

浮华褪去，安之若素

2019年春季A股投资策略

证券分析师：傅静涛 A0230516110001 王 胜 A0230511060001
林丽梅 A0230513090001 金倩婧 A0230513070004 刘扬 A0230517080005
沈盼 A0230518080004 程翔 A0230518080007
研究支持：陆灏川 A0230118090001 杨曼迪 A0230118080004
黄子函 A0230118100003 毛成学 A0230118070011
联系人：程翔
2019.04.02

- **一、三大线索驱动“完美春季躁动”，催生出多种乐观预期叠加的“记忆牛”，但浮华褪去应有时，3-4月“圆弧顶”的判断正在验证。**
- 我们在2018年12月3日发布的《一年之计在于春-申万宏源研究各领域展望2019年》报告中就明确看多春季行情。彼时的核心逻辑是2019Q2前基本面回落没有预期差，“政策底”预期下，可以向无风险利率回落和风险偏好改善要收益。最终2019年出现了“完美春季躁动”，幅度几乎超所有人预期。通过复盘，我们梳理出三大线索：(1) 海外压力缓和：全球紧缩周期结束的预期升温，中美摩擦阶段性缓和；(2) 国内经济治理思路调整，符合市场偏好：稳增长加码，扶植民企小微，加强政策预期引导；(3) 资本市场改革：资本市场地位提升，市场化监管，引导长期资金入市。其中，市场对资本市场改革相关政策解读相对充分，但对扶植民企小微政策的高度和力度论证不足。复盘视角下，春季行情每一步看似非理性的演绎，实际上都有理性的基础。当然，投资不是解释过去，而是展望未来。春季行情强动量效应，催生了多种乐观预期叠加的“记忆牛”，业绩牛 + 改革牛 + 水牛的预期同时存在，2009年 + 2014年 + 2015年的预期同时存在。把躁动留在三月，带着客观进入四月，多种乐观预期也有分化证伪时。随着动量效应极致扩散，行情演绎的边界正逐渐清晰。我们提示2019年春季躁动可能复制2012-13年春季躁动的市场特征，3-4月“圆弧顶”的判断正在验证。
- **二、2019年不要轻易放弃“衰退期投资”的分析框架。凯恩斯主义早已不能救中国，基建和地产刺激已无法带来牛市。2019年在传统周期视角下依然不是一个好年份。**
- “牛熊之辩”是当下无法回避的话题，对此我们提示三大原则：(1) 大牛市都是“业绩牛 + 水牛” (2015年也有创业板的强基本面趋势)，完全没有基本面支撑的上涨行情可能无法持续超过一季度。(2) 美债收益率(10年 vs. 3月)倒挂提示A股投资者，2019年不要轻易放弃“衰退期投资”的分析框架，类似“业绩底”这样“投资时钟倒转式的讨论”要慎之又慎。(3) 社融改善向业绩改善的讨论切莫想当然，历史上社融存量同比回升 → M1同比回升 → 上市公司业绩回升的传导都离不开地产周期的传导。
- 我们认为，2019年在传统周期视角下依然不是一个好年份。主要基于以下3点逻辑：(1) 2019年财政支出的重点是结构调整，扶植小微民企。市场预期偏高的基建和地产刺激很难再超预期。(2) 改善小微民企融资符合市场偏好，但短期向投资改善传导的效果可能不佳。(3) 凯恩斯主义早已不能救中国，2020年财政约束将更甚，地产投资回落压力也将有所增加。基建和地产刺激能带来短期脉冲，但已无法带来牛市。
- 中性假设下，非金融石油石化归母净利润同比将从2018年的11.4%回落至2019年的1.0%。节奏上，二季度将是盈利增速的低点，单季同比-5.6%，但非金融石油石化的ROE大概率将逐季回落，从2018年的9.5%回落到2019年的8.8%。2019年基本面趋势回落仍是市场最大的压制因素。

- **三、扶植小微民企短期效果不宜高估，长期效果不宜低估。小微民企融资改善难以立刻转化为投资改善，模式转换，效果显现需要耐心。长期最大的好消息是，中国经济最紧迫的风险正在被排除，可能以更健康的状态等待下一个上行周期到来。**
- 我们基于非金融石油石化上市公司前后1/4企业的经营状况，来论证扶植小微民企的政策逻辑：(1) 2008-2012年大型企业加杠杆，小型企业去杠杆，2012年之后大小企业杠杆中枢总体保持稳定，小企业表现上拥有更大的加杠杆空间。(2) 小企业毛利率持续高于大企业，但三项费用率全面高于大型企业，导致销售净利率近期开始低于大型企业。其中财务费用率2018年逆势上行，反映出金融去杠杆的影响。(3) 小企业的现金流状况已明显恶化，经营性现金流净流入放缓，筹资性现金流净流入回落，投资性现金流净流出收缩。(4) 政策组合已明确：减税降费改善小微企业经营状况和投资收益 + 定向宽松扶植小微融资，降低小微民企融资成本。
- 扶植小微民企短期效果尚待观察，而长期效果不宜低估。首先，我们认为，小微民企融资改善能否带来投资改善尚待观察：(1) 2010年以来大企业ROE持续高于ROIC，而小企业ROE与ROIC基本持平，大企业已经经历了“盈利能力提升-规模扩张-负债成本降低”的正循环，而小企业暂不具备进入正循环的条件。开启正循环需要政策的综合布局，更需要平衡好鼓励小企业投资和传统行业供给侧改革的关系，我们不建议对政策的短期效果盲目乐观。(2) 小企业产能利用率持续低于大型企业，扩产意愿理应弱于大型企业。扶植小微民企，模式转换，效果显现需要耐心。
- 尽管如此，这并不妨碍我们重视扶植民企小微的长期意义。2016年供给侧改革排除了传统周期行业大型企业的风险，2019年如果能坚定地化解小微民企的风险，将“稳就业”和“稳增长”压力有效分离，那么我们将可能真正做到为转型发展腾挪空间，而不是浪费时间！这意味着，中国经济将有望以更健康的状态等待下一个上行周期的到来。这可能是2016年以来，市场第一次真正摸到了下一波牛市的线索。这种长期映射，对2019年的风险偏好是有兜底作用的，这是我们不再需要讨论上证综指2440点的重要基础！
- **四、2019年不乏阶段性兜底风险偏好的因素：科创板“源头活水”万众瞩目，5-7月“比价效应”不会缺席。**
- 5月、8月和11月可能成为外资（主动 + 被动）集中流入A股的窗口。市场普遍将科创板推出和外资流入视作驱动风险偏好高位起跳的因素，但我们只将其视作兜底因素。类比创业板和新三板推出的历史经验，科创板“源头活水”万众瞩目，初期高估值可期，5-7月中小创有望受益于“比价效应”，总体风险偏好也有望获得阶段性支撑。而成长股行情想走得更长，则离不开基本面趋势的验证。需要指出的是，2019年创业板盈利增速回升需要的条件较弱，这是有利于乐观预期阶段性发酵的。看全年，中小创业绩验证风险尚无法排除，但在非业绩验证期，中小创大概率将反复有所表现。

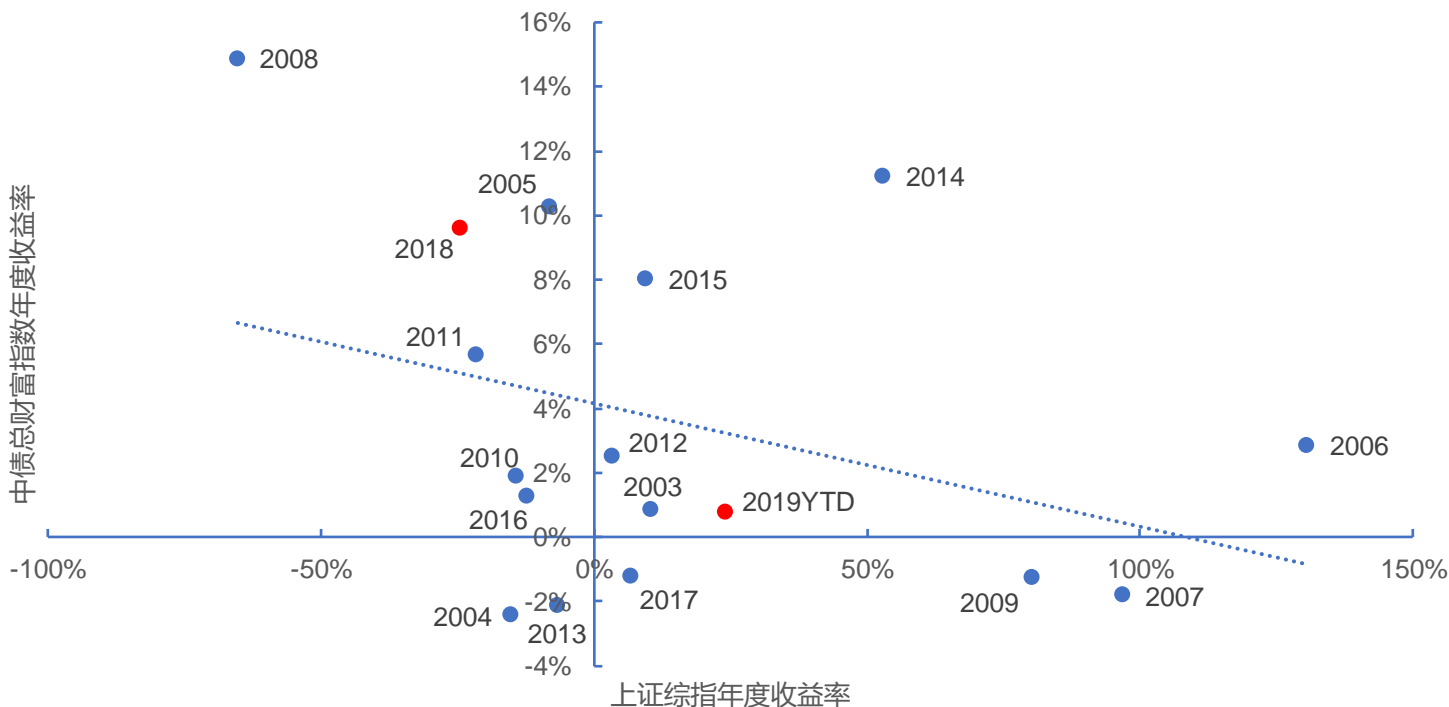
- 2019年已基本确认是A股国际化加速推进的年份。5月、8月和11月可能成为主动 + 被动外资集中流入A股的窗口。外资流入聚焦传统核心资产，抬升其估值下限(对估值上限的抬升作用尚有待观察)；主导二八现象；有助于出清悲观筹码，是2019年阶段性兜底风险偏好的因素。
- **五、2019年节奏猜想：4月决断“衰退期投资”再定位；5-6月科创板“比价效应” + 减税效果初现，风险偏好反弹生若夏花；下半年浮华尽退，市场向下寻找震荡区间，可安之若素，守正待时。**
- 我们在猜想2019年市场节奏是考虑了如下要点：(1) 2019年会有一个“衰退期投资”框架重新确立的时刻，4月可能成为金融数据传导效果证伪，甚至是金融数据改善证伪的时间窗口。(2) 科创板落地在即，5-7月可能是“比价效应”显现的窗口期，风险偏好可能回升。(3) 5月开始是增值税减税效果验证期，起初消费验证价跌量升是大概率，但持续性存疑。(4) 5月、8月和11月是外资加速流入的时间窗口，传统核心资产将获得支撑。(5) 10月是新中国成立70周年，且“红十月”是A股历史胜率最高的日历特征。
- 综合以上，我们对2019年市场节奏的猜想：3-4月圆弧顶，4月决断“衰退期投资”再确立，市场兑现回调，改善性价比；5-6月科创板“比价效应”叠加减税效果初现，风险偏好修复力度可能较大，但生若夏花，持续性存疑。下半年浮华尽褪，7月可能出现全年最大幅度的回调，市场向下寻得震荡区间下限后，可安之若素，守正待时。
- **六、2019年结构选择的思考：小市值因子回归高beta属性回归，景气稀缺底仓聚焦，阶段性防御还看传统核心资产 + 高股息。**
- 我们对2019年结构选择有三点思考：(1) 小市值因子可能不再是负alpha，高beta属性可能回归。扶植小微未必带来小企业经营状况的全面改善，但2019年小企业长大机会增加是确定的基本面趋势。另外，宏观流动性宽松和交易型活跃度提升也支持小市值因子回归。寻找小企业容易长大的行业，特别是2018年之前小企业长大机会较多，2018年机会明显减少的行业，电气设备、汽车、机械设备、电子、计算机、传媒、通信，微观活跃度可能明显提升。
- (2) 2019年总体基本面趋势向下，高景气方向依然稀缺，底仓配置继续聚焦。重点关注5G、消费电子、光伏风电、畜禽养殖和券商。这些行业春季躁动期间兑现普涨，春季后仍有望分化走强。另外，关注增值税减税对食品饮料、定制家具、汽车的刺激作用，4月可能提前反应，5月后信号验证。
- (3) 阶段性防御还看核心资产和高股息。2019年外资流入规模有望创历史新高，传统核心资产估值下限提升，重申我们2018年11月20日发布的2019年度策略《静待花开——2019年A股投资策略》中，传统核心资产未必差的判断。另外2019年“资产荒”仍可能卷土重来，A股股息率高于理财资金收益率和10年国债收益率的数量占比明显高于2016年，高股息与外资流入存在共振，防御价值确定。

