

厚积薄发，沉潜而越

——2019年A股市场策略及行业配置

国金策略团队李立峰等

（2018年12月）

SAC执业证书编号:S1130515040001

团队连续三年（2015、2016年、2017年）获水晶球最佳分析师团队

邮箱:lilifeng@gjzq.com.cn

展望2019年A股策略：绝处逢生，由“反复筑底”到“结构牛市”

- 站在当前时点，我们预判**2019年A股市场**将由“反复筑底”到“结构牛市”。①年初不急于进攻，静待科创板相关细则出台，静待企业盈利年报/一季报的披露；②上半年仅存在交易性行情（如2月份等），参与的同时需注意降低预期收益率。
- 当前**A股**处于历史估值的低位，待其风险逐步释放后，我们认为趋势性机会也就悄然而至了，整体来看，**2019年A股**机会远大于风险。从**A股**运行节奏来看，我们更看好市场下半年**A股**结构性的机会，券商&新兴成长优于传统蓝筹板块。

1) 上半年制约**A股**上行的困局仍在于企业盈利，**A股**大概率处于“反复筑底”的阶段。国内经济处于下行周期，**A股**企业盈利承压；另外美国缩表步伐并未完全中止，新兴市场资金面存在“跷跷板”效应；最后，**A股**上半年面临“资本市场增量改革”，即科创板设立的推进，对短期**A股**市场的运行带来一定的不确定性，市场需科创板的相关运行细则出台，进而有更加明确的预期。

2) 我们判断**A股**在**2019年**下半年有望走出一轮“结构牛市”。预计上半年多次降准，在二季度中后期或者三季度国内开始实施降息，市场对**A股**企业盈利改善的预期将逐步得到修正。下半年，**A股**将处于“美国停止加息、国内资金面宽裕、本币升值、企业盈利见底回升，并叠加**A股**估值整体低位”的环境中，利于**A股**风险偏好的回升。

2019年A股市场策略及行业配置

- 一、全球经济体步入通缩，美联储年中将结束本轮加息
- 二、中美贸易摩擦阶段性缓解可期
- 三、基建地产托底，“新科技”持续发力
- 四、“货币衰退式宽松”叠加“A股估值低位”
- 五、A股策略：绝处逢生，由“反复筑底”到“结构牛市”
- 六、行业推荐：券商&TMT（“创新成长”迎配置时代）

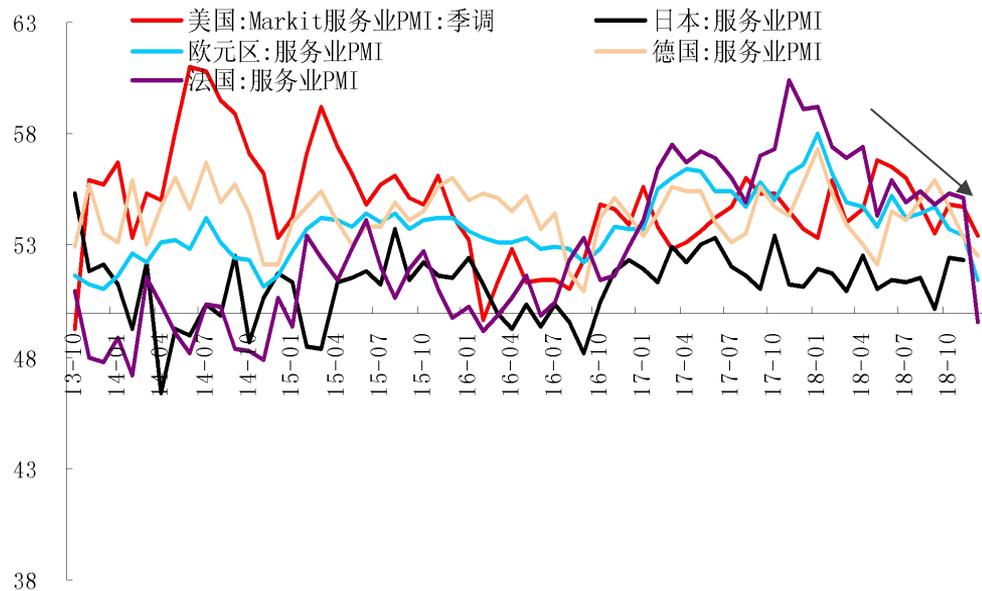
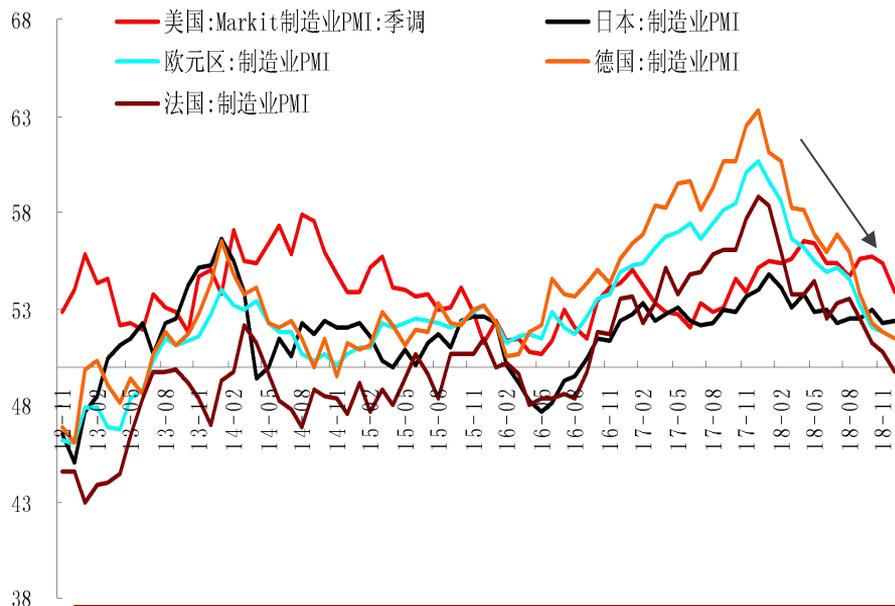
**全球经济体步入通缩，美联储年中将结束本轮
加息**

1.1 全球经济体步入通缩通道

- 欧美日等主要发达经济体方面：
- 欧美日等主要发达经济体PMI，无论是制造业还是服务业均趋势向下；相对而言，美国经济景气度相对较高，但亦开始向下，法国经济景气度已跌破“荣枯线”。

图表1: 欧美日等主要发达经济体: 制造业PMI

图表2: 欧美日等主要发达经济体: 服务业PMI



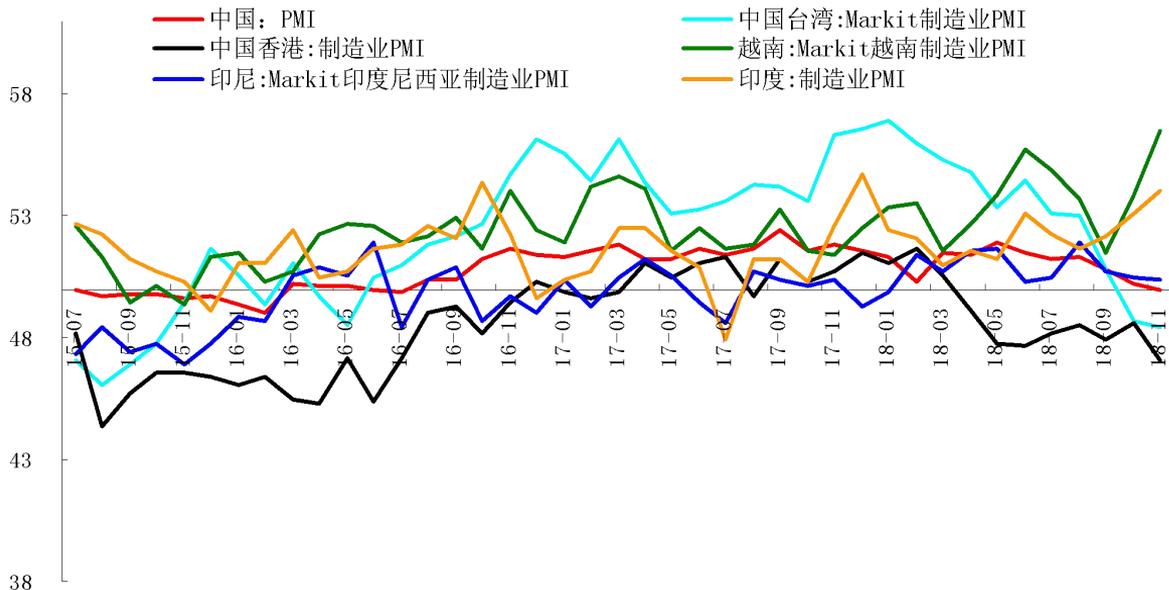
Source: Wind, 国金证券研究所

Source: Wind, 国金证券研究所

1.1 全球经济体步入通缩通道

- 新兴市场经济体方面：
- 新兴市场经济体景气度趋向分化：“越南、印度”等经济景气度相对较高，或受益于全球加工贸易产业转移，但其他新兴市场经济体PMI大多趋势向下。

图表3: 主要新兴市场经济体: 制造业PMI



Source: Wind, 国金证券研究所

1.1 全球经济体步入通缩通道

- 国际金融机构（世行、货币基金组织、经合组织）给出的最新GDP预测：主要经济体2019年经济增速将回落。

图表4：机构对主要经济体2018、2019、2020年经济预测

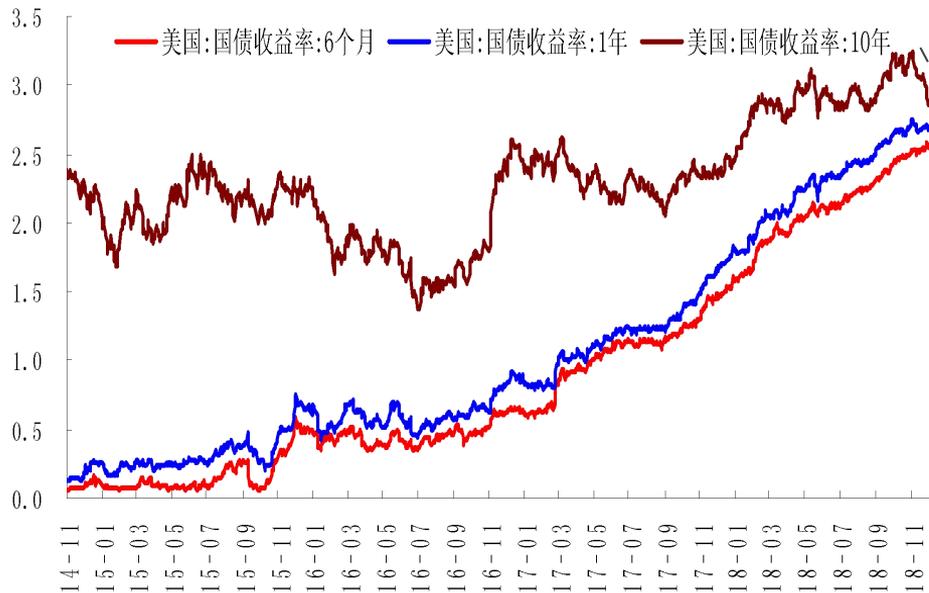
预测机构	地域	2017	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
世界银行	美国	2.3%	2.7%	2.5%	2.0%
	中国	6.9%	6.5%	6.3%	6.2%
	欧元区	2.4%	2.1%	1.7%	1.6%
	日本	1.7%	1.0%	0.8%	0.5%
国际货币基金组织	美国	2.2%	2.9%	2.5%	1.8%
	中国	6.9%	6.6%	6.2%	6.1%
	欧元区	2.4%	2.0%	1.9%	1.7%
	日本	1.7%	1.1%	0.9%	0.3%
OECD	美国	2.2%	2.9%	2.7%	2.1%
	中国	6.9%	6.6%	6.3%	6.0%
	欧元区	2.5%	1.9%	1.8%	1.6%
	日本	1.7%	0.9%	0.8%	0.7%

