

分析师：  
张忆东 全球首席策略师  
SFC HK: BIS749  
SAC: S0190510110012  
zhangyd@xyzq.com.cn  
联系人：  
李彦霖  
SAC: S0190510110015

## 夏日寒风，N型走势的第二折

——中国权益资产投资策略报告

2019年4月28日

### 投资要点

#### 报告关键点

N型走势的第二折，以时间换空间的调整方式概率大

#### 相关报告

20190422《核心资产牛市的大趋势及小波段》

20190415《基本面“预期差修复”继续，精挑细选》

20190410《拥抱基本面的确定性，迎接快涨后的颠簸》

20190331《看多4月，基本面和机构资金驱动行情》

20190325《兑现“倒春寒”，回归基本面》

20190311《倒春寒时节，科创、开放打造行情新方向》

20190228《这个春天有点热》

20190218《春水泛滥，A股和港股的春季行情继续》

20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》

20190107《春天的声音，春天的升因》

20181223《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》

20181216《山不转，水转》

20181127《一溪流水泛轻舟——2019年中国权益资产投资策略》

20181023《冬天里的一把“旺火”》

20180618《至暗时刻，“不死鸟”照亮未来》

20180204《短期波动骤升及长期价值重估》

20170620《核心资产的世界》

20160917《财富配置全球化，港股开启新牛市》

20160419《曙光初现》

#### 1、回顾：率先提2019年熊牛转折、一波三折、全年N型走势

1.1、去年11月底2019年度策略《一溪流水泛轻舟》提出，政策环境改善是2019年中国资本市场的核心宏观变量，股市筑底孕育新生、牛熊转折。

1.2、年初提2019年一波三折、N型走势，预判春季行情及第一折三月倒春寒。

1.3、4月22日《核心资产牛市的大趋势及小波段》明确提出行情第二折即“夏日寒风”，提防5、6月“宽松政策调整之后调整”，这次是牛市的真正试金石。

#### 2、展望：“夏日寒风”已经开始，以时间换空间的调整方式概率大

2.1、夏日寒风——N型走势第二折已开始。年初以来我们一直坚持2019年是N型走势、节奏上随政策环境变化而一波三折，择时可依据重要政策事件。二季度“夏日寒风”调整的核心因素在于宽松政策调整，进而引发获利回吐。

2.2、近期中国经济政策导向微调，政策重点从“下有底”转向“上有顶”，就是从强调“稳增长、积极托底”转向“稳杠杆、稳健中性”，从实质性的“宽货币、宽信用”转向“把好货币供应总闸门，社融增速与名义GDP增速匹配”。

#### 2.3、综合分析金融环境和经济形势、改革开放趋势，对股市影响是短空长多。

1) 货币政策导向改变对股市是短空，从前几个月的估值提升转向估值回落，其中，风险偏好下降将随着获利回吐压力的释放而在5月初告一段落，后续，观察二季度社融规模增速的回落对于无风险收益率的影响。

2) 二季度经济仍有压力，政策有“收”但难“缩”，叠加中美贸易谈判和解协议的影响，则股市有调整压力但无系统性风险，行情将大分化，最大的风险是选错股票的风险，各领域的核心资产的配置价值将进一步凸显。1季度经济数据显示周期性下行压力弱化，后续政策将更聚焦于解决“结构性、体制性”下行压力。股市对应的基本面变量将从周期波动，转向聚焦转型创新、开放改革。

