发后, 发改委大幅提升了基建审批项目增速。1-5 月同比增速达到 114%。政府融资规模随之大幅攀升, 与政府项目相关的融资大幅提升。由于基建审批到落地有一定时滞, 未来 3-5 个月, 基建项目仍是融资需求的重要来源, 对社融将形成重要支撑。

图 15: 3 月以来基建审批项目总投资金额明显回升



资料来源: Wind, 招商证券

图 16: 基建项目带动融资需求



资料来源: Wind, 招商证券

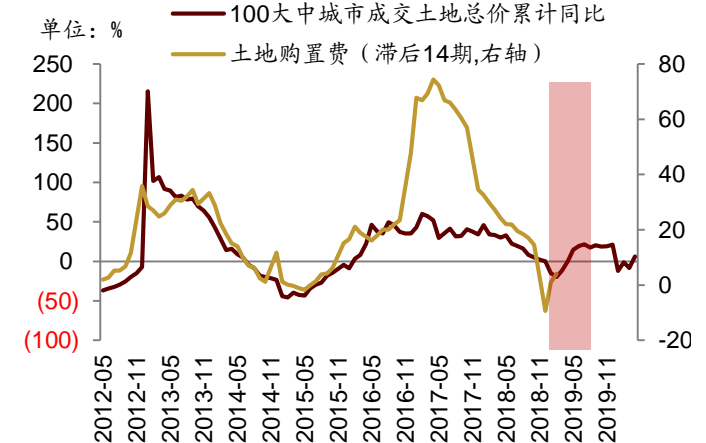
从房地产投资来看，建安工程和土地购置费是地产投资中占比较高的两部分，2020 年前 4 个月累计分别占比 32.7% 和 61%，合计 93.8%。随着地产竣工进入上行期，将对建安工程投资形成支撑。土地成交价款对土地购置费具有一定领先作用，参考土地成交价款走势，下半年土地购置费支出有望继续上行。综合两方面来看，地产投资下半年有望企稳回升。与之对应的，房地产融资有望得到改善。

图 17：前两年已售期房施工对建安工程具有支撑作用



资料来源：Wind、招商证券

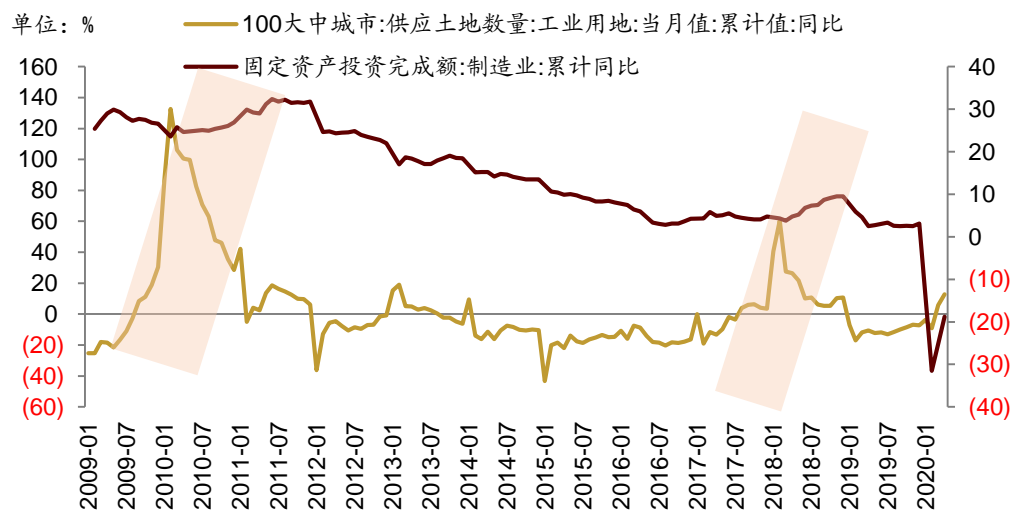
图 18：土地购置费增速下半年有望继续上行



资料来源：Wind、招商证券

对于制造业投资来说，工业用地面积是制造业投资领先指标。从工业用地面积高频数据来看，3 月开始，工业用地面积增速转正，4 月继续提升至 12.9%，表明制造业企业拿地积极性提高，这预示着制造业投资在未来将会出现逐渐修复的局面，带来行业融资需求的改善。

图 19：工业企业用地面积增速同比回正并继续走高



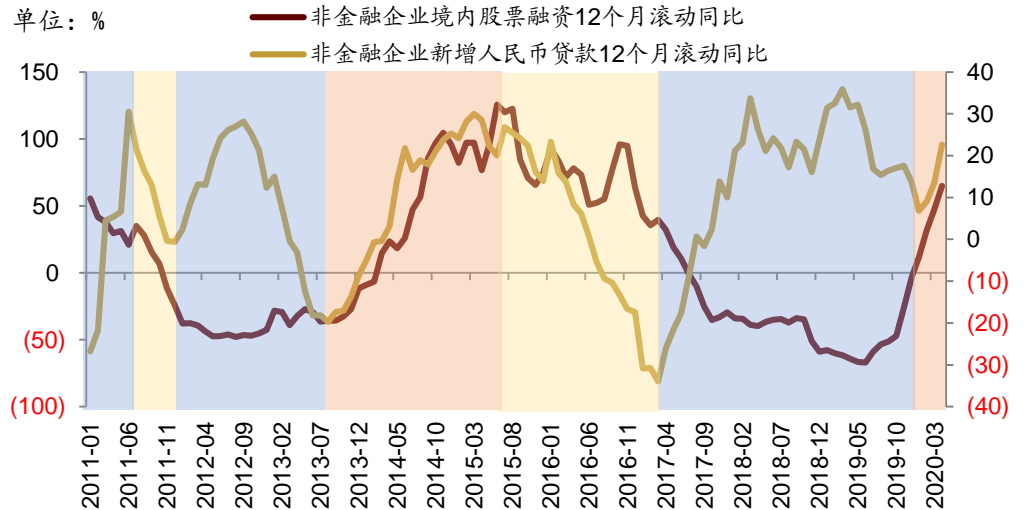
资料来源：Wind、招商证券

3、直接融资环境改善

2020 年以来股票融资和贷款融资增速均上行，股票融资和新增人民币贷款融资再度迎来共振向上的机会。2019 年科创板的设立带动 IPO 回暖，2020 年再融资政策宽松，定

