

## 从山重水复到柳暗花明

### (一) 2019年经济分析

从中国经济来看，随着商业银行资本金压力在2019年3季度之后有所缓解，实体经济的需求逐步的下行，信用需求下降，2019年信用紧张程度将有所缓和，中国经济将从衰退的初期向后期转变：**产出水平下降，价格水平下降，信贷利率下降，货币市场利率稳定，汇率逐步稳定，成为经济的主要特征。**2019年下半年经济可能会重新企稳。

从美国经济来看，美国失业率达到历史新低水平，薪资增速提升，物价温和上涨。美国利率上行，但是期限溢价和风险溢价大幅度下降，甚至出现倒挂现象。美国经济实际上进入了维持繁荣的阶段，市场呈现出一定衰退预期。**2019年美国将呈现出产出高位波动，工资上行、利率上行和价格上行的特征，产出的稳定性将决定美股的表现。2019年中美经济结束分化阶段，开始重新走向相对均衡，人民币汇率贬值压力有所缓解。**

### (二) 2019年政策分析

**改革、开放和创新是2019年中国经济和资本市场主线。**首先是扩大进口。进口水平的提升有利于减缓国际贸易冲突，弥补资源禀赋的不足，提升全社会的福利水平。其次是深化改革，特别减税和国企改革，将有助于提升经济运行效率。第三，资本市场改革和开放，将中国资本市场纳入国际资本市场的定价体系，设立科创板帮助科技创新类企业融资，推进技术成果的转化。如果中国经济超预期下行，政府将采用积极的财政政策和货币政策托底经济，2019年三季度也会成为重要的变化时间窗口。

### (三) 投资策略：股票具备中长期战略配置价值

**大类资产投资策略：**由于信用压力的缓解带来的信用利率下行，2019年上半年国债相对占优，下半年信用债相对占优。**大类资产配置推荐的策略为：信用债>国债>股票>本币>大宗商品。**

**股票市场投资策略：**2019年股票市场低位波动，具备中长期战略配置价值。我们预期股票市场在三四季度将逐步走高。成长板块引领的结构性投资机会是资本市场的主线。首先，通信、电子、计算机和高端制造等行业会成为市场关注的焦点。其次，海外投资者偏好的食品饮料等会得到持续配置。第三，银行地产等广义金融板块具有高股息的特征，在信用利率下行过程中也会受益。随着经济和市场触底，券商也会慢慢凸显。最后，由于大宗商品将进入熊市，建议规避周期板块。**我们看好2019年的低位波动中的结构性行情，关注2019年三季度的变化，股票投资策略是：成长>消费>金融地产>周期。**

## 投资策略

张玉龙

zhangyulong@csc.com.cn

010-65608189

执业证书编号：S1440518070002

研究助理：罗永峰

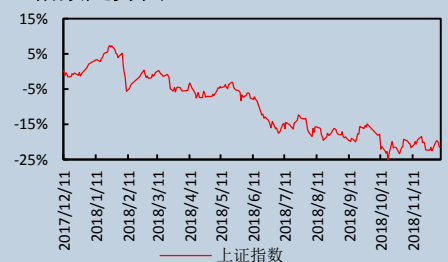
luoyongfeng@csc.com.cn

研究助理：臧赢舜

zangyingshun@csc.com.cn

发布日期：2018年12月10日

### 上证指数走势图



### 上证指数、深证成指走势图



### 主要相关研究

1. 《去杠杆中的宏观对冲投资策略》
2. 《金融去杠杆中的宏观对冲投资策略》
3. 《货币危机中的宏观对冲投资策略》
4. 《宏观对冲投资策略中的成长股》
5. 《沪伦通渐行渐近》

## 目录

一、引言：从山重水复到柳暗花明 .....	1
二、经济回落利率下行 .....	2
2.1 经济平稳回落 .....	2
2.2 信用压力缓和 .....	4
三、全球分工体系重构 .....	9
3.1 美国经济繁荣稳定 .....	9
3.2 美国利率上行趋缓 .....	10
3.3 全球分工体系重构 .....	12
四、政策分析 .....	13
4.1 从去杠杆到稳增长 .....	13
4.2 科创板：从注册制走向市场化 .....	17
4.3 沪伦通：资本开放里程碑 .....	18
五、企业盈利分析 .....	20
5.1 中国企业盈利下行 .....	20
5.2 美国企业盈利分化 .....	22
六、中美估值对比分析 .....	25
6.1 国际估值情况比较 .....	25
6.2 A 股市场估值历史低位 .....	28
6.3 美股估值历史高位 .....	30
七、投资者结构与市场风格 .....	32
7.1 投资者结构观察 .....	32
7.2 市场风格推演 .....	36
八、2019 年投资策略 .....	37
8.1 2019 年大类资产投资策略 .....	37
8.2 2019 年股票市场投资策略 .....	41

## 图目录

图 1: 2010-2018 产出水平和结构 .....	2
图 2: 2010-2018 物价水平变化 .....	2
图 3: 出口与汇率 .....	3
图 4: 就业情况 .....	4
图 5: 银行影子资产总规模及在银行创造信用货币总规模中的占比 .....	4
图 6: 商业银行统计资本充足率和去杠杆后的资本充足率 .....	5
图 7: 2018 年商业银行净利润 .....	5
图 8: 房地产开发投资和固定资产投资变化 .....	6
图 9: 工业企业利润情况 .....	6
图 10: 长端信用利率的变化 .....	7
图 11: 国债利率变化 .....	7
图 12: 利率的期限溢价与风险溢价 .....	8
图 13: 中美利差与人民币汇率 .....	8
图 14: 美国产出水平与价格水平 .....	9
图 15: 美国失业率与薪资 .....	10
图 16: 美国企业长端信用利率变化 .....	11
图 17: 美国国债利率期限结构变化 .....	11
图 18: 期限溢价与信用风险溢价观察 .....	11
图 19: 全球分工体系的重构 .....	12
图 20: 2018 年以前中国非金融部门负债总额与杠杆率变化 .....	13
图 21: 2017 年中国与世界平均杠杆率对比 .....	14
图 22: 国有企业资产负债率 .....	14
图 23: 我国多层次资本市场体系 .....	17
图 24: 板块营收增速走势比较 .....	20
图 25: 板块归母净利增速走势比较 .....	20
图 26: 板块 ROE 走势对比 .....	21
图 27: 行业营收增速比较 .....	21
图 28: 行业归母净利增速比较 .....	21
图 29: 行业 ROE 对比 .....	22
图 30: 标普 500 指数与纳斯达克 100 指数 EPS 增速分布比较 .....	22
图 31: 各板块盈利 EPS 增速分布 .....	23
图 32: 美股盈利增速与 GDP 的高度相关性 .....	24
图 33: 标普 500 指数杜邦分析 .....	24
图 34: 主要指数的估值水平 .....	25
图 35: 主要指数 PB-ROE .....	26
图 36: 行业 PE 估值比较 .....	27
图 37: 行业 PB 估值比较 .....	27
图 38: 行业 PE 估值历史百分位比较 .....	27

图 39: 行业 PB 估值历史百分位比较.....	27
图 40: 不同板块市盈率走势 .....	28
图 41: 不同板块市净率走势 .....	28
图 42: 道琼斯工业指数市盈率水平 .....	30
图 43: 纳斯达克指数市盈率走势 .....	31
图 44: 各机构投资者持有 A 股市值 (亿元) .....	32
图 45: 韩国市场外资持有股票占市值比例变化 .....	33
图 46: 台湾市场外资持有股票占市值比例变化 (亿元) .....	33
图 47: 富时罗素中国 A 股互联互通指数中, 金融与消费权重最高 .....	35
图 48: 首次纳入与扩大纳入 MSCI 中, 北上资金累计净流入金额 (单位: 亿元) .....	35
图 49: 大小盘风格指数之差 .....	36
图 50: 大小盘风格指数之差 .....	37
图 51: 石油天然气 .....	38
图 52: 螺纹钢与动力煤 .....	38
图 53: 贵金属 .....	38
图 54: 金融去杠杆带来的国债与信用债利率分化.....	39
图 55: 2018 年 HS300 指数的收盘价与估值下行 .....	40
图 56: 2018 年风格指数表现 .....	40
图 57: 2018 年中信建投市场判断 .....	41
图 58: 2018 年各行业涨跌幅 .....	42
图 59: 2018 年中信建投金股组合 .....	43

## 表目录

表 1: 2018 年中央财经委员会之前政府强调去杠杆事例 .....	15
表 2: 防风险和稳增长工作政策汇总 .....	16
表 3: “沪伦通规定”政策要点 .....	19
表 4: 东向 CDR 潜在规模测算 .....	19
表 5: 中信一级行业 P/E 及 P/B 估值情况 .....	29
表 6: 纳入富时罗素指数增量资金流入情景测算表 .....	34
表 7: 首次纳入与扩大纳入前三个月, 北上资金净流入、净流出前五行业 .....	36

## 一、引言：从山重水复到柳暗花明

2018年，实体经济去杠杆和金融体系去杠杆是主导全年最主要的工作，叠加中美贸易战的影响，中国经济是相当困难的一年。我们在2018年在《去杠杆中的宏观对冲投资策略》、《金融去杠杆中的宏观对冲投资策略》和《货币危机中的宏观对冲投资策略》等系列报告中推演发现，金融去杠杆导致商业银行体系存在资本金压力，从而产生了信用紧缩，经济呈现出下行第一个阶段的特征：产出水平下降，价格水平下降，信贷利率上升，货币市场利率下降，汇率存在着贬值压力，劳动力市场也存在一定的就业压力。在这种经济运行过程中，国债成为最占优的资产，股票、信用债、本币和大宗商品都呈现熊市。2018年市场的表现印证了我们的判断。

### （一）经济分析：2019年Q4逐步企稳

从中国经济来看，随着金融去杠杆工作的推进，商业银行增发股份补充资本，银行利润的逐步积累和转增资本，资本金压力在2019年3季度之后有所缓解。在实体经济去杠杆和中美贸易战的影响下，实体经济的需求逐步的下行，对应着信用需求下降。因此，2019年信用紧张程度的缓和，信用利率下行将成为相对于2018年最大的变化，而2019年三季度将成为变化的关键时间点：中国经济的下行将从衰退的初期转变为衰退的后期，呈现出产出水平下降，价格水平下降，信贷利率下降，货币市场利率稳定，汇率稳定，就业压力和工资压力仍然存在。经济出清之后，中国经济在2019年四季度可能会重新企稳。

从美国经济来看，2018年以来，美国产出水平持续上行，延续着2016年以来的景气。从劳动力市场来看，美国失业率达到历史新低，薪资增速进一步提升，但失业率很难继续下行。美国利率上行，但是期限溢价和风险溢价大幅度下降。这意味着美国经济进入了维持繁荣的阶段，市场呈现出一定衰退预期。在这种背景下，美股下跌。2019年美国产出高位波动，工资上行、利率上行和价格上行是主要的特征，产出的稳定性将决定美股的表现。因此，2019年中美经济结束分化阶段，开始重新走向相对均衡，人民币汇率贬值压力有所缓解。

### （二）政策分析：改革、开放与创新

中国经济将在保持平稳中转型，培育经济新增长点就成为2019年经济工作的主线。首先，扩大开放是2019年的重点工作。进口水平的提升有利于减缓国际贸易冲突，有助于弥补资源禀赋的不足，也能提升全社会的福利水平。其次，深化改革，特别减税、国企改革等将有助于提升经济运行效率。第三，资本市场改革和开放，将中国资本市场纳入国际资本市场的定价体系，科创板的设立将帮助科技创新类企业融资，推进技术成果的转化。改革、开放和创新是2019年中国经济和资本市场主线。如果2019年上半年中国经济超预期下行，政府将采用积极的财政政策和货币政策托底经济，保证经济转型的平稳有序，2019年三季度也会成为重要的变化时间窗口。

### （三）投资策略：股票市场具备中长期配置价值

**大类资产投资策略：**由于信用压力的缓解带来的信用利率下行，因此从大类资产角度来看，信用债相对于利率债将开始占优，股票市场会在低位波动，大宗商品进入熊市，汇率水平重新回到稳定。2019年上半年国债相对占优，下半年信用债相对占优。我们大类资产配置推荐的策略为：信用债>国债>股票>本币>大宗商品。

**股票市场投资策略：**2019年，股票市场低位波动，具备中长期战略配置价值。我们预期中国股市在三四季度将逐步走高，成长板块引领的结构性投资机会是资本市场的主线。首先，通信、电子、计算机和具备全球竞争能力的高端制造等行业会成为市场关注的焦点。其次，中国资本市场继续扩大开放，海外投资者偏好的食品饮料会得到持续配置。第三，银行地产等广义金融板块具有高股息的特征，在信用利率下行过程中也会得到提振。随着经济的触底和股权风险逐步远去，2019年下半年，券商的投资机会也呈现出来。最后，由于大宗商品将进入熊市，建议规避周期板块。我们看好2019年的低位波动中的结构性行情，关注2019年三季度的变化，

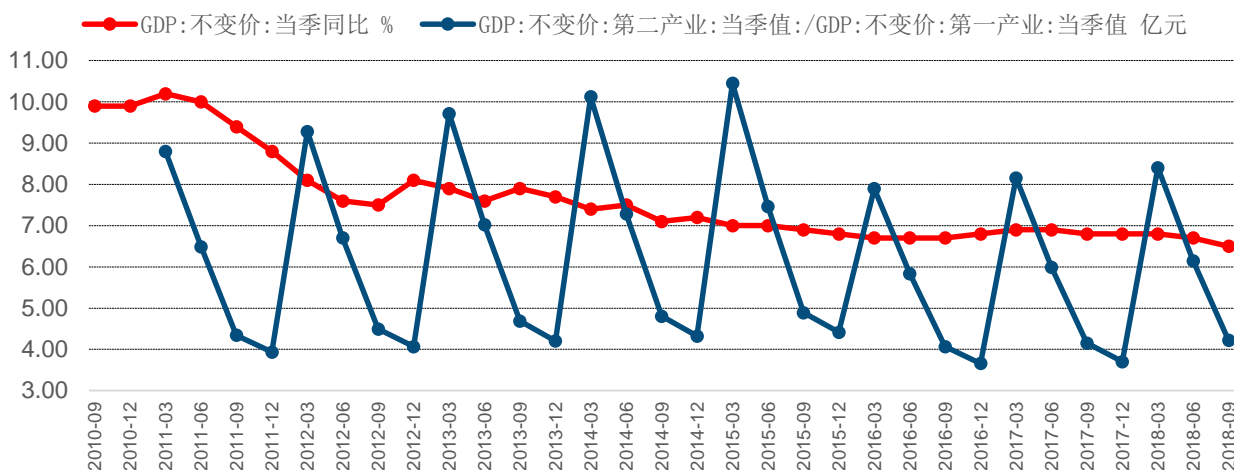
股票市场投资策略是：成长>消费>金融地产>周期。

## 二、经济回落利率下行

### 2.1 经济平稳回落

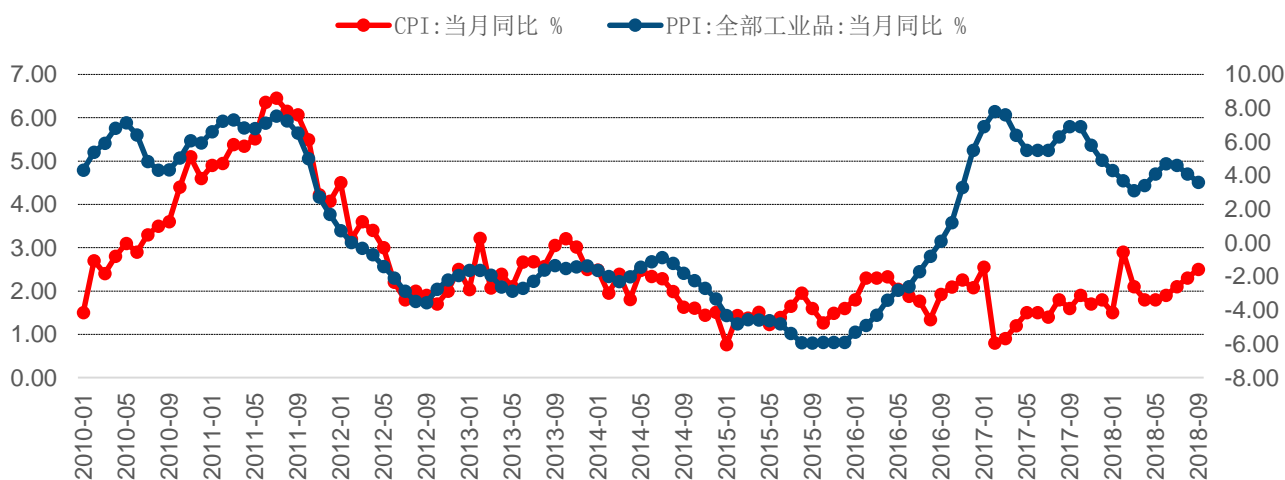
2018年，实体经济去杠杆和金融体系去杠杆是主导全年最主要的工作，叠加中美贸易战的影响，中国经济是相当困难的一年。在去杠杆和中美贸易战的情况下，实际上是会产生衰退的效果。我们在2018年初就在《去杠杆中的宏观对冲投资策略》、《金融去杠杆中的宏观对冲投资策略》和《货币危机中的宏观对冲投资策略》等系列报告中指出了关键经济变量的变化：产出水平下降，价格水平下降，信贷利率上升，货币市场利率下降，汇率存在着贬值压力，劳动力市场也存在一定的就业压力。

图 1：2010-2018 产出水平和结构



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

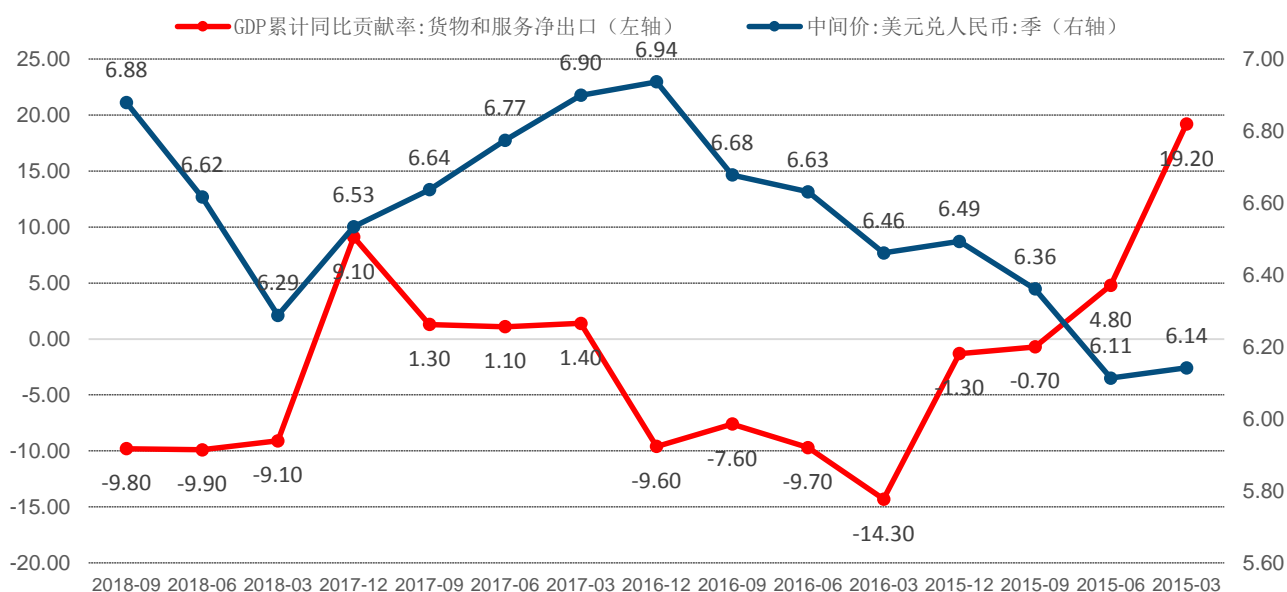
图 2：2010-2018 物价水平变化



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从 2018 年三季度开始，经济下行的压力在经济数据中已经凸显了出来。从产出水平来看，2018 年三季度 GDP 增速为 6.5%，比二季度 GDP 增速 6.7% 呈现出了明显的下跌，也低于 6.6% 的经济预期。从结构上来看，第二产业 GDP 相对于第一产业的比值在 2018 年二季度之后也呈现出周期性的下降。从价格水平来看，2018 年开始，PPI 从 8% 逐步下行至 2018 年 10 月的 3% 左右，而 CPI 稳步上行，回升到 2.5% 以上。2018 年 6 月开始，物价水平在猪肉价格和原油价格上行的推动下，CPI 重新超过了 2%。2018 年 9 月，CPI 回到了 2.5%，进入了温和的通胀过程中。但随着生产水平的回落，PPI 持续呈现出回落的态势，从 2018 年 6 月的 4.1% 进一步下行到 3.6%。无论是从产出水平还是价格水平，我们都能发现经济呈现出回落的特征，作为经济主导行业的投资活动呈现出标准的下行状态，经济呈现出平稳回落。

图 3：出口与汇率



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

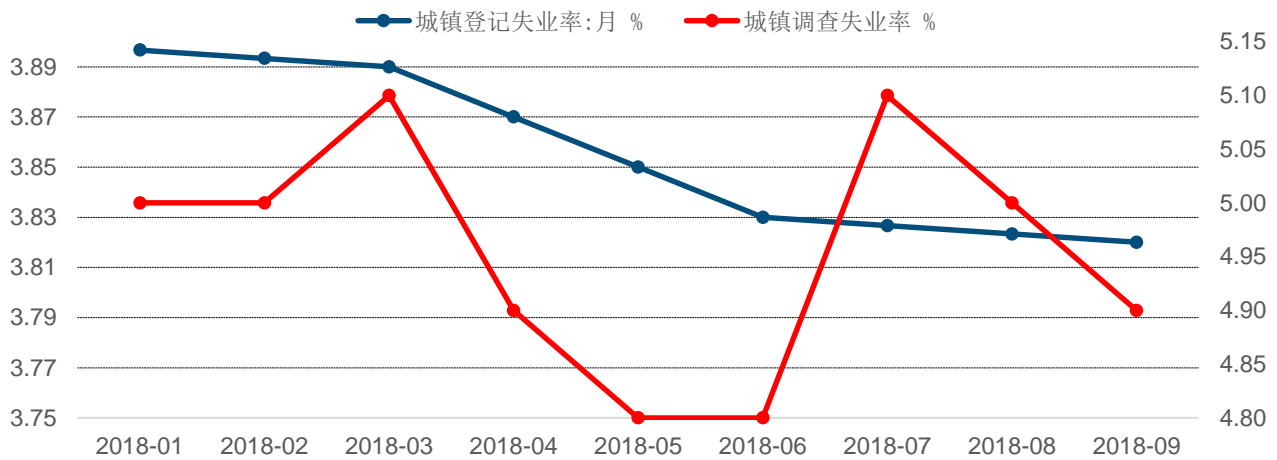
2018 年由于中美贸易战是资本市场的三大主要矛盾之一，我们进一步观察进出口与汇率之间的关系。我们选择货物与服务净出口对 GDP 的贡献率作为观察指标。选择贡献率而不是同比增速最大的好处在于能够准确的呈现经济增长过程中，成分项贡献率能够迅速的反映出实际的影响。我们发现，2018 年 1 月开始，由于中美贸易战的影响，货物和服务的净出口贡献率已经转为负值，人民币汇率从 6.29 贬值到当前 6.9 以上。

从当前的经济运行情况来看，金融和实体经济去杠杆、中美贸易战都还会持续，这将直接影响到总需求。2019 年从产品市场的情况来看，将继续延续 2018 年 3 季度开始的持续回落状态。这种回落是通过总需求下降来影响经济活动的。如果没有政府的干预，2019 年的产出水平会持续的下降。

