# 波动收敛, 谨慎守正, 寻找预期差

——2019 年股票策略年报

#### 股权市场首席分析师 张曦

摘要: 2018 年是全球债务后周期的起点, 经济存量博弈触发诸多灰犀牛事件。起因源自美国不想独自承担愈加频繁轮回经济周期的破坏性后果, 金融杠杆的起和落只会加剧贫富差距, 加深民粹。主要经济体均在追赶美国领先的经济周期, 比拼的是执行力, 以及内需市场提供的纵深容忍度。政策空间逼仄, 路径清晰, 选择不多; 配合产业链盈利水平的再平衡, 最终目的是通过重创新和去泡沫, 实现脱虚向实。行情空间同样逼仄, 三季度 ROE 开始下行, 通缩预期渐起, 市场期待继续宽松。2019 年首先关注 2C 的企业, 但需要等待预期差出现, 例如房地产税政策的落地对于房地产板块, 全国铺开带量采购对于医药板块; 而 2B 的企业, 可以关注细分行业的隐形冠军, 需具备稳定的现金流, 稳定的盈利增长, 稳定的技术进步, 稳定的行业集中。

#### 核心观点:

第一章:全球经济进入债务后周期,美元回流将引发系列问题。

第二章:主要经济体均在追赶美国领先的经济周期。

第三章: 关注宽信用的进程, 关注中央政府降杠杆。

第四章:政策空间狭窄,行情空间收敛,预期差将是一个重要决定因素。

第五章: 2019 年整体策略, 首先关注 2C 的企业, 但需要等待预期差出现; 而

2B 的企业,可以关注细分行业的隐形冠军。

# 1. 传统加杠杆模式失效, 全球经济步入债务后周期新格局

2018年开始,全球经济面对多年未见的新变局。经济增长的传统加杠杆途径,包括持续的增量资金,增长的劳动力和连续攀升的生产率,均已经开始趋缓,边际贡献开始趋弱。全球化日益表现为金融市场的空转,贫富差距日益扩大,民粹主义开始在全球蔓延。全球经济从没进入现如今的存量博弈,美国政府主导的

孤立主义打破原有的多边贸易格局, 其更是利用经济周期和金融周期领先全球,率先开始收缩货币, 吸引资金回流,争夺全球资源。

美元流动性泛滥是一轮全球经济周期的序曲,历次美国流动性的放松,均会促使全球资产全面重估。美国可以收取铸币税,货币政策是全球经济的锚。流动性泛滥的时候,资金从美国流向发达国家,最终流入新兴市场。而当美国考虑本国通胀等核心要素时,美联储回收流动性,资金回流首先体现在新兴市场,典型如南美金融危机,亚洲金融危机,全球金融危机等等。

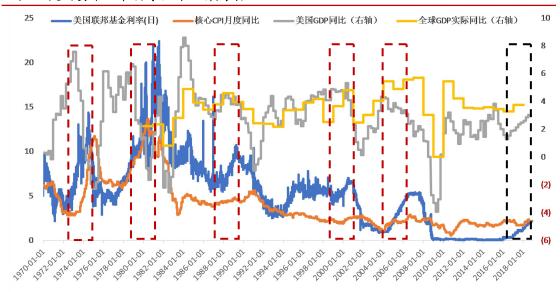


图 1: 美国货币政策引导全球经济周期

资料来源: Wind, 工行投行研究中心

# 2. 主要经济体的债务后周期对策

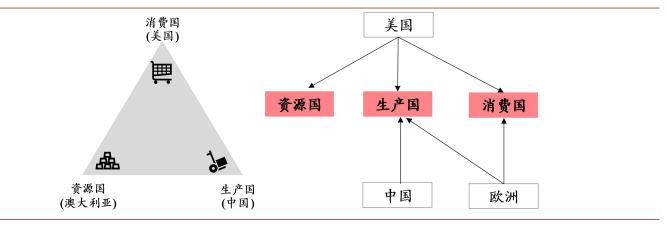
## 2.1 美国: 意图巩固领先经济周期, 但衰退快于预期

美国的核心问题在于 80%经济增长依赖消费,消费的基础又在于金融市场持续加杠杆的能力。美国政府主导的制造业回归,意图打破上述死循环,但国内基本经济环境和多年资本向外输出形成,导致政策在各种制衡中,难以有效实施。