增规模逐渐扩大。再加上今年疫情冲击下货币政策提供了充足流动性，宏观流动性环境宽松，降息降准引导贷款利率下行，直接融资和间接融资环境均有明显改善。

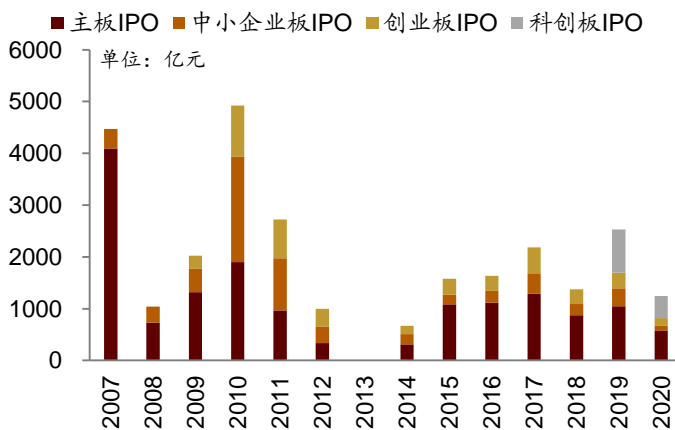
图 20：企业股票融资与贷款融资再度迎来共振向上的机会



资料来源：Wind，招商证券

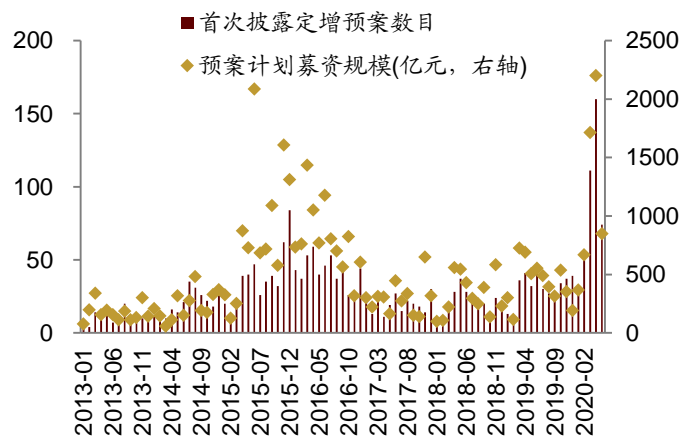
今年以来增发预案数目明显增加，假设证监会核准状态的增发预案年内可以全部实施，发审委通过状态的 90%可以年内实施，股东大会通过增发预案 30%可以年内实施，则对应拟募资总规模可能达到 4560 亿元，其中计入社融的现金认购规模 3420 亿元。加上 IPO 规模，未来几个月股票融资对社融的贡献可能达到 4950 亿元。相比 2019 年 6~12 月股票融资规模的 2430 亿元基本翻倍。

图 21：2020 年 IPO 发行继续回暖（截至 2020/5/21）



资料来源：Wind，招商证券

图 22：2020 年上市公司积极公布定增预案

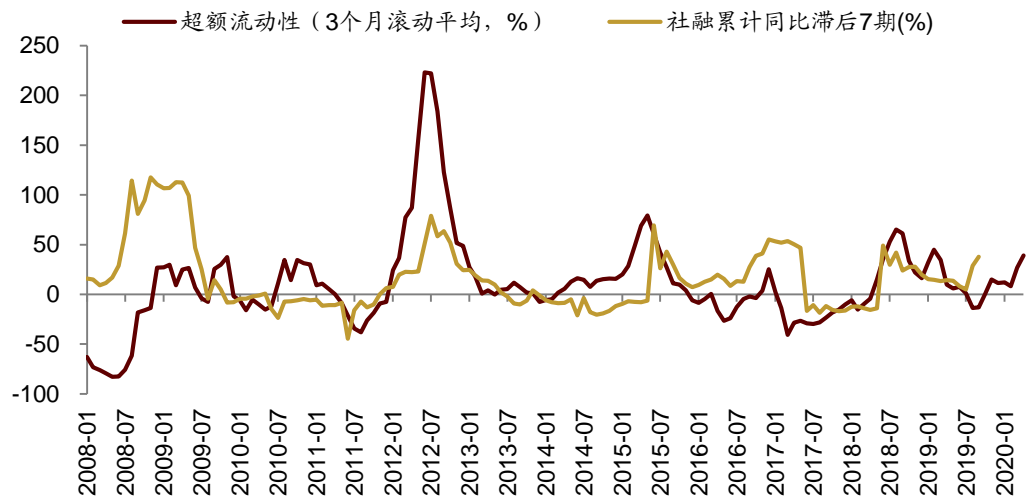


资料来源：Wind，招商证券

从融资供给端来看，上半年在货币政策支持下，超额流动性增速快速提升。本轮货币宽松带来的超额流动性回升始于 2019 年 10 月，历史数据显示，新增社融的回升大约滞后超额流动性 6~7 个月。今年由于疫情的演绎，新增社融增速在 3 月就开始回升。

随着实体融资需求的回暖，此前投放的流动性逐渐传导至实体经济，从超额流动性的领先作用来看，未来几个月（至少到 10 月前后）新增社融增速仍有望继续向上保持在较高水平。并且“创新直达实体经济的货币政策工具”将会进一步推动宽信用过程。

图 23: 从超额流动性的领先作用来看, 新增社融有望继续保持高增长



资料来源: Wind, 招商证券

三、下半年资金需求明显增加——股市流动性回顾与展望

回顾 2020 年上半年, 股票市场资金出现的三个主要变化包括: (1) 公募基金发行扩张, 连续两个月发行规模超千亿规模; (2) 银行理财子公司建设加速推进, 非保本理财规模重回扩张; (3) 再融资新规发布后, 上市公司积极推出定增计划, 年内发布的定增预案数目超过 400 个。总体而言, 上半年各类资金积极入市, 虽有波动, 但总体净流入规模较高。展望下半年, 随着创业板注册制改革推进, IPO 市场有望持续活跃, 发行规模大概率仍保持较高水平; 另一方面, 定增计划陆续落地实施, 再融资市场将出现明显回暖, 融资需求预计总体明显增加, 不过对二级市场的实际影响可控, 测算显示下半年市场仍有望呈现净流入的状态。

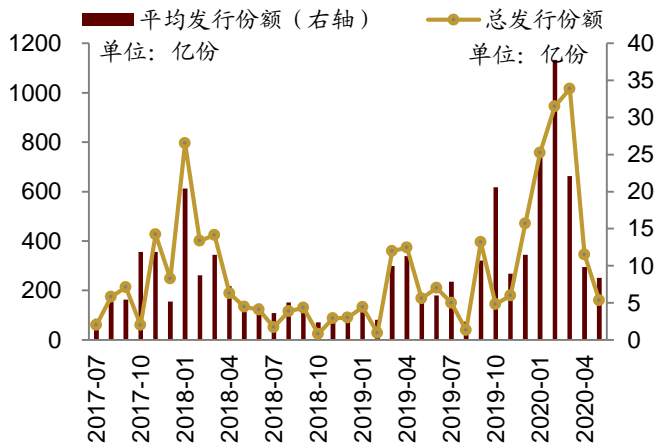
1、 资金供给端：公募基金发行扩张

(1) 公募、私募基金

今年以来, 公募基金发行规模明显加速, 尤其 2 月和 3 月偏股类公募基金发行份额均超过千亿份。考虑到老基金的净值变动和申购赎回情况, 以各月基金单位净值和基金份额为基础, 叠加基金仓位进行估算, 截至 5 月末, 公募基金带来增量资金合计约 3500 亿元; 如果 6 月参考 5 月的情况, 则上半年公募基金净流入规模合计约 3640 亿元。

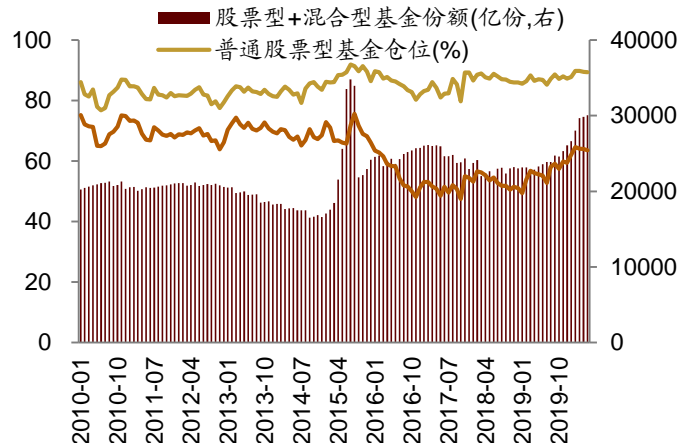
考虑到地产财富效应逐渐减弱以及低利率环境下, 股票资产配置价值日益凸显, 居民通过基金进行投资的热情仍在。参考目前已审批待发行、待审批公募基金的数目和类型, 假设已审批待发行和待审批中采取简易审批程序的公募基金可以在年内发行, 同时考虑原有基金赎回和基金平均仓位, 那么保守估计下半年公募基金给股市带来增量资金的规模可能达到 2350 亿元。