我们进一步从劳动力市场来观察经济活动产生的影响，也可以分析政府的容忍程度。从 2018 年失业率的情况来看，城镇登记失业率为 3.82%，调查失业率为 4.9%，低于 2018 年政府工作的 5.5% 的调查失业率目标和 4.5% 的城镇登记失业率目标。中国劳动力市场水平整体仍然保持是较为稳定的。随着去杠杆和贸易战的推进，2019 年这种压力会逐步传导到劳动力市场，但我们预期仍然会保持在政府的目标范围内。



图 4：就业情况



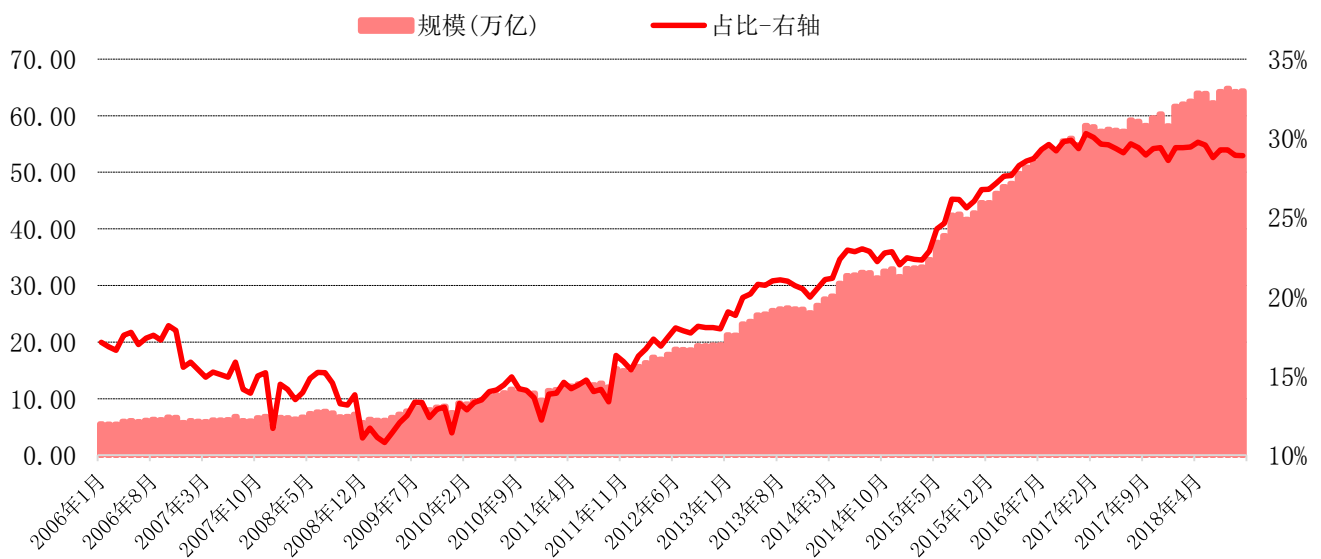
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 2.2 信用压力缓和

### 2.2.1 资本金压力缓解

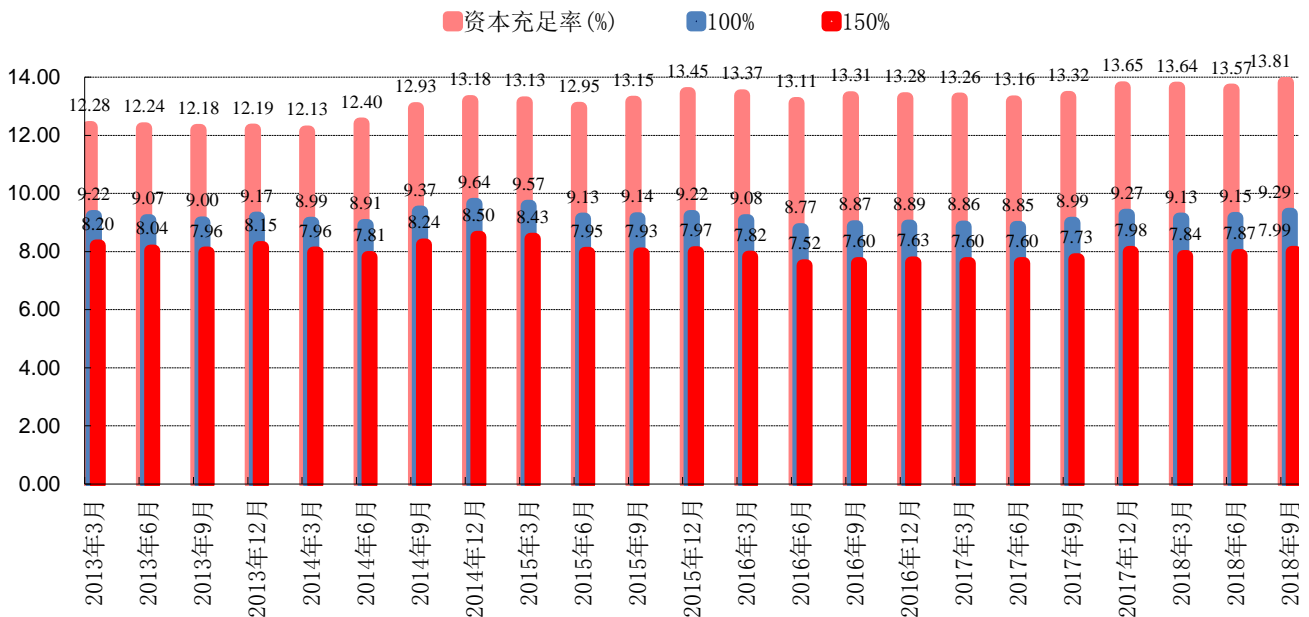
在《金融去杠杆的宏观对冲策略》中我们运用“贷款创造存款”理论，准确的定义了影子银行——绕开资本金约束的信用创造。在此基础上，我们分析了“贷款创造存款”视角下，影子银行突破了资本金对信用的约束实现了信用创造。但是银行体系缺乏资本金准备以应对可能发生的坏账风险，金融体系不稳定，因此金融去杠杆工作必须推进。这对于银行系统就会产生资本金的压力。

图 5：银行影子资产总规模及在银行创造信用货币总规模中的占比



数据来源: 孙国峰 (2015), Wind, 中信建投证券研究发展部

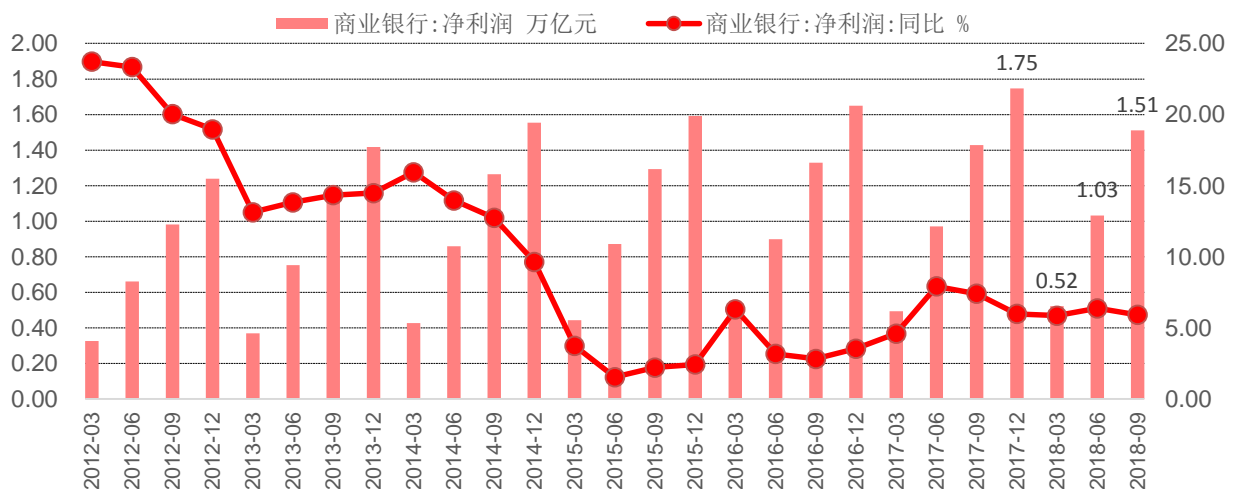
图 6：商业银行统计资本充足率和去杠杆后的资本充足率



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

我们采用孙国峰（2015）的计算方法得到 2017 年年底，中国影子银行规模达到了 59 万亿。随着经济增长也会产生一定的同业业务往来。我们选择 GDP 为参考系，以 2006-2008 年期间影子银行与 GDP 的比值 8% 作为稳定的比例，估算出来正常的产生的影子银行规模大约为 15 万亿。那么，**不合意的部分有 44 万亿的影子银行规模。2017 年全年信贷规模为 126 万亿，44 万亿的影子银行额外多出了 35% 的信用创造。如果我们对 44 万亿提出正常的资本金要求，则银行的资本充足率会从当前的 13% 下降到 9% 左右，如果考虑经济下行压力，我们进一步将风险权重上调至 150%，则商业银行资本充足率迅速逼近 8% 巴塞尔协议的红线附近。**

图 7：2018 年商业银行净利润



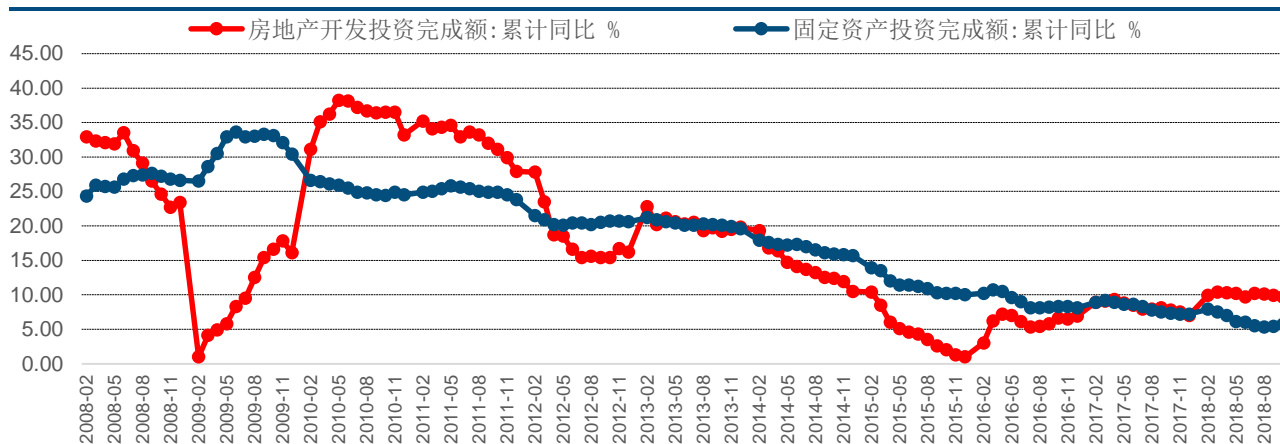
数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

商业银行体系 2 万亿的资本缺口无法通过简单的定增进行补充，只能依靠银行的利润转增资本来实现。这就变成了时间换空间的问题。我们测算发现：2017 年商业银行税后净利润约为 1.75 万亿，分红率为 30%-50%。我们预期 2018 年和 2019 年每年能够实现 2 万亿的净利润。在这种情况下，**要能够完全弥补商业银行的资本金缺口需要 1.5-2 年的时间，也就是在 2019 年 3 季度才能从根本上解决上述资本金压力。**我们检查 2018 年三季度之后商业银行利润情况，结果发现 2018 年前三季度商业银行体系一共实现盈利 1.51 万亿，符合我们预期的 2018 年 2 万亿的净利润目标。**我们可以粗略的估算出当前资本金压力缓解了约 50%。**

## 2.2.2 投资需求下降

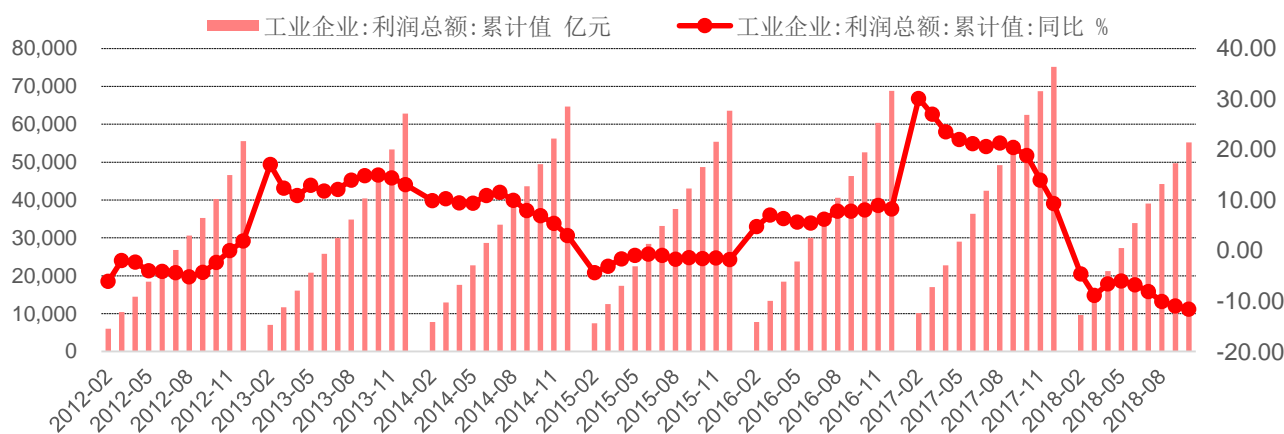
我们在 2.1 节中仔细的分析了 2018 年以来，去杠杆过程和海外贸易战过程将导致产出水平下降。为了进一步推演利率的变化方向，我们观察投资活动的变化情况，以分析资金需求端的情况。我们在《去杠杆中的宏观对冲投资策略》统计发现，中国的债务/GDP 在 2018 年初达到了 255%，在当前攀升到 290%，仅次于日本、加拿大和西班牙。债务压力直接制约投资活动。我们从房地产开发投资和固定资产投资可以发现：**2018 年之后，随着金融去杠杆导致的信贷紧张，投资活动继续下行。**

图 8：房地产开发投资和固定资产投资变化



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 9：工业企业利润情况



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

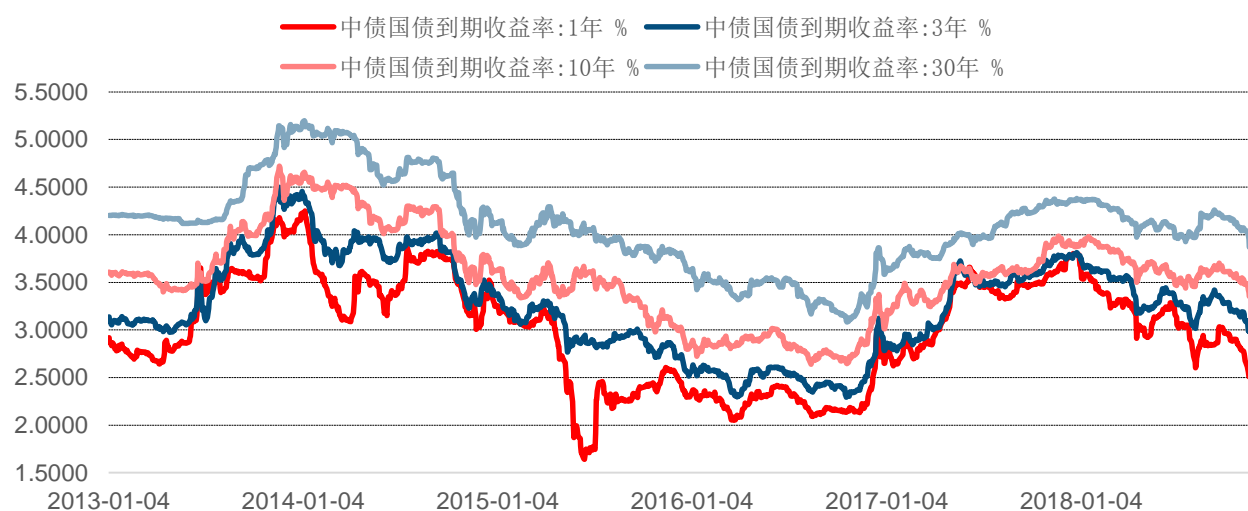
从企业盈利的角度来看，我们可以发现 2018 年以来由于总需求的下降，企业盈利出现了明显的下行过程。2018 年 10 月，工业企业利润累计同比为 13.60%，持续下行，利润总额累计值同比增速进一步下降。企业盈利的持续下行对投资需求提供一个相对暗淡的前景。

图 10：长端信用利率的变化



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 11：国债利率变化



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从利率来看，由于去杠杆过程的持续，2018 年企业债券的收益率持续保持在高位震荡，由于资本金的约束导致信用无法扩张，再加上央行不断的降低准备金率，国债到期收益率持续下降。2018 年 10 月开始，随着产出水平的下降，AA 级 7 年期信用债利率水平开始下降，从 2018 年 8-9 月的 5.84% 下降到 2018 年 10 月的 5.66%，7 年期国债利率水平从 8-9 月的 3.57% 稳定在 3.51% 之间波动。2018 年 10 月，在国庆期间中美贸易战冲突升级，央行通过降准的方式来维持金融体系的稳定，这意味着允许人民币一定程度的贬值，这也是 2018 年 10 月之后，人民币汇率贬值到 6.9 以上的重要原因。

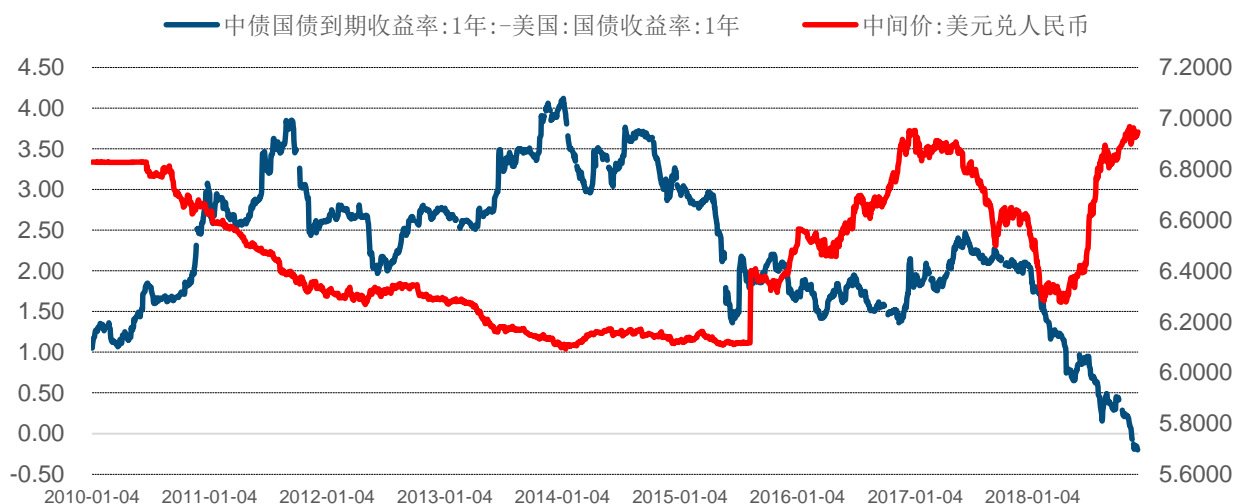
图 12：利率的期限溢价与风险溢价



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从利率的期限结构来看，由于 2018 年以来短端的利率水平下降得更快，利率期限结构溢价处于 2013 年以来相对稳定 1% 左右的上端。从利率的风险结构来看，由于资本金约束导致信用利率上行，而国债利率下行，2018 年的信用利差水平位于 2% 的位置，延续了 2017 年以来信用利差上升的过程。结合利率的变化来看，2019 年信用利率如果下行，国债利率保持稳定的话，那么信用利差和期限利差都会逐步回落。

图 13：中美利差与人民币汇率



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从人民币汇率与中美利差关系来看，2018 年 11 月底，中美利差水平已经呈现出倒挂的现象，人民币汇率贬值到 6.95 左右。我们将在 3.2 节中分析美国经济和市场的运动情况，美国会进入维持繁荣的阶段，而中国经济也将进入衰退的第二个阶段，我们预期中美利差水平将重新恢复到正常状态。因此，汇率贬值压力我们预期不会对信用利率下行构成压力了。

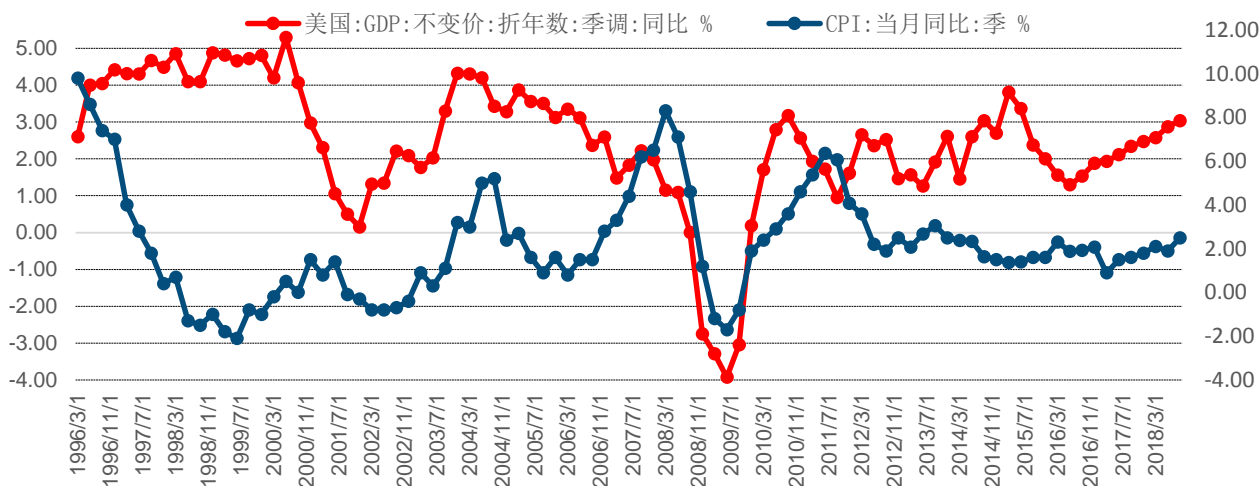
从当前中国经济情况来看，经济活动从去杠杆过程中的产出下行、利率上行状态开始转变为产出和利率都开始下行阶段。出现这种现象的主要原因如下：第一，对影子银行去杠杆的工作有序的推进，商业银行资本金在不断的补充过程中。2018年之后，经过定向增发和利润积累，商业银行2万亿资本金缺口约补齐了1万亿左右。对信用的制约起到了一定程度的缓和作用。第二，由于投资需求的下降，信用利率将逐步得到缓解。2019年信用利率将缓慢下行，国债利率长期利率将维持在当前的低位。长端信用端利率下降成为2019年全年的投资主线。

## 三、全球分工体系重构

### 3.1 美国经济繁荣稳定

2018年以来，美国产出水平持续上行，延续着2016年三月以来的景气，经济持续繁荣。从产出水平来看，2018年美国三季度GDP增速达到了3.04%，接近2010年三季度3.18%和2015年第二季度的3.81%的以来的高点。但是从价格水平来看，美国物价水平仍然维持在2.5%左右的温和通胀环境中。从劳动力市场来看，美国失业率在2018年10月继续维持在3.7%的历史最低水平，而工资同比则继续上行，2018年10月同比增速达到了3.44%，超过了2010年金融危机之后反弹的高点3.39%。

