

A 股会不会有慢牛？

2019 年 A 股出现了意想不到的全面反弹。投资者们不禁要问，2020 年中国 A 股能否延续上涨行情？

文 | 张志前



2018年上证综指下跌了25.5%，年底跌破2500点，成为金融危机以来的最大年度跌幅。2019年A股市场迎来了修复行情，所有重要指数都出现较大涨幅，各指数表现无明显差异，显示出市场已经进入了全面反弹阶段。上证综指、沪深300、深证成指、创业板全年涨幅分别为23.72%、37.95%、45.90%和46.34%。这样的涨幅在全球主要资本市场处于领先地位，也超出了年初几乎所有人的预料。剔除上市的新股后，统计剩余的3557只股票，上涨、平盘、下跌占比分别约为74%、0%、26%，也就是说，赚钱的股票占到了近四分之三，个股冰火两重天非常明显。沪深两市有173只股票今年翻番，5家企业涨幅甚至超过四倍，但同时两市有超过千只股票出现下跌。

回顾2019年A股市场全年走势，受到中美贸易战、货币政策调整等多重因素的影响，并不是一帆风顺，可谓一波三折。一季度受市场流动性宽松、中美贸易摩擦预期趋缓、资本市场政策支持加码、科创板开通等利好因素的影响，市场整体大幅上行，相关主题、行业的个股表现优秀。二季度中美贸易摩擦生变、人民币贬值及通胀预期升温等因素相互叠加，市场资金开始逐步谨慎，各类权益指数下跌幅度较大。三季度市场情绪趋于缓和，市场走出第二波行情，后期整体维持区间震荡的格局。四季度，尤其是12月中旬，中美贸易谈判达成第一阶段协议，A股又恢复了上涨态势，为全年涨幅做出了较大贡献。

在IPO方面，2019年共有203家公司在A股发行上市，合计发行新股315.56亿股，募资总额达到了2534亿元，较2018年大幅上涨了81%，这也使得2019年成为自2011年以来A股市场新股发行规模、融资总额最高的一年。但新股的募资额度、发行市盈率以及发行价整体上却在走低，2019年发行个股的平均募资额约为11.9亿元，较2018年12.7亿元的数据下降

2019年是我国资本市场改革开放的大年，这一年我国出台了一系列具有划时代意义的改革开放举措，这是2019年A股全面反弹的重要支撑。

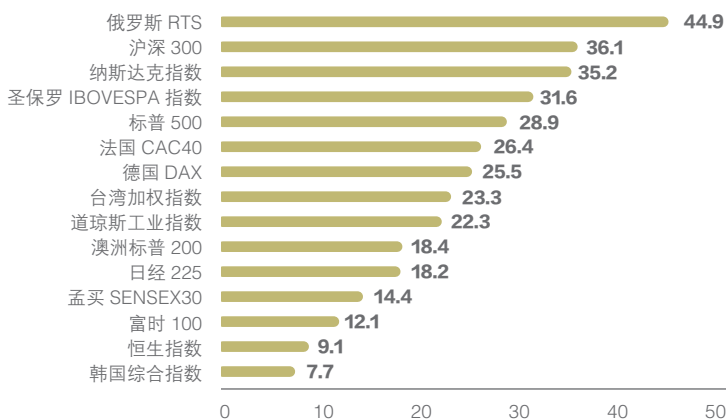
约0.8亿元，新股的平均发行市盈率约为27.7倍，虽高于2018年的17.22倍，但是在剔除科创板新股后，今年发行新股的平均发行市盈率只有16.91倍。科创板新股平均发行市盈率达47.25倍，发行溢价较高。

资本市场的改革开放大年

2019年是我国资本市场改革开放的大年，这一年我国出台了一系列具有划时代意义的改革开放举措，这是2019年A股全面反弹的重要支撑，更是未来中国资本市场持续向好平稳健康发展的重要保障。

首先，设立科创板并试行注册制。自6月13日正式开板、7月22日首批25家上市企业挂牌交易以来，科创板运行日趋稳健，注册制试点效果显现。2019年上交所受理202家创新企业科创板申请，共有70家公司在科创板上市。一批计算机、通信、软件和信息技术服务、医药制造等高新技术企业，得以通过登陆科创板融资，

2019年全球主要资本市场指数涨幅



> 资料来源：作者提供

来解决他们发展遇到的资金问题。设立科创板最重要的意义是引入了以信息披露为核心的注册制试点，替代存在近30年的行政审批制，将企业价值判断交给市场，让市场在资源配置中起决定性作用。

其次，资本市场对外开放。从MSCI扩容、富时纳入A股，到沪伦通的开通和取消QFII和RQFII的额度限制，再到北向资金的持续买入，双向开放的中国资本市场正吸引着全球资金的涌入。MSCI指数年内实现三次扩容，A股纳入富时罗素全球指数启动仪式在深圳证券交易所举行，为A股市场注入了更多“新鲜血液”。6月17日，沪伦通正式开通，中国资本市场双向开放迎来新的里程碑。9月10日，国家外汇管理局宣布取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。2019年北向资金持续大举买入，净流入超过3400亿元，创历史新高。

再次，修改和完善基础制度。这一年里，政府和监管部门出台和修订了分拆上市、资产重组等制度，规范执行退市制度，进一步完善了资本市场的生态，推动金融支持实体经济政策的落地。尤其值得一提的是，10月8日发布的《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，为资本市场新一轮的并购重组铺平了道路，让符合条件的公司在发展过程中更好地得到资金活水的灌溉，为资本市场带来新鲜血液，也让掉队的企业让出赛道，把资金用在支持科技创新企业的刀刃上。2019年，通过多种渠道实现退市的有18家公司，其中以面值退市为主强制退市9家，退市家数创近年之最。

