

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

春水泛滥，A股和港股的春季行情继续 ——中国权益资产投资策略报告

2019年2月18日

投资要点

报告关键点

2019年A股处于类似2005或者2012年那样的牛熊转折期；2019年A股有望强于美股和港股

相关报告

20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》

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》

20190101《凡是过去，皆为序章》

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》

20181209《聚焦政策，防守反击》

20181202《螺蛳壳里做道场》

20181127《一溪流水泛轻舟——2019年中国权益资产投资策略》

20181104《预期层面的旺火与经济的冬天，反弹不追涨》

20181023《冬天里的一把“旺火”》

20181011《从深秋到寒冬，全球市场金融规律重演》

20180813《危中有机》

20180905《以史为鉴：厨房里的这群“不速之客”在哪里？》

20180618《至暗时刻，“不死鸟”照亮未来》

20180612《否极泰来的芳华》

20180307《多变的春天——2018年春季策略会ppt》

20180212《梅花香自苦寒来，牛市进入调整期》

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》

1、回顾：提出2019年中国股市步入牛熊转折期，持续看好1季度反弹

20190107《春天的声音，春天的升因》、20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》、20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》，强调2019年行情参考2005或2013年反弹-阴跌-反弹的熊牛转折期，珍惜1季度的反弹。

2、展望：MOVE预期改善继续，A股和港股的春季行情继续

A股和港股一季度反弹行情的动力依然较强，MOVE继续改善，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等这些因素相对于去年四季度都有不同程度的改善。

2.1、Money1月金融数据超预期，标志着从宽货币到宽信用的拐点确立。1月份人民币贷款新增3.23万亿元；社融新增4.64万亿，创历史新高；社融余额增速反弹至10.4%，月环比+0.6%。信用总量边际扩张出现拐点，得益于贷款大幅增长、表外融资从收缩转向扩张、债券融资增长、专项债提前发行。表外融资反弹是亮点，2018年“去杠杆”重灾区的“影子银行”开始恢复性增长。

2.2、Oversea海外货币政策预期改善，中美贸易谈判积极推进，推动了全球主要股市和债市的联袂上涨，资金回流新兴市场，中国股市表现出色。在3月初如期达成和解协议？继续延期60日？至少中美贸易战大规模升级的概率低。

2.3、Value A股和港股都位于估值底部区域。1) 恒指PE 10.8倍处于均值向下一倍标准差附近。A股市盈率的倒数超过2倍无风险收益率，上证综指PE (TTM) 11.9倍，全部A股剔除银行PE (TTM) 19.5倍，创业板指30倍，均处于历史底部区域；2) 外资加快布局A股，带动更便宜的港股同步反弹。

2.4、Economy政策宽松有助于改善经济预期，能否像前几轮顺利稳住经济？至少1季度无法证伪。警惕中美经济增速下行，全球股市在二季度将调整。

3、中期展望：2019年熊牛转折、N型走势，二、三季度仍要警惕风险

4、投资策略：享受好春光，百般红紫斗芳菲

4.1、行情拾级而上，优质成长股和具有安全边际的蓝筹股都有机会。

4.2、顺水推舟，基于政策红利，精选5G、云计算、新能源、军工、新能源车、建筑等。其次立足长期价值，精选金融、地产、消费的核心资产。

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：2019 年步入牛熊转折期，持续看好 1 季度反弹.....	4 -
2、短期展望：MOVE 继续，A 股和港股的春季行情震荡向上.....	4 -
2.1、Money：1 月金融数据超预期，从宽货币到宽信用的拐点确立.....	4 -
2.2、Oversea：海外货币政策预期改善，中美贸易谈判预期正面.....	5 -
2.3、Value：A 股和港股都位于估值底部区域，有提升空间.....	7 -
2.4、Economy 政策宽松有助于改善经济预期？至少 1 季度还无法证伪 ...	8 -
3、中期展望：2019 年熊牛转折、N 型走势，二、三季度仍要警惕风险.....	9 -
3.1、受制于内外需的下行周期，货币政策宽松到经济见底仍需时日.....	9 -
3.2、中美如果达成和解协议，会影响中国政策放松的力度和方式.....	10 -
3.3、立足打造“慢牛”的积极股市政策将影响 2019 年的行情节奏.....	11 -
3.4、便宜是硬道理，短期的调整恰恰是长期布局的良机.....	12 -
3.5、借鉴历史：A 股 2019 年的走势节奏类似 2005 年或者 2012 年的牛熊转 折期，行情 N 型波动、反复拉锯筑底.....	13 -
4、投资策略：享受好春光，百般红紫斗芳菲.....	15 -
4.1、行情拾级而上，优质成长股和具有安全边际的蓝筹股都有机会.....	15 -
4.2、“顺水推舟”，围绕政策红利找机会.....	16 -
5、风险提示.....	19 -
图表 1：存量社融同比增速反弹.....	5 -
图表 2：贷款、表外、债券融资共同推动社融反弹.....	5 -
图表 3：企业中长期贷款、票据融资、短贷都走强.....	5 -
图表 4：专项债提前发行贡献社融.....	5 -
图表 5：2019 年初至今全球股市和债市联袂上涨，中国股市表现出色.....	6 -
图表 6：全球资金回流新兴市场.....	6 -
图表 7：陆股通 2019 年初加速流入.....	6 -
图表 8：美股四季度调整，影响消费者信心.....	7 -
图表 9：VIX 指数处于低位区间.....	7 -
图表 10：恒生指数 PE.....	7 -
图表 11：恒生国企指数 PE.....	7 -
图表 12：全部 A 股剔除银行估值处于历史底部.....	7 -
图表 13：创业板估值处于历史底部.....	7 -
图表 14：互联互通时代，AH 股溢价波动收敛.....	8 -
图表 15：MSCI 纳入因子提升带来的配置资金的测算.....	8 -
图表 16：表外融资出现拐点，宽信用有延续性.....	8 -
图表 17：库存周期下行，经济基本面仍有风险.....	8 -
图表 18：地产销售下行趋势还没有结束.....	9 -
图表 19：从社融底到经济底尚需时日.....	9 -
图表 20：全球需求放缓.....	10 -
图表 21：对美出口同比连续两个月负增长.....	10 -
图表 22：80-90 年代美日贸易战，日元大幅升值.....	11 -
图表 23：97 年金融危机时期，人民币汇率保持稳定.....	11 -
图表 24：A 股 IPO 规模.....	12 -
图表 25：国债利率继续下行.....	12 -
图表 26：A 股估值倒数高于 2 倍 10 年期国债收益率.....	12 -
图表 27：全球主要股指 PB-ROE 框架.....	13 -
图表 28：2005 年上证综指的表现.....	13 -

图表 29: 2005 年、2012-2013 年处于库存周期下行期	- 14 -
图表 30: 2005 年上市公司净利润增速大幅下滑	- 14 -
图表 31: 2005 年国债利率下行	- 15 -
图表 32: 2005 年通货膨胀压力下降, 2 月数据扰动	- 15 -
图表 33: 上证综指市盈率 PE(TTM)	- 15 -
图表 34: 上证综指换手率(% , 自由流通股本)	- 15 -
图表 35: A 股分行业 2019 年初以来涨跌幅 (%)	- 16 -
图表 36: 恒生综指分行业 2019 年初以来涨跌幅 (%)	- 16 -
图表 37: A 股券商估值处于历史底部	- 17 -
图表 38: 港股中资券商 PB	- 17 -
图表 39: 建筑 PB 估值跌至接近 10 年以来最低点	- 17 -
图表 40: 公募重仓股对建筑的配置比例基本为历史低点	- 17 -
图表 41: 中国 5G 第三阶段试验主要工作和计划安排	- 17 -
图表 42: 18 年前三季度光伏装机有所下滑	- 18 -
图表 43: 当前阶段光伏龙头产能的高效产品已能够满足平价要求	- 18 -
图表 44: 2017 年动力电池市场格局 (NMC+LFP)	- 18 -
图表 45: 2018 年 1-7 月动力电池市场格局 (NMC+LFP)	- 18 -
图表 46: 房地产销售金额集中度	- 18 -
图表 47: 主要上市房企 2018H1 的净负债率	- 18 -

