

积本求原，行稳致远

2019 年中期策略报告

2019 年 06 月 04 日

上证综指-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-6.12	-4.54	-6.51
沪深 300	-7.19	-4.27	-4.61

罗琨

分析师

执业证书编号: S0530519050001  
luokun1@cfzq.com

0731-89955773

相关报告

- 《策略报告：外部不确定性本月将落地，股指将在观望情绪中维持震荡》 2019-06-03
- 《策略报告：股票精选月度报告-2019 年 6 月(第三期)》 2019-05-29
- 《策略报告：两融余额环比下降，融资买入额继续净流出-融资融券周报第 203 期》 2019-05-28
- 《策略报告：维持仓位不变占多数，走势均衡成主流预期-『财富投资者行为大数据调查第七十八期』》 2019-05-28
- 《策略报告：周策略点评(5.27-5.31)：外资持续净流出创历史，不确定性使市场将继续维持震荡基调》 2019-05-27

投资要点

- 我们在 2019 年度策略中指出“市场最悲观的时候已经过去，新一轮行情正在孕育当中，2019 年，纯粹从指数上来判断，大盘有望上涨至 3000 点以上”，在 2019 年第二季度策略中指出“市场已经大概率进入牛市初期，但经历过一季度的快速估值修复后，二季度 A 股大概率迎来震荡整理，全年将呈现震荡上行的趋势。”市场走势验证了我们的判断。站在现在展望下半年，投资者最关心的问题：中美贸易谈判不顺利的阴影下，下半年市场是否又会回到去年的情况？
- 在贸易摩擦中，行稳即胜出。**中短期来看，中美经贸关系依然有较多不确定性。即便有一个符合双方利益的谈判结果，结合近期美国对华为、海康威视、大华股份等中国高科技企业的技术、产品、芯片封锁来看，美国与中国的关系不仅仅是一纸贸易协定可以简单的解决问题的，两国的竞争早已上升到科技战、话语权之战，这种竞争将长期存在，并成为中国发展的制约因素，同时也是倒逼中国科技行业独立自主发展的动力因素。
- 企业盈利拐点迟到但不会缺席。**传统行业在 2016 年供给侧改革以来把握住盈利上行周期时间窗口，对 2011 年以来的资产负债表风险进行了出清；而新兴产业则利用 2018 年年底流动性好转的窗口，对 2015 年并购高潮后形成的巨大高誉压力进行了“集体”出清。2019 年，A 股企业的资产负债表压力减轻，宏观流动性好转，现金流情况好转。A 股 2019Q1 盈利与宏观经济基本同步，但高频数据显示二季度经济增长可能继续承压，A 股盈利拐点或将推迟至三季度末、四季度。
- 积本求原，行稳致远。**展望下半年，若 6 月底中美贸易谈判不顺，美国对中国加征剩下的 3000 亿关税，沪指将在 2700 点附近承受较大压力，但在风险集中释放后，市场若出现非理性下跌即是较好布局时机，整体看下半年市场将围绕在 2700-2900 区间震荡；若中美贸易谈判相对顺利，中美停止互相加征关税，市场将迎来情绪上的修复，下半年沪指将围绕 2900-3200 点震荡向上，在纳入 MSCI、富时罗素、标普指数的背景下，外资流入、国内资金的配置力度加大，沪指有望突破前期高点。在这种不确定性较多的背景下，我们认为选股思路应为“积本求原”，更需要关注工业企业利润的变化趋势，把握住业绩主线方可临危不惧，行稳致远。配置方面，我们看好大金融、必选消费以及高端制造，关键词是“2C”龙头、“自主可控”，建议超配银行、非银金融、食品饮料、商业贸易、医药生物、通信以及建筑材料，概念方面建议关注半导体、科创板概念股、5G 产业链。
- 风险提示：美国加征 3000 亿关税，国内宏观经济下行，海外经济疲软**

## 内容目录

<b>1 全球经济增长承压，宏观经济仍在探底</b>	<b>5</b>
1.1 工业经济增长疲软，制造业拖累投资增速	5
1.2 一季度出口超预期，消费疲软刺激政策待推出	7
1.3 海外经济增长乏力，下半年出口将承压	9
<b>2 流动性整体供给充裕</b>	<b>10</b>
2.1 国内货币市场流动性整体充裕	10
2.2 外资流入暂时休整，但不改长远布局趋势	11
<b>3 中美贸易问题将长期存在</b>	<b>15</b>
<b>4 科创板稳步推进，新经济成长沃土</b>	<b>17</b>
<b>5 企业盈利有所好转但仍显乏力</b>	<b>19</b>
5.1 剔除商誉减值，2019 年表现如何？	19
5.2 ROE 拆解：A 股盈利下滑趋势企稳	21
5.3 企业盈利拐点将推迟至年底、2020 年初	25
<b>6A 仍然处于牛市起步阶段</b>	<b>26</b>
6.1 逻辑被证伪，节奏将调整	26
6.2 关注 6 月底谈判结果，下半年更关注业绩	27
6.3 策略配置建议：牛市启动的条件	28
<b>7 风险提示</b>	<b>31</b>
7.1 制度性风险	31
7.2 宏观经济风险	31

## 图表目录

图 1：PMI 及分类指数趋势	5
图 2：六大发电集团旬度发电耗煤、同比增速 (%)	5
图 3：工业增加值同比和季调环比增速 (%)	5
图 4：规模以上工业企业利润增长 (%)	5
图 5：固定资产投资累计同比增速 (%)	6
图 6：第一、二产业投资同比增速下降较快 (%)	6
图 7：财政支出累计同比增速 (%)	6
图 8：房屋施工、开工、竣工面积累计同比 (%)	6
图 9：4 月出口金额增速大幅回落 (%)	7
图 10：净出口对 GDP 增长贡献 (%)	7
图 11：社会零售总额同比下降趋势 (%)	7
图 12：各类消费对比 2019 年增速均有回落 (%)	7
图 13：社会零售品销售额同比增速 (%)	8
图 14：CPI 同比增速 (%)	8
图 15：PPI 同比、环比增速	8
图 16：摩根大通全球经济景气指数	9
图 17：海外主要经济体制造业景气指数	9
图 18：美国国债收益率长短期利差倒挂	10
图 19：货币增速与名义 GDP 匹配 (%)	11

图 20: 银行间资金利率 3 月后上行.....	11
图 21: A 股潜在收益率、十年期国债收益率相交.....	11
图 22: QFII/RQFII 投资额度持续提升.....	12
图 23: 央行口径外资持股共 1.68 万亿股票资产.....	12
图 24: 北上资金累计净流入情况 (亿人民币).....	12
图 25: 申万二级子行业陆股通持股市值、及在各自子行业中流通市值占比.....	12
图 26: 陆股通持股行业配置情况 (5.29 市值计算).....	13
图 27: 2019Q1QFII 持股行业配置情况 (5.29 市值计算).....	13
图 28: 陆股通持股 20 大重仓个股比例.....	13
图 29: KOSPI 成分股持股结构.....	14
图 30: 台湾证券交易所持股结构.....	14
图 31: 公募基金持股比例.....	15
图 32: 保险资金持股比例 (含通过基金持股).....	15
图 33: 中美贸易磋商进程、A 股沪指估值走势.....	16
图 34: 中国 2019 年前四月对美贸易顺差占贸易差额绝大比例 (亿美元).....	16
图 35: 高技术产业工业增加值较快增长 (%).....	17
图 36: 科创板 112 家申报企业行业分布 (截止 5.29).....	18
图 37: 1980 年代美国股权融资比例上升.....	18
图 38: A 股累计营收增速下滑 (%).....	19
图 39: A 股累计归母净利润增速一季度反弹 (%).....	19
图 40: A 股 (剔除金融石油) 商誉减值情况 (亿).....	19
图 41: A 股 (剔除金融石油) 内生利润增速情况 (亿, %).....	19
图 42: A 股分行业商誉减值损失 (亿).....	20
图 43: A 股资产减值损失及占比.....	20
图 44: A 股一季度资产结构、资产减值损失占比情况.....	20
图 45: 资产减值损失占比营收、整体净利率.....	21
图 46: 全 A (剔除金融两油) ROE (净利润 TTM) 和万德全 A 指数趋势.....	21
图 47: 全 A (剔除金融两油) ROE (净利润、TTM) 环比变化因子拆解 (ROE-TTM 右轴).....	22
图 48: 全 A (剔除金融两油) ROE (净利润、TTM) 同比变化因子拆解 (ROE-TTM 右轴).....	23
图 49: ROE、净利率、资产周转率变化趋势.....	24
图 50: ROE、权益乘数变化趋势.....	24
图 51: 全 A (剔除金融两油) 净利率 (%).....	24
图 52: 全 A (剔除金融两油) 费用率略有上行.....	24
图 53: 各板块、指数滚动资产周转率.....	24
图 54: 各版块、指数权益乘数趋势.....	24
图 55: 整体资产负债率 (%).....	25
图 56: 2019Q1 各版块、指数扣非 ROE (%).....	25
图 57: ROE (扣非净利润 TTM) 对比.....	错误!未定义书签。
图 58: 2018 年各板块扣非 ROE 情况 (%).....	错误!未定义书签。
图 59: 2019 年盈利、估值对涨跌幅的影响拆分.....	26
图 60: A 股市盈率中位数距离历史中枢较远.....	27
图 61: A 股市净率中位数依然处于历史底部.....	27
图 62: 规模以上工业企业利润增速承压 (%).....	28

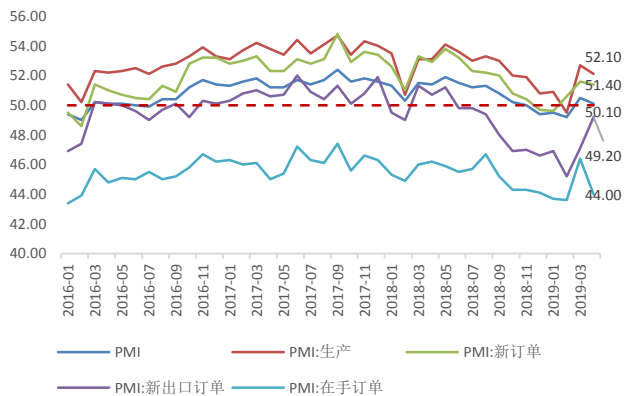
表 1: MSCI 扩容增量流入资金上限估算 .....	14
表 2: A 股历次牛市统计 .....	29
表 3: 申万行业估值水平 .....	30

## 1 全球经济增长承压，宏观经济仍在探底

### 1.1 工业经济增长疲软，制造业拖累投资增速

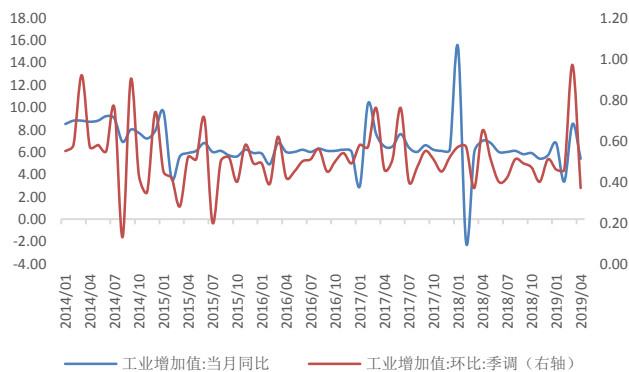
**需求疲软，制造业扩张乏力。**3月PMI数据出现冲高，市场一度认为经济存在拐点可能，但4月数据证伪这种观点。4月全国制造业生产扩张缓慢，PMI各项指数均有所回落，3月数据的冲高主要原因是季度开工因素所致，从需求指标看新订单、新出口、在手订单均回落、均低于去年同期水平，表明总需求有所放缓。从高频数据看同样可以印证这种情况，5月以来六大发电集团发电耗煤平均较去年同期下滑19.7%，预计二到三季度工业需求将继续放缓。需求反应直接体现在工业增加值、规模以上工业企业利润在4月掉头向下，4月工业企业利润总体下滑-3.7%，拖累利润增速的行业主要是钢材、石油加工、造纸偏上游的制造业，以及偏中下游的计算机通信、汽车行业。

图1：PMI及分类指数趋势



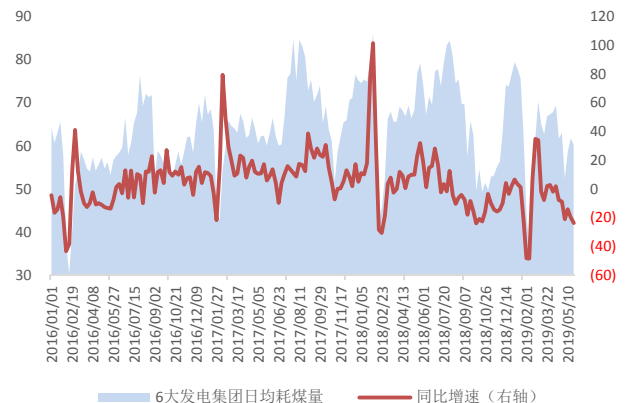
资料来源：财富证券，Wind

图3：工业增加值同比和季调环比增速（%）



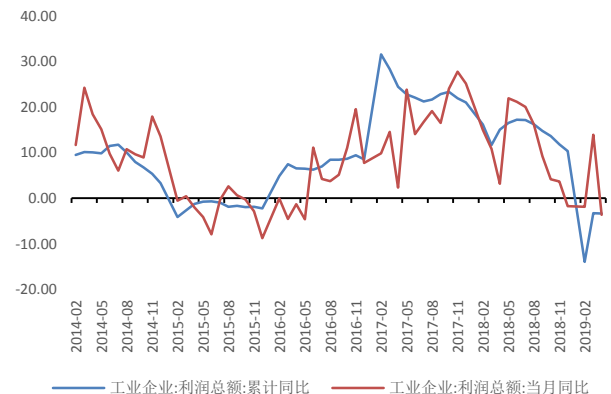
资料来源：财富证券，Wind

图2：六大发电集团旬度发电耗煤、同比增速（%）



资料来源：财富证券，Wind

图4：规模以上工业企业利润增长（%）

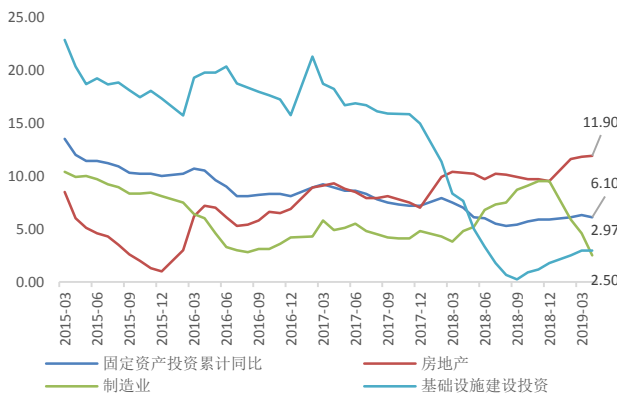


资料来源：财富证券，Wind

**制造业投资拖累整体投资，房地产、基建起到托底作用。**1-4月固定资产投资增速中制造业、第一产业投资增速下滑最快，主要是由于2018年的制造业技改需要、高技术制

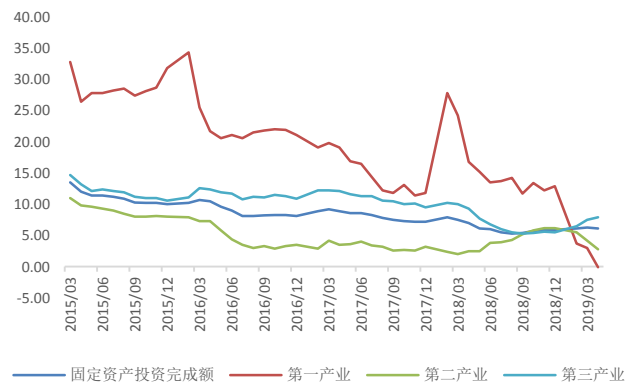
制造业投资需求旺盛，以及原材料价格景气度高对上游制造业投资拉动较快，形成了较高的投资基数，而 2019 年由于经济增速放缓，出口承受压力，企业设备的技改、设备更新需求有所放缓。基建、房地产投资增速则企稳回升，主要原因是 1-4 月宽信用政策落地，社融增速回升，加之财政政策发力，前 4 月 PPP 项目一季度增加较多，以及房屋开工面积回升。