图 24: 公募基金发行在年初快速走高



资料来源: Wind、招商证券

图 25: 基金仓位处历史高位, 规模创 2016 年来的新高

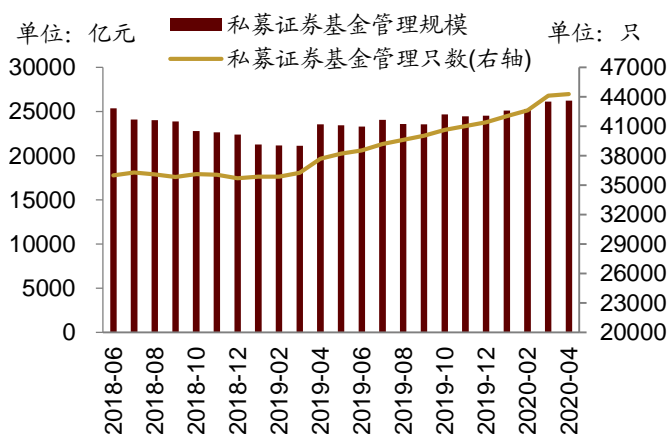


资料来源: 私募排排网、招商证券

就私募证券投资基金而言, 2019 年资管新规对私募基金的影响已经明显弱化, 私募证券投资基金规模在 2019 年总体平稳。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, 较年初增加 1720 亿元 (约 7%)。另外, 私募基金仓位在 2020 年前几个月总体保持在较高水平。以私募基金平均管理规模为基础, 参考私募基金仓位变化, 估算 2020 年上半年私募基金为股市带来增量资金约 290 亿元。

假设 2020 年全年私募证券投资基金总规模提升 18%, 综合股票型和混合型基金占比, 以目前仓位水平为参考, 则私募基金下半年带来增量资金约 410 亿元。

图 26: 私募证券投资基金管理规模企稳回升



资料来源: Wind、招商证券

图 27: 私募证券基金仓位总体处于较高水平



资料来源: 私募排排网、招商证券

(2) 银行理财子公司快速推进, 理财规模大幅回升

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。普益标准的数据显示, 截至 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; 近期银保监会公布的数据显示, 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。

表 1: 19 家已获批的银行理财子公司及银行非保本理财规模变化

| 理财子公司 | 时间 | 最新进度 | 注册资本 (亿元) | 非保本理财规模 (亿元) | | | 2019 年 增速 |
|-------|------------|------|-----------|--------------|---------|---------|--------------|
| | | | | 2018 年末 | 2019 年中 | 2019 年末 | |
| 建信理财 | 2019-06-03 | 开业 | 150 | 18465 | 18061 | 18851 | 2.09% |
| 工银理财 | 2019-06-06 | 开业 | 160 | 25759 | 23318 | 26421 | 2.57% |
| 交银理财 | 2019-06-13 | 开业 | 80 | 7697 | 10081 | 10032 | 30.35% |
| 中银理财 | 2019-07-04 | 开业 | 100 | 11572 | 10581 | 12319 | 6.45% |
| 农银理财 | 2019-08-08 | 开业 | 120 | 17065 | 15379 | 19607 | 14.90% |
| 中邮理财 | 2019-12-05 | 开业 | 80 | 7575 | 8078 | 8099 | 6.92% |
| 光大理财 | 2019-09-26 | 开业 | 50 | 6890 | 7023 | 7788 | 13.04% |
| 招银理财 | 2019-11-05 | 开业 | 50 | 18520 | 19926 | 20989 | 13.33% |
| 兴银理财 | 2019-12-19 | 开业 | 50 | 12248 | 12064 | 13293 | 8.53% |
| 宁银理财 | 2019-12-25 | 开业 | 15 | 2347 | 2498 | 2676 | 14.02% |
| 杭银理财 | 2020-01-06 | 开业 | 10 | 1875 | 2144 | 2311 | 23.28% |
| 徽银理财 | 2020-04-28 | 开业 | 20 | 1014 | 1475 | 1807 | 78.22% |
| 信银理财 | 2019-12-04 | 筹建获批 | 50 | 10589 | 10992 | 12002 | 13.34% |
| 南银理财 | 2019-12-19 | 筹建获批 | 20 | 2569 | 2803 | 2680 | 4.32% |
| 苏银理财 | 2019-12-20 | 筹建获批 | 20 | 2943 | 3187 | 3286 | 11.65% |
| 平安理财 | 2019-12-31 | 筹建获批 | 50 | 5378 | 5749 | 5905 | 9.80% |
| 青银理财 | 2020-02-11 | 筹建获批 | 10 | 715 | 822 | 1010 | 41.15% |
| 渝农商理财 | 2020-02-19 | 筹建获批 | 20 | 1100 | 1269 | 1322 | 20.10% |
| 华夏理财 | 2020-04-27 | 筹建获批 | 50 | 4693 | 5045 | 6522 | 38.97% |
| 合计 | | | | 159014 | 160495 | 176919 | 11.26% |

资料来源: 上市公司年报, 招商证券

注: 理财产品规模为各银行及其理财子公司产品规模。

第一, 银行理财子公司筹建开业工作积极推进, 银行理财子公司陆续推出理财产品。截至目前, 已获批的银行理财子公司共 19 家, 其中 12 家已经正式开业, 包括国有六大行在内的 12 家银行的理财子公司。并且 2019 年银行理财规模总体出现较明显扩张。

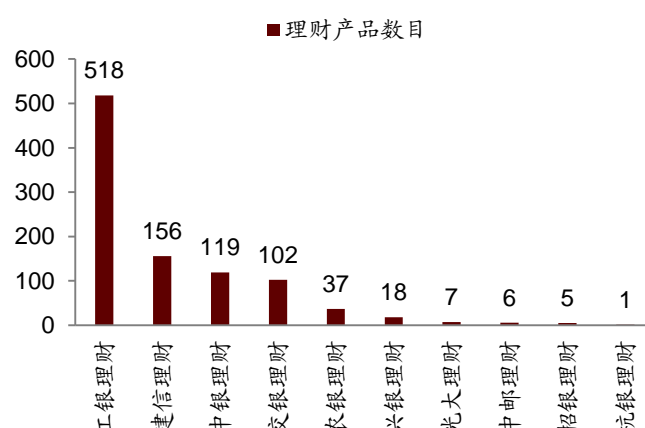
具体来看, 理财子公司已经发行多款理财产品, 尤其工银理财发行和正在发行的理财产品数据已经超过 500 只。按照银行理财新规的规定, 银行通过子公司开展理财业务后, 子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票, 除了那些通过基金间接投资股票的产品外, 其中 74 只银行理财子公司的产品投资范围里明确写了“股票”, 理财子公司产品的推出将陆续为股市带来增量资金。

图 28: 银行非保本理财产品规模自 2019 年下半年回升



资料来源: Wind、招商证券

图 29: 理财子公司发行大量理财产品



资料来源: Wind、招商证券

第二, 今年以来利率大幅走低的环境下理财产品预期收益率降幅相对有限, 对风险偏好

不高的那部分居民资金仍具有较大的吸引力，助力理财产品规模的扩张。以 3 个月期为例，截至 5 月 21 日，今年以来 Shibor 累计降幅达到 162bp；而同期限银行理财产品预期收益率降幅仅 14bp。在此环境下，银行理财对那些风险偏好不高的居民的吸引力凸显，所以一定程度上推动了理财规模的扩张。

