

2019年仅剩一个月的交易时间。11月份以来，多家券商召开2020年策略会，券商纷纷发布对A股市场2020年展望，总体来看，券商对明年市场普遍持较为乐观的态度，不少券商喊出“牛市”口号。

### A股将走向成熟牛市

今年以来，A股市场走势较好，结构性机会不断出现。截至11月28日，上证指数累计上涨15.87%，深成指累计上涨32.91%，创业板指累计上涨33.85%。回顾去年年底各券商对2019年A股市场趋势判断，总体表现出较大分歧。

而对于2020年市场展望，券商普遍预期乐观。中信证券喊出“小康牛”，中信证券表示，2020年A股将进入2019年开启的这轮3-5年牛市的第二阶段。在宏观经济决胜、资本市场改革、企业盈利回暖的大环境下，A股有望迎来2-3年的“小康牛”。

海通证券表示，2020年将迎来牛市主升浪。上证综指2440点已开启第六轮牛市，牛市有三个阶段，盈利和估值戴维斯双击的牛市第二阶段即主升浪蓄势待发。

兴业证券表示，整体来看，2020年市场以中枢逐步震荡抬升为主，需把握结构性机会。在国家重视、居民配置、机构配置、全球配置等“四重奏”指引下，真正属于中国的权益时代有望正式开启，A股正在经历第一次“长牛”机会。

招商证券表示，从2019年开始，A股开启了新一轮七年周期，2020年市场在更加宽松的环境下有望继续上涨，一旦涨幅超过20%会触发居民资金加速入市，市场将加速上行。招商证券称之为“七年宿命牛”。

新时代证券表示，2020年将迎来戴维斯双击牛，2020年A股可能会出现2010年以来第一次戴维斯双击。

华泰证券预计，2020年全年A股净利润增长10.9%，沪深300估值的提升空间在10%以上。

联讯证券表示，岁末年初迎来政策密集期，行情有望被点燃，2020年有望挑战3700点区域，上半年行情更为确定。

太平洋证券认为，2020年下半年股市将牛熊切换，沪指有望迎3600点。

东方财富证券认为，2020年A股依然会呈现较明显的结构性行情，龙头股向好趋势不会结束，而成长股将迎来上涨机会，全年结构性机会可期。

安信证券表示，A股将走向成熟牛市，短期市场受制于年底风险偏好与通胀预期，预计2020年初市场将迎来阶段低点，值得布局。

### 增量资金纷至沓来

今年以来，随着A股纳入MSCI、富时罗素、标普道琼斯等国际主流指数并稳步提高纳入权重，资金不断流入A股市场。Wind数据显示，截至11月28日，今年以来北上资金净流入2780.78亿元。



新华社图片

## 增量资金纷至沓来 十大券商乐看2020年

□本报记者 吴玉华

亿元。

对于2020年市场增量资金，券商预计并不缺乏，来自外资、保险及居民存款等增量资金将纷至沓来。

海通证券表示，在金融供给侧改革的大背景下，未来居民和机构的大类资产配置都将偏向权益。居民方面，2018年我国居民资产中房地产占比为70%，股票和基金配置比例仅为3%。

受益于人口年龄结构变化、地产投资属性弱化、产业结构调整等因素，未来我国居民的资产配置将从房产转向股权资产。

机构方面，我国险资和理财资金均配置了大量非标资产，在打破刚兑的背景下无风险利率下行，机构需增配权益资产来提高长期收益率。2018年我国保险类资金和银行理财资金合计规模接近60万亿元，持股比例均不到10%，潜力还很大。

中信证券表示，产业资本迎来中期拐点，外资流入主动性增强，两者有望成为A股增量资金的主要来源。

华泰证券预计，2020年海外增量资金规模大约为2885亿-3847亿元，2020年险资增量资金规模有望达2595亿-4080亿元左右；2020年保障类增量资金规模约1522亿-2666亿元；2020年商业银行理财产品管理有望带来1000亿元左右的增量资金；2020年公募基金新成立偏股型基金份额有望达4800亿-5200亿份。