图 5：固定资产投资累计同比增速 (%)



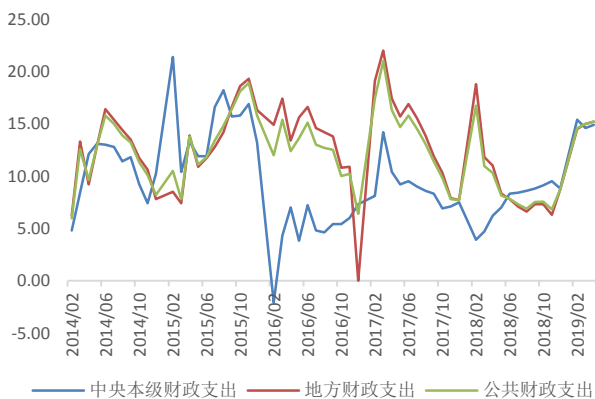
资料来源：财富证券，Wind

图 6：第一、二产业投资同比增速下降较快 (%)



资料来源：财富证券，Wind

图 7：财政支出累计同比增速 (%)



资料来源：财富证券，Wind

图 8：房屋施工、开工、竣工面积累计同比 (%)



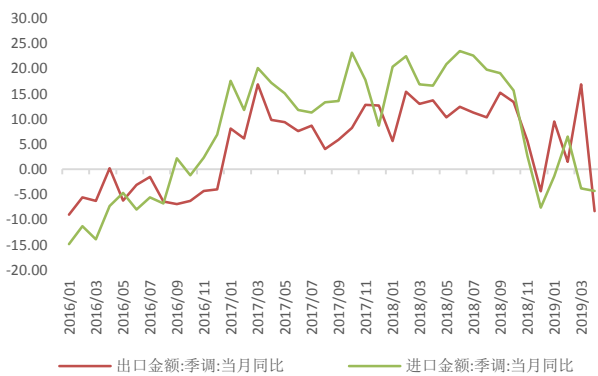
资料来源：财富证券，Wind

下半年经济下行压力仍然较大的背景下，国内高科技产业链由于中美贸易关系摩擦出口增速有下滑压力，同时大宗商品价格疲软，上游传统制造业盈利能力下滑，新增产能意愿较弱，因此整体看实体经济投资需求依然较弱，叠加中美贸易战带来的出口需求波动和海外需求放缓的负面影响，企业补库存、扩产能意愿不足。随着国家推出刺激制造业投资政策、减税降费政策，以及企业盈利能力好转，整体制造业投资有望下滑趋势企稳。4 月增值税税率降低、5 月社保费率调整将助力企业改善盈利，2019 年减税降费预计达到 2 万亿规模。增值税税率原 16% 档位降低至 13%，10% 档位降低至 9%，预计 2019 年增值税降税规模将达到 6000-8000 亿规模。增值税税率下调后，企业既可以通过降价让利于消费者以扩大销量，或者通过保持含税价不变提升盈利能力，同时税率的降低还将为企业节省现金流周转占用。

## 1.2 一季度出口超预期，消费疲软刺激政策待推出

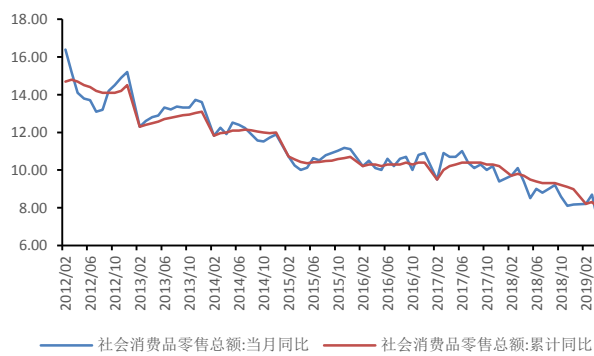
净出口回升对于一季度的贡献较大，但二季度、三季度出口将承受较大压力。一季度出口有部分季节性因素（去年春节后开工较晚），以及年初中美贸易企业为规避潜在加征关税提前执行订单，叠加海外需求走弱、高基数等因素，4月出口大幅度回落。往后看，由于中美贸易摩擦持续发酵，5月美国对中国2500亿产品加征25%关税，未来出口依然有较大的压力。由于一季度净出口对GDP贡献较大，二、三季度在外需不确定性较高的背景下，GDP增速将承受压力。

图9：4月出口金额增速大幅回落（%）



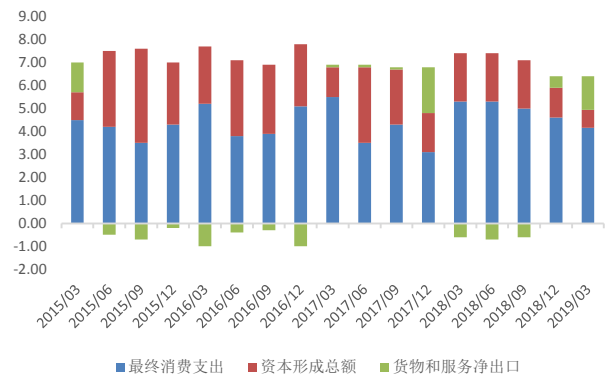
资料来源：财富证券，Wind

图11：社会零售总额同比下降趋势（%）



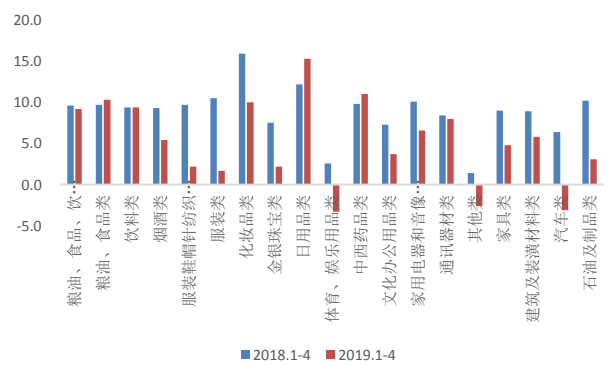
资料来源：财富证券，Wind

图10：净出口对GDP增长贡献（%）



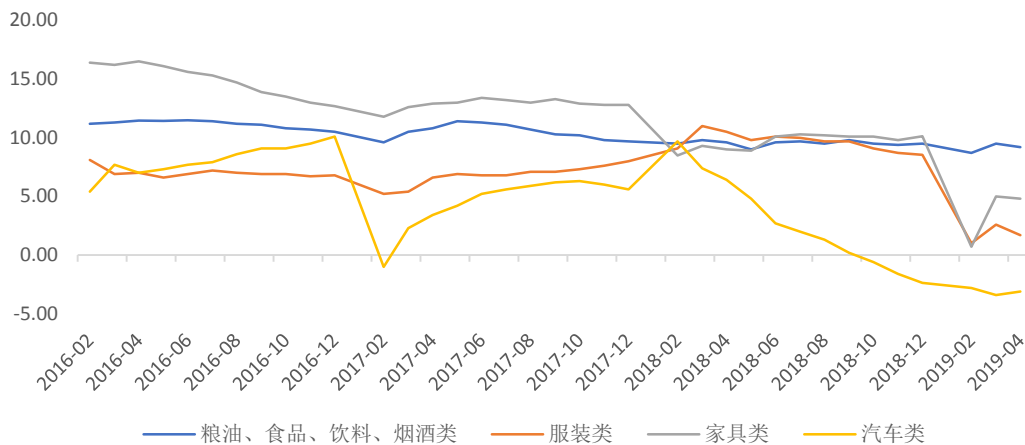
资料来源：财富证券，Wind

图12：各类消费对比2019年增速均有回落（%）



资料来源：财富证券，Wind

图 13: 社会零售品销售额同比增速 (%)



资料来源: 财富证券, Wind

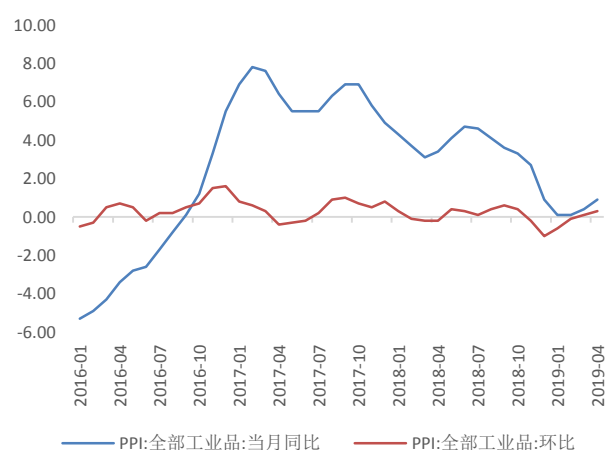
消费继续下台阶，逆周期调控将发力。2019年1-4月社会消费品零售额实际同比增长6.4%，较1-3月降低0.5个百分点，去年同期降低1.7个百分点，国内消费增速持续下滑。从消费类别来看，必选类消费（粮油、食品、饮料）增速基本保持平稳，但可选类产品（服装、家具、汽车）增速大幅度下滑，汽车类消费从2018年2月始增速持续下滑，连续下降15个月，已经有企稳态势，前4月增速较一季度略有回升，主要受益于增值税降税以及汽车企业降价促销。目前国内并无明显的消费支撑点，叠加房地产虹吸效应、企业盈利、投资下滑带来的居民收入增速压力，消费增长依然面临压力。个人所得税减免政策、企业减税降负政策都将有利于增加个人可支配收入、企业盈利，对于消费的刺激作用属于长变量因子。随着消费的回落压力加大，未来消费刺激政策的出台将成为政策的必选项。

图 14: CPI 同比增速 (%)



资料来源: 财富证券, Wind

图 15: PPI 同比、环比增速



资料来源: 财富证券, Wind

物价指数受供给侧影响为主，中短期对货币政策空间影响不大，但仍然是央行重点关注的指标对象。4月食品价格上涨拉动CPI上行至同比2.5%，食品价格增长6.1%，较上月提升1pct，影响CPI上涨1.2个百分点。受到非洲猪瘟疫情影响，猪肉产能持续去化，

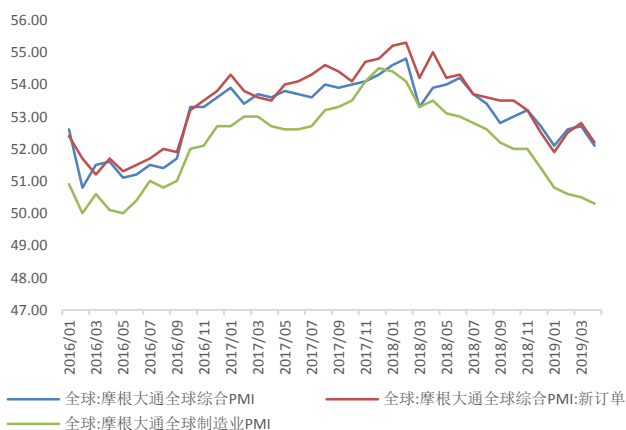


猪肉价格环比连续三个月上涨。下半年猪肉价格仍然是影响 CPI 的主要因素，水果鲜蔬季节性的影响相对较小，猪价、水果的大涨引发了通胀的担忧，但食品涨价主要是供给侧因素影响，缺乏需求上升的推动，形成全面通胀的概率较小。4 月 PPI 受到增值税税率调整有所上行，增值税率的下降间接提升了企业的出厂价格，是 4 月 PPI 超预期波动的主要原因。但由于整体制造业需求疲软，近期的煤价、油价、铜价回落也验证了通胀压力减弱的观点，我们预计下半年通胀压力对于货币政策的空间限制不大。

### 1.3 海外经济增长乏力，下半年出口将承压

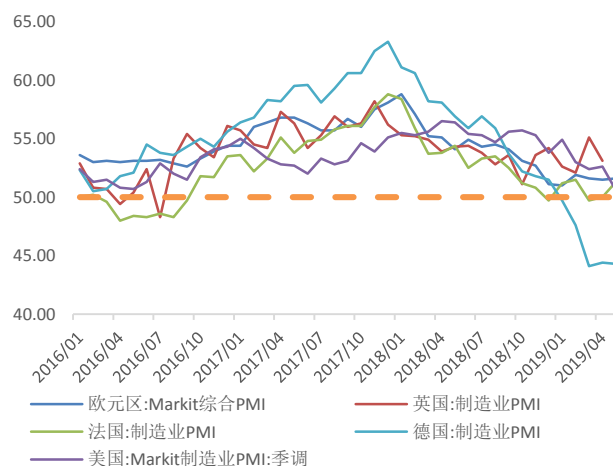
主要经济体经济增长下行压力依然较大。5 月份欧洲 PMI 数据显示，欧元区 5 月制造业 PMI 初值为 47.7，低于预期的 48.1，其中，德国为 44.3，低于预期的 44.8，法国为 50.6，高于预期的 50.4。4 月摩根大通全球综合 PMI 和制造业 PMI 指数分别为 52.1% 和 50.3%，虽然仍高于荣枯线，但景气度指数持续下滑。4 月欧洲央行货币政策会议纪要显示，决策者担心 2019 年下半年欧元区经济可能不及此前预期，欧央行提高了对经济提供更多支持的可能性，但是需要进行更多分析，以判断经济动能的下降是持续的还是暂时的，认为欧洲经济的问题并不是出在内需上，而主要是由于贸易问题引发的出口下滑。