2020年全球货币宽松将延续

2019年全球经济增长下行压力加大，但政

策支持力度有所上升，各国央行纷纷降息，全球再次进入货币宽松周期。2019年8月1日，美联储宣布降息，此后又连续两次降息，使得全年降息次数达到了三次，大大超出市场预期。实际上，在美联储宣布降息之前，全球已经有多国央行宣布降息。2019年9月，欧洲央行祭出新一轮超宽松货币政策，将存款便利利率下调10个基点至-0.5%，推行“两级利率体系”和新一轮长期再融资操作（TLTRO-III）。在上一轮量化宽松结束后仅仅九个月，欧洲央行即决定重启QE。2019年印度央行降息5次，幅度高达135个基点；巴西央行连续降息4次，幅度为200个基点；俄罗斯央行降息5次。据不完全统计，2019年全球大约有近50个经济体先后降息近100次。

虽然2019年是全球经济自金融危机以来最为低迷的一年，但是在全局货币宽松的大背景下，2019年全球主要经济体资本市场的指数纷纷大涨，平均涨幅达到了25.46%，A股深成指及创业板指涨幅更是超过了40%。从节奏上来看，全球股市本轮上涨的同步性极高，节奏相似，一四季度走强，二三季度调整。一四季度贡献了全年主要涨幅，尤其是一季度，涨幅占全年比重均值达56.99%。实体经济的低迷与资本市场的走强形成鲜明对比。股市被认作经济的晴雨表，但2019年股市和经济走势的反差再次说明，股市并不一定会实时反映经济状况。全球货币宽松是推动2019年股市上涨的重要力量。

展望2020年，为防止经济进一步下行、维持较高的经济增速，各国央行可能会继续保持宽松政策不变，但是宽松的幅度将不同：发达国家降息的幅度有限，而新型经济体将会进一步宽松。2020年美国将继续放缓，加之大选之年特朗普将不断施压，美联储可能会降息1~2次。由于目前美国利率已经处在低位，美联储宽松的操作空间有限。欧洲方面，虽然已经是负利率，

但由于核心通胀仍然非常疲弱，2020年欧央行将延续宽松货币政策。国际货币基金组织（IMF）预测，2020年新兴市场和发展中国家的消费者价格将上涨4.8%，低于2011年的7%，这为新兴经济体国家降息创造了条件。实际上，已经有多位新兴经济体的央行行长表示，2020年将继续降息以维持货币宽松。

A股能否延续行情？

2019年A股出现了意想不到的全面反弹。投资者们不禁要问，2020年中国A股还能否延续上涨行情？2019年会不会是一波长牛、慢牛的起点？

从政策环境看，面对不断加大的经济下行压力，中国货币政策2020年将继续保持宽松，A股市场的表现值得期待。从估值方面看，A股当下估值均处于较低水平，未来继续上涨仍然有较大空间。从上涨的动力看，利率下降、逆周期调节和资本市场改革将是2020年A股市场三大动力。利率下行有利于提升企业的估值水平，同时也有利于企业融资成本下降，还对高股息的龙头板块形成吸引力。中美贸易谈判达成一阶段协议，在全球贸易条件改善，高通胀制约货币政策背景下，逆周期政策发力将助力经济企稳，推动资本市场市场震荡回暖。2020年1月1日，中国人民银行宣布降准0.5个百分点。此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，将降低金融机构支持实体经济的资金成本，解决我国很多企业面临的融资难和融资贵问题。逆周期调节将对A股形成一定的支撑。

中国资本市场的改革开放也非常值得期待。2019年中央经济工作会议提出，要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板

中国A股市场要实现慢牛，就必须对外开放，引进国外先进的机构投资者，改变市场的投资者结构和投资理念。

改革。这是中央经济工作会议首次直接提及创业板和新三板改革。而2018年中央经济工作会议关于资本市场只单独提及了科创板。由此可见，2020年资本市场改革的重点将落在创业板与新三板。新三板增设“精选层”，已经明确将有转板机制、丰富交易制度、放宽投资者准入门槛、引入公募基金投资等改革红利。符合上市条件的“精选层”企业将允许直接转板上市。加快推进创业板改革并试点注册制将成为下一步改革的方向。而取消创业板重组的“净利润”指标，将为新兴经济主体注入增长动力。鼓励银行理财、险资等中长期资金入市，将为A股市场带来源源不断的活水。而A股相关衍生产品的放开，说明监管部门对A股市场充满信心。

中国A股主要是散户投资者的市场，投机炒作是中国股市相当长时间内的主流，这导致A股市场总是在大起大落的波浪中反复，而且通常是“牛短熊长”。当投资者经过几年熊市的忍耐，终于熬到了牛市开始回本甚至有所盈利的时候，牛市往往就在这时候戛然而止，重新回到漫长的熊市当中。因而中国的投资者对美国股市连续十年的慢牛行情艳羡不已。

与成熟资本市场相比，目前中国的A股市场还是一个相对封闭的市场。在韩国和中国台湾等地的资本市场上，外资持有大蓝筹股的比例有的可以达到70%。中国A股市场要实现慢牛，就必须对外开放，引进国外先进的机构投资者，改变市场的投资者结构和投资理念。随着中国资本市场的进一步开放，沪港通、深港通、沪伦通以及A股被纳入明晟、富时罗素等国际指数，大量外资将进入中国资本市场，A股市场的投资者结构和理念将发生变化，投资者将会更加专注于个股的质量，垃圾股将会被逐步挤出市场，投机炒作、兴风作浪者将难有市场。这将为A股慢牛奠定基础。E

（作者系中国建投投资研究院副秘书长、研究员）