

A股周期律（四）

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001）

aixiongfang@gjzq.com.cn

2018-2019年：否极泰来，柳暗花明

一、前言：2018年漫长熊市后，2019年柳暗花明

2018-2019年行情呈现V型走势：2018年在金融去杠杆和贸易战的冲击下，市场开始了漫长熊市，2019年在宽信用和自主可控的驱动下，市场触底反弹。

2018年大盘走势单边下跌：国内金融去杠杆启动，“资管新规”出台，中美贸易摩擦开打，多家企业债务违约，企业盈利增速大幅下行，叠加美联储全年4次加息，美股高位调整，市场情绪极为低迷，大盘持续走低。2019年大盘迅猛上涨后宽幅震荡：国内货币和信用政策转向宽松，社融增速超预期，“去杠杆”阴霾不再笼罩市场，海外美联储转鸽，市场迅猛上涨；随后货币政策预期趋紧，中美贸易摩擦再起，国产替代浪潮崛起，市场走势宽幅震荡。

从行业表现来看，受益于稳定出色的盈利能力，食品饮料涨幅居前；金融板块在熊市中的防守属性突出，表现也不错。中美贸易摩擦频发的背景下，国产替代和自主可控逐步成为市场共识，计算机、电子行业表现较好；非洲猪瘟疫情催化，“超级猪周期”来临，农林牧渔表现同样不俗。

二、2018年：国内去杠杆和中美贸易战导致市场单边下跌

2018年市场持续下跌，全年走熊。年初国内去杠杆启动，美联储加息预期升温，美股暴跌，A股迅速回调；随后，中美贸易战开打，“资管新规”出台，市场下跌；年中贸易战再次升级，国内主要经济指标下滑，股票质押风险的担忧升级，市场再次低迷；10月后官方表态支持民营经济，贸易摩擦缓和，但市场情绪低迷，美股暴跌，A股继续探底。

2018年核心矛盾是国内去杠杆、中美贸易摩擦，与此同时企业盈利增速大幅下行。国内金融去杠杆推进，“资管新规”正式出台，多家公司债务违约，债券市场信用风险迅速抬升，引发了市场对信用收缩的持续担忧；中美贸易战开打，大国博弈持续升温，打压市场风险偏好，受加征关税影响，出口走弱；美联储全年加息4次，各25BP，全球流动性收紧。内忧外患之下，全A企业盈利增速降至-2%，市场对企业未来盈利预期恶化，大盘走势持续下行。

从行业表现来看，2018年所有行业无一幸免，整体大幅下跌。社会服务、银行、食品饮料、农林牧渔等跌幅较小，环保、电子、有色、传媒等跌幅较大。具体而言：（1）银行、食品饮料等具有防守属性的板块跌幅较小；（2）受贸易战影响较大的行业，如电子、轻工、机械、汽车、纺织服装等跌幅居前。

三、2019年：货币和信用转宽，国产替代崛起

2019年大盘走势先迅猛上涨，后宽幅震荡，行情主要分为两个阶段：（1）年初央行宣布大幅降准1%，1月社融和金融数据大超市场预期，中美贸易摩擦缓和，2018年冲击市场的核心矛盾迅速扭转，市场快速上行；（2）4月央行提出“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，政策收紧预期不断强化，市场主要指数明显回落；5月后中美贸易战再起，掀起国产替代浪潮，市场走势宽幅震荡；年底随着贸易摩擦缓和、经济形势好转，市场小幅上行。

2019年市场的核心矛盾在于国内货币和信用政策转向宽松，中美贸易战一波三折，海外美联储转鸽。全年央行共3次下调存款准备金率，呵护流动性，信用紧缩明显转向宽松，“去杠杆”阴霾不再笼罩市场。尽管经济并无太多亮点，但国内外流动性宽裕，叠加企业盈利增速企稳，市场整体上涨。

2019年是消费与科技双轮驱动的行市。消费大类中，食品饮料、医药等涨幅居前；科技大类中，电子、计算机、通信等涨幅居前。具体而言：（1）2019年主要经济指标大多回落，全球流动性宽裕，高收益资产稀缺，食品饮料、家电行业盈利能力改善且ROE处于历史高位，相比其他行业业绩确定性更高；（2）中美贸易战持续，国产替代和自主可控预期不断发酵，科技行业有三波行情。（3）“超级猪周期”来临，猪肉价格飞涨，农林牧渔表现不俗。