图 16: 摩根大通全球经济景气指数



资料来源: 财富证券, Wind

图 17: 海外主要经济体制造业景气指数



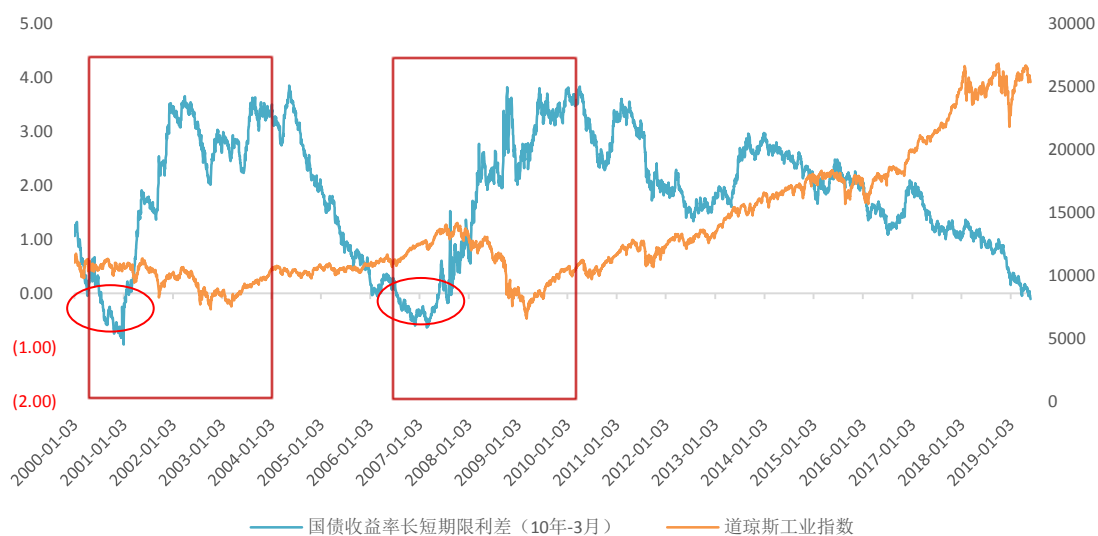
资料来源: 财富证券, Wind

**全球经济增长动能放缓。**2018 年以来制造业景气度指数持续下滑，特朗普对欧洲、日本、中国发起的贸易战造成了更多的不确定性，后续全球经济增长仍然承压，对未来经济环境的悲观预期者增多。随着海外经济波澜再起，我国出口面临动能下降，外需减弱的风险。

**美国长短期国债收益率倒挂，2000 年以来出现的两次倒挂均意味着衰退拐点到来。**近期美国债收益率再次出现长短期倒挂，2000 年以来发生的两次倒挂皆美股皆出现了大幅度的下挫，市场对于此信号指标的出现反应较为恐慌。长端国债收益率下行反应的是市场各方对于经济走势将趋向疲软的预期，而短端国债收益率反应的是美联储对于流动性的控制，当两者出现倒挂时意味着市场与央行观点发生分歧。美债的期限倒挂表明市

市场对美国经济的悲观预期，资金涌入中长期美债规避风险，从而拉低长久期债券的收益率。由于欧美、中国经济走势疲软，全球经济增长乏力，以及特朗普政府的关税政策对全球贸易的负面影响，市场判断美国经济增长或许已面临向下拐点。从美联储议息会议纪要来看，鲍威尔认为近期核心通胀下滑主因是临时性因素，强劲的就就业将支持通胀重回 2% 附近，会议还决定下调超额存款准备金利率 5bp 至 2.35%，以控制联邦基金有效利率处在目标区间内，并不代表货币政策转向，联储近期加息或降息的概率都不大。美联储加息步伐的放缓为国内一定程度缓解了汇率压力，打开了货币政策空间。

图 18：美国国债收益率长短期利差倒挂



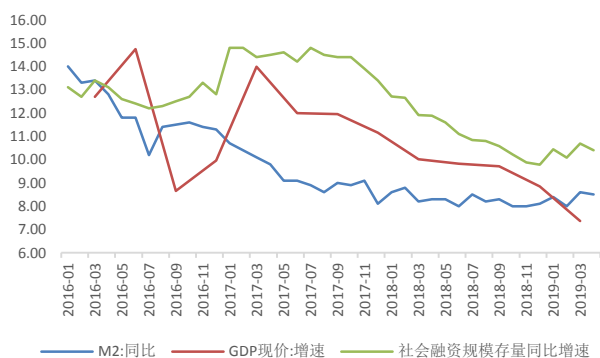
资料来源：财富证券，Wind

## 2 流动性整体供给充裕

### 2.1 国内货币市场流动性整体充裕

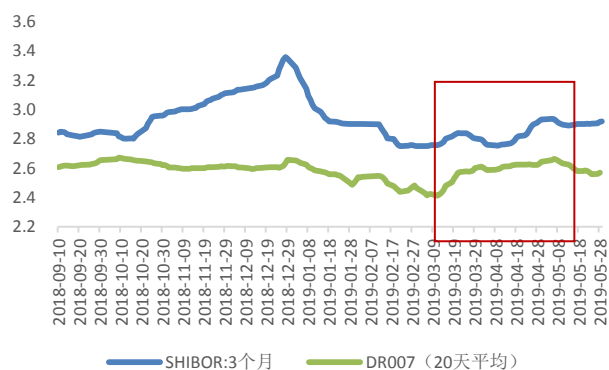
二季度处于货币政策观察期，4月初流动性收紧是市场波动因素之一。流动性方面，随着一季度经济数据超预期表现，4月初政治局会议后，国内稳健货币政策进入观察期，相较 2018 年第四季度以来货币政策有边际收紧的趋势，shibor 3 月利率自 3 月初开始企稳上行，存款类机构质押式回购利率从 3 月中旬开始进入上行趋势。而进入 5 月后随着中美贸易摩擦的反复，海外经济增长放缓，国内经济数据下行压力较大，从银行间货币利率来看央行依然在持续为货币市场注入流动性。

图 19：货币增速与名义 GDP 匹配 (%)



资料来源：财富证券，Wind

图 20：银行间资金利率 3 月后上行



资料来源：财富证券，Wind

图 21：A 股潜在收益率、十年期国债收益率相交



资料来源：财富证券，Wind

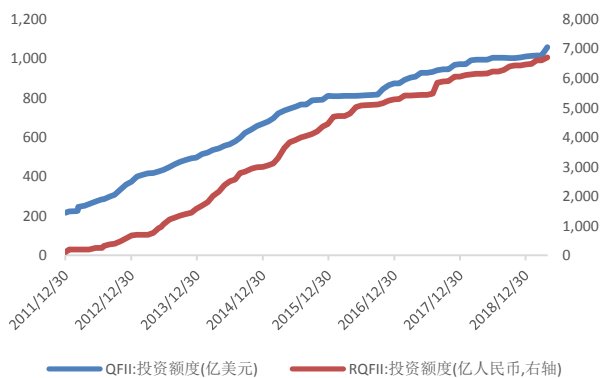
**货币政策松紧适度未改变。**目前稳健货币政策的原则是“稳健的货币政策要松紧适度，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。”央行最新货币政策执行报告中指出了“目前货币政策应对空间充足，货币政策工具丰富，有能力应对各种内外部不确定性。”5月6日贸易摩擦升级时，央行在开盘前第一时间宣布定向降准，意图通过释放流动性宽松信号缓解市场担忧。未来货币政策边际宽松依然有其必要性，国内经济数据依然承受增长压力，叠加中美贸易关税对国内出口产业链的影响，一旦国内经济下行压力加大或资产价格大幅波动时，货币政策有较大空间以应对不确定性。

## 2.2 外资流入暂时休整，但不改长远布局趋势

从“沪港通”、“深港通”、“债券通”先后启动，到 A 股被纳入 MSCI 指数、富时罗素指数，中国资本市场对外开放取得了积极进展，A 股市场对外资投资者的吸引力不断增强。外资进入 A 股主要有陆股通和 QFII/RQFII 两个通道。QFII/RQFII 则是针对境外机构投资者，委托境内中介机构在 A 股市场进行投资。陆股通则是以交易所为主体，

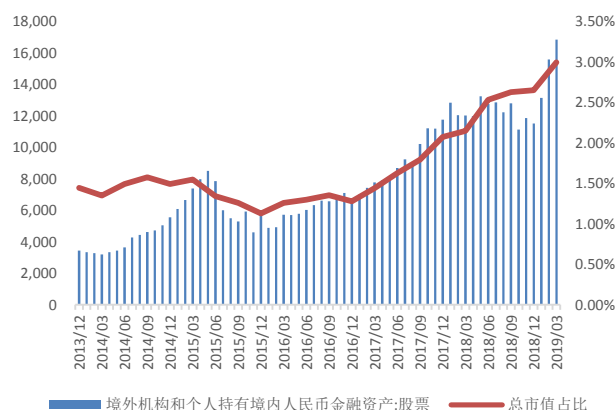
内地和香港投资者可以通过本土券商向交易所申报实现跨境交易，由于陆股通交易方便、面向投资者范围较广，近年来已经逐步取代 QFII/RQFII 成为外资主要投资 A 股的渠道。

图 22: QFII/RQFII 投资额度持续提升



资料来源: 财富证券, Wind

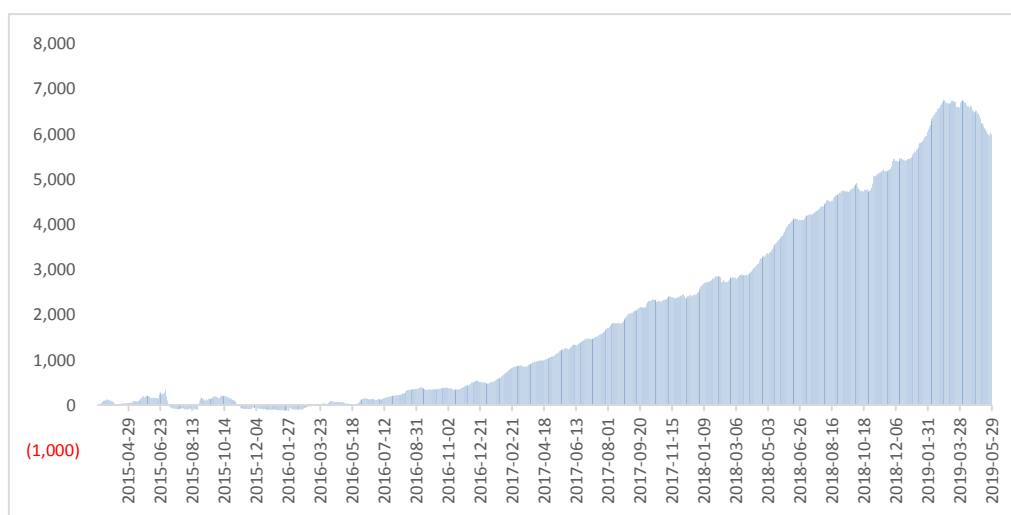
图 23: 央行口径外资持股共 1.68 万亿股票资产



资料来源: 财富证券, Wind

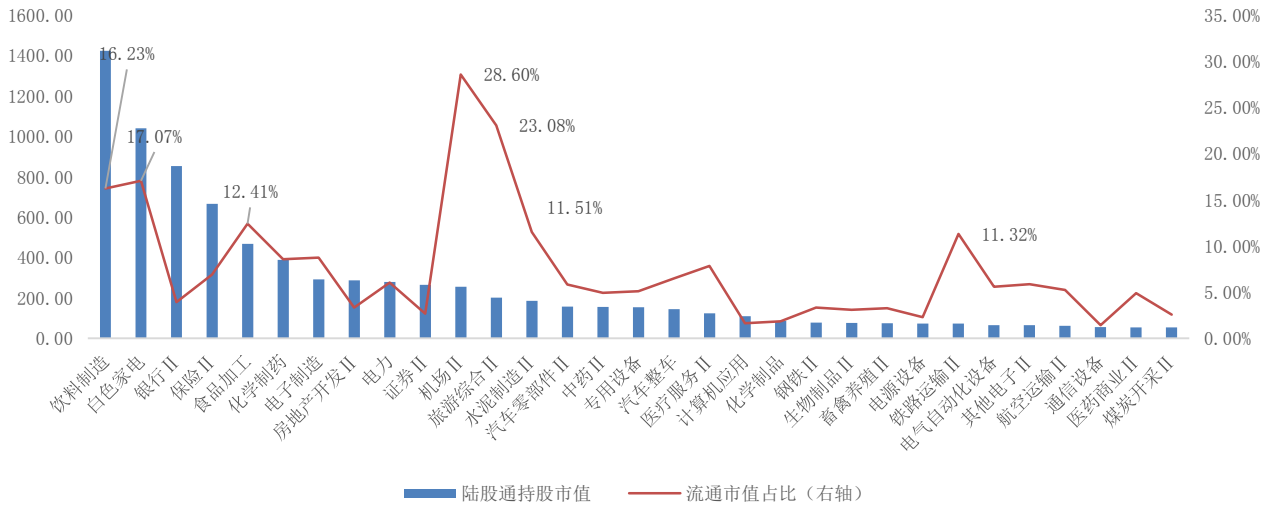
如何看待近期陆股通资金持续流出? 我们认为是在多重负面因素共振的背景下阶段性的流出。5 月北上资金出现了大规模净流出情况: 估值角度看是由于经历了上半年股指快速上涨后, 市场迎来持续的调整, 前期涨幅较大的部分白马蓝筹估值显得不如年初便宜, 例如食品饮料板块估值提升过快, 同时迎来事件性因素的影响, 引发部分资金获益离场; 同时叠加中美贸易摩擦、美股调整, 以及人民币汇率贬值的预期, 整体市场风险偏好受到影响。拉长视角看, 从 2014 年陆股通开通以来, 随着 QFII 额度扩大, 陆股通成为主要进入 A 股的渠道, 至 4 月底累计净流入高点超过 6500 亿。