安信证券预计，明年A股有望迎来超过1.2

万亿元以上长期增量资金，配置需求和政策支持是推动长期资金入市主因。

东方证券表示，海内外各类长期资金对A股“投注”将不断提升，预计2020年A股增量资金为7000亿元；另外，随着注册制改革加快和再融资放开，明年A股供给或提升，资金需求达6600亿元。因此，2020年A股资金面供需将处于紧平衡状态。

新时代证券表示，2020年增量资金不只是海外、保险等机构资金，个人投资者也有可能入场。

### 券商青睐科技股

2020年在A股预期乐观的情况下，哪些板块能够取得超额收益？

中信证券表示，一季度坚持以低估值板块防守。基本面预期与通胀压制是主要矛盾，包括资本市场改革在内的政策也是关注焦点。市场有一定调整压力，建议伺机而动，坚持对金融、消费以及医药板块配置。二季度科技消费两手抓。稳增长政策发力，内外流动性改善，叠加资本市场改革密集落地；风险偏好修复驱动市场上升。指数空间虽然有限，但预计TMT、消费领涨下市场活跃度较高，赚钱效应比较明显。三季度缓慢切换风格。基本面上向，政策重心转向结构调整，两者此消彼长，TMT和消费行情分化，建议季末逐步切换风格，增配工业与金融板块。四季度超配工业和金融等权重板块。盈利增速弹性提升，预期持续改善，“十四五”规划渐行渐

近，基本面与政策再次成为焦点。在“轻装上阵”的工业与金融等权重板块驱动下，预计上证综指上行空间会大于二季度。

海通证券认为，“科技+券商”有望成为本轮主导产业，这是因为我国进入后工业化时代，步入信息化时代，重点发展产业是科技类行业，而为科技类行业提供金融服务的是券商，所以未来进入牛市爆发期的主导产业将是科技+券商；当前银行地产板块估值低、基金持仓低、前期涨幅低，配合事件催化，岁末年初银行地产可能异动。

安信证券表示，2020年优先重点关注电子、5G应用与新能源汽车，积极关注制造业景气变化。重点关注行业有电子、传媒、计算机、新能源汽车、高端装备制造等。重点关注主题为自主可控、国企改革、“十四五”规划、5G应用。

东方证券表示，风格上依然坚守龙头股全年配置价值，行业层面建议配置：5G建设应用加速下的电子（泛射频模块、终端零部件、VR/AR、IoT等新兴产业以及TWS耳机产业链）、通信（云计算下的网络设备、IDC和云视频、5G投资下的基站、传输设备和天线射频及光模块）、传媒（云游戏和高清视频）以及计算机（云计算、产业信息化建设以及信息安全）板块；消费（包括医药）长期看好细分领域龙头；低估值板块（银行和建筑建材）将有阶段性估值修复机会；主题上建议关注新能源汽车产业链及半导体装备制造板块。

## 欧美股市“高处不胜寒” 外资“聪明钱”瞄准中国市场

□本报记者 张枕河

临近年末，美股继续刷新高位，欧洲主要股指表现不俗。但业内人士对欧美股市前景出现分化，有观点认为，明年欧美等发达国家经济前景并不乐观，不确定性增加。有外资机构将目光转向新兴市场，特别是中国市场。“聪明钱”已开始提前布局。