#### 2.4、海外，外资流入节奏短期放缓，不改变长期配置中国核心资产的趋势。

#### 3、策略：看多大趋势、利用小波段，精选中国各领域核心资产

3.1、调整是买入核心资产的良机，跌出来更好的机会。

3.2、投资主线：1) 继续立足长线精选保险、银行等性价比较好的价值股龙头。

2) 聚焦新一轮对外开放的机会，去年“贸易战”到今年“贸易宴”。3) 成长股短期调整，逢低审慎布局具有科技创新内涵的制造业升级，精选消费龙头。

**风险提示：全球经济增速下行；美国加息及缩表；大国博弈的政治风险**



## 目 录

1、回顾：率先提 2019 年熊牛转折、一波三折、全年 N 型走势.....	- 3 -
1.1、2018 年 11 月转多，率先提出 2019 年中国股市步入牛熊转折期、N 型走势、一波三折 .....	- 3 -
1.2、年初提出 2019 年一波三折、N 型走势，预判春季行情及第一折三月倒春寒。 .....	- 3 -
1.3、4 月 22 日《核心资产牛市的大趋势及小波段》明确提出行情第二折即“夏日寒风” .....	- 4 -
2、展望：“夏日寒风”已经开始，以时间换空间的调整方式概率大 .....	- 4 -
2.1、夏日寒风——N 型走势第二折已开始 .....	- 4 -
2.2、近期中国经济政策导向微调，政策重点从“下有底”转向“上有顶” .....	- 5 -
2.3、综合分析金融环境和经济形势、改革开放趋势，对股市影响是短空长多 .....	- 6 -
2.4、海外，外资流入节奏短期放缓，不改变长期配置中国核心资产的趋势 .....	- 6 -
3、策略：看多大趋势、利用小波段，精选中国各领域核心资产 .....	- 7 -
3.1、调整是买入核心资产的良机，跌出来更好的机会 .....	- 7 -
3.2、利用周期性的调整、逢低布局，聚焦中国各行各业的核心资产 .....	- 8 -
4、风险提示 .....	- 8 -
图表 1：N 型、一波三折的走势，可以参考 2005 年上证综指的表现 .....	- 4 -
图表 2：5、6 月通胀上升，可能进一步改变市场对货币政策的预期 .....	- 5 -
图表 3：基建投资政策节奏提前，全年力度有限 .....	- 6 -
图表 4：金融条件的改善可能出现边际变化 .....	- 6 -
图表 5：外资流入节奏放缓 .....	- 7 -
图表 6：美股一季报超预期 .....	- 7 -
图表 7：大类资产收益率比较 .....	- 8 -
图表 8：理财产品预期收益率和基础资产收益率倒挂 .....	- 8 -

## 1、回顾：率先提 2019 年熊牛转折、一波三折、全年 N 型走势

### 1.1、2018 年 11 月转多，率先提出 2019 年中国股市步入牛熊转折期、N 型走势、一波三折

2018 年 11 月，我们一改 2018 年 2 月至 10 月的悲观，发布了中国权益资产 2019 年投资策略报告《一溪流水泛轻舟》，强调市场处于战略性底部区域，战略性看多，判断 2019 年 A 股强于港股，判断“从紧缩转向宽松，政策环境改善是 2019 年中国资本市场的核心宏观变量”。

并且在年底市场悲观、一致预期 2019 年 V 型走势时，我们率先提出，2019 年中国股市步入牛熊转折期、N 型走势，A 股 2019 年的运行节奏和背景与 2005 年以及 2013 年有相似之处：1) 估值历史低点但信心低、换手率低+股市政策开始积极+短期经济风险仍在；2) 当年行情仍有困难和反复，N 型波动、拉锯筑底；3) 结构性机会增多，包括可转债市场、安全边际高的优质公司、政策红利驱动型主题。

对于长线资金，基于 2、3 年，2019 年可能是新牛市的起点，正是播种未来的机会和希望的好时机，每一次市场短期的超跌都是长期的好买点。

相关报告：《一溪流水泛轻舟》、20181216《山不转，水转》20181223《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》、20190101《凡是过去，皆为序章》、20190107《春天的声音，春天的升因》、20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》

### 1.2、年初提出 2019 年一波三折、N 型走势，预判春季行情及第一折三月倒春寒。

行情节奏上，前瞻性提出要珍惜 1 季度的反弹，并预判 1 季度行情反弹的高点大概率出现在 3 月上旬。

- 在岁末年初投资者情绪悲观之时，我们率先看好中、美两国股市一季度反弹，逻辑在于 MOVE 动力改善：Money 货币、Oversea 海外（海外货币政策、中美贸易摩擦）、Value 估值、Economy 对经济基本面的预期等。并预判峰值有望在 3 月上旬，之后行情要看中美贸易谈判的最终结果。