图 24: 北上资金累计净流入情况 (亿人民币)



资料来源: 财富证券, Wind

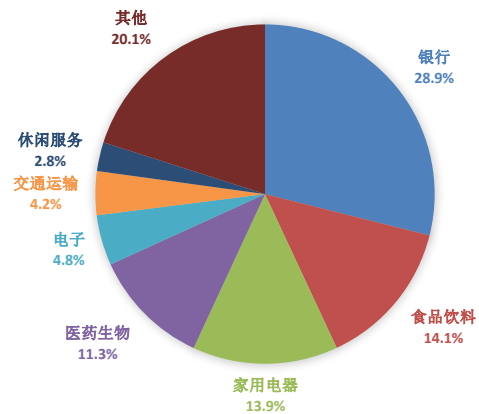
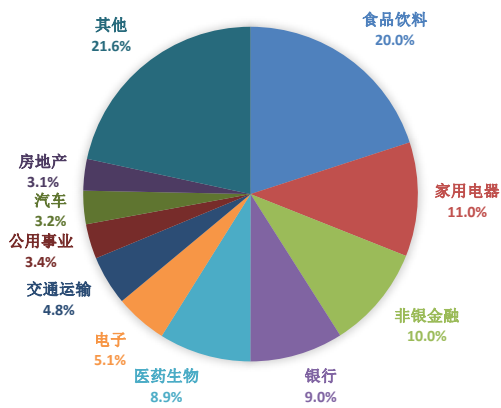
图 25: 申万二级子行业陆股通持股市值、及在各自子行业中流通市值占比



资料来源: 财富证券, Wind

图 26: 陆股通持股行业配置情况 (5.29 市值计算)

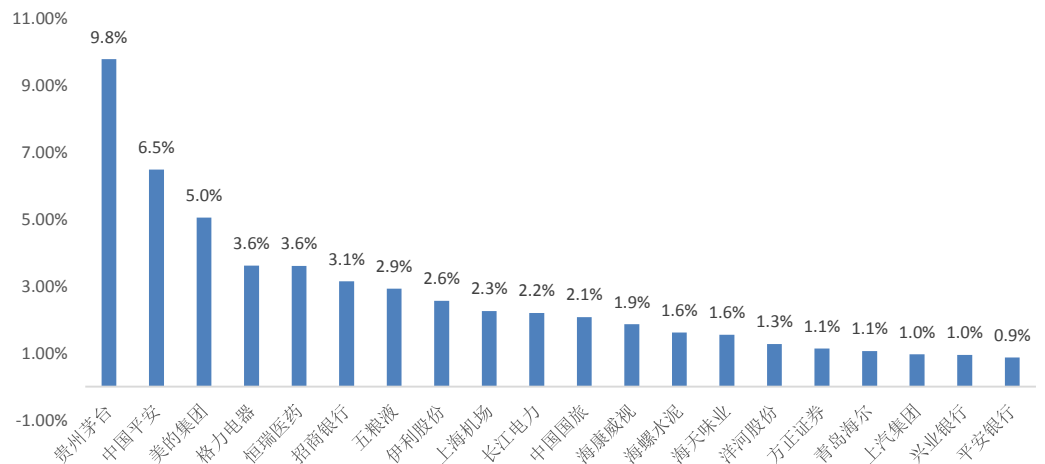
图 27: 2019Q1QFII 持股行业配置情况 (5.29 市值计算)



资料来源: 财富证券, Wind

资料来源: 财富证券, Wind

图 28: 陆股通持股 20 大重仓个股比例



资料来源: 财富证券, Wind

外资偏好大消费、大金融板块。从陆股通、QFII 行业配置来看，外资持仓基本集中

在食品饮料、家电、银行、非银金融、医药生物、电子。从陆股通的重仓持股数据来看，重仓个股包括贵州茅台、中国平安、美的集团、格力电器、恒瑞医药、招商银行、五粮液、伊利股份等，行业基本覆盖以食品饮料、大金融、家用电器为主。整体来看，陆股通在食品饮料、家电、非银金融板块超配，而在银行、医药、电子板块中相对低配，北上资金整体偏好大市值公司。

总的来说，一方面未来增量资金进场渠道持续开放，另一方面成熟市场投资机构对 A 股未来态度相对乐观，后续增量资金有望源源不断的流入 A 股市场。参考台湾、韩国股市国际化的经验，台湾在 2000 年全面取消外资持股比例上限之后，外资持股比例显著上行，从 2001 年的 8.8% 持续提高至 2007 年的 25%。韩国从 92 年开始被纳入 MSCI 指数起至 2000 年完全放开限额，期间韩国外资持股比例从 4% 提高到 13.8%。台湾、韩国外资持股比例分别在 6 年、8 年时间里分别提高了 16 个百分点、10 个百分点，平均提高了 13 个百分点。假设未来 6-8 年我国资本市场对外开放的过程中，外资持股占比从当前的 3% 左右提高到 13%，则长期看外资有望给 A 股带来约 3 万亿以上的增量资金。

图 29: KOSPI 成分股持股结构

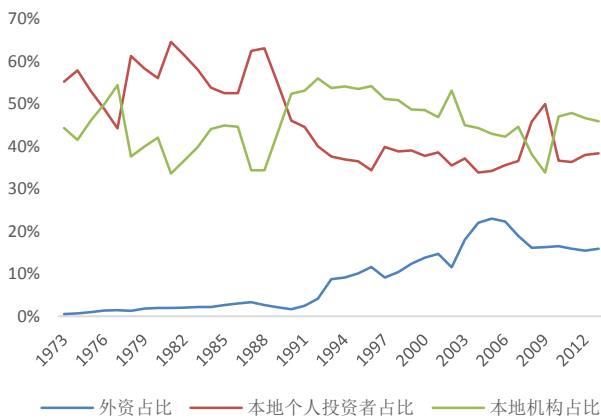
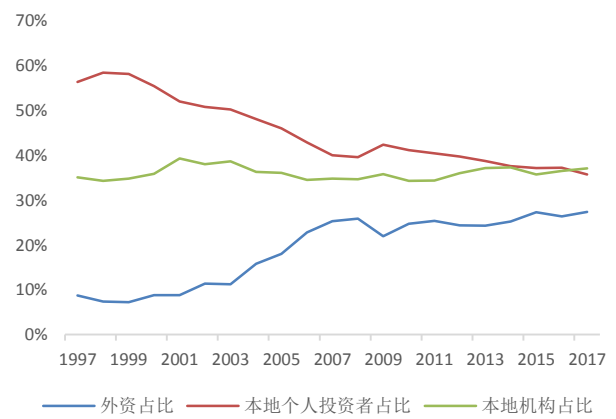


图 30: 台湾证券交易所持股结构



资料来源：财富证券，Wind

资料来源：财富证券，Wind

表 1: MSCI 扩容增量流入资金上限估算

生效日期			2019.5.29	2019.9.2	2019.11.27
主要指数	追踪资金 (亿美金)	2019 年 4 月 30 日对应指数 总流通市值 (亿美金)	10%	15%	20%
MSCI 新兴市场指数	18000	54146	1.54%	2.30%	3.07%
MSCI 全球市场指数	41000	466200	0.18%	0.27%	0.36%
MSCI 亚洲指数(除日本)	2000	47803	1.74%	2.61%	3.48%
MSCI 中国指数	140	17890	4.65%	6.97%	9.30%
潜在被动+主动追踪资金 (亿美元)			391	586	782
折合本币 (亿人民币, 按照汇率 6.9 计算)			2698	4047	5395

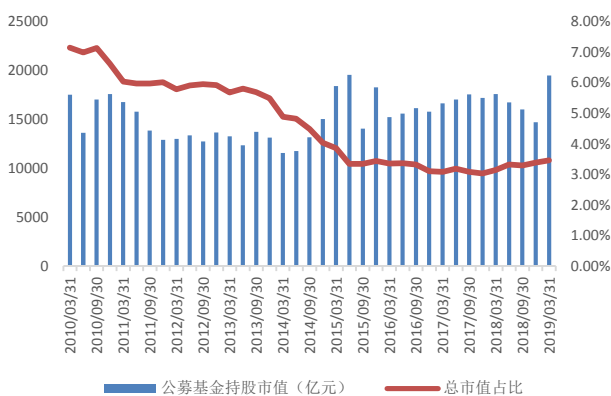
资料来源：财富证券，Wind，MSCI 官网

A 股纳入 MSCI、富时罗素、标普道琼斯指数步伐加快，预计 2019 年纳入比例调整可以带来的增量资金空间为 5000-5500 亿人民币。5 月 14 日 MSCI 宣布将于 5 月 28 日收盘后将 A 股现有纳入因子从 5% 提升至 10%，将 26 只 A 股纳入 MSCI 中国指数，包括

18只创业板股票。根据MSCI计划，2019年在5、8、11月分三步将A股纳入因子提升至10%、15%、20%。结合MSCI追踪资金总量，我们预计2019年纳入比例调整可以带来的增量资金空间为5000-5500亿人民币。但由于跟踪资金中20%为被动指数跟踪资金，80%为主动资金，主动资金具备较强的灵活性、择时性，在中美贸易摩擦的背景下，中短期流入速度可能不及预期，但长期看“入摩”带来的资金增量空间可观。此外，根据富时罗素官方数据，A股“入富”于2019年6月、9月和2020年3月分别纳入20%、40%、40%，我们预计第一阶段完成后预计将带来约100-150亿人民币的增量资金。

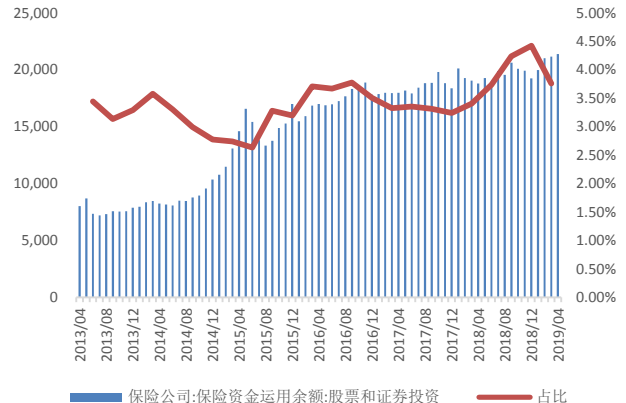
**国内机构资金加大配置A股力度。**2019Q1公募基金持有A股资产总市值为1.95万亿元，占比A股市值3.46%，较2018年末有所提升；4月底保险资金持有A股市值2.13万亿，占比A股市值3.83%，但这其中包括了通过基金持有的A股市值，持股市值占比有所回落。此外，随着《商业银行理财子公司管理办法》颁布，放松了银行理财产品对股票、非标持有的限制，随着理财子公司的落地，银行非保本理财22万亿规模将引来进入A股的机会，引入中长期资金进入A股的政策意图将为A股打开资金扩容的渠道。

图 31：公募基金持股比例



资料来源：财富证券，Wind

图 32：保险资金持股比例（含通过基金持股）



资料来源：财富证券，Wind

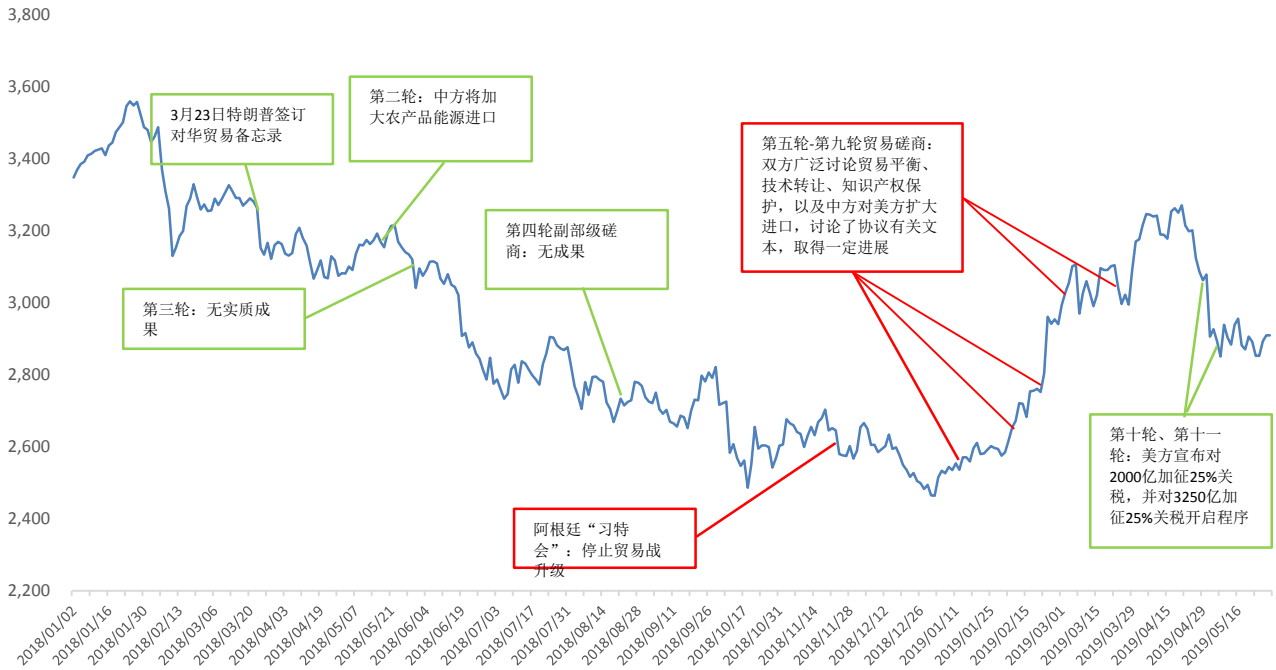
### 3 中美贸易问题将长期存在

中美贸易关系是长期变量因子，是否和谈成功都无法改变中美竞争关系将长期存在。2018年3月特朗普正式签署对华贸易备忘录，随后四轮反复磋商后，美国政府分别在6月15日、8月7日、9月18日对来自中国的340亿美元加征25%、160亿加征25%、2000亿美元加征10%的关税，并表示将于2019年1月1日后对2000亿美元产品10%关税提升至25%。

2018年12月1日阿根廷“习特会”后双方决定停止关税等贸易限制措施的升级，包括不提高双方现有关税税率，不对其他产品推出新的关税加征措施。随后从2019年1月底双方进行了第五轮到2019年4月初的第九轮贸易磋商，双方就贸易问题、贸易平衡、技术转让、知识产权保护、关税壁垒、服务业开放等核心问题进行讨论，中方表示将有力度的扩大自美国农产品、能源产品、工业产品、服务产品的进口，双方取得重要进展。在此期间，市场对于中美贸易谈判的结果保持乐观态度，美股均有较大程度的风险偏好