Source: Wind、国金证券研究所

1.2 美联储的持续加息会使得收益率曲线逐步变平

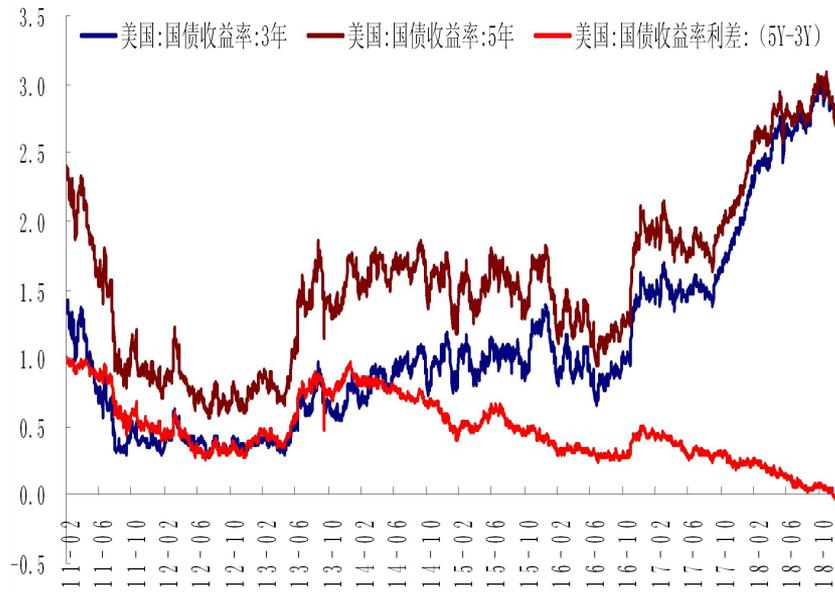
- 从历史上来看，美联储的加息过程一般都是收益率曲线变平的过程，即随着短端利率的持续上升，长端利率的上升速度会放缓。这是源于市场预期利率的上升最终会抑制经济和通胀，直到经济上升的速度放缓，加息会达到顶点。

图表5：美国10年期国债收益率回落（%）



Source: Wind、国金证券研究所

图表6：美国国债收益率：（5年期-3年期）出现倒挂（%）

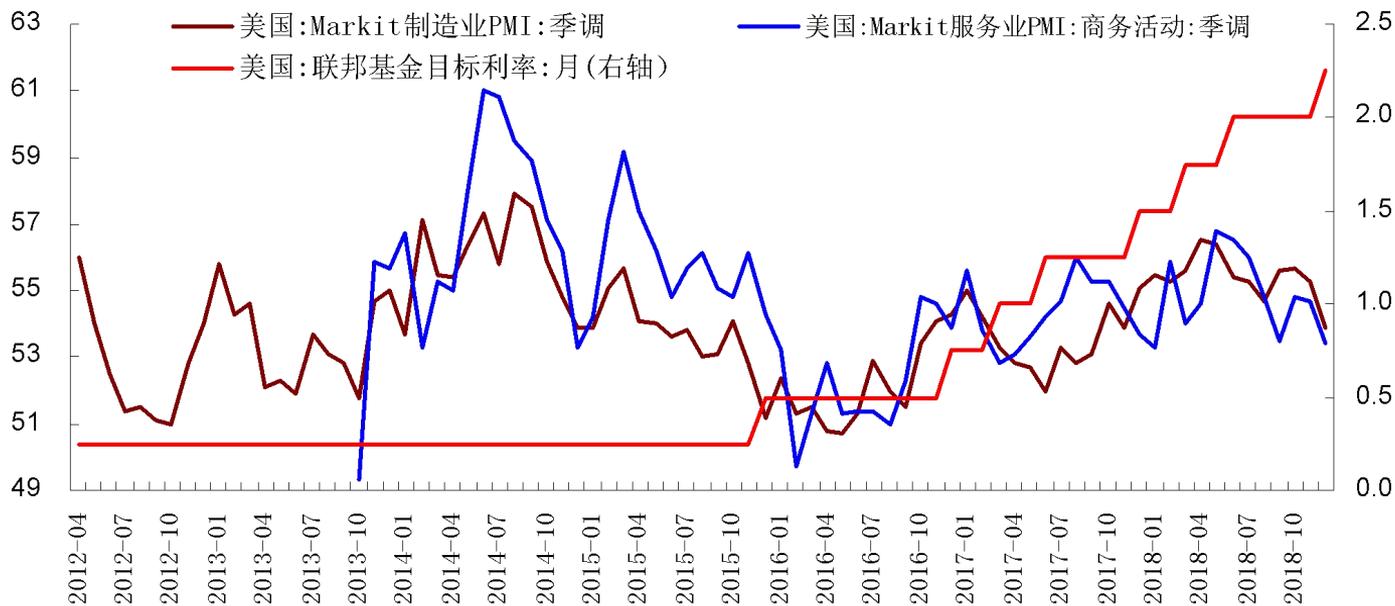


Source: Wind、国金证券研究所

1.2 美联储的持续加息会使得美国经济增长动能减弱

- 随着联邦基金目标利率的不断上调（本轮加息周期自2015年年底开始，目前已升至2.25%），美国企业融资成本上升，美国经济增长动能在减弱。

图表7：美国：联邦基金目标利率（月，%）

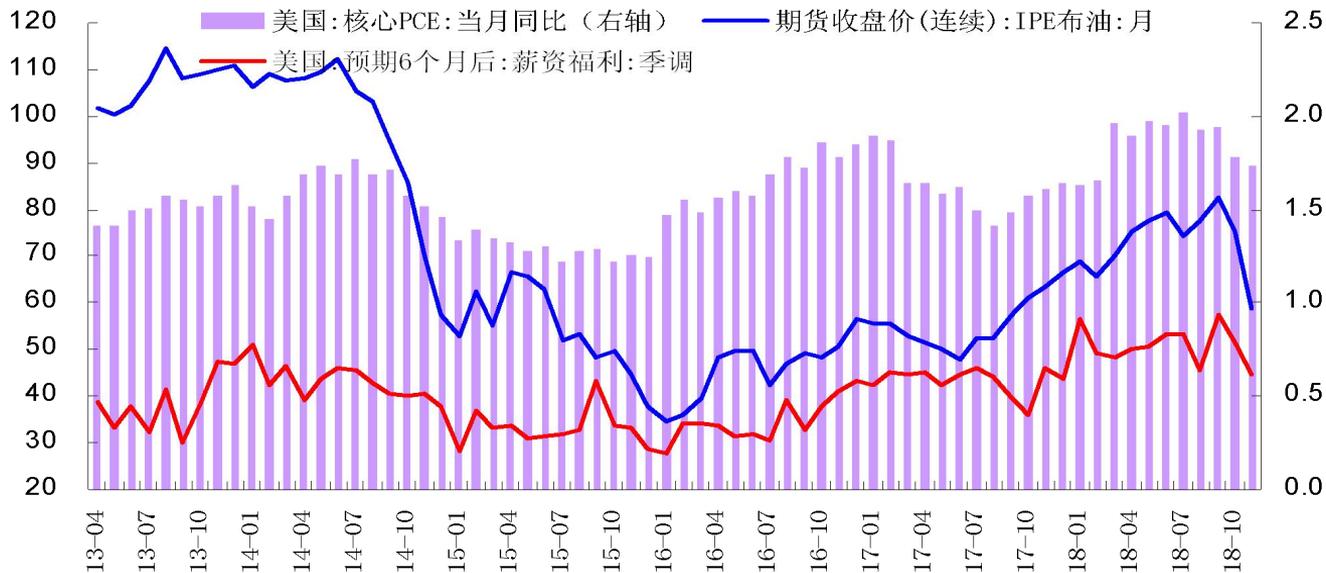


Source: Wind, 国金证券研究所

1.3 2019年美联储大概率2次加息

- 原油价格高位回落，有供给端预期增加因素，亦与预期2019年需求端疲弱有关（OECD连续下调全球经济对原油需求的预期）。IPE布油从今年10月初的高位“84.86美元/桶”下跌至最新收盘价“54.15美元/桶”。
- 当前美国核心PCE同比1.73%。原油价格的快速下跌，且美国居民薪资福利预期有所降温，我们担心2019年美国经济下行的风险胜于担心通胀的风险。

图表8: IPE布油、美国薪资福利预期与美国核心PCE (美元/桶、%)



Source: Wind, 国金证券研究所

1.3 2019年美联储大概率2次加息

- 12月FOMC会议纪要提到了一些对持续加息后“反作用于经济”的担忧。
- 期货市场最新预计2019年会有1.2次加息，相比之下，美联储在12月份FOMC给出的“散点图”所隐含的2019年加息次数有2次。

图表9：联邦利率基金期货隐含的加息次数



Source: Wind, 国金证券研究所

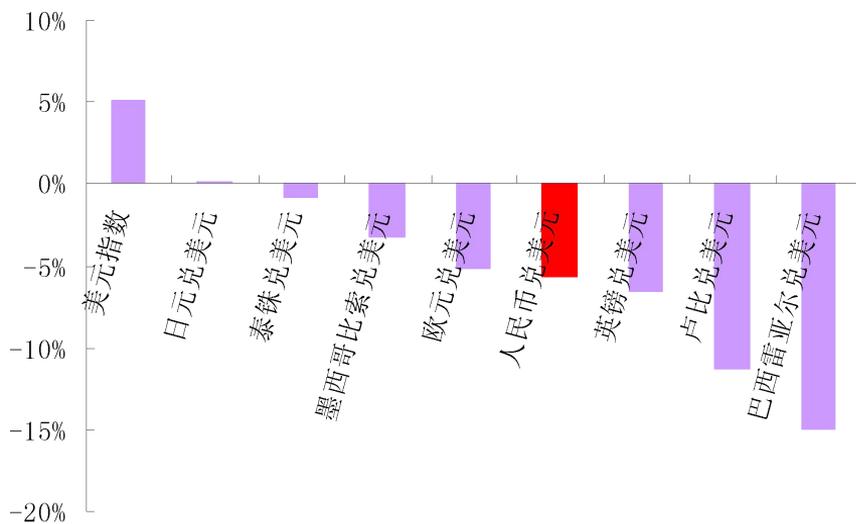
1.3 美元指数2019年难以逾越前期高点

- 2019年美国动能的减弱，美元指数继续上行的天花板已构筑。我们预计美元指数2019年难以逾越前期高点（95-100附近）。
- 预计新兴市场汇率贬值压力（尤其在2019年下半年）相较2018年有所缓解。

图表10: 美元指数、美元兑人民币



图表11: 2018年年初至今主要汇率波动 (截至12月19日)