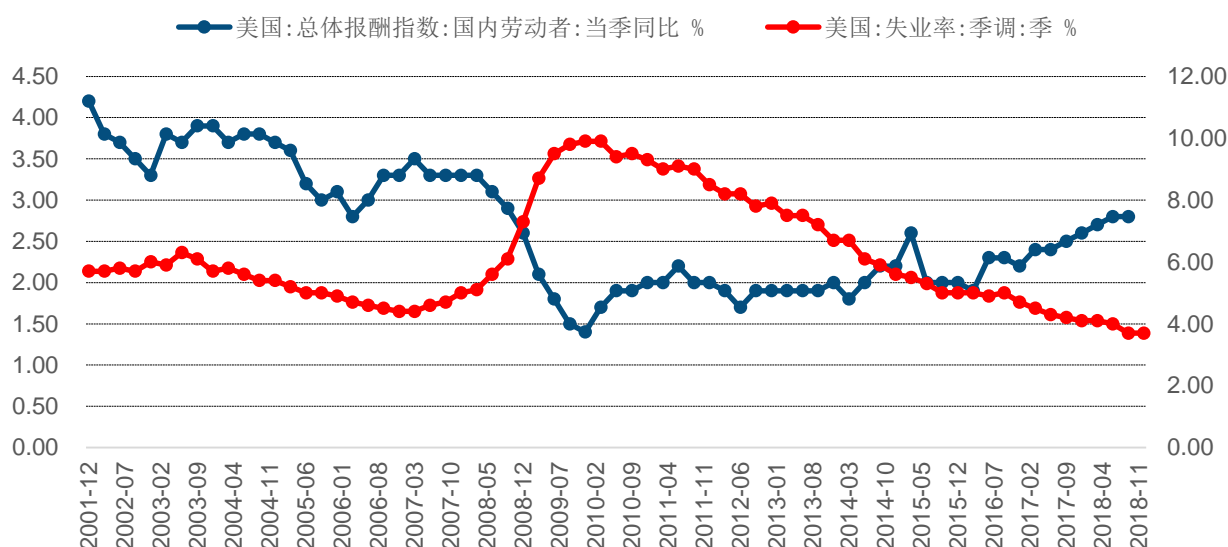
图 14：美国产出水平与价格水平



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从劳动力市场来看，美国失业率达到 62 年以来的新低水平，10 月失业率保持稳定而非进一步下降，薪资增速进一步提升，标志着美国劳动力很可能开始构成经济继续上行约束。在这种情况下，我们需要密切关注美国因为劳动力和资本成本的提升导致盈利或者盈利增速转向。

图 15: 美国失业率与薪资



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

由于市场对于美国经济衰退的担忧, 我们需要对比 2000 年美国科技股泡沫破裂、2008 年房地产泡沫破裂和当前情况:

从产品市场来看, 当前美国经济的产出回到 3% 以上, 均低于 2000 年和 2008 年泡沫破灭之前 4% 以上的经济增速。从价格水平来看, 2.5% 的温和通胀高于 2000 年左右 1% 的温和通胀, 但远低于 2008 年 6% 以上的通胀水平。从产品市场来看, 当前的风险水平高于 2000 年互联网泡沫之前, 而低于 2008 年金融危机的风险水平。

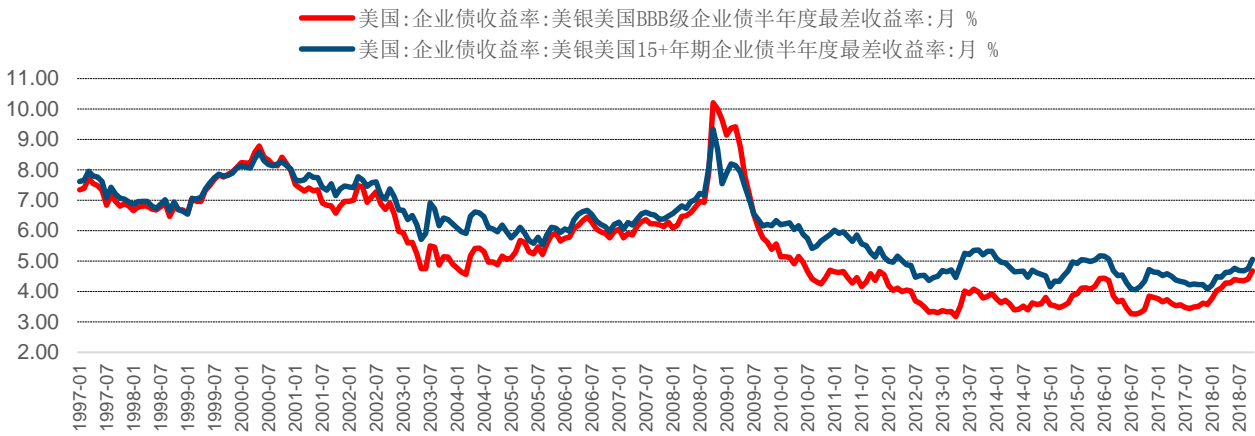
从劳动力市场来看, 失业率水平低于 2000 年和 2008 年, 薪资增速逐步接近 2000 年和 2008 年 3% 以上的水平。因此, 从劳动力市场来看, 美国经济进入了充分就业的位置, 与 2000 年和 2008 年具备可比性。

## 3.2 美国利率上行趋缓

根据我们在《金融去杠杆的宏观对冲投资策略》中采用的贷款创造存款理论, 我们从信用利率和国债利率两个层面来推演美国资本成本的变化。从信用利率来看, 15 年上半年度信用债利率达到 5.06%, BBB 级企业债券半年度利率达到 4.74%。美国长端信用债券利率水平上升较为迅速。对比当前债券收益率和 2000 年、2008 年的利率水平可以发现, 2000 年信用利率水平在 8% 以上, 2008 年的信用利率水平在 6.5% 以上。因此, 相对而言, 美国信用端利率水平仍然存在着 1%-1.5% 的距离。

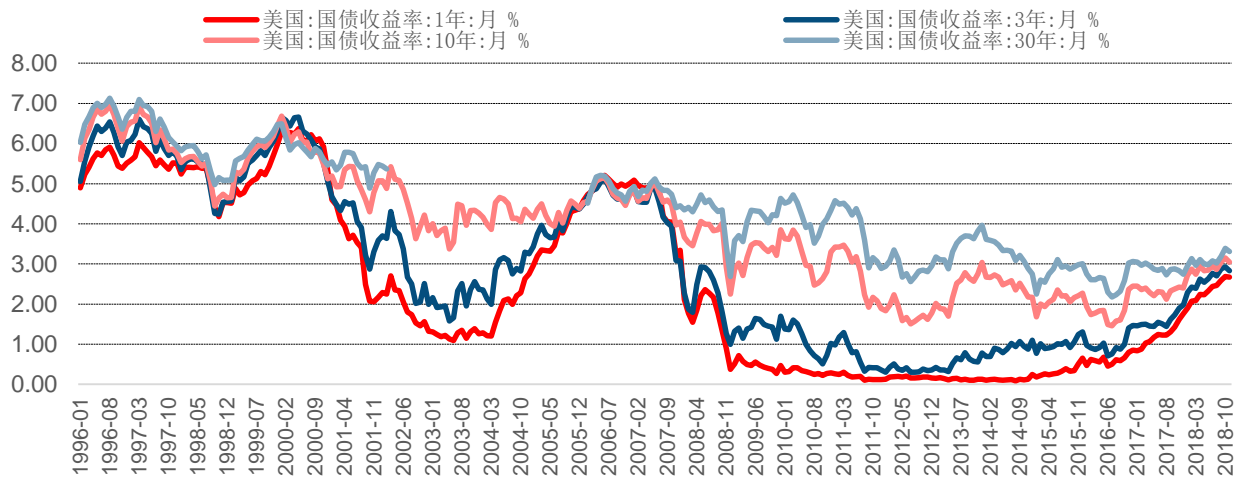
从国债利率来看, 2015 年美联储加息开始, 短期的国债利率持续上行, 长期的国债利率保持稳定。这意味着随着美国信用的扩张, 基础货币的需求开始提升, 但是供给相对稳定。因此长端利率抬升不如短端利率快。对比 2000 年和 2008 年可以发现: 2000 年国债利率水平是同步向上的, 均达到 6% 以上; 2008 年与当前过程较为相似, 是短端利率抬升较快。

图 16: 美国企业长端信用利率变化



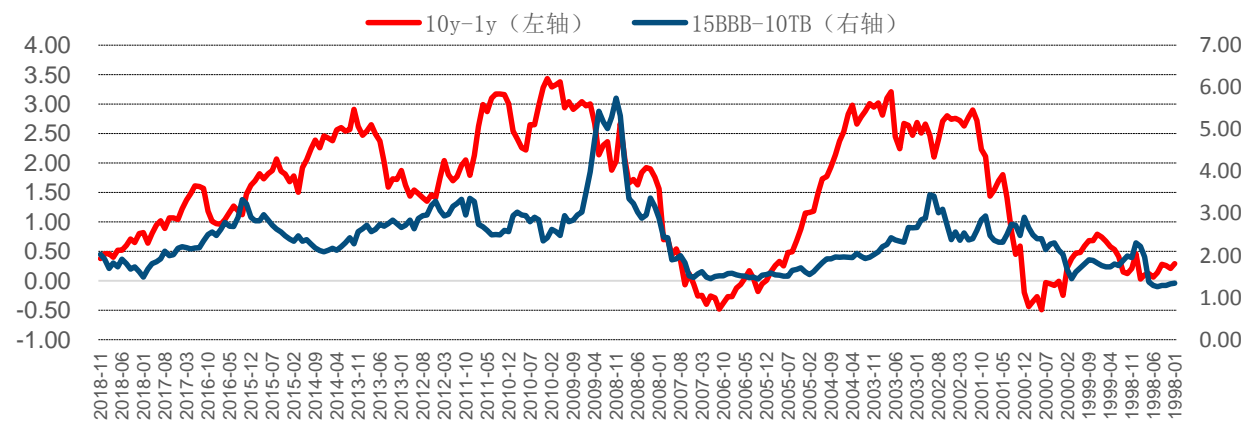
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 17: 美国国债利率期限结构变化



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 18: 期限溢价与信用风险溢价观察



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



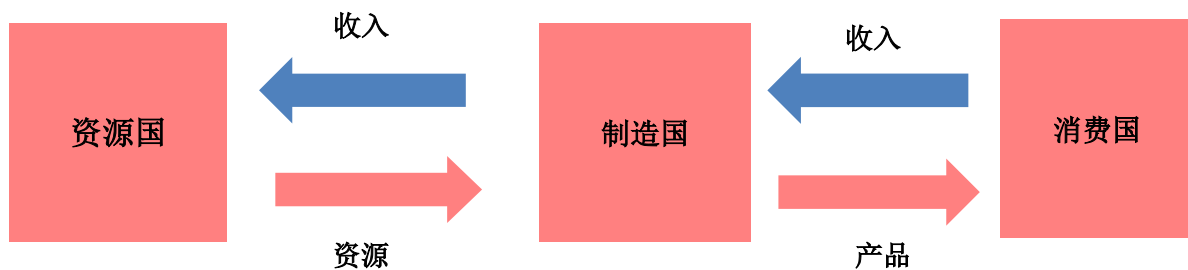
从期限溢价来看，10年期与1年期国债利率之差当前只有0.5%的水平，仍然在0之上，2000年和2008年期限溢价均出现了倒挂的情况。从风险溢价来看，15年BBB级债券与10年期国债利差水平位于1%-2%之间，2000年和2008年出现了信用风险溢价低于1%。因此，从当前的风险情况来看，美国经济进入了信用风险溢价水平最低的区间，需要密切关注流动性风险和信用风险的变化。

从美联储的工作目标来看，主要是维持物价水平稳定和充分就业，当前条件下仍然满足加息的条件。如果美联储加息，利率期限结构和风险结构平行移动，则会压低美股估值。如果期限溢价和风险溢价进一步被压缩，那么美股虽然不会崩盘，但是崩盘的风险会进一步加大，形成较好的做空机会。因此，我们认为美国经济进入繁荣状态，但是美股收益和风险之比已经进入类似2000年和2008年的高风险低收益的区间。

### 3.3 全球分工体系重构

从2000年中国加入WTO之后，世界经济实际就形成了产业链内的分工，最后形成了欧美为消费国，东亚和东南亚地区形成的制造国和非洲等其他地方形成的资源国的模式（周金涛，《全球通胀博弈演绎经济底部——基于共生模式的嬗变》）。在这种共生模式之下，中国实际上提供了劳动力要素，消费国提供了资本要素，资源国提供了生产资源。

图 19：全球分工体系的重构



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

从理论上来说，消费国提供资本，获得资本报酬；生产国提供劳动要素，获得劳动报酬；资源国提供资源，获得资源报酬，最终都能够实现均衡。但是实际运行过程中，生产国和资源国会逐步积累资本，使得原有的共生模式被打破，经过多年的发展之后，这种模式会导致两个问题：第一，中国积累大量的贸易顺差，消费国形成大量的贸易逆差，容易产生贸易冲突，特别是这种贸易顺差容易表现在中美之间。第二，由于产品的输出，中国对全球输出了商品，降低了世界的通胀压力水平，但也意味着其他国家损失了相应的就业岗位。第三，在制造国在这个过程中，能够吸收到技术，降低对消费国的资本依赖。在这种情况下，无论是消费国还是生产国，都存在这变革的需求，这就是中美贸易战产生核心原因。

从301调查报告来看，美国的指控存在6个方面：（1）中国对美国公司在中国有不公平技术转让制度迫使美国公司转让技术；（2）政策引导境外投资以获得不正当优势；（3）未经授权侵入美国商业计算机网络和网络窃取知识产权和敏感商业信息；（4）网络安全法的制定迫使技术转让；（5）知识产权保护不足；（6）人才招聘吸引管理人才携带技术跳槽。

美国对中国的诉求主要是扩大中国市场开放，双方对等公平贸易，保护知识产权，实际上是对中国提出了

一个更加开放的要求，双方的筹码主要是互相增加关税，然后通过谈判来推进协议的达成。我们预期中美之间达成协议是一个漫长的过程，并不会达成阶段性协议而结束，全球分工体系将重构。这个过程中，中国将逐步扩大开放，特别是扩大进口和资本账户开放，这对中国的福利水平和消费能力将产生深远的影响。

## 四、政策分析

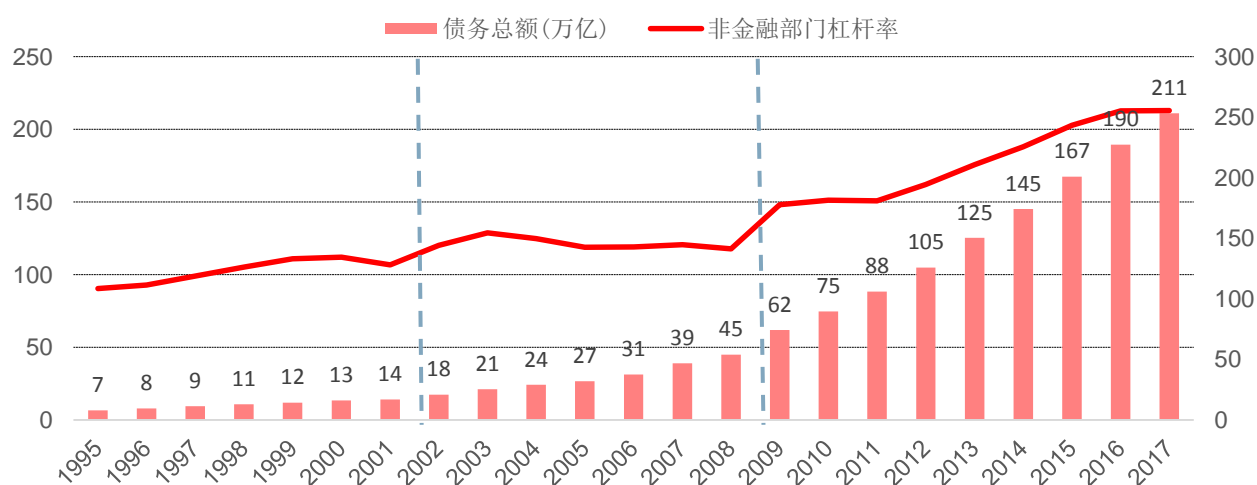
### 4.1 从去杠杆到稳增长

#### 4.1.1 去杠杆的工作部署

2018 年中国经济大致可以分为两个阶段，即以去杠杆为核心的前三季度和注重稳增长的第四季度。不同阶段的中心任务反映出中国经济在不同时点对于相关政策的诉求。去杠杆是因为中国社会整体杠杆率高企，实体经济负债过重，金融体系特别是核心的银行体系受影子银行无序扩张的影响，资本金短缺，债务风险大。为避免债务危机的集中爆发，中央决心坚定不移地去杠杆、防风险。

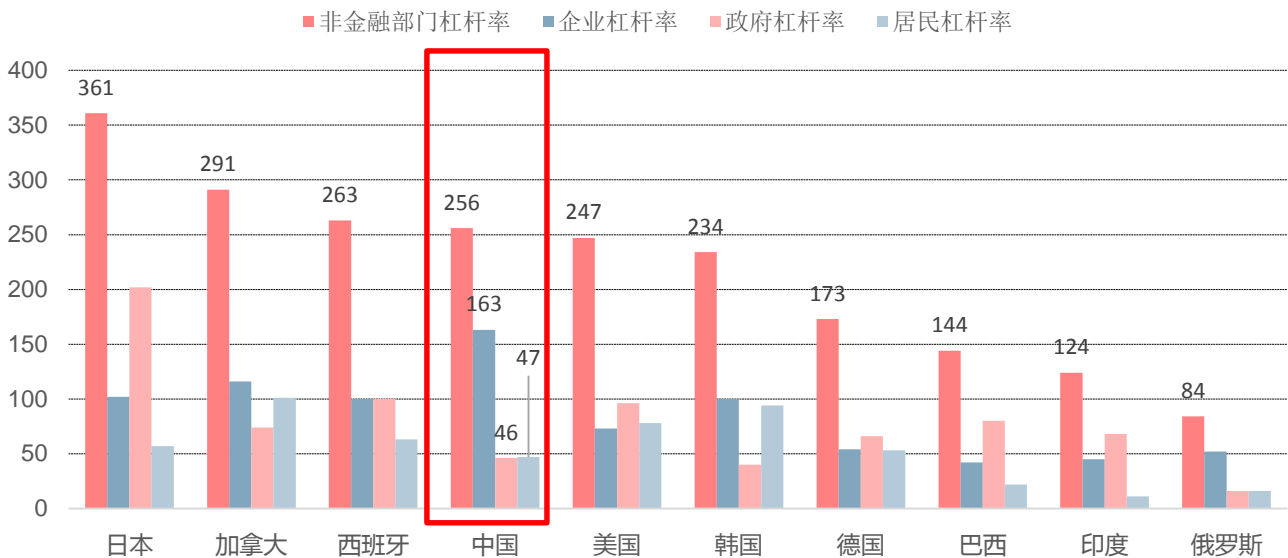
我们认为 2008 以后中国开启了第三债务阶段，这个阶段最明显的表现就是杠杆率的快速飙升。全社会的杠杆率从 120% 迅速攀升到 250% 以上，而 21 世纪以来，该项数值一直仅在 100%-150% 之间波动。对标国际，无论是与美国、日本、德国、加拿大等发达经济体、韩国、西班牙等中等发达国家，还是与巴西、俄罗斯、印度这样的发展中国家、金砖国家对比，中国的杠杆率在绝对值上都处于世界的高水平。2017 年中国非金融部门杠杆率为 256%，仅次于日本、加拿大和西班牙这三个高福利国家，高于美国 247%，更远高于德国的 173%。从金砖国家的维度来看，中国的杠杆率也远高于巴西的 114%、印度的 124% 和俄罗斯的 84%。而中国的企业部门的杠杆率达到 163%，是全球最高水平。远高于第二名加拿大的 116%，高于日本的 100% 和美国的 73%。这也是构成中国高杠杆的核心原因。此外，中国居民部门杠杆率为 47%，政府部门杠杆率为 46%（但地方政府的隐性负债严重），与世界其他国家相当。综合来看，中国社会杠杆率偏高，去杠杆迫在眉睫，企业部门杠杆率高企，是中国去杠杆的重要部门。

图 20：2018 年以前中国非金融部门负债总额与杠杆率变化



注：根据 BIS 的定义，杠杆率=负债/GDP。数据来源：BIS，中信建投证券研究发展部

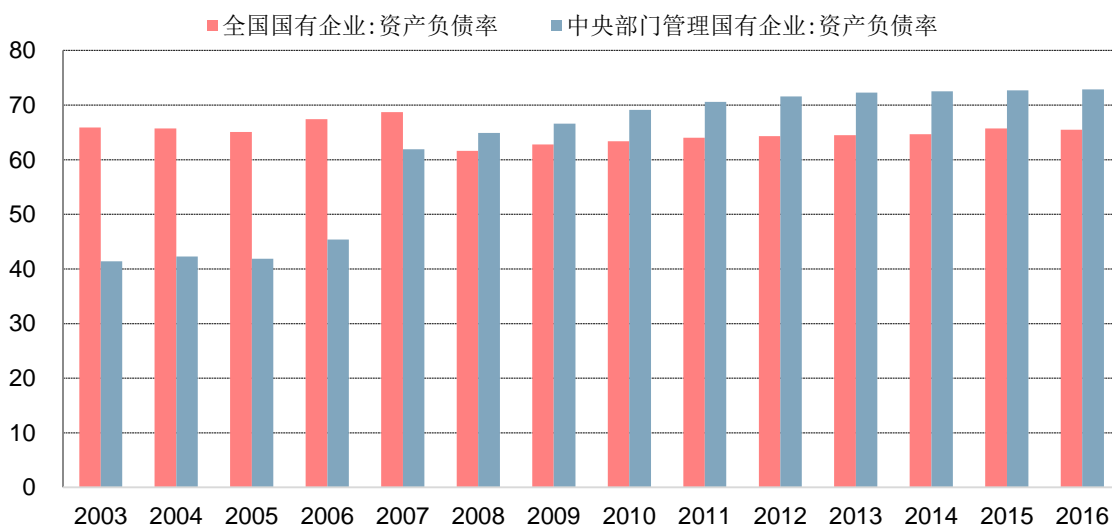
图 21：2017 年中国与世界平均杠杆率对比



注：根据 BIS 的定义，杠杆率=负债/GDP。数据来源：BIS，中信建投证券研究发展部

在企业部门内部，国企的负债问题又是最为严重的。国企抵押品充足，背后又有政府的隐性担保，在金融危机后政府通过加杠杆刺激经济中得到了信贷机构的青睐，导致过多的信贷资源流入国企。金融危机不但没有暴力地降低企业的杠杆率，反而在政府救市的举措下，不断累积债务，杠杆率不断升高。由于国企的特殊属性，即使经营不善也能够在相关机构的协调下继续经营，预算的软约束叠加杠杆的无效扩张，使得债务风险更加严重。而国有企业债务很多是地方政府在 GDP 竞赛的背景下的隐性负债，在事权与财权不对称的条件下，地方政府不断通过从各类融资平台、PPP、产业基金等渠道获得资金上马项目。

图 22：国有企业资产负债率



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

4月2日，中央财经委员会第一次会议提出：**要以结构性去杠杆为基本思想，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。**这是继2018年1月国资委明确提出表态**央企将在2018-2020年间将资产负债率下降2个百分点**之后，中央再一次明确提出降杠杆问题。而在此之前，国家各主要部门的领导均在不同场合不断提出去杠杆。

**表 1：2018 年中央财经委员会之前政府强调去杠杆事例**

时间	发言主体	发言场所	具体内容
2018.01	上交所、深交所 中国结算	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》	<b>明确 60%质押率红线。</b> 其中明确股票质押率上限不得超过 60%，单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%，单只 A 股股票市场整体质押比例不超过 50%。
2018.01	中财办主任刘鹤	达沃斯世界经济论坛	针对影子银行、地方政府隐性债务等问题提出解决方案，并争取再 2020 年之前 <b>使宏观杠杆率得到有效控制</b>
2018.02	央行	货币政策执行报告	提出 <b>着重把握好稳增长、去杠杆和防风险之间的平衡。</b> 掌控好流动性尺度，着力去杠杆和防范系统性风险。同时要求金融部门去杠杆过程中将同业存单、绿色金融纳入 MPA 考核。
2018.03	中财办副主任杨伟民	接受公开采访	去杠杆最重要的任务是 <b>降低企业杠杆</b> ，同时居民杠杆不再显著增加
2018.03	国务院总理李克强	政府工作报告	政府积极稳妥去杠杆，同时控制债务规模，增加股权融资。 <b>目标使工业企业资产负债率下降，宏观杠杆率收窄，总体趋于稳定</b>
2018.03	社保基金理事长楼继伟	全国政协会议	去杠杆、降低金融风险已经是当前的迫切任务
2018.03	中国人民银行行长周小川	十三届全国人大会议	央行压缩影子银行业务，进行业务表外转表内，当前经济已经进入了稳杠杆和去杠杆的阶段
2018.03	中国银监会主席郭树清	新闻发布会	银行是防范金融风险的主战场，当前的主要任务是把杠杆率稳定下来，并尽可能降低。 <b>企业、政府的杠杆率要降低，同时居民的杠杆率也要降低。</b>
2018.04	中央财经委员会报告	中央财经委员会会议	<b>强调当前应当注意国有企业降杠杆</b>