风险提示

全球经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

内容目录

前言：2018 年漫长熊市后，2019 年柳暗花明	3
一、2018 年：国内去杠杆和中美贸易战导致市场单边下跌	3
1.1 市场走势持续单边下跌，全年走熊	3
1.2 核心矛盾是国内去杠杆、中美贸易摩擦，与此同时企业盈利增速大幅下行	4
1.3 银行、食品饮料防守属性凸显	4
二、2019 年：货币和信用转宽，国产替代崛起	5
2.1 市场走势先迅猛上涨，后宽幅震荡	5
2.2 核心矛盾是货币和信用政策均转向宽松	5
2.3 消费和科技双轮驱动，自主可控行情崛起	6
风险提示	7

图表目录

图表 1：2018-2019 年行业表现	3
图表 2：2018 年上证指数走势：持续下跌	4
图表 3：2018 年全 A 盈利增速大幅下滑	4
图表 4：2018 年信用利差大幅走阔	4
图表 5：2018 年行业表现	5
图表 6：2019 年上证指数走势：先迅猛上涨，后宽幅震荡	5
图表 7：2019 年初社融增速大超市场预期，止住 2018 年以来下降态势	6
图表 8：2019 年行业表现	6
图表 9：2019 年餐饮、家电 ROE 提升	7
图表 10：2019 年基金在消费板块的持仓比例提高	7
图表 11：2019 年科技行业的 3 波行情	7
图表 12：国产替代热潮推动半导体设备与材料回暖	7

前言：2018 年漫长熊市后，2019 年柳暗花明

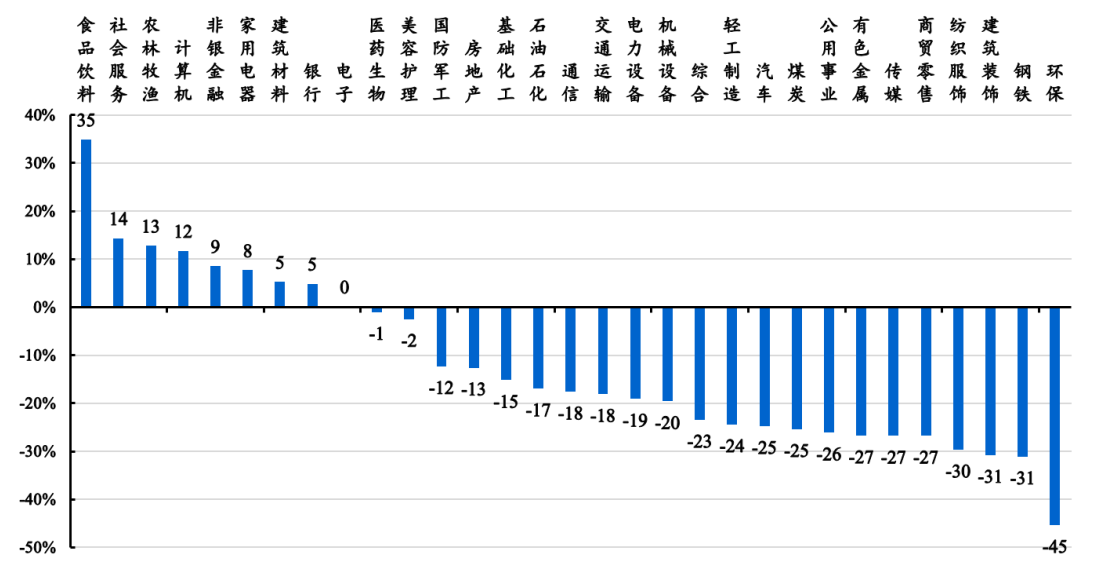
2018-2019 年行情呈现 V 型走势：2018 年在金融去杠杆和贸易战的冲击下，市场开始了漫长熊市，2019 年在宽信用和自主可控的驱动下，市场触底反弹。

2018 年大盘走势单边下跌：国内金融去杠杆启动，“资管新规”出台，中美贸易摩擦开打，多家企业债务违约，企业盈利增速大幅下行，叠加美联储全年 4 次加息，美股高位调整，市场情绪极为低迷，大盘持续走低。