1、回顾：2019 年步入牛熊转折期，持续看好 1 季度反弹

20190107《春天的声音，春天的升因》、20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》、20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》，强调 2018 年压制中国权益资产的“三座大山”2019 年将迎来改变的契机，行情节奏可以参考 2005 或者 2012、2013 年“反弹-阴跌-反弹”N 型走势，珍惜 1 季度的反弹阶段。

A 股 2019 年的运行节奏和背景与 2005 年以及 2012、2013 年的牛熊转折期有相似之处，市场的共性：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。

乐观一点表述，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。

2、短期展望：MOVE 继续，A 股和港股的春季行情震荡向上

A 股和港股一季度反弹行情的动力依然较强，MOVE 继续改善，Money 货币、Oversea 海外（美国货币政策、中美贸易摩擦）、Value 估值、Economy 对经济基本面的预期等等这些因素相对于去年四季度都有不同程度的改善，特别是流动性改善超预期、中美贸易谈判取得阶段性和解的预期较强烈。

春节之后的行情走的急，所以，技术性调整、洗洗很正常，但是，行情至少在 3 月中旬之前拾级而上的概率大，甚至行情的延续时间可能超预期。

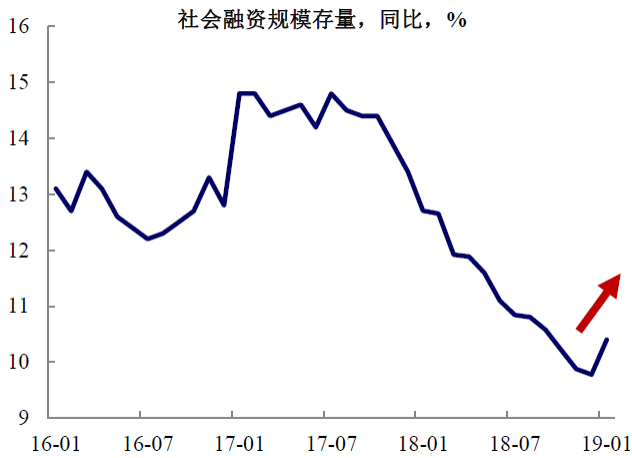
2.1、Money：1 月金融数据超预期，从宽货币到宽信用的拐点确立

1 月金融数据标志着从宽货币到宽信用的拐点确立。央行公布 1 月货币金融数据，其中人民币贷款新增 3.23 万亿元；社融新增 4.64 万亿，创历史新高，大超市场预期。社融余额增速反弹至 10.4%，月环比+0.6%，信用总量边际扩张出现拐点。

结构分析，1 月新增社融如此之强，跟去年同期以及上月相比，人民币贷款大幅增长、表外融资从收缩转向扩张、债券融资增长更进一步、专项债提前发行，都做出了重大贡献。信贷数据里，中长期贷款占比 65%，大部分投入到实体部门。

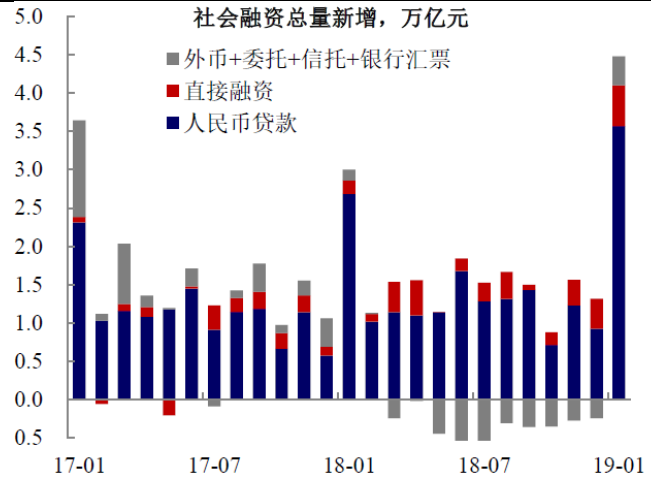
表外融资从收缩走向反弹，2018 年“去杠杆”重灾区的“影子银行”开始恢复性增长，可能预示着政策态度显著改善。1 月份表外收缩逆转，其中新增外币贷款+343 亿，在连续 9 个月负增长情况下，首次正增长；信托贷款+345 亿，在连续 10 个月负增长下，首次正增长；未贴现承兑汇票+3786 亿，在上个月扭转了连续 7 个月负增长的态势首次正增长后，再度实现放量。

图表 1: 存量社融同比增速反弹



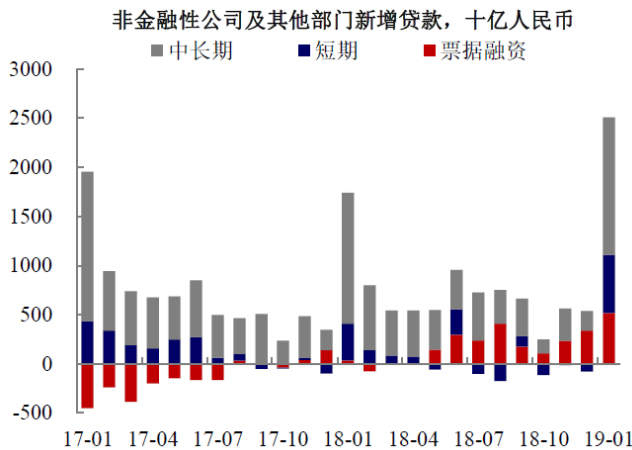
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 2: 贷款、表外、债券融资共同推动社融反弹



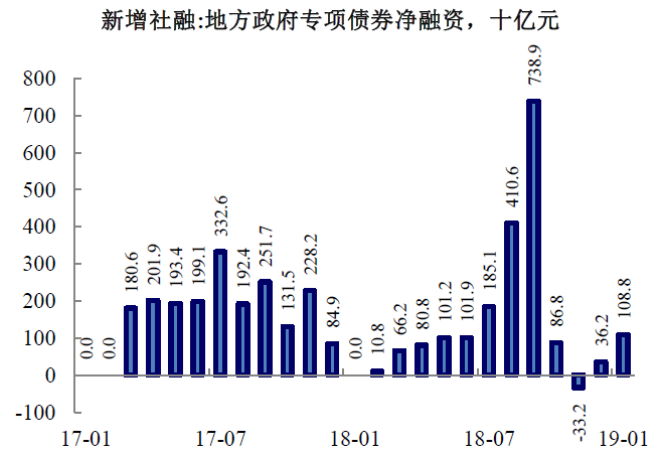
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 3: 企业中长期贷款、票据融资、短贷都走强



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: 专项债提前发行贡献社融



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

2.2、Oversea: 海外货币政策预期改善, 中美贸易谈判预期正面

首先, 美联储货币政策的紧缩预期进一步缓和, 日、欧、英等央行态度也纷纷转鸽, 推动了全球主要股市和债市的联袂上涨, 资金回流新兴市场。

- 1) 1月联储会议声明超预期鸽派, 删除了“进一步逐步加息”的前瞻指引、新增了“正在修改此前对调整缩表所需条件的指引”, 为未来缩表调整留出了空间。
- 2) 联储官员的鸽派表态也使得市场加息预期进一步回落至0次以下, 即预期2019年降息。
- 3) 继美联储之后, 非美央行态度也进一步转鸽, 日、英央行均下调了经济增长预期, 欧洲央行执行委员 Benoit Coeure 表示新一轮 TLTRO 是可能的。