修复，这也是 A 股 1 月以来行情向好的根本逻辑之一。

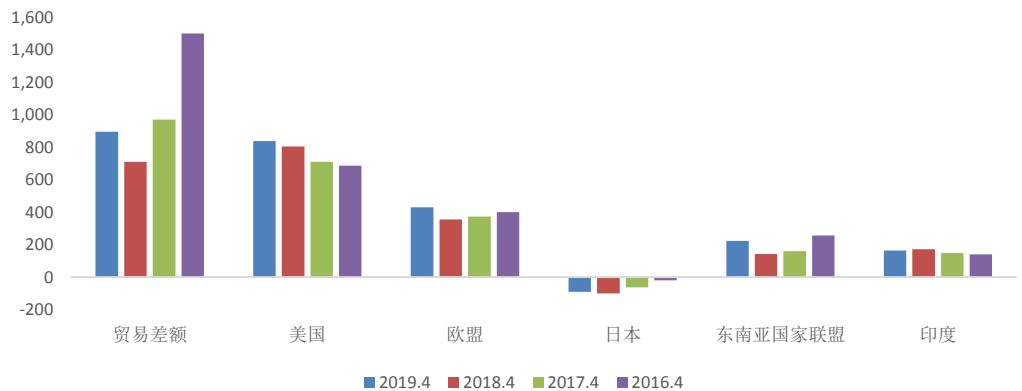
图 33: 中美贸易磋商进程、A 股沪指估值走势



资料来源: 财富证券, Wind

然而 4 月底第十轮贸易磋商结束后，特朗普在推特上称将在 5 月 6 日起对 2000 亿美元商品 10% 关税提升至 25%，中方采取反制措施对已加征 600 亿美元美国商品清单从 10% 提升至 25%。第十一轮华盛顿贸易磋商结束后，美国扬言将对剩下的 3250 亿美元自中国进口商品全部加征 25% 关税。USTR 发布了对华 3000 亿美元拟加征清单，并计划于 6 月 17 日举行听证会，预计最终结果于 6 月底大阪 G20 峰会后公布。中美经贸关系已经进入“边打边谈”、“以打促和”的阶段，贸易磋商的不确定性、反复性凸显，我们认为最终谈判结果仍然有较大的不确定性。

图 34: 中国 2019 年前四月对美贸易顺差占贸易差额绝大比例 (亿美元)



资料来源: 财富证券, Wind

中短期来看，中美经贸关系依然有较多不确定性。即便有一个符合双方利益的谈判



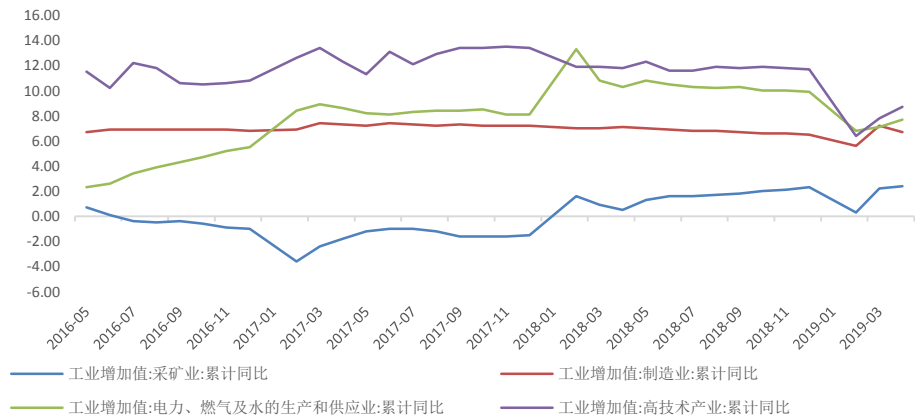
结果，结合近期美国对华为、海康威视、大华股份等中国等高科技企业的技术、产品、芯片封锁来看，中美谈判道路依然荆棘丛生。美国与中国的关系不仅仅是一纸贸易协定可以简单地解决问题的，两国的竞争早已上升到科技战、话语权之战，这种竞争将长期存在，并成为中国发展的制约因素，同时也是动力因素。

**中国对外贸易顺差中，对美贸易顺差占比较大，中短期外部经济不确定性将冲击宏观基本面。**中国 2019 年第一季度 GDP 增长 6.4%，超出市场预期主要受益于出口企稳，净出口对 GDP 贡献率达到 1.46 个百分点，环比、同比均有较大幅度提升，第一季度对 GDP 增长贡献由负转正，成为 GDP 与 2018 年持平的主要动力。前 4 月中国对外贸易顺差从 2018 年同期 709 亿上升至 894 亿，其中对美顺差从 803 亿提升至 837 亿，占比总体顺差达到 93.6%。对美顺差在 2019 年前 4 月在贸易战加征了部分商品关税的背景下依然逆势提升，主要原因是部分美方企业为了规避后续可能加征的关税做了提前备货，以及美国经济 2018-2019 年处于上升扩张周期，总体需求较旺盛。而目前由于美国于 5 月对 2000 亿开征 25% 关税，预计将对对中国贸易出口顺差产生较大影响，拖累净出口增速，在一季度 GDP 企稳主要依赖于净出口的回暖的背景下，2019 年下半年经济增长将面临下行风险。根据 IMF 测算，贸易摩擦将对实际 GDP 增速产生 0.5 到 1.5 个百分点的冲击作用，对美国产生 0.3-0.6 个百分点的负面冲击。

#### 4 科创板稳步推进，新经济成长沃土

科创板由国家主席习近平于 2018 年 11 月 5 日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立，是独立于现有主板市场的新设板块，并在该板块内进行注册制试点，此后各方快速推进制度、系统落地。科创板作为一个工具性的存在，将成为目前 A 股唯一一个可以承载未盈利的、同股不同权类型公司的板块，设立科创板并试点注册制是提升服务科技创新企业能力、增强市场包容性、强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。

图 35：高技术产业工业增加值较快增长（%）

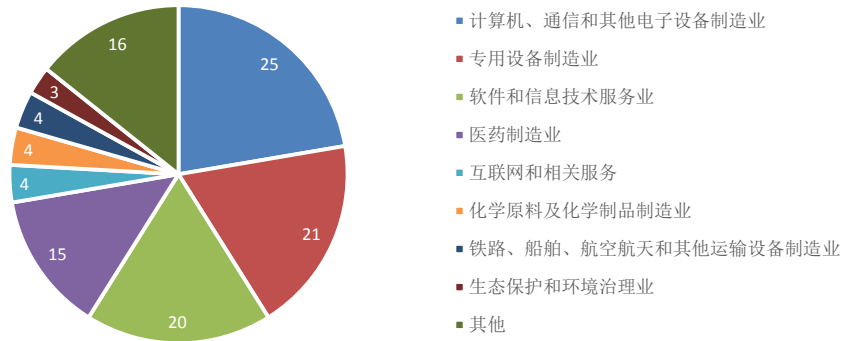


资料来源：财富证券，Wind

科创板的门槛更符合科技创新企业的特点，为具有核心科技创新能力而难以获得资本支持的优质企业提供了“孵化器”。同时，科创板还将补齐资本市场服务科技创新的短

板, 进一步强调科技创新是未来社会经济发展的主基调和核心驱动力。通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施, 力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡、公司的新老股东利益平衡, 并促进现有市场形成良好预期。

图 36: 科创板 112 家申报企业行业分布 (截止 5.29)



资料来源: 财富证券, Wind

扩大直接融资是实现经济动能切换的关键因素。80 年代美国经济从底部复苏, 经济动力也由制造业切换成了服务业, 产业结构变化的两大特征是制造业升级和消费升级。在这次经济转型中, 直接融资, 尤其是其中的股权融资发挥了重要的作用, 对我国目前经济环境有很好的借鉴作用。70 年代美国进入经济转型期, 但由于股票市场萧条, 企业通过股权市场融资发展的意愿较低。1980 年代美国通过 401K、IRA、股权投资收益税收减免等计划做大直接融资, 股票场景气度提升, 股权融资进入扩张期, 很大程度满足了经济转型升级的资金需求。中国目前正在完善资本市场体系, 科创板即将落地, 完善私募股权投资法规, 大资本市场时代将来临。

图 37: 1980 年代美国股权融资比例上升



资料来源: 财富证券, Wind

## 5 企业盈利有所好转但仍显乏力

### 5.1 剔除商誉减值，2019 年表现如何？

营收增速持续下滑。从全部 A 股营收增速来看，2018 年整体营收增速 11.6%，2019Q1 下滑至 9.0%；剔除金融、石油后全部 A 股营收增速则从 2018 年 11.5% 下滑至 2019Q1 的 10.9%。A 股（剔除金融、石油）营收增速自 2017Q1 以来连续 8 个季度持续下滑。

盈利能力 2019Q1 有所好转，但仍是 2013 年以来低点。从全部 A 股归母净利润增速来看，2018 年整体净利润增速为 -1.9%，环比 2018Q3 增速 10.3% 有较大幅度下滑，2019Q1 整体净利润增速则回升至 9.4%；剔除金融、石油后，2018 年净利润增速下滑幅度更大，达到 -8.2%，2019Q1 回升至 2.3%。可见金融、石油行业一季度为 A 股净利润增速贡献了较大力量。虽然 2019Q1 增速有所回升，但剔除金融、石油后的 A 股净利润仍然是 2013 年以来的增速低点。

图 38：A 股累计营收增速下滑（%）

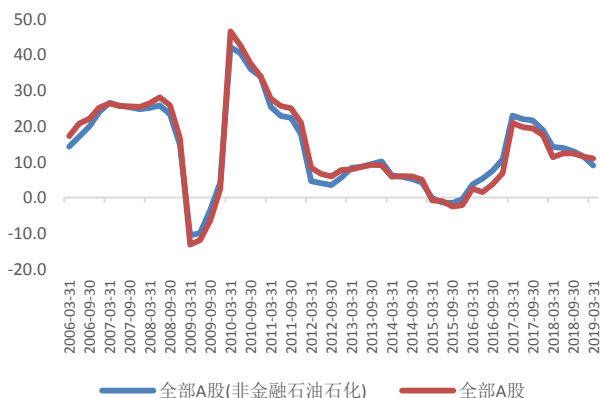
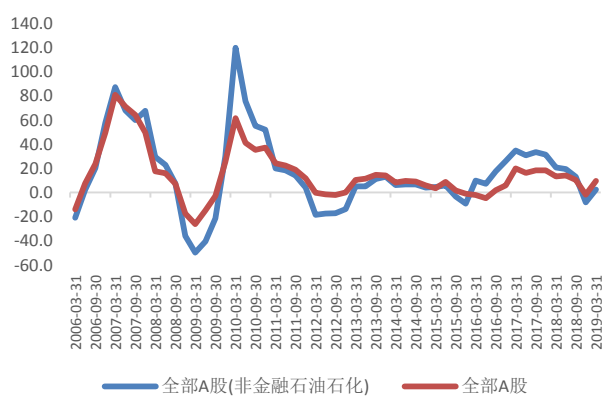
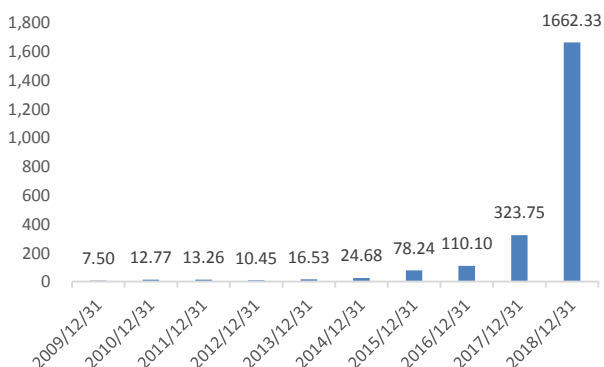


图 39：A 股累计归母净利润增速一季度反弹（%）



资料来源：财富证券，Wind

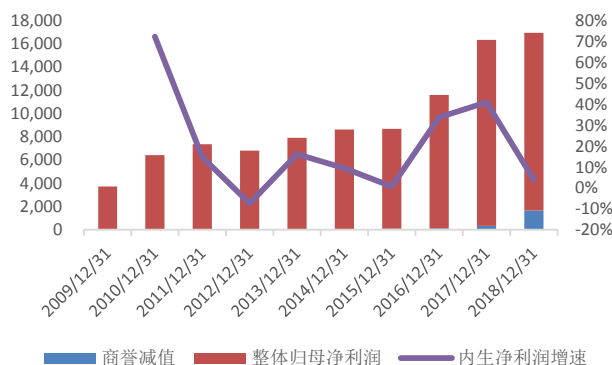
图 40：A 股（剔除金融石油）商誉减值情况（亿）



资料来源：财富证券，Wind

资料来源：财富证券，Wind

图 41：A 股（剔除金融石油）内生利润增速情况(亿, %)

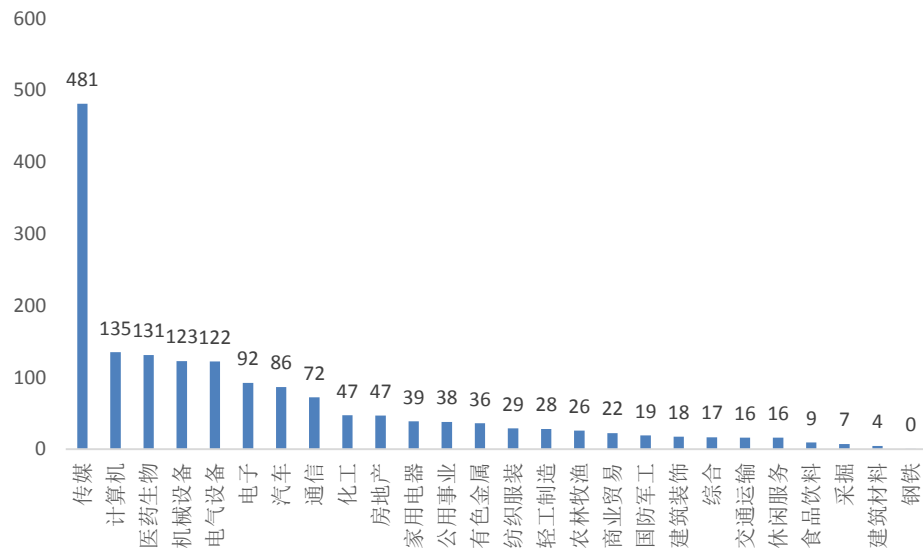


资料来源：财富证券，Wind

商誉减值是 2018 年整体盈利下滑最主要原因。可比口径下 A 股（剔除金融、石油）2018 年整体净利润 1.52 万亿，较 2017 年下滑 718 亿，而商誉减值共计 1662 亿，若不考