（相关报告《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》、《春天的声音，春天的升因》、《中美携手反弹第一季，且共从容》、《春水泛滥，A 股和港股的春季行情继续》）

- 前瞻性提出 3 月中旬前后行情将出现“倒春寒”。2 月 28 日，当市场情绪日趋亢奋之时，我们发布报告《这个春天有点热》明确提出 3 月中旬前后将出现“倒春寒”，届时 MOVE 反弹动能透支，将有震荡。（1）Money 货币，2 月金融数据增加 3 月份行情的波折。（2）Oversea 海外，美股“利多出尽”的风险在加大，可能是 3 月份港股和 A 股震荡的风险源。（3）Value 估值，便

宜是硬道理，但是，涨的太快就是风险。海外投资者等机构投资者以及积极股市政策都推崇“慢牛”，“疯牛”会“吓到”外资和监管层。3月份的报告持续提醒倒春寒风险，可以参考《倒春寒时节，科创、开放打造行情新方向》《回归基本面，精选科创和开放的机会》

### 1.3、4月22日《核心资产牛市的大趋势及小波段》明确提出行情第二折即“夏日寒风”

3月底、4月初《兑现“倒春寒”，回归基本面》、《看多4月，基本面和机构资金驱动》、《拥抱基本面的确定性，利用快涨后的颠簸》多篇报告明确提出行情将回归基本面。

4月22日《核心资产牛市的大趋势及小波段》明确提出行情第二折即“夏日寒风”，提防5、6月“宽松政策调整之后调整”，这次是牛市的真正试金石。

## 2、展望：“夏日寒风”已经开始，以时间换空间的调整方式概率大

### 2.1、夏日寒风——N型走势第二折已开始

年初以来我们一直坚持2019年是N型走势，行情一波三折、节奏上随政策环境变化而一波三折，择时可依据重要政策事件。二季度“夏日寒风”调整的核心因素在于宽松政策调整，进而引发获利回吐。

- 第一折：年初流动性放松、2015式疯牛预期主导“逼空式”行情之后，3月中旬前后遭遇“倒春寒”调整，也是一波三折行情的“第一折”，但是，我们一直提醒“倒春寒”的性质是洗洗更健康，策略上调仓，回归基本面主线。
- 第二折：二季度前期基本面好于预期，机构资金加仓行情之后，二季度中后期要小心“夏日寒风”，提防“宽松政策之后调整”。

图表1：N型、一波三折的走势，可以参考2005年上证综指的表现



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

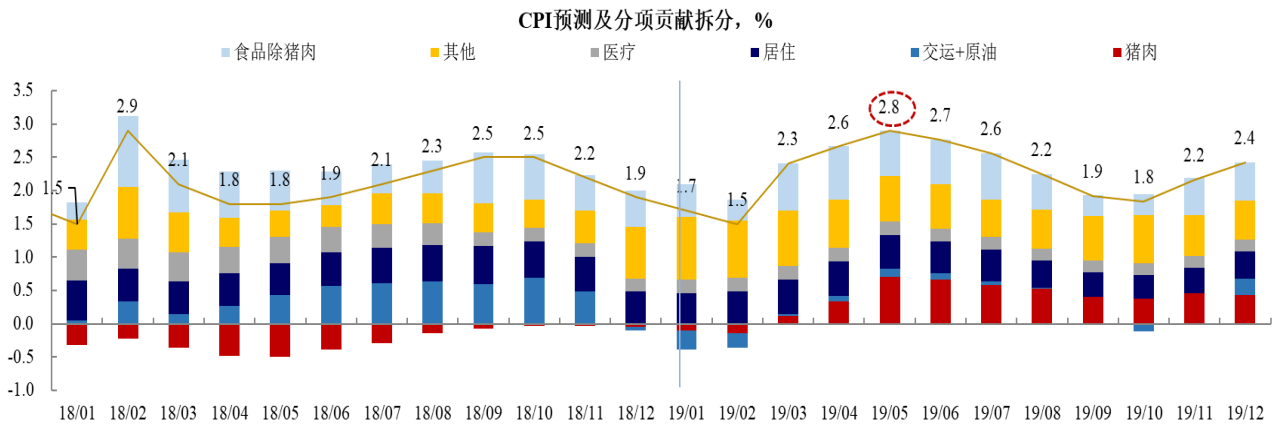
## 2.2、近期中国经济政策导向微调，政策重点从“下有底”转向“上有顶”