2019 年大盘迅猛上涨后宽幅震荡：国内货币和信用政策转向宽松，社融增速超预期，“去杠杆”阴霾不再笼罩市场，海外美联储转鸽，市场迅猛上涨；随后货币政策预期趋紧，中美贸易摩擦再起，国产替代浪潮崛起，市场走势宽幅震荡。

从行业表现来看，受益于稳定出色的盈利能力，食品饮料涨幅居前；金融板块在熊市中的防守属性突出，表现也不错。中美贸易摩擦频发的背景下，国产替代和自主可控逐步成为市场共识，计算机、电子行业表现较好；“超级猪周期”来临，农林牧渔表现同样不俗。

图表 1：2018-2019 年行业表现



来源：Wind、国金证券研究所

一、2018 年：国内去杠杆和中美贸易战导致市场单边下跌

1.1 市场走势持续单边下跌，全年走熊

2018 年市场走势单边持续下跌。年初国内去杠杆启动，美联储加息预期升温，美股暴跌，A 股迅速回调；随后，中美贸易战开打，“资管新规”正式稿出台，市场继续下跌；年中贸易战再次升级，国内主要经济指标持续下滑，叠加股票质押风险的担忧持续升级，市场再次低迷；尽管 10 月后官方频频出台政策，接连表态支持民营经济，贸易摩擦缓和，但市场情绪仍旧低迷，美股接连暴跌，A 股继续探底。

图表2：2018年上证指数走势：持续下跌

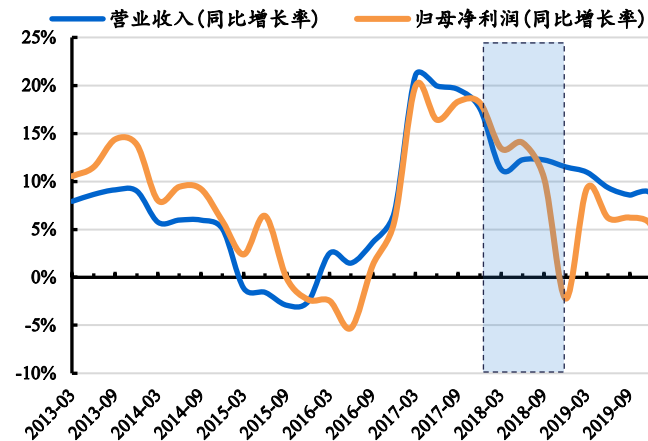


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 核心矛盾是国内去杠杆、中美贸易摩擦，与此同时企业盈利增速大幅下行

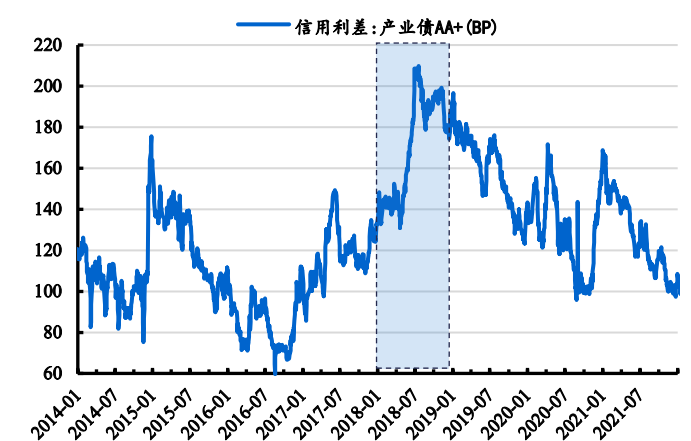
2018年国内金融去杠杆持续推进，“资管新规”正式出台，多家公司密集出现债务违约事件，债券市场信用风险迅速抬升，重挫市场情绪，引发了市场对信用收缩的持续担忧；中美贸易战开打，大国博弈持续升温，打压市场风险偏好，受加征关税影响，出口走弱；美联储全年加息4次，各25BP，全球流动性收紧。内忧外患之下，全A企业盈利增速由2017年的18%大幅降至-2%，市场对企业未来盈利预期恶化，大盘走势持续下行。

