

2019年度A股策略报告

2018年A股市场回顾

- 在去杠杆和中美贸易摩擦两大主要因素的扰动下，2018年股市整体震荡下行。
- 内部方面，随着去杠杆政策逐渐深入，在实体领域，信用风险加速暴露、社融、基建增速大幅回落；在金融领域，大资管行业规模增长阶段性停滞。外部方面，贸易战的发酵也增加了国内经济的不确定性。
- 在内外压力下，政策主动调整，释放维稳信号。然而政策传导到实体经济需要时间，短期内经济下行压力仍然较大；而中美贸易谈判的反复也压制着市场的风险偏好。

2019年宏观经济展望

- 预计2019年宏观经济仍有压力。投资整体承压，但基建有望回升；消费增速可能小幅回落；出口压力将在上半年有所体现；预计PPI将回落、CPI中枢提升。流动性方面，预计2019年整体流动性保持合理充裕，仍有降准空间。
- 政策层面或将扩大减税降费规模、提高基建投资力度。考虑到前期信用收缩滞后影响，隐形债务加速显性化、政策托底效果有待确认；若社会融资增速企稳回升，则经济下行压力有望缓解。

2019年A股市场展望

- 上行因素：市场估值处于历史底部区域；无风险利率趋势性向下，流动性预计保持宽裕；政策托底，风险偏好有望改善；长线资金或将增加配置。
- 下行因素：企业盈利承压；外部市场可能加剧动荡；中美贸易摩擦仍面临不确定性。
- 总体而言，2019年市场存在结构性投资机会。当前A股估值处于历史底部区域，展望2019年，尽管盈利面临一定压力，但无风险利率下行有望提升市场估值，随着贸易战边际缓和、政策托底、改革预期升温，市场风险偏好有望提升。指数单边下跌的趋势或已改变，市场存在结构性投资机会。
- 我们相对看好科技成长龙头、大金融、必需消费、高端制造，阶段性看好基建等逆周期板块，将在这些方向寻找核心资产。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、2018年A股市场回顾

2018年股市整体震荡下行，去杠杆和中美贸易摩擦是扰动市场的两个最主要因素。

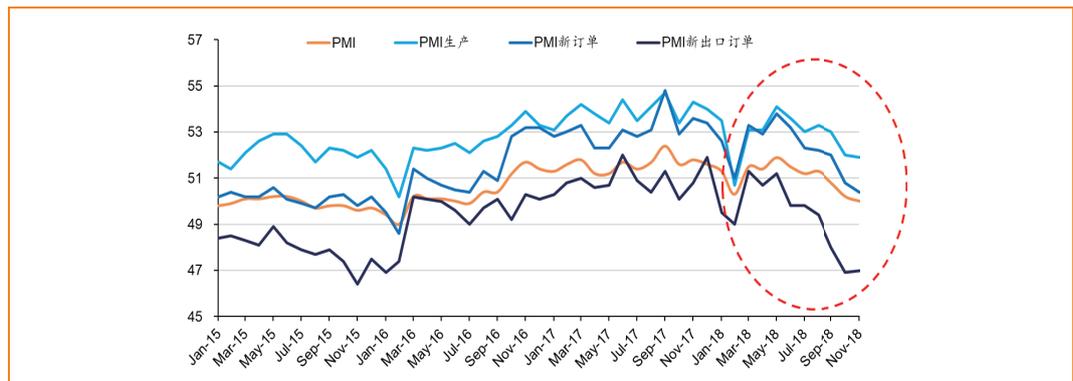


数据截至2018.12.24；资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；

在实体领域，随着去杠杆政策的深入，信用风险加速暴露、社融、基建增速大幅回落；在金融领域，受资管新规影响，基金子公司及专户、券商通道、资金信托、委托贷款持续萎缩，大资管行业规模增长阶段性停滞。

另一方面，贸易战也增加了国内经济的不确定性。美国持续加快推行贸易保护政策，海外不稳定因素使得国内经济不确定性增强；中美经济周期、金融周期的背离，给人民币带来的持续压力，也压缩了国内的政策空间。