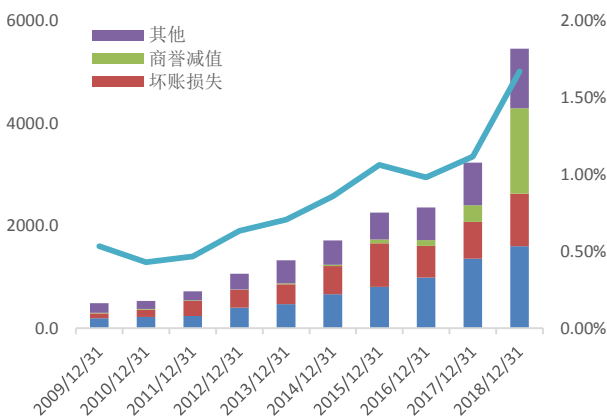
考虑商誉减值对净利润影响,2018年A股(剔除金融、石油)整体内生净利润增速为3.81%。若剔除商誉减值公司(875家)后,2018年A股非金融、石油整体净利润增速为16.78%,2019Q1净利润增速为6.82%,剔除掉商誉减值的因素以后,2019年一季度增速依然是下滑趋势。从行业的商誉减值绝对值来看,传媒、计算机、医药生物、机械设备、电气设备的商誉减值绝对值居前,主要原因以这几类行业于2015年并购活动较多,特别以传媒、计算机为主的轻资产行业,所并购标的估值较高,业绩一旦不及预期则面临大幅度商誉减值的压力。

图 42: A 股分行业商誉减值损失 (亿)



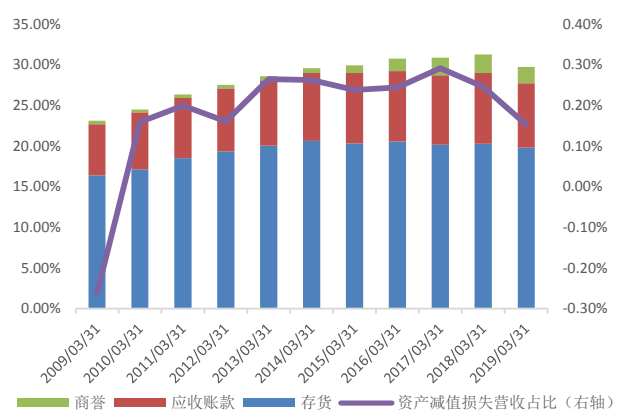
资料来源: 财富证券, Wind

图 43: A 股资产减值损失及占比



资料来源: 财富证券, Wind

图 44: A 股一季度资产结构、资产减值损失占比情况

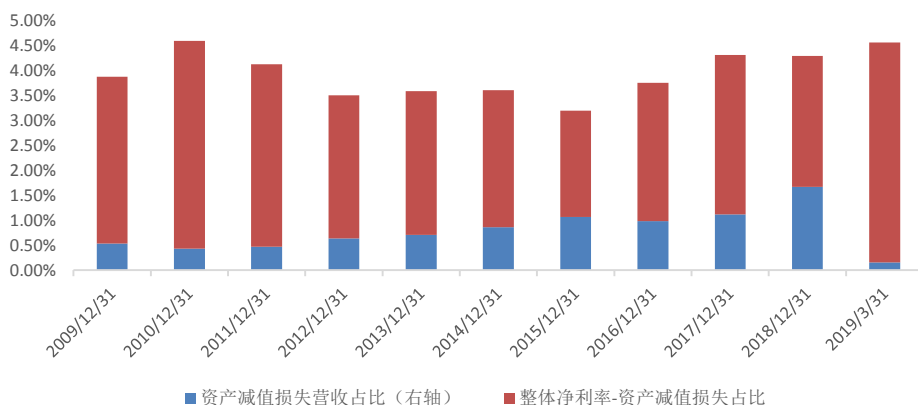


资料来源: 财富证券, Wind

2009年以来资产减值损失占比营收比例逐年上升,商誉减值、存货减值、坏账损失贡献主要部分。2018年全部A股资产减值损失占比营收达到1.67%,而同期净利润占比营收也仅为4.29%,资产减值损失侵蚀了大部分A股的净利润。这一迹象在2019年有所改变,主要有两点:第一,从图44可以看到,易发生减值的三类资产占比资产结构比例

均有所下降,2019年第一季度三类资产占比总资产从2018年第一季度高点回落到29.66%,资产损失风险有所释放;第二,从图45可一看到,从最新的一季度资产减值损失占比营收来看,2019年第一季度计提的资产减值损失占比营收为0.15%,为2016年以来低点,较前几年0.25%-0.30%中枢有所下滑,一方面是因为2018Q4有较大幅度计提,一方面也是因为资产包袱减轻后,对盈利负面影响有所降低。总体来看,从资产减值损失的角度来分析,2019年A股的资产减值损失风险较2018年有所降低,对于2019年整体的净利润情况将产生正面影响。

图 45: 资产减值损失占比营收、整体净利率

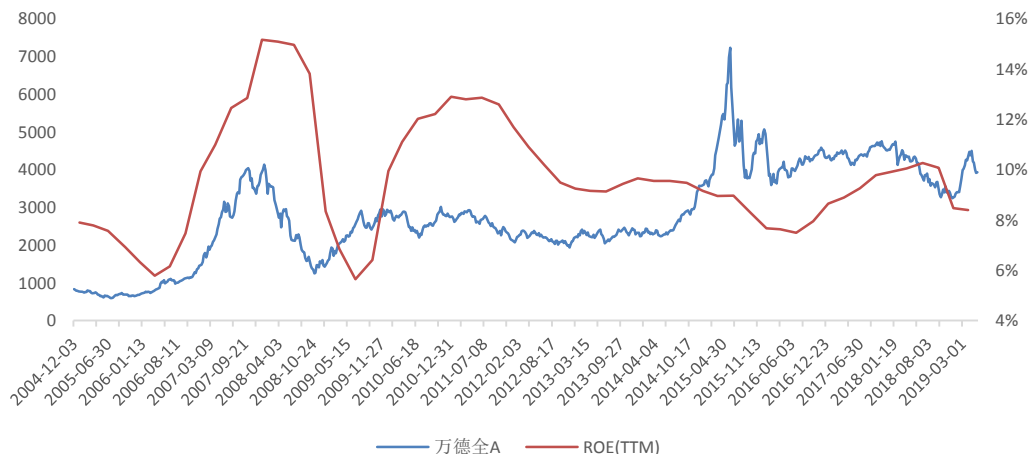


资料来源: 财富证券, Wind

## 5.2 ROE 拆解: A 股盈利下滑趋势企稳

企业盈利能力在2018年达到顶点。从图46来看,全部A股(剔除金融两油)ROE(净利润 TTM)在2016年中以后进入上升通道,于2018年Q3达到顶点,由于大宗商品价格趋于稳定,而下游需求疲软、出口增长承压,2018年下半年开始经济增速下滑,A股企业盈利能力进入周期性下滑趋势。

图 46: 全 A (剔除金融两油) ROE (净利润 TTM, 右轴) 和万德全 A 指数趋势



资料来源: 财富证券, Wind

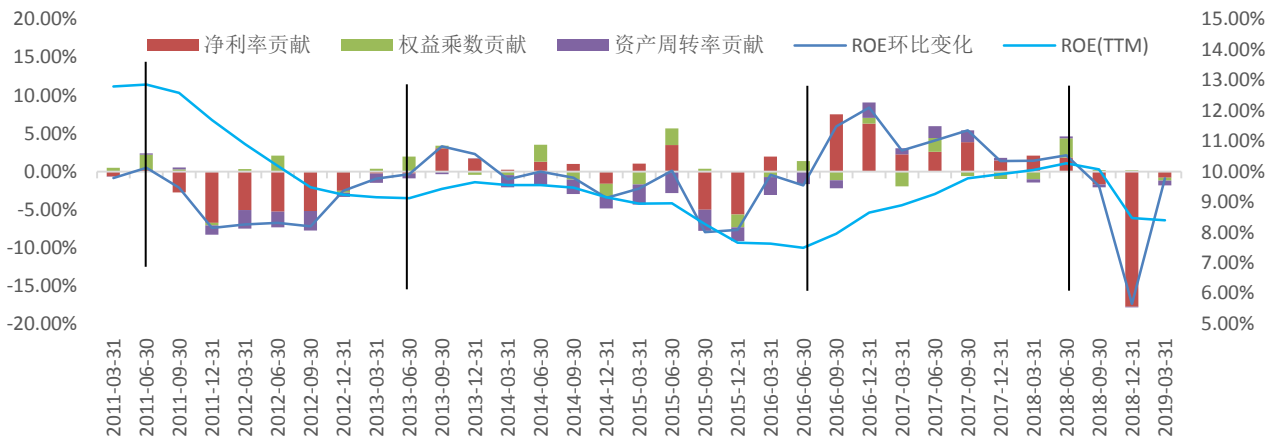
拆解 ROE 组成因子来看，决定 ROE 下滑的主要因素是净利率的下滑。2019Q1 全 A（剔除金融两油）ROE（净利润 TTM）为 8.39%，环比下降 0.12pct，同比下降 1.66pct；销售净利率为 5.33%，环比下降 0.05pct，同比下降 1.08pct；资产周转率为 60.05%，环比下降 0.39pct，同比下降 0.51pct；权益乘数为 2.62，环比保持平稳，同比上升 0.06 个点。

净利率下滑主要由于毛利率下滑、同时费用率上升影响所致。从图 47、48 来看，净利率的下滑是 2018Q3 以来 ROE 环比、同比下滑的最主要因素。如图 52 所示，毛利率在 2018 年达到高点后有向下趋势，而费用率中销售费用、管理费用处于上升趋势，净利率在 2018 年下半年、2019Q1 来看均同比有所下行。

资产周转率从 2018Q3 以来对 ROE 的变化是负影响，但幅度较小。从图 47、48 来看，资产周转率在 2018Q3 以来有所下行，但环比、同比下滑的影响幅度在-0.06%至-0.85%之间，幅度几乎可以忽略。如图 53 所示，全部 A 股整体来看保持平稳，而沪深 300、上证 50 资产周转率继续保持上行趋势，而中小板、创业板资产周转率自 2018Q2 以后处于下行趋势，由于下游需求疲软，产能利用率受到限制。

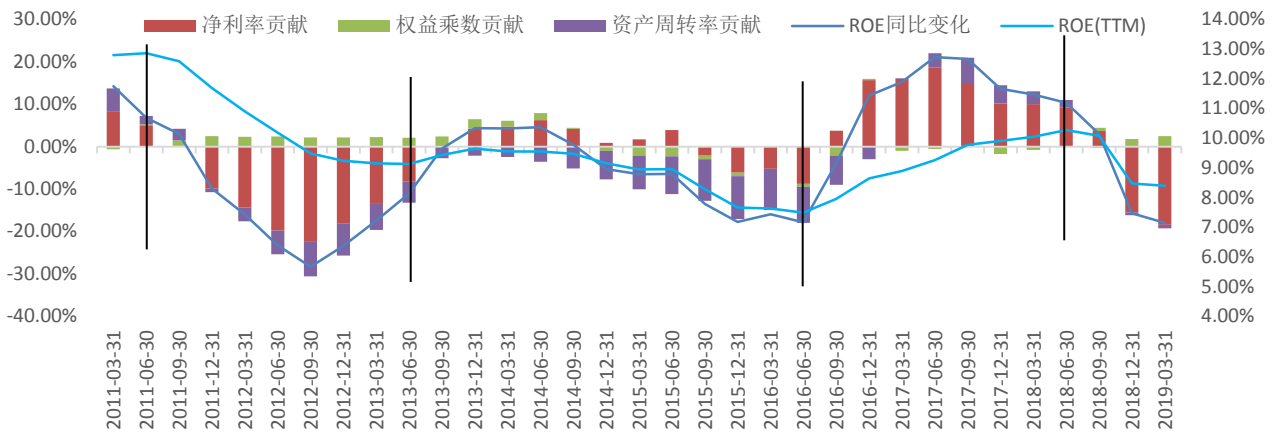
A 股权益乘数一般保持相对平稳。从图 48 来看，自 2018 年下半年货币市场流动性改善以来，权益乘数的同比变化在 2019Q1 对 ROE 贡献了 2.44%的正向变化幅度。分板块来看，如图 54、55 所示，中小板和创业板的权益乘数持续上行，2018 年下半年以来的资产负债率的迅速提升主要是由于分母端权益的变化，由于大规模的资产减值主要发生在中小企业，净资产端损失较大，造成了资产负债率的迅速提升。在宏观去杠杆背景下，整体 A 股杠杆率保持平稳，上证 50、沪深 300 则保持杠杆率的持续下行。