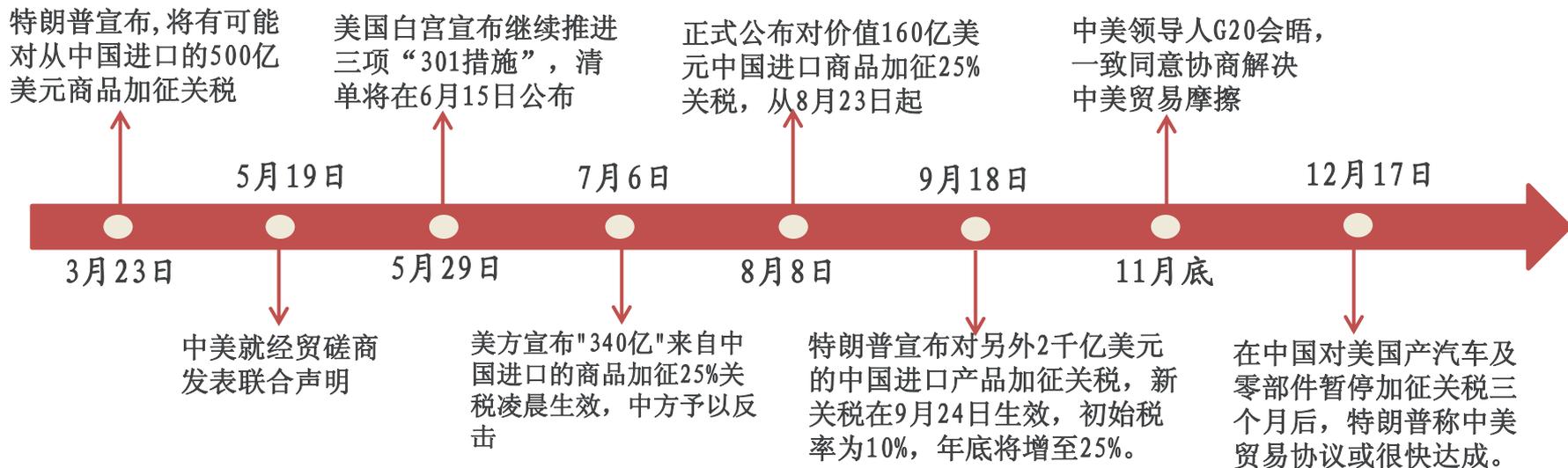
Source: Wind, 国金证券研究所

Source: Wind, 国金证券研究所

中美贸易摩擦阶段性缓解可期

2.1 中美贸易战摩擦演化过程

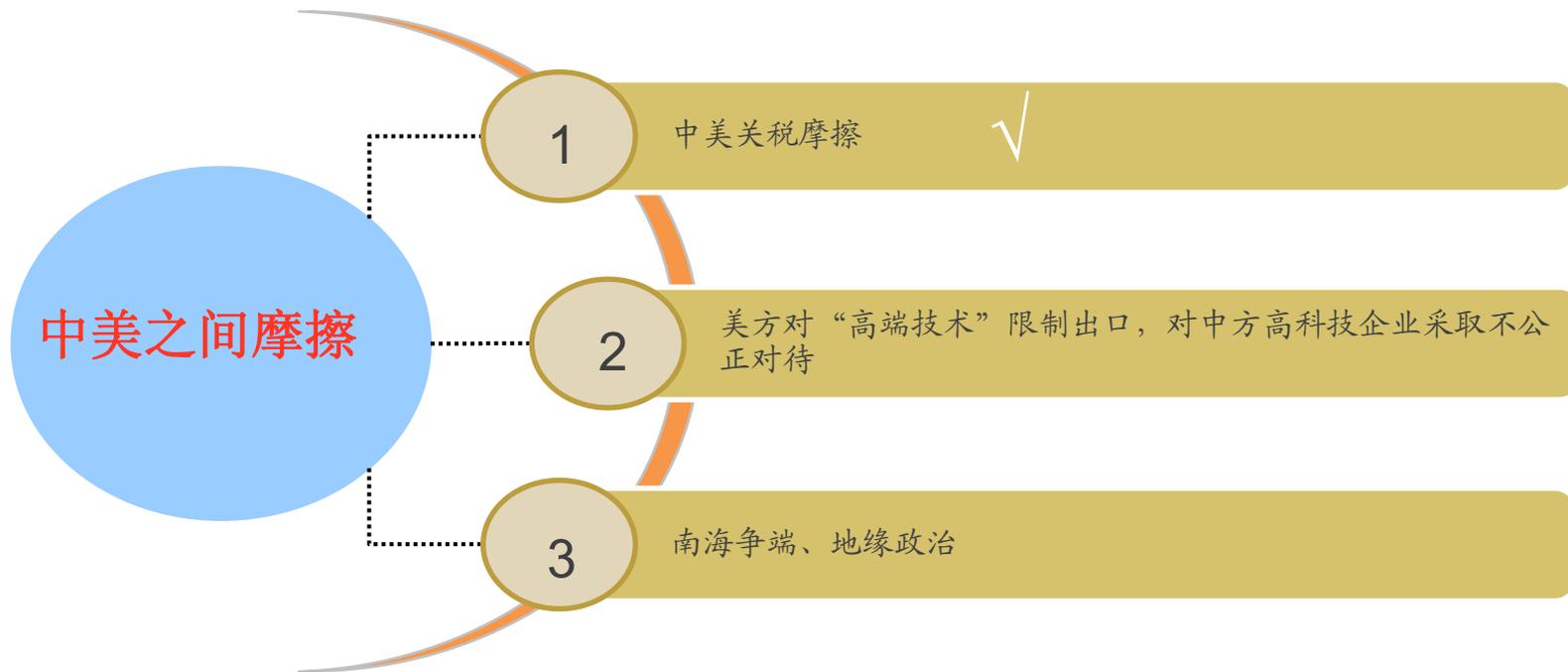
图表12: 美国对华征税主要事件



Source: Wind, 国金证券研究所

2.1 中美之间的摩擦多方面，但焦点在于“中美关税”上

图表13: 中美之间的摩擦体现多方面

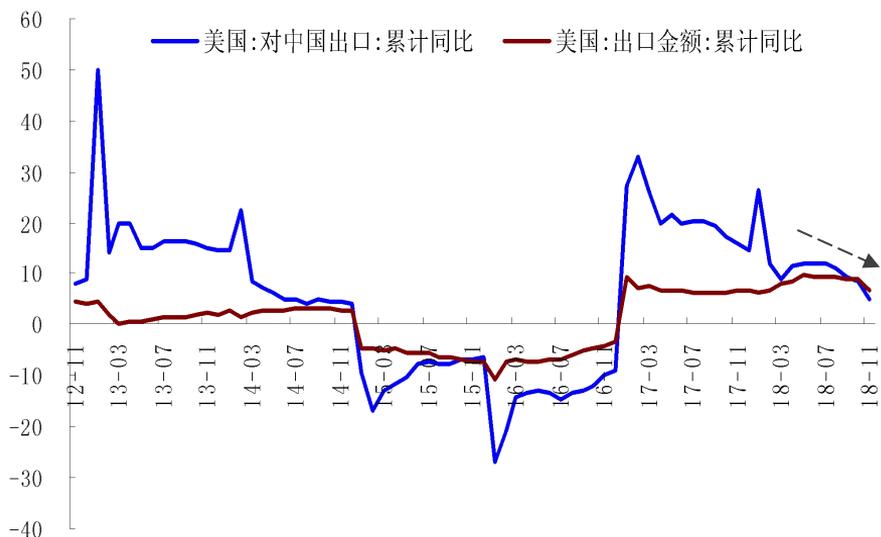


Source: Wind, 国金证券研究所

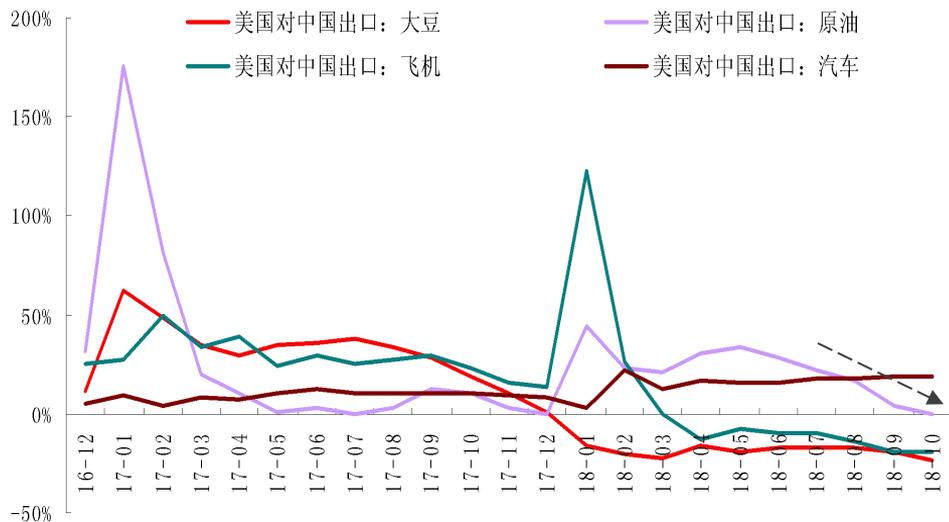
2.2 中美贸易摩擦对两国经济负面影响均有所显现

- 美国对中国出口增速自今年1-5月份累计增速11.9%回落至1-11月的5%。
- 美国主要商品（大豆、原油、飞机、汽车）对中国出口增速均不同程度的下滑。

图表14: 美国出口增速有所放缓 (%)



图表15: 美国主要商品对中国出口: 累计同比 (%)

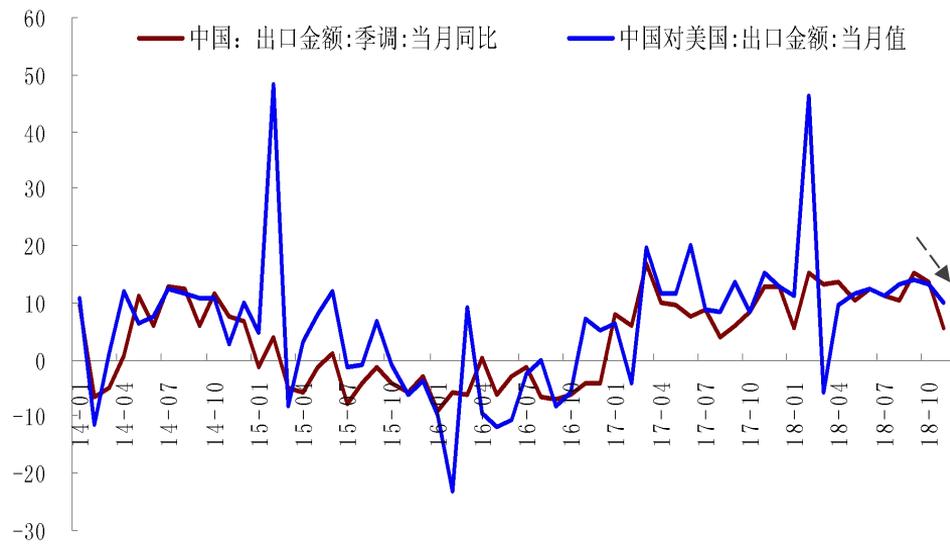


Source: Wind、国金证券研究所

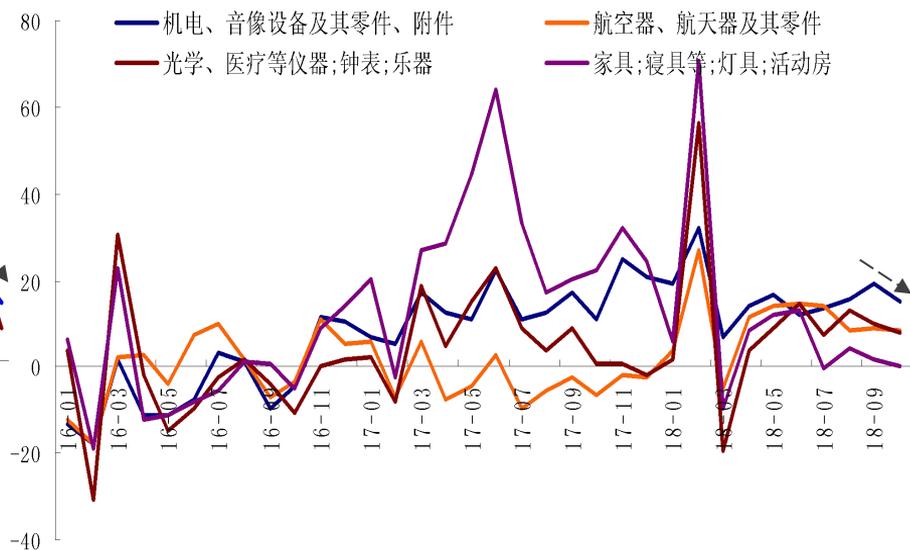
2.2 中美贸易摩擦对两国经济负面影响均有所显现

- 中国对美国出口增速自今年9月增速14.04%回落至11月的9.79%。
- 中国主要商品（机电、航空器、医疗仪器、家具）对美国出口增速均不同程度的下滑。

图表16: 中国出口增速有所放缓 (%)



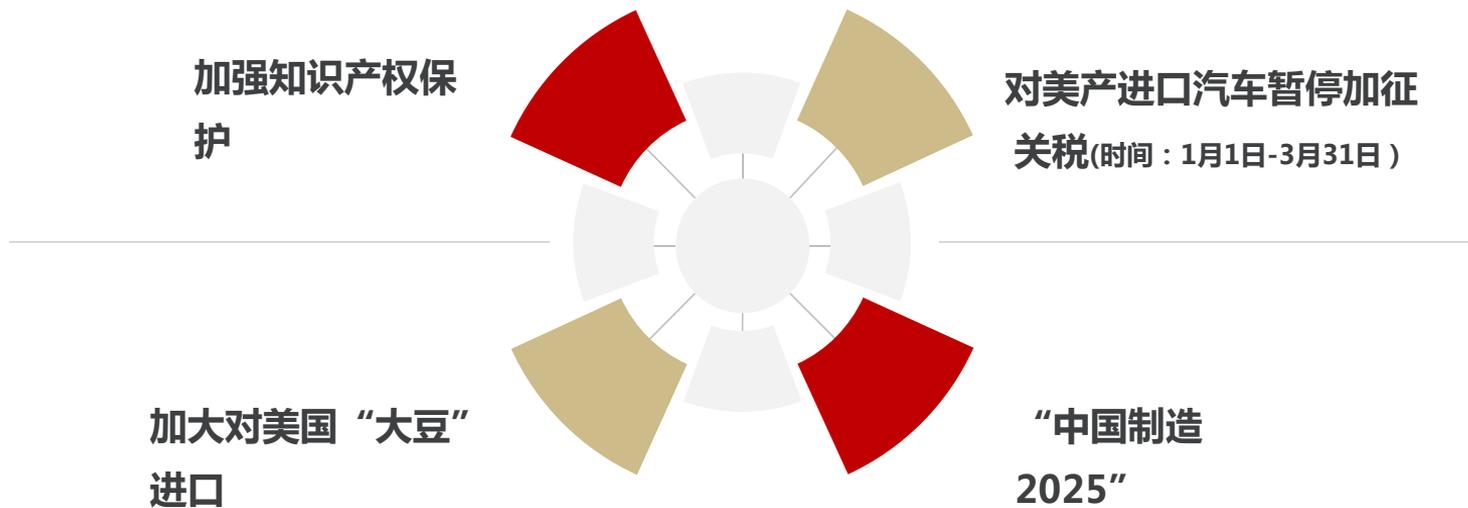
图表17: 中国主要商品对美国出口: 累计同比 (%)