总体而言，2018年全年宏观经济数据前高后低。上半年工业经济数据相对平稳；下半年随着去杠杆深化、中美贸易战的升级，经济金融风险加速暴露。



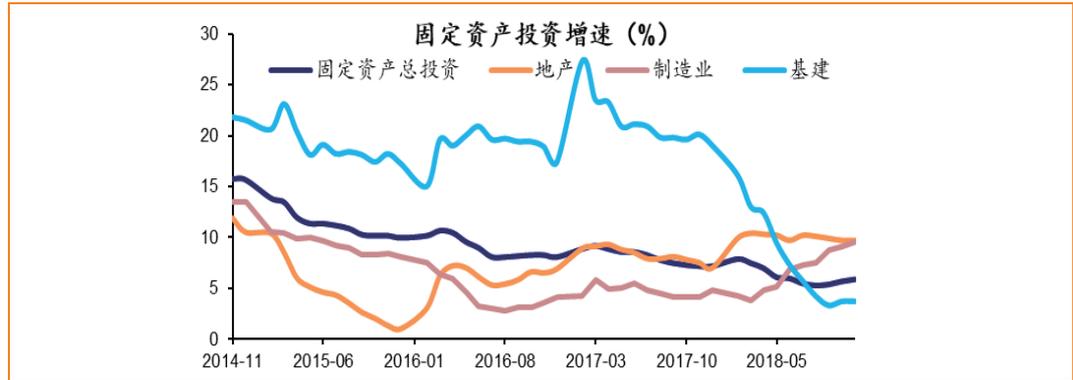
资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2015年1月至2018年11月；

在外部压力下，政策主动调整，释放维稳信号。7月23日召开的国务院常务会议提出，支持扩内需、调结构，促进实体经济发展，表现出一定的政策维稳意图。会议指出，积极财政政策要更加积极；稳健的货币政策要松紧适度，保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕。7月31日中央政治局会议进一步对政策调整进行确认。然而政策传导到实体经济需要时间，短期内经济下行压力仍然较大；中美贸易谈判的反复也压制市场的风险偏好。

二、2019年宏观经济展望

(一) 2019年投资展望：整体有压力，但基建有望回升

制造业投资随着外贸回落，预计很难维持2018年相对较高的增速；地产投资可能回落到低个位数附近，低库存形成支撑；基建有望触底回升，农村基建、新型基建等可能是主要发力点。