首先,短期内,贸易摩擦率先打击科技板块盈利,科技板块领跌市场;美股如果进入技术性熊市,金融杠杆将受到压制,居民消费也将或者已经开始受到影响。没有新的技术加持,原有模式不断循环的结果就是周期越来越短,经济危机导致的市场出清将越来越频繁。

其次,共和党中期选举丢失众议院,将导致美国政府国内政策受到一定掣肘。 美国政府原计划的减税 2.0 将难以如期执行,国内政策受到制约将促使政策向海 外倾斜;民粹主义是这两年美国政府的政策理念根源,较大的偏离度将导致基本 盘利益受到一定的损伤。

图 2: 全球双边和多边贸易格局



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

### 2.2 中国: 供给侧结构性改革开端, 开启实体和虚拟经济去杠杆进程

2015年开始供给侧结构性改革,从上游行业开始提升供给水平和效率,缓解权重企业杠杆率高企,提升资源配置效率。供给侧结构性改革是全方位的供给优化改革,力图主导经济增长脱虚向实,从上游行业的供给侧结构性改革开始,延续至《资管新规》,随后体现在新能源汽车、光伏等行业,并继续延续至游戏、教育、互联网等虚拟经济。

### 2.3 欧洲: 财政整肃与英国脱欧的并行

欧洲即将退出量化宽松,没有增量资金的推动,依靠赤字完成经济增长的模式将彻底转变。欧洲各国均体现出不同程度的收缩,表现形式略有差别,例如德国开始换届,法国的财政改革艰难推进,意大利对赤字的反复纠结,以及英国的漫长脱欧进程。欧洲吸纳难民的意图之一是将现有经济中的问题后移,也就是有效劳动力不足的问题,但难民带来的安全等社会问题将矛盾提前展现。法国总统马克龙的欧盟改革需要德国总理默克尔的支持,现在默克尔宣布不再连任;法国坚持进一步改革,但于近期被迫让步,宣布削减福利政策暂停,以及提高最低工

资、减少退休者税负等。依赖基建投资或许是为数不多的选择,但意见统一等内部协调需要相当长的时间。欧盟内国家面对诸多的内部协调,潜在的风险点值得持续关注。

# 3. 重点关注中国中央政府加杠杆

分析不同部门杠杆率,仅有中央政府具备健康加杠杆的空间。2016 和 2017 年政府部门杠杆率连续下降,债务风险上升的趋势或得到初步控制。阶段性财政 赤字率的提高、说明政府为了拉动经济增长而实施了积极的财政政策;一定程度 上来说,政府部门加杠杆为应对经济下行、推进改革形成了重要的支撑。2018 年政府工作报告显示,2018 年我国赤字率约为 2.7%,环比仍处于下滑过程中, 政府降杠杆仍在持续。中央政府加杠杆的进程市场最为关注,首先是 2019 年赤 字率是否会超过 3%,还有央行正在展开的 CRMW 等新型融资工具,以及市场 期待的税率下调等等。

图 3: 传统融资渠道收窄

 短期周转
 长期贷款
 股权融资

 成本
 规模
 门槛
 效率

**信贷**(信用贷款和抵押贷款): MPA考核,信贷额度,资本充足率, 行业限制;

债券(银行间和交易所):门槛高,考虑市场情绪和发行窗口;

非标(信托贷款,同业投资,理财非标):融资成本高,非标受限,

整体收缩;

股权(直接融资):门槛高,效率低;

ABS: 创新业务;