Source: Wind, 国金证券研究所

2.2 中方主动伸出缓和贸易的“橄榄枝”

图表18: 中方主动伸出缓和贸易的“橄榄枝”

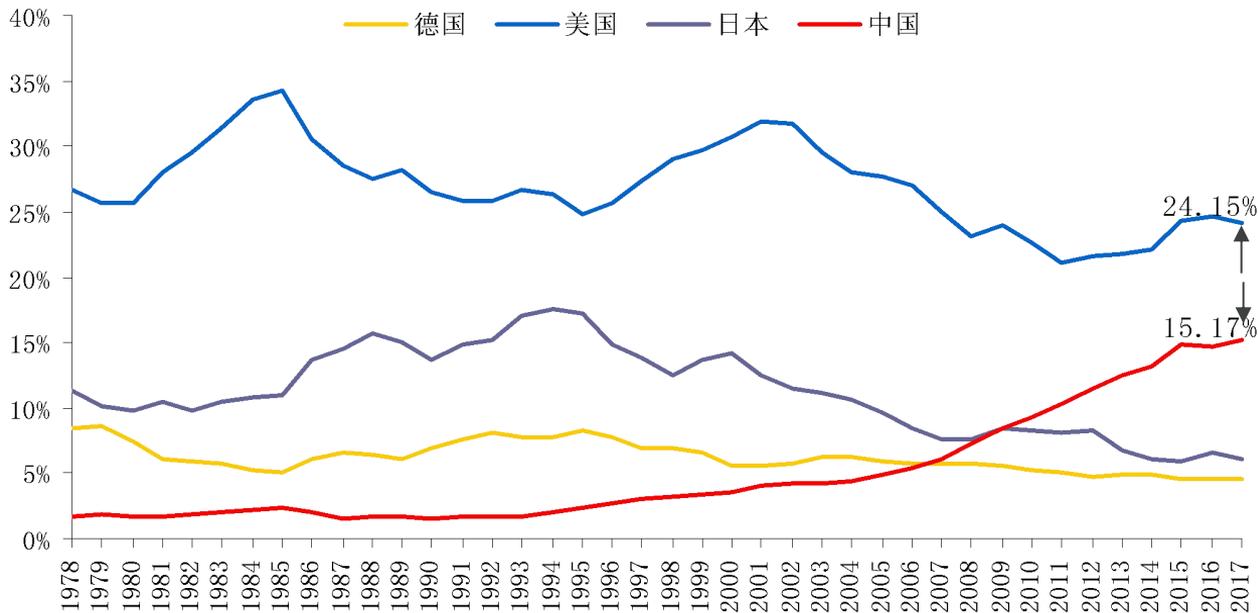


Source: Bloomberg、国金证券研究所

2.3 中美之间摩擦：中长期存在

- 修昔底德陷阱：新兴大国与守成大国的冲撞规律

图表19：中国在全球GDP的份额与美国相比，缩小至9个百分点



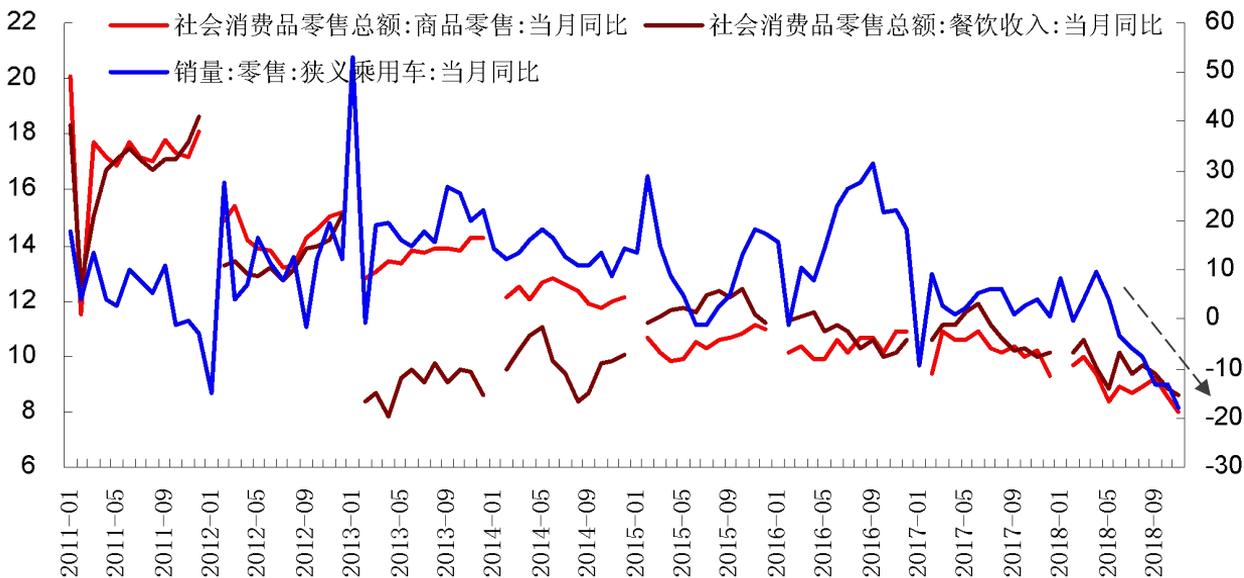
Source: Wind, 国金证券研究所

基建地产托底，“新科技”持续发力

3.1 2019年政策发力点在哪？“走放水老路、科技转型新路”结合体

- 国内经济下行压力较大，2019年这一趋势将得以延续。
- “消费、投资、进出口”等数据均显疲态。

图20: 国内终端消费数据 (%)



Source: WIND, 国金证券研究所

3.2 基建：土地市场趋冷下，2019年基建投资将托而不举

- 基建投资托而不举。在防控地方政府债务风险的背景下，2018年地方基建投资受到资金来源和债务监管的影响，增速出现了大幅下滑。
- 2019年基建投资后续弹性主要落脚点在于资金来源。基建资金来源中包括预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金，其中自筹资金占比最高，达60%左右。

图21: 基建投资: 累计同比增速 (%)

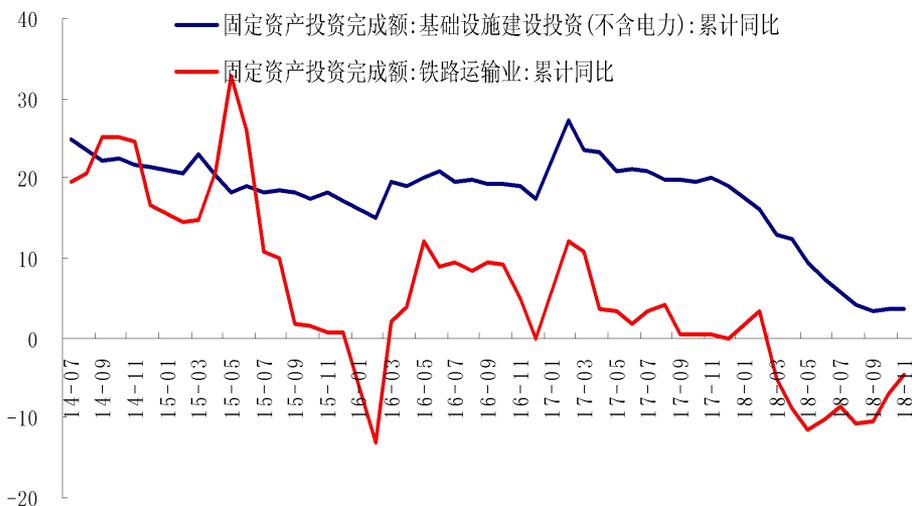
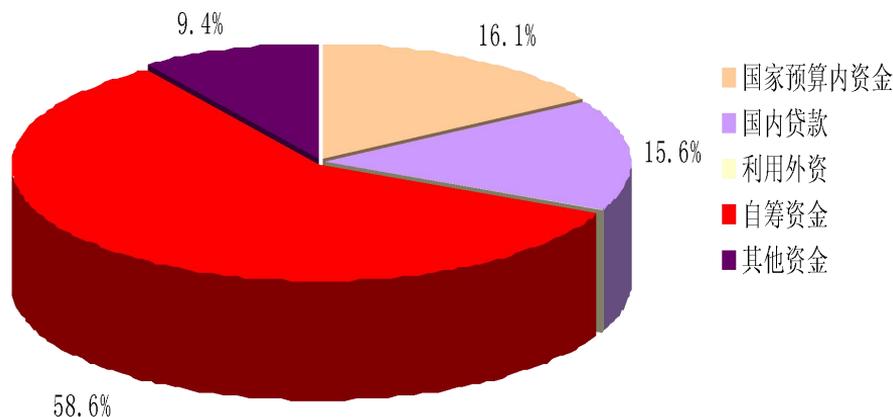


图22: 基建资金来源分布图 (2017年, %)



Source: WIND、国金证券研究所

Source: WIND、国金证券研究所

3.2 基建：土地市场趋冷下，2019年基建投资将托而不举

- 从自筹资金来看，土地市场趋冷下政府性基金支出增幅较为有限；财政严整顿和金融强监管大背景下，信托、委托贷款等表外及非标融资的扩张也有难度；而在防范化解隐性债务的背景下，城投融资也很难放开。
- 政策将“基建”作为2019年稳增长的重要抓手，更多的是依赖于地方发行专项债以及中央财政拨款，基建补短板的领域集中在中西部地区，如“西藏、贵州”等。

图23：土地出让收入占政府性基金收入（%）

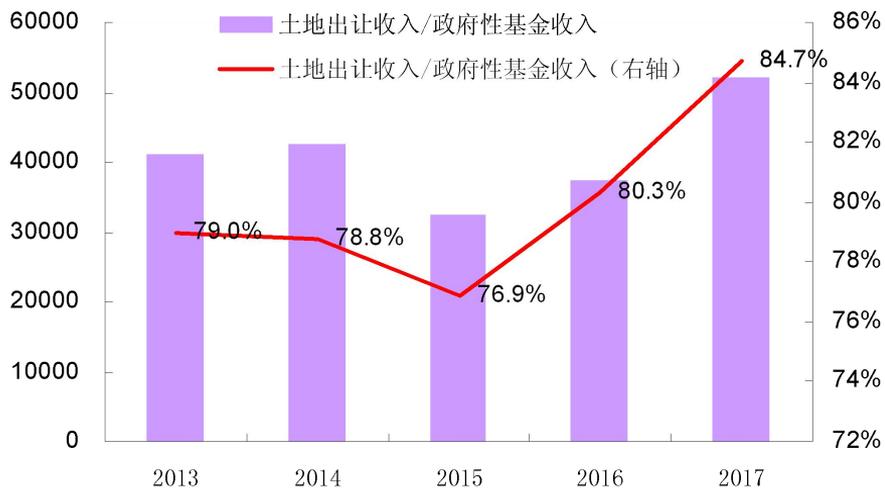
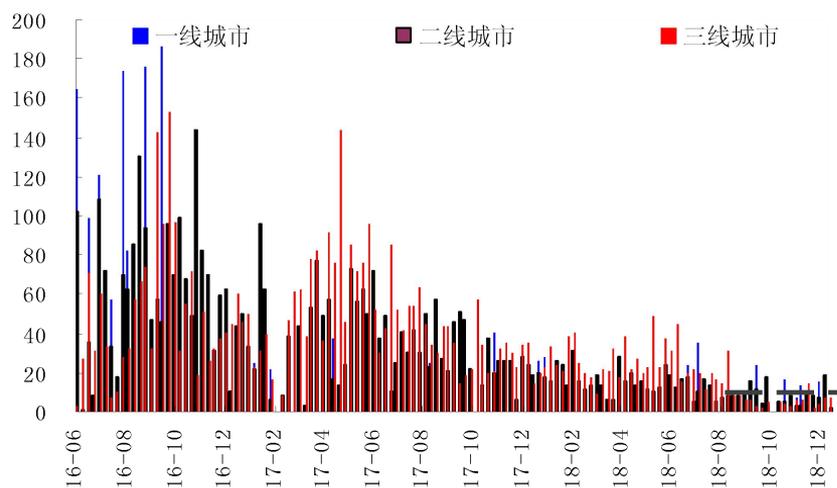