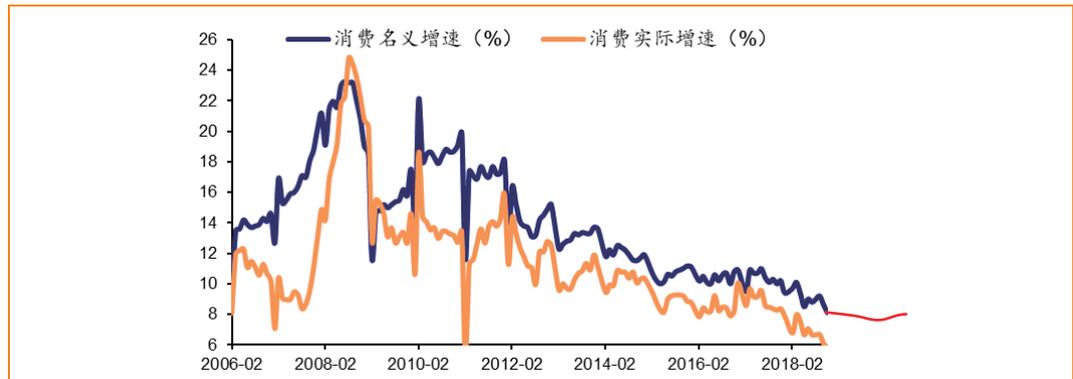


资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年11月至2018年11月；

(二) 2019年消费展望：预计小幅回落

消费虽然平稳，但也与宏观经济有一定相关性。2018年以来，伴随地产周期回落，家电、汽车等消费也承受压力。

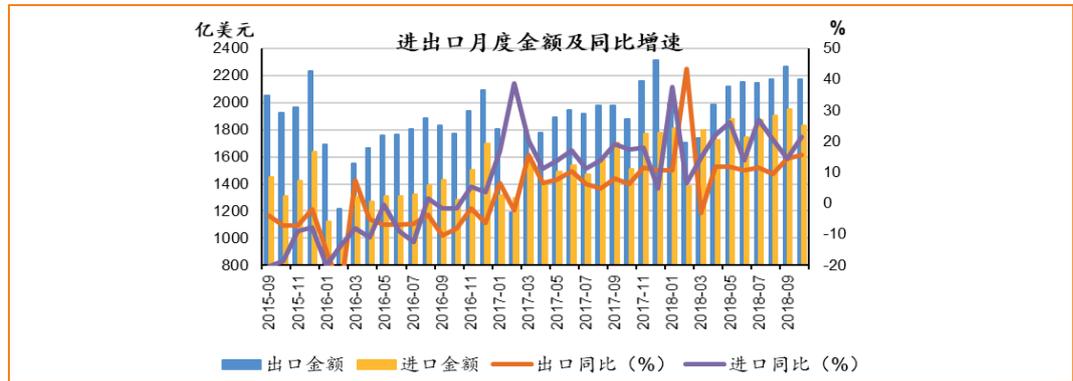
居民个税起征点上调、专项附加扣除等减税措施，有助于部分中低收入人群收入改善。中性情境下，综合考虑居民收入变化、减税政策等影响，2019年消费增长中枢或较2018年小幅回落。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2006年3月至2018年11月

(三) 2019年外贸展望：上半年面临压力

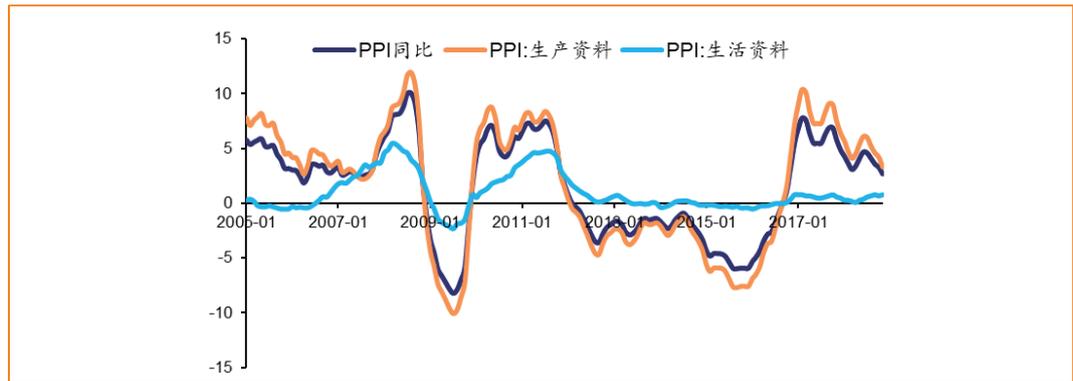
3季度以来的抢出口效应明显，2019上半年看，伴随中美贸易摩擦持续、美国经济高景气度可能回落、非美经济体景气加速回落，出口数据很有可能在半年度体现较大的下行压力。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2015年9月至2018年10月；