主要内容

1. 完美春季躁动，浮华褪去应有时
2. 牛熊之辩，仍是“衰退期投资”
3. 安之若素，扶植小微排除长期风险
4. 布局“小企业重获长大机会”

- **完美春季躁动：恍如牛市！上证综指2019年初以来涨幅，仅低于2006、2007、2009和2014的全年涨幅**
- **所谓“完美”：完整的板块轮动；强持续性，4月周期决断，5-6月成长决断**

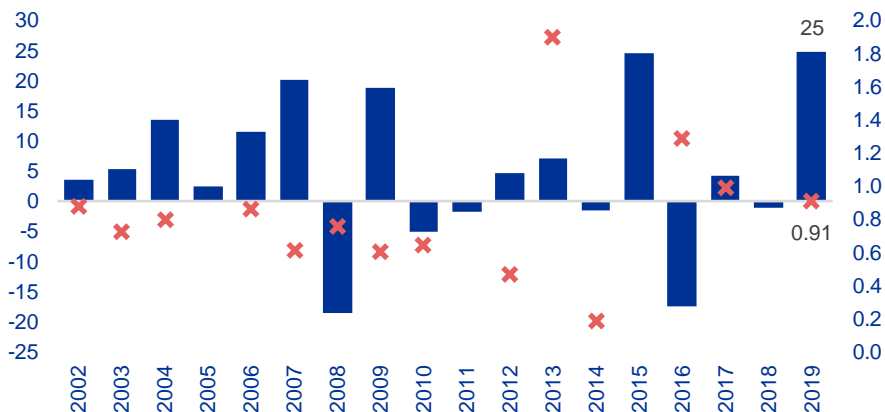
2019年初以来涨幅，已仅次于2006、2007、2009和2014的全年涨幅



完美春季躁动充分体现在了公募净值表现上

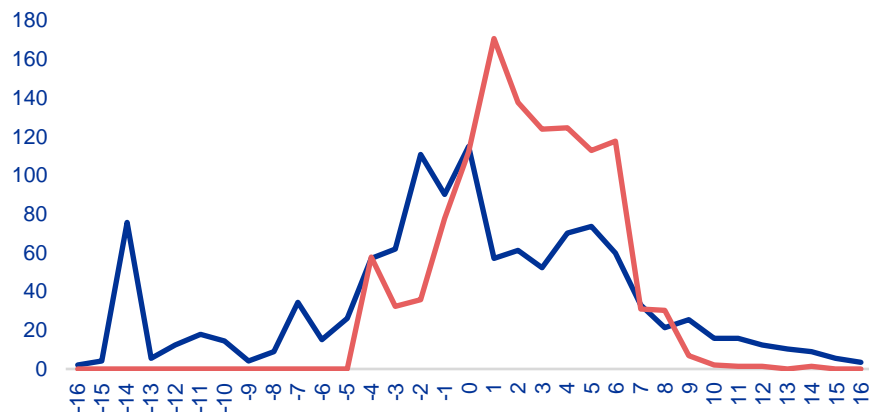
- 完美春季躁动充分体现在了公募净值表现上，投资者真实的感受就是牛市
- 本轮完美春季躁动的特征落在了公募基金的舒适区
 - 公募年初以来(截至2019-03-22)收益率中位数25%，为历史同期最高水平
 - 公募基金相对收益表现3月优于2月，完美春季躁动仍处于公募舒适区

公募年初以来收益率中位数25%，是历史最高值



■ 年初至3月22日涨跌幅：普通股票+偏股混合型%
* (普通股票+偏股混合型)/沪深300(右)

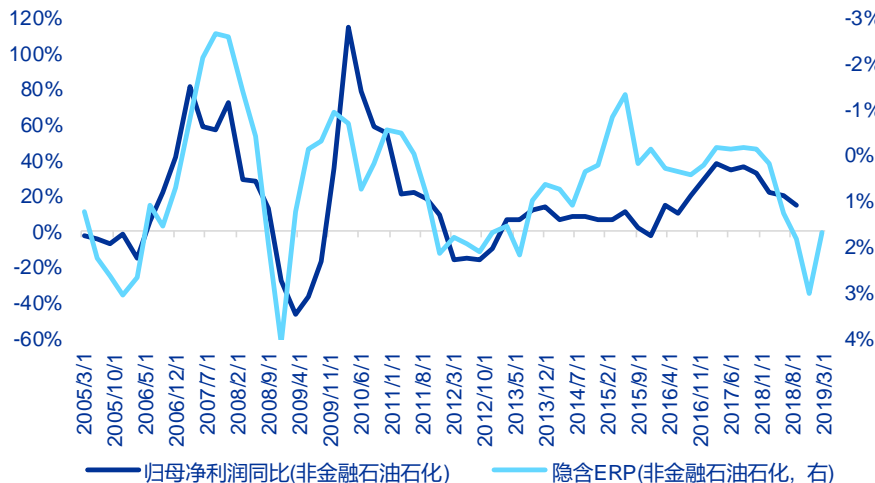
公募基金在2019年3月相较2月更容易跑赢市场



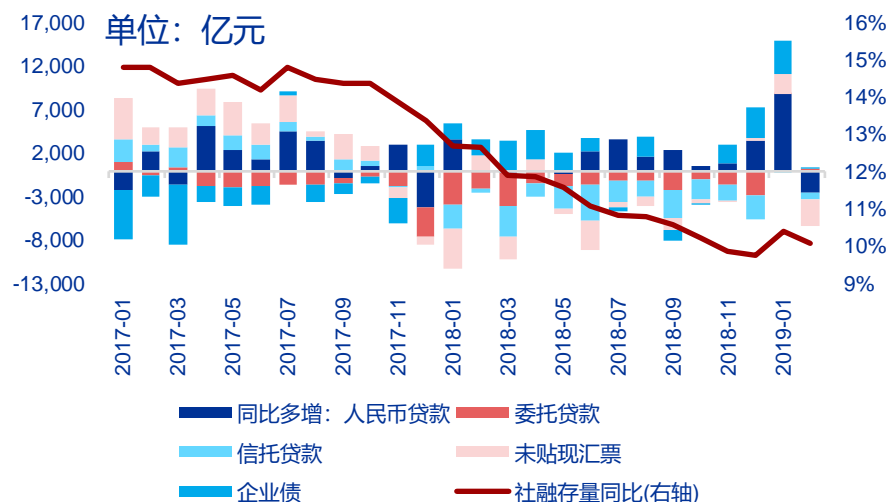
— 相对沪深300指数区间超额收益率的股票型基金数量：2月
— 3月(截止2019/3/20)

- 我们在2018年12月3日发布的《一年之计在于春-申万宏源研究各领域展望2019年》报告中就明确看多春季行情，彼时的核心逻辑：
- 2019Q2前基本面回落暂无预期差
- “政策底”预期发酵，向无风险利率和风险偏好要收益；风险偏好改善最快的时候，就是社融数据验证改善，市场发酵“业绩底”预期的时刻