图24：100大中城市：成交土地溢价率：住宅类用地（%）



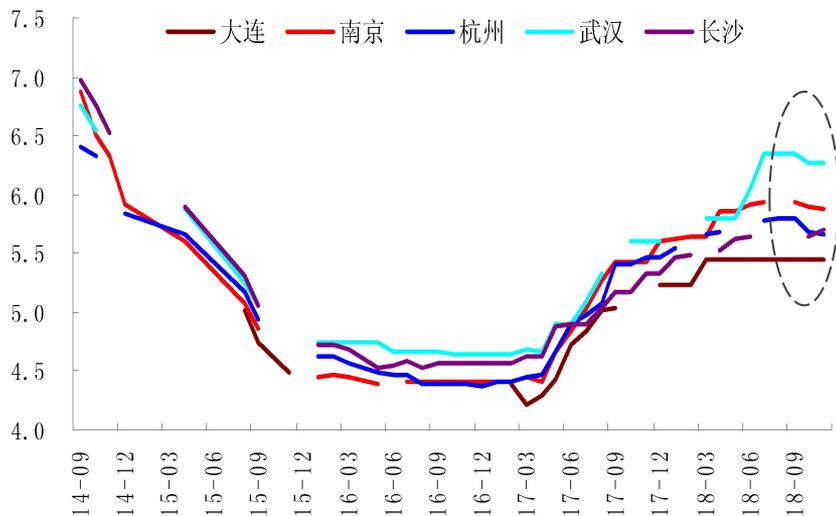
Source: WIND、国金证券研究所

Source: WIND、国金证券研究所

3.3 2019年地产政策：“因城施策”，部分三四线城市将松动

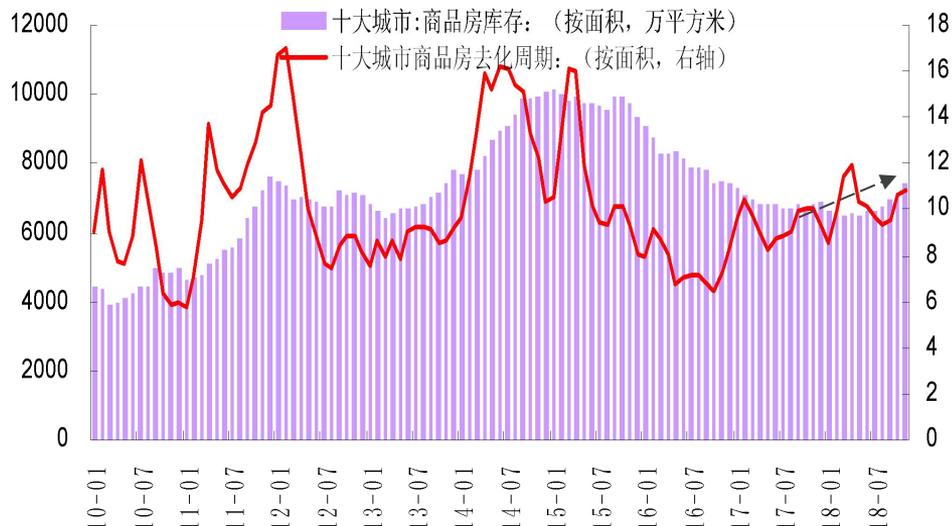
- 总体上看，按照目前疲弱销售进度，地产库存2018年四季度仍处上行通道。受监测的10个大中城市住宅库存连续六个月环比上升。去化角度，去化周期连续三个月上升。
- 预计2019年地产政策将贯彻“因城施策”，去化较慢的部分三、四线城市的地产政策有望松动。随着时间推移，地产政策松动的“城”的数量将有所增加。

图表25：首套房贷平均利率（%）



来源：Wind、国金证券研究所

图表26：十大城市：商品库存、去化周期



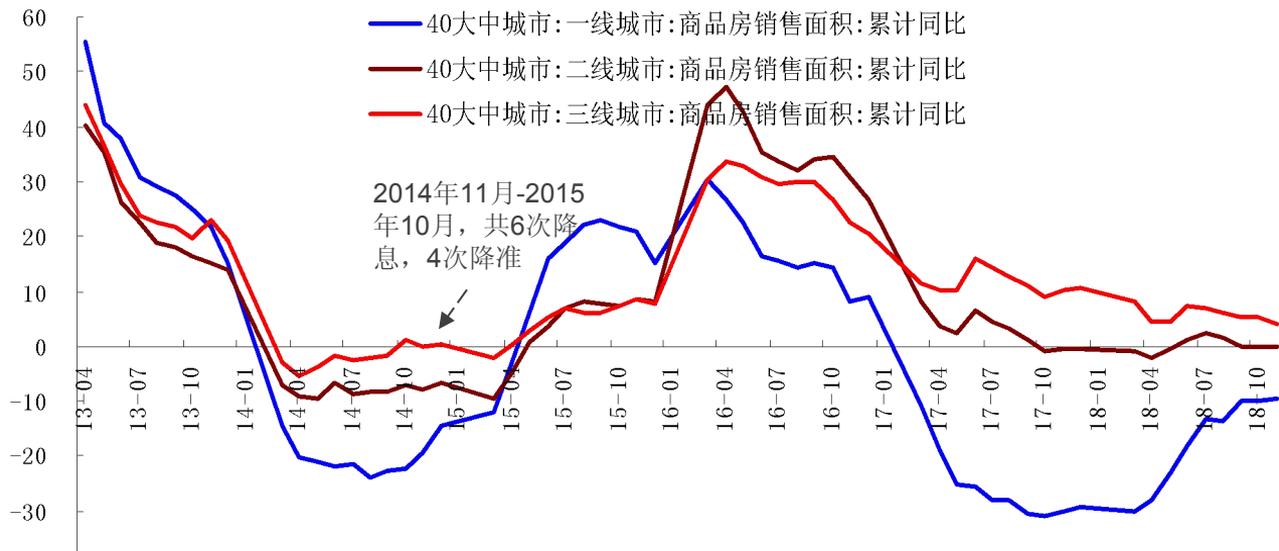
十大城市为：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。

来源：Wind、国金证券研究所

3.4 2019年货币政策：降准先行，降息时间点或在下半年

- 当前地产政策严厉（限购限贷，基准利率上调）的大背景下，可以预期的是国内地产销量将持续走弱。
- 当商品房销量转向负值区间时，往往伴随着基础利率的调整。

图表27：40大中城市：商品房销售面积（%）



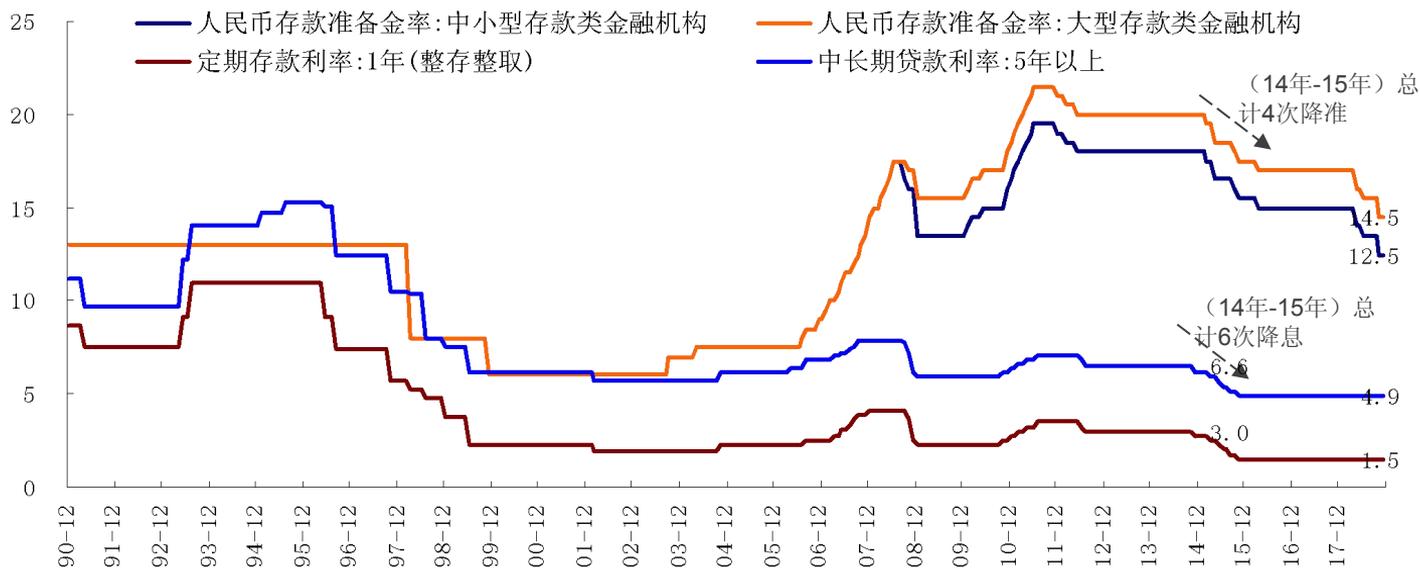
40大中城市涵盖一、二、三线城市：北京、上海、广州、深圳、天津等。

来源：Wind、国金证券研究所

3.4 2019年货币政策：降准空间较大，但降息空间有限

- 当前大型、中小型存款类金融机构存款准备金率分别为14.5%、12.5%，相比历史水平处于高位，仍具备下降空间；
- 当前1年期定期存款利率、中长期贷款利率（5年以上）分别为1.5%、4.9%，相比历史水平处于最低位，继续向下空间有限。

图表28：存款准备金率、短中长期存/贷款利率（%）

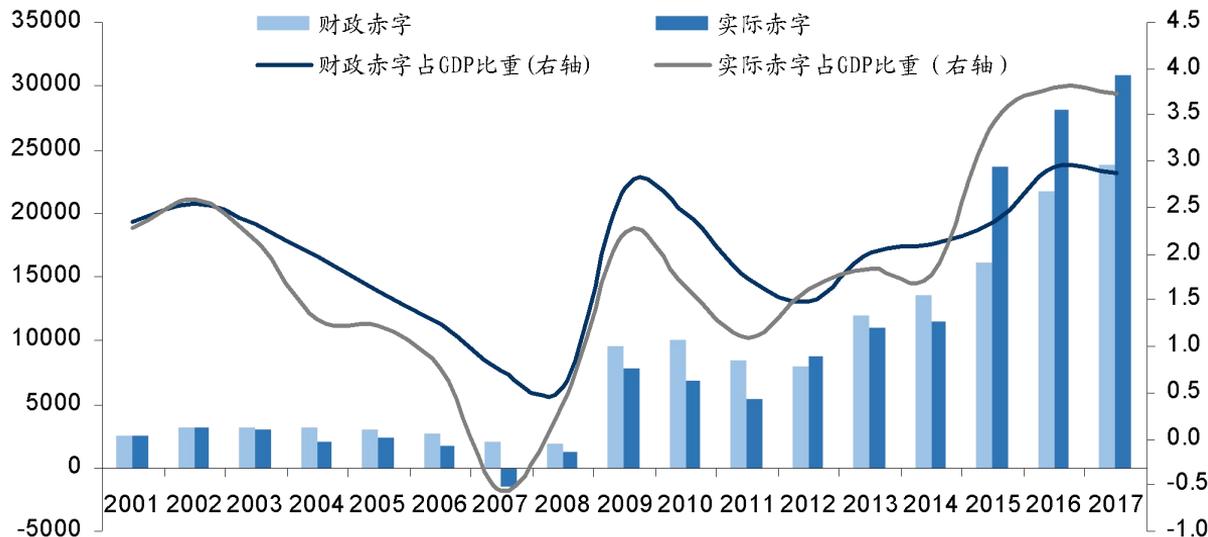


来源：Wind、国金证券研究所

3.5 2019年积极财政政策：3%赤字率目标不变

- 2019年财政赤字率或按照3%安排，大概率不会突破3%的约束。主要的原因在于：3%的财政赤字率在多年以来的财政实践中已经成为控制财政风险、金融风险的必要指标。3%的公共财政赤字率目标在财政预算执行过程中的约束性较差，不排除2019年财政赤字率目标不超过3%。

