

2020年度A股策略报告

- 2019年A股市场消费和科技板块表现占优，大盘优于中小盘。分季度看，Q1科技+消费领涨，Q2消费+金融领涨，Q3科技领涨，Q4消费+周期领涨。
- 展望2020年，政府稳增长的重心从货币政策向财政政策转移，以专项债为代表的宽信用措施相对更确定。预计消费增速大体持平，出口小幅改善，进口有所修复。货币政策强调多目标协调，仅为了控制生猪价格上行而大幅转向收紧的概率不大。预计2020年新增实体企业贷款仍将维持相对高位，社融增速窄幅波动。
- 2020年工业增加值、PPI可能企稳（基数作用及库存周期带来的需求企稳），非金融企业盈利在低基数和库存周期的作用下有望小幅回升。宏观流动性将保持稳定，增量资金供需平衡。再融资放松及中美达成阶段性贸易协议背景下，风险偏好有望提升。
- 我们对市场谨慎乐观，将以消费、优质金融龙头作为底仓，把握科技成长的产业趋势机会，关注周期板块的估值修复机会、优质中小盘股票及科创板回调后的投资机会。

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。

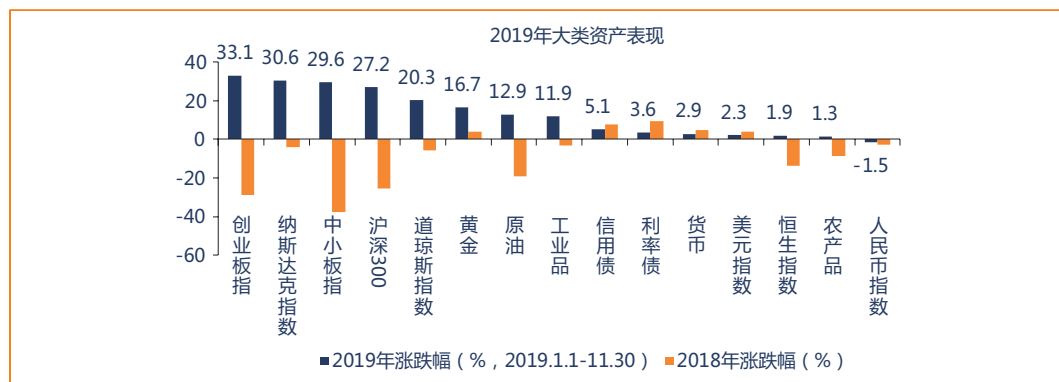
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、2019年市场回顾

（一）大类资产表现及宏观经济回顾

2019年大类资产表现：权益>黄金>原油>债券>美元>人民币。相比2018年，权益、商品表现较好，债券、货币表现较弱。

2019年大类资产表现



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018.1.1-2019.11.30

海外经济关键变化：主要国家的货币政策偏鸽派，美国停止加息，开启预防式降息。以美国为代表的海外主要经济体景气度边际回落，但产能利用率、就业、消费等数据水平仍然保持在相对高位，盈利暂未下行，通胀维持低位。

国内经济关键变化：年初社融增速企稳，流动性预期好于2018年，PPI持续回落，CPI持续回升，从2月的1.5%上升到11月的4.5%，但物价上涨主要是猪肉供给短缺带来的结构性上行，工业品价格仍然低迷，说明总需求偏弱。

（二）国内权益市场回顾

2019年A股市场震荡上行。年初至4月中旬，在中美关系缓和、流动性宽松、外资大幅净流入、一季度经济金融数据全面超预期等利好刺激下市场大涨；4月中旬至6月初市场回调，主要因为政策态度微调、“类滞胀”预期升温、中美贸易摩擦再度升级、个别风险事件带来了流动性冲击；6月初至7月初，在G20中美元首会晤贸易摩擦边际缓和、美联储降息预期升温等作用市场反弹；7月初至8月初市场疲弱，主要因为科创板集中申购、贸易摩擦升级、人民币破7、地产融资收紧；8月初至9月中旬再次反弹：海外、国内、市场流动性均边际改善以及中美关系缓和；9月中下旬以来震荡调整：降息预期落空、内外流动性偏宽已被市场充分反应、10月CPI数据超预期。