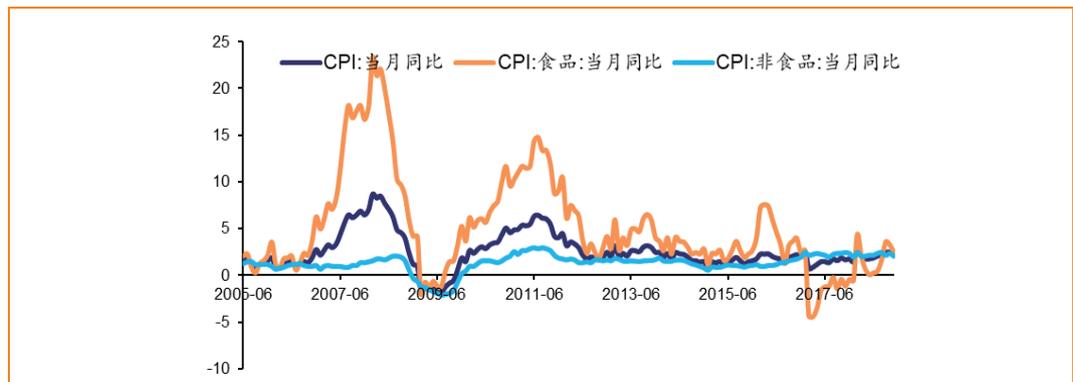
(四) 2019年物价展望：PPI回落、CPI中枢或提升

1. 伴随原油价格大幅回落，工业品价格推动的物价上涨压力已经减缓，总需求低迷下，PPI大概率回落。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005年6月至2018年11月

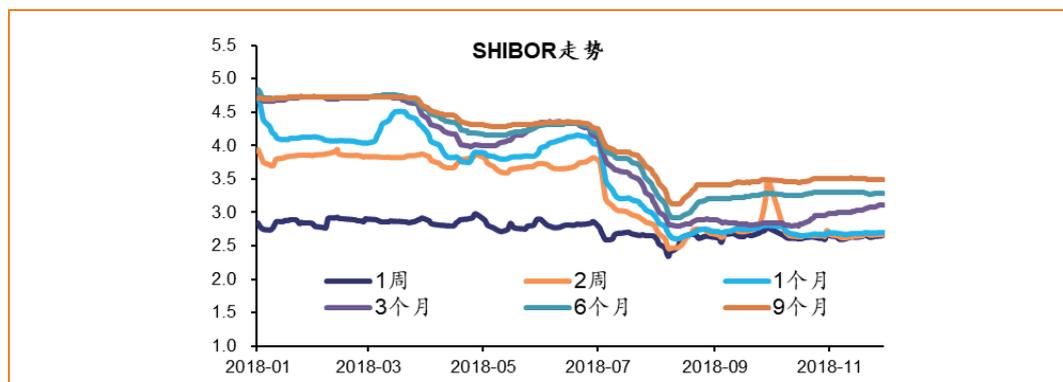
2. 猪瘟或加速行业去产能，猪价是未来CPI通胀重要风险点，2019年CPI中枢或有所提升。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005年9月至2018年9月

(五) 2019年流动性展望：保持合理充裕

为对冲信用收缩的影响，流动性环境从去年偏紧逐步转向合理充裕，央行数次降准，银行间流动性保持充裕，2019年仍有降准空间；

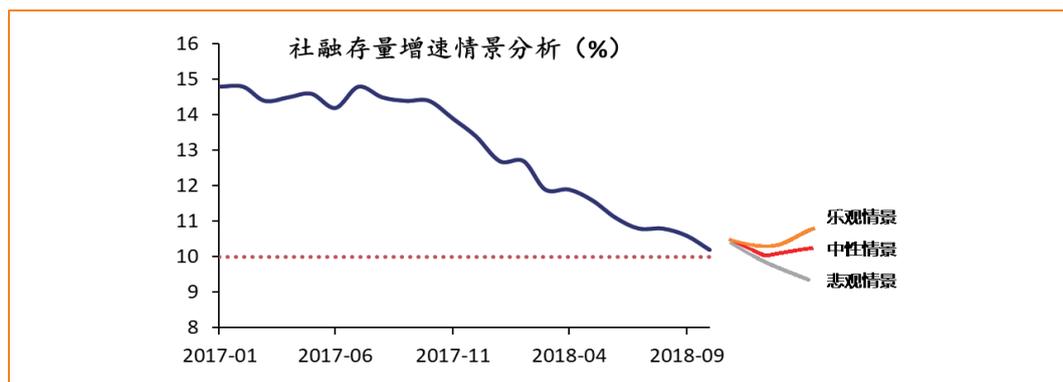


资料来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2018年1月至2018年11月;

