

2019 年

权益市场研判与展望

蜂巢基金管理有限公司 投研团队

上海市 浦东新区 竹林路 101 号 陆家嘴基金大厦 10 层 | 021-68886277

目录

| | |
|----------------------------|---|
| 蜂巢基金 2019 年权益市场研判与展望 | 2 |
| 一、 2018 年回顾 | 2 |
| 二、 2019 年展望 | 3 |
| (一) 基本面 | 3 |
| (二) 政策面 | 5 |
| (三) 市场与估值 | 6 |
| 三、 总结 | 6 |
| (一) 风险点 | 6 |
| (二) 机会 | 7 |
| 法律声明 | 8 |

蜂巢基金 2019 年权益市场研判与展望

一、2018 年回顾

过去的 2018 年，库存周期进入了下行期，企业盈利下滑，金融去杠杆，中美贸易战，信用风险事件频发，所有这些利空因素叠加，导致 A 股市场 2018 年全年表现处于历史上第二差的年份，仅次于 2008 年全球金融危机时的表现。具体来说，如图 1，大盘价值股相对小盘成长股表现较好；分行业来看（按照中信一级行业分类标准，图 2），餐饮旅游、银行、石油石化表现相对靠前；从选股因子来看，红利因子，盈利预期因子（预测净利润增长率），现金流、ROA、流动性因子（换手率）、波动率因子、盈利因子（毛利率）、ROE 表现较优，有较明显的 Alpha 收益。

图 1：宽基指数 2018 年涨跌幅

| 指数代码 | 各指数 | 涨跌幅 |
|-----------|---------|---------|
| 000016.SH | 上证 50 | -19.83% |
| 000300.SH | 沪深 300 | -25.31% |
| 000852.SH | 中证 1000 | -36.87% |
| 000905.SH | 中证 500 | -33.32% |
| 399102.SZ | 创业板综 | -28.65% |

资料来源：Wind，蜂巢基金

图 2：行业指数 2018 年涨跌幅

| 指数代码 | 指数名称 | 涨跌幅 |
|-------------|-------------|---------|
| CI005015.WI | 餐饮旅游(中信) | -8.69% |
| CI005021.WI | 银行(中信) | -10.95% |
| CI005001.WI | 石油石化(中信) | -18.76% |
| CI005019.WI | 食品饮料(中信) | -20.37% |
| CI005020.WI | 农林牧渔(中信) | -22.04% |
| CI005022.WI | 非银行金融(中信) | -24.28% |
| CI005027.WI | 计算机(中信) | -24.60% |
| CI005018.WI | 医药(中信) | -26.62% |
| CI005012.WI | 国防军工(中信) | -27.09% |
| CI005023.WI | 房地产(中信) | -27.24% |
| CI005007.WI | 建筑(中信) | -27.76% |
| CI005004.WI | 电力及公用事业(中信) | -27.80% |
| CI005005.WI | 钢铁(中信) | -28.43% |
| CI005002.WI | 煤炭(中信) | -29.35% |

| | | |
|-------------|-----------|---------|
| CI005024.WI | 交通运输(中信) | -29.57% |
| CI005008.WI | 建材(中信) | -31.50% |
| CI005016.WI | 家电(中信) | -31.77% |
| CI005014.WI | 商贸零售(中信) | -31.99% |
| CI005013.WI | 汽车(中信) | -32.20% |
| CI005017.WI | 纺织服装(中信) | -32.36% |
| CI005026.WI | 通信(中信) | -33.38% |
| CI005009.WI | 轻工制造(中信) | -33.42% |
| CI005011.WI | 电力设备(中信) | -33.98% |
| CI005006.WI | 基础化工(中信) | -34.77% |
| CI005010.WI | 机械(中信) | -34.84% |
| CI005028.WI | 传媒(中信) | -38.59% |
| CI005003.WI | 有色金属(中信) | -40.93% |
| CI005025.WI | 电子元器件(中信) | -41.31% |
| CI005029.WI | 综合(中信) | -42.45% |