资料来源：公开资料，中信建投研究发展部整理

#### 4.1.2 稳增长

4月27日，中国人民银行会同银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管新规出台。7月20日，作为资管新规补充文件的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》由央行发布。9月28日《商业银行理财业务监督管理办法》由银保监会正式对外公布。这是自《资管新规》颁布以来的另外两个重要的文件。而12月2日，银保监会正式发布《商业银行理财子公司管理办法》，在此之前各主要银行均已成立了各自的理财子公司。

在政府坚定不移的去杠杆的决心下，去杠杆行动收到了成效，银行理财的规模下降，通道业务被禁止，非金融杠杆率得到控制，企业资产负债率下降。但是杠杆的控制同时也给经济的运行带来更大的压力。三季度中国 GDP 增长 6.5%，不及预期，不仅低于一季度 6.8%，二季度 6.7%的水平，而且是继 2009 年一季度 6.4%的增速以来近 10 年的最低增速；11 月制造业 PMI 较上月下降 0.2 个百分点至 50%，勉强落在枯荣分界线上，创下 2016

年以来最低值。

鉴于此，中央把政策的中心从去杠杆转向了稳增长。在 10 月的中央政治局的会议上明确指出面对经济下行压力加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行，为稳增长定调。同时，中央还提出要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。同时，国务院配套出台《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出基建托底，通过财政政策来补短板。

**表 2：防风险和稳增长工作政策汇总**

时间	文件/事件	内容
2018.11.17	《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》	1、交易对方和交易标的核心要素披露，不再要求交易对方业务、主要财务指标、下属企业名目披露；对海外并购、招拍挂允许简化或暂缓披露。2、发股、优先股、定向可转债、定向权证购买资产的，应披露定价、依据调整方案。3、增加中介机构核查要求的披露弹性。
2018.11.1	试点定向可转债并购，支持上市公司发展。	合企业具体情况，积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强
2018.10.22	《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》	针对参与上市公司并购重组交易的私募基金和资产管理计划的新增产品以及老产品变更投资范围的，材料齐备后 2 个工作日内完成相关工作。
2018.10.20	IPO 被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题政策答记者问	IPO 被否企业借壳上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。
2018.10.19	《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》	明确新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型，包括高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、电力装备、新一代信息技术、新材料、环保、新能源、生物产以及党中央、国务院要求的其他亟需加快整合、转型升级的产业。
2018.10.12	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018 年修订）》	放开配套资金用途，可用于补流或偿债，不超过交易作价的 25%，或配套募集资金总额的 50%。
2018.10.8	并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答	上市公司发行股份购买资产，不构成重大资产重组，且满足下列情形之一的，即可适用“小额快速”审核，证监会受理后直接交并购重组委审议：1、最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元。2、最近 12 个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%且最近 12 个月内累计交易金额不超过 10 亿元。有下列情形之一的，不适用“小额快速”审核：1、募集配套资金用于支付本次交易现金对价的，或募集配套资金金额超过 5000 万元的。2、按照“分道制”分类结果属于审慎审核类别的。

资料来源：公开资料，中信建投研究发展部整理

财政发力的另一个稳增长的着力点在减税。4 月 25 日的国务院常务会议主要针对小微企业征税。国常会决定：自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，将小微企业应纳税上限提高到 100 万元。除此之外，相关的抵扣工作也展开。而 9 月 6 日国务院常务会议的内容主要是针对个人所得税减税，另外明确了社保缴费的规则。

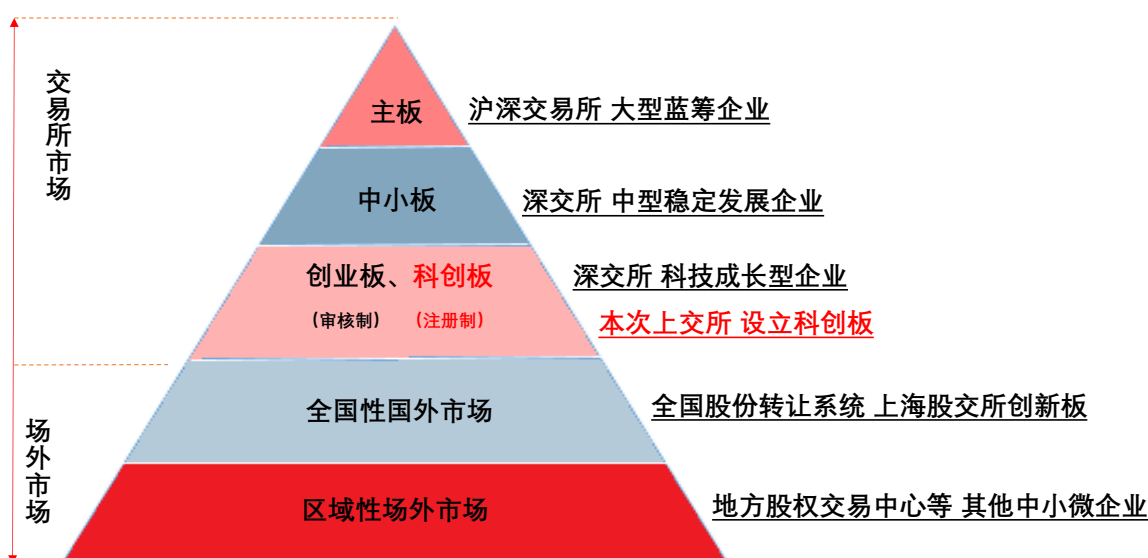
国常会决定：10月1日起如期将个税基本减除费用标准由3500元提高到5000元并适用新税率表。明确子女教育、继续教育、大病医疗、普通住房贷款利息、住房租金、赡养老人支出6项个人所得税专项附加扣除的具体范围和标准，确保个税扣除后的应纳税收入起点明显高于5000元。此外国家还在研究适当降低社保费率，确保总体不增加企业负担。而减税降费的目的就在于降低国内的生产成本，提高产品的核心竞争力，同时增加居民可支配收入，扩大内需，刺激经济。

**稳增长的一项政策是中方与美方在贸易战问题上的缓和与处理。**中美贸易战自2018年3月特朗普总统签署备忘录，宣布计划对600亿美元的中国进口商品加征关税开始，逐步升级至双方定额、实质性关税报复。中国的关税加征范围基本涵盖了2017年美国向中国出口的全部商品范围，而美国对中国加征关税的规模也达到了2500亿美元，涵盖了去年中国对美国出口总额的一半。而近来中美在贸易站上的态度出现明显缓和，尤其是12月2日，在G20峰会上，习近平主席和特朗普总统会晤，中美达成阶段性缓和协议。中国将同意从美国进口农业，能源，工业和其他产品，以缩小两国贸易逆差。而美国同意自2019年1月1日维持对价值2000亿美元的中国产品保持10%的关税90天，而非原定的25%。中美双方还将就技术转让、知识产权保护、非关税壁垒，网络入侵和网络盗窃、服务和农业等方面的结构变革进行谈判。在经济下行的背景下，与美方重回谈判桌，缓和贸易战将在一定程度上保护中国的出口，维护依赖相关技术的公司的正常运转，为中国经济的稳定增长创造适合的外部环境。

## 4.2 科创板：从注册制走向市场化

2018年11月5日，习近平主席在上海中国进口博览会开幕式上宣布，上海将设立科创板并实行注册制，支持上海国际金融中心建设和上海科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。科创板承担着注册制试点、科技创新和资本市场对外开放的重要职能，是中国资本市场的重要里程碑。11月14日，上交所发行上市部总经理魏刚表示，上交所目前正积极推进科创板，方案设计会把风险控制作为重要内容考虑，争取在明年上半年见到成效。此前提出“战略新兴板”同样是以注册制为前提进行设计，我们认为科创板可能与“战略新兴板”服务定位和产业领域相近，可以看作“战略新兴板”的升级。由于科创板细则尚未正式出台，我们以“战略新兴板”为蓝本，力图把握科创板的细则设计思路。

图 23：我国多层次资本市场体系



数据来源：中信建投证券研究发展部

根据我们在深度报告《科创板的猜想》的分析，我们推断科创板的特点有：（1）试行注册制；（2）科创板自身具备分层机制，至少包含股票交易层和 CDR 交易层，接受 VIE 架构和同股不同权；（3）上市要求相对于主板更低，更具有弹性；（4）信息披露和监管机制更加严格；（5）投资者保护程度更高，机构投资者和外资都能参与，个人投资者需要符合一定条件。

科创板对主板的影响可以从创业板推出过程进行推演。2009 年创业板推出后，创业板上市的企业数量在 2010-2012 与 2015-2017 迎来高速增长期，创业板 2010 年创业板上市 117 家、2011 年上市 128 家、2012 年上市 74 家，成交额占全市场的比例分别为 5%、9%、10%与 21%。创业板发展对主板和中小板直接形成了竞争，分流主板上市资源以及资金量。到 2018 年 11 月 15 日，创业板、中小板与上证主板对应上市公司家数分别为 733 家、917 家与 1,918 家，而前两个板上市公司家数基本与上证主板上市公司家数持平；成交额占比则为 21%、29%与 50%，前两个板与主板成交额也平分秋色。我们预计，由于科创板实行注册制，并且海外投资者直接参与，A 股的估值水平将进一步同国际市场接轨，这对估值有一定的压制作用。

科创板的推出将支持中国科技创新类企业的发展，有利于在经济转型期培育新动能。科创板直接对创业板和新三板市场构成竞争，注册制的优势使得科创板更具有吸引力。注册制的推进意味着原有壳资源、借壳上市等垃圾股的炒作时代结束，具备真正的盈利能力和成长能力的创新型企业将持续获得成长溢价，提升市场的有效性，促进价值投资。那么，在创新板块内，价值投资的方法将进一步有效，估值水平和盈利增速匹配（PE-G、PB-ROE）的创新性板块将持续占优。由于科创板的推出，创业投资公司、证券公司和受到国家产业扶持的科创型企业产生边际利好。人工智能、芯片、创新药、5G 等新兴产业将以主题投资的方式成为 2019 年的投资机会。

### 4.3 沪伦通：资本开放里程碑

2018 年 8 月 31 日，证监会起草了《上海证券交易所和伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》（以下简称“沪伦通规定”），并就沪伦通规定公开征求意见。沪伦通规则共 30 条，就上交所与伦交所市场互联互通存托凭证业务中的发行、交易、跨境转换和信息披露等行为提供依据。

沪伦通最重要的三点是：**（1）在上交所挂牌 CDR 发行要求为市值不低于 200 亿人民币，在伦交所上市满 3 年且主板高级上市满 1 年，发行数量不少于 5000 万份且对应基础股票市值不少于人民币 5 亿元；（2）西向 GDR 和东向 CDR 均可进行跨境转换，但东向 CDR 要求以存量股票为基础证券发行；（3）东向 CDR 无需提交发审委，跨境机构持有的 CDR 达到规定数量后方可申请上市交易。**

我们认为，英方可能试点的企业将主要以具有代表性的富时 100 指数成分公司为主，建议关注行业龙头，包括荷兰壳牌（能源）、汇丰控股（银行）、英美烟草（烟草）、帝亚吉欧（日用）、阿斯利康（制药）、联合利华（日用）等。

2018 年 12 月 4 日，上交所公告华泰证券在伦交所发行 GDR 获证监会批复，同时对中国国际金融（英国）有限公司（China International Capital Corporation (UK) Limited）予以沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构备案。据新闻报道，沪伦通将在近期揭牌，届时公布入选中、英企业名单，预计分别在 10 家左右。当前沪伦通已进入启动阶段，预计能在年底前正式发出。

富时 100 成分股市值总额为 18.2 万亿人民币，假设前 40 大成分股发行占比为 4%，其他成分股发行占比为 6%，则富时 100 指数成分股在上交所发行 GDR 规模约为 7,617 亿元。以上测算均为静态测算，即不考虑股票价格及汇率因素的变化。

**表 3：“沪伦通规定”政策要点**

项目	在伦交所挂牌的 GDR	在上交所挂牌的 CDR
有资格参与的公司	市值至少为 200 亿人民币、已在上交所上市的 A 股公司（征询阶段）	市值：不低于人民币 200 亿元 发行年限要求：在伦交所上市满 3 年且主板高级上市满 1 年 发行规模要求：数量不少于 5000 万份且对应基础股票市值不少于人民币 5 亿元 根据门槛要求，较大可能来自富时 100（FTSE100）优质成分股
基础股份来源	新增股票和存量股票皆可	存量股票为基础证券发行
跨境转换机制	可以跨境转换	可以跨境转换
跨境转换兑回限制	境内上市公司在境外首次公开发行的 GDR 自上市之日起 120 日内不得转换为境内基础股票	由符合要求的境内证券公司作为跨境转换机构向存托人申请生成和兑回
定价机制	新增股票为基础发行 GDR：原则上应不得低于定价基准日前 20 个交易日基础股票收盘价均价的 90%	跨境转换机构再境外市场买入股票，转换成 CDR

数据来源：上交所、伦交所，中信建投研究发展部整理

**表 4：东向 CDR 潜在规模测算**

富时 100 成分股 GDR 发行	上市基础股票市值 (亿人民币)	DR 占基础股票比例	阶段新增融资额 (亿人民币)
市值前 10 公司	82,303	4%	3,292
市值 11-40 公司	64,401	4%	2,576
市值 41-100 公司	34,980	5%	1,749
合计	181,684		7,617

数据来源：Wind，中信建投研究发展部



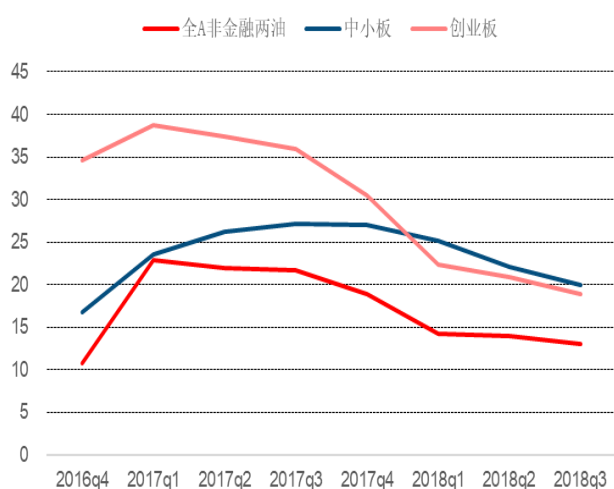
## 五、企业盈利分析

### 5.1 中国企业盈利下行

企业盈利水平和宏观经济运行高度相关。2018年，中国经济在金融去杠杆过程中逐步下行，企业盈利也逐步下降。A股业绩显示出与宏观经济的高相关性。2018年3季度GDP增速不断下滑，特别是Q3的GDP增速6.5%，不及预期，为2009年Q1以来中国经济的最低增速；而在微观层面，全A净利增速全面放缓，中小创承压大于主板，营收、净利增速以及ROE等核心指标下降幅度较大。

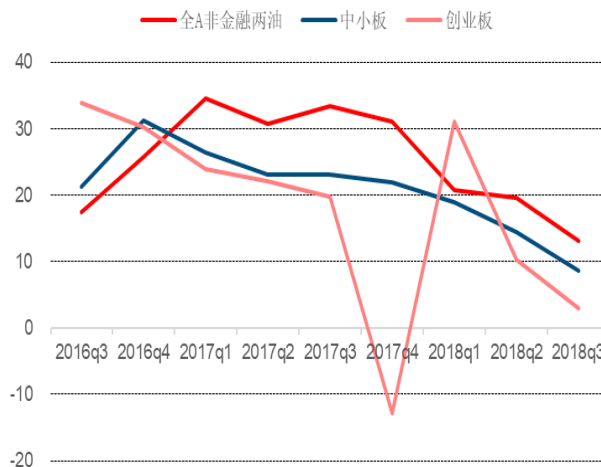
2018年3季度，全A营收累计同比增速为12.43%，与中报水平持平，但是全A非金融石油石化营收累计同比增速为13.02%，与中报的13.93%比，增速下滑近1%，继中报增速下滑0.26%后，三季度营收增速进一步放缓，反映出A股今年以来总体经营压力在不断加大，对标2017年同期全A20%左右的营收增速，今年A股业绩增长放缓。而从归母净利润角度，三季度，全A归母净利累计增速仅为10.44%，比Q2的14.09%，下降了3.65%，净利增长压力较大，受三季度拖累明显，而2017年同期增速在18%以上，归母净利润增长与营收增长同样放缓。而从净资产回报率来看，18Q3全A总体ROE(TTM)在9.90%，低于Q2的10.14%与去年同期的9.89%基本一致。

图 24：板块营收增速走势比较



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

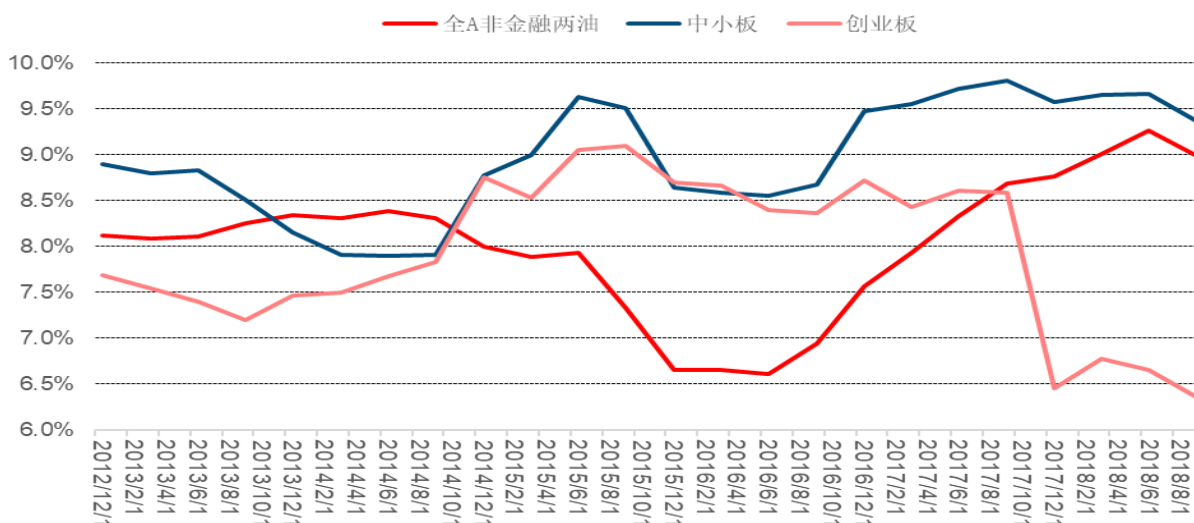
图 25：板块归母净利润增速走势比较



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从板块来看，中小板、创业板营收增速下降快于主板，创收压力更大。18Q3中小板、创业板营收增速分别为19.97%和18.86%，比二季度增速分别下降2.15%和2.05%，下降比例达到9.72%和9.80%，去年同期营收增速分别为27.18%和35.89%，中小板、创业板股票总体受到经济下行带来的业绩萎缩现象更明显。在归母净利润增速全面下滑的背景下，中小板和创业板的净利润增速下滑幅度依旧是最大的。18Q3中小板和创业板归母净利润累计增速分别为8.61%和3.04%，其中三季度比二季度分别下降5.9%和7.19%，降比分别为40.66%和70.28%，而17年Q3分别为23.06%和19.71%。从ROE上来看，18Q3中小板和创业板的ROE分别为9.36%和6.36%，与Q2比都下降了0.3%。不同于全A整体的是，中小创的ROE与17年同期比下降明显，去年该指标分别为9.81%和8.58%。

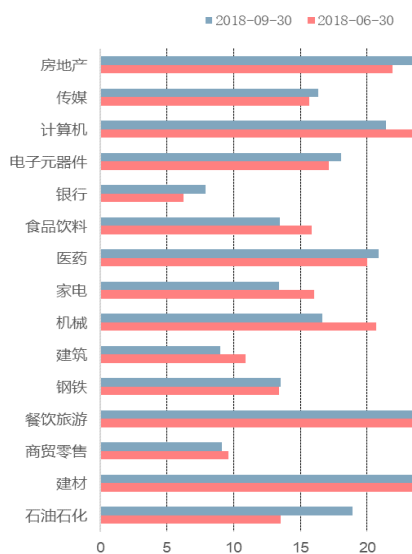
图 26：板块 ROE 走势对比



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

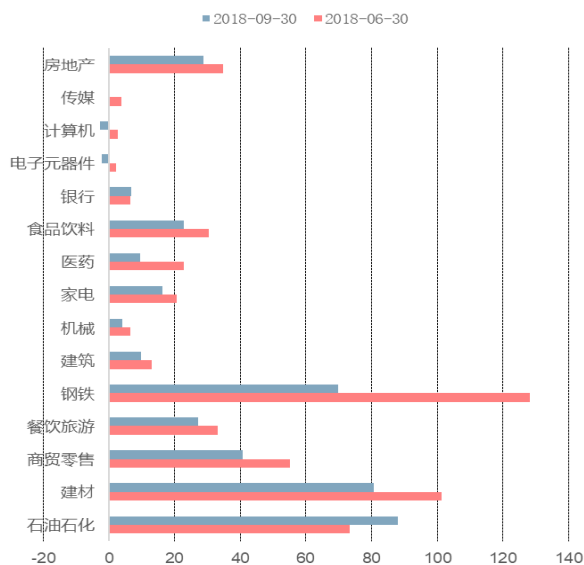
从行业来看，大部分周期类行业在 2018 年业绩景气，石油石化、房地产、建筑、建材、钢铁、机械、银行等代表性行业保持着营收与归母净利润的高增速，同时 ROE 也处于不断改善或高位维持的状态；而成长类行业如计算机、电子、传媒等则出现营收、归母净利润增速放缓，ROE 下降的业绩下滑情况。此外，消费类行业中的医药、家电、食品饮料、商贸零售和餐饮旅游行业仍能在“消费降级”的争议中保持较高水平的增速和净资产回报率水平。但是这些大类风格中也存在着内部业绩不同程度的分化，如周期行业中煤炭、有色金属 ROE 水平不错，但营收、净利的成长性较差，金融板块里银行、保险的业绩优于券商、信托，消费类行业中纺织服装营收增速稳定，但净利增速和 ROE 指标下滑。

图 27：行业营收增速比较



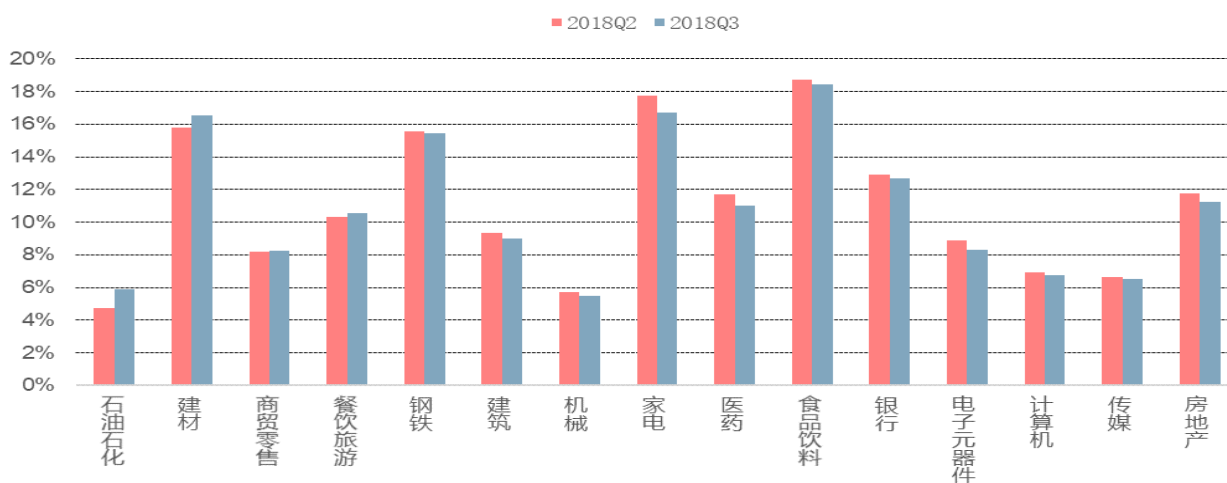
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 28：行业归母净利润增速比较