春节后这一周陆股通继续净流入 264 亿元, 延续了 1 月份外资加速布局中国股票

的趋势。1月北上资金净流入A股607亿元，创历史新高。

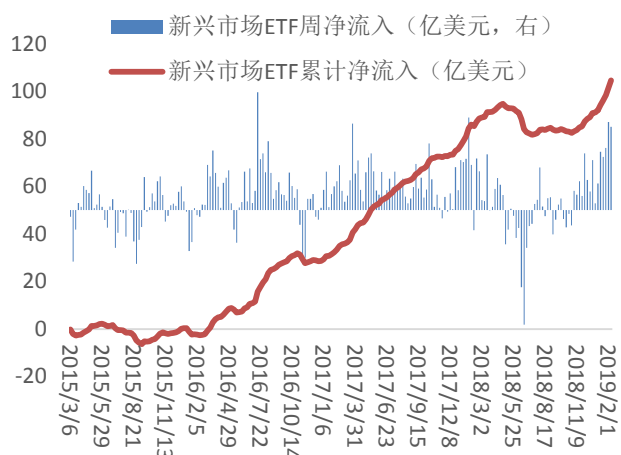
图表 5: 2019 年初至今全球股市和债市联袂上涨，中国股市表现出色

	年初	最新	2019年至 今涨跌幅(本币计价)	2019年至 今涨跌幅(美元计价)		年初	最新	2019年至 今涨跌幅(本币计价)	2019年至 今涨跌幅(美元计价)
股市					理财类				
美国(标普500)	2,510	2,746	9.39%	9.39%	(3个月)理财产品收益率	4.38	4.16	-0.22	
欧洲(欧洲50指数)	2,759	2,956	7.13%	5.55%	定存1年收益率	1.5	1.50	0.00	
日本(日经225指数)	20,015	20,901	4.43%	3.70%	非证券投资类信托平均收益率(1-2年)	7.97	7.97	0.00	
中国(上证综指)	2,465	2,682	8.81%	10.42%	偏股混合型基金收益率(平均值)			8.2%	9.76%
新兴市场(MSCI)	956	1,039	8.74%	10.81%	偏股混合型基金收益率(中位数)			9.0%	10.57%
亚洲新兴	477	523	9.79%	10.40%	房地产				
拉美新兴	2,663	2,860	7.40%	10.38%	样本住宅:百城平均(201812-201901)			0.22%	1.71%
债市					大宗商品				
美10年期国债(收益率%)	2.7029	2.6922	-1.07		原油(美元/桶)	54.91	63.61	15.84%	
欧元区	0.3996	0.2366	-16.30		黄金(美元/盎司)	1284.10	1313.9	2.32%	
英国	1.2090	1.1820	-2.70		汇率				
日本	0.0030	-0.0060	-0.90		美元指数	96.12	97.02	0.93%	
中国10年期国债	3.1734	3.0726	-10.08		欧元(欧元兑美元)	1.1465	1.1296	-1.47%	
地方政府债5年期到期收益率(AAA)	3.3766	3.2379	-13.87		日元(美元兑日元)	109.71	110.47	0.69%	
中国5年期AAA信用债	4.0013	3.8036	-19.77		人民币(美元兑人民币)	6.8729	6.7709	-1.48%	
中国5年期AA信用债	4.9813	4.7936	-18.77		新兴市场(\$)	62.099	63.279	1.90%	

备注: 红为涨, 绿为跌, 汇率颜色为对应货币涨跌

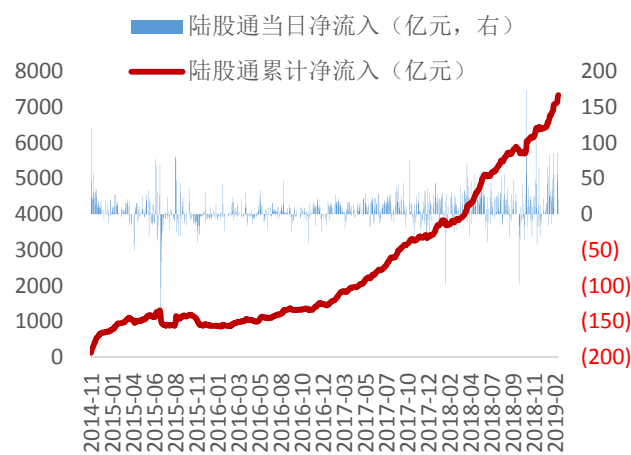
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院海外团队整理

图表 6: 全球资金回流新兴市场



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 陆股通 2019 年初加速流入



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

其次, 中美贸易谈判继续积极推进, 在 3 月初如期达成和解协议还是继续延期 60 日仍具有不确定性, 但是至少中美贸易战大规模升级的概率较低。2 月 16 日, 中美贸易谈判在北京部分结束, 之后, 中美贸易谈判继续在美国进行。

我们认为, 未来数月中美贸易谈判可能仍会有诸多波折, 但是, 2019 年中美贸易谈判大概率有望达成阶段性和解。

一方面, 有波折很正常, 根据美国总统的国情咨文, 美国已经将对华关系转为以竞争为主导, 美国对中国的战略压力将是长期的。特朗普总统及美国政客们仍会不时释放不利信号, 使市场对中美贸易摩擦的担忧升温、引发全球股市震荡。

另一方面, 中美贸易谈判的波折, 在 2019 年美国经济增长回落的背景下, 将对美股产生更明显的压力, 从而, 经历过 2018 年四季度美股大跌之后的特朗普总统将更务实地对待中美贸易谈判。2018 年我们多次提出中美阶段性和解的契机是美股

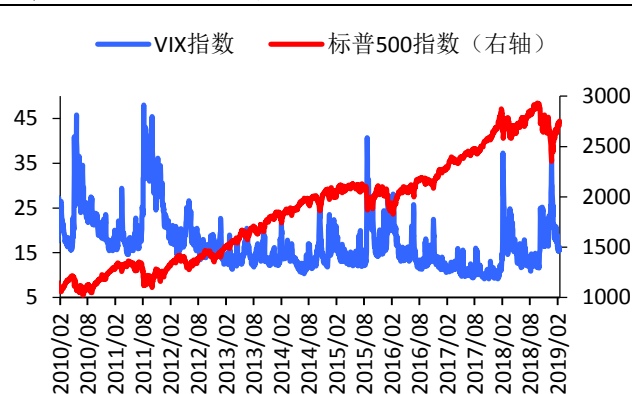
经过了显著调整之后，因为美股对于美国消费、科技创新、经济增长的影响巨大。

图表 8: 美股四季度调整, 影响消费者信心



数据来源: 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 9: VIX 指数处于低位区间



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、Value: A 股和港股都位于估值底部区域, 有提升空间

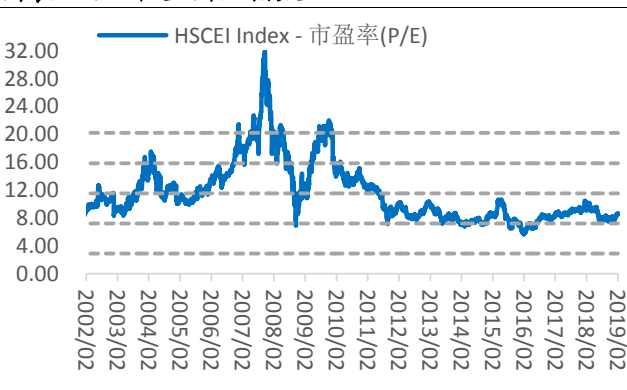
首先, 港股和 A 股都处于历史的估值底部区域, 具有非常高的安全边际。1) 恒指、恒生国企指数 PE 分别为 10.8 倍、8.66 倍, 均处于均值向下一倍标准差附近。2) 上证综指 PE (TTM) 11.9 倍, 全部 A 股剔除银行 PE (TTM) 19.5 倍, 创业板指 30 倍, 均处于历史底部区域。

图表 10: 恒生指数 PE



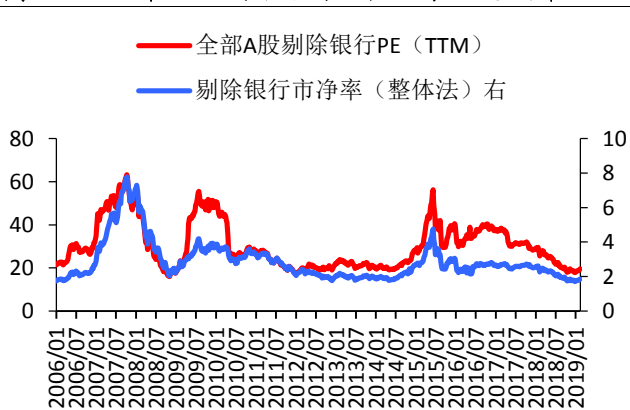
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11: 恒生国企指数 PE