全年看消费和科技板块表现占优，大盘优于中小盘。分季度看，Q1科技+消费领涨，Q2消费+金融领涨，Q3科技领涨，Q4消费+周期领涨。

2019年 A股分季度风格与行业表现

分季度	全A涨跌幅	市场风格	第一	第二	第三	末一	末二	末三
2019Q1	30.71%	科技+消费	计算机	农林牧渔	食品饮料	银行	公用事业	建筑
			48.46%	48.42%	43.58%	16.85%	17.8%	18.28%
2019Q2	-4.62%	消费+金融	食品饮料	家用电器	银行	传媒	轻工制造	钢铁
			12.14%	2.54%	1.26%	-15.79%	-14.11%	-13.17%
2019Q3	-0.09%	科技	电子	医药生物	计算机	钢铁	采掘	建筑
			20.2%	6.36%	5.4%	-11.06%	-8.25%	-7.68%
2019Q4	-0.70%	消费+周期	建材	家用电器	银行	纺织服装	国防军工	餐饮旅游
			5.98%	12.52%	2.96%	-6.53%	-6.36%	-6.15%

注：Q4截止日期为11.30。数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金，数据时间：2019.1.1-2019.11.30

（三）2019年权益市场关键词

社融：年初社融增速回升，缓解了市场等待流动性拐点的忧虑。但是，企业短期贷款增量多于长期贷款，地方政府专项债的提前发行暂未在基建投资数据中显著体现，政策对房地产开发贷从严，社融结构难以化解市场对后续“需求”的担忧，仍有待改善。

通胀：国内货币政策在2019年的主要掣肘是内部通胀水平，7月以来在猪肉价格的带动下CPI数据持续超出预期。目前市场预期猪肉供给端短缺引起的价格波动大概率不会向其他领域扩散，若通胀预期发散，则空间限制有可能变为政策方向的担忧。

中美谈判：尽管2019年以来，中美贸易谈判对市场的影响逐渐钝化，但阶段性的市场冲击仍然存在，预计中美贸易谈判仍是充满波折的长期过程。

MSCI：以MSCI指数跟踪资金为代表的外资持续流入中国。外资的配置偏好有持续性，在A股是以大消费为代表的白马龙头为主。对比其他新兴市场，海外投资者对A股配置比例还有很大的提升空间，外资流入的长期方向不变。

科技周期：全球半导体周期底部+5G建设周期元年，全球科技股迎来基站和终端设备更新的周期性机会。此外，华为5G技术领先全球，在外压之下市场对中国科技公司增强自主创新水平有所期待。国内在4G时代奠定了应用创新能力的基础，市场对后续的5G应用创新有所期待。

二、2020年宏观经济展望

(一)固定资产投资可能企稳反弹

政府提前下达专项债部分新增额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，预计2020年基建投资增速将稳步提高达到6%—7%。房地产投资增速或随着土地购置费增速的逐步回落而回落，但预计库存低位、销售和竣工端韧性，在政策边际放宽等因素对冲影响下，地产投资回落幅度或好于预期，预计投资增速在5%—7%之间。随着外部环境、内需、利润、融资等多重因素改善逐渐传导至企业的投资，制造业投资增速或从底部回升至3%—4%左右。整体看2020年固定资产投资可能企稳反弹。

(二)预计消费增速大体持平

随着竣工增速不断回升，房地产后端消费增速或将止跌企稳。此外，2019年负贡献最大的汽车消费增速可能由负转正。消费跟随GDP趋势窄幅变化，预计2020年消费增速与2019年大体持平。

(三)预计出口小幅改善，进口有所修复

美国经济显现韧性，全球经济有阶段性企稳的预期，中美贸易谈判取得阶段性成果，有助于2020年出口增速的回升。依据我们对国内基建投资回升、房地产建安投资平稳、制造业投资触底略有回升的判断，经济总体将逐渐企稳，内需对进口量的拖累将逐渐收窄。