基本面回落暂时没有预期差是春季行情的重要背景



1月社融存量同比改善，19年有“业绩底”的预期强化



资料来源: Wind, 申万宏源研究

春季行情的逻辑：向无风险利率和风险偏好要收益

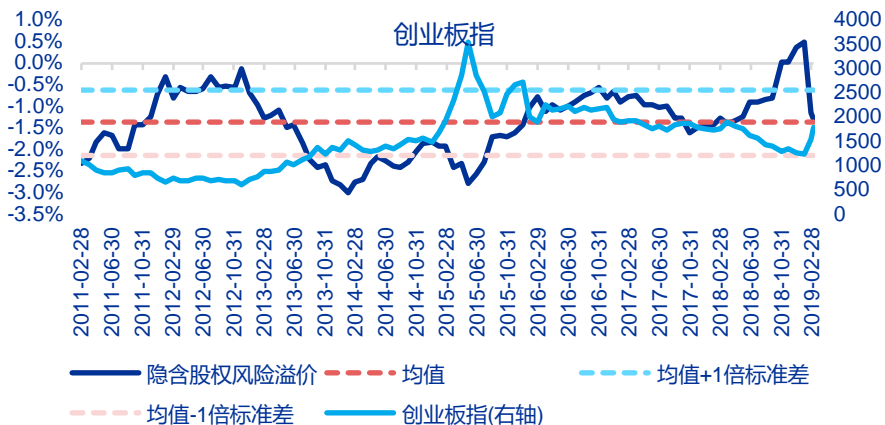
全部A股的隐含ERP已修复至历史均值



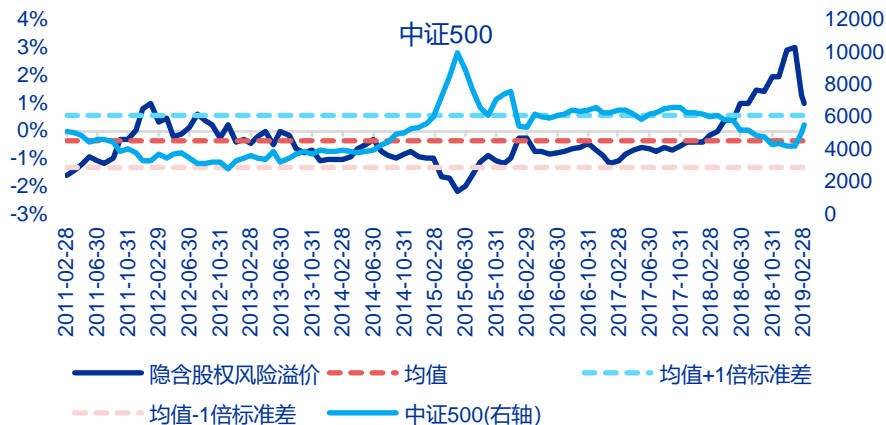
沪深300的隐含ERP仍处于历史均值以上



创业板指的隐含ERP已修复至历史均值



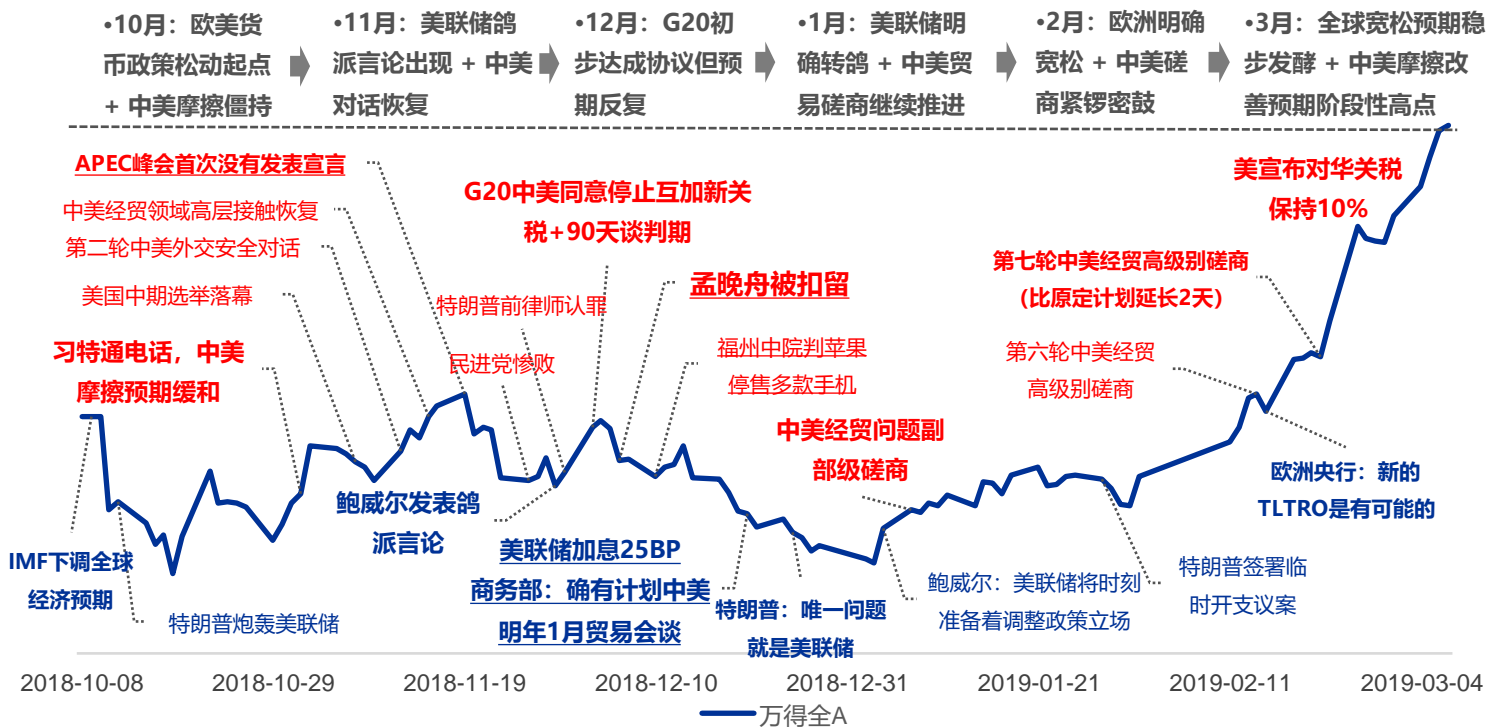
中证500隐含ERP大幅修复，但仍高于历史均值+1std



春季行情力度超预期，三大线索：海外压力缓和

- 全球紧缩周期结束的预期升温，1月美联储明确转鸽
- 中美摩擦阶段性缓和，11月G20达成初步协议，3月美未提升对华关税
- 预期的修复并非一帆风顺，中间会有扰动和反复

线索一：海外压力缓和：全球紧缩周期结束的预期升温，中美摩擦阶段性缓和

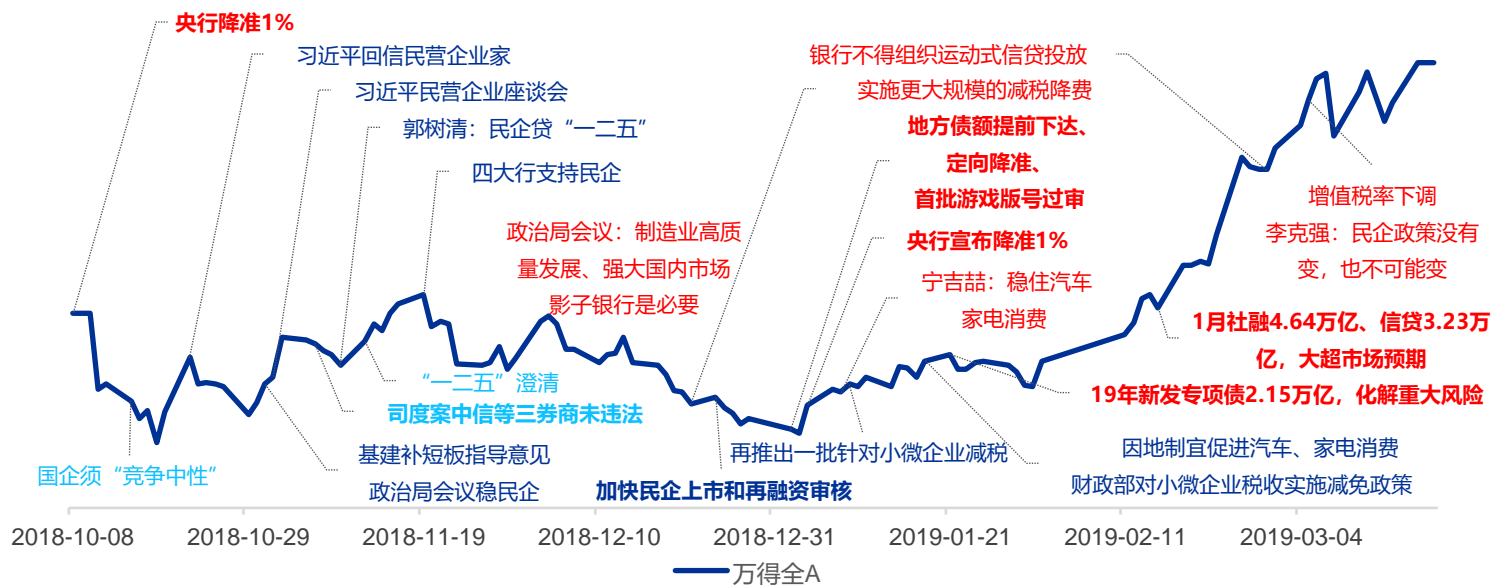


三大线索：国内经济治理思路调整，符合市场偏好

- 稳增长加码：降准、地方债额度提前下达、1月社融超预期
- 扶植小微民企：力度空前，最高领导密集表态，各部位跟进
- 加强政策预期引导：国企民企、一二五、司度

线索二：国内经济治理思路调整：稳增长加码，扶植民企小微，加强政策预期引导

•10月：稳增长 +扶持民企小微 +政策纠偏开始
 •11月：“一二五”目标+风险偏好提升
 •12月：制造业高速发展+股债配合扶持民企 +影子银行监管缓和
 •1月：稳增长+防范风险研讨班开班+小微企业减税方向明确
 •2月：社融超预期，业绩底预期强化+风险偏好改善
 •3月：增值税减税落地，管理层认为是正确的政策方向



三大线索：资本市场改革，支撑风险偏好

- 资本市场改革：资本市场地位提升；市场化监管；长期资金入市
- 一个充分演绎：春季行情中，市场已对资本市场地位提升，市场化监管和科创板推进支撑风险偏好的逻辑进行了充分的演绎
- 一个论证不足：市场对扶植民企小微的意义论证不足

线索三：资本市场改革：资本市场地位提升，市场化监管，引导长期资金入市

•10月：市场监管方 向初定+化解股权 质押风险工作启动
•11月：习主席宣布 科创板+股权质押 纾困开始暴露问题
•12月：资本市场 地位提升+风险偏 好接连受到打击
•1月：资本市场地位确 认，科创板推进+证 监会挂帅引导资本入市
•2月：A股开门红+ 内资活跃+外资预成 为重要增量资金
•3月：“科创牛”预期增强+ 评级是市场化行为+外资加 速流入



三大线索只论过往，展望未来还看“记忆牛”

- 春季多种乐观预期叠加，强动量效应兑现：业绩牛 + 改革牛 + 水牛
- 投资者按照记忆按图索骥，催生“记忆牛”：2009年 + 2014年 + 2015年

春季行情至强时刻，我们准确感受到了市场多种乐观预期叠加，多种牛市记忆交织的格局



完美春季躁动，伴随着极致的赚钱效应扩散，补涨轮涨覆盖几乎所有标的

- MA60强势股占比达到绝对高位(截至03-22)，即便是牛市也是极端高值

截至3月22日，万得全A的MA60强势股占比高达99%，即便是牛市，也是极端高值

强势股占比 20190322	按照个数	按照市值	按照成交额	强势股占比 20190322	按照个数	按照市值	按照成交额
传媒	97%	96%	99%	创业板综	99%	99%	99%
房地产	98%	99%	100%	机械设备	99%	99%	99%
纺织服装	98%	99%	98%	沪深300	99%	100%	100%
商业贸易	98%	99%	99%	汽车	99%	83%	96%
公用事业	98%	94%	97%	银行	100%	100%	100%
通信	98%	96%	100%	综合	100%	100%	100%
有色金属	98%	100%	100%	建筑材料	100%	100%	100%
电气设备	98%	99%	98%	家用电器	100%	100%	100%
中证500	99%	98%	99%	食品饮料	100%	100%	100%
上证综指	99%	98%	99%	电子	100%	100%	100%
医药生物	99%	99%	99%	计算机	100%	100%	100%
农林牧渔	99%	100%	100%	非银金融	100%	100%	100%
万得全A	99%	99%	99%	休闲服务	100%	100%	100%
化工	99%	100%	100%	国防军工	100%	100%	100%
交通运输	99%	100%	100%	采掘	100%	100%	100%
建筑装饰	99%	100%	100%	钢铁	100%	100%	100%
轻工制造	99%	99%	100%				