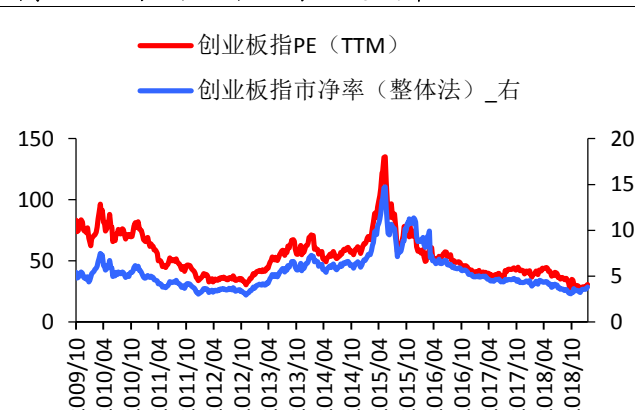


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12: 全部 A 股剔除银行估值处于历史底部



图表 13: 创业板估值处于历史底部



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

其次, 外资加快布局 A 股, 在互联互通的背景下, AH 股溢价波动趋于收敛, 进而带动更便宜的港股同步反弹。

一方面, 率先调整的中国权益资产相对其他新兴市场具有更好的性价比。2018 年全球主要股市以美元计价的表现中, 中国股市跌幅居前; PB-ROE 框架下, 中国权益资产 PB 相对于 ROE 明显偏低, 中国经济的稳健性明显好于其他新兴市场。另一方面, 外资布局 A 股的趋势将是稳定而持续的, 除非欧美股市出现重大调整, 或者 A 股过分疯狂, 否则外资不会轻易撤出优质的中国核心资产。2019 年如果 MSCI 将大盘 A 股纳入因子从现有的 5% 增加到 20%, 并在 5 月和 8 月的季度指数评审后分步实施; 叠加 FTSE 指数纳入 A 股的行为, 初步合计将为 A 股带来 570 亿美元的增量资金, 这个预期促进外资 1 季度加快布局。

图表 14: 互联互通时代, AH 股溢价波动收敛



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: MSCI 纳入因子提升带来的配置资金的测算

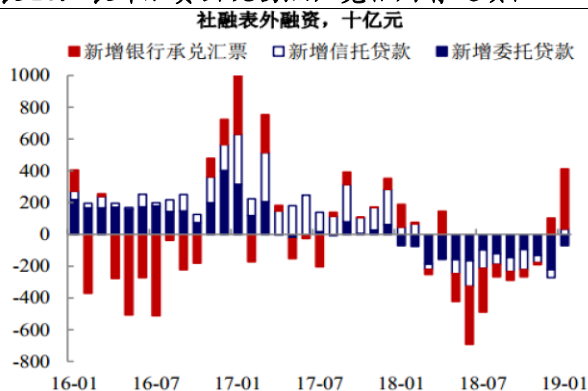
MSCI Index Type	Total Asset (Trillion Dollars)	Proportion of Accounted A Shares Size				Accounted A Shares Size(100 Million Dollars)			
		Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors	Accounting Factors
		5% Big Size Only (Aug 2018)	20% Big Size Only (Aug 2019)	20% Big & Middle Size (May 2020)	100% Big & Middle Size (Aug 2019)	5% Big Size Only (Aug 2018)	20% Big Size Only (Aug 2019)	20% Big & Middle Size (May 2020)	100% Big & Middle Size (Aug 2019)
MSCI China	0.07	2.50%	9.40%	10.40%	56.80%	3	12	13	47
MSCI Asia	0.40	0.46%	1.81%	2.16%	9.54%	18	73	86	382
MSC EM	1.70	0.71%	2.82%	3.36%	14.83%	121	479	571	2,521
MSCI ACWI	3.20	0.08%	0.31%	0.37%	1.64%	23	100	119	526
Size of A Shares Accounted(100 Million Dollars)						167	664	790	3,476
Hist Year Accounted Amount(100 Million Dollars)						167	497	126	2686

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、Economy 政策宽松有助于改善经济预期? 至少 1 季度还无法证伪

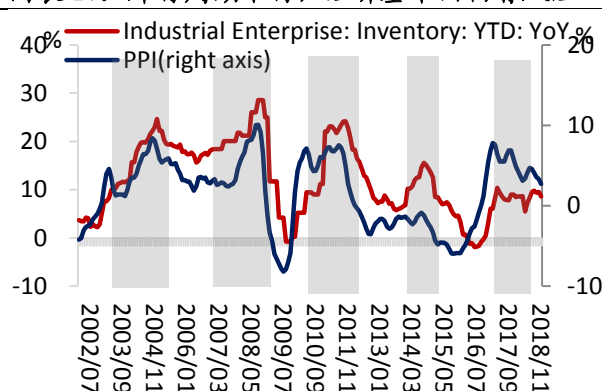
随着 1 月份社融数据的披露, 市场对于经济提前见底的预期可能会提升。过去几轮经济周期的经验显示, 社融增速跟经济增速存在领先关系, 往往宽信用的拐点确认后, 大约一个季度后经济企稳。2019 年政策放松面对的是房地产下行周期和海外需求的双收缩, 经济能否顺利企稳仍有变数, 但是 1 季度数据无法证伪。

图表 16: 表外融资出现拐点, 宽信用有延续性



数据来源: WIND 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 17: 库存周期下行, 经济基本面仍有风险



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

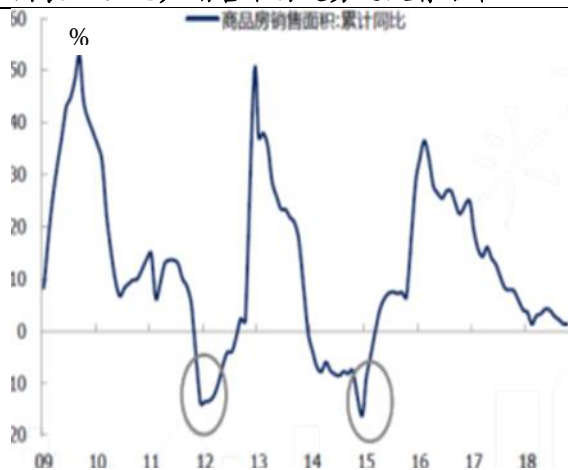
但是，2019年上半年，经济增速将继续下行，特别是1季报前后的企业盈利预测大概率将继续下调，从而，4月份之后，经济基本面很可能对第二季度的A股和港股市场构成调整压力。

3、中期展望：2019年熊牛转折、N型走势，二、三季度仍要警惕风险

3.1、受制于内外需的下行周期，货币政策宽松到经济见底仍需时日

首先，内需处于下行周期。与以往的政策刺激周期不同，本轮刺激中，国内社会环境制约以房地产为基础的信用扩张，再叠加要维护汇率和外汇储备的稳定，从而，货币政策扩张的意愿和能力都受限，且从货币政策宽松到信用传导机制的改善还需要时间。

图表 18：地产销售下行趋势还没有结束



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院固收团队整理

图表 19：从社融见底到经济底尚需时日

	社融余额增速反弹时间	名义GDP回升时间	货币政策	市场流动性	对应的经济环境
09年	2009年1月	2009年5月	上半年货币政策维持宽松	6月份之后货币市场开始变紧	两年四万亿出台，基建、房地产、居民和制造业同时加杠杆，经济复苏
12年	2012年6月	2012年11月	12年7月上调逆回购利率	资金面在6月份开始收紧	制造业开始产能过剩，新一轮刺激基建、居民和房地产加杠杆
15年	2015年8月	2015年12月	流动性宽松，利率走廊	资金价格持续维持低位	制造业产能过剩，地产高库存，债务置换基建反弹

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

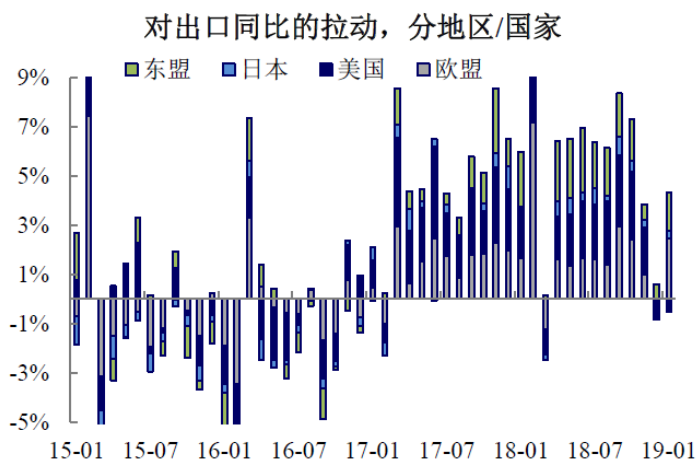
第二，外需同样处于下行周期。1)本轮周期面临的是全球性的需求放缓，全球制造业 PMI 持续回落。2)中美贸易摩擦的负面影响，“抢出口”的效应回落之后，对美出口已经连续两个月同比负增长。