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 29：行业 ROE 对比



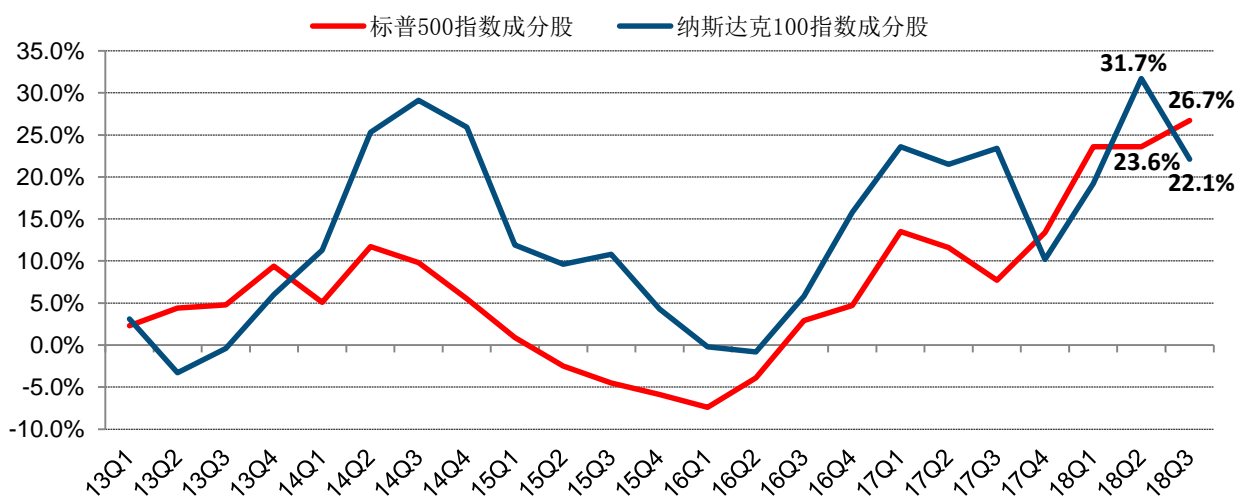
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 5.2 美国企业盈利分化

### 5.2.1 整体盈利增长，金融科技分化

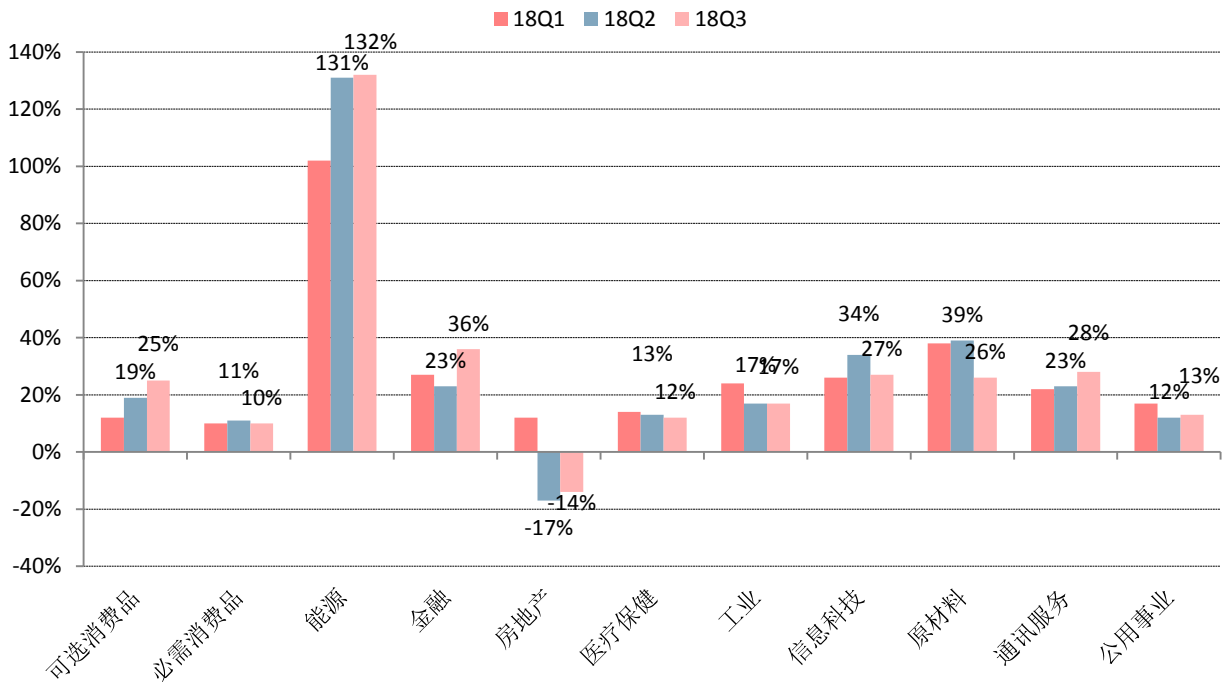
在美国经济处于繁荣的状态下，我们进一步观察企业盈利的变化。从盈利总体和盈利结构中来观察可能出现的变化。首先，我们选择 S&P 500 和 Nasdaq 的可比口径作为样本的起点，可比成分股占总市值的 89%。2018Q3 标普 500 指数 EPS（扣非）同比增长 26.7%，较第二季度的 23.6% 与一季度的 23.7% 进一步上升。纳斯达克 100 指数 EPS（扣非）同比增速从上季度的 31.7% 下降到本季度的 22.1%。盈利增速分化是近期道琼斯指数和 Nasdaq 指数表现出现差异的重要原因。

图 30：标普 500 指数与纳斯达克 100 指数 EPS 增速分布比较



数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 31：各板块盈利 EPS 增速分布



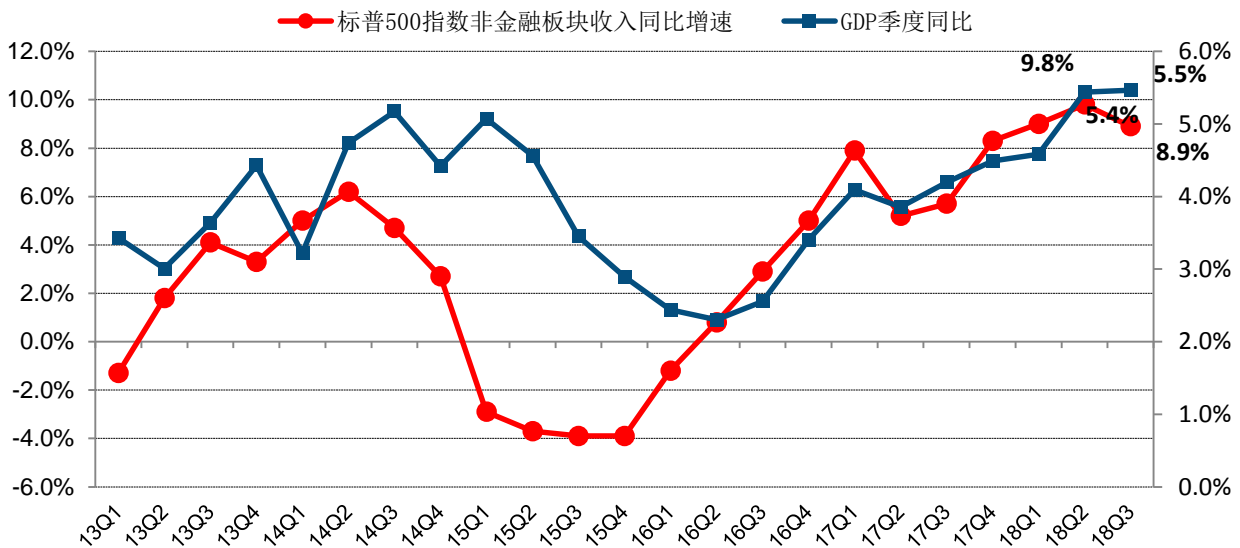
数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从行业层面来看，金融与可选消费加速上升，信息技术则增速放缓。2018Q3，金融行业 EPS（扣非）同比增速从上季度的 23% 上升到 36%，其中保险与银行两个细分行业景气度上升是金融行业加速的核心原因。可选消费 EPS（扣非）同比增速则从 19% 上升到 25%，主要得益于细分行业中汽车与零部件从上季度的 -24% 转为 3%。信息技术增速放缓，半导体、信息硬件设备与软件服务三个细分行业景气度均有所下滑，其中半导体增速从上季度的 55% 下滑到本季度的 36% 是信息技术行业增速放缓的主要原因。除此以外，必需消费品、医疗保健和原材料行业略有下滑，能源、房地产、通讯服务和公用事业则略有上升。

### 5.2.2 成本刚性，盈利回落

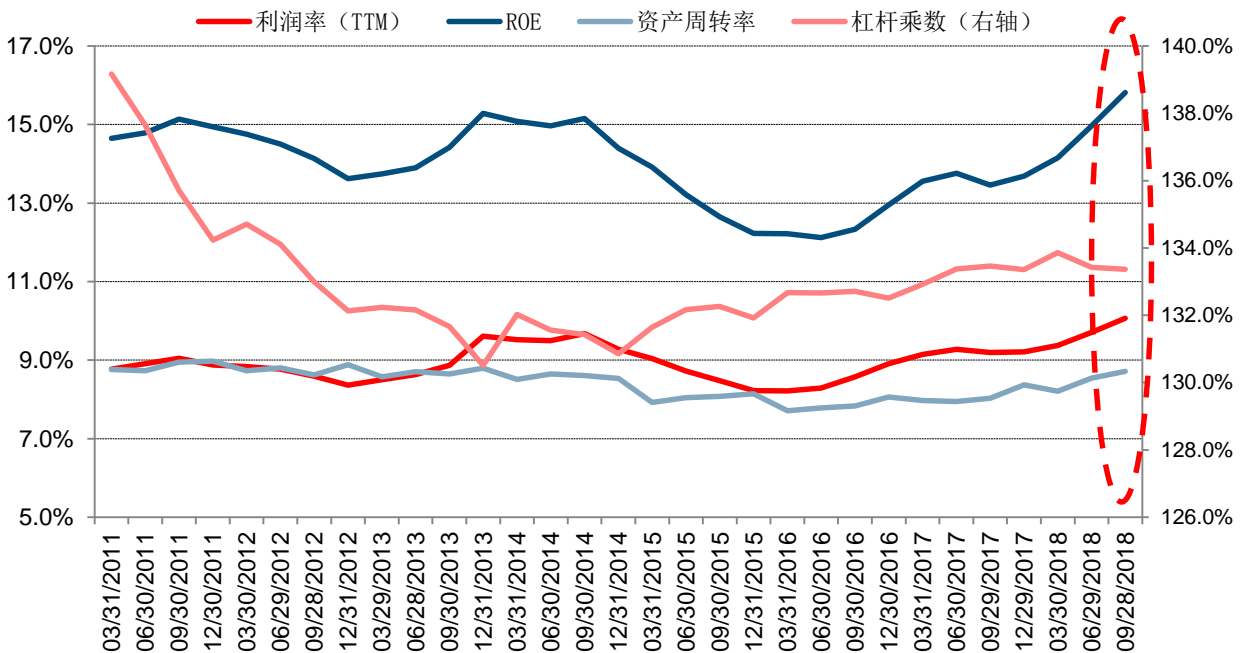
标普 500 指数非金融企业收入增速出现放缓，这是值得投资者重视的重要变化。根据 2.1 节的分析，随着就业市场逐步好转，美国企业人工成本逐渐上升且具有刚性。除此以外，美债收益率的不断上行也将加大企业的财务费用压力；PPI 与 CPI 的温和上升，也逐步加大原材料端成本压力。随着最近大宗商品，尤其是原油价格大幅下跌，企业成本上升趋势将延缓，但是整体而言受贸易争端、财务费用和工资增长的影响将逐步削弱美国企业的盈利能力。从增长前景看，我们认为美国经济成本存在一定刚性，企业盈利增速将可能逐步回落。

图 32: 美股盈利增速与 GDP 的高度相关性



数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 33: 标普 500 指数杜邦分析



数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从盈利质量看, 随着净利润率与资产周转率逐步上升, 当前标普 500 指数 ROE 仍逐步向好。美联储加息, 海外现金回流, 企业经营性现金流、自由现金流和现金及现金等价物仍然充沛。我们认为, 美股企业盈利质量仍然良好。由于美国的物价水平相对保持稳定, 那么企业盈利与产出水平就会呈现出高度相关的状态, 如上图所示。我们预期美国的产出水平需要进一步上行需要技术进步或者新的刺激, 在当前条件下可能进入了顶部区域。企业盈利开始出现分化, 美股盈利水平有可能也进入顶部。

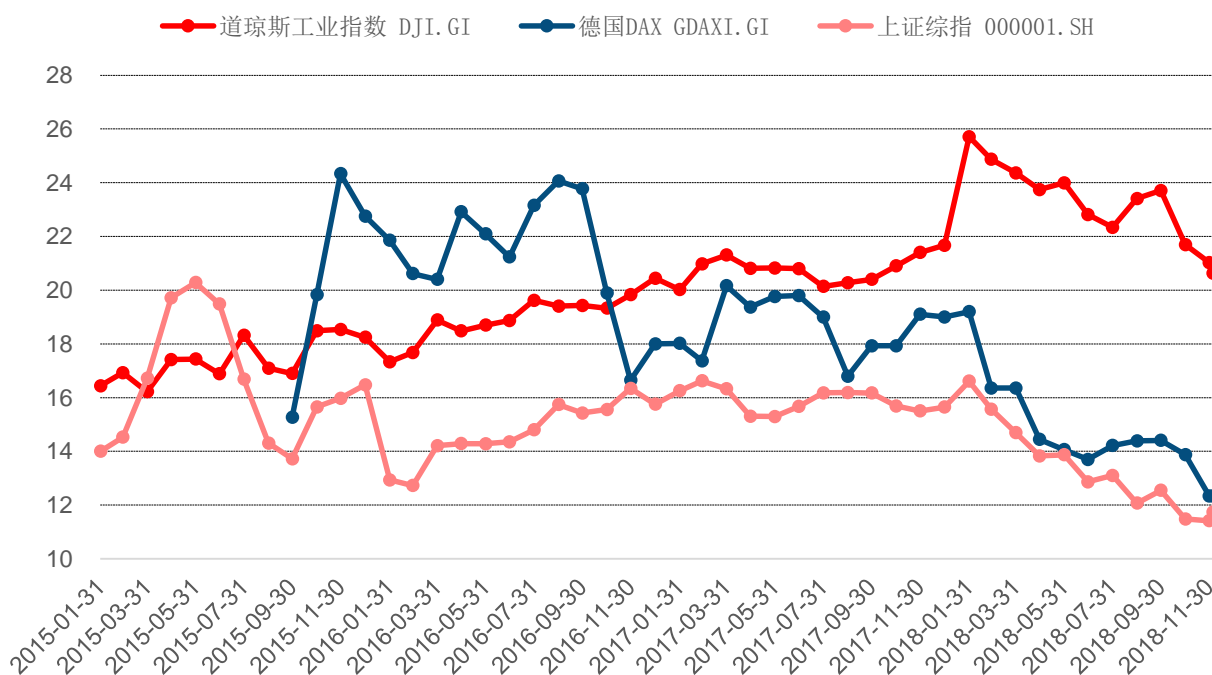
## 六、中美估值对比分析

### 6.1 国际估值情况比较

#### 6.1.1 美股估值高位，A 股进入底部

从时间序列的角度来看，A 股已经进入了估值的历史底部，其中创业板尤为甚，而对比之下，美股估值则处于历史高位。从横截面的情况来看，随着市场的开放和投资者成熟度的上升，A 股的市盈率情况在向美股靠拢。我们对比了 2002 年以来，道琼斯工业指数和上证综指的市盈率以及纳斯达克与创业板指数的走势情况，发现给定区间段内道琼斯的市盈率基本处于 10-20 倍的区间内，而上证综指的市盈率底部与道琼斯类似，都在 10 倍左右，但上限受价格短时间暴涨影响，在牛市中曾高至 40 倍以上。但近年以来上证市盈率的特点是顶部越来越低和波动性下降。另外，随着美股金融危机以后开启十年牛市，道琼斯指数在大多数时间内的市盈率已经高于上证综指。

图 34：主要指数的估值水平



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

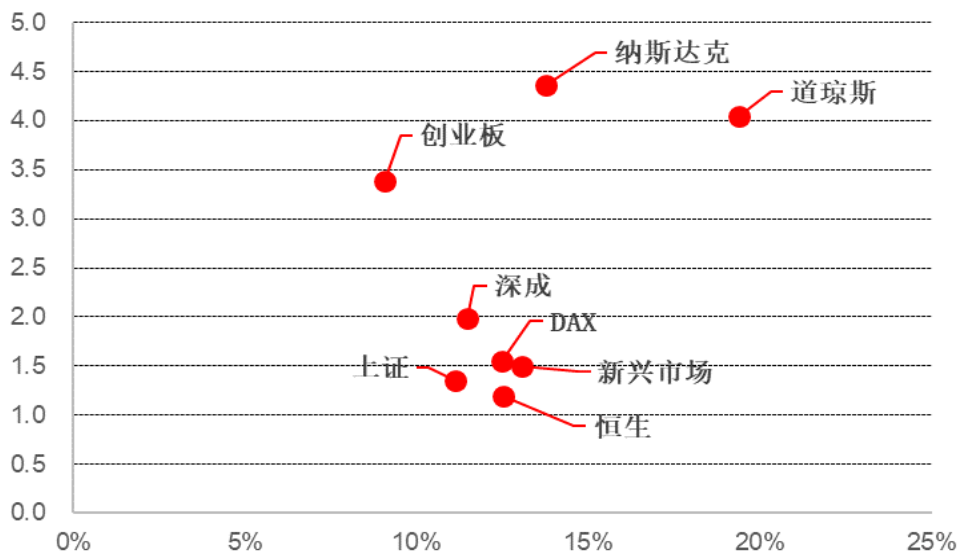
2015 年的牛市即是开启于上证市盈率与道琼斯市盈率剪刀差的最宽处，当时二者差值在 6 左右，而目前随着上证 2018 年的走熊，这个数值在 5.3 左右。目前，上证的市盈率在 12.1 倍，处于历史 10% 低分位左右，历史最低值为 9.6 倍，道琼斯在 17.3 倍，处于历史 61% 低分位左右，历史最低值在 11.2 倍。而给定区间内纳斯达克的市盈率大致在 20-60 倍的区间内（不考虑互联网泡沫时期的极端估值情况），而创业板自创立至今 P/E 估值大多数时间在 30-80 倍以内，牛市顶端出现过破百的情况。自 2010 年以来，创业板指数的市盈率长时间在纳斯达克之上，但是随着创业板今年下半年的加速下跌，创业板的市盈率出现首次低于纳斯达克的情况，从历史上来看，不同于道琼斯与上证，当创业板与纳斯达克的估值差来到最小时，创业板往往会开启估值修复的行情。而

从目前的数值情况下，创业板的市盈率在 36 倍，之前最低时在 34 倍，而历史最低为 32.9 倍，目前处于历史 1.5% 低分位左右，非常接近 2012 年底的历史大底。纳斯达克市盈率为 41 倍，处于历史 75% 低分位，历史最低 16.5。所以，从市盈率估值的角度，A 股的估值已在历史底部，而美股经历十年牛市，市盈率已在历史高位，而且从走势上观察，无论是道琼斯还是纳斯达克市盈率都在 2018 年初出现见顶迹象，目前处于市盈率下滑的过程，潜在风险较高，相对 A 股配置价值不足。此外，深成指目前的市盈率在 17.3 倍，处于历史 29.2% 低分位，故而从估值角度，在中国市场内部，创业板>上证>深成。

此外，在国际股票配置上，相对于欧洲以及新兴市场国家，美股同样不具备优势。欧洲我们以经济情况最好的德国的 DAX 指数做代表，而新兴市场我们采用 MSCI 的新兴市场指数，美国的指数我们选用道琼斯工业指数，结果显示，美股的市盈率在 2018 年超越了长期高于自己的 DAX 指数的市盈率，且在不断拉大自己与 MSCI 新兴市场指数的估值差距，美股相对于欧洲和新兴市场正在变贵。

如果从 PB-ROE 角度，同时考虑价格和盈利，对比美股与国际其他主要指数情况，发现美股的性价比没有优势。目前道琼斯工业和纳斯达克的净资产回报率虽然在 19.38% 和 13.77%，但同时价格水平也高，P/B 分别为 4.04 和 4.36。而中国、德国、中国香港和新兴市场虽然净资产报酬率低于美股，但也基本在 11% 的水平以上，而对应 P/B 几乎均为超过 2，所以相对而言，美股的性价比较低。

图 35：主要指数 PB-ROE



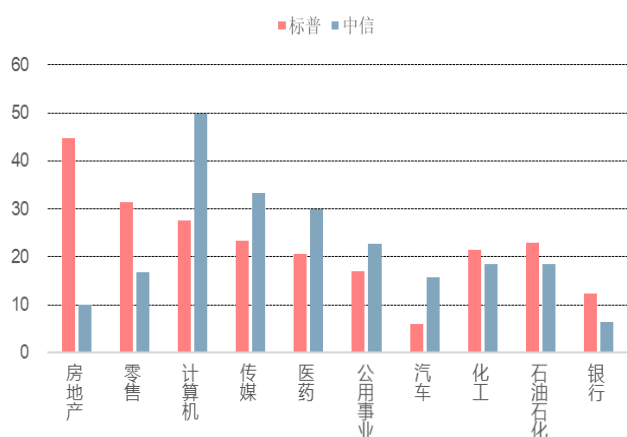
数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

## 6.1.2 中美行业估值比较

我们选用中信一级行业和标普 500 行业的市盈率和市净率作为估值的指标，选择其中可比的 10 个行业进行对比。从中美行业估值角度看，A 股除汽车行业的估值劣于美股外，其他行业均有明显优势。其中，银行标普 PE 估值 12.4 倍、中信 6.4 倍，PB 估值标普 1.33 倍，中信 0.84 倍，中信市净率接近历史最低，远低于标普的历史分位。地产标普 PE 估值 44.77 倍、中信 9.98 倍，PB 估值标普 3.32 倍，中信 1.4 倍，中信市盈率、市净率接近历史最低，远低于标普的历史分位。零售 PE 估值 31.48 倍、中信 16.89 倍，PB 估值标普 11.6 倍，中信 1.45

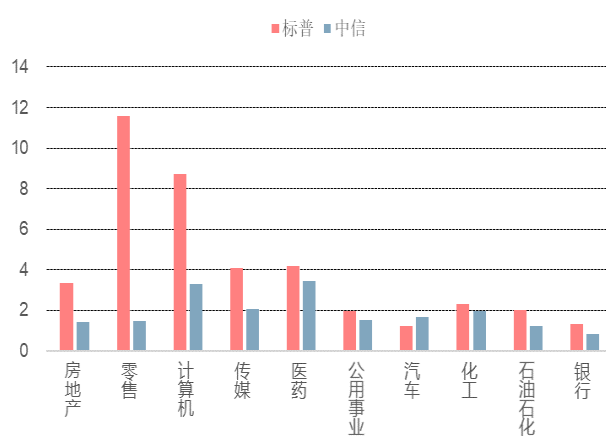
倍，中信市盈率、市净率接近历史最低，远低于标普的历史分位。化工 PE 估值 21.43 倍、中信 18.54 倍，PB 估值标普 2.29 倍，中信 1.94 倍，中信市盈率、市净率接近历史最低，市盈率远低于标普的历史分位。唯一劣势的汽车行业 PE 估值 5.95 倍、中信 15.72 倍，PB 估值标普 1.22 倍，中信 1.68 倍，中信市盈率、市净率虽然历史分位较低但仍高于标普的历史分位。