…还有极致的动量效应扩散和融资高热度

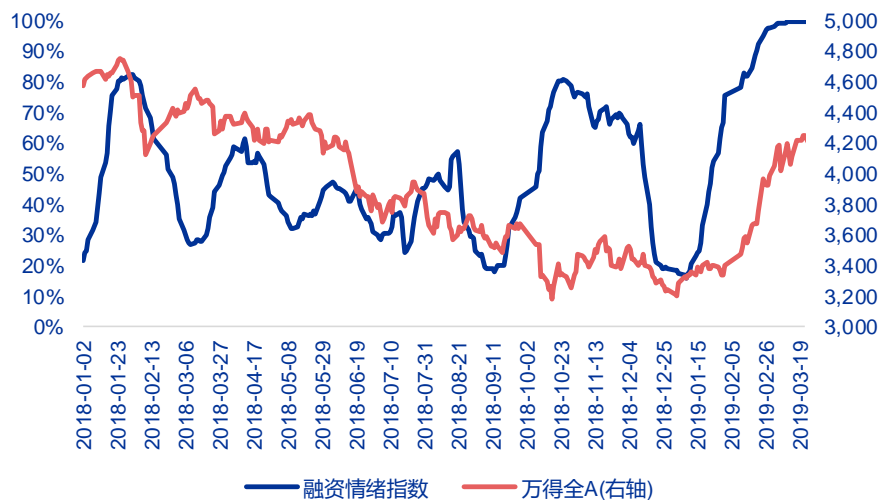
■ 完美春季躁动，还有极致的动量效应，以及融资资金的深度参与

- MACD强势股占比(衡量动量效应扩散的指标)高点达到92%
- 融资情绪指数在历史高位出现钝化

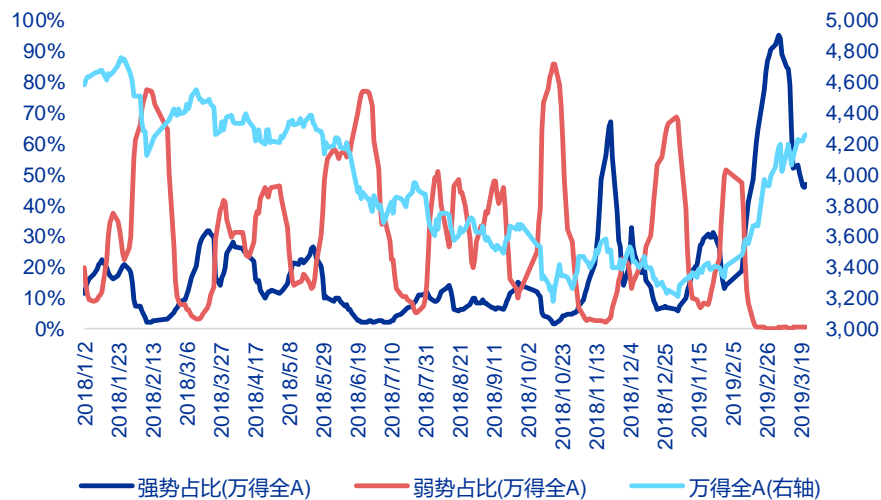
■ 2019年春季行情市场特征：轮涨是常态，动量不集中，没有影响人心的主线

- 如果非要与大牛市比较，这种市场特征神似2007和2009年行情的第一阶段，但与投资主线清晰的2014年明显不同

融资情绪指数已高位钝化

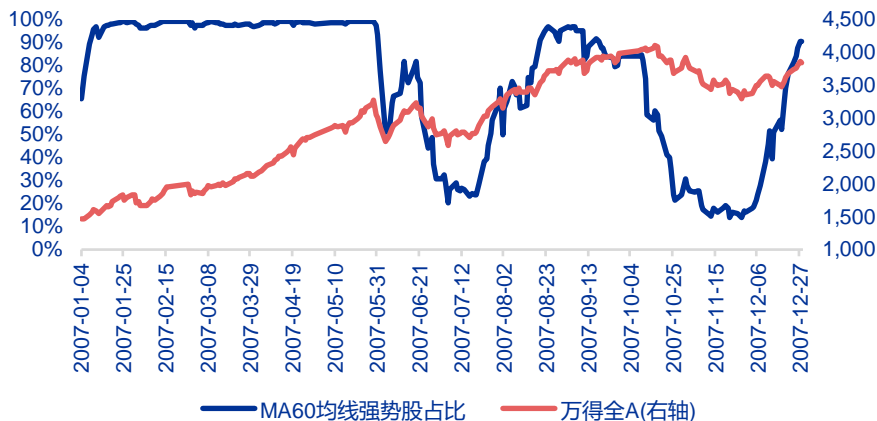


MACD强势股占比高位回落，弱势股占比低位钝化

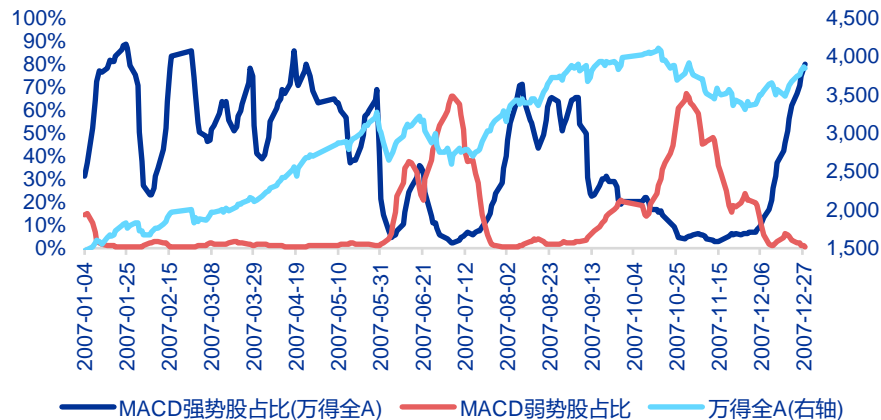


2007和2009年的经验：牛市也要一波一波做

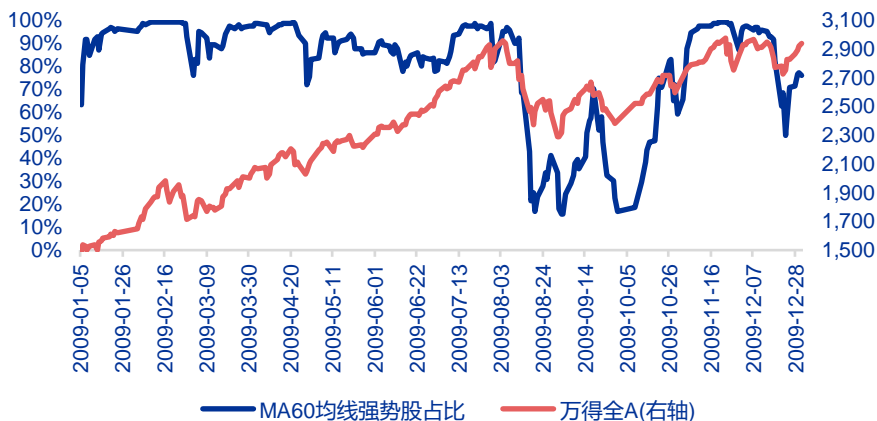
2007上半年MA60强势股占比持续高位钝化



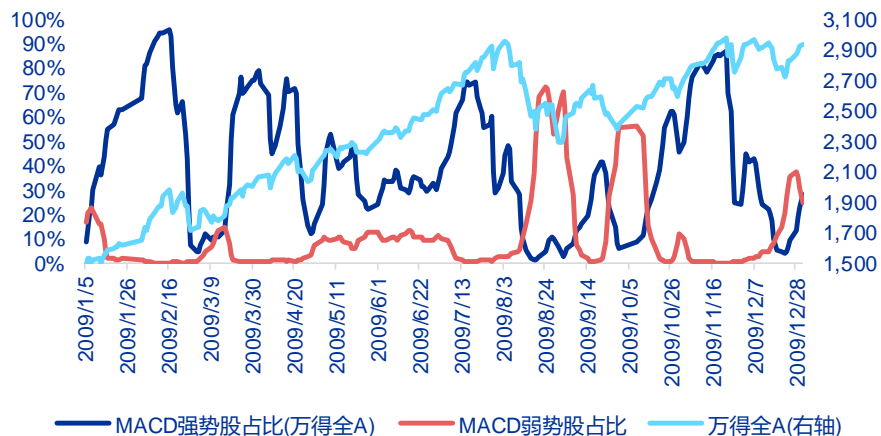
2007年上半年动量效应的强弱区分波段



2009上半年MA60强势股占比持续高位钝化

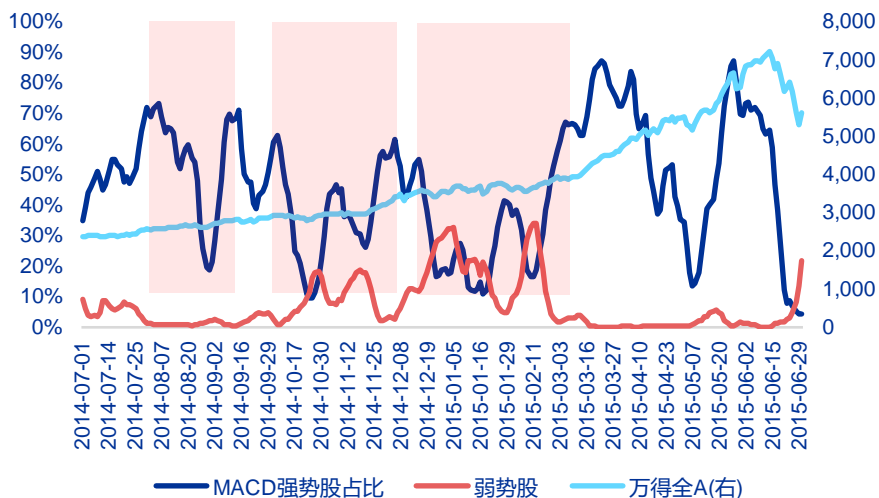


2009年广泛的强动量也难以维持

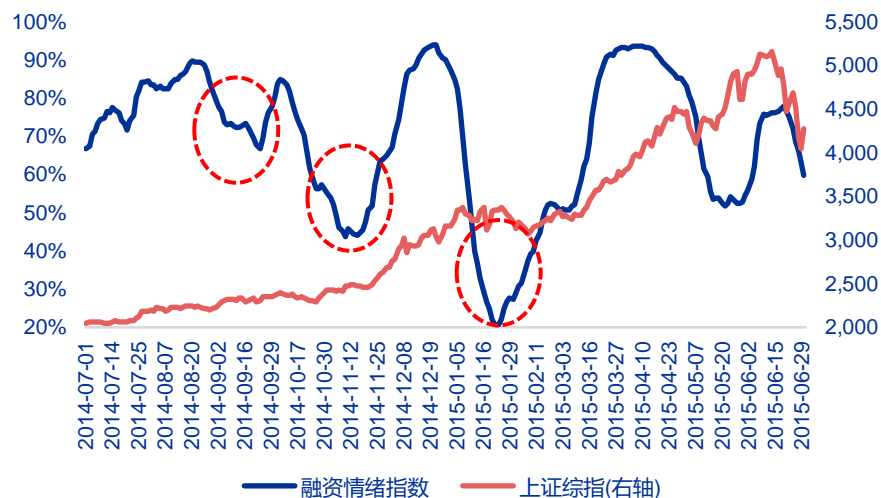


- 2014年牛市每个阶段的主线清晰，动量效应扩散相对克制
- 三次主线切换(券商 → 建筑装饰 → 房地产 → TMT)，切换过程中均出现了动量效应的收缩
- “金融是国家核心竞争力”曾唤醒市场对2014年的记忆，但春季行情演进的形势不同于2014年