图表 20: 全球需求放缓



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 21: 对美出口同比连续两个月负增长



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

3.2、中美如果达成和解协议，会影响中国政策放松的力度和方式

在中国预判政策和资本市场，必需运用政治经济学的思维。目前最大的政治是中美关系，中国希望有一个有利于我们转型的外部环境，根据前文对“三座大山”的分析，2019年以来特朗普也多次表达了达成协议的心愿。

至少在3月份之前，中美贸易摩擦和解的预期难以被证伪，如果达成和解协议，带来的好处是缓和中美紧张关系，并产生四个方面的影响：

1) 人民币汇率将保持相对强势，2019年上半年可能会类似1998、1999年硬挺着，而到了下半年，随着美国经济增速回落，美元有望走软，人民币维持强势的压力减小，那时中国货币政策的灵活性将提升。

借鉴1985年《广场协议》的影响，该协议标志日、美贸易争端的阶段性和解。80年代初期美国财政赤字剧增，贸易逆差扩大，美国希望通过金融、贸易战等组合拳来提升美国出口竞争力。1985年当时的贸易副代表莱特·希泽（现在中美贸易谈判的美方主导者）推动美日等多方签署《广场协议》，其中重要一项成果是日元对美元升值。《广场协议》签订后，日元大幅升值；三个月内日元兑美元升值20%，三年时间，日元对美元汇率升值超110%。

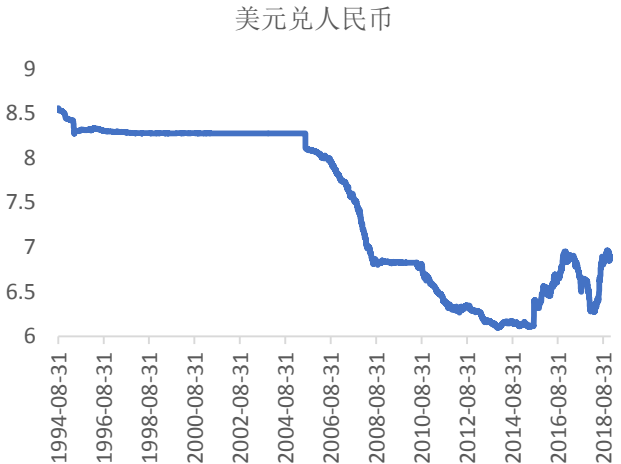
中美贸易谈判达成阶段性和解的概率较大，人民币维持强势是大国博弈的结果也是大国战略的需要。但是，人民币并不会走向日元的猛烈升值的老路，因为当年日元相对美元大幅低估，而目前人民币对美元并没有被低估。更可能像东南亚金融危机发生之后，1997-1999年中国维持汇率的稳定。

图表 22: 80-90 年代美日贸易战, 日元大幅升值



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23: 97 年金融危机时期, 人民币汇率保持稳定



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2) 中国将深化市场化改革, 用市场化方式推动科技创新, 科创板成重要抓手。过去 1 年美国无端指责我们最多的是国企补贴、知识产权保护、黑客和商业间谍行为, 聚焦打击“中国制造 2025 计划”; 作为回应, 中国将更加强调保护知识产权, 借鉴纳斯达克的经验, 战略性发展科创板, 用更透明的方式推动科技创新。

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。

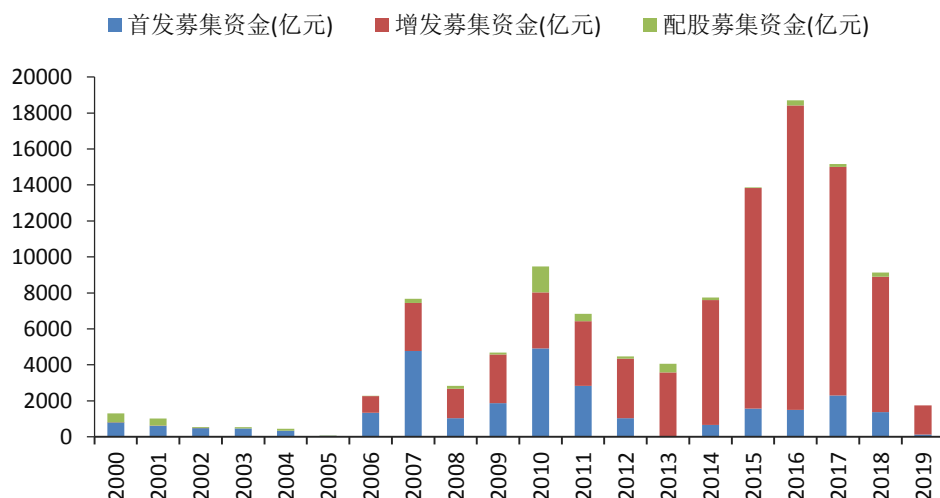
4) 加大对外开放, 积极吸引外资。出口有压力、加大进口的情况下、贸易逆差压力增大的背景下, 加大金融业和资本市场的对外开放、吸引外资流入, 实现资本项目更大的顺差, 从而, 有助于保持人民币汇率和外汇储备的稳定。

3.3、立足打造“慢牛”的积极股市政策将影响 2019 年的行情节奏

政策环境改善, 老路走不顺, 积极的股市政策是最大的亮点。华山只有一条路, 中国要走出当前的经济困难需要激发民间的活力, 而激活资本市场则是最优解。

因为传统的宏观刺激政策受制于国内外环境的约束, 而资本市场是盘活市场化改革、提升民间活力的重要抓手。我们判断, 一方面, 2019 年科创板的建设及配套政策, 是积极股市政策的重要亮点, 包括注册制、同股不同权、交易制度等等创新将会对现有的 A 股市场体制改革产生深远影响, 有助于中长期提升中国资本市场价值发现和优化资源配置。另一方面, 资本市场的健康发展离不开包括外资、养老金等长期资金占比的提高。

图表 24: A 股 IPO 规模



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院 A 股策略团队整理

3.4、便宜是硬道理，短期的调整恰恰是长期布局的良机

首先，从估值和无风险收益率的对比，判断 A 股进入 deep value 深度价值区域。当 A 股估值的倒数，超过或者接近无风险收益率的两倍补偿的时候，比如 2005、2008、2012-2013 年，事后往往都确认是 A 股的底部区域或者说牛熊转折期，拉长来看都是新牛市的起点。

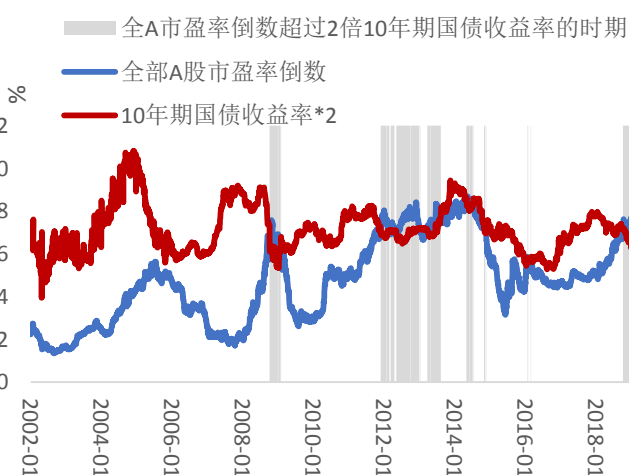
第二，2019 年 A 股对全球资金的配置吸引力的提升，在构筑底部区域的过程中将有更多结构性行情。2019 年中国宏观政策环境的改善，是影响 A 股市场的主要矛盾。中长期来说，外资加快布局 A 股，将对港股形成支撑和带动作用，毕竟港股比 A 股更便宜、股息率更高，当前恒生指数的股息率接近上证综指的 2 倍。