图表29：历年财政赤字和实际赤字对比（亿元，%）



来源：Wind、国金证券研究所

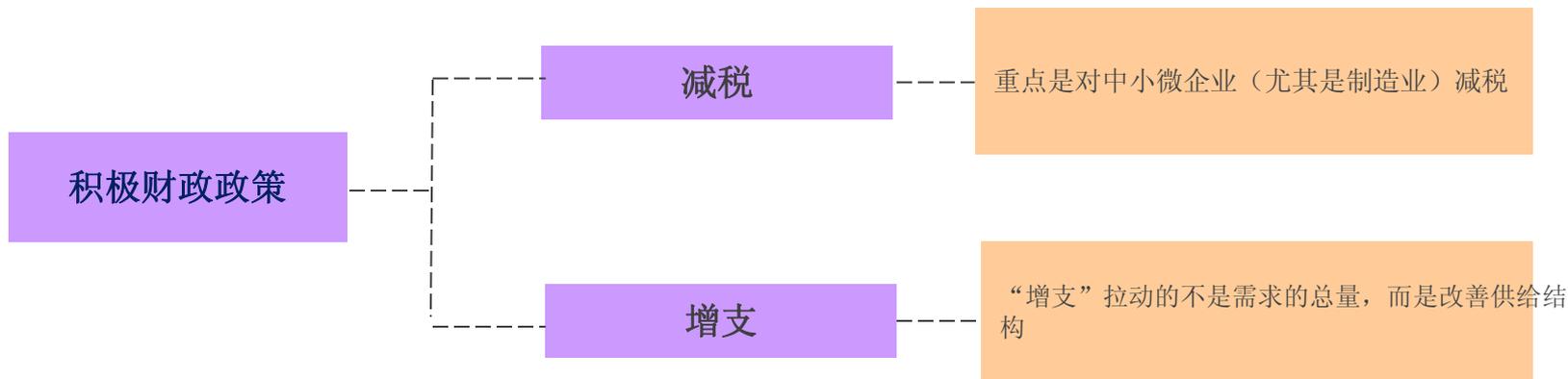
3.5 2019年积极财政政策：3%赤字率目标不变

- 10月7日，刘昆部长接受新华社记者采访回应经济热点问题时强调，“减税和增支是积极财政政策发力的两大工具”。

1) **减税**：重点是对中小微企业（尤其是制造业）减税。期待2019年“增值税三档并两档，且税率再下调”。

2) **增支**：在党的十九大报告中，对“增支”做了相关阐释，即发挥投资对于优化供给结构的关键作用。“增支”拉动的不再是需求的总量，而是改善供给结构，这与我们前面论述的“基建投资”的观点是一致的。

图表30：积极财政政策着力点



来源：Wind、国金证券研究所

3.6 增值税改革：“公用事业、建筑、地产”等行业受益明显

- 情景假设1：“若增值税并两档，且分别下调1%，对A股上市公司减税规模达1880亿；情景假设2：“若并两档，且分别下调3%、1%”，对A股上市公司减税规模达约2781亿。上述情景假设分别占A股上市公司总利润的4.57%、6.76%。
- 增值税改革受益的行业：“公用事业、建筑、地产、交通、通信、采掘、计算机”等。

图表31：增值税减税后，少缴增值税规模占利润总额比重（基于2017年上市公司年报数据）

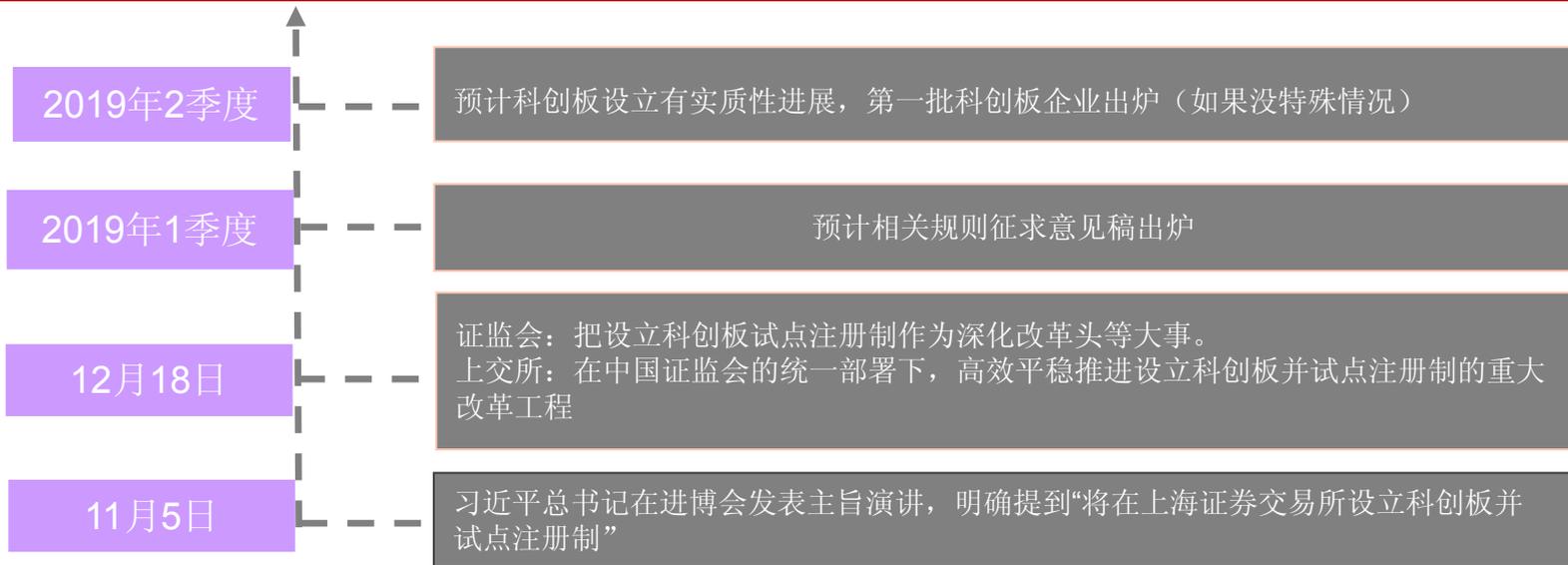
行业	情景1:并两档, 下调1%	情景2:并两档, 分别下 调3%、1%	行业	情景1:并两档, 下调1%	情景2:并两档, 分别下 调3%、1%
	(15%-5%)	(13%-5%)		(15%-5%)	(13%-5%)
公用事业	22.60%	22.79%	综合	2.83%	7.58%
建筑装饰	17.62%	17.68%	传媒	2.70%	3.33%
房地产	11.33%	11.36%	建筑材料	2.55%	6.89%
交通运输	5.90%	6.04%	钢铁	2.50%	7.63%
通信	4.80%	12.18%	医药生物	2.32%	6.99%
采掘	4.67%	14.25%	轻工制造	2.25%	6.84%
计算机	4.18%	6.07%	家用电器	2.25%	6.84%
有色金属	3.78%	11.55%	银行	2.21%	2.21%
化工	3.67%	11.19%	非银金融	2.17%	2.20%
电气设备	3.20%	8.53%	汽车	2.15%	6.43%
国防军工	3.12%	8.76%	农林牧渔	2.14%	3.68%
机械设备	2.89%	8.70%	电子	2.11%	6.40%
休闲服务	2.89%	3.27%	商业贸易	1.97%	5.89%
纺织服装	2.86%	7.69%	食品饮料	1.88%	5.74%

来源：Wind、国金证券研究所

3.7 科创板：增量改革，资本市场深化改革的头等大事

- 11月5日，习近平总书记在进博会发表主旨演讲“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。”
- 科创板的设立意义重大。证监会：科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板。强调了科技创新仍然是未来社会经济发展的主基调，必将给中国资本市场的生态带来巨大改变。

图表32：科创板推进时间表



3.7 科创板：增量改革，服务高新科技类企业

- 目前来看，市场至少已对四点看法达成基本共识：1) 重要的场内市场，是增量改革，而非对存量；2) 注册制并非不进行审核，注册制审核的核心是信息披露；3) 科创板会实施严格退市制度；4) 为“符合国家战略，掌握核心技术，市场认可度高的高新技术产业和战略性新兴产业”来服务。
- 预计“首批”科创板上市公司偏“硬科技”为主。

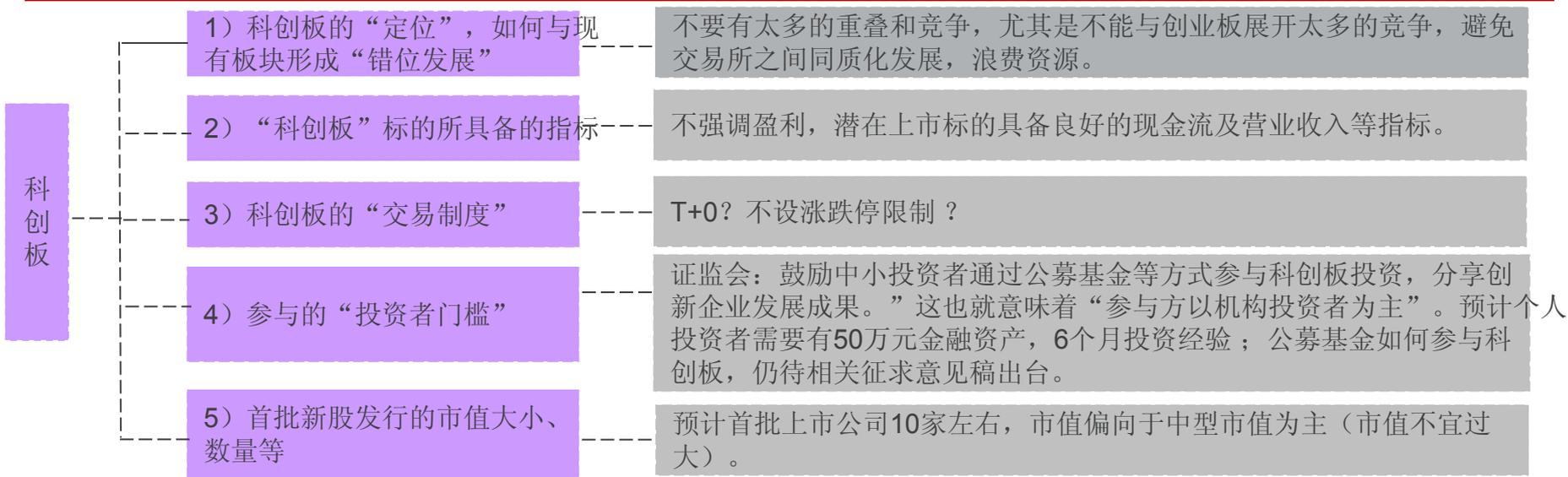
图表33：“科创板”重点服务的九大产业



3.7 科创板：增量改革，需“缜密、稳妥”的推进

- 科创板的设立是一项复杂的、系统性的增量改革工程，需“缜密、稳妥”的推进。如何既能避免不对当前存量A股市场产生大的冲击（资金分流），又能成为一个“给国内高技术、高成长的创新企业带来更多展示的机会，且为它们快捷募集资金、快速推进科研成果资本化带来便利的”重要场所，成为资本市场设计者所应考虑的问题。
- 市场普遍关注的五大核心问题（图表34），需“相关规则征求意见稿”的出台来进一步明确。