2014年的经验：主线切换阶段动量效应收缩



主线切换阶段，融资情绪指数回落

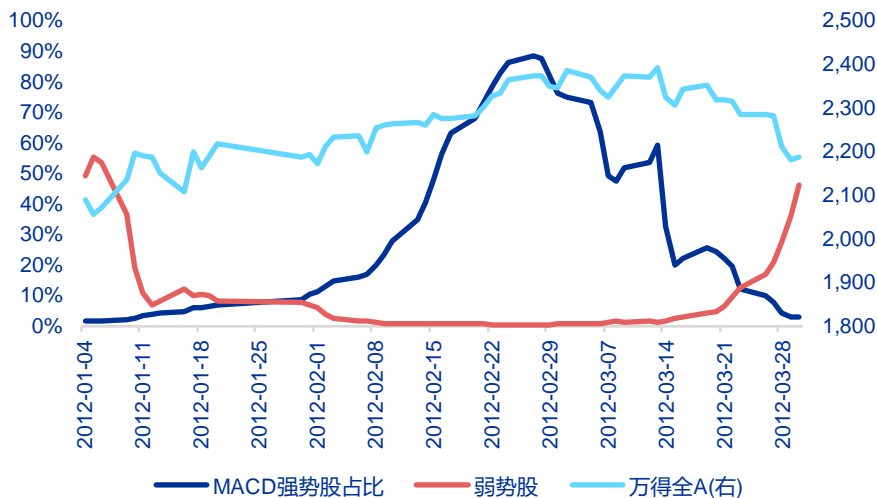


■ 2012年和2013年的量化指标特征

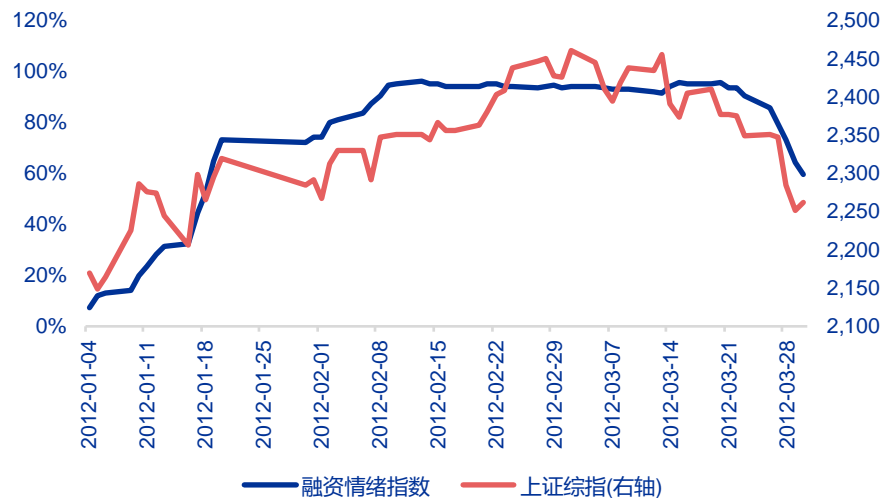
- MACD强势股占比先下行，动量效应先收缩；
- MACD弱势股占比维持绝对低位，形成下行趋势的股票尚未出现
- 融资情绪指数维持高位，交易资金的高热度仍将维持一段时间

■ 春季行情结束的信号：MACD弱势股占比回升 + 融资情绪指数回落；指标钝化段可能维持1个月

2012年春季：MACD强势股占比(动量扩散)先回落



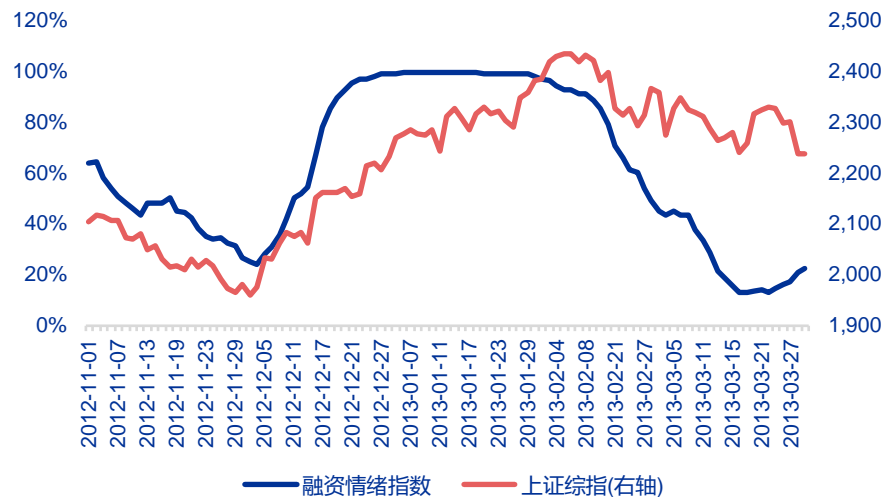
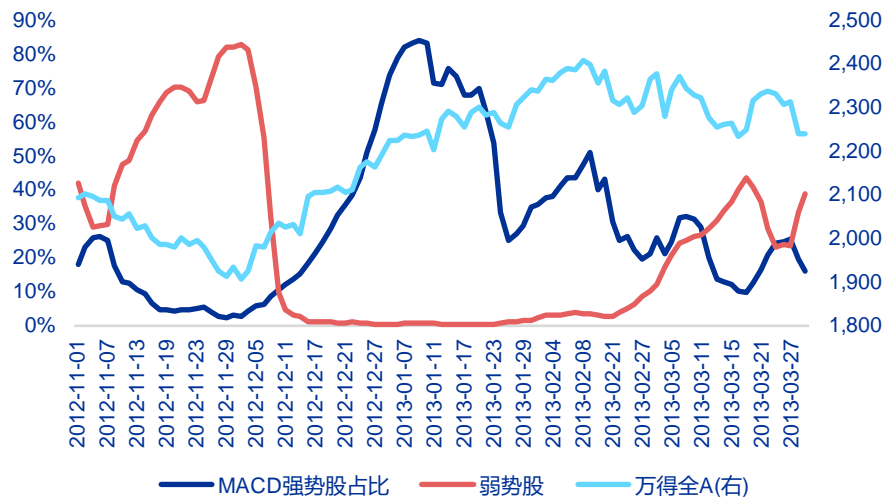
融资情绪指数可能维持高位一段时间，动量后余温尚存



年初以来的市场特征更像2012和2013年的春季行情

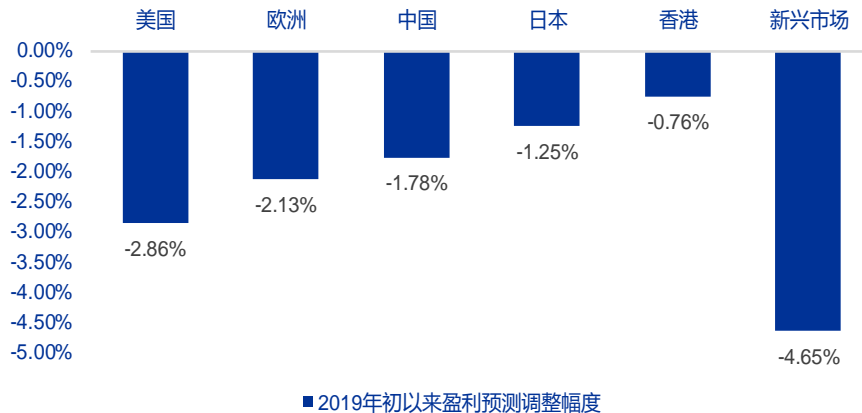
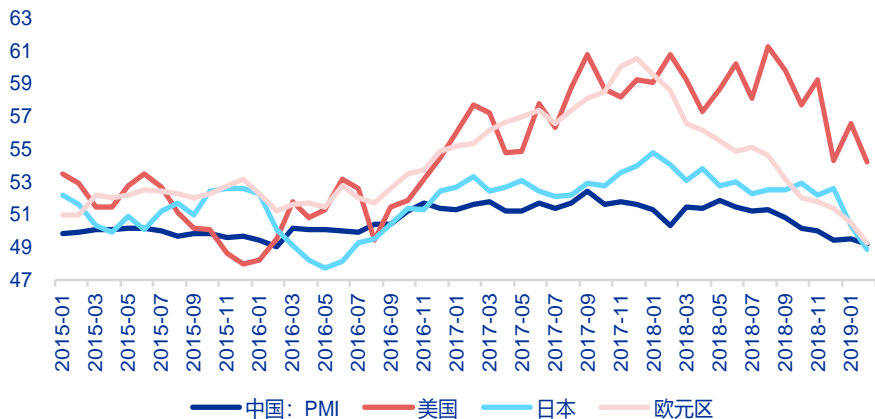
- 2013年1月底社融改善预期发酵，银行和非银带动指数高位起跳
- 除此之外，2012和2013年春季行情的市场特征基本一致
- 将这样的市场特征类比到2019年，我们给出了“3-4月圆弧顶，3月余温尚存，4月决断重应对”的判断
- 把躁动留在3月，把客观带到4月：3月之前多种乐观预期叠加，4月验证期要去伪存真！4月之后市场想要继续，需要(至少)结构性的基本面改善