### 全球不确定性升温

近日，欧美股市延续上涨势头，主要股指甚至刷新阶段和历史高位，年初至今累计涨幅已达25%-30%。

但业内人士对欧美股市前景展望并不乐观。

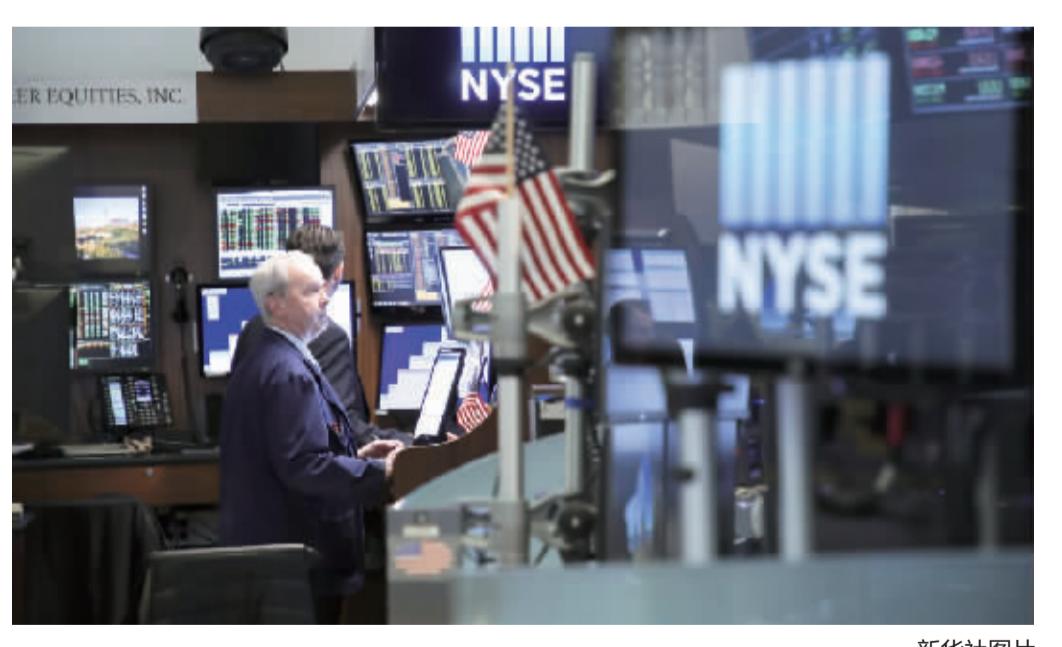
首先，明年发达国家经济发展可能减速，相关新兴市场可能提速。

瑞银财富管理在本周最新发布的年度展望报告中指出，2020年全球经济增速很可能从2019年的3.1%降至3%。其中，发达国家经济增长将从1.6%降至1.1%，各种不确定性仍然高企，而新兴市场则可望从4.2%提速至4.6%。

从主要国家来看，发达经济体中，美国经济明年预计将增长1.1%，较2019年的2.2%增速预期明显下降；法国经济明年预计将增长1%，较2019年的1.3%增速预期下降；英国经济明年预计将增长0.9%，较2019年的1.2%增速预期下降。

而部分新兴经济体则可能提速。巴西经济明年预计将增长2.5%，较2019年的0.9%增速预期上升；俄罗斯经济明年预计将增长1.8%，较2019年的1%增速预期上升；印度经济明年预计将增长6.5%，较2019年的5.9%增速预期上升。

其次，美联储明年的货币政策不明朗。即使美联储明年加速降息也可能是由于疲弱的经济形势，很难提振股市。瑞银指出，继2019年三次



新华社图片

降息后，瑞银预计2020年上半年美联储将降息三次。瑞银称美国2020年上半年可能出现0.5%的增长率，同时非农就业人口增长可能降至5万，将促使美联储在上半年降息三次。

### 亚洲股市能否受益

如果欧美股市触顶回落，亚洲股市能否因此受益？从近期几家大型投行发布的观点看，不少专家的确倾向于此。

摩根大通分析师戴斯及其团队本周发布最新研究报告指出，鉴于今年亚洲多个经济体实施较为积极的货币宽松政策，以及经济增长前景改善等因素，看涨2020年亚洲股市前景。摩根大通预计，到2020年底，MSCI亚洲（日本除外）指数将较当前水平上涨约8%，至