图表 25: 国债利率继续下行



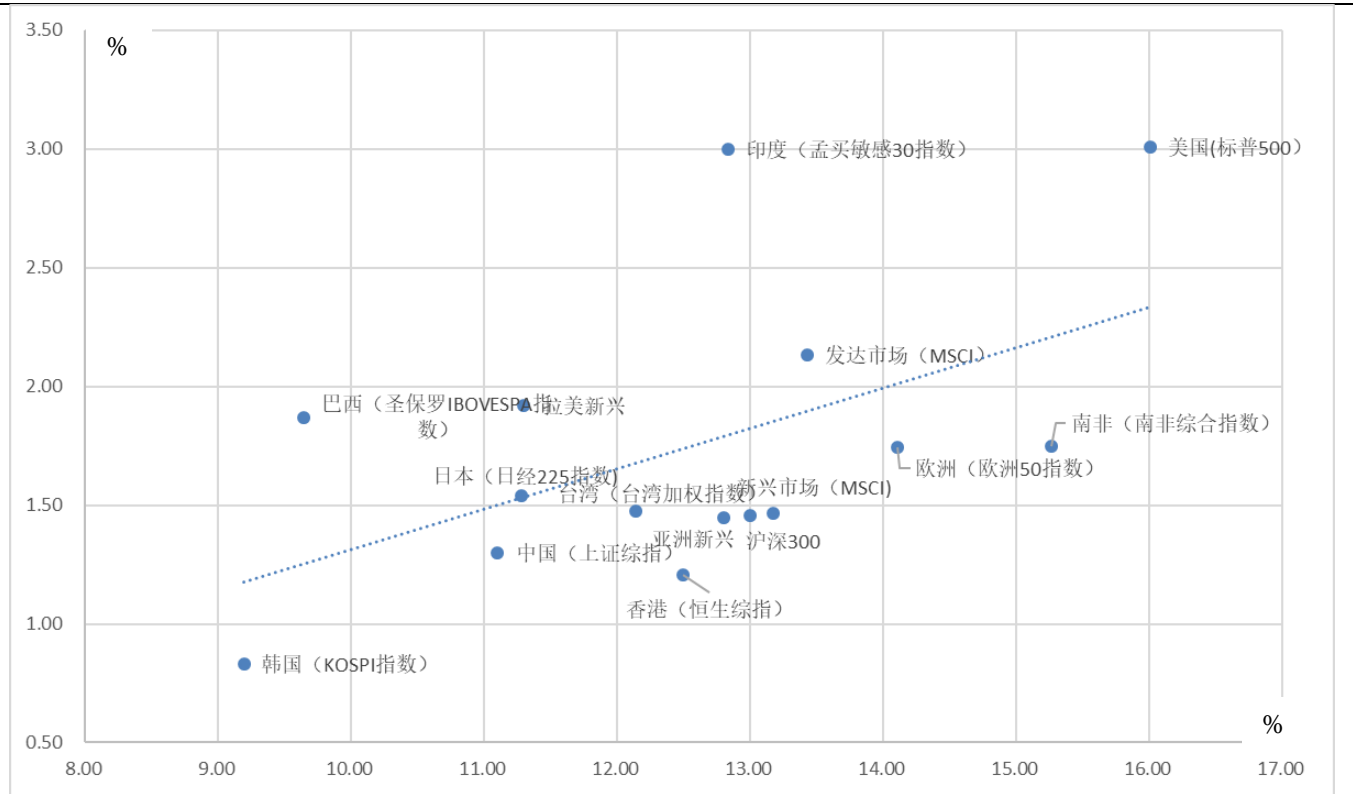
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26: A 股估值倒数高于 2 倍 10 年期国债收益率



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27: 全球主要股指 PB-ROE 框架



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.5、借鉴历史: A股2019年的走势节奏类似2005年或者2012年的牛熊转折期, 行情N型波动、反复拉锯筑底

复盘 2005 年——罕见的新年首个交易日大跌, 一季度反弹, 二季度大跌

——宏观背景: 1) 2005 年经济处于去库存周期的后半场, 伴随去库存和 PPI 下行, 上市公司利润大幅下降; 2) 在 2004 年为抑制经济过热而实施严厉宏观调控之后, 2005 年货币政策边际有所改善但并不是大幅宽松, 长期国债利率持续下行。

图表 28: 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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

——2005年一季，A股震荡反弹，其中2月份至3月初表现强势，原因在于：

- 1) 典型的跌深反弹。2004年9月之后A股连续下跌，投资者信心极度低迷，因此2005年元旦之后的第一个日，A股出现罕见的开门绿大跌，新年第一周即跌破过去几年的低点。1月份总体维持缩量箱体震荡。
- 2) 2005年初货币政策出现边际改善的迹象，因为1月份CPI仅同比增长1.9%，通货膨胀压力缓解，因此2月份到3月初反弹明显。

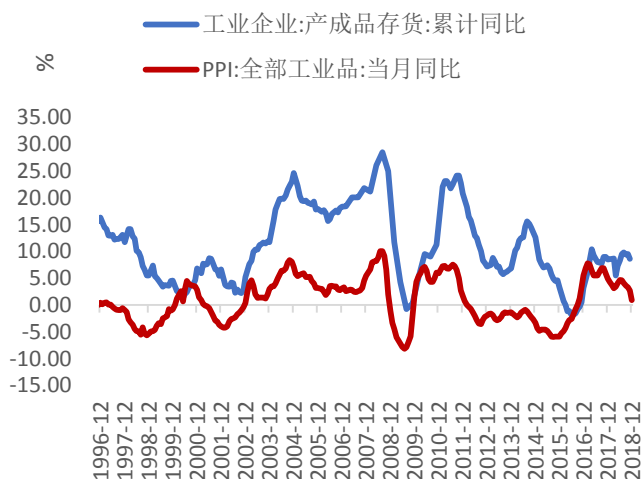
——2005年二季度，A股持续大跌，原因在于：

- 1) 上市公司利润继续大幅下降；
- 2) 对通胀反复以及宏观调控政策再度趋严的担忧（2005年3月中旬公布2月份CPI反弹到3.9%，3月份房地产调控政策加码）。
- 3) 汇率体制进一步改革和即将推行的股权分置改革带来了不确定性，推动A股进一步下跌。

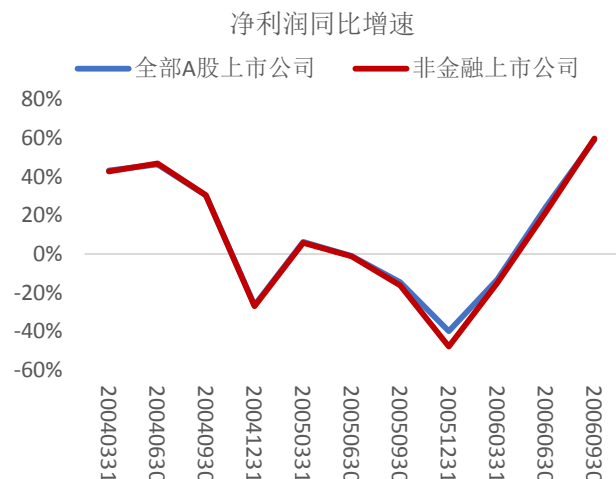
——2005年下半年，A股最终确认了牛熊转折，震荡上行，永别了“上证综指998”

- 1) 积极的股市政策的红利开始实质性激发市场活力，最突出的是股权分置改革，上市公司为了解决限售股全流通，提供了极具吸引力的对价；另外还包括新股首发询价制和首次保险金入市等有利于A股二级市场投资环境的机制创新。
- 2) 上证综指PE达到当时的历史低点，随着无风险收益率下行，股市的投资价值进一步提升。
- 3) 当库存周期见底之后，经济进入新一轮上行周期，股市也确认了牛熊转折。

图表 29: 2005 年、2012-2013 年处于库存周期下行期 图表 30: 2005 年上市公司净利润增速大幅下滑



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



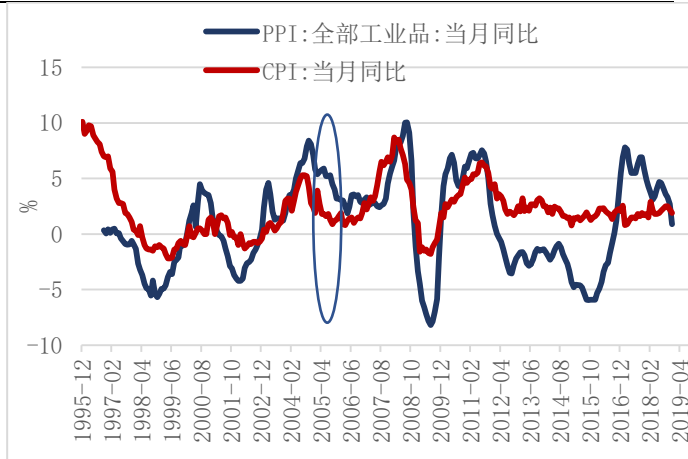
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31: 2005 年国债利率下行