2013年也出现了类似“圆弧顶”的市场特征

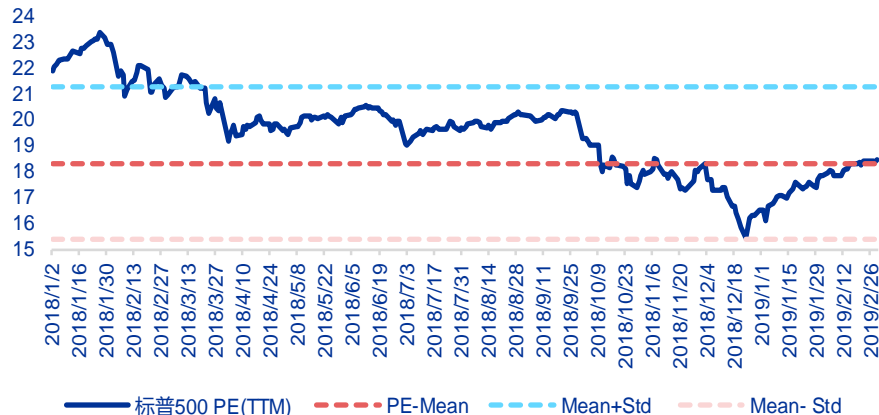


A股完美春季躁动，在全球也没那么特别

美股的“春季行情”也是在基本面预期回落的背景下展开的

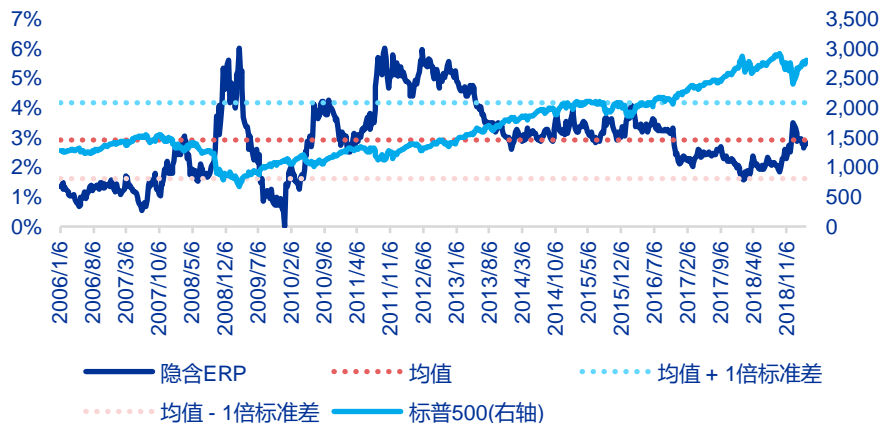


美股反弹的主基调也是赚钱效应扩散和估值修复

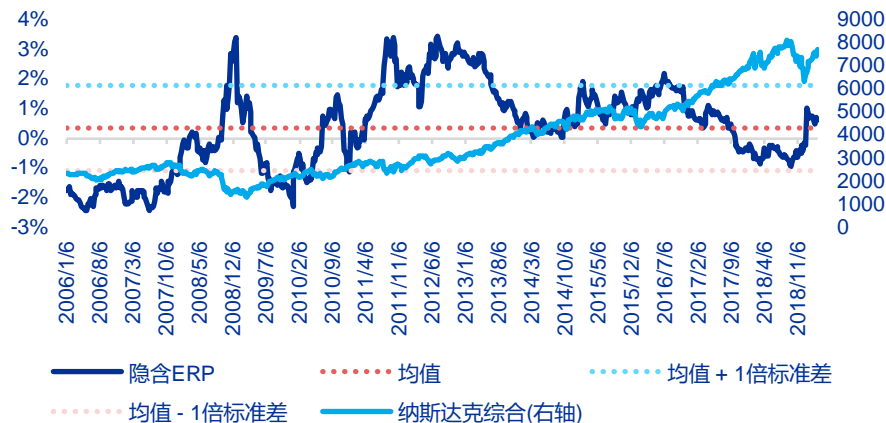


美股“春季行情”也是风险偏好大幅回落后的修复

标普500的隐含ERP已修复至历史均值附近



纳斯达克综合指数的隐含ERP已略高于均值



日经225的隐含ERP仍处于1倍标准差以上



欧洲STOXX 600的隐含ERP仍处于1倍标准差以上

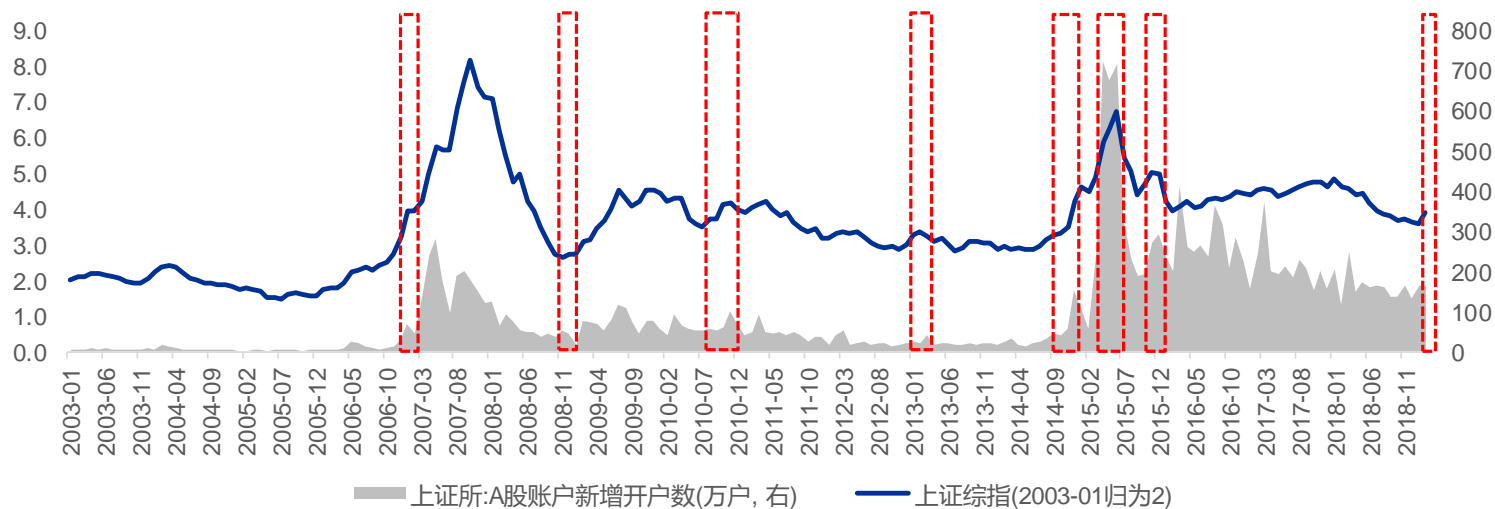
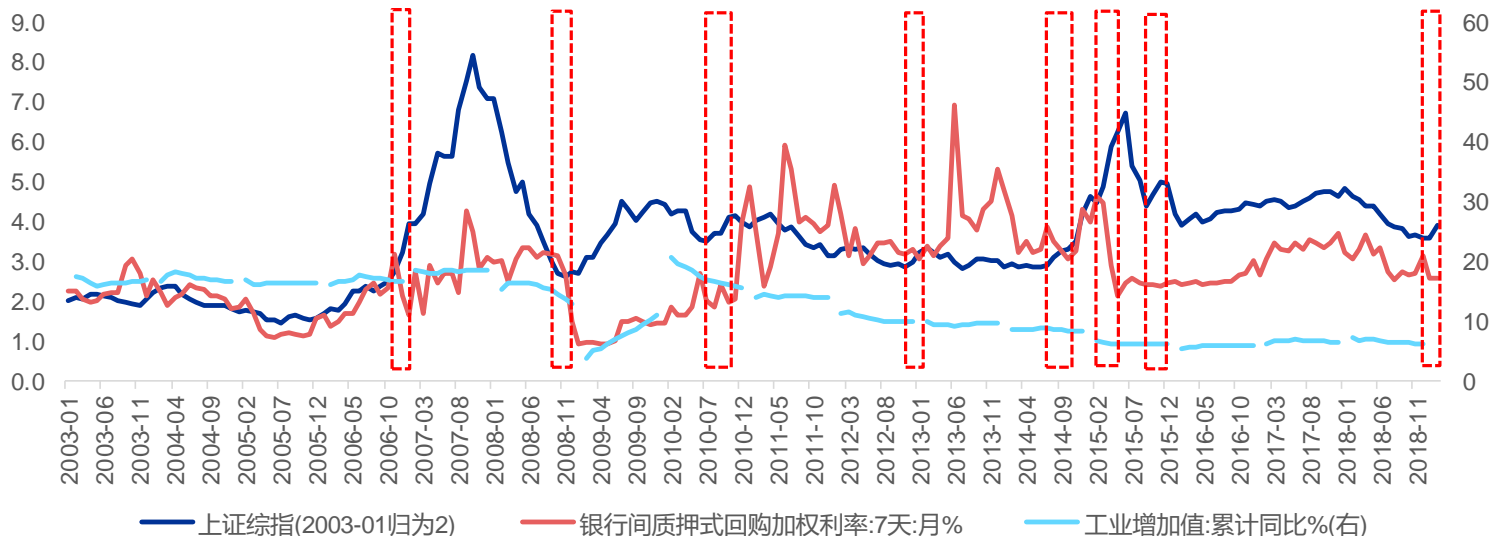


主要内容

1. 完美春季躁动，浮华褪去应有时
2. 牛熊之辩，仍是“衰退期投资”
3. 安之若素，扶植小微排除长期风险
4. 布局“小企业重获长大机会”

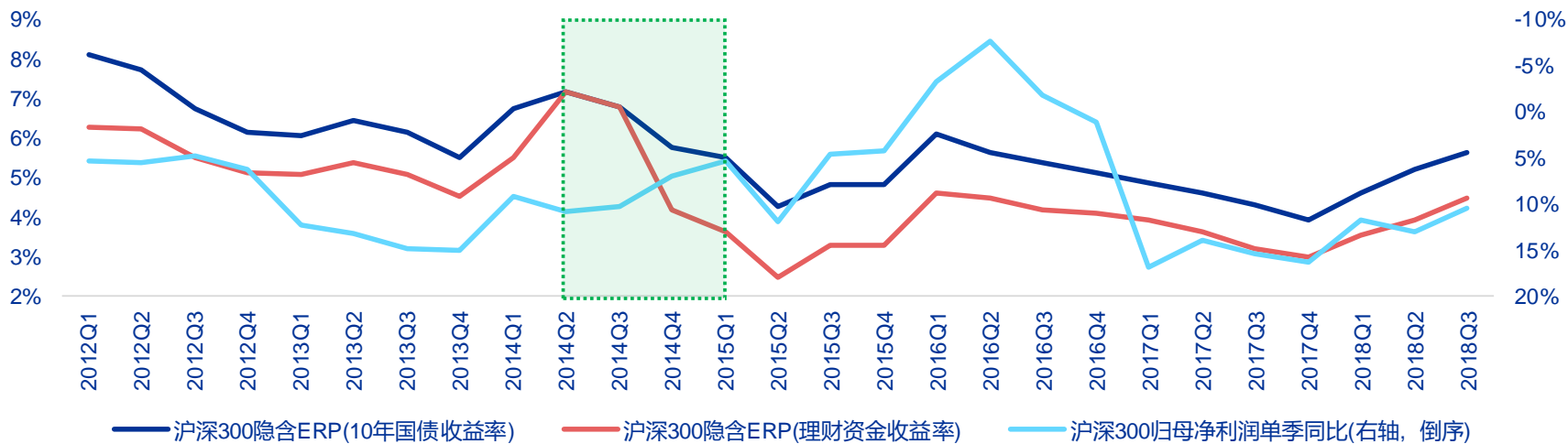
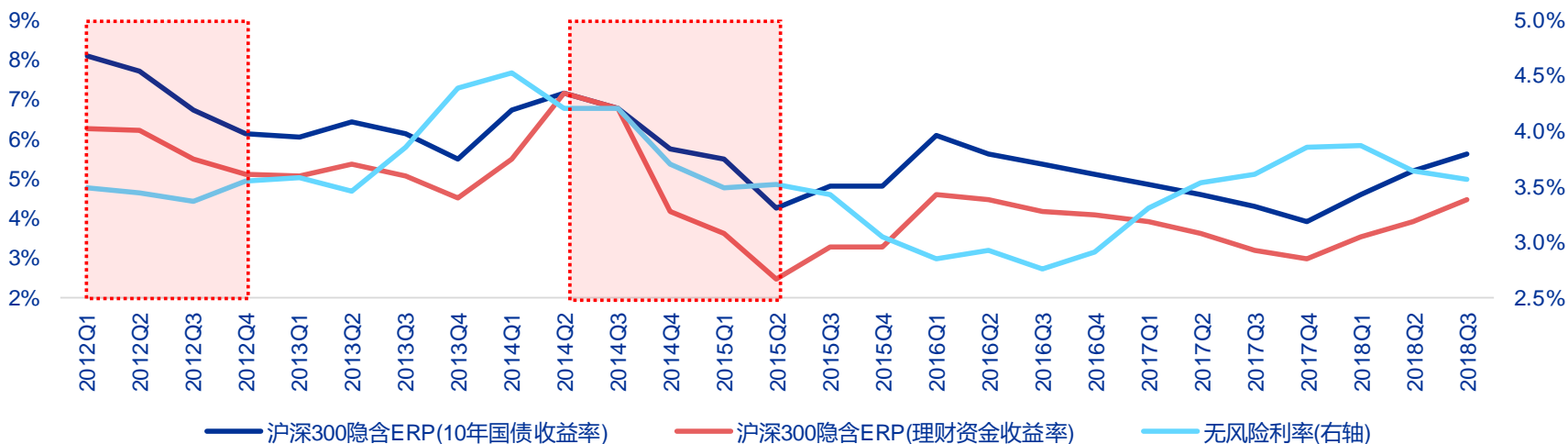
原则1：没有基本面支撑的上涨大概率无法长久

历史基本面向下，但流动性改善驱动的A股上涨行情最多持续一个季度(2015年除外)



基本面趋势是风险偏好的核心影响因素

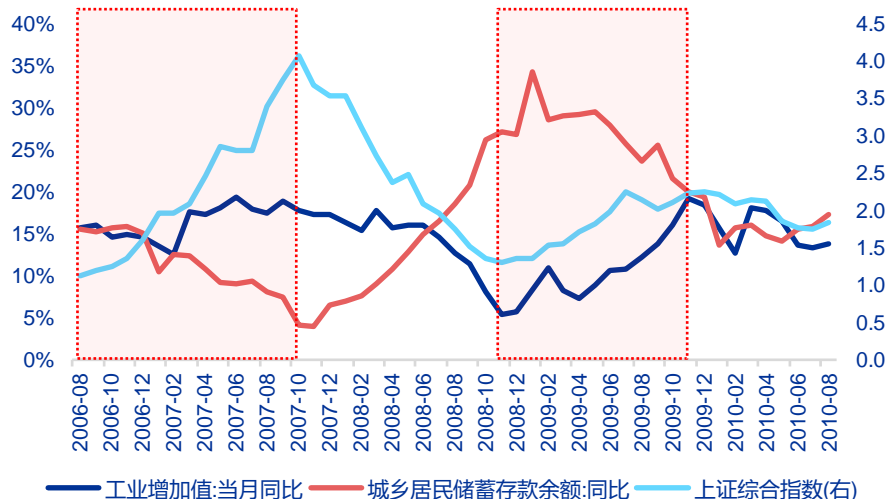
基本面趋势是风险偏好的核心影响因素，无风险利率下行提升风险偏好只在2012和2015出现