一季度经济增长阶段性企稳，显示了经济增长的韧性。政策导向微调，政策重点从“下有底”转向“上有顶”，就是从强调“稳增长、积极托底”转向“稳杠杆、稳健中性”，从实质性的“宽货币、宽信用”转向“把好货币供应总闸门，社融增速与名义GDP增速匹配”。

随着政策导向微调，金融条件的改善可能出现边际变化，包括：信贷投放的节奏、表外融资，以及专项债的发行速度等。5、6月通胀上升，可能进一步改变市场对货币政策的预期。

再往后看，中美贸易谈判进程影响中国政策放松的力度和方式。二季度如果达成和解协议，阶段性缓和中美关系、提升短期风险偏好，但是，将会对于中国宏观政策至少产生影响：1) 人民币汇率将保持相对强势，国内货币政策进一步放松的可能性降低。特别是就业问题缓解之后，2 季度后期的金融数据会较 1 季度明显弱化。2) 中国将深化市场化改革，用市场化方式推动科技创新。3) 加大对美国商品和服务的进口，降低关税，特别是汽车、能源、农产品。4) 加大对外开放，积极吸引外资，加大金融业和资本市场的对外开放，推进新一轮全面、高水平对外开放。

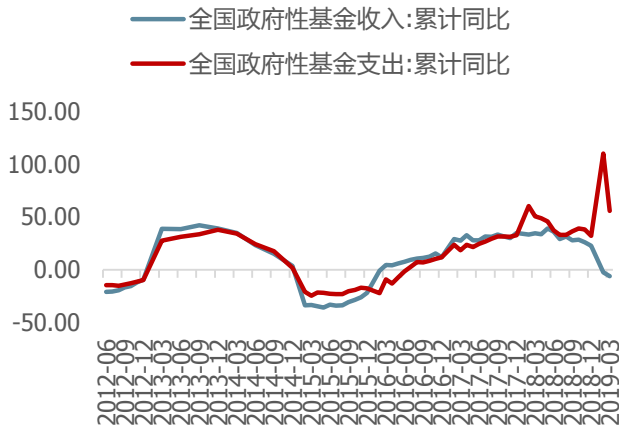
图表 2：5、6 月通胀上升，可能进一步改变市场对货币政策的预期



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

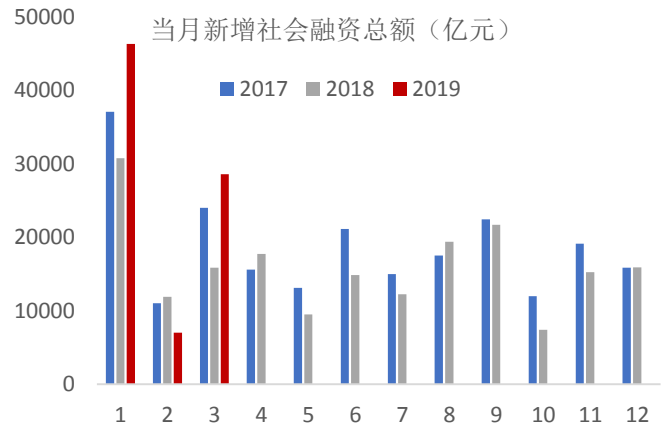


图表 3: 基建投资政策节奏提前, 全年力度有限



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 4: 金融条件的改善可能出现边际变化



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

### 2.3、综合分析金融环境和经济形势、改革开放趋势, 对股市影响是短空长多

货币政策导向改变对股市是“短空”。在政策导向改变的初期, 特别是经过近四个月大幅上涨之后, 会阶段性打击风险偏好、压估值。其中, 风险偏好下降将随着获利回吐压力的释放而在5月初告一段落。后续, 观察二季度社融规模增速的回落对于无风险收益率的影响。