(四)货币和流动性

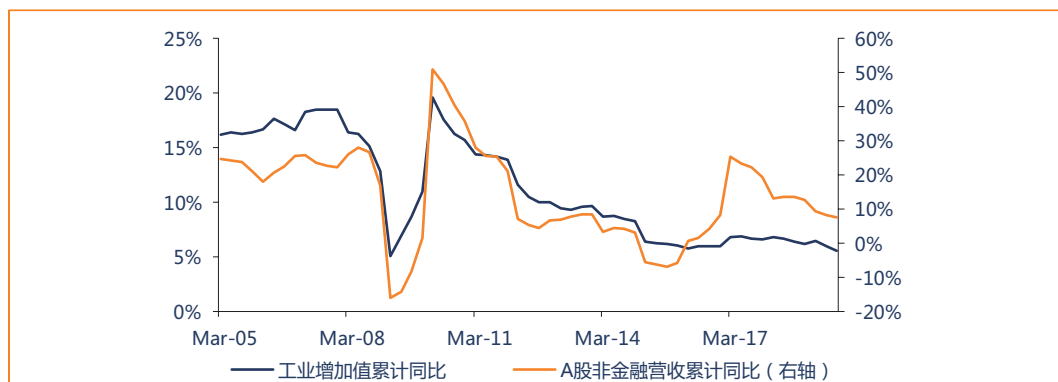
货币政策基调预计合理充裕，仅为了控制生猪价格上行而大幅转向收紧的概率不大。同时，信贷结构会出现积极变化。决策层鼓励实体企业信贷融资、降低融资成本决心较为明确，预计2020年新增实体企业贷款仍将维持相对高位。社融方面，信贷和债券融资仍将是融资的主力方式，权益股票融资将稳健扩张，非标融资仍将偏弱，但边际收缩幅度收窄，预计社融增速窄幅波动。

三、2020年A股市场展望

(一)盈利总量偏弱，但非金融企业有望回升

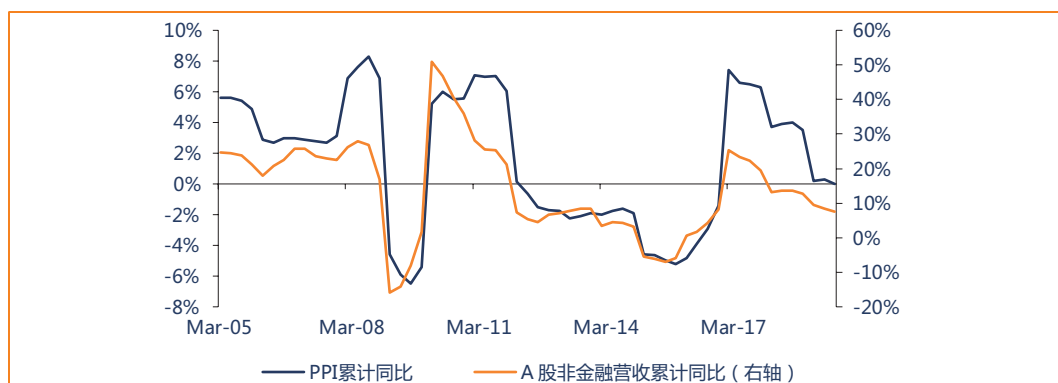
实际GDP、PPI、工业企业利润、A股非金融企业收入利润存在较强的相关性。2019年前三季度A股盈利增长7.2%（金融/非金融分别为16.6%/—1.4%），在宏观增速继续放缓、利润率持平的假设下，预计2020年A股盈利增速在6.0%左右（金融6.5%/非金融5.5%）。我们认为明年工业增加值、PPI可能企稳（基数作用以及库存周期带来的需求企稳）、非金融企业盈利在低基数和库存周期的作用下，盈利有望小幅回升。

工业增加值累计同比与A股非金融营收增速正相关性明显



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005.6.30-2019.9.30

PPI同比与A股非金融营收累计同比正相关性明显

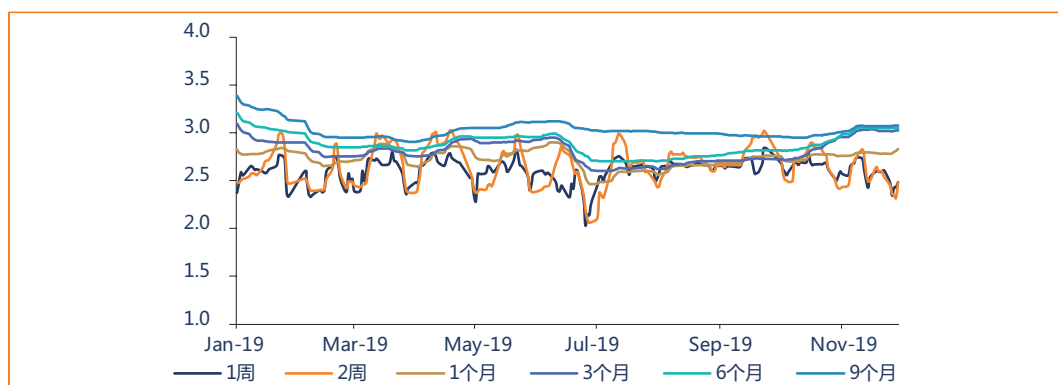


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2005.6.30-2019.9.30

(二)宏观流动性保持稳定

通胀水平是影响A股投资者流动性预期的重要变量，在没有超预期上行的背景下，央行仍保持合理充裕的货币政策环境。预计流动性环境保持稳定，大幅收紧或放松的可能性均较低。

SHIBOR走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2019.1.9-2019.12.6

(三)风险偏好有望提升

中美在2020年一季度可能达成阶段性贸易协议。证监会2019年就主板（中小板）、创业

板、科创板再融资规则征求意见，再融资制度迎全面松绑，2020年或是产业链并购重组等直接融资开花的元年。从国内外的经验看，每一轮并购重组大潮均带来市场风险偏好、估值中枢的明显抬升。