图 36：行业 PE 估值比较



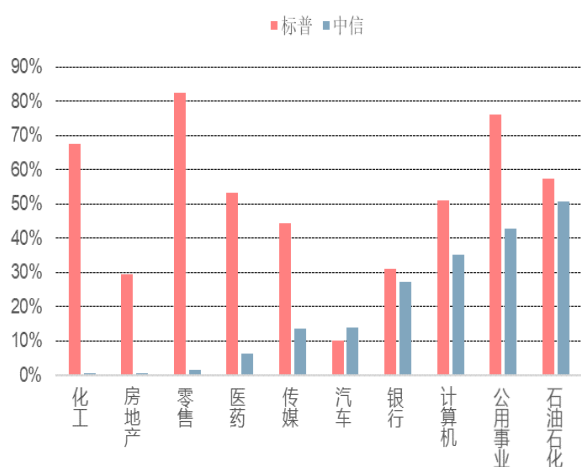
数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 37：行业 PB 估值比较



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 38：行业 PE 估值历史百分位比较



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 39：行业 PB 估值历史百分位比较



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

此外，由于 A 股相对美股整体上仍有溢价以及部分行业的产业成熟度仍逊于美国，故而直观比较估值绝对值的高低存在偏差问题。我们更应该关注相关行业主要估值指标的历史分位情况，传媒、医药市盈率百分位分别为 13.7%、6.2%对应优于标普的 44.4%和 53.3%。而从纵向角度，衡量目前 A 股目前的风险，计算机、公用事业市盈率历史分位分别为 35.1%、42.7%相对处于高位。

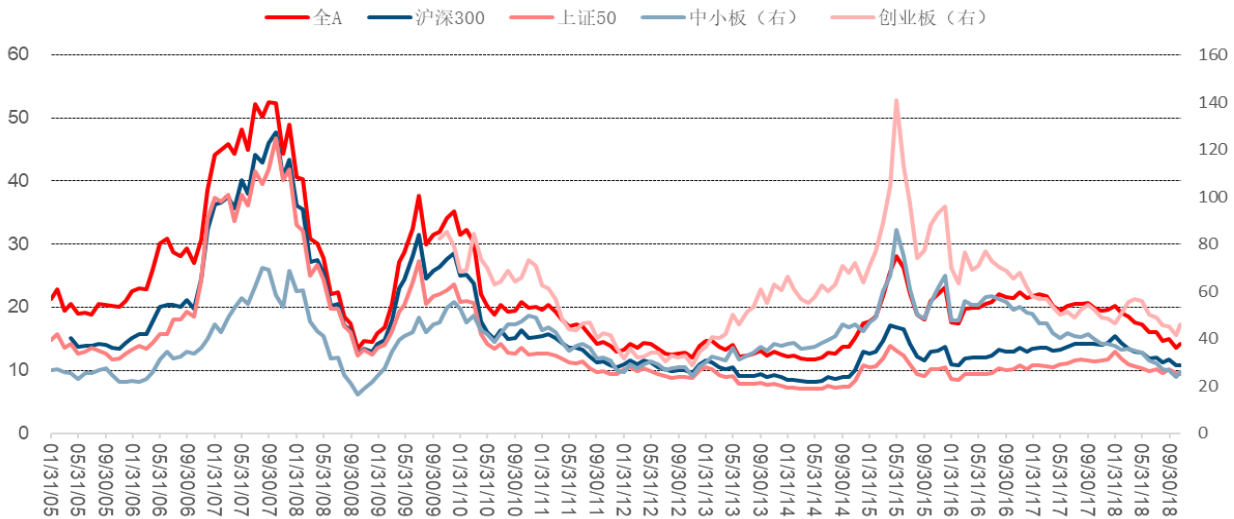
总而言之，A 股在行业层面的估值也基本优于美股，其中银行、房地产、零售、化工的优势更为明显，特别是结合 ROE，考虑 PB-ROE 综合角度下的行业性价比情况，以上四个行业优势的结论依旧成立。



## 6.2 A 股市场估值历史低位

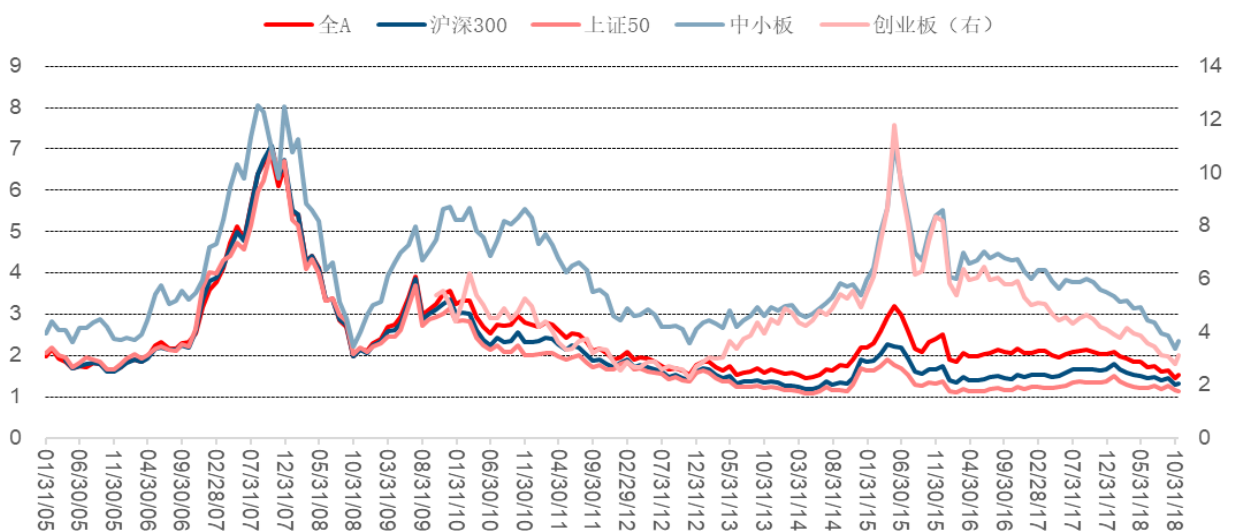
从整体来看，采用整体法衡量，全 A 股市盈率 (TTM) 为 14.25，市净率 (LF) 为 1.52，沪深 300 市盈率 10.84，市净率 1.31，上证 50 市盈率 9.34，市净率 1.14，中小板市盈率 25.92，市净率 2.35，创业板市盈率 46.13，市净率 3.11。

图 40：不同板块市盈率走势



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 41：不同板块市净率走势



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从历史变化趋势上来看，各板块的市盈率估值基本都已经接近估值底部，市净率基本都处于历史估值底部；我们截取 2005 年 1 月至今的月度数据作为全集，观察两大估值指标，在经历两轮大牛熊后的今天所处的历史分

位情况，结果显示中小板的市盈率处于历史 12.6% 低位，是纵向比较最低的，历史上估值低于现在的时期仅为 2008 年金融危机后的半年。而全 A 市盈率处于历史 21.6% 低位，有金融危机和 2015 年牛市启动前两段时期的市盈率水平与之接近。此外，沪深 300、上证 50、创业板的估值历史分位都在 20% 左右，可比估值低点都在 2015 年牛市前的长期熊市中，不同的是创业板在 2013 年行情启动，低估值时间短于主板。市净率情况的历史分位与市盈率略有差异，但是结论类似，与当前估值类似的时期也基本在上轮金融危机后和上轮大牛市之前。

**表5：中信一级行业P/E及P/B估值情况**

行业	P/E	百分位	行业	P/B	百分位
建材	11.18	0.4%	银行	0.84	0.1%
基础化工	18.70	0.5%	电力及公用事业	1.53	0.7%
房地产	10.19	0.9%	商贸零售	1.47	0.8%
商贸零售	17.12	1.7%	传媒	2.09	0.8%
煤炭	9.59	2.5%	综合	1.32	1.5%
家电	13.34	2.7%	电力设备	1.81	1.7%
轻工制造	19.69	3.7%	房地产	1.43	1.7%
餐饮旅游	27.44	4.5%	非银行金融	1.65	3.9%
电力设备	26.96	5.2%	煤炭	1.12	5.2%
纺织服装	21.51	5.9%	有色金属	1.93	6.6%
医药	29.76	6.1%	石油石化	1.23	7.5%
电子元器件	32.73	6.8%	机械	1.96	8.0%
钢铁	7.24	9.1%	国防军工	2.29	8.5%
建筑	10.90	9.9%	基础化工	1.95	10.0%
汽车	15.76	14.2%	建筑	1.18	10.5%
传媒	33.56	14.3%	汽车	1.68	11.6%
食品饮料	23.06	15.6%	农林牧渔	2.50	15.6%
综合	27.14	19.5%	纺织服装	1.92	18.6%
交通运输	17.92	24.8%	医药	3.44	19.8%
非银行金融	18.66	26.5%	电子元器件	2.67	20.0%
有色金属	28.22	26.8%	交通运输	1.54	20.8%
银行	6.36	27.2%	建材	1.93	21.8%
农林牧渔	47.68	32.1%	餐饮旅游	3.12	24.1%
计算机	50.06	36.0%	食品饮料	4.13	28.4%
通信	50.40	37.1%	计算机	3.32	28.8%
国防军工	59.71	37.5%	钢铁	1.17	31.9%
电力及公用事业	22.90	43.3%	通信	2.50	32.3%
机械	35.07	48.8%	家电	2.49	37.5%
石油石化	18.49	50.7%	轻工制造	2.35	40.3%

数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从行业来看，建材、基础化工、房地产、商贸零售、煤炭、家电、轻工制造、餐饮旅游、电力设备、纺织服装、医药、电子元器件、钢铁、建筑这 14 个行业的市盈率的历史百分位处于 10% 以内，汽车、传媒、食品饮料、综合这 4 个行业的市盈率历史百分位低于 20%。而石油石化、机械、电力及公用事业、国防军工、通信、

计算机、农林牧渔市盈率历史百分位超过 30%，其中前二者历史百分位在 50%左右，相对估值处于历史较高水平。如果从市净率角度，银行、电力及公用事业、商贸零售、传媒、综合、电力设备、房地产、非银行金融、煤炭、有色金属、石油石化、机械、国防军工、基础化工的历史百分位在 10%以内，轻工制造、家电、钢铁、通信历史百分位在 30%以上。

我们认为综合市盈率与市净率考虑，基础化工、房地产、煤炭、电力设备估值水平处于历史较低水平，而石油化工、机械估值相对较高。而主要用市盈率估值的行业中商贸零售、家电、餐饮旅游、纺织服装、医药等行业估值水平较低，通信、计算机相对估值较高。而主要用市净率估值的行业中，银行、非银行金融估值处于历史洼地。

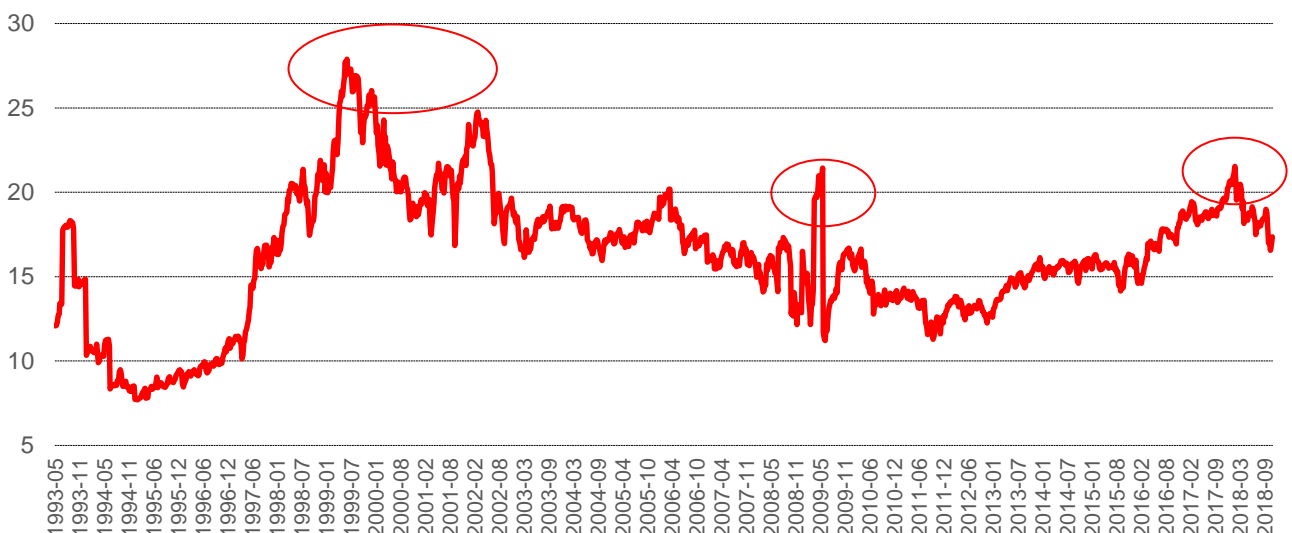
当然，由于 A 股长期以来的调整，各行业的估值水平无论从绝对值还是历史分位来看都不高，很多都已经在历史的底部区域了，但是目前的估值水平的底部并不代表价格的底部。对于 P/E 法估值的行业我们要结合盈利业绩的预测判断估值是否继续会随业绩下探而继续杀估值，而对于 P/B 估值的行业我们要更多关注资产减值情况。

## 6.3 美股估值历史高位

### 6.3.1 美股估值现状

2008 年美国全球金融危机之后，由于美联储采用宽松的货币政策刺激经济，美国股票市场迎来 10 年的大牛市。道琼斯工业和纳斯达克指数的估值都已经进入其近年以来的高位。根据 Bloomberg 统计，**道琼斯工业的 P/E 在今年初触顶 21.53 后，随着股指的下跌，目前为 17 倍左右，大致处于历史 60%低分位。纳斯达克的 P/E 滞后于道琼斯指数，在 6 月底触顶 51 倍左右，目前随股指调整下行至 40 倍左右，大致处于 75%低分位。**

图 42：道琼斯工业指数市盈率水平



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

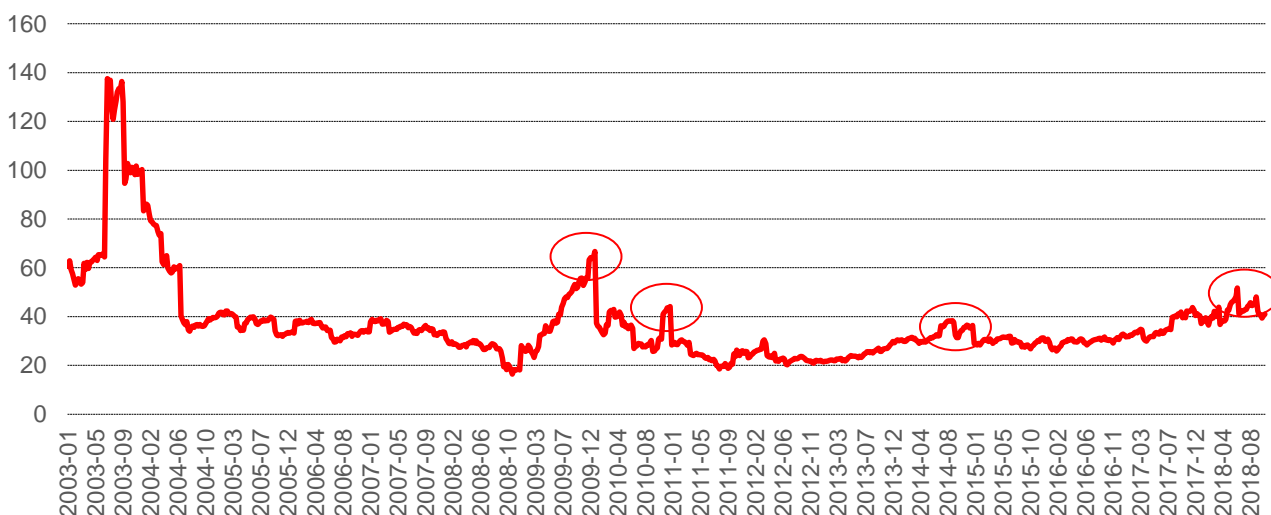
### 6.3.2 美股估值的时序比较

对比 1990 年以来美国股票市场来看，从 1993 年开始，琼斯工业指数的市盈率基本在 10-20 倍的区间内波动，期间包括美股的两阶段牛市：第一段是从 1995 年开始至 2000 年的新千年大牛市，第二段 2009 年次贷危机后开启的被誉为“美国史上最长牛市”的本轮牛市。估值水平的主要变化如下：

**1995 年-2000 年牛市：**道琼斯 PE 值从 95 年初 7.7 倍估值的底部开始上升，至 99 年中近 28 倍市盈率见顶，之后随着互联网泡沫破灭而向下跌，挤出高估值的资产泡沫。在金融危机爆发后最终达到 10 倍左右的估值水平。

**2009 年-2018 年牛市：**从 2009 年估值水平到达 21 倍开始，P/E 持续下行，随着美国经济的复苏重新到达当前 21 倍的位置。2009 年-2012 年道琼斯市盈率的走低是美国经济的强劲、企业盈利超预期以及美股出现的回调综合作用的结果。

图 43：纳斯达克指数市盈率走势



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

纳斯达克与道琼斯的市盈率走势存在差异，在纳斯达克上市的股票相对于道琼斯工业指数的成分股更具成长性，估值水平也更高。2001 年开始，纳斯达克估值水平受互联网泡沫的影响明显过高，不具备可比性，随着非理性繁荣的终结和市场在下跌中的理性回归，纳斯达克的市盈率上限在不断走低，直至金融危机爆发后，纳斯达克的市盈率触及了下限 18 倍。随后纳斯达克的估值出现反弹，在 2009 年底，纳斯达克达到了 65 倍估值的局部高点。之后纳斯达克的 P/E 再次下探，在 2011、2012 年再次触及金融危机时的估值底 18 倍市盈率左右。之后纳斯达克估值震荡向上，至 2018 年中触及 51 倍上限后向下调整。

相对而言，两大指数的底部估值水平都更为明确，道琼斯工业指数的估值底在 10 倍左右，而纳斯达克在 20 倍左右。道琼斯估值顶更为明确，在 20-25 倍之间，纳斯达克的顶部的范围更大。如果从理性回归后的数据来看，该区间大致为 40-60 倍。

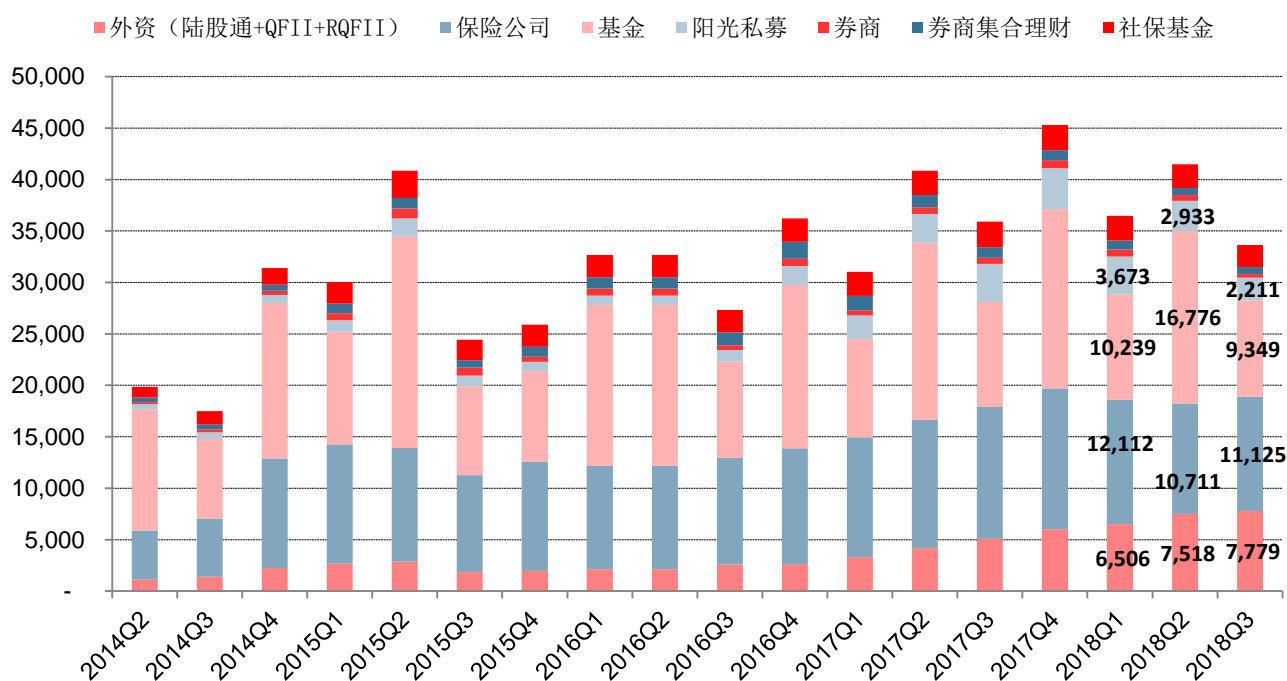
从时间序列比较的角度来看，我们认为美国两大指数估值已经处于历史的顶部区域。如果结合我们关于美国利率和盈利水平变化的情况，我们认为美股下跌的风险更为显著，价格调整的概率将会加大。

## 七、投资者结构与市场风格

### 7.1 投资者结构观察

随着 A 股国际化进程加深，北上资金逆市持续流入，当前已成为第三大机构投资者。根据 Wind 机构持仓市值统计数据，截至 2018 年三季度，公募基金、保险公司、外资与阳光私募持仓市值分别为 9,349 亿、11,125 亿、7,779 亿与 2,211 亿，其中公募基金持仓市值与上一季度相比大幅减少 7,427 亿，阳光私募也减少 722 亿。相比之下，随着 A 股逐步纳入 MSCI，北上资金在今年以来快速流入，当前已成为 A 股市场第三大机构投资者。从海外经验看，随着 A 股国际化进程进一步加深，外资有望进一步流入，持仓市值预计将逐步超过公募基金和保险公司。