图表3：2018年全A盈利增速大幅下滑



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：2018年信用利差大幅走阔



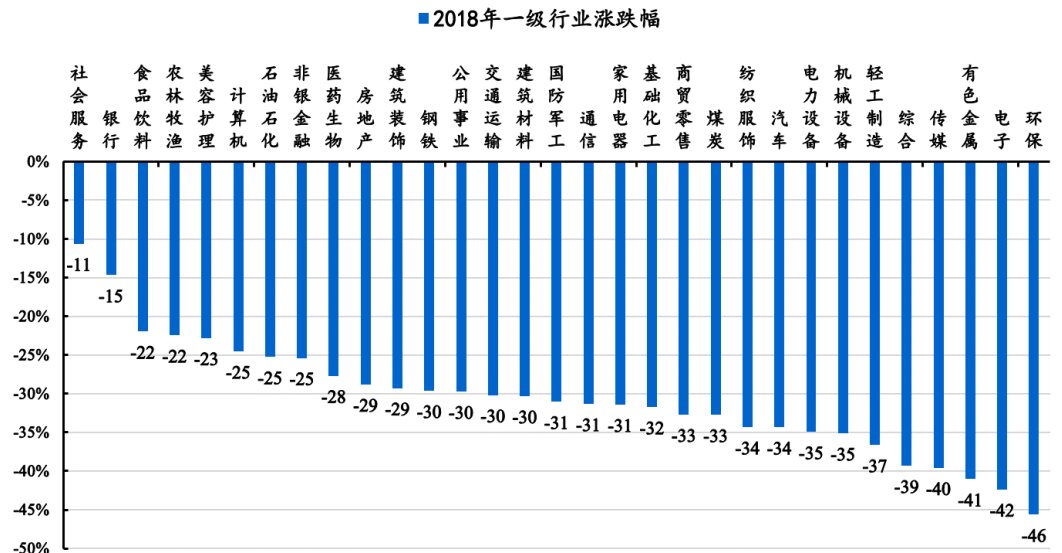
来源：Wind、国金证券研究所

1.3 银行、食品饮料防守属性凸显

从行业表现来看，2018年所有行业无一幸免，整体大幅下跌。社会服务、银行、食品饮料、农林牧渔等跌幅较小，环保、电子、有色、传媒等跌幅较大。

具体而言：(1) 银行、食品饮料等具有防守属性的板块跌幅较小；(2) 受贸易战影响较大的行业，如电子、轻工、机械、汽车、纺织服装等跌幅居前。

图表5: 2018年行业表现



来源: Wind、国金证券研究所

二、2019年: 货币和信用转宽, 国产替代崛起

2.1 市场走势先迅猛上涨, 后宽幅震荡

2019年大盘走势先迅猛上涨, 后宽幅震荡, 市场行情主要分为两个阶段: (1) 年初央行宣布大幅降准1%, 1月社融和金融数据大超预期, 中美贸易摩擦缓和, 2018年冲击市场的核心矛盾快速扭转, 市场快速上行; (2) 4月央行提出“把好货币供给总闸门, 不搞‘大水漫灌’”, 国常会认为“一季度经济运行总体平稳、好于预期”, 政策收紧预期不断强化, 市场主要指数明显回落; 5月后中美贸易战再起, 掀起国产替代浪潮, 市场走势宽幅震荡; 年底随着贸易摩擦缓和、经济形势好转, 市场小幅上行。