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2011.1.10-2019.11.13

(四)增量资金预计供需平衡

公募基金、保险资金、理财资金、外资仍将持续流入。再融资规模扩大是主要的资金流出项。预计2020年增量资金总体平衡。

单位 (亿)	分项	主要逻辑	2018年资金 规模	2019年资金 规模(根据目 前数据 预测全年)	2020年预计 资金规模
资金 供给端	公募	资本市场政策、优秀业绩驱动	+1883.8	+2406.8	+3480
	外资	MSCI纳入比例可能不再增加，但整体仍维持流入趋势	+2942.2	+2619.7	+2000
	保险资金	根据保险资金运用余额测算	+866.16	+3750.45	+4070.34
	理财产品	根据过去年份估算	+3868.8	+2824.8	+5373.5
	融资融券	按大盘上涨15%估算（上证3335点）	-2727.77	+2045.47	+953.53
	回购	根据往年数据估算	+523.1	+1520.5	+2000
	总和		+7356.29	15167.72	17877.37
资金 需求端	IPO	将主板中小创，以及科创板分开估算	-1378.2	-2027.6	-2800
	再融资	再融资新规刺激下，明年将大幅回暖	-7523.53	-6443.87	-12000
	交易费用	根据往年数据估算	-1276.4	-1720.7	-1528.8
	产业资本	流动性压力依然较大	-822.0	-2707.1	-1800
	总和		-11000.13	-12899.27	-18128.80
列举项资金净流入			-3643.84	+2268.45	-251.43

数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金

(五)策略展望

预计2020年宏观经济温和放缓，A股盈利在总量角度亮点不多，但市场估值处于历史中下区间，资金供需总体平衡，流动性宽松，系统性风险不大，总体上对市场谨慎乐观。

从估值和基本面的匹配角度，各大板块的风险收益比相对均衡，自下而上深入挖掘个股或有超额收益。以消费、优质金融龙头作为底仓，把握科技成长的产业趋势机会，关注周期板块的估值修复机会、优质中小盘股票及科创板回调后的投资机会。

1、金融板块：关注低估值银行、地产、保险，以及受益政策放松的券商

银行基本面稳健，有望受益于经济复苏，同时行业估值水平处于历史低位，收益有望超过ROE水平。保险行业2020年负债端好于2019年，在股市和利率平稳的前提下，估值有提升空间。业绩驱动力对券商行业的影响减弱，但政策推动可能给券商股带来投资机会。地产调控主基调仍然是“房住不炒”，预计表态上更加温和，随着2020年销售和新开工增速放缓，政策边际放松的可能性较大。龙头房企的业绩确定性较强，可能存在投资机会。

2、周期板块：板块有估值修复空间，关注优质龙头

受制于经济周期，尽管估值水平较低，但周期板块的整体性机会仍未到来。从PB-ROE角度看，周期板块当前估值处于历史底部，但ROE水平得益于供给侧改革带来的竞争格局改善，仍维持在相对高位，因此阶段性而言，竞争格局良好、盈利能力和稳定性较强的周期龙头存在估值修复的机会。

3、消费板块：估值扩张告一段落，需精选子行业和个股

从估值水平看，当前消费板块处于历史较高水平，2020年将面临一定的估值约束。消费行业是能够为投资者提供长期稳定回报的优秀赛道，2002年以来ROE(TTM)中位数最高的行业是家用电器、银行、食品饮料、房地产、汽车和医药生物，消费行业占大多数，仍是值得长期持有的底仓板块。

白酒：高端白酒抗经济波动的能力增强

由于投资属性和房地产产业链需求传导，房价涨幅和茅台一批价涨幅相关性较强。2019年下半年房价同比涨幅有所放缓，2020年上半年茅台一批价涨幅面临压力。但从长远来看，茅台出厂价969元/瓶，一批价2400元左右/瓶，潜在提价空间大。如果2020年经济景气度上行，白酒行业弹性有望增大。