700点。

瑞银财富管理表示，明年战术性看好亚洲（日本除外）股票。同时预计，2020年亚洲（日本除外）GDP增长将稳定在5.4%，接近2019年水平。继2019年下调50个基点后，亚洲政策利率应在2020年进一步下调30个基点。

在亚太股市中，瑞银认为价值股的吸引力正在上升，同时看好估值偏低的周期股。

瑞银指出，亚太企业一直在调整库存，再加上最终需求触底，将利好周期股。瑞银对周期股的信心正在增强，周期股或是由于库存调整，或是盈利好转，估值更有吸引力。

此外，今年亚太区价值股表现落后，但2020年某个时点经济和债券收益率好转的预期可能成为帮助亚太区价值股跑赢大盘的催化剂。

### “聪明钱”提早布局中国

临近2019年末，外资“聪明钱”已开始提早布局中国市场，特别是一些新经济、新技术行业。

多位业内专家本周在出席36氪举办的“2019WISE新经济峰会”圆桌论坛时，表达了对于中国市场和企业的乐观看法。他们认为，海外投资者对中国不少行业前景非常看好，他们既看好中国内地资本市场的投资机会，也看好中国企业赴海外上市所带来的各种投资机会。

香港交易所董事总经理、环球上市服务部主管鲍海洁指出，近三年大量内地新经济企业选择去中国香港和美国上市。随着H股全流通，未来内地企业赴港融资渠道将更加便利。对内地企业而言，上市选择的市场是不是能够吸引质量上佳的投资者和资金无疑是最重要的，香港在这方面有比较优势，既可以吸引境内投资人，也能吸引来自全球的投资人。对内地企业而言，上市只是起点，是打造国际化的开始。

鲍海洁称，当前全球处于利率下行周期，由于其他投资带来的收益有限，全球投资人更加看重股市回报。从资本市场运行角度看，中国市场刚刚处在新经济起飞阶段，股票市场是新经济起飞的一个助推器，因此相关股市有非常广阔的发展空间，投资者也面临难得的机会。

纳斯达克全球资本市场主管兼亚太区主席Robert H. McCooey表示，在全球范围内内股市仍受投资者青睐，越来越多的公司希望通过上市融资，建议中国公司提早准备，在准备阶段就以上市公司标准来约束自身。

摩根士丹利董事总经理孔莹也指出，中国企业上市能带动整个链条。从投资银行角度看，企业上市只是其中一个环节，投行不仅能帮助企业上市，还可以提供后续融资服务。

### ■ 投资非常道

## 为什么散户不赚钱

□金学伟

有数据说，全世界93%的散户从来没有在股市上赚过钱。这是2013年诺贝尔经济学奖得主、耶鲁大学著名教授罗伯特·希勒讲的。他一生都在研究股市的波动，其最出名的一本书就是1998年的《能理性繁荣》。

这一结论得到很多学者的研究成果支持：在全球股市中，跑赢大盘的散户投资者只有5%左右。

股谚：十年股市一场梦，大体上也就是这个意思。

为什么从指数上看，股市是个永久的多头市场，拉长周期，股市总是上涨的，而赚钱乃至赚过钱的散户却这么少呢？有人总结，跟以下因素有关。

缺乏专业投资经验，没有专业分析能力。专业分析能力，在齐涨共跌的小规模市场中或许不太重要，但在一个大规模的市场，指数涨跌纯粹是由少部分个股、板块撬动的结构性市场中，它确实已成为一个核心问题。至少，哪些股票值得投资、赚钱的机会在哪里，搞清楚这个问题是必不可少的。

过于自信。看了几本价值投资的书就以为自己能成为巴菲特，懂点技术分析就以为自己能做利弗莫尔。其实，这世界上凡是成功者无不幸运+偶然+个人特质+技巧能力的结果，其中理论、方法、技巧、能力起的作用其实很小。