资料来源: Wind, 工行投行研究中心

## 4. 空间逼仄

## 4.1 政策空间逼仄

存量博弈是未来较长一段时间的重要特征。经济没有增量,主要经济体策略选择不多。如美国推动贸易摩擦,打乱全球经济秩序,从存量中获得增量;但剑走偏锋的后果是国内建制派的反弹,共和党中期选举丢失众议院的多数席位;而且全球经济秩序的混乱,最终会侵蚀美国经济的增长基础,两年后美国又将再次大选,经济是核心关键因素。目前宏观政策空间相对逼仄,需要静待前期政策效果的逐步显现。细分行业政策频出,均在挤压原有债务上升周期的盈利模式,即依靠加杠杆实现快速增长的行业企业均将遭受一定的抑制;但在这一过程中,环保政策的调整,政策从去杠杆过渡到稳杠杆,政策均呈现出一定的弹性;盈利也将在产业链上下游有序分配,中下游企业的盈利在阶段性艰难后将迎来周期性的回暖。

## 4.2 行情空间逼仄

回顾历年行情,2015年的创业板牛市,随后是2016-2017年的蓝筹行情,然后是2018年的单边行情。

行情每年精彩演进,有着不多的相同之处:

- 一是, 行情的起点都是相同的, 市场估值处于历史低位, 配合流动性的充裕, 推动行情演进。
- 二是,行情每年都有机会,即使如同 2018 年的单边行情,也有年初的金融 地产波动和 10 月份的市场达成共识的政策底。

但还有着更多的不同之处:

- 一是,每年不同板块轮动表现,有获利盘结算的需要,但根源在于盈利增速的上涨和回落。历史有白酒等板块行情连续两年上涨,背后是盈利水平保持高速增长。
- 二是,近期行情更依赖政策的推动。例如金融创新对于2015年的创业板,棚改政策对于2016年的房地产板块,新股发行对于2017年的蓝筹等等。

三是,行情的轮动开始加速。有政策推动的因素,根本还是在于全球债务后 周期对于流动性的影响。

相同与不同的叠加,经济周期与存量博弈的叠加,市场越来越适合波段投资者的参与。如果 2018 年开始定义为波段操作的一年,2019 年行情波动将更为收敛,以结构性行情为主,预期差将是一个重要决定因素。

# 5.2019年: 2C 的预期差和 2B 的隐形冠军

二级市场盈利来源一般有四个:流动性,交易(投机),企业盈利和长期趋势。全球经济存量博弈是未来相当长一段时间的重要特征,流动性收缩,资产面对再重估。流动性缺失,投机动力逐步减弱;监管仍保持高压,传统投机资金难以复制以往路径。而且,技术进步已经开始放缓,难以通过提高生产率复制高增长,整合和优化存量资源成为无奈选择。基于此,对于2019年整体策略,首先关注2C的企业,但需要等待预期差出现,例如房地产税政策的落地对于房地产板块,全国铺开带量采购对于医药板块;而2B的企业,可以关注细分行业的隐形冠军。这类企业具备稳定的现金流,稳定的增长;行业具有稳定的技术进步,行业日趋集中,未来清晰可见,之前仅是因为业务不性感而市场关注较少。

## 5.1 首选优质企业, 蓝筹与成长并举

存量博弈,存量是关键。宽信用暂时难以全面展开,意味着资本开支处于收缩状态,存量的意义相对更大。存量博弈,资源向头部企业转移的趋势未变;在科技进步没有有效突破,例如类似互联网产业来大幅提升生产效率,头部企业的优势短时间内难以撼动。2019年继续选择优质企业,包括绩优蓝筹和优质成长股,基础是盈利的稳定,健康的增长,以及无可挑剔的报表。

#### 图 4: 二级市场投资盈利来源



资料来源:工行投行研究中心

## 5.2 寻找预期差

面对 2019H1 整体 ROE 的下行压力,没有增量的系统一般表现为越来越混 沌,预期差成为盈利的关键因素。而预期差包括两个层面:

一是,政策好于预期,例如宏观的货币政策继续保持宽松,行业中的光伏去 补贴政策严厉程度好于预期等等。

二是,行业利空出尽。如前所述,存量博弈的经济增长中,主要经济体均在追赶美国领先的经济周期,所用的手段包括降杠杆、重创新、去泡沫,或多或少体现在国家财政紧缩,细分行业增速下滑和重点企业突遇利空。存量博弈中,存量的意义还在于,在没有重大创新产生之前,还是需要依赖传统企业维持增长,以此稳定就业,稳定财政来源。而且,系列行业政策推出以后,也需要观察政策效果;消息真空期,也会促使风险偏好的修复。