资料来源：Wind，蜂巢基金

图 3：2018 年相对于中证 500 指数的表现较好的因子

| 因子 | 信息比率 (中证 500) |
|-------------|---------------|
| 红利率 | 2.89 |
| 现金流占营业收入比 | 2.30 |
| 预测净利润增长率 | 2.00 |
| 预测主营业务收入增长率 | 1.77 |
| ROA | 1.75 |
| 换手率 | 1.54 |
| 毛利率 | 1.53 |
| 波动率 | 1.45 |
| ROE | 1.39 |
| 市净率 | 1.28 |

资料来源：Wind，蜂巢基金

二、2019 年展望

(一) 基本面

从宏观经济运行环境来看，需求的放缓可能贯穿全年，从而对非金融类上市公司的营收带来压力，而受需求放缓的影响，消费类行业会受到最为明显的冲击。同时，上市公司整体盈利下滑，市场流动性宽松，信用偏紧等情况在 2019 年预计将延续，经济增长将继续探底，由此很难看到以业绩为驱动的趋势性行情。

国内经济的上一个库存周期自 2016 年一季度启动（42 个月左右），目前仍处在下行周

期当中，因此 2019 年一季度乃至 2019 年前三个季度，经济下行的风险仍然存在，三季度经济增速可能探底，企业盈利开始边际改善。海外方面，2019 年美国的经济周期处于库存周期和朱格拉周期向下的共振，近期美股和国际油价的暴跌，表明美股短期已经进入技术性熊市。如果美国经济短期见顶回落，引起金融市场动荡，美联储可能会调整既定的货币政策，将减缓加息的次数和节奏，叠加中美重启贸易谈判，将对全球风险资产风险偏好的修复大有好处。

再从 GDP 的三驾马车、出口、消费以及投资来看，出口端目前仍受贸易战影响，波动较大，不确定性较强。消费端由于居民杠杆在过往两年的上升使得其消费能力也有一定程度的下降，真正能依靠的依然是投资端。而在房住不炒的大政策下，投资端真正能发力的也仅是权益类行业配置上我们认为能有超额收益的板块，主要集中在以下几个方向：**第一是以 5G 为代表的行业性机会将成为提升市场活跃度的主要板块**，叠加 2019 年一季度科创板的推进预期，市场对新兴行业的投资热情可能会得到衍生，而政府主导的 5G 基建的铺开也预示着实质性打通制造业与互联网的开始，从而最终引导相关产业的升级，比如智能家具，智能汽车等相关行业的更新替代，因此 5G 基建方向是 2019 年值得重点关注的领域。**二是芯片与网络安全方向**，由于中美贸易战的不确定性，独立自主可控的芯片技术成为保障各行业数据安全乃至国防安全的重中之重，可以预见国家层面将持续有大量的投资建设，包括国产软件等，国产替代的需求将带来大量的投资机会。**三是增量资金导致的结构性变化**，随着 A 股估值的压低以及 A 股市场进一步的对外开放，以富时罗素以及 MSCI 为代表的外资给予 A 股配置权重的提升，我们认为安全边际高的高股息标的在其估值回归合理之后仍将是长线资金（险资、养老金、外资等）愿意配置的方向。

作为全球新兴市场龙头的中国股票市场近年来对外资的吸引力逐步加大，A 股分别于 2018 年 6 月 4 日与 9 月 27 日被纳入 MSCI 新兴市场指数与英国富时罗素指数。当前外资机构投资者持有 A 股自由流通市值占比约 6%。低估值、高分红的行业龙头企业往往成为外资

首选，目前 A 股市场整体估值已降至历史新低，在全球经济大环境不好的情况下，相对稳定的中国经济完全可能成为外资的避风港，而低估值的 A 股优秀公司更有大概率成为外资继续加码进驻的标的。