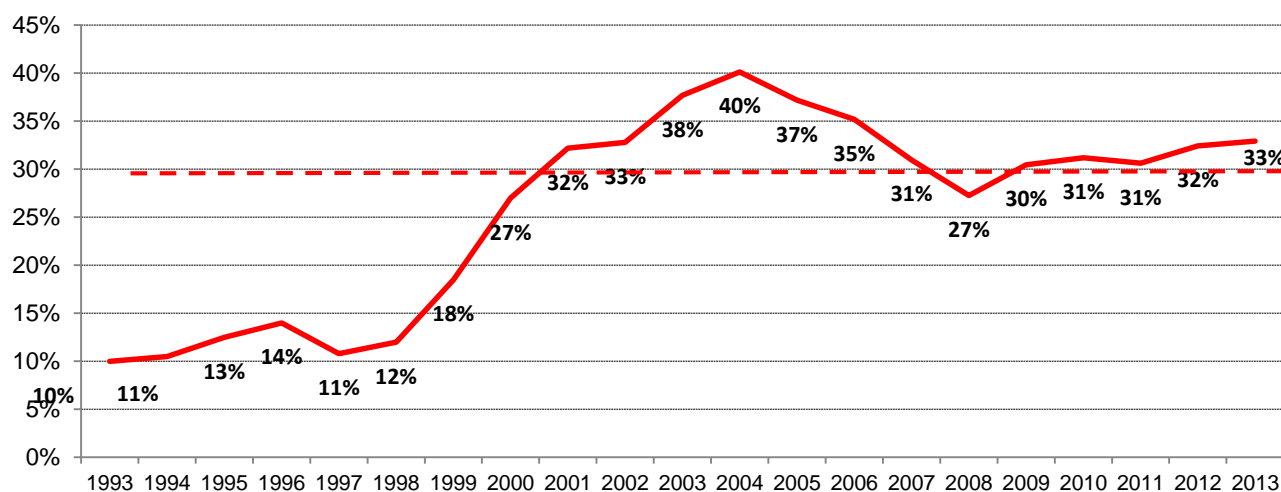
图 44：各机构投资者持有 A 股市值（亿元）



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

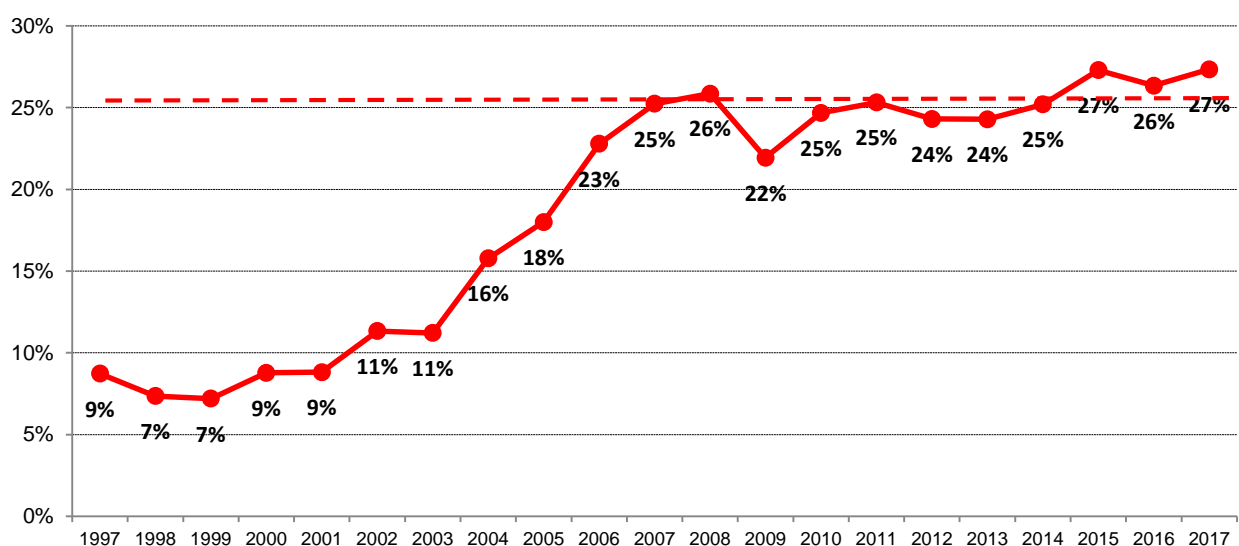
从韩台经验看，纳入 MSCI 进程历经 10 年以上，最终完全纳入后外资持股占比稳定在 25%-30%。韩国市场方面，从 1992 年到 1998 年外资持股占比从 4% 上升至 10%，中间亚洲金融危机爆发有短暂下滑；从 1999 年到 2004 年，韩国为接受 IMF 援助被迫完全开放国内市场，外资持有市值占比提升迅速，2004 年占比达到 40% 高点，此后中枢维持 30% 左右。台湾市场方面，自 1996 年纳入 MSCI 新兴指数 12 年内，外资持股市值占总市值比例从 2000 年来逐步提高，从 1997 年 8.7% 不断攀升在 2007 时达到了 25.9%，此后中枢稳定在 25%。

图 45: 韩国市场外资持有股票占市值比例变化



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 46: 台湾市场外资持有股票占市值比例变化 (亿元)



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2018年9月, A股闯关富时罗素成功, 富时罗素指数将在未来一年半分三步纳入A股, 对应增加的可投资权重分别为5%、10%与10%, 最终实现提升纳入因子到25%的第一阶段目标。情景测算下, 第一步、第二步与第三步增量资金平均值分别为109.7亿美元、210.8亿美元与210.8亿美元, 被动资金占增量资金八成。根据富时官网公布, 截至2017年底, 当前追踪富时公司全球指数系列(FTSE GEIS)资金总量为1.7万亿美元, 被动资金约1.4万亿美元。由于富时指数公司并没有公布追踪各指数的具体资金分布, 我们对新兴市场指数与全球指数追踪的比重作相应的假设, 对增量资金流入作情景测算。第一步、第二步和第三步纳入后, 增量资金平均值

分别为 109.7 亿美元、210.8 亿美元与 210.8 亿美元，被动增量资金平均值分别为 90.3 亿美元、173.6 亿美元与 173.6 亿美元。从下表可以看到，由于 A 股在新兴市场指数比重远高于全球指数，若富时指数跟踪资金量集中在新兴市场指数，则实际流入会远高于情景测算的平均值。

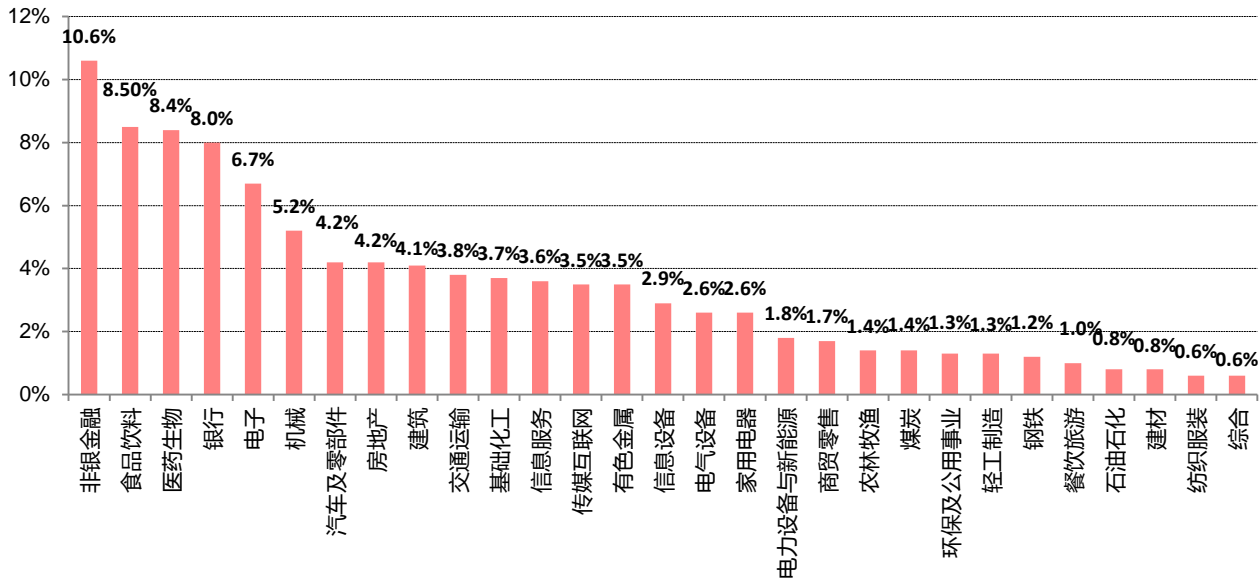
**表 6：纳入富时罗素指数增量资金流入情景测算表**

新兴市场指数追踪比例	全球指数追踪比例	全球指数追踪资金量 (亿美元)	新兴市场指数追踪资金量 (亿美元)	第一步 (19年3月)	第二步 (19年6月)	第三步 (20年3月)	完全纳入
100%	0%	17,000.00	0.00	20.4	39.1	39.1	383.0
80%	20%	13,600.00	3,400.00	56.1	107.8	107.8	955.4
60%	40%	10,200.00	6,800.00	91.8	176.5	176.5	1,528.3
40%	60%	6,800.00	10,200.00	127.5	245.1	245.1	2101.2
20%	80%	3,400.00	13,600.00	163.2	313.8	313.8	2,674.1
0%	100%	0.00	17,000.00	198.9	382.5	382.5	3,247.0
<b>平均</b>				<b>109.7</b>	<b>210.8</b>	<b>210.8</b>	<b>1,815.0</b>
<b>被动资金跟踪规模</b>							
100%	0%	14000.00	0.00	16.8	32.2	32.2	315.4
80%	20%	11200.00	2800.00	46.2	88.8	88.8	786.8
60%	40%	8400.00	5600.00	75.6	145.3	145.3	1258.6
40%	60%	5600.00	8400.00	105.0	201.9	201.9	1730.4
20%	80%	2800.00	11200.00	134.4	258.4	258.4	2202.2
0%	100%	0.00	14000.00	163.8	315.0	315.0	2674.0
100%	0%	14000.00	0.00	16.8	32.2	32.2	315.4
<b>平均</b>				<b>90.3</b>	<b>173.6</b>	<b>173.6</b>	<b>1494.7</b>

资料来源：FTSE，中信建投证券研究发展部

当前在基准指数中，权重前五行业为非银金融、食品饮料、医药、银行和电子，纳入后金融与消费龙头最为受益。基准指数富时罗素中国 A 股互联互通指数 (FTSE China A Stock All Cap Index) 中，权重前五行业分别为非银金融 (10.6%)、食品饮料 (8.5%)、医药 (8.4%)、银行 (8.0%) 和电子 (6.7%)。指数总共有 1249 只标的，涵盖 407 只大盘股、381 只中盘股和 461 只小盘股，平均可投资市值为 67.5 亿元，市值中位数为 30.2 亿元，最大市值为 2,484.2 亿元。

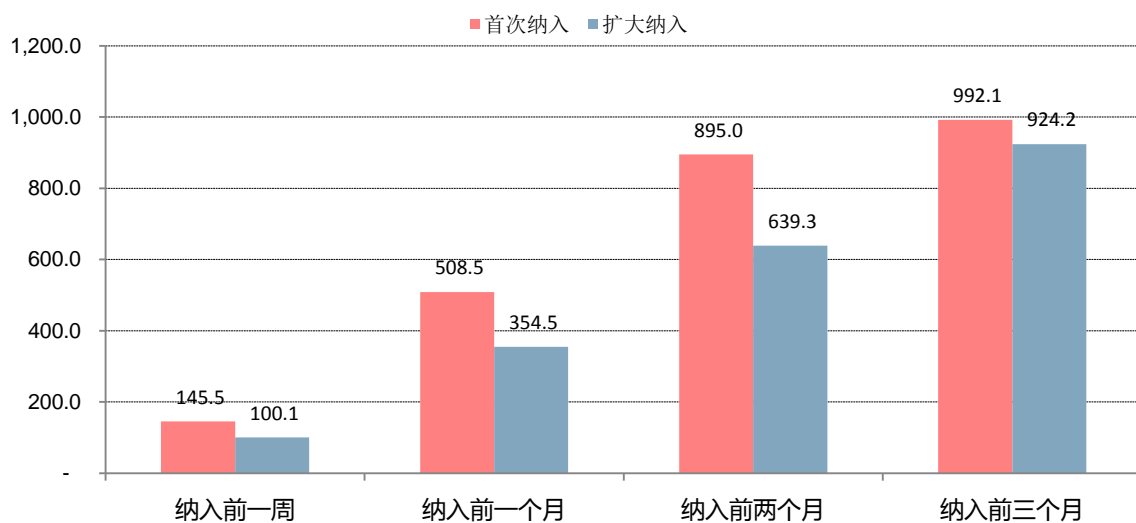
图 47：富时罗素中国 A 股互联互通指数中，金融与消费权重最高



资料来源：FTSE，中信建投研究发展部整理

除此以外，MSCI 公司在 2018 年 9 月 25 日宣布，有望在明年审议后，将中国 A 股的纳入因子从 5% 增加到 20%，以争抢中国市场。而今年以来两次 MSCI 扩大纳入因子，都会带来大量资金流入。2018 年 6 月 1 日，MSCI 首次纳入因子为 2.5%；2018 年 9 月 1 日，A 股纳入因子提升至 5%。首次纳入前一周、前一个月、前两个月与前三个月累计净流入分别为 145.5 亿元、508.5 亿元、895.0 亿元与 992.1 亿元，而扩大纳入前一周、前一个月、前两个月与前三个月累计净流入分别为 100.1 亿元、354.5 亿元、639.3 亿元与 924.2 亿元，首次纳入中北上资金净流入明显强于扩大纳入时期。

图 48：首次纳入与扩大纳入 MSCI 中，北上资金累计净流入金额（单位：亿元）



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部



MSCI 首次纳入与扩大纳入前三个月，净流入最大的前五个行业有 3 个重合，分别为非银金融、食品饮料和银行，而这三个行业也是在 MSCI 纳入标的市值占比最高的三个行业。我们对纳入 MSCI 的标的按市值与股份数量进行统计，发现入选 MSCI 新兴市场指数的市值排名前十的行业包括，银行（9.3 万亿）、非银金融（4.6 万亿）、食品饮料（1.8 万亿）、采掘（1.6 万亿）、建筑（1.3 万亿）、化工（1.2 万亿）和汽车（1.2 万亿）；从股票数量角度排序，非银金融（14.1%）、银行（8.6%）、医药生物（6.3%）、公用事业（5.9%）、房地产（5.9%）、建筑装饰（5.4%）、汽车（5.4%）、交运（5.4%）、化工（5.0%）和有色（5.0%）。与沪深 300 指数行业市值构成对比，超配银行、非银金融而低配传媒、通信。我们可以看出，若纳入因子进一步扩大，标的市值占比较高的银行、非银金融和食品饮料行业将最为受益。

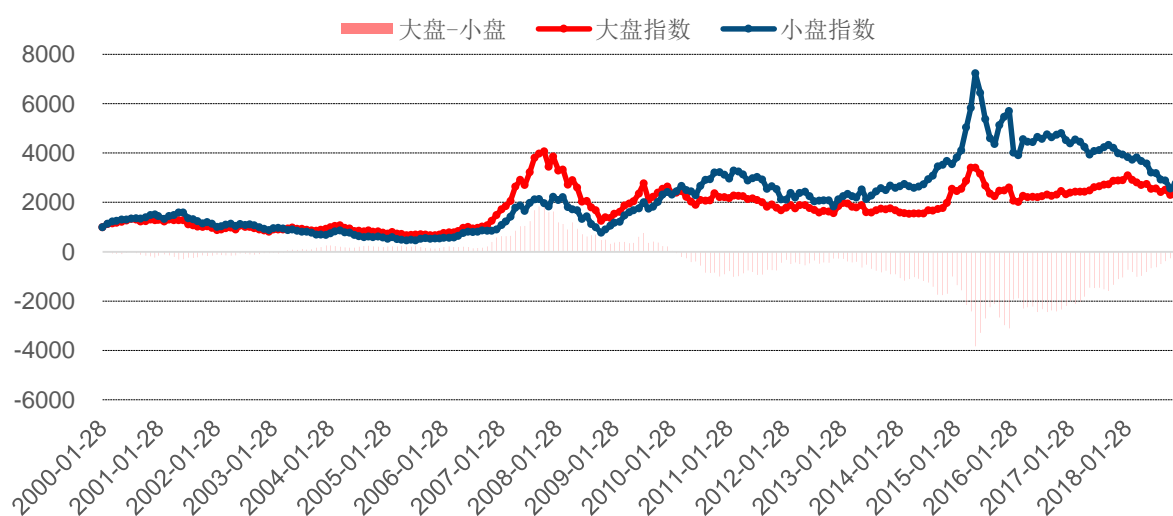
**表 7：北上资金净流入、净流出前五行业**

净流入排名	扩大纳入	首次纳入	净流出排名	扩大纳入	首次纳入
1	非银行金融	食品饮料	1	餐饮旅游	轻工制造
2	食品饮料	电子元器件	2	有色金属	纺织服装
3	银行	非银金融	3	农林牧渔	综合
4	家电	银行	4	综合	农林牧渔
5	钢铁	电力及公用事业	5	国防军工	煤炭

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

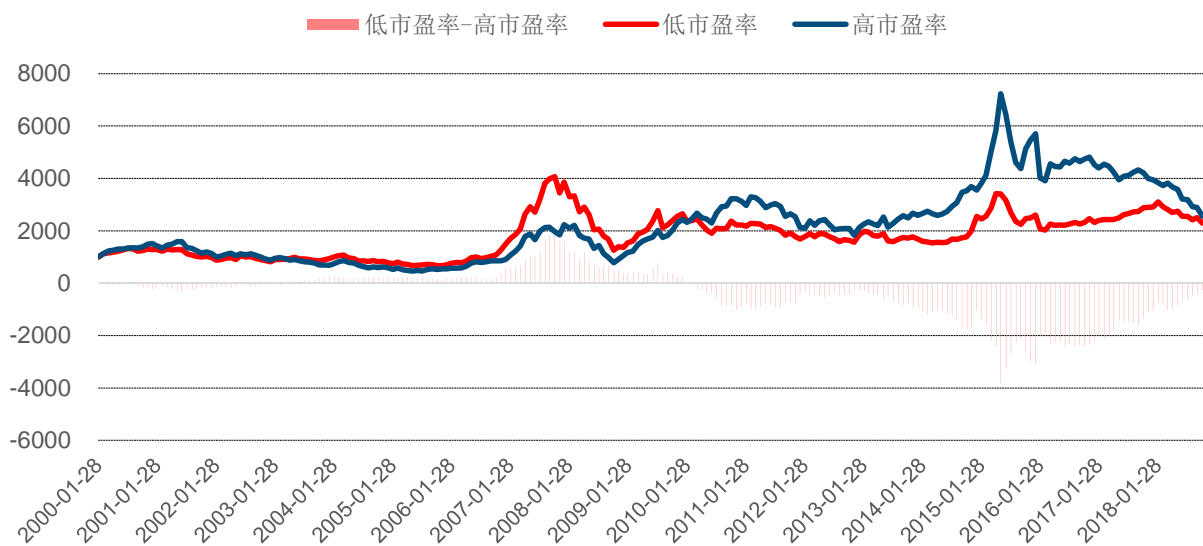
## 7.2 市场风格推演

我们在《宏观对冲策略中的成长股》中对成长股的增速进行了分析，我们发现影响成长股的增速可以分为技术进步增速和资本积累增速，虽然技术进步会主导成长股占优的行情，但是在没有明显技术进步的时候，宏观经济环境的变化将使得成长股的有效资本形成的难易程度发生变化，从而决定成长股是否占优。经过推演我们发现：在产出和利率同时下行的时候，成长股的资本形成是最为有利的，成长股会占优。除此之外，考虑到在产出和利率同时下行的过程中，经济活动的主体创新的动力也会增强，研发的相应投入也会持续的增多，这也是从创新的角度也能发现成长股相对占优的原因。

**图 49：大小盘风格指数之差**


数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 50: 大小盘风格指数之差



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从 2019 年来看, 我们预期经济将从衰退的初期向衰退后期过渡, 这二者最大的区别是利率水平的变化。在衰退的初期, 由于金融体系的混乱或者资本金的约束, 去杠杆过程会形成信用供给的紧缩, 它表现的特点是产出下降和利率上升, 在股票市场会呈现出熊市, 这种状态下国债是最优资产。

随着金融体系混乱逐步得到解决, 资本金的约束逐步得到解决, 实体经济的需求仍然处于下行过程中。信用的供给和需求就会发生变化, 长期的信用利率逐步开始下行。在这种情况下, 经济就逐步从衰退的初期向衰退后期转换。2018 年是典型的经济衰退的初期, 国债是持续占优的。到了 2019 年三季度之后, 信用利率的下行会带来信用债的机会。虽然股票市场整体没有机会, 但是在股票市场中, 成长股会占优于非成长股。

## 八、2019 年投资策略

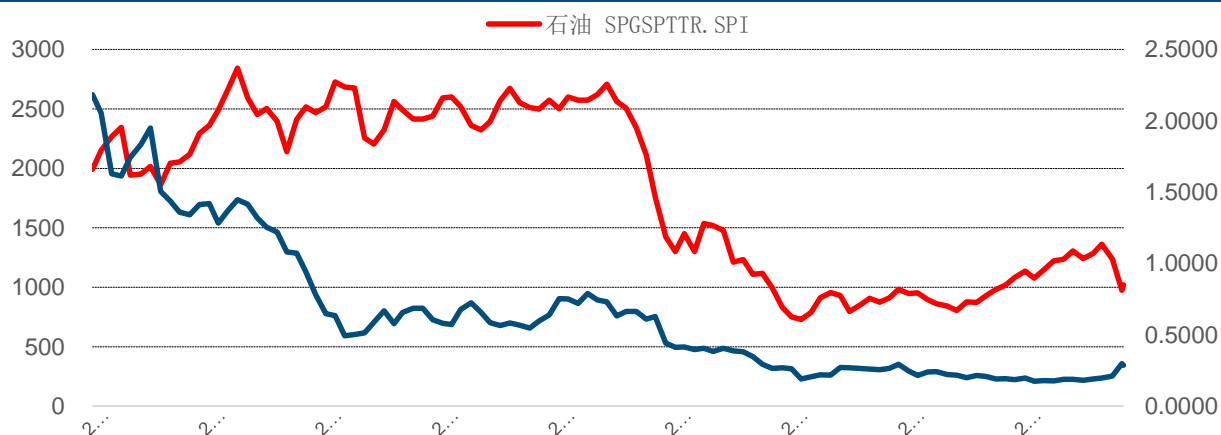
### 8.1 2019 年大类资产投资策略

#### 8.1.1 大宗商品熊市

在当前的经济背景下, 2019 年经济活动将在防范风险和保证一定经济增速的情况下, 继续推进经济结构的转型。我们预期 2019 年经济的主要变量表现为产出水平下降、价格水平下降, 货币供给水平紧张程度有所缓解, 长端信用利率有所下降, 汇率水平保持在 6.9 左右维持稳定。失业率属于滞后变量, 将缓慢上升, 工资水平持续下降。

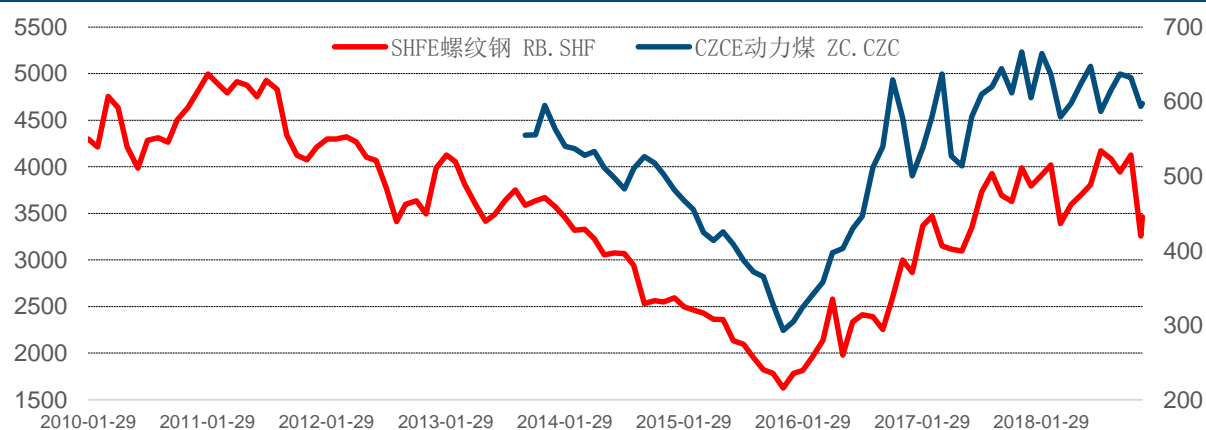
在这种经济背景下, 从大类资产角度来看, 信用债相对于利率债将开始占优, 股票市场进入低位波动的过程中, 大宗商品进入熊市, 汇率水平重新回到稳定。我们大类资产配置推荐的策略为: 信用债>股票>本币>国债>大宗商品。