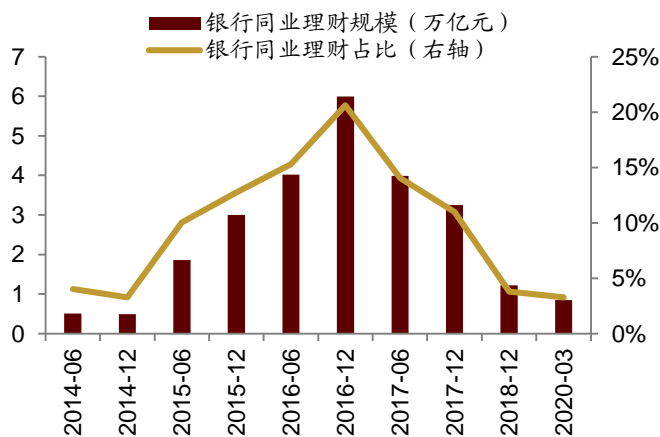
图 30：利率大幅下行环境下，理财产品收益率降幅有限



资料来源：Wind，招商证券

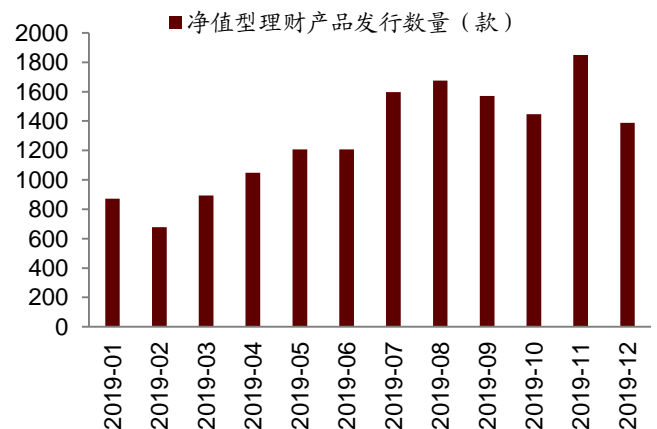
第三，银行及其理财子公司优化产品结构，推动净值型产品发展，同业理财规模得到持续压缩。银保监会近期公布的数据显示，截至 2020 年一季度末，银行同业理财规模已经降至 8460 万元，相比 2016 年末的峰值缩减 87%。与此同时，按照资管新规的要求，净值型理财产品的发行力度不断扩大，普益标准的数据显示，2019 年下半年净值型理财产品发行数量保持在每月 1500 款以上。

图 31：银行同业理财规模持续压缩



资料来源：Wind，招商证券

图 32：净值型理财产品发行数量保持较高水平



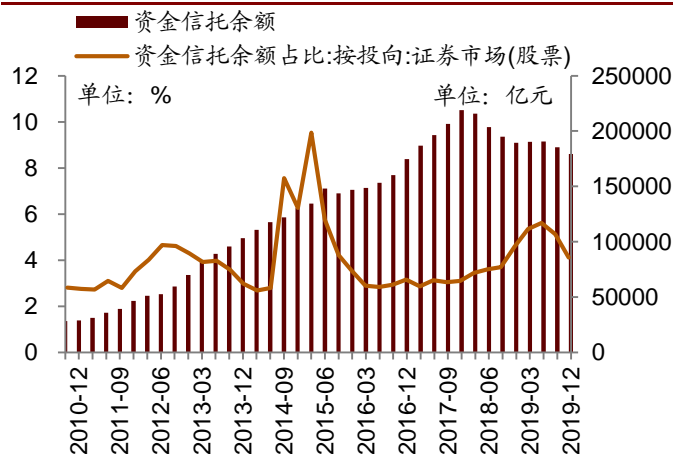
资料来源：普益标准、招商证券

根据银行理财产品余额变化，综合其权益投资占比和股票投资在其中的比例，估算上半年银行理财给股市带来增量资金约 600 亿元。展望下半年，银行理财子公司仍会加速继续推进，同时考虑到资管新规过渡期限临近，银行理财规模的扩张可能较上半年略有放缓，假设 2020 年下半年银行非保本理财规模提升 5.5%，权益投资比例提升 0.2%，则带来增量资金约 500 亿元。

(3) 信托产品

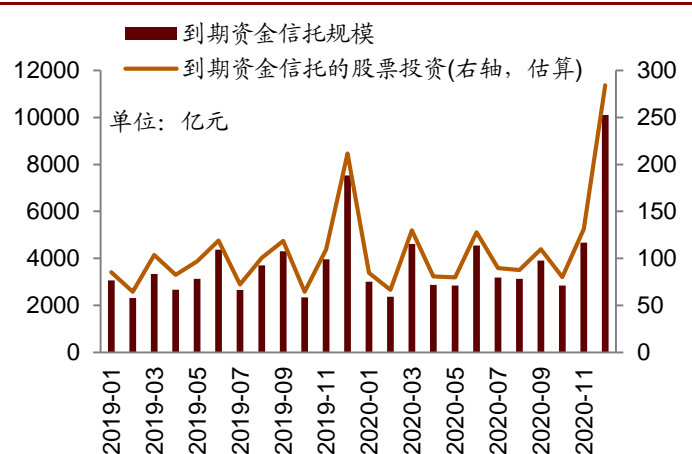
2019 年以来,投资股票的资金信托规模总体处于稳中略降的状态。2019 年末,投向股票的资金信托余额为 5036 亿元,全年下降约 250 亿元。2020 年资金信托产品到期规模相比 2019 年略有增加,从 1228 亿元升至 2020 年的 1350 亿元,其中 2020 年上半年到期 570 亿元,下半年到期 780 亿元。信托产品发行难有明显回暖,预计资金流出规模较 2019 年继续扩大,保守估计净流出规模为 370 亿元。其中上半年净流出规模为 160 亿元,下半年净流出 210 亿元。

图 33: 投资股票的资金信托规模小幅下降



资料来源: 普益标准、招商证券

图 34: 2020 年信托产品到期及其股票投资规模有所扩大



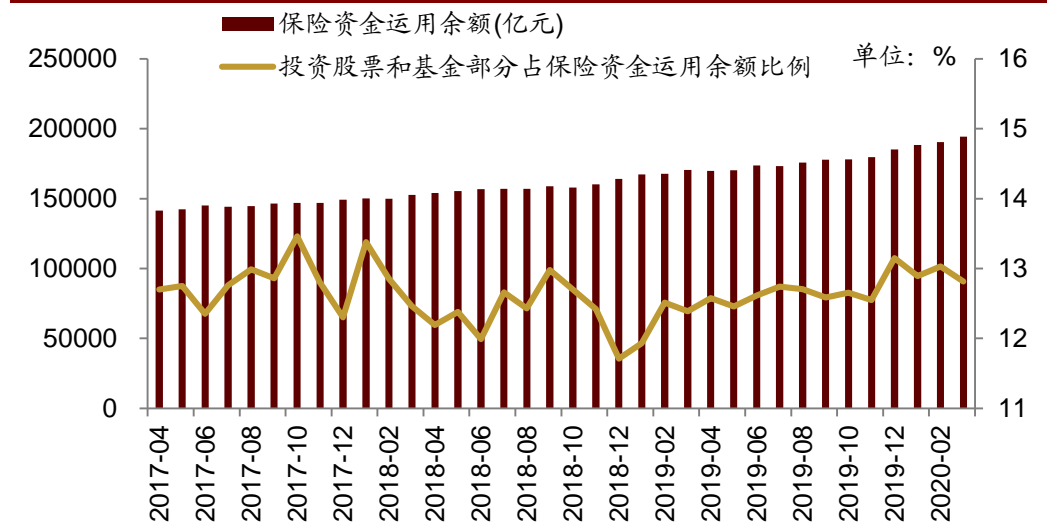
资料来源: Wind、招商证券

(4) 保险资金

今年一季度,保险资金运用中,股票和基金部分的占比震荡下行。截至 2020 年 3 月末,保险资金运用余额为 19.4 万亿元,较年初增长 8984 亿元(4.8%),各月基本平稳增长。其中投资股票和基金的占比为 12.82%,较年初下降 0.33%;对应规模 2.49 万亿元。参考保险资金权益投资规模进行估算,2019 年一季度保险带来增量资金规模近 400 亿元,推算上半年净流入规模可能达到 800 亿元。