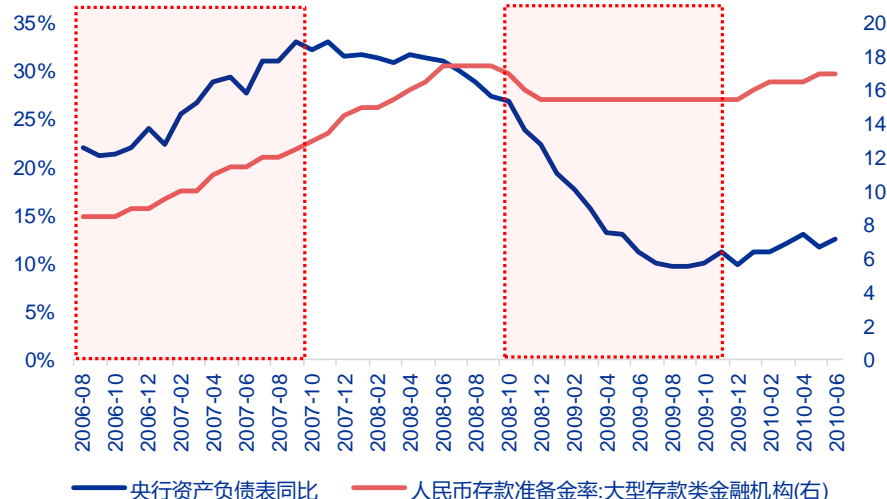
大牛市的共性特征：业绩牛 + 水牛

- 2007年的基本面毋庸置疑：城镇化 + 中国制造全球竞争力提升
- 2007年货币政策收紧，宏观流动性未有效收紧(外汇占款)
- 2009年“四万亿”强刺激：宏观流动性改善 + 经济基本面反弹

2007和09年的行情都是基本面趋势和存款搬家共振



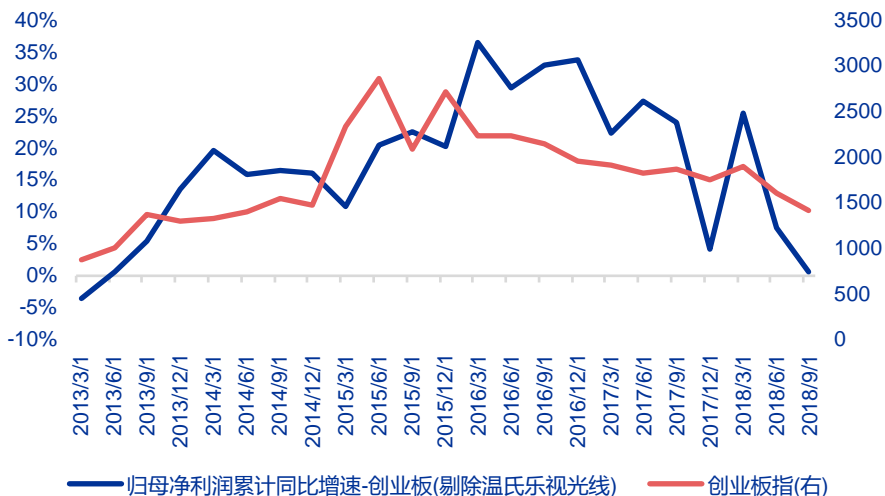
2007年货币政策收紧，但宏观流动性实际宽松



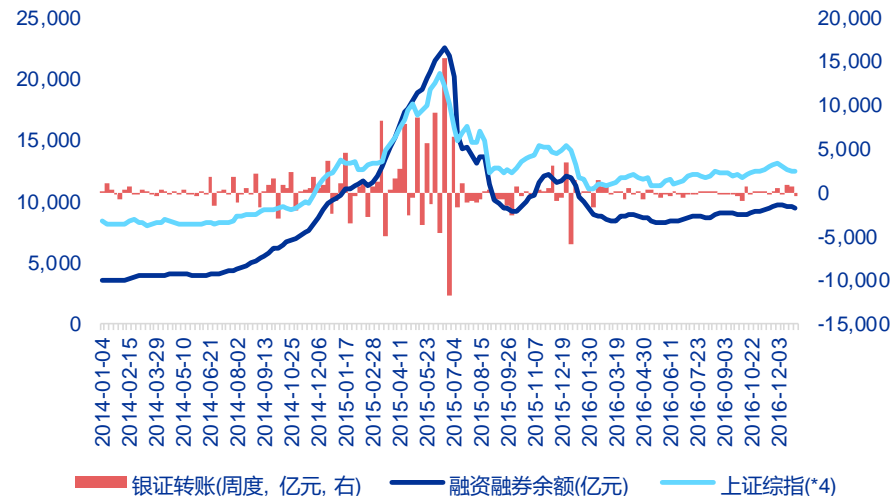
2015年不仅是水牛 + 改革牛，也是业绩牛！

- 2015年是水牛：降息降准，融资 + 配资
- 2015年也是改革牛：金融创新，互联网+
- 2015年更是业绩牛：消费互联网景气巅峰，中小创外延并购巅峰

2015年创业板是基本面趋势明确向上的方向



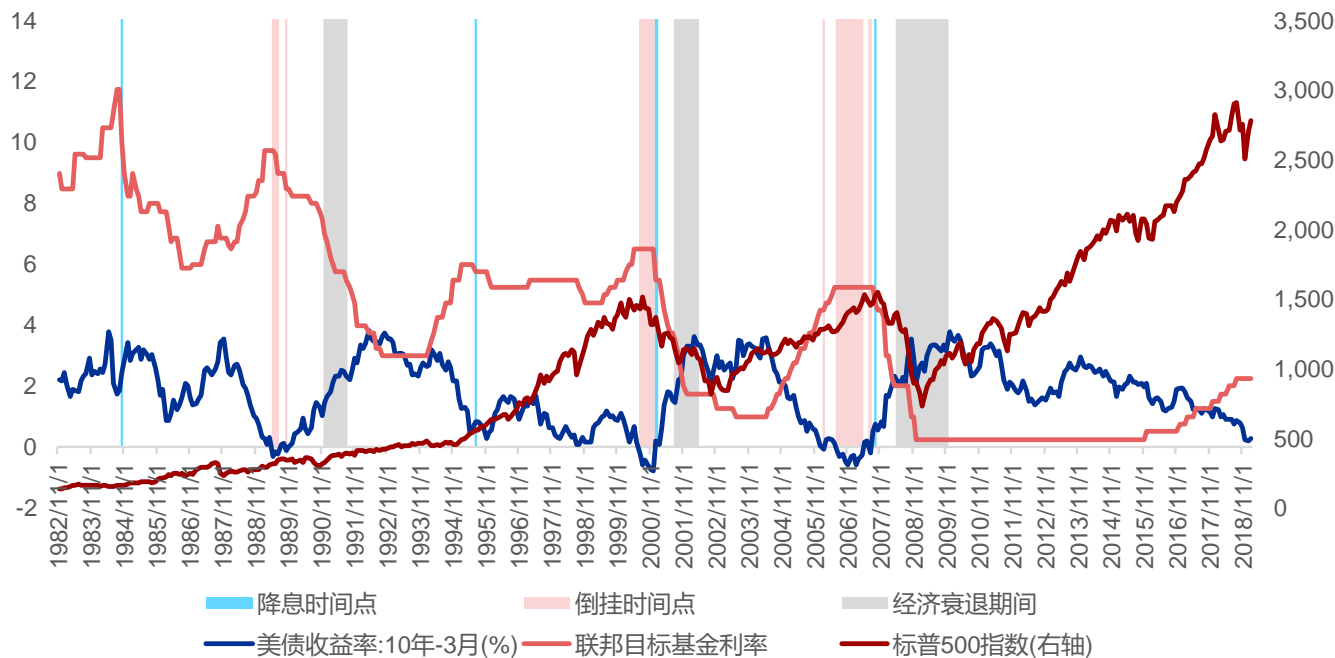
2015年融资 + 配资带来的水牛记忆犹新



原则2：2019年不要轻易放弃“衰退期投资”的框架

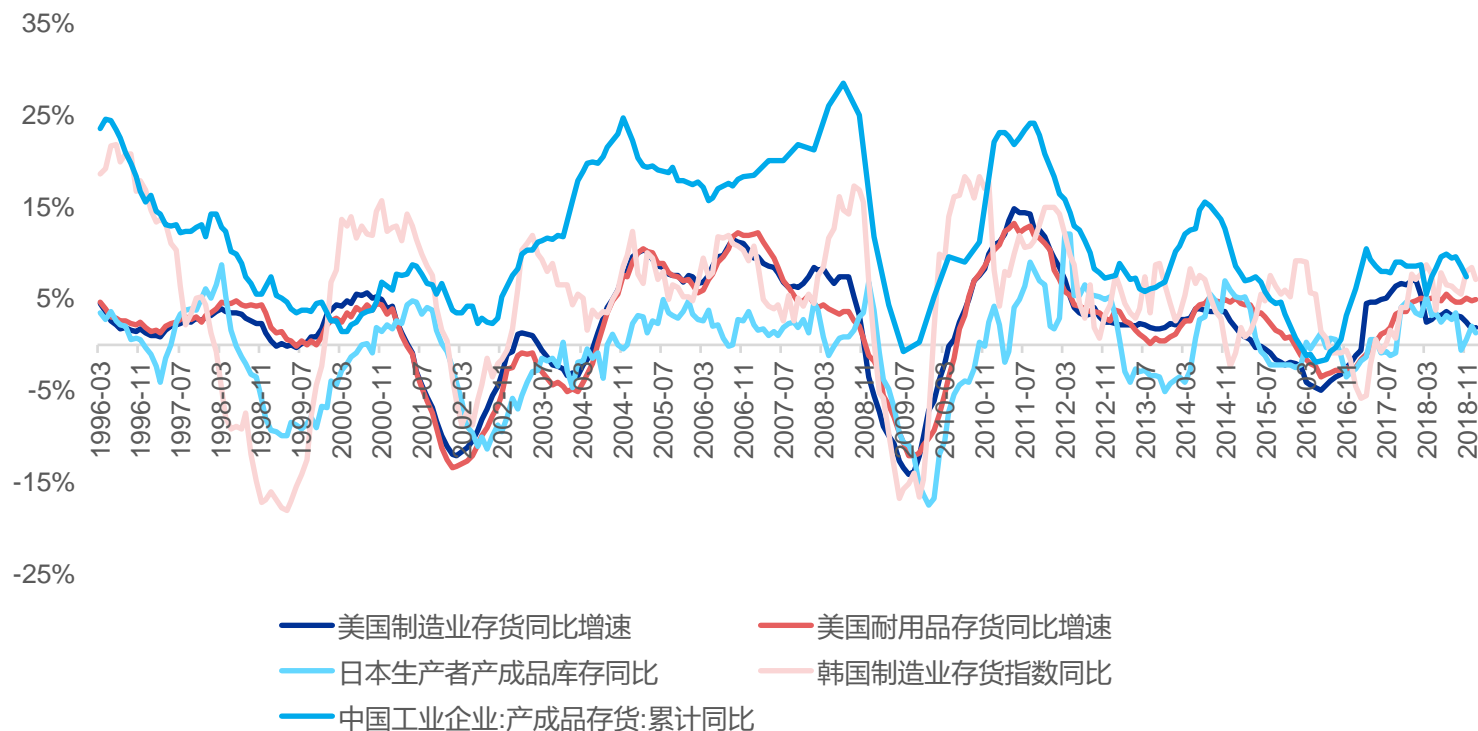
- 美债收益率(10年 vs. 3月)已出现倒挂，是美国经济衰退的领先指标
- 对A股的启示：2019年不要轻易放弃“衰退期投资”的分析框架
- 业绩底的讨论本质上就是讨论复苏，讨论“投资时钟倒转”！强假设需要小心求证