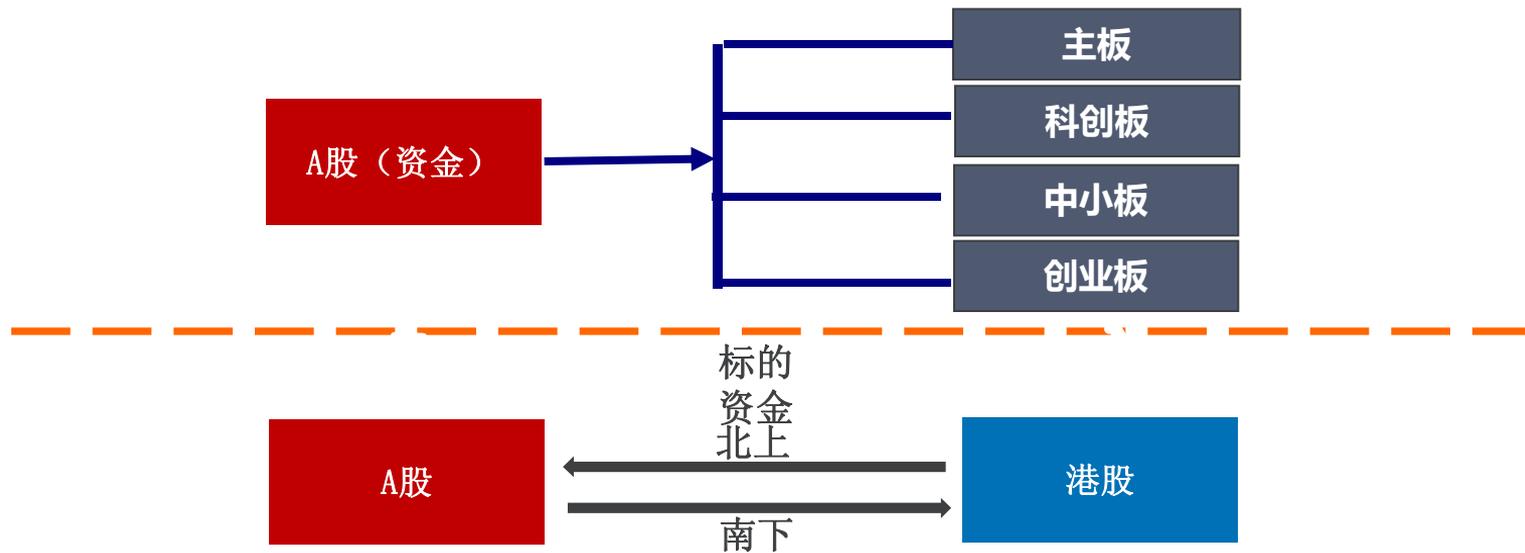
图表34：“科创板”的设立涉及五大核心问题



3.7 科创板：增量改革，服务高新科技类企业

- 何谓增量改革呢？旧有的体制、资产、利益格局沉淀已久，简单推倒重来阻力重重，一刀切式地力推容易激发交易者间矛盾，处理不好还可能引起动荡。
- 为保持市场平稳运行，不造成与其他板块明显的资金分流，我们预计“科创板”首批IPO融资规模不会过大。

图表35：“科创板”的开通VS沪深港通的比较



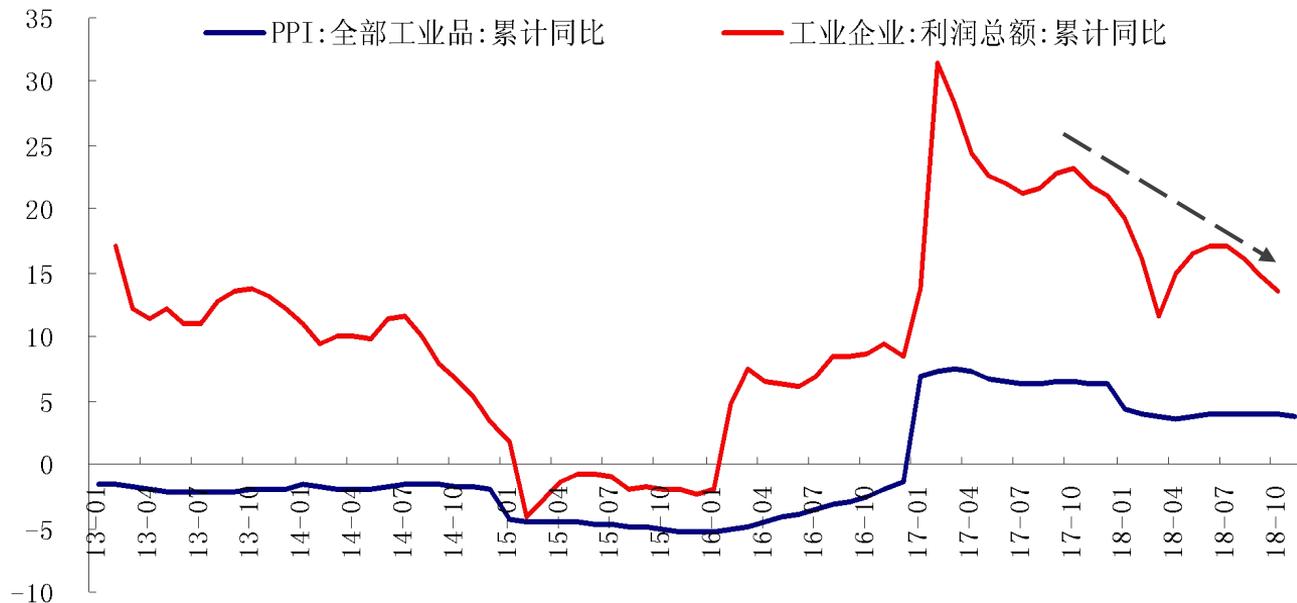
Source: Wind, 国金证券研究所

“货币衰退式宽松” 叠加 “A股估值低位”

4.1 经济处于下行周期

- 经济处于下行周期。PPI累计同比增速由年初的4.3%下行至1-11月份的3.8%；工业企业利润总额由年初的19.2%下行至1-10月份的13.6%。

图36: PPI和工业企业利润增速大幅下滑 (%)



Source: WIND、国金证券研究所

4.2 货币衰退式宽松

- 货币衰退式宽松现象日益明显，且2019年仍将延续。自2018年3月底以来，票据利率（无论是转贴，还是直贴利率）均出现了快速的下行，目前（截至12月21日），票据转贴利率：6个月回落至2.55%，处于2011年以来历史低位水平。

图37： 票据转贴、直贴利率：6个月（‰）

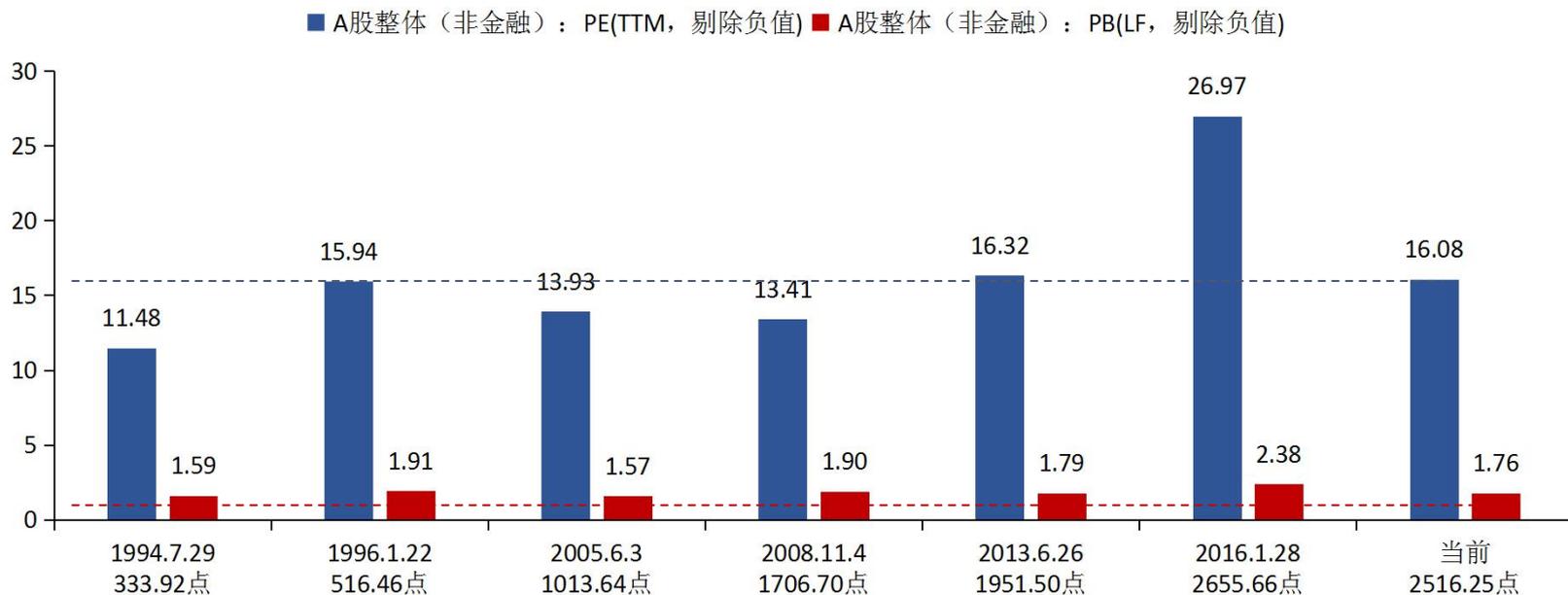


Source: WIND、国金证券研究所

4.3 当前A股估值处于历史低位

- 当前A股整体（非金融）：PE（TTM，剔除负值）为16.08、PB（LF，剔除负值）为1.76，均处于历史低位。

图表38：最新估值与历次底部市盈率、市净率比较：全A（非金融）

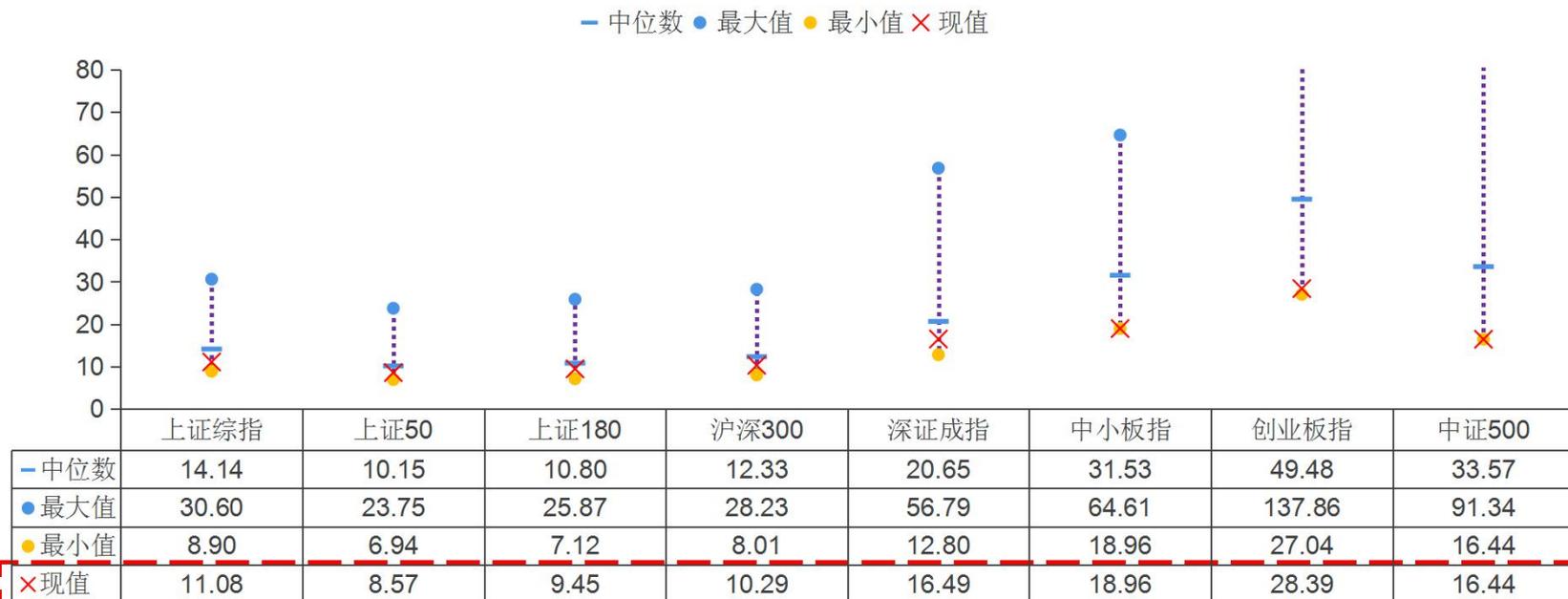


Source：Wind、国金证券研究所；注：横轴时间和点位为历次上证综指见底时间和对应的点位。

4.4 当前A股估值处于历史低位

- 当前A股主要股指所对应的PE估值，均处于历史低位。

图表39: A股主要指数PE (TTM)