政策层面,市场消息称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。从目前来看,保险资金股票和基金投资占比处于历史中等水平,2020 年下半年保险资金存在继续加仓的空间。假设股票和基金投资占比提升至 13%,并根据保费收入在全年的分布情况,估算下半年保险资金流入规模可能达到 1000 亿元。

图 35: 保险资金运用余额及权益投资比例



资料来源: Wind, 招商证券

(5) 社会保障资金（社保基金、养老金、企业年金、职业年金）

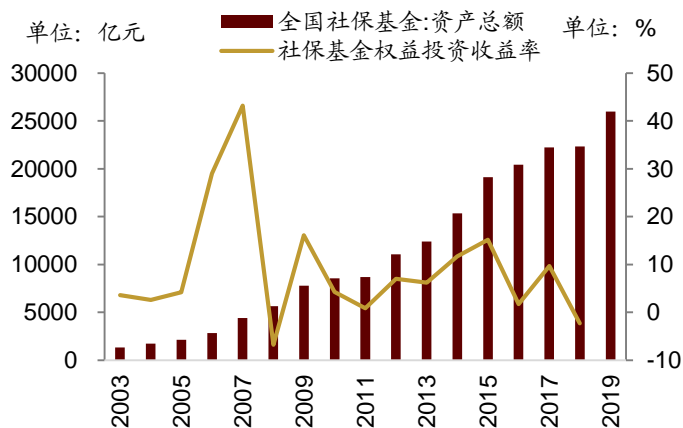
不考虑股份划转的情况下，社保基金的资金来源主要包括彩票公益金分配和中央财政预算拨款，2019 年划拨给社保基金的彩票公益金为 464 亿元，假设 2020 年增至 500 亿元，中央财政预算拨款每年 200 亿元，股票投资比例按照 15% 计算，则 2020 年社保基金增量资金约 140 亿元，半年增量 70 亿元。

基本养老保险基金方面，基本养老金委托投资快速推进。最新数据显示，截至 2020 年一季度末，地方基本养老保险基金签署委托投资合同到账规模 9253 亿元。按照 15% 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，半年增量约为 150 亿元。

截至 2019 年 12 月，全国企业年金实际运作金额为 1.77 万亿元，运作金额在 2019 年增长约 3187 亿元（22%），相比 2018 年 15.7% 的增速有明显提高。考虑到 2020 年宏观经济增长压力，企业年金增速可能略有放缓。假设 2020 年降至 18% 左右的增速，按照 7.5% 的股票投资比例计算，则 2020 年全年带给股市的增量资金约 240 亿元。

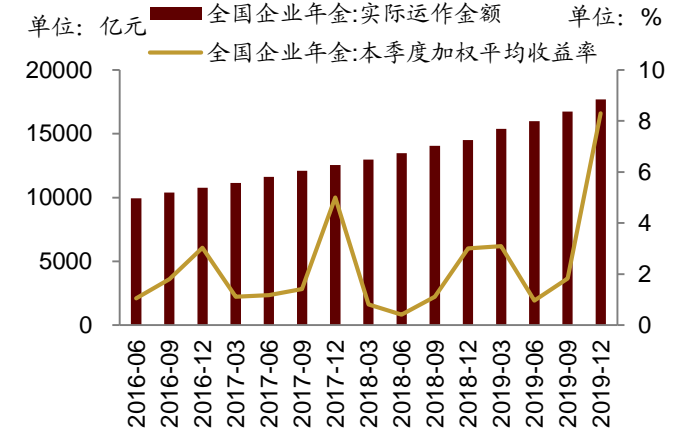
2019 年 7 月 27 日，中国社会保险学会会长在养老金融 50 人论坛 2019 上海峰会中提到，目前职业年金规模已达 6100 亿元；按照每年 2000~3000 亿元的增量计算，其股票投资比例可以参考企业年金目前的投资情况。预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为 7%，则每年增量资金约 175 亿元。

图 36: 全国社保基金规模



资料来源: Wind、招商证券

图 37: 企业年金规模及收益率



资料来源: Wind、招商证券

（6）境外资金

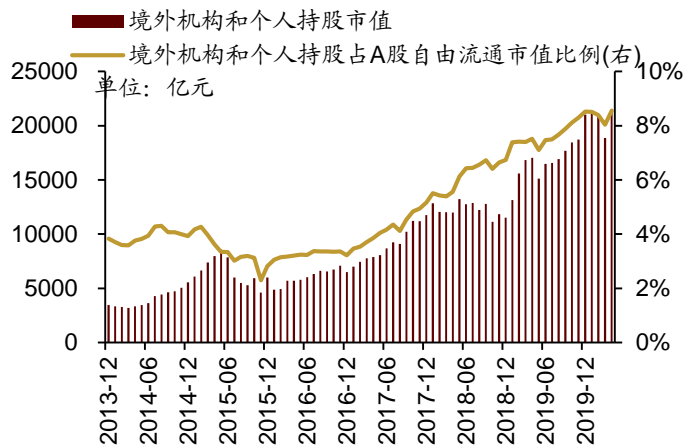
2020 年以来，受国内外市场波动较大的影响。北上资金流动也波动加剧，3 月在疫情冲击、油价大跌、全球权益市场大幅下挫引发流动性紧张的情况下，北上资金大幅流出近 680 亿元，创历史新高；后随着美联储推出无限量 QE 政策，北上资金在 4 月转为净流入 530 亿元。截至 5 月 21 日，北上资金今年累计净流入近 536 亿元。

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。此次扩容分两步实施，其中四分之一已于 3 月完成，剩余的四分之三将于 2020 年 6 月实施，届时 A 股纳入因子比例将提升至 25%。根据测算，将带来被动增量资金约 210 亿元。

此外，MSCI 在 5 月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，2020 年外资流入规模预计较 2019 年会有所下降。

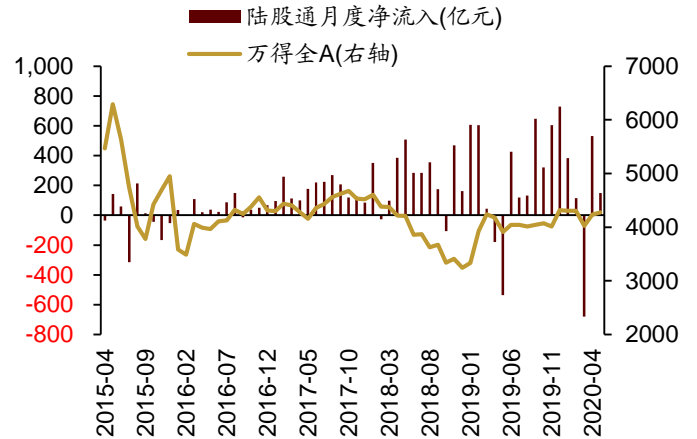
根据我们估算，截至 5 月 21 日，境外资金全部持股占 A 股流通市值的比例可能达到 4.56%，相比年初的 4.36% 提高约 0.2%。2019 年是 A 股集中纳入国际指数的一年，外资在 A 股流通市值占比相应提高了 1.09%。假设下半年外资持股占比继续提高 0.2%，据此估算外资下半年净流入规模可能达到近 800 亿元。