#### 5.2.1 大宗商品下跌的预期差

大宗商品走势,决定因素是存量博弈中的产业链盈利再平衡。民企在国民经济经济中的重要作用已经得到广泛的认可,民企也是国企的下游行业的重要组成部分。经济存在下行压力,生产率的提升相对缓慢,盈利在产业链中再次均衡配

置,是必要和有益的。大宗商品价格的下行趋势,已经被市场广泛接受。结合去杠杆分析,好的去杠杆需要经济增长速度高于名义利率;债务后周期中,投资趋于谨慎,而"资产是软的,负债是硬的",这就需要大宗商品价格下行与之配合,稳定分母,从而有空间逐步软化分子,最终实现好的去杠杆。而且,大宗商品,尤其是螺纹钢,已经上涨三年,趋势也应该有一个调整期。

目前大宗商品价格位于区域的顶部,走势颇难以把握。大宗商品与A股存在跷跷板效应,逻辑有两个:一是,降低下游企业成本,提升盈利能力;二是,大宗商品趋势的破坏,有利于高风险偏好资金的挤出,进而有利于A股增量资金的增加。

任何趋势的反转,跨度和区间都是很难预测,只有等待供给端和需求端的明确信号,大宗商品的下行趋势才能基本确定。如果 2019 年大宗商品价格有着超预期的走势,对市场的影响也将趋于正面。

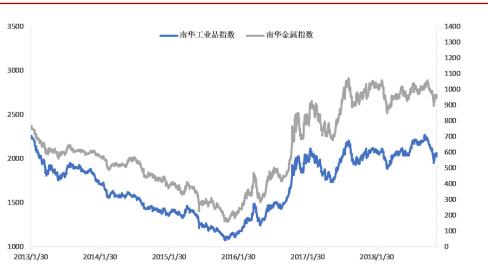


图 5: 南华工业指数

资料来源: Wind, 工行投行研究中心

#### 5.2.2 流动性拐点的预期差

考虑《资管新规》2020年的期限,当前每月新增的人民币贷款、企业票据等,都无法完全补偿大量非标融资合规的需要。非标的收缩,表现为社融数据增速的快速回落,M1M2剪刀差的扩大;背后推动因素在于融资渠道快速收窄,企业投资意愿不足,以及企业现金流走弱等原因。《资管新规》正式稿在2018年4

月份推出,可以假设这个时间非标融资是市场的峰值。而且,非标下行的速度应该是前高后低。随着非标转标速度的放缓,流动性的拐点也将到来。

目前政策大力支持民企融资,央行针对民企融资困难的"三支箭":首先是增加民营企业的信贷。其次,针对目前民营企业债券不好发,设计民营企业债券融资支持工具,11月民企发债创年内新高。再次,研究设立民营企业股权融资的支持工具,缓解股权质押的风险,稳定和促进民营企业的股权融资。随着2019年宽信用逐步好转,流动性拐点也将到来。拐点或将出现自2019年下半年。

### 5.2.3 中小股票的预期差

对于主题行情能否展开,市场颇为纠结。5G即将发牌,人工智能、大数据均在快速演进,集成电路技术短板急需弥补;所有涉及板块,都有或新或旧的题材,是现在或者未来的热点。

然而,对比 2014年的创业板行情,差别有两个:一是,估值的不同。2014年创业板估值在底部,而上述提及的板块,估值仍在相对高位。二是,总体市值和市值结构的差别。行情的展开,不仅需要流动性、估值的配合;还需要板块总体市场配合,以及板块内大中小市值上市公司梯次配合,才能适合不同量级资金的进入和退出。因此,对于主题行情,需要且行且观察。

如前所述,最极端的单边行情,也存在结构性的机会。还是存量博弈,还是 资源向头部集中,细分行业的隐形冠军,将逐步被资金挖掘。