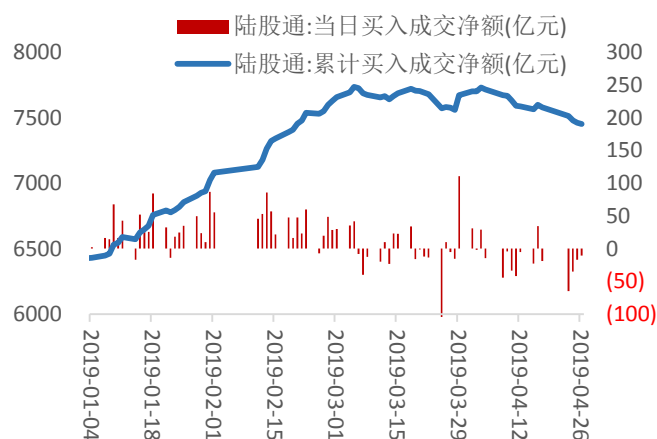
二季度经济仍有压力, 政策有“收”但难“缩”, 叠加中美贸易谈判和解协议的影响, 则股市有调整压力但无系统性风险, 行情将大分化, 最大的风险是选错股票的风险, 各领域的核心资产的配置价值将进一步凸显。1 季度经济数据显示周期性下行压力弱化, 后续政策将更聚焦于解决“结构性、体制性”下行压力。股市对应的基本面变量将从周期波动, 转向聚焦转型创新、开放改革。

### 2.4、海外, 外资流入节奏短期放缓, 不改变长期配置中国核心资产的趋势

3月中旬以来, 外资流入中国的节奏明显放缓, 3月19日至4月26日陆股通累计流出270亿人民币。A股2019年已经有显著的涨幅和近期美股基本面预期有所改善吸引资金回流是主要的原因。

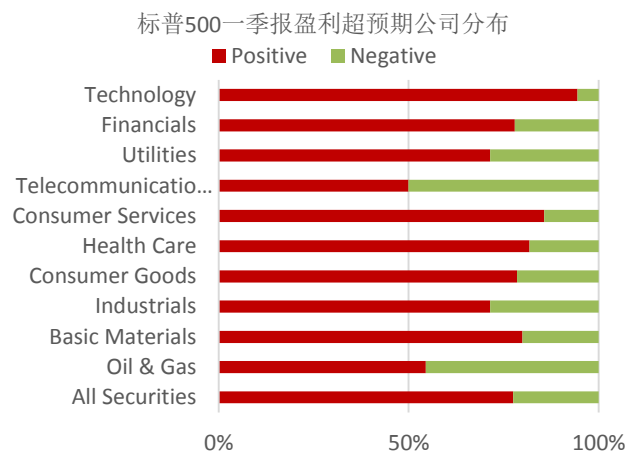
美国3月经济数据和美股一季报好于预期, 吸引资金回流, 推升美元指数。1) 美国经济数据好于预期, 包括3月零售销售超预期反弹, 3月非农就业大幅反弹、首次申请失业金人数连续5周下降表明就业情况依然保持强劲。2) 2019年初以来美股盈利预期经历了明显下调, 市场预期一季度标普盈利将负增长, 但是实际已经公布的一季报好于预期, 根据彭博统计, 已经发布财报的230只标普500指数成分股中77%的盈利好于预期。