图 38: 境外资金持股规模及占比



资料来源: Wind、招商证券

图 39: 北上资金净流入规模



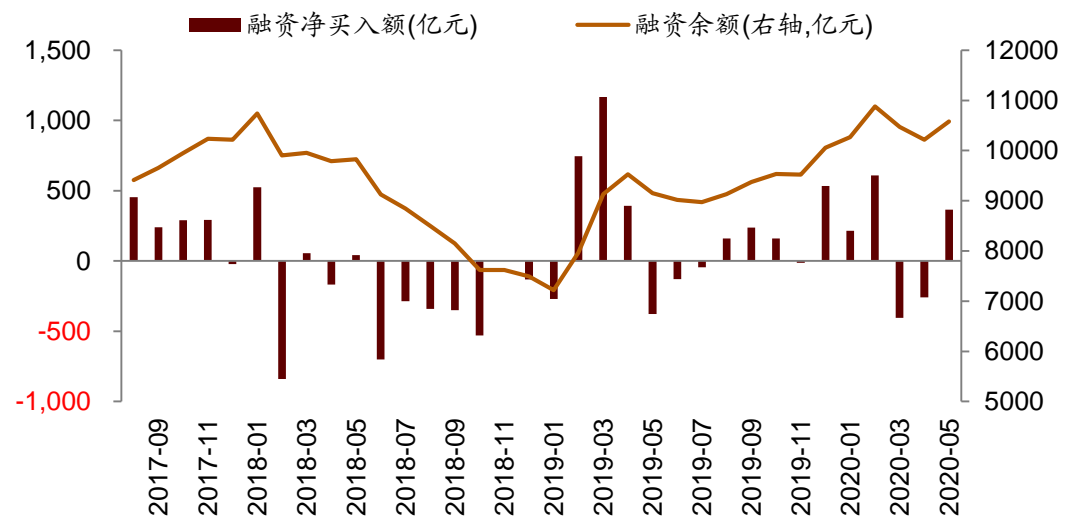
资料来源: Wind、招商证券

(7) 融资余额

今年年初随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，而后在疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，后在 5 月转为净流入。总体来看，截至 5 月 21 日，融资资金年内累计净流入 527 亿元。

假设下半年 A 股上行，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可达 1100 亿元。

图 40: 融资余额与融资净买入



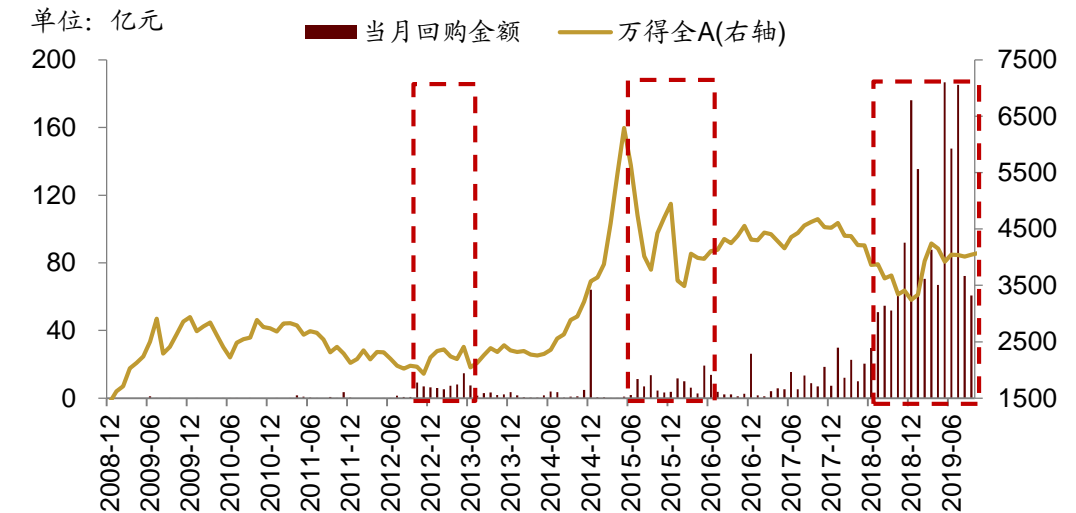
资料来源: Wind、招商证券

(8) 股票回购

2019 年 A 股上市公司回购热情高涨，回购规模创历史新高。进入 2020 年以来，上市公司回购规模有所回落，截至 5 月 21 日，年内已回购规模合计约 275 亿元，如果 6 月回购规模参考平均 30 亿元计算，那么上半年回购规模合计为 305 亿元，其中 3 月市场调整的当月，回购规模超过 120 亿元，进一步显示市场下跌时上市公司回购意愿更强。

根据不完全统计，今年以来上市公司发布的回购预案涉及拟回购规模合计约 460 亿元。其中已经完成的回购对应 23 亿元。考虑到回购计划实施周期以 1 年居多，假设这些未完成的回购计划中有 60%能够在年内实施，则下半年回购规模可能达到 260 亿元。

图 41：2020 年以来回购规模有所回落



资料来源：Wind, 招商证券

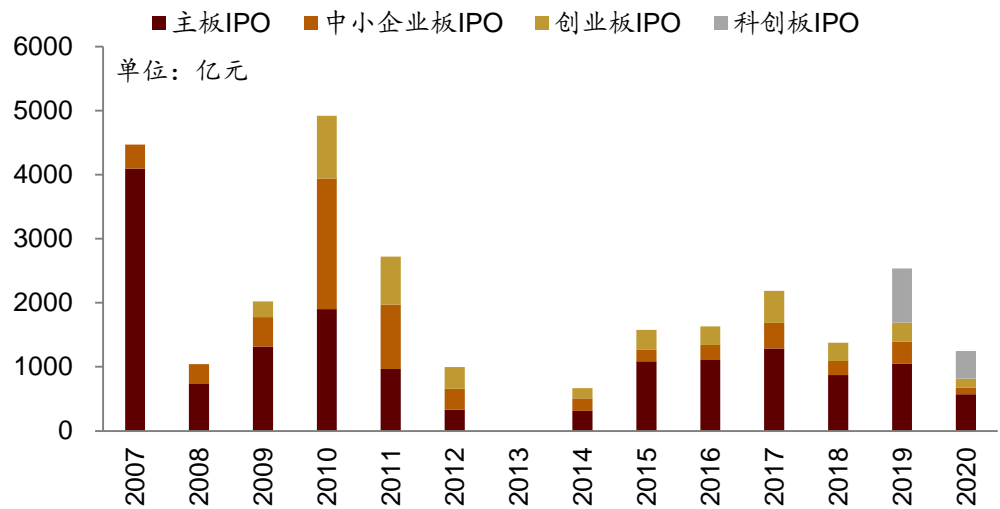
2、 资金需求端：再融资新规带动需求端回暖

(1) IPO

2020 年前 5 个月中，IPO 发行数目 83 家，对应募资规模 1245 亿元，约相当于 2019 年全年 IPO 规模的 49%，意味着今年 IPO 规模较去年略有扩大。保守估计 6 月发行 100 亿元，则上半年发行规模 1345 亿元。其中，主板、中小板、创业板、科创板募资规模分别占比 46.1%、8.4%、11%和 34.5%，科创板成为新股发行的重要来源。创业板注册制改革在即，近期创业板新股发行明显放缓，预计下半年随着注册制改革的推进，创业板发行会有明显回升，IPO 市场有望保持活跃。

目前 IPO 审核通过尚未发行的公司预计募资规模合计近 530 亿元。考虑到市场容量，如果按照科创板保持目前月均发行 85 亿元，主板、中小板和创业板最近 5 年年均 1700 亿元的规模估算，下半年 IPO 规模可能达到 1425 亿元。

图 42: 2020 年 IPO 发行较 2019 年继续小幅回暖 (以发行日期为参考)