图表6: 2019年上证指数走势: 先迅猛上涨, 后宽幅震荡

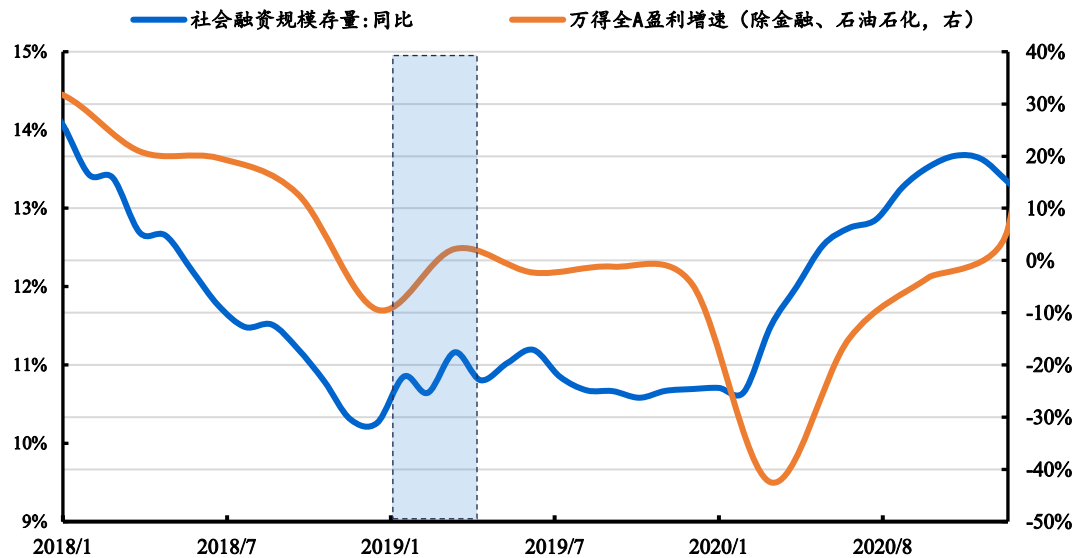


来源: Wind、国金证券研究所

2.2 核心矛盾是货币和信用政策均转向宽松

2019年市场的核心矛盾在于国内货币和信用政策转向宽松, 中美贸易战一波三折, 海外美联储转鸽。全年央行共3次下调存款准备金率, 呵护流动性, 信用紧缩明显转向宽松, “去杠杆”阴霾不再笼罩市场。尽管经济并无太多亮点, 但国内外流动性宽裕, 叠加企业盈利增速企稳, 市场整体上涨。

图表7: 2019年初社融增速大超市场预期, 止住2018年以来下降态势



来源: Wind、国金证券研究所

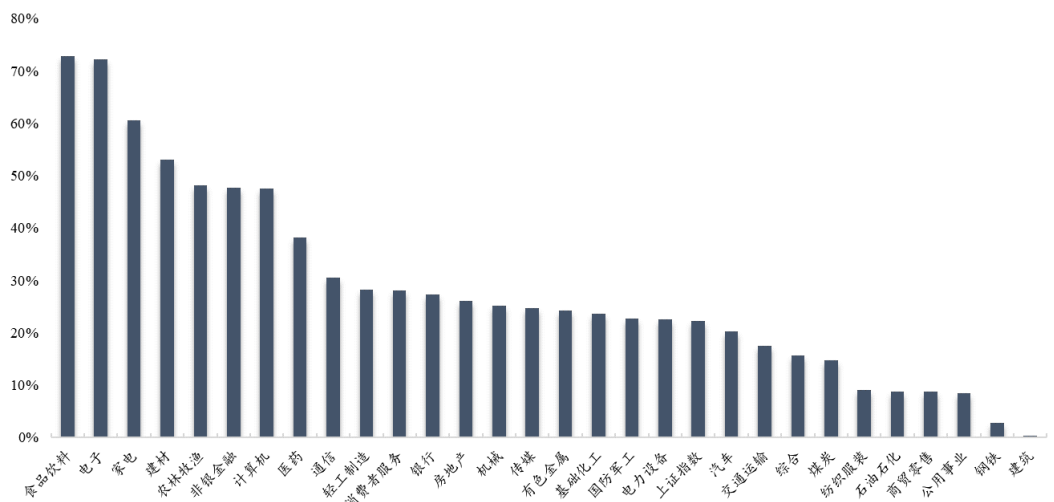
2.3 消费和科技双轮驱动, 自主可控行情崛起

2019年是消费与科技双轮驱动的行市。消费大类中, 餐饮、家电、医药等涨幅居前, 分别为72.8%、60.6%、38.2%; 科技成长大类中, 电子、计算机、通信等涨幅居前, 分别为72.2%、47.5%、30.5%。具体而言:

- (1) 2019年主要经济指标大多回落, 全球流动性宽裕, 高收益资产稀缺, 食品饮料、家电行业盈利能力改善且ROE处于历史高位, 相比其他行业业绩确定性更高;
- (2) 中美贸易战持续, 国产替代和自主可控预期不断发酵, 电子和计算机等行业迎来三波行情, 相关政策和事件热潮不断。年初, 5G、信创主题活跃, 引领科技行情; 年中TWS耳机销量暴涨, 催化消费电子行情; 年末国家大基金二期成立, 推动半导体板块再次上涨。
- (3) 非洲猪瘟疫情催化, “超级猪周期”来临, 猪肉价格飞涨, 农林牧渔表现不俗。