图 51: 石油天然气



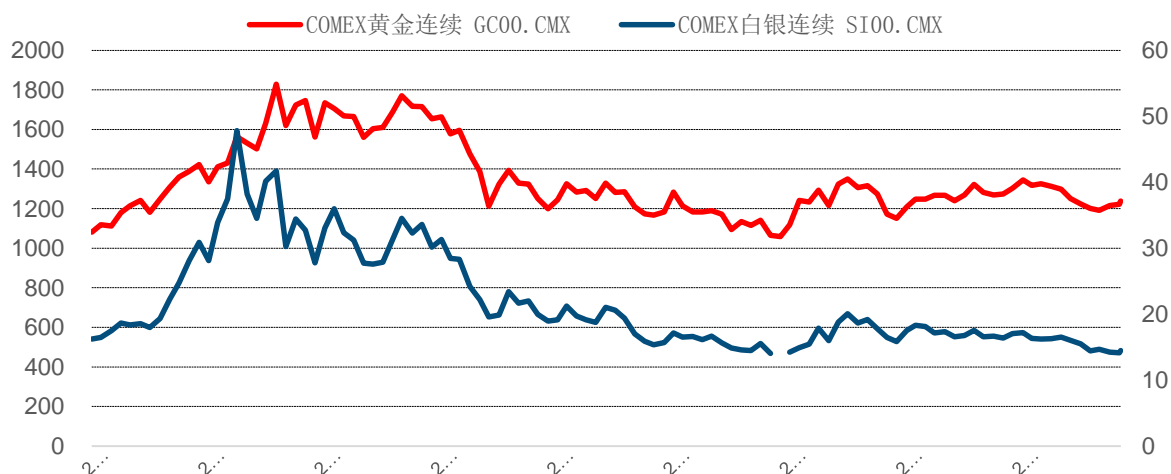
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 52: 螺纹钢与动力煤



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 53: 贵金属



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

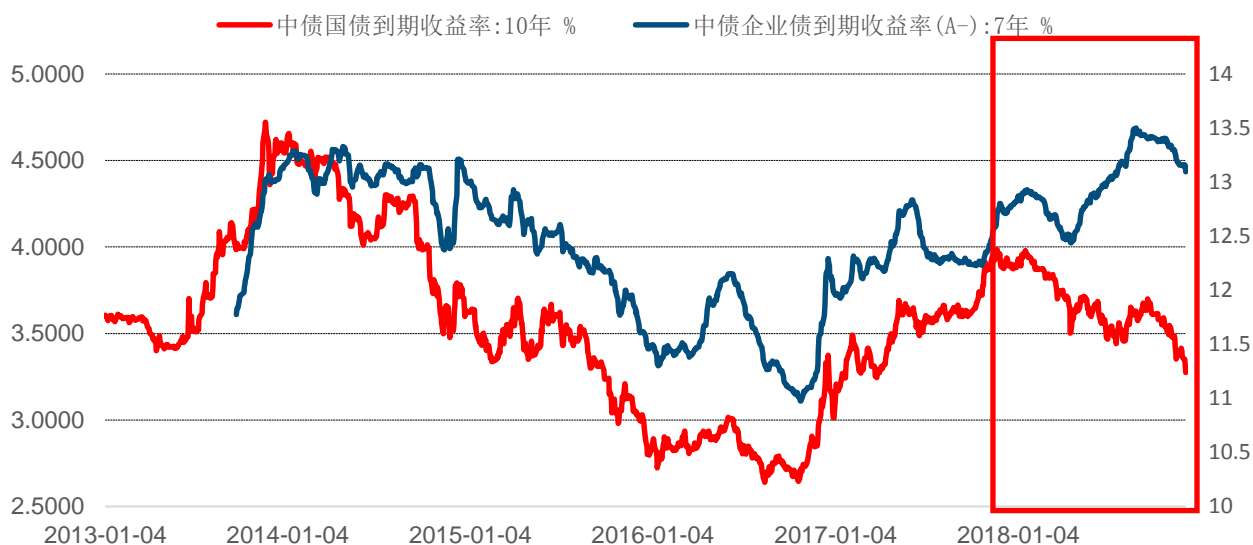
在经济下行的过程中，大宗商品的需求会下降，商品价格会进入熊市。其中，与中国需求高度相关的钢铁、煤炭两个行业影响最为明显。随着供给侧改革进入后半段，猛烈的去产能阶段逐步结束，供给收缩也逐步结束，随着需求的下行，价格会持续下行。钢铁和煤炭将进入下行的阶段。中国由于进入清洁能源替代传统能源的阶段，天然气的需求可能会相对提升，天然气值得关注。

石油和天然气主要与美国经济高度相关，与全球地缘政治关系紧密联系。我们在第三节全球分工体系重构中，对美国的经济做出了判断：美国将进入维持繁荣的阶段，美联储加息的进程将放缓到 2 次左右。如果美国经济持续下行，实际的能源需求会有可能进入一个相对稳定期。但是 OPEC 和地缘政治的博弈使得石油价格判断难度较大。石油价格需要进一步观察。

### 8.1.2 债券市场

我们在《金融去杠杆的宏观对冲投资策略》中指出，信用本位的核心在于信用充当一般等价物，贷款创造存款是信用或者货币的派生机制。在这种条件下，国债对应着基础货币的交易，信用债对应着实体经济的信用利率交易。金本位条件下的基础货币乘以货币乘数形成货币供给有着本质的区别。我们在 2.2 节中提出来的资本金约束问题就成为观察的关键。

图 54：金融去杠杆带来的国债与信用债利率分化



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

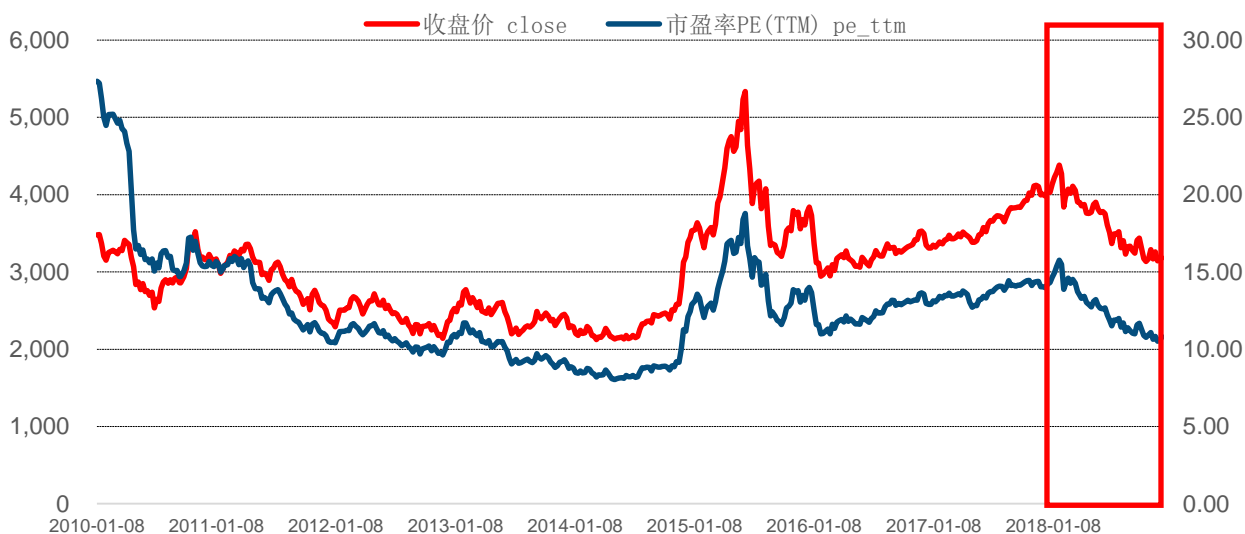
2018 年以来，从信用债和国债利率走势能发现二者出现了巨大的分化。这主要的原因就是金融去杠杆带来的资本金约束导致信用无法扩张，导致实体经济信用利率供给紧张。而中央银行不断的降低准备金，银行体系不断的获得基础货币。由于国债的信用风险为 0，而信用债和贷款存在信用风险，会占用商业银行的资本金。在金融去杠杆的情况下，银行体系只能配置国债。这就是国债和信用债利率和价格出现分化的核心原因。

2018 年 11 月开始，民营企业融资难和融资贵的问题成为政府工作的重点。政府通过为民营企业担保、成立民营企业疏困基金，实际上降低了民营企业的信用风险。银行体系资本金会逐步得到补充，信用供给的压力会得到缓和。因此 2018 年 11 月开始信用利率开始下降。实体经济对信用的需求逐步下降，信用利率开始逐步下行，对应的国债利率也开始下行。这也是经济进入衰退的第二个阶段。因此，2019 年债券市场的机会较为明确：国债市场在 2019 年上半年将延续 2018 年的行情，信用债将逐步走强，债券市场是最值得投资的市场。

### 8.1.3 股票市场

股票市场的表现与宏观经济的产出水平、价格水平和利率水平高度相关，通过用  $Stock\ Price = \frac{F-Y}{i-g}$  判断市场变化。我们在《宏观对冲策略中的成长股》中系统的分析了成长股的增速  $g$  的变化。从这个公式可以发现：在 2018 年去杠杆的过程中，经济处于衰退的初期，价格和产出水平是下降的，利率水平是上升的，股票市场会呈现单边下行的状态。在经济衰退的后期，产出和价格水平仍然继续下行，但是结合 8.1.2 的判断，信用利率水平将开始进入下行的状态，因此市场单边下行的过程就结束了。我们预期 2019 年市场将在现有位置震荡。

图 55：2018 年 HS300 指数的收盘价与估值下行



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 56：2018 年风格指数表现



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从风格上来看，我们仍然维持《宏观对冲策略中的成长股》的判断不变：随着产出下降和利率的下降，成长股资本形成将变得有利，成长股将逐步占优。我们预期成长股将以主题的形式逐步表现出来，2019年创新驱动会成为市场的关注点。

## 8.2 2019 年股票市场投资策略

### 8.2.1 市场判断

2018 年我们把握了对外开放、金融去杠杆和中美贸易战三条主线，从 2018 年 2 月开始看空了全年。展望 2019 年，我们预期股票市场将结束单边下行的状态，进入低位震荡的过程，以反映经济下行逐步触底的过程。在自然的经济状态下，在解决资本金约束之后，随着需求的下行，利率下行会带来估值一定程度的提升，在底部窄幅波动中缓慢上涨。

图 57：2018 年中信建投市场判断



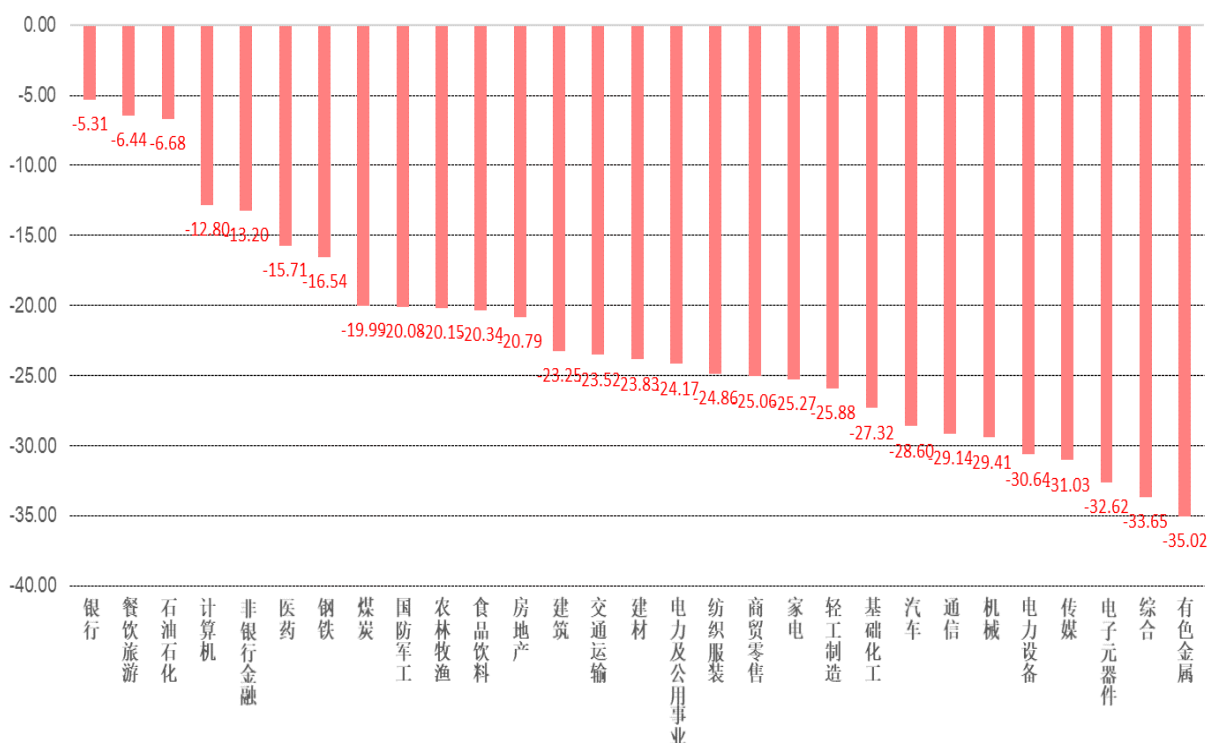
数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2019 年政府将培育新动能，科创板和注册制的推出，创新会成为持续的发力点。除此之外，资本市场的对外开放将成为焦点。因此，创新的板块相对占优。如果经济超预期的下行，特别是在 2018 年二季度和三季度在 GDP 上反映出来，那么这种情况下，财政政策和货币政策都会放松，那么这种情况下，2019 年的三季度就会成为重要的转折点，经济将触底，可能在周期和基建方面存在机会。

## 8.2.2 行业配置

2018 年市场长时间出现单边下跌行情，直至 10 月中下旬方有企稳迹象。正如我们在 2018 年年度策略报告《面朝大海，春暖花开》和 2018 年中期投资策略报告《革故鼎新》中一直坚持的：2018 年防范风险是主线。在美联储加息，美元相对强势的背景下，全球流动性面临收缩，而国内实体经济去杠杆后，金融去杠杆在严监管政策下展开，国内经济放缓，叠加中美贸易战冲击，同时银行体系受资本金约束和实体经济不景气的影响出现货币政策传导不畅的现象，进一步恶化社会融资，影响经济运行。股市作为经济的晴雨表，也反映出了经济的悲观和汇率的承压。

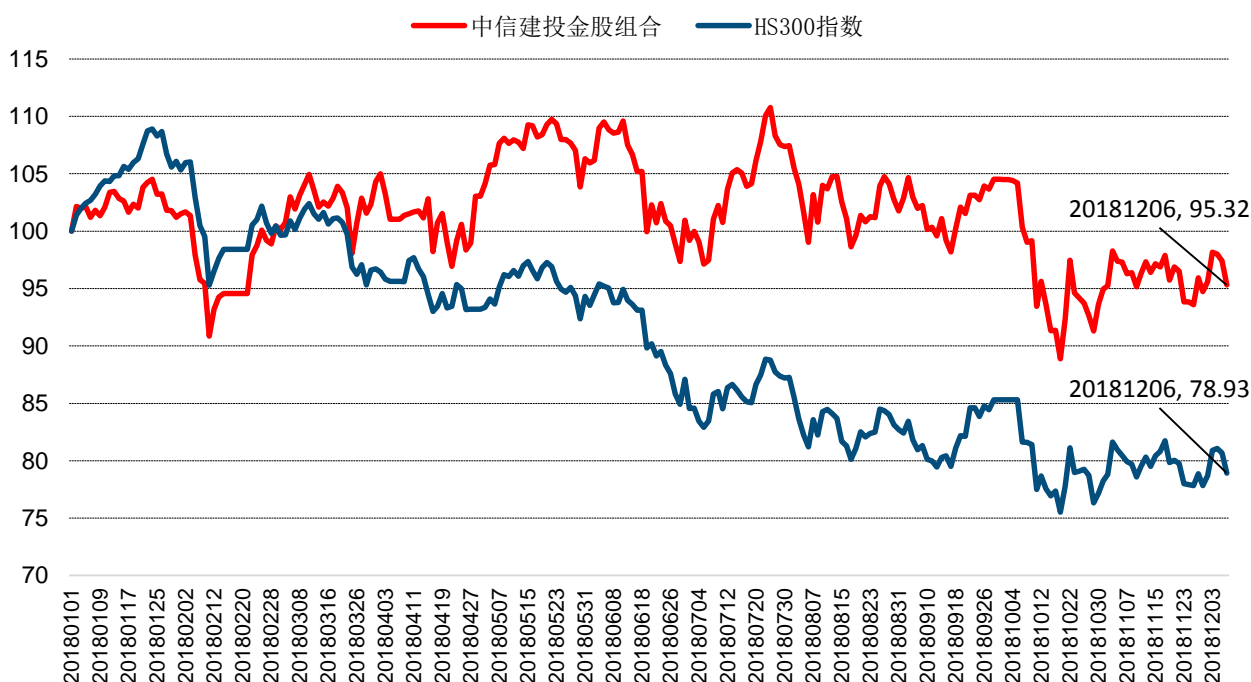
图 58：2018 年各行业涨跌幅



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2018 年中信一级行业全部为负收益，其中银行跌幅为 5.31%、餐饮旅游跌幅 6.44%、石油石化跌幅 6.68% 相对表现占优。计算机行业跌幅为 12.80%，非银行金融跌幅为 13.20%，医药行业跌幅 15.71% 紧随其后，而有色金属、综合、电子元器件、传媒、电力设备表现较差，全年跌幅超过 30%。在表现较好的行业中，医药、餐饮旅游、计算机上半年表现强势，而石油石化、非银行金融下半年奋起反击。我们进一步按照中信行业风格来统计，中信金融行业指数下跌 11.24%，相对涨幅排名最高，稳定风格跌幅 17.06%，其余指数均下跌超过 20%，其中成长板块下跌最多，跌幅为 27.53%。

在 100% 满仓运行并且不择时的情况下，我们中信建投证券 2018 年金股组合到 12 月 6 日收益率为 -4.68%，超越 HS300 指数 16.39%。从技术指标来看，金股组合的 Beta 值为 1.02，Alpha 达到了 17.70%。夏普比率控制在 -0.25%。我们的金股组合超越了大盘基准。

**图 59：2018 年中信建投金股组合**


数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

首先，2019 年，我们认为行业配置应该选择通信、电子、计算机和高端制造等行业，这些行业将会成为市场关注的焦点。随着 5G 牌照的发放和建设，通信资本开支会逐步加大，相关领域的投资机会较为明显。格力、美的等具备世界竞争能力的高端制造商，也会得到资本市场的青睐。其次，中国资本市场走向国际化的进程仍然在持续，经济平稳回落期，海外投资者偏好的食品饮料等稳定型板块属于次优品种。第三，银行地产等广义金融板块具有高股息的特征，利率下行也会带来相应的提振。随着经济的触底和股权风险逐步远去，2019 年下半年，券商的投资机会也会慢慢凸显。最后，由于大宗商品将进入熊市，我们建议规避周期板块。综上所述：我们行业配置的顺序是：成长>消费>金融地产>周期。

### 8.2.3 主题策略

#### 5G 产业链

根据我们电子组的研究（《5G 创新——电子行业近十年一遇的机会》，黄瑜，马红丽）2017-18 年为 4G 时代的稳定成熟期，而进入 2019 年，运营商加速投入 5G 网络建设，电子终端产品亦有望在运营商、品牌厂等推动下，迎来新一轮创新周期。iPhone X 领先创新，本质上是 4G 向 5G 过渡期的提前探索。预计 2019 年安卓阵营将推出多款 5G 手机，而苹果则将在 2020 年推出 5G 版本的 iPhone。5G 将在 4G 基础上新增支持三大类应用和服务，即大规模物联网、关键任务服务以及增强型移动宽带，未来有望看到 AI、VR/AR、车联网等应用场景不断成熟。在 5G 创新周期中，管道投资先行，与通信设备相关度较高的电子细分领域有望率先释放业绩。而终端品类增加，换机周期缩短，同时其材料、结构、交互方式等迎来革命，为供应链带来量价齐升可能。历史上在新一代终端首次投入使用后的第 2-5 年是快速渗透期，预计 2020-23 年为 5G 终端快速放量。对于零组件而言，我们最为看好天线、射频前端、高频高速材料/PCB、3D 光学等。



## 新能源车

根据我们电力设备与新能源行业研究成果（《回归产业本源，抓住升级红利》，王革）：2020 年之前行业发展仍然依赖政策，补贴退坡影响持续但逐年减弱。产业链中游环节投资，抓住技术升级与海外供应链红利两条主线。（1）技术升级红利。NCM811 是关键主题，预计 2019 年 NCM811 动力电池将在国内量产，电池企业差距将扩大，和韩国在进度上也将出现分化。推荐关注动力电池企业龙头。为配套电池升级，相应的正极（NCM811、NCA 量产）、负极（硅碳负极量产）、隔膜（厚度更薄、性能更优）、电解液（更高品质）四大主材也将带来新的投资机会，建议关注预期差较大的中游材料，比如 NCM811 量产后单吨利润有提升预期的正极环节，石墨化布局后单吨利润有提升预期的负极环节，价格触底预期反转的电解液环节，以及目前头部优势明显的湿法隔膜环节。（2）海外供应链红利。中游材料企业不断试水海外供应链，我们判断 2019 年中游各个环节都将有不错的海外成果，一定程度上会缓解中游材料企业在国内面临的价格压力，推荐关注星源材质、当升科技、新宙邦、恩捷股份等龙头标的。

## 光伏行业

光伏行业离平价上网越近，爆发势能越大。光伏国内装机预期好转，大幅政策波动不会再现，产业链降价后持续刺激海外装机。分产业链看投资机会：（1）上游硅料，2019 年全球硅料面临洗牌，随着国内高品质、低成本硅料产能的释放，预计海外企业将逐渐失去份额，推荐关注高品质硅料龙头。（2）上游硅片，拥有技术变革的潜力，连续直拉法可能会在 2019 年出现突破，对目前单晶硅片企业，可能是下一个扩大优势的机会，推荐关注单晶硅片龙头。（3）中游电池，拥有巨大的技术变革潜力，变革程度预计不亚于硅片环节过去两年的变化。目前产业界在探索后 PERC 时代的下一步技术，我们判断 N 型单晶异质结电池可能是下一个风口，推荐关注单晶电池龙头。

## 风电行业

风电行业处于从周期转向成长之际，看好在消纳改善和平价上网驱动下装机量的稳定增长。下游，风电运营商将持续受益于利用小时数上升带来的边际改善以及新增装机规模的增长；中游，随着风机价格的回升，下游盈利向上游传导的通道即将被打开，预计消化完毕在手低价订单后，整机厂商毛利率将得以恢复；上游零部件，受益于原材料降价，钢材成本占比较大的塔筒、主轴、铸件、齿轮箱环节盈利状况将率先回暖，树脂占比较大的叶片和机舱罩环节、铜占比较大的发电机环节亦值得关注。在标的方面，下游推荐纯正风电运营商节能风电，中游推荐风机龙头金风科技，上游推荐高壁垒的主轴龙头金雷风电、铸件龙头日月股份与吉鑫科技、海缆龙头东方电缆以及塔筒龙头。

## 分析师介绍

**张玉龙：**北京大学光华管理学院金融学博士，北京大学一等博士学业奖学金获得者，2016年新财富上榜团队核心成员，2017年带来团队活动金融界行业配置第四名，2018年Wind中国金牌分析师第四名。张玉龙先生2013-2015年就职于中国工商银行总行风险管理部，负责全球主权风险管理和海外头寸控制，并代表工商银行赴英国展开工作交流。2016年加入中信建投证券，全面负责中信建投策略研究工作，涵盖大势判断、行业配置、风格分析。张玉龙先生拥有丰富的金融研究经历，致力于经济与金融前沿理论创新和应用，先后在《金融研究》、《管理世界》、《经济学季刊》等顶级学术杂志上发表多篇论文，并代表北京大学在中国金融学年会、中国金融学国际年会上发表演讲。

## 研究助理

**罗永峰** luoyongfeng@csc.com.cn

**臧赢舜** zangyingshun@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859