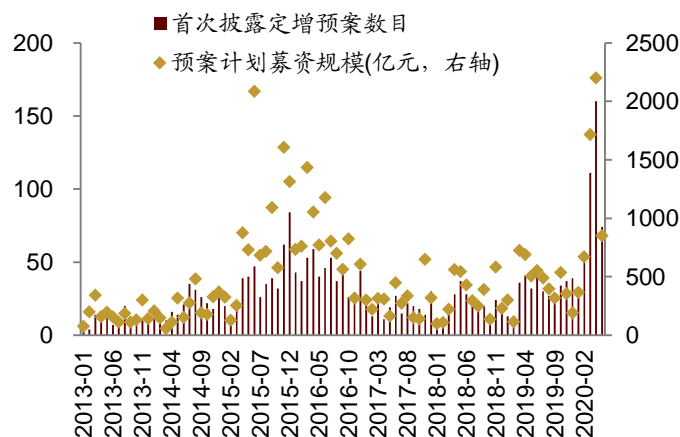
资料来源: Wind, 招商证券

(2) 再融资

2020 年以来,随着再融资新规落地,定增市场明显回暖。截至 5 月 21 日,年内公布的定增预案共 431 个,对应计划募资规模达到 5800 亿元。尤其 2 月和 3 月公布的定增预案规模分别达到 1715 亿元和 2200 亿元,由此可见再融资新规各类政策放松后,对定增市场具有明显的提振作用,上市公司开展定增热情高涨。目前年内已实施的增发融资规模为 2183 亿元,剔除上市公司大股东及股东关联方认购部分后,现金认购规模为 402 亿元。据此推算,上半年增发融资现金认购对二级市场流动性的影响规模可能达到 480 亿元。

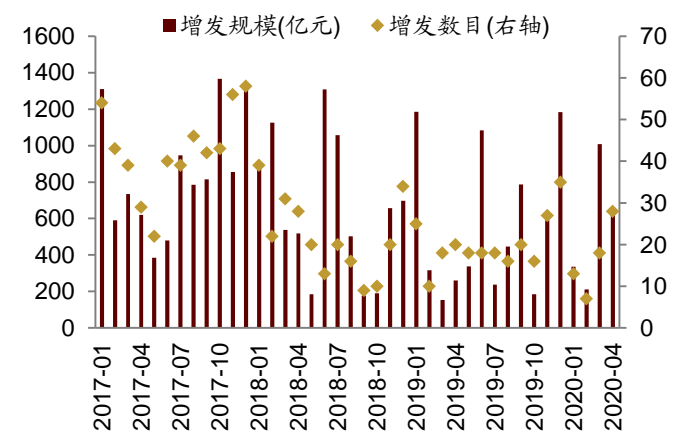
从三季度开始,增发实施规模可能开始逐渐扩张。假设证监会核准状态的增发预案年内可以全部实施,发审委通过状态的 90%可以年内实施,股东大会通过增发预案 30%可以年内实施,则对应拟募资总规模可能达到 4560 亿元,剔除上市公司大股东及股东关联方认购的部分后,属于现金认购的规模为 2460 亿元。

图 43: 2020 年上市公司积极公布定增预案



资料来源: Wind, 招商证券

图 44: 增发实施规模或在下半年有明显提升



资料来源: Wind, 招商证券

在增发市场回暖的情况下,可转债发行有所降温。截至 2020 年 5 月 20 日,上市公司年内发行可转债规模约 600 亿元,相当于 2019 年全年的 22%,据此推算,上半年可转债

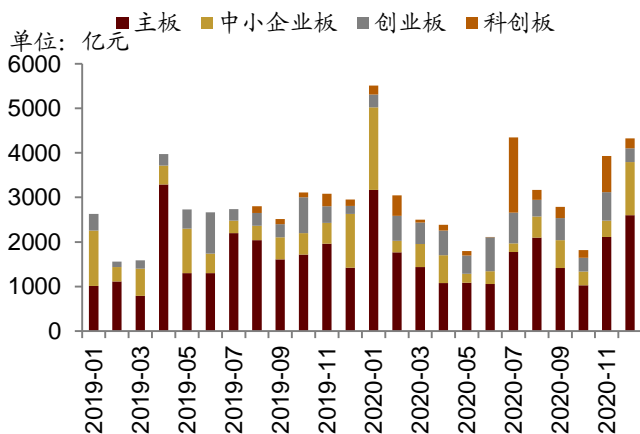
债规模可能达到 720 亿元。考虑到固收类投资者会申购大量可转债，参考不同类型基金持可转债的情况，将其对股市的影响按照 0.4 的比例折算，则其上半年对股市流动性的资金需求约 288 亿元。预计下半年可转债规模将继续下滑，假设较上半年下滑 20%，则对应流动性影响为 230 亿元。

此外，配股和优先股发行也会构成市场的资金需求。截至 5 月 21 日，2020 年内配股实施募资规模合计为 190 亿元；截至目前尚无优先股发行。目前处于证监会核准的配股预案假设在下半年全部实施，对应拟募资规模约 200 亿元；证监会核准的优先股预案对应拟募资规模合计 40 亿元。

(3) 限售解禁与股东净减持

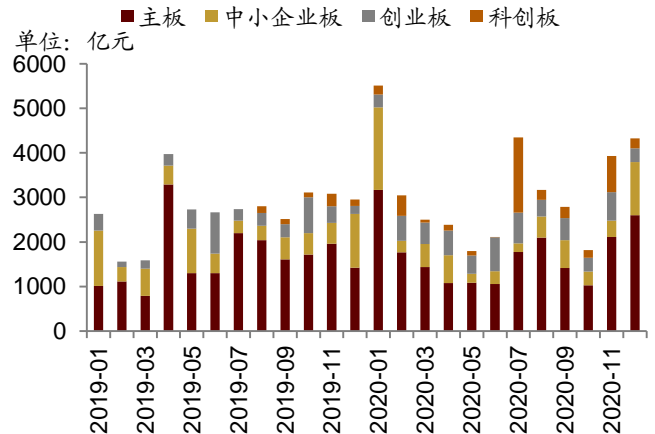
2020 年上半年解禁规模约为 1.73 万亿，2020 年下半年解禁规模达到 2.04 万亿元，解禁规模较上半年有所增加。板块分布为：主板 1.1 万亿、中小 3163 亿元、创业板 2806 亿元、科创板 3370 亿元；解禁类型分布：首发解禁 1.05 万亿，定增解禁 6266 亿，其他解禁 3636 亿元。从时间上来看，7 月和年末阶段解禁压力较集中。

图 45: 限售解禁的板块分布



资料来源: Wind、招商证券

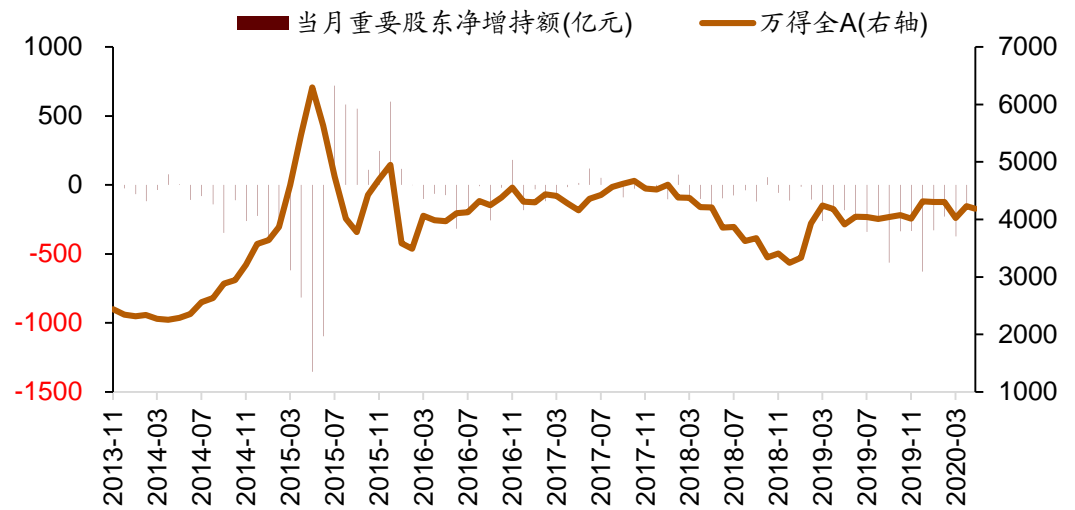
图 46: 限售解禁规模类型分布



资料来源: Wind、招商证券

2020 年前 5 个月累计净减持规模合计约 1470 亿元，较去年同期有所扩大，尤其此前涨幅较高的医药和 TMT 板块股东获利了结动力较强，净减持规模在各行业居于较高水平。2020 年下半年限售解禁规模略有扩大，此处保守估计下半年净减持规模 1500 亿元，如果下半年市场涨幅扩大，则重要股东减持规模可能扩大。