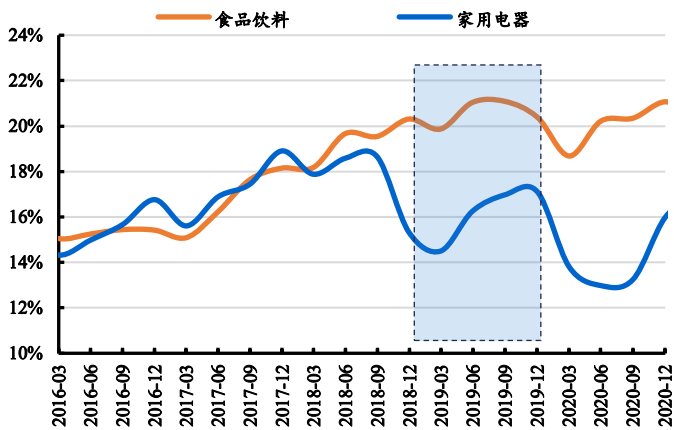
图表8: 2019年行业表现

2019年各行业涨跌幅表现



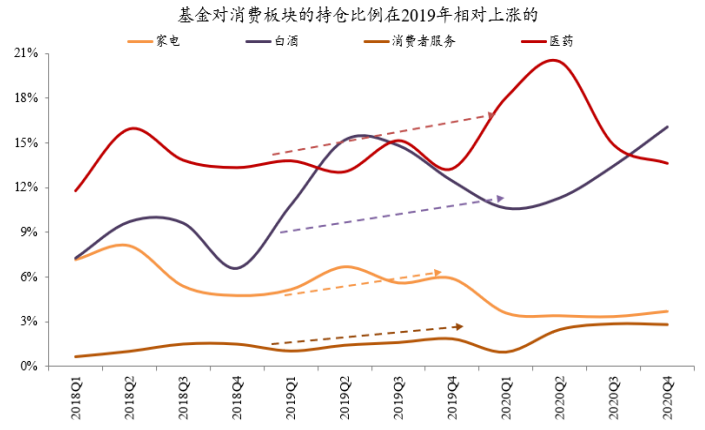
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 2019年餐饮、家电ROE提升



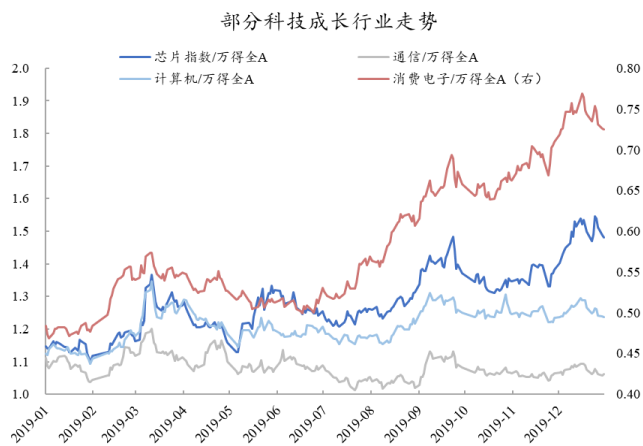
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2019年基金在消费板块的持仓比例提高



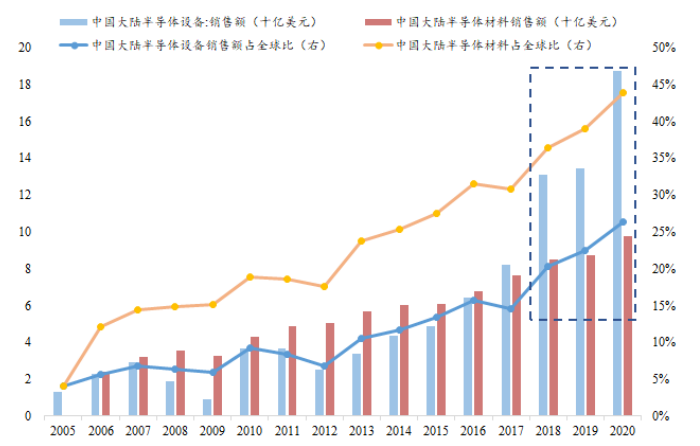
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 2019年科技行业的3波行情



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 国产替代热潮推动半导体设备与材料回暖



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 全球经济下行超预期 (国内经济复苏不及预期、海外经济下行风险)
- 宏观流动性收缩风险 (美联储超预期加息及缩表)
- 海外黑天鹅事件 (俄乌局势、地缘政治风险)

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402