图表 5: 外资流入节奏放缓



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 6: 美股一季报超预期



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

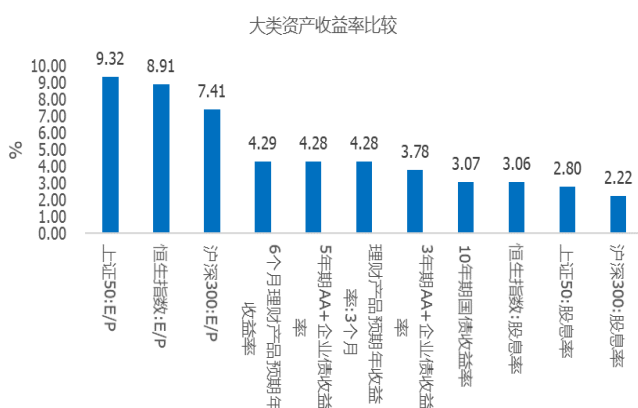
### 3、策略：看多大趋势、利用小波段，精选中国各领域核心资产

#### 3.1、调整是买入核心资产的良机，跌出来更好的机会

历史可借鉴，2019 年类似 2005 年和 2013 年都是新牛市的起点，相似的都是底部区域、牛熊转折期、行情 N 型走势、行情一波三折,不同的是 2019 年政治经济环境更有利，回撤空间可控，时间换空间。

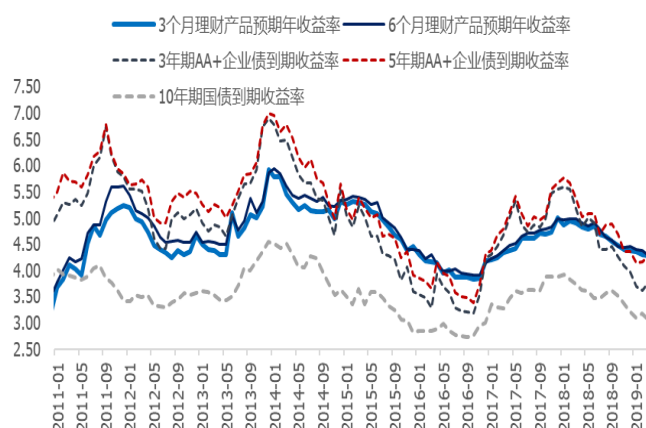
- **基本面：经济转型，行业优胜劣汰、龙头公司竞争力提升是大趋势，从“靠天吃饭”走向“核心资产的世界”。**减税降费，以及金融信贷政策回归市场化的竞争中性，短期将提升龙头企业 EPS 增速，中长期有利于激发企业活力，改善现金流，提升龙头企业 ROE 和全球竞争力。
- **资金面：1) 外资着眼全球配置，外资配置中国资产的长期趋势确定。**中国股市政策不断深化改革开放,以 A 股和港股的互联互通机制、A 股纳入 MSCI、科创板为特征，正加速中国资本市场走向机构化、国际化，驱动中国资本市场（A、港）成为全球财富配置的新大陆。在全球产业链范围内精选核心资产；2) **资管新规之后，银行、保险资金加大对优质股权的配置。**大类资产收益率比较，优质股权资产估值有吸引力；理财产品预期收益率和基础资产收益率倒挂，银行理财资金有望流向股市寻求更高收益。

图表 7: 大类资产收益率比较



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 理财产品预期收益率和基础资产收益率倒挂



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、利用周期性的调整、逢低布局，聚焦中国各行各业的核⼼资产

**投资主线一：继续立足长线，精选保险、银行等性价比较好的价值股龙头。** 1) 估值处于低位；2) 随着中国经济韧性的体现，龙头公司基本面改善确定性增强；3) 低估值高分红的特征适合外资长线资金比如主权基金等大资金，以及保险、银行资管资金加仓。

**投资主线二：聚焦新一轮对外开放的机会，从去年“贸易战”到今年“贸易宴”。** 加大对美国商品和服务的进口，降低关税等，对农产品、能源、汽车、TMT等相关行业的竞争格局产生显著的分化，龙头的竞争优势进一步提升。

**投资主线三：成长股短期调整，逢低审慎布局具有科技创新内涵的制造业升级，精选消费龙头。** 精选中国的优质成长股，基本面受益于刺激内需市场、减税、信贷政策宽松、鼓励科技创新等政策红利。

## 4、风险提示

全球经济增速下行；美国加息及缩表；大国博弈的政治风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司和兑吧集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴证证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴证证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴证证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴证证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴证证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。