图 47: 各月重要股东减持规模



资料来源: Wind, 招商证券

(3) 其他（手续费、印花税、融资利息）

2020 年前 5 个月 A 股成交金额 63 万亿，较去年同期成交额高出约 2 万亿。如果按照经纪业务平均佣金费率 0.3‰、印花税率 1‰ 计算，则佣金费和印花税为 820 亿元。前 5 个月融资余额均值为 1.05 万亿，按照融资利率平均 8.6%，则上半年融资利息约 450 亿元。假设 2020 年下半年成交提升 10%，则佣金费和印花税为 900 亿元。平均融资余额根据前文的测算大约为 1.1 万亿，则下半年融资利息为 470 亿元。

表 2: 2020 年上半年增量资金测算及下半年展望（2020/5/21）

| 资金供需 | 2020H1 | 2020H2 (E) | 核心假设及测算依据 |
|----------|--------|------------|---|
| 公募基金 | 3640 | 2350 | 参考目前已审批待发行、待审批公募基金的数目和类型，假设已审批待发行和待审批中采取简易程序审批程序的公募基金可以在年内发行，同时考虑原有基金赎回和基金平均仓位，那么保守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 2350 亿元。 |
| 私募证券投资基金 | 290 | 410 | 假设 2020 年全年私募证券投资基金总规模提升 18%，综合股票型和混合型基金占比，以目前仓位水平为参考，则私募基金下半年带来增量资金约 410 亿元。 |
| 银行理财 | 600 | 500 | 银行理财子公司仍会加速继续推进，同时考虑到资管新规过渡期限临近，银行理财规模的扩张可能较上半年略有放缓，假设 2020 年下半年银行非保本理财规模提升 5.5%，权益投资比例提升 0.2%，则带来增量资金约 500 亿元。 |
| 保险 | 800 | 1000 | 目前来看，保险资金权益投资占比处于历史中等水平，2020 年下半年保险资金存在继续加仓的空间。假设权益投资占比提升至 13%，并根据保费收入在全年的分布情况，估算下半年保险资金流入规模可能达到 1000 亿元。 |
| 外资 | 536 | 800 | 下半年 A 股纳入国际指数难有进一步扩容，截至 5 月 21 日，境外资金全部持股占 A 股流通市值的比例可能达到 4.56%，相比年初的 4.36% 提高约 0.2%。2019 年是 A 股集中纳入国际指数的一年，外资在 A 股流通市值占比相应提高了 1.09%。假设下半年外资持股占比继续提高 0.2%，据此估算外资下半年净流入规模可能达到近 800 亿元。 |
| 信托 | -160 | -210 | 信托产品发行难有明显回暖，预计资金流出规模较 2019 年继续扩大，保守估计净流出规模为 370 亿元。其中上半年净流出规模为 160 亿元，下半年净流出 210 亿元。 |

| | | | |
|-----------|------|------|--|
| 社会保障类 | 430 | 430 | (1) 假设 2020 年增至 500 亿元, 中央财政预算拨款每年 200 亿元, 股票投资比例按照 15% 计算, 则 2020 年社保基金增量资金约 140 亿元, 半年增量 70 亿元; (2) 截至 2020 年一季度末, 地方基本养老保险基金签署委托投资合同到账规模 9253 亿元。按照 15% 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, 半年增量约为 150 亿元。 (3) 假设 2020 年企业年金增速降至 18% 左右, 按照 7.5% 的股票投资比例计算, 则 2020 年全年带给股市的增量资金约 240 亿元 (4) 职业年金每年 2000~3000 亿元的增量, 其股票投资比例假设为 7%, 则每年增量资金约 175 亿元。 |
| 融资净买入 | 527 | 1100 | 假设我们文中的逻辑能够如期兑现, 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可达 1100 亿元。 |
| 证券备付金 | 1500 | 1500 | 券商的证券备付金可以用来代表散户资金, 预计下半年与上半年基本相当。 |
| 股票回购 | 305 | 260 | 根据不完全统计, 今年以来上市公司发布的回购预案涉及拟回购规模合计约 460 亿元。其中已经完成的回购对应 23 亿元。考虑到回购计划实施周期以 1 年居多, 假设这些未完成的回购计划中有 60% 能够在年内实施, 则下半年回购规模可能达到 260 亿元。 |
| 合计 (资金供给) | 8468 | 8140 | —— |
| IPO | 1345 | 1425 | 创业板注册制改革在即, 近期创业板新股发行明显放缓, 预计下半年随着注册制改革的推进, 创业板发行会有明显回升, IPO 市场有望保持活跃。如果按照科创板保持目前月均发行 85 亿元, 主板、中小板和创业板最近 5 年年均 1700 亿元的规模估算, 下半年 IPO 规模可能达到 1425 亿元。 |
| 增发 | 480 | 2460 | 假设证监会核准状态的增发预案年内可以全部实施, 发审委通过状态的 90% 可以年内实施, 股东大会通过增发预案 30% 可以年内实施, 剔除上市公司大股东及股东关联方认购的部分后, 属于现金认购的规模为 2460 亿元。 |
| 可转债 | 290 | 230 | 在增发市场回暖的情况下, 可转债发行有所降温。参考不同类型基金持可转债的情况, 将可转债发行规模对股市的影响按照 0.4 的比例折算, 预计下半年可转债规模将继续下滑, 假设较上半年下滑 20%, 则对应流动性影响为 230 亿元。 |
| 配股 | 190 | 200 | 目前处于证监会核准的配股预案假设在下半年全部实施, 对应拟募资规模约 200 亿元。 |
| 优先股 | 0 | 40 | 证监会核准状态的优先股预案对应拟募资规模合计 40 亿元。 |
| 重要股东净减持 | 1470 | 1500 | 2020 年下半年限售解禁规模略有扩大, 此处保守估计下半年净减持规模 1500 亿元, 如果下半年市场涨幅扩大, 则重要股东减持规模可能扩大。 |
| 佣金及印花税 | 820 | 900 | 如果按照经纪业务平均佣金费率 0.3‰、印花税率 1‰ 计算, 假设 2020 年下半年成交提升 10%, 则佣金费和印花税为 900 亿元。 |
| 融资利息 | 450 | 470 | 平均融资余额根据前文的测算大约为 1.1 万亿, 则下半年融资利息为 470 亿元。 |
| 合计 (资金需求) | 5045 | 7225 | —— |
| 净流入 | 3423 | 915 | —— |

资料来源: 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

涂婧清：华东理工大学金融学硕士，2018 年加入招商证券，从事策略研究，目前负责市场流动性和机构投资者分析。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业相对于同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业将跑赢基准
- 中性：行业基本面稳定，行业跟随基准
- 回避：行业基本面向淡，行业将跑输基准

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。