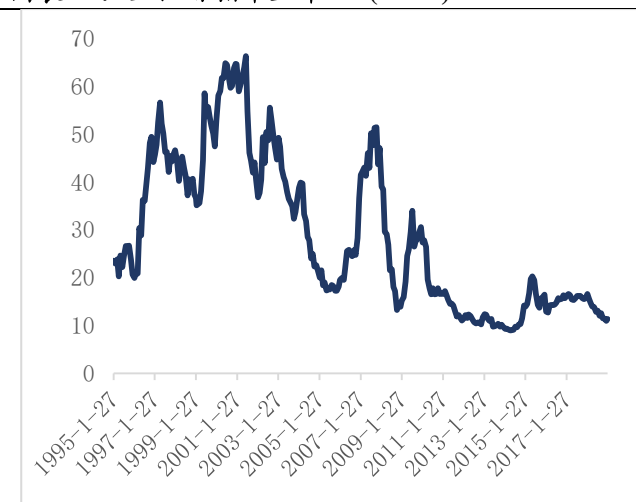
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32: 2005 年通货膨胀压力下降, 2 月数据扰动



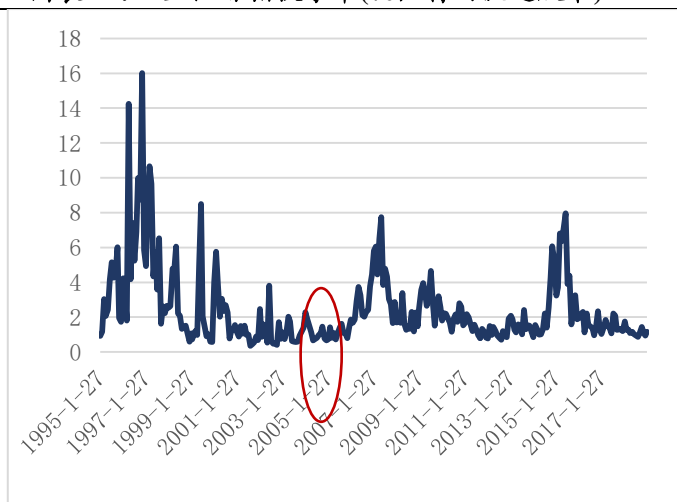
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33: 上证综指市盈率 PE(TTM)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34: 上证综指换手率(%，自由流通股本)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

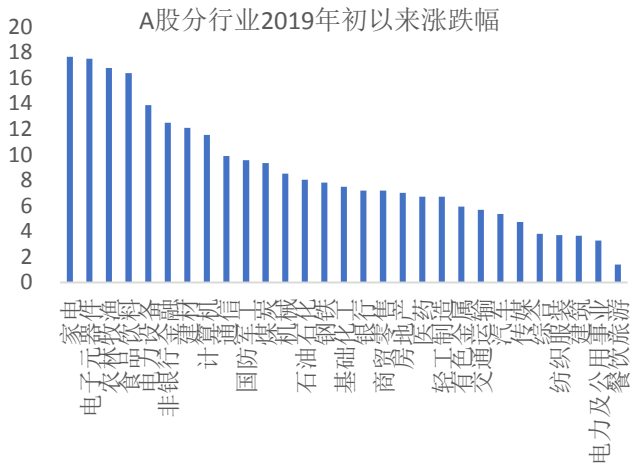
4、投资策略: 享受好春光, 百般红紫斗芳菲

4.1、行情拾级而上, 优质成长股和具有安全边际的蓝筹股都有机会

如上文所述, A 股和港股一季度反弹行情的动力依然较强, MOVE 继续改善。由于春节之后的行情走的比较急, 所以, 技术性调整、洗洗很正常, 但是, 行情至少在 3 月中旬之前拾级而上的概率大, 甚至行情的延续时间可能超预期。

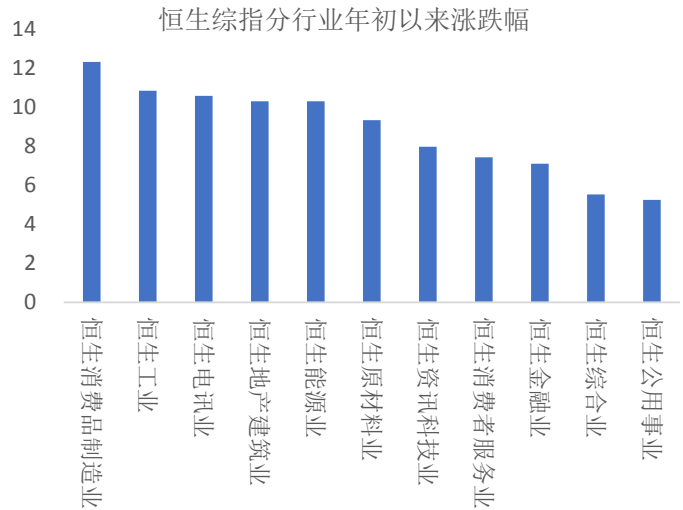
反弹行情中, 优质成长股和赢在当下的高安全边际的蓝筹都在估值提升的阶段有机会。按照反弹轮涨的特征, 年初以来涨幅较小的行业可能补涨的弹性更大一些。

图表 35: A 股分行业 2019 年初以来涨跌幅 (%)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36: 恒生综指分行业 2019 年初以来涨跌幅 (%)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、“顺水推舟”，围绕政策红利找机会

对于进取型投资者，2019 年建议布局中国股市、定投优质股票资产。

1) 建议低风险偏好的配置型的“长钱”，立足长期价值，可以精选金融、地产、消费、公用事业等领域现金流稳定、低估值、高分红收益率的“类债券”核心资产，这类资产港股市场更多。

2) 建议高风险偏好的投资者，可以围绕流动性预期改善、宏观政策加力对冲、鼓励科技创新、放松管制等细分行业景气改善的机会，精选非银、5G、新能源、新能源车、智能制造、军工、云计算、建筑等。虽然从市场风格上，可能成长股相比传统行业有相对优势，但是，不会重演 12-14 年创业板牛市“炒小炒妖炒新”的走势，更多会围绕基本面而给予成长股龙头溢价。

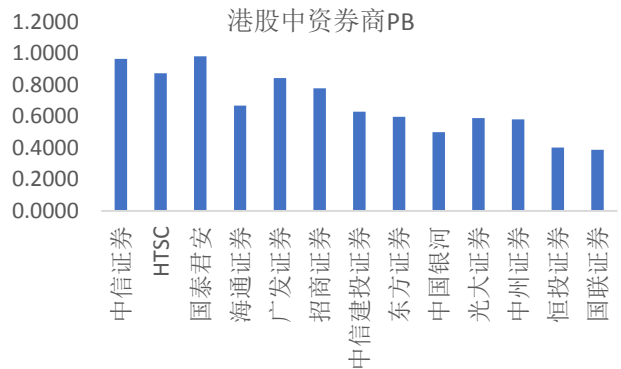
最后提醒，在 2019 年牛熊转折期，不建议随大流去追涨杀跌，而是要秉承逆转思维进行投资，在底部区域耐心等待机会，等待新牛市右侧时机的来临。

图表 37: A 股券商估值处于历史底部



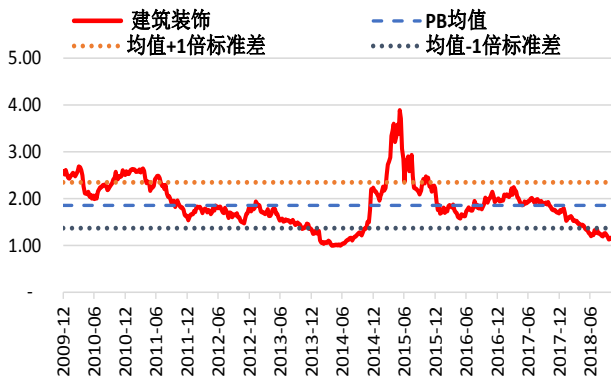
资料来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院海外地产研究员整理