啤酒：结构升级延续，麦芽成本有望下降

啤酒行业竞争趋缓，延续结构升级，2019年行业吨价提升4%-5%，提价趋势在2020年仍会延续。产品结构升级过程中，行业销售费用率下降，同时2019年下半年大麦供给增加，价格出现下降，2020年原材料成本有望下行。

创新药产业链：“腾笼换鸟”系药品行业最大结构调整

在仿制药价格受限背景下，医保对创新药的支持力度越来越大。药政改革也在简化审批流程，加快审批速度，药企加大研发的动力越来越强烈。创新药研发服务产业链正在向中国转移，中国产业链完备，人才基础性价比高，CRO/CMO占全球比例较低，发展空间大。

医疗器械、医疗服务

目前政策对国产医疗器械支持力度较大，同时医疗器械领域受医保控费影响较小，在药品降价幅度较大背景下，医生在处方检查项目的动机在增加。中国整体医疗服务价格偏低，在药品回扣被打击背景下，为了鼓励医生正确的处方动机和积极性，提升医疗服务价格是大势所趋。

家电：基本面复苏

过去2年地产新开工增速与竣工存在明显背离，地产商延长开发周期推迟支付工程款实现资金流的优化利用，但开发周期不能无限延长，竣工交付的反弹料将于2019Q4开始。上一轮家电下乡、补贴、刺激政策集中发生在2009—2012年，按照10—12年更新周期测算，2020年进入更新需求爆发的年份。2020年上半年空调库存去化对内销价格仍有一定程度影响，但内销量如果回暖会传导到价格，预计到旺季有望迎来出货与终端零售价格同步回升。

4、科技板块：产业趋势占优，关注政策和流动性节奏

科技板块受到周期性因素的影响很小，5G及其应用、国产芯片、办公系统、新能源车等科技行业景气上行，板块短期上涨主要受估值驱动，需要关注流动性和基本面的变化。

消费电子：行业景气回升

2019年或只是5G手机换机的预热，2020年随着5G芯片技术的成熟，手机换机潮或将真正开启。5G时代下，随着智能终端的增加，TWS技术的应用空间广阔。2019年10月，华为发布了VR Glass，支持华为VR视频+华为VR应用市场，同时华为VR Glass支持连接手机和电脑使用，并且还支持VR云游戏，华为Glass有望真正开启VR的热潮。

5G产业链：5G基站—5G终端—5G应用

从基站看，2020年有望成为基站建设的大年。从终端看，5G时代有望催生大量的智能化的设备需求，如果有超预期的终端诞生，可能会很大程度上带动相关产业链。从应用看，2020年有望出现5G时代真正的消费级产品。

半导体：受先进制程和补库影响，景气度回升

半导体库存天数降低，预计晶圆厂2020年第一季度产能利用率维持高位。受益于苹果、海思810/910/990，联发科（6885于1月达10k）和AMD，7nm持续满载。受益库存低位，成熟制程40/55nm，8英寸台积电和联电持续满载，行业8寸需求微升。

面板：价格跌至现金成本附近，供需比有望改善

2018/2019年由于产能结构调整、老产能退出、库存周期调整、原材料涨价等因素有短期小幅上涨的现象。2020年后伴随着老旧产能的退出，和新增产能的趋缓，行业供过于求形式趋缓，2020年行业有可能底部企稳，呈现一定的价格反弹。

PCB：受益5G网络和终端需求，行业有望恢复增长

全球范围看，2019年手机类（消费电子）和PC下滑，拖累全球PCB行业（YOY-3.6%），受益5G网络、手机、服务器、汽车电子、物联网AI等增长，2020年行业有望回暖。

LED：传统产品仍然过剩，Mini LED打开应用新空间

传统LED产品仍然过剩。芯片厂商过去两年的大规模扩产，传统LED行业供过于求，头部公司的存货收入比仍然处于历史高位，同时景观照明、传统显示等行业需求仍疲软。但是，苹果将在2020年开始使用Mini LED作为Mac的背光源，同时数家厂商也在大力推进Mini LED的应用，Mini LED的渗透率有望快速提升，成为LED行业中少有的亮点。目前Mini LED公司的估值仍然较低，存在价值重估的机会。

新能源汽车：在特斯拉的带动下国内自主品牌企业对于电动车的积极性有望提升，而海外主要国家也在加大力度推进电动车战略，内外共振下2020年有望成为汽车电动化趋势全面开启的大年。新能源汽车产业链较长，主要涉及原材料、零部件、动力电池、汽车电子等关键环节，具有较大的价值量提升空间。