（二）政策面

2018 年底的中央经济工作会议对 2019 年全年的经济工作定调，会议指出经济形势“稳中有变、变中有忧”，提出：①稳健的货币政策要松紧适度，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题；②积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；③加快经济结构优化升级，提升科技创新能力；④保持经济运行在合理区间，提振市场信心；⑤明年打好防范化解重大风险攻坚战，坚持结构性去杠杆基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险；⑥构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房住不炒定位，因城施策、分类指导；⑦资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地；⑧推动全方位对外开放，推进中美经贸磋商。

由此可见，2019 年政策的重心在于“六个稳”，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。尽管政策底已现，市场底与经济底尚未到来，但可以预期的是，2019 年下半年大概率能见到市场与经济的底部，主要因为：从货币宽松传导至信用端一般需要一年左右的时间，同时 2019 年下半年将再次进入基钦周期的扩张阶段。基于以上判断，我们认为 2019 年二季度以后，货币以及信用周期会进入对股票资产配置相对有利的时间段。

而在新年的第三个交易日，央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，表明货币宽松加码，利率下行未止，2019 年货币政策仍然有进一步的空间，全年可能还会有两到三次的降准。随着美联储利率政策的转变，以及国内经济大幅度下行，货币通缩的担忧，中国

央行甚至有可能在今年中期某个时点实施降息的可能。财政政策方面，进一步减税降费指日可待。另外，随着一季度全国两会的召开，可能有进一步稳经济、稳市场的政策出台，包括一系列的支持新经济发展的相关产业政策的出台。

(三) 市场与估值

截至 2019/01/10, 上证指数市盈率(TTM)为 11.1, 市净率为 1.26; 深成指市盈率(TTM)为 16.6, 市净率为 2.05; 创业板指数(TTM)为 28.5, 市净率为 3.56; 整个 A 股的市盈率(TTM)为 13.4, 市净率为 1.45, 均处在历史 10%分位数水平以下, 整体市场的估值已经处在历史的底部区域。根据过往的历史经验, 展望 2019 年全年乃至未来的 2 到 3 年, 投资 A 股市场获得超越无风险利率的是大概率事件。

三、 总结

(一) 风险点

2019 年, 困扰市场中长期走势的几个核心风险要素仍然存在, 即: (1) 中美贸易摩擦与科技竞争甚至是地缘角力会成为常态, 中长期看, 两国之间合作与竞争并存。对于我们而言, 应更多聚焦在自身问题的解决上, 比如债务问题, 金融杠杆问题的处理, 产业结构调整与升级, 挖掘发展新的经济增长点等, 以减小外部因素对本国经济带来的影响。(2) 全球货币处于收缩期, 美联储即使减缓加息也会持续缩表, 因此对风险资产将持续形成负压, 但由于美股近两月的大幅下跌以及美国本身经济增长的放缓, 未来联储的整体政策是否会转向也需再观察。国内去杠杆进程进入新阶段后, 未来如何更良性的处置类似问题也需进一步跟进。(3) 目前中国经济增速及企业盈利增速均在下滑, 债务问题频出, 整体估值虽然已经接近历史低位, 但是否见底还未完全明朗。2019 年中一旦经济有望进入企稳阶段, 上市公司的盈利能力否有明显改善也需要持续跟踪来佐证经济触底的真实性。

(二) 机会

至少在 2019 年上半年货币宽松可期，利率还有进一步的下行空间，债券市场仍然有较大的机会；随着经济在二季度或三季度触底，企业盈利出现边际改善，A 股市场将迎来先估值修复，后有盈利改善超预期带来的阶段性行情；行业和风格方面，2019 年上半年可能是价值成长白马股有获得超额收益的可能；下半年前期跌幅较深的新兴成长股将会获得明显的 Alpha。

法律声明

本报告由蜂巢基金管理有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载资料、预测及建议仅反映作者最初发布此报告日期当日的判断，可根据市场条件变化而更改。本报告已力求内容客观公正，但文中的观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者应当对本报告中的信息和意见独立评估，对依据本报告进行投资所造成的一切后果，本公司不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发布或传播。如引用、刊发，须获得本公司许可，任何机构及个人不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。