图表 38: 港股中资券商 PB



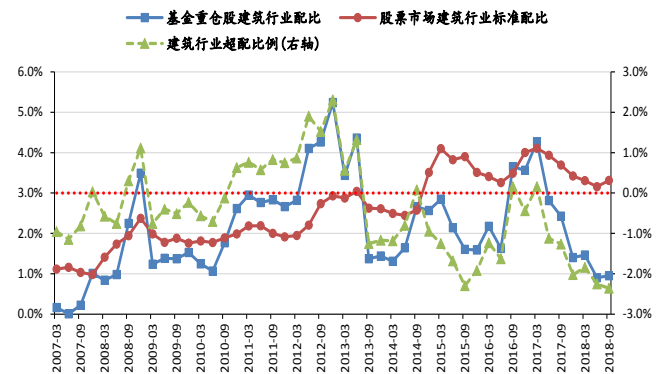
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院海外地产研究员整理

图表 39: 建筑 PB 估值跌至接近 10 年以来最低点



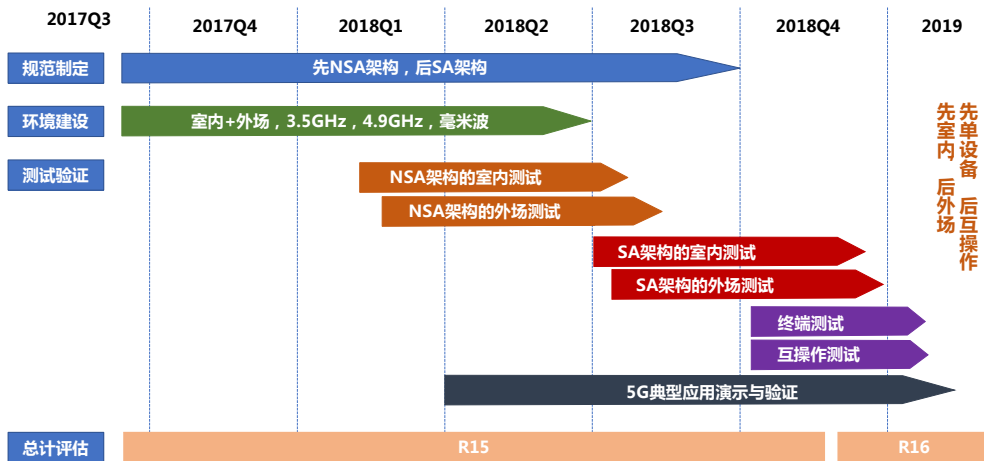
资料来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院策略团队整理

图表 40: 公募重仓股对建筑的配置比例基本为历史低点



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院策略团队整理

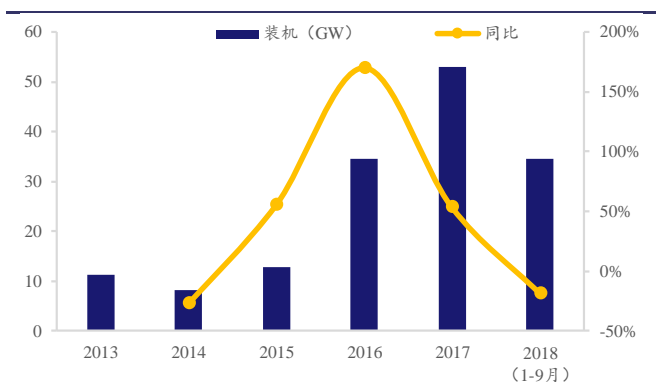
图表 41: 中国 5G 第三阶段试验主要工作和计划安排



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

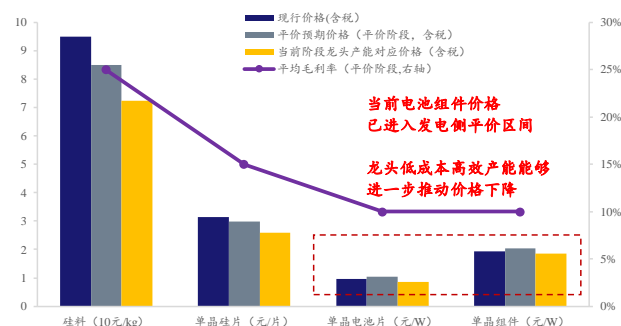
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 42: 18 年前三季度光伏装机有所下滑



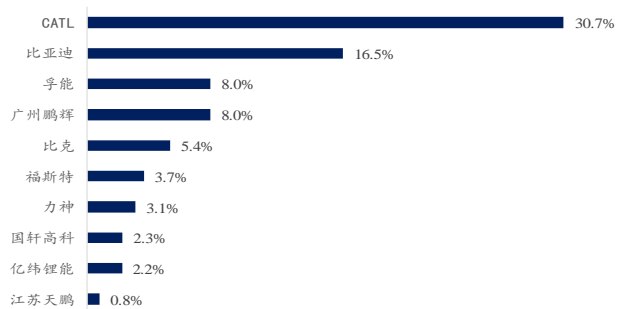
资料来源: 国家能源局、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 43: 当前阶段光伏龙头产能的高效产品已能够满足平价要求



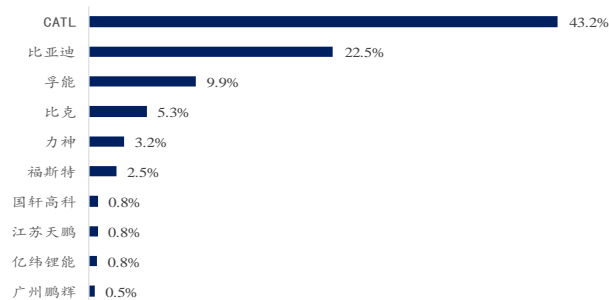
资料来源: 国家能源局、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 44: 2017 年动力电池市场格局 (NMC+LFP)



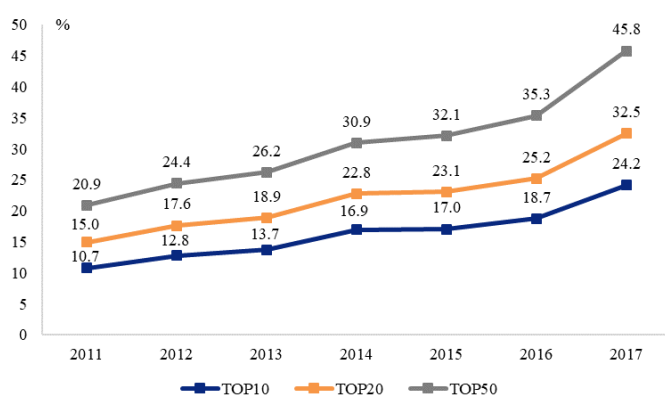
数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

图表 45: 2018 年 1-7 月动力电池市场格局(NMC+LFP)



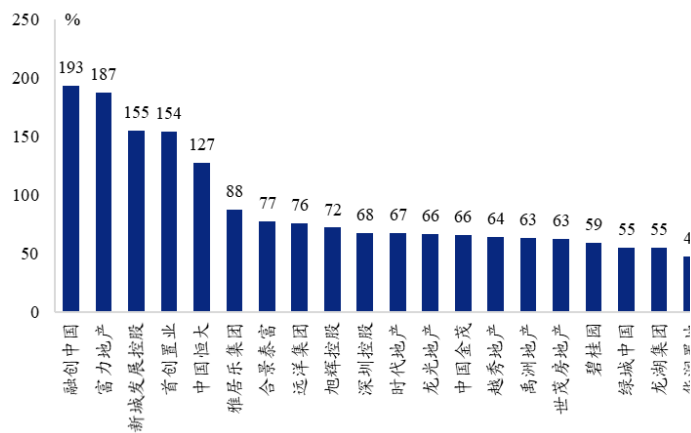
数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

图表 46: 房地产销售金额集中度



资料来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院海外地产研究员整理

图表 47: 主要上市房企 2018H1 的净负债率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院海外地产研究员整理

5、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、威志控股有限公司、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、微盟集团和日照港裕廊股份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

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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送、发布、可得到或使用此报告而使兴业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业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，兴业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业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。