自信，也包括对过去成功经验和成功投资的自信，当市场发生变化时，过去的成功经验往往成为失败的根源。

相信神话。喜欢听一些成功故事，选择性地忽略那些失败的故事，把别人的“成功学”当作圣经并模仿之。

盲目追求高收益，忽视风险。追求高收益没错，但前提是低风险。风险与收益成正比，这是对不同投资类别而言的。比如，国债风险最小，但收益也小。股票收益远高于国债，但风险也远高于国债。期货及金融衍生品收益最高，风险也最高。但就同一类别来说，风险和收益其实是成反比的，只有立足今天、立足现实的收益去追求明天，追求高收益，才能真正获得高收益，这是我们常常容易忘记的。

缺乏投资策略和定力，频繁操作，这可能是最大的失败因素。有学者研究过台湾散户亏钱的去向，有66%是贡献给了佣金和印花税，选股错误和时机选择错误只占34%。

频繁交易大多跟两个因素有关。一是策略，交易之前就没有想好是持股为主还是持币为主，应以哪类股票作为持仓和交易重点。一个是对买入股票的理由缺乏考虑，稍有风吹草动就容易动摇，频繁换股，频繁止损止盈。

A股的换手率历来奇高。就以今年为例，迄今只有11个月不到，成交金额就已超过112万亿元，而A股的“活筹”市值总共也就22万亿元，换句话说，自由流通市值的年换手率高达5.5倍！一年因交易而付出的佣金、印花税就以千亿元计，平摊下来，当然是亏钱的多赚钱的少。

市场监管存在诸多缺陷，散户屡屡被割韭菜，机构、大户、游资，尤其是大股东割上市公司韭菜，造成财富大面积毁灭。

但这些更多的只是投资者主观因素上的原因，还有一个不可忽视的因素是，指数本身带来的统计上的错觉。

我们知道，指数编制公式是：当期市值÷基期市值×基期指数。假定基期指数100点，市值10亿元，今天市值增加到12亿元，就是12÷10×100=120点。

如果今天有新的股票上市或变成流通股，由此增加了10亿元市值，那基期市值就修改为12+10=22亿元。

现在，我们来检验一下，在第一种情况下，指数跌10%，市值损失多少？12×0.1=1.2亿元。在第二种情况下，指数跌10%，市值损失多少？22×0.1=2.2亿元。

同样跌10%，第一种情况下，投资者还有2-1.2=0.8亿元的盈利。第二种情况下，就是2-2.2=-0.2亿元。指数虽然与基期同比涨了10%，投资者却亏了0.2亿元。

这就是指数给我们带来的一种“幻觉”。因为基期市值的不对等，投资者赚了指数赔了钱了。

由于沪深股市1991年起步时，流通市值仅100亿元，涨到6124点，才8万亿元。哪怕把这8万亿元全部算作二级市场的盈利，那么后来因为市值全流通，因为大量新股上市，市值扩大到几十万亿元，只需15%的跌幅，足以把前面的8万亿元抹平。

这种情况不仅在指数，在个股上也一样。但凡一路上涨一路增发的股票，越到高位增发金额越大，市值从很小变得很大，最后都是在平均数上，让投资人赚了涨幅赔了差价。这种现象，我称它为“倒复利”。十年上涨，一网打尽，股价跟十年前相比有很大涨幅，但消灭的市值，却远远超过十年上涨取得的盈利总值。

市场初级阶段，扩张是它的主题，如果这个阶段又和工业化阶段相重叠，那么由此产生或积累的倒复利会非常普遍也非常严重，这就是95%以上散户都不赚钱的客观原因。过了这个阶段，指数上的问题会好一点，因为市场规模不可能像原来那样，主要靠新发行上市股票，但个股问题同样存在。其解决之道有两种，一是提高自己的专业能力，越是个股问题，越需要专业能力；一是通过ETF来解决投资问题。