政策将更加注重引导资金流动、理顺信用传导机制, 例如, 央行定向降准支持小微企业贷款和债转股, 进一步明确资管新规细则、阶段性缓解非标收缩压力等。

(六) 2019年社融展望: 等待宽信用效果显现

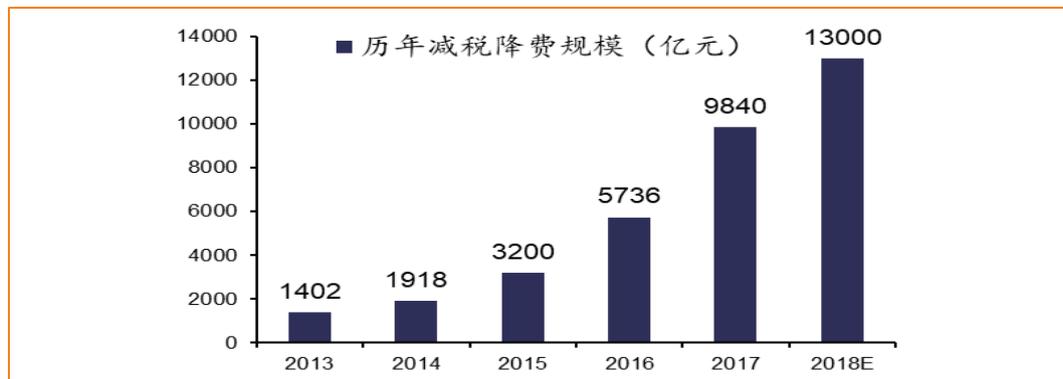
考虑到前期信用收缩滞后影响, 隐形债务加速显性化、政策托底效果有待确认; 若社会融资增速企稳回升, 则经济下行压力有望缓解。



资料来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2017年1月至2018年10月

(七) 2019年稳增长政策展望: 扩大减税降费规模、提高基建投资力度

扩大减税降费规模: 今年年初以来, 包括增值税率调整、个税起征点上调等减税政策密集落地, 财政部预计2018年减税降费规模将超过1.3万亿元, 2019年将实施更大规模的减税降费。



资料来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2013年至2018年 (含预测值);

基建投资：2019年积极的财政政策将加力提效，将较大幅度增加地方政府专项债券规模，整体预计基建投资力度会有所反弹。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年12月至2018年11月；

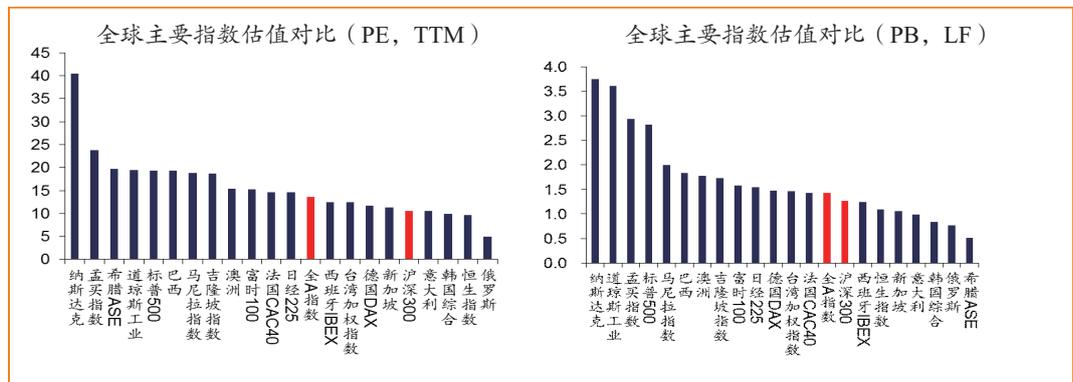
三、2019年A股市场展望

(一) 当前市场估值水平处于历史底部

无论是PE、PB，当前全部A股估值水平处于10%分位以下的底部区域。从全球市场估值比较看，当前A股也处于较低水平。从PE角度，绝大部分行业已经低于历史平均水平，约一半的行业处于10%分位以下。