图 47：全 A（剔除金融两油）ROE（净利润、TTM）环比变化因子拆解（ROE-TTM 右轴）



资料来源：财富证券，Wind，三因子变化幅度对 ROE 影响的贡献率分别取三因子环比的对数计算得出

图 48：全 A（剔除金融两油）ROE（净利润、TTM）同比变化因子拆解（ROE-TTM 右轴）

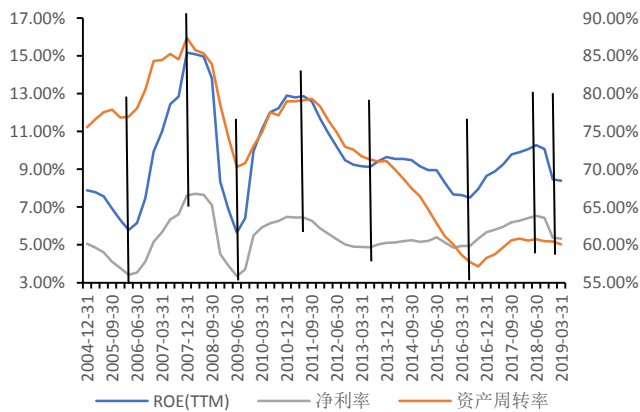


资料来源：财富证券，Wind，三因子变化幅度对 ROE 影响的贡献率分别取三因子同比的对数计算得出

从 2004 年以来，ROE 经历了 4 轮周期：(1) **2005 下半年至 2009 年上半年“房地产、出口需求端推动周期”**：A 股整体产能利用率、杠杆率在 2003 年以来处于持续上升趋势，领先于净利率、ROE 的拐点，企业盈利拐点出现在 2006 年初，此后 2007 年年末达到顶峰，产能利用率率先拐点向下，于 2009 年年中走完一轮周期。(2) **2009 年下半年至 2013 年中“强刺激推动周期，产能严重过剩导致产能利用率进入长期向下拐点”**：2009 年下半年由于经济政策刺激，几乎产能利用率、净利率同时发生拐点，此后到 2011 年中净利率、ROE 率先于产能利用率拐点向下。在 2004 年以来持续的加杠杆，此后直到 2013 年末企业杠杆率才发生向下拐点，在这个过程中中国制造业产生了大量的过剩产能，A 股整体产能利用率从 2011 年的接近 80% 下降至 2016 年中的不到 60%。(3) **2013 年下半年至 2016 年初“盈利好转但产能利用率限制 ROE 提升”**：从 2013 年下半年以后，企业盈利情况开始有所好转，因此 ROE 在净利率短暂上升后有所提升，但由于大量过剩产能的存在，产能利用率持续下降，净利率的提升仍然无法对冲低效产能利用率的下降，企业盈利情况持续恶化。(4) **2016 年初至今“供给侧改革推动产能利用率复苏，盈利能力共振促 ROE 向上周期”**：从 2015 年底开始，净利率逐渐企稳开始向上拐点，率先于 ROE、产能利用率拐点出现，由于 2016 年开始供给侧改革，去除无效产能，提升有效产能，同时杠杆率处于稳步下降区间，全社会产能供给端无效产能的减少直接推高了 A 股整体产能利用率，ROE 进入上行区间

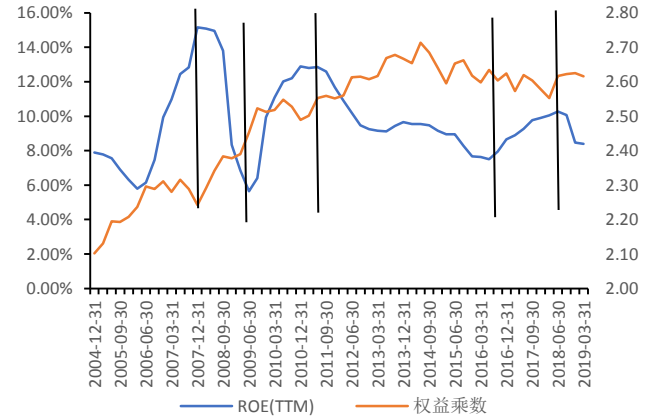
从拆分净利率、资产周转率、权益乘数对 ROE 的环比、同比影响贡献率来看，净利率为最主要影响因子。图 48 中来看，2012Q3 净利率的同比变化贡献率发生明显的拐点，领先于 ROE 拐点 3-4 个季度，但由于资产周转率始终对 ROE 产生负贡献，ROE 回暖十分乏力，随后拖累 ROE 继续下行至 2016 年中。图 47、48 所示，2016 年 Q1 净利率的环比好转，产能利用率明显提升，领先 ROE 拐点确认 2 个季度。2017 年中至 2018Q2，净利率影响边际减少，产能利用率贡献度持续下降，ROE 于 2018Q2 达到顶点。2019 年净利率环比出现好转，但同比依然是下行趋势，我们看好净利率将在 2019 年第三季度末、第四季度出现好转。

图 49: ROE、净利率、资产周转率变化趋势



资料来源: 财富证券, Wind

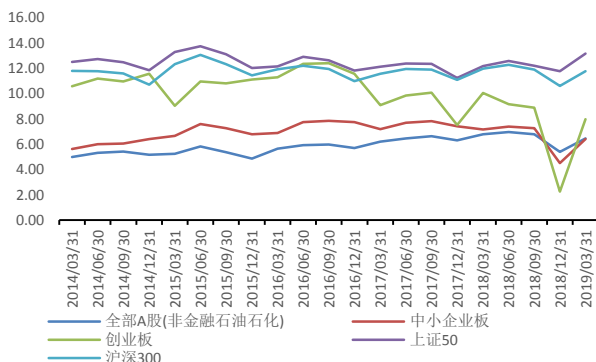
图 50: ROE、权益乘数变化趋势



资料来源: 财富证券, Wind

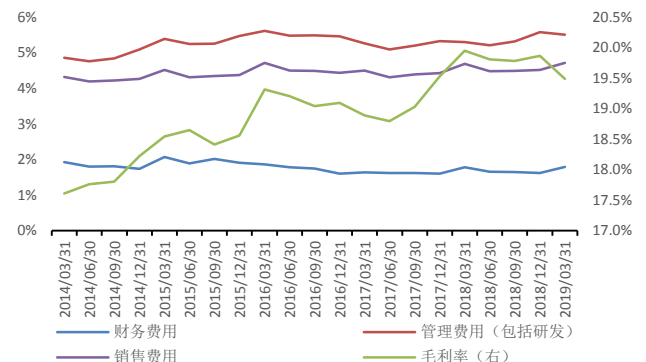
整体来看, 2009 年以后, 销售净利率和资产周转率对 A 股整体 ROE 的变化起决定性影响。净利率拐点先于 ROE 拐点出现, 资产周转率稍微滞后于两者的拐点。2018Q4 净利率对 ROE 环比变化有较大幅度的负贡献, 2019Q1 净利率环比负面影响减少, 一方面是因为当期计提大额的资产减值损失, 一方面是由于去杠杆、中美贸易战, 下游需求疲软不振。从图 48 中 ROE 的同比变化贡献率我们可以看到, 2019Q1 虽然计提资产减值损失大幅度减少, 但净利率大幅度下滑影响了 ROE 同比变化。

图 51: 全 A (剔除金融两油) 净利率 (%)



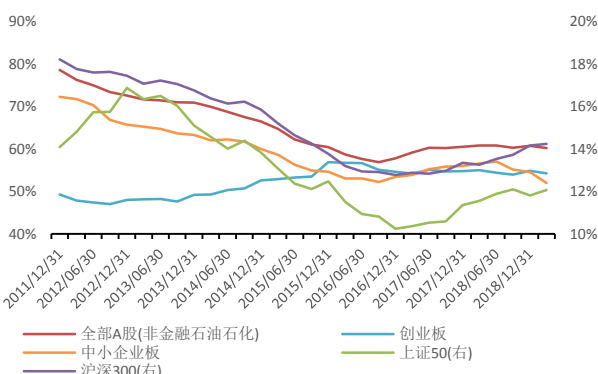
资料来源: 财富证券, Wind

图 52: 全 A (剔除金融两油) 费用率略有上行



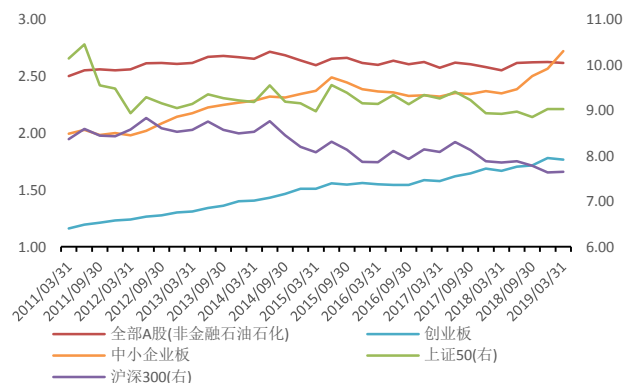
资料来源: 财富证券, Wind

图 53: 各板块、指数滚动资产周转率



资料来源: 财富证券, Wind

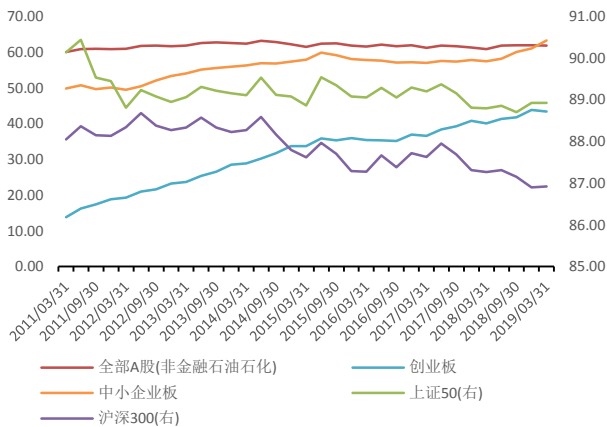
图 54: 各板块、指数权益乘数趋势



资料来源: 财富证券, Wind

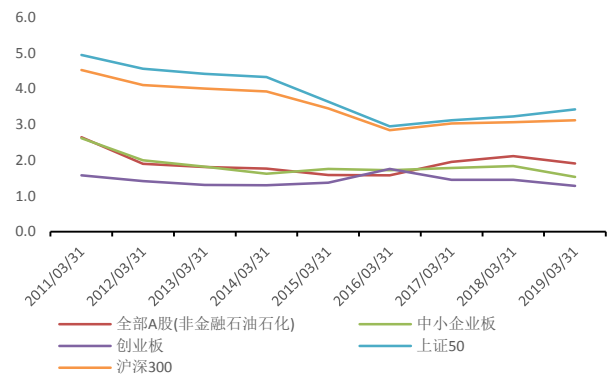


图 55：整体资产负债率（%）



资料来源：财富证券，Wind

图 56：2019Q1 各版块、指数扣非 ROE（%）



资料来源：财富证券，Wind

从各板块、指数来看，代表 A 股核心资产的上证 50、沪深 300 盈利能力依然大幅度领先中小创。如图 56，2018 年白马蓝筹企业 ROE 均有上升趋势，其中上证 50 整体扣非 ROE 为 12.16%，较 2017 年 11.7% 有所上升，沪深 300 为 11.37% 与 2017 年的 11.40% 基本持平。均高于全部 A 股 8.90% 的水平。由于上证 50、沪深 300 包括金融、石油石化，故 ROE 整体高于 A 股水平。从 2019Q1 来看，中小板、创业板延续了 ROE 继续下滑的趋势。虽然 2019Q1 与 2018Q4 有较大幅度的好转，但中小创企业依然在寻底过程。而与之形成对比的是，上证 50、沪深 300 盈利继续处于好转趋势，2019Q1 单季度分别录得 ROE 为 3.42%、3.11%，较 2018Q1 分别提升 0.2pct、0.05pct。不能否认的是，在经济寻底、企业盈利筑底过程中，A 股的核心资产具备更强的盈利韧性。

### 5.3 企业盈利拐点将推迟至 2019 年底、2020 年初

目前 A 股处于盈利探底过程，净利率对 ROE 的负面影响可能持续影响 3 到 4 个季度，受到贸易摩擦影响到出口增速，净利率拐点或许将推迟到 2019Q4，产能利用率和权益乘数对 ROE 影响暂时来看偏中性。按照净利率拐点领先 ROE 拐点 1-2 个季度来推算，ROE 的真正拐点最早或于 2020Q1-Q2 到来。通过前文对周期的总结我们可以得出结论，2009 年以来 ROE 进入下行周期的根本原因是企业部门杠杆扩张过快，无效产能过多，有效供给不足，整体产能利用率持续下行，影响企业盈利能力。2016 年后供给侧改革一定程度去除了无效产能，同时提升了企业盈利和产能利用率，共同促进 ROE 的周期性提升。站在目前来看，由于权益乘数即企业杠杆水平很难再有较大提升空间，A 股 ROE 的提升只能向净利率、产能利用率要空间。因此，密切关注 2019Q3、Q4 的 A 股企业净利率增速、营收增速是否有边际改善，直接决定了 ROE 拐点是否能提前到来。

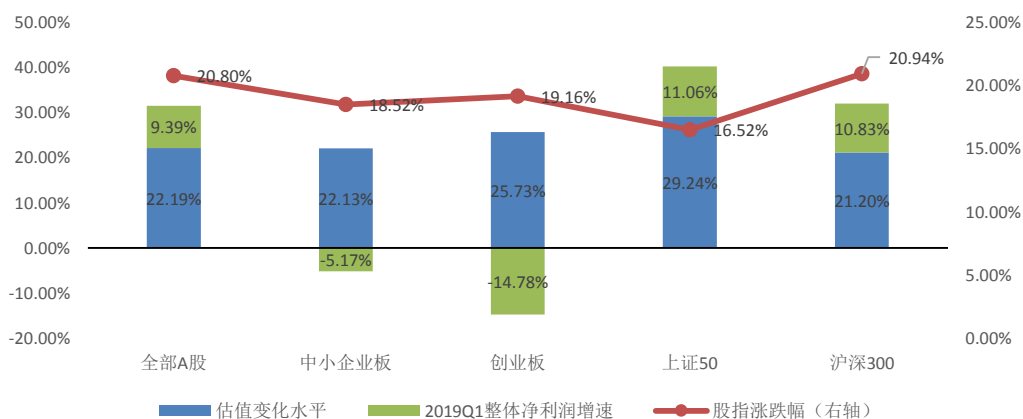
## 6 A 仍然处于牛市起步阶段

### 6.1 逻辑被证伪，节奏将调整

2019 年初以来 A 股走出一轮快速上涨行情，主要基于几个逻辑：

(1) A 股估值水平处于历史低位，有较强的估值修复弹性动能；(2) “宽货币”到“宽信用”通道打通，社融、信贷数据明显好转，实体经济对货币需求逐步释放，一般而言实体经济拐点滞后于社融数据 6-12 月，市场对经济筑底预期好转；(3) 中美贸易谈判在 2018 年底“习特会”后重启，市场预期走向乐观；(4) 一季度北上资金持续流入 A 股，维持住市场信心；(5) 监管政策相对温和，科创板即将推出，市场风险偏好明显提升；(6) A 股资产减值在 2018 年第四季度大面积出清风险后，2019 年将引来业绩拐点。

图 57：2019 年盈利、估值对涨跌幅的影响拆分



资料来源：财富证券，Wind

然而在 4 月后，以上几点逻辑陆续被证伪，或仍然处于观察期，市场所预计的三季度经济基本面、企业盈利改善还不能马上接棒牛市逻辑，一季度的逻辑现在来看是纯粹的估值修复逻辑，市场从 3288 调整至 2833 点。

(1) 4 月中央政治局会议过后，对一季度经济增长定调为平稳开局，目前的货币政策以稳健的相机调整为主。在宏观杠杆率较高的背景下，目前稳健货币政策的原则是“稳健的货币政策要松紧适度，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。”3 月底开始，银行间利率开始上行，流动性明显在收紧，央行进入货币政策观察期。