Source : Wind、国金证券研究所

4.5 利率与估值之间的关系

- 一般来讲,资金面越宽松,越有利于A股估值(PE)的提升;资金面越紧张,A股估值(PE)面临着向下调整的压力。但A股实际运行过程中,利率与估值之间有时并非负相关关系(如2017年10月份以来)。
- A股估值的提升与否,与“在特定的资金面松紧背景下,投资者对A股盈利未来预期变化”有较大的关系。

图表40: 利率与估值之间的关系(% , 倍)



Source : Wind、国金证券研究所

4.6 万事俱备，只欠“对A股盈利未来改善的预期”

- 预计全A、全A（剔除金融）、全A（剔除金融两油）2018年、2019年业绩增速分别为：8.50%、13.30%、11.00%；2.00%、1.00%、-1.50%。
- 考虑到宏观经济运行趋势，另企业并购重组对业绩影响等，我们预计2019年A股企业盈利大概率Q2见底，Q3回升。

图表41：A股企业盈利大概率Q2见底，Q3回升

业绩增速 (%)	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31 (E)	2019/03/31 (E)	2019/06/30 (E)	2019/09/30 (E)	2019/12/31 (E)
全A	5.79%	18.12%	8.50%	3.00%	-3.20%	-1.00%	2.00%
全A（剔除金融）	22.67%	31.31%	13.30%	5.40%	-5.00%	-2.60%	1.00%
全A（剔除金融两油）	23.79%	30.59%	11.00%	4.30%	-6.50%	-3.50%	-1.50%
金融	-5.19%	7.16%	5.00%	5.00%	5.20%	5.30%	5.50%
主板	3.25%	19.52%	9.00%	3.80%	-2.00%	0.50%	3.00%
中小板	30.55%	19.05%	3.50%	-4.00%	-8.00%	-2.00%	4.00%
创业板	35.89%	-16.39%	-8.00%	-5.00%	-7.50%	-4.30%	5.00%

Source : Wind、国金证券研究所

**A股策略：绝处逢生，由“反复筑底”到“结构
牛市”**

5.1 2019年A股策略：绝处逢生，由“反复筑底”到“结构牛市”

- 站在当前时点，我们预判**2019年A股市场**将由“反复筑底”到“结构牛市”。①年初不急于进攻，静待科创板相关细则出台，静待企业盈利年报/一季报的披露；②上半年仅存在交易性行情（如2月份等），参与的同时需注意降低预期收益率。
- 当前**A股**处于历史估值的低位，待其风险逐步释放后，我们认为趋势性机会也就悄然而至了，整体来看，**2019年A股**机会远大于风险。从**A股**运行节奏来看，我们更看好市场下半年**A股**结构性的机会，券商&新兴成长优于传统蓝筹板块。

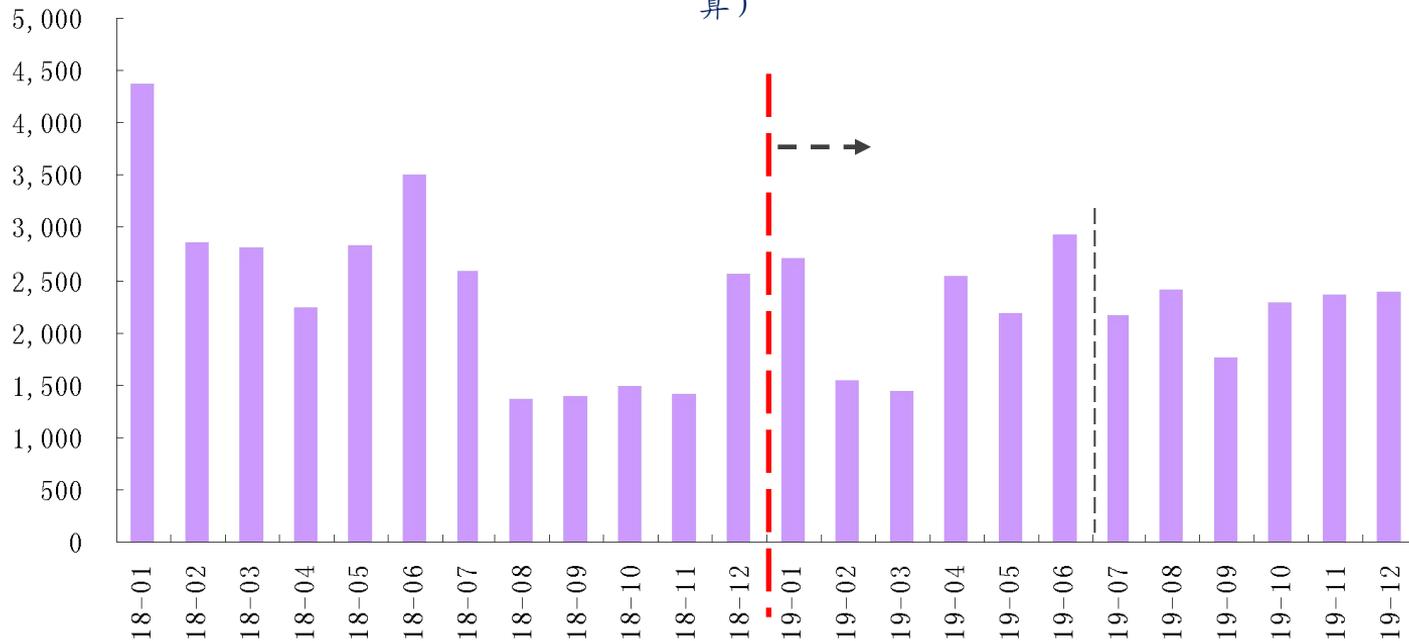
1) 上半年制约**A股**上行的困局仍在于企业盈利，**A股**大概率处于“反复筑底”的阶段。国内经济处于下行周期，**A股**企业盈利承压；另外美国缩表步伐并未完全中止，新兴市场资金面存在“跷跷板”效应；最后，**A股**上半年面临“资本市场增量改革”，即科创板设立的推进，对短期**A股**市场的运行带来一定的不确定性，市场需科创板的相关运行细则出台，进而有更加明确的预期。

2) 我们判断**A股**在**2019**年下半年有望走出一轮“结构牛市”。预计上半年多次降准，在二季度中后期或者三季度国内开始实施降息，市场对**A股**企业盈利改善的预期将逐步得到修正。下半年，**A股**将处于“美国停止加息、国内资金面宽裕、本币升值、企业盈利见底回升，并叠加**A股**估值整体低位”的环境中，利于**A股**风险偏好的回升。

5.2 2019年A股潜在解禁规模环比下降9.11%，有助于结构性行情的展开

- 以2018年12月21日收盘价测算，2019年全年A股潜在解禁规模较2018年整体有所下降，幅度约9.11%。2018年、2019年A股潜在解禁规模分别为：2.945、2.676万亿。

图表42：A股潜在解禁压力分布（月度，亿元，以2018年12月21日收盘价测算）



行业推荐：券商&TMT（“创新成长”迎配置时代）

6.1 传统周期产业难有系统性投资机会

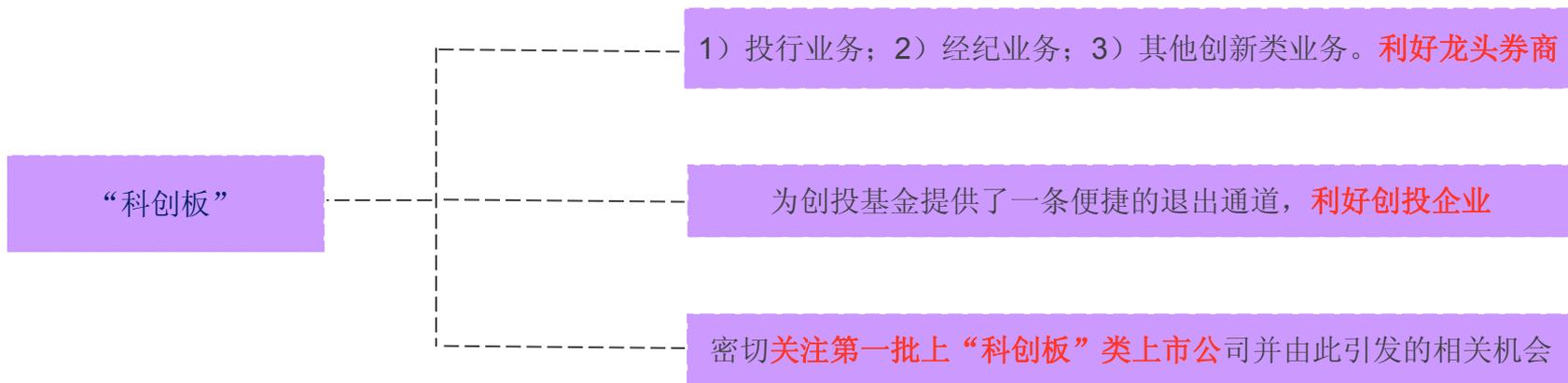
图表43: 诸多因素制约着传统周期产业股价提升的空间



6.2 科创板设立并试点注册制意义重大，龙头券商、部分创投股受益

- 科创板的设立并有实质性进展，成为2019年上半年相对确定性的事宜。科创板的设立对中国的资本市场改革，对中国创新创业的民营企业的意义重大。
- 科创板实施注册制，且交易制度的创新，“龙头券商”将受益；此外，为创投基金提供了一条便捷的退出通道，利好创投企业。

图44：“科创板”的设立将衍生出的配置思路

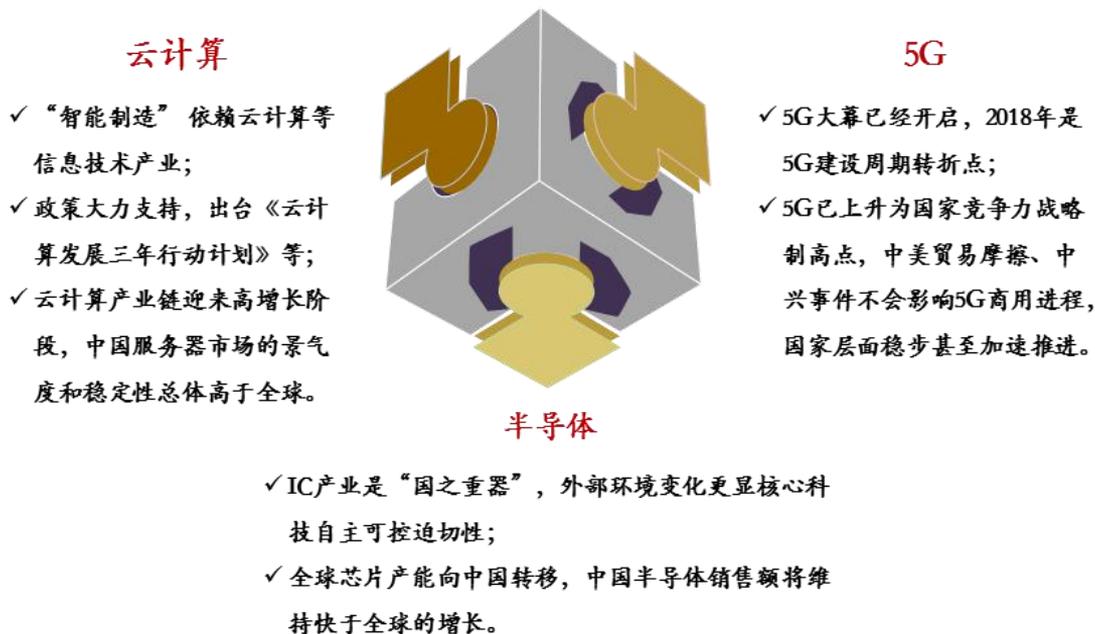


Source: Wind, 国金证券研究所

6.3 科技兴国，提高生产效率

- 高新技术产业，具体到细分行业，相对更看好“云计算、5G、半导体、人工智能、芯片等”。

图45：高新技术产业-云计算、5G、半导体



Source: Wind、国金证券研究所



国金证券
SINOLINK SECURITIES

THANKS

2018/12/31