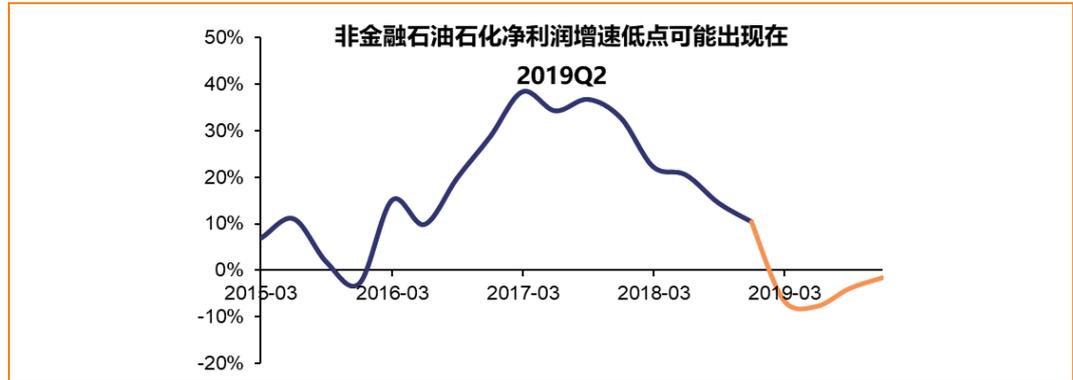
资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2001年1月1日至2018年12月21日；



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：截至2018年12月21日；

(二) 盈利底部亟待确认

预计2019年A股非金融石油石化行业盈利增速下行，按照历史规律，A股净利润增速上行周期4—5个季度、下行周期8—10个季度，推导出A股净利润增速有可能在2019年中或下半年见底。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2015年3月至2019年12月（含预测值）

(三) 无风险利率下行

一方面，当前经济大概率处于类衰退期，因此整体趋势向下；另一方面，去杠杆压力最大的时间已经过去，随着美国加息节奏放缓，国内货币政策空间打开。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005年10月至2018年12月；

(四) 风险偏好当前处于底部区域

从换手率、成交量、融资融券占比看，A股市场风险偏好处于底部区域。



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；2005年1月至2018年12月（左）；2014年1月至2018年12月（右）；

(五) 风险偏好：政策托底，呵护资本市场

具体措施：成立纾困基金、鼓励回购、减少市场交易阻力、并购重组有所放松；

改革有望提升市场风险偏好：中央经济工作会议对改革和开放的重视程度显著上升，提出的国企改革、土地改革、财税改革等具体措施，有望增强中长期经济增长潜力，提振市场信心。

科创板有望重塑科技股估值：科创板可能会试行放开涨停板限制、严格退市制度、T+0等新制度，将补充我国成长型科技创新企业融资短板，为中国股市未来的改革指明方向。

(六) 长期资金持续流入

随着A股纳入MSCI等国际指数进程加快，外资有望带来4000–5000亿的增量资金；理财新规落地，预计银行理财未来几年将为股市带来500–1000亿的增量资金；股票回购、社保基金、养老金、企业年金有望带来约1000亿的增量资金。

MSCI指数体系	跟踪资金规模 (万亿美元)	A股纳入权重增量资金测算 (亿人民币)			
		5%	20%	50%	100%
新兴市场指数	1.8	882	3502	8756	17512
全球市场指数	4.1	283	1132	2829	5658
增量资金合计(亿人民币)		1165	4634	11585	23170

资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；

(七) 我们的观点

2019年市场存在结构性投资机会。当前A股估值处于历史底部区域，展望2019年，尽管盈利面临一定压力，但无风险利率下行有望提升市场估值，随着贸易战边际缓和、政策托底、改革预期升温，市场风险偏好有望提升。指数单边下跌的趋势或已改变，市场存在结构性投资机会的环境。

我们相对看好科技成长龙头、大金融、必需消费、高端制造，阶段性看好基建等逆周期板块，将在这些方向寻找核心资产。



摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
 深圳市福田区中心四路1号
 嘉里建设广场一期二座17楼
 邮编：518048
 电话：(0755) 88318883
 传真：(0755) 82990384
 www.msfnfunds.com.cn