(2) 随着贸易战的反复，经济基本面、企业盈利中短期好转陆续被证伪，基本面拐点仍然需要时间。2019Q1 财报显示 A 股业绩增长虽然较 2018 年底有明显拐点，但整体增速依然处于下行筑底过程中，新旧动能切换还在进行中。市场预期基本面拐点滞后于社融拐点 6 个月，但 4 月社融、信贷数据结构显示，企业部门中长期贷款依然没有明显改观，社融增量基本以中短期、票据、地方债的增量贡献为主，货币需求的可持续性还需要等待经济企稳、预期改观后的中长期融资改善方可确定拐点。

(3) 外资流入暂缓，市场在估值快速上升过程中，被称为“聪明的资金”的外资选择在4月中旬开始持续净流出，我们认为最主要的原因是A股估值短时间提升太快，4月中旬沪深300市盈率中位数一度接近历史中位数，而创业板估值中位数更是达到49倍，短时间由于市场赚钱效应强，资金持续流入，市场存在过热情况，外资选择在此时及时止盈离场。5月经过调整后目前A股市场估值相对合理，具备一定吸引力，下半年随着外部不确定性落地、风险充分释放、人民币汇率预期企稳，外资流出趋势有望逆转，重新回到净流入趋势。

## 6.2 关注6月底谈判结果，下半年更关注业绩

总体来看，下半年再出现1-4月的快速上涨行情概率非常小，虽然在存在较多外部不确定性的背景下，但我们仍然慢牛、长牛逻辑依然存在，只是结构、节奏发生变化。基于几个逻辑：(1) **今年宏观政策环境更友好**：去年贸易战叠加去杠杆周期，市场股权质押风险暴露造成股指难以承受的压力，而今年货币政策将稳增长作为调控目标，4月货币政策边际收紧本质是为了后续调控留下了空间，预计下半年仍然存在降息降准的概率。国内政策从纯粹的逆周期调控转变为结构性改革，在资本市场推出注册制重大改革，有益于经济结构的升级发展，改善股市整体的风险偏好水平。

图 58：A 股市盈率中位数距离历史中枢较远



资料来源：财富证券，Wind

图 59：A 股市净率中位数依然处于历史底部



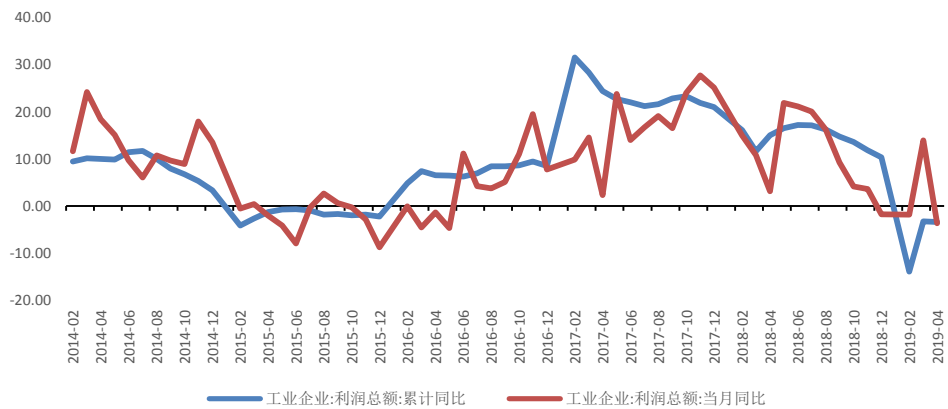
资料来源：财富证券，Wind

(2) **A 股估值经过调整后并不贵**：从估值来看，A 股目前估值中位数位于历史后 18% 分位，估值水平并不贵。从整体估值水平看，A 股滚动估值水平 14.3 倍，对应隐含收益率为 6.97%，目前上证 2905 点对应 2018 年 7 月、2016 年 7 月相同点位，彼时 A 股整体估值水平为 15.1 倍、18.2 倍，但从整体的业绩增长速度来看，2016 年、2018 年半年报业绩整体增速分别为 -4.7%、13.9%，2019Q1 整体增速则为 9.38%。从周期上看，2016 年处于此轮供给侧改革引起的经济周期的起点，2018 年则处于周期的顶点，目前则处于周期末端，经济基本面、企业盈利处于探底回升的区间。总体来看，A 股目前估值水平相对合理，由于面临外部不确定性因素较多，估值水平受到压制。估值水平在增量资金的持续流入的预期背景下，依然将保持一定的惯性，方向不会变，但节奏、速度会有所放缓。

(3) **企业盈利拐点可能迟到但不会缺席**：A 股企业在 2017-2018 经历了持续的资产

负债表风险出清。传统制造业在 2016 年供给侧改革以来利用盈利上行周期窗口，对 2011 年以来的资产负债表风险进行了出清，对应收、存货中不良资产进行了出清；而新兴产业则利用 2018 年年底流动性好转的窗口，对 2015 年并购高潮后形成的巨大商誉压力进行了“集体”出清。两次风险的出清对企业 2017-2018 年的整体盈利挖了较大的坑。2019 年，A 股企业的资产负债表压力减轻，宏观流动性好转，现金流量表压力较小，盈利端预计将迎来拐点。但要看到的是，由于出口贸易面临一定增长压力，A 股盈利拐点可能比原本预计二季度、三季度发生拐点有所推迟至三季度末、四季度。

图 60：规模以上工业企业利润增速承压（%）



资料来源：财富证券，Wind

**（4）资本市场改革开启新时代：**深化金融供给侧改革的落脚点是发展直接融资，化解债务风险。过去中国经济增长的动力基本依靠于间接融资支撑的基建、房地产资本投入为主，通过举债刺激经济发展的模式难以为继，因此才有了 2016-2018 年以来的去杠杆。2018 年贸易摩擦倒逼了我国高新技术产业迫切发展的需要，而高技术产业往往因发展的高风险需要以直接融资的方式引入长期资本，支撑企业的扩张发展。直接融资可以从源头上降低企业对债务的依赖，扩大融资渠道的来源，从扩大分母的角度降低杠杆率。因此一个健康、稳定、长期向好的 A 股市场对于中国经济健康发展、国运向上至关重要。在这个关键时刻，资本市场推出的科创板战略意义重大，符合前后政策的连贯性。科创板重点支持信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略新兴产业，对于 A 股的直接影响在于提升掌握关键核心技术科技股的估值水平。

### 6.3 策略配置建议：牛市启动的条件

回顾之前的判断：我们在 2019 年度策略中鲜明指出“市场最悲观的时候或者已经过去，新一轮行情正在孕育当中，2019 年，纯粹从指数上来判断，大盘有望上涨至 3000 点以上”，在 2019 年第二季度策略中指出“市场已经大概率进入牛市初期，但经历过一季度的快速估值修复后，二季度 A 股大概率迎来震荡整理，全年将呈现震荡上行的趋势。”截止 2019 年 5 月 29 日，上证综指、沪深 300、深成指和创业板指 2019 年分别上涨 16.52%、20.94%、20.83% 和 18.77%。

根据历史经验，判断牛市能否启动有四个重要指标：第一、市场的估值水平够低，意味着潜在收益率高（符合目前情况）；第二、市场的流动性充裕，后续资金来源不断（纳入MSCI等指数，外资流入通道打开，国内配置权益资金砝码加大，符合目前情况）；第三、投资者的风险偏好上升，有新的政策利好、制度红利等（中美贸易紧张对风险偏好有压制，但国内的政策利好将一定程度对冲）；第四、企业盈利好转或者加速（目前亟需被验证的一点，也是下半年重点关注的核心要素，一旦经济数据显示有好转、外部风险减缓，牛市格局将依旧保持）。

表 2：A 股历次牛市统计

牛市	起始时间	终止时间	最低点	最高点	最高涨幅	持续时间/月
1	1990 年 12 月	1992 年 5 月	100	1429	1329%	17
2	1992 年 11 月	1993 年 2 月	393	1558	296%	3
3	1994 年 7 月	1994 年 9 月	325	1052	224%	2
4	1996 年 1 月	1997 年 5 月	512	1510	195%	16
5	1999 年 5 月	2001 年 6 月	1043	2245	115%	25
6	2005 年 6 月	2007 年 10 月	998	6124	514%	28
7	2008 年 10 月	2009 年 8 月	1664	3478	109%	10
8	2014 年 3 月	2015 年 6 月	1974	5178	162%	14
9	2019 年 1 月	?	2441	?	?	?

数据来源：财富证券，Wind

回到当前情况，4 月以来的调整已经进入盘整企稳区间，市场成交量持续缩窄证明投资者观望情绪浓厚，均在等待外部风险因素的出清。展望下半年，若 6 月底中美贸易谈判不顺，美国对中国加征剩下的 3000 亿关税，沪指将在 2700 点附近承受较大压力，但在风险集中释放后，市场若出现非理性下跌，既是逆向配置的较好时机，整体看下半年市场将围绕在 2700-2900 区间震荡；若中美贸易谈判相对顺利，中美停止互相加征关税，市场将迎来情绪上的修复，下半年沪指将围绕 2900-3200 点震荡向上，在纳入 MSCI、富时罗素、标普指数的背景下，外资流入、国内资金的配置力度加大，沪指有望突破前期高点。

“话说天下大事，分久必合，合久必分”，中美大国关系将长期处于博弈状态，博弈的状态将处于“分”、“合”之间摆动。正如我们前面所说，中美贸易不论谈不谈得拢，中美关系未来都将充满竞争，美国与中国的关系不仅仅是一纸贸易协定可以简单的解决问题的，在绕不过去得而修昔底德陷阱魔咒中，两国的竞争早已上升到科技战、话语权之战，封锁中短期将成为中国发展的制约因素，中长期则是驱动国内经济高质量发展的动力因素。

在这种不确定性较多的背景下，我们将选股思路归纳为“积本求原，行稳致远”。A 股的配置思路“本原”即是业绩为主导，把握低估值选股原则，精选高景气度细分行业中龙头企业。下半年我们更需要关注工业企业利润的变化趋势，把握住业绩主线方可临危不惧，行稳致远。基于对中美贸易关系走势谨慎的判断，即便贸易谈判顺利，但可能仍然存在类似于美国针对华为、海康的事件性因素压制估值情绪，我们认为应当采取偏

防御属性，同时兼顾科技创新龙头的配置策略。(1) 第一条主线：高 ROE、高分红属性，建议重点关注大消费中必选消费项目，在经济下行通道中居民消费预期减弱可能影响到可选消费项目的意愿，但必选消费仍然有消费升级的空间，同时叠加增值税、个人所得税税率降低以及猪周期上涨带来的食品价格上升，建议关注商业贸易、食品饮料、医药生物板块中具备核心品牌优势、2C 优势的细分行业龙头。(2) 第二条主线：低估值、核心资产。一方面可以重点关注银行、保险、券商，虽然长端利率下行可能对资产端构成压力，但在资本市场重要地位突出，牛市依然可能启动的时刻，作为 A 股核心资产，估值较低的属性，在市场波动较大时可能引起海外资金的配置意愿。另一方面，在逆周期调控下，基建投资将承担经济下行周期稳增长任务，基建产业链的建筑建材值得关注。(3) 第三条主线，进攻属性，重点关注大制造板块中的具备自主可控、核心技术的高科技细分行业，结合科创板即将推出对相关估值水平存在提升的可能，板块包括电子、TMT，主题概念建议关注自主可控的半导体行业，即将全面铺开商用的 5G 板块，以及建国 90 周年催化军工行情。

表 3：申万行业估值水平

申万一级名称	当前 PB	当前 PE	当前 PB 位置	当前 PE 位置	平均位置	相对排名
SW 房地产	1.36	14.16	2.86%	3.37%	3.12%	1
SW 休闲服务	2.05	26.27	6.84%	3.47%	5.16%	2
SW 传媒	2.01	35.05	6.74%	10.01%	8.38%	3
SW 建筑装饰	1.91	20.52	12.16%	6.54%	9.35%	4
SW 公用事业	1.70	25.38	7.35%	12.97%	10.16%	5
SW 商业贸易	1.76	24.15	6.54%	14.71%	10.62%	6
SW 采掘	1.34	18.97	4.19%	21.04%	12.61%	7
SW 银行	0.91	6.75	6.84%	20.74%	13.79%	8
SW 电气设备	2.27	34.55	11.24%	18.49%	14.86%	9
SW 建筑材料	2.02	26.48	17.88%	12.36%	15.12%	10
SW 综合	2.49	51.49	13.38%	17.26%	15.32%	11
SW 医药生物	2.80	33.44	18.69%	13.28%	15.99%	12
SW 钢铁	1.21	8.67	24.92%	11.54%	18.23%	13
SW 纺织服装	2.12	25.57	24.31%	14.61%	19.46%	14
SW 家用电器	2.50	24.12	29.11%	10.73%	19.92%	15
SW 化工	2.29	30.76	22.68%	17.57%	20.12%	16
SW 交通运输	1.52	23.67	10.01%	32.69%	21.35%	17
SW 汽车	2.05	26.61	19.31%	24.41%	21.86%	18
SW 有色金属	2.45	42.72	13.79%	34.01%	23.90%	19
SW 轻工制造	2.48	31.19	29.42%	19.71%	24.57%	20
SW 电子	3.20	36.82	35.75%	15.73%	25.74%	21
SW 食品饮料	3.16	36.06	29.01%	23.19%	26.10%	22
SW 非银金融	1.69	32.66	9.91%	42.59%	26.25%	23
SW 机械设备	2.51	36.50	28.60%	25.64%	27.12%	24
SW 国防军工	3.28	55.00	40.45%	23.90%	32.18%	25

SW 计算机	3.61	50.94	30.23%	36.47%	33.35%	26
SW 通信	3.54	45.23	43.62%	39.22%	41.42%	27
SW 农林牧渔	3.24	46.53	46.68%	42.39%	44.54%	28

资料来源：财富证券，Wind

## 7 风险提示

### 7.1 政策风险

制度变迁也是 A 股市场面临的一个重要风险。证监会未来改革的方向可以归纳为市场化与国际化。除了正在推出的科创板，市场化改革还包括新股发行制度注册制改革，创业板再融资审批权下放，退市制度改革等。国际化改革包括沪港通之后的国际版和跨境 ETF 等，这些制度的变化都有可能对 A 股带来一定冲击。

### 7.2 宏观经济风险

随着世界经济再度陷入前景不明的境地，国内去杠杆、严监管有可能再次成为货币政策的重中之重，流动性重新收紧。未来一段时间是中美贸易谈判的关键窗口，谈判进程直接影响着国内经济的方方面面，尤其是进出口、汇率及企业盈利。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438