1982年以来美国经济共出现3次衰退，美债收益率倒挂都是领先指标



- 从投资时钟角度看，目前不可轻言全球经济见底，年初以来美联储货币转向更多是过度悲观预期的修复，并没有改变全球基本面趋势依然向下的事实
- 从全球库存周期看，去库存周期似乎也没有走完

全球去库存周期似乎没有走完

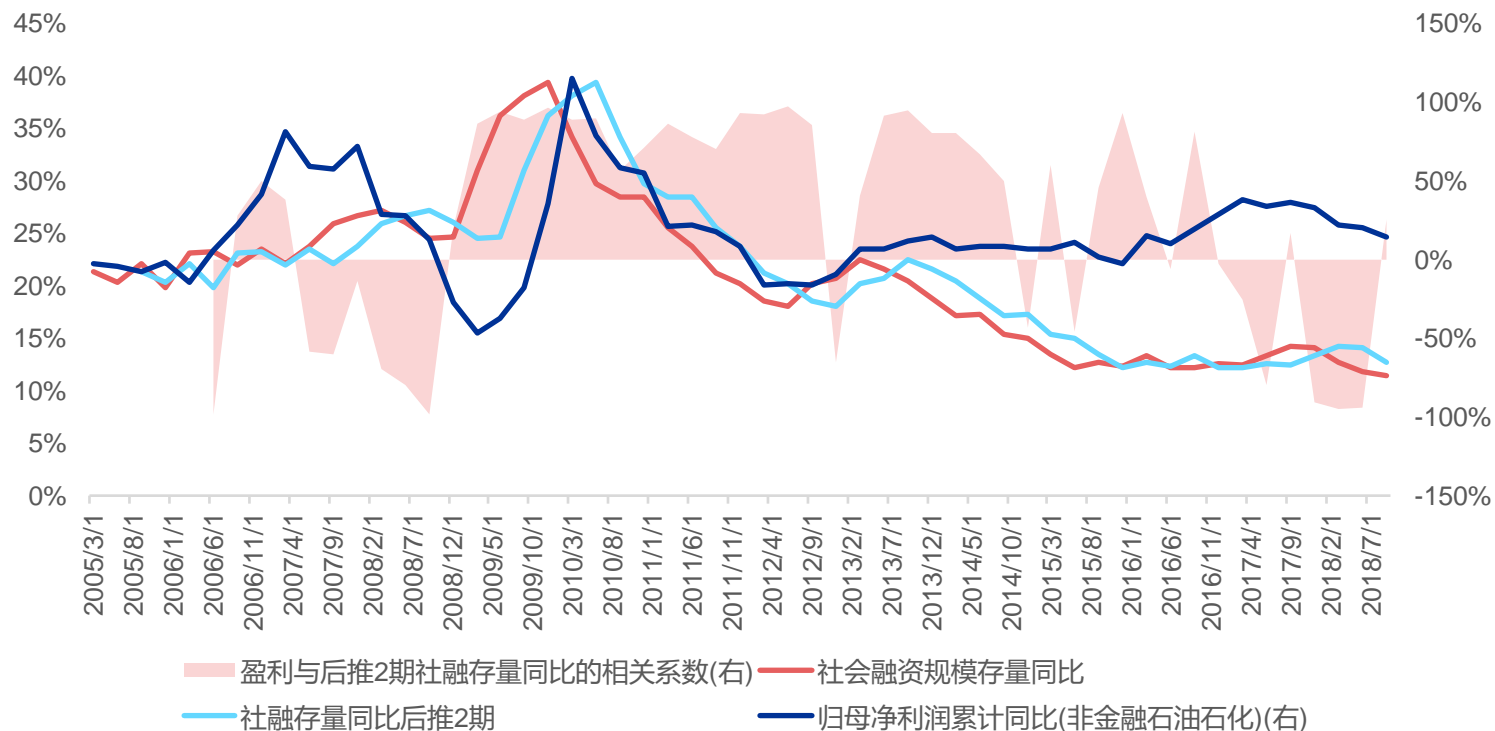


原则3：金融数据改善的实际效果不宜想当然

■ 社融存量同比领先企业盈利两个季度几乎已成为A股投资者的共识，但这个规律主要在2008-2014年之间有效

- 2005-2007年，股权分置改革打乱了上市公司业绩释放的节奏
- 2015-2018年，供给侧改革效果卓著，打乱了社融和企业盈利的关系

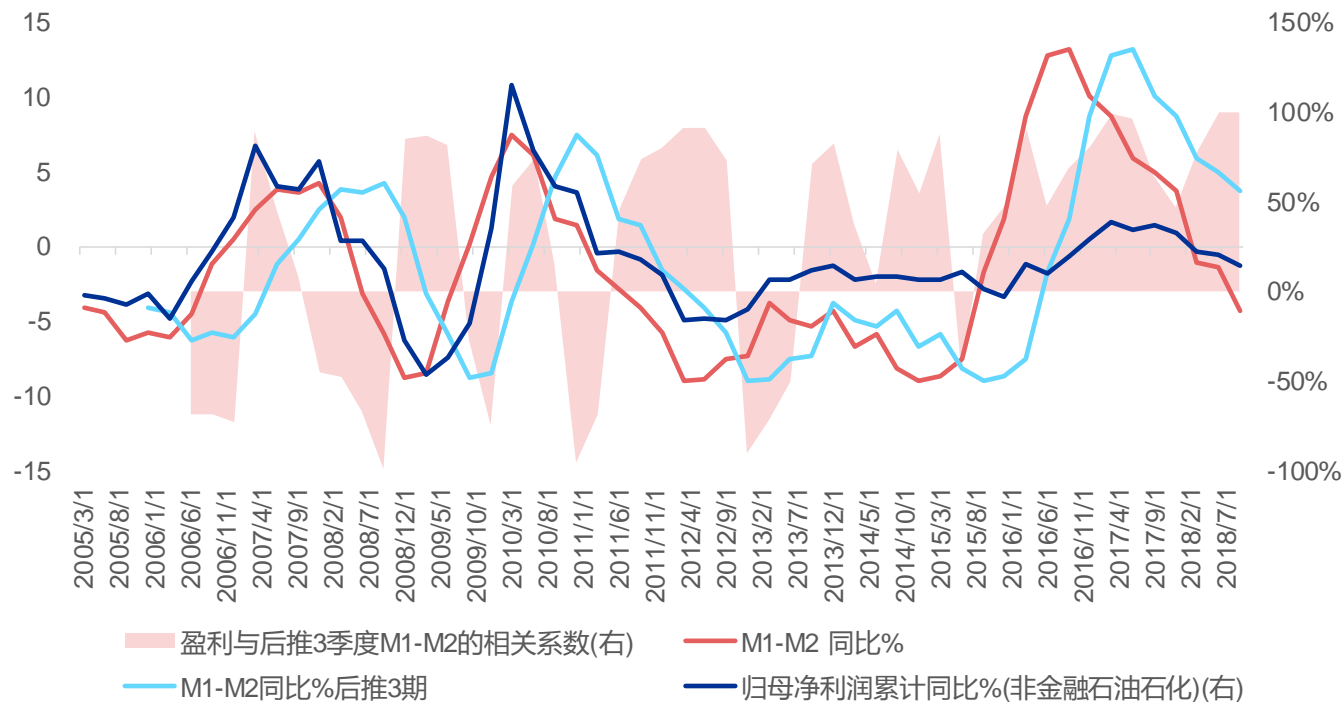
社融领先企业盈利两个季度的规律主要在2008-2014年之间有效



■ M1-M2同比与上市公司盈利的相关关系以2014年为界，分为两个阶段：

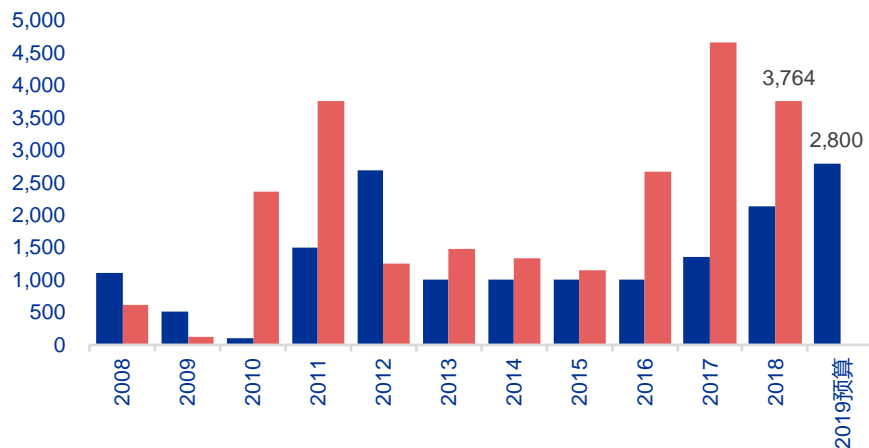
- 2014年之前：城镇化加速 → 企业盈利改善 + 房地产市场火爆(M1-M2同比改善)
- 2014年之后：房地产成为政策工具，外生拉动经济 → 销售先改善(M1-M2同比改善)，投资后改善(上市公司盈利回升滞后3季度)

M1-M2同比与上市公司盈利的相关关系以2014年为界，分为两个阶段

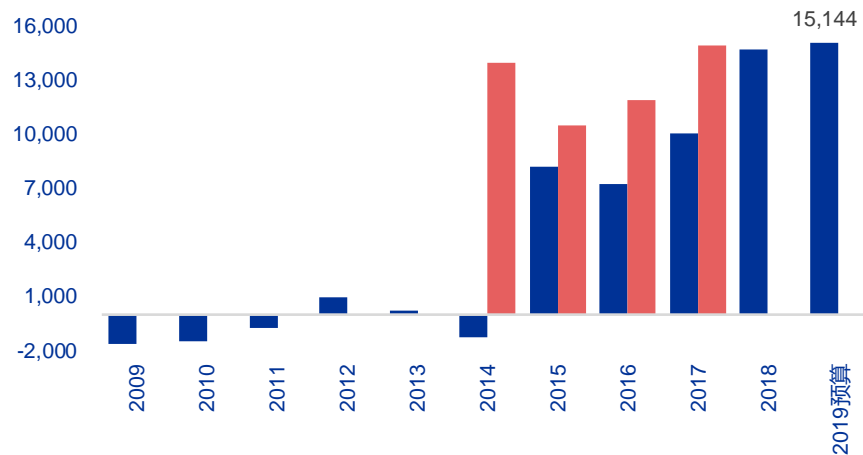


- 2019年基建和地产的刺激力度大概率不会超预期
- 凯恩斯主义不能救中国，这似乎已成为管理层和市场共同的反思
- 财政总量扩张的边界和约束正逐渐显现，所以要“结构调整 + 放水养鱼”
 - 中央预算稳定调节基金余额 和 地方结转结余 在2019年将快速消耗
 - 财政政策的主要目标已从“稳总量”到“调结构”转变

19年中央稳定调节基金调入2800亿，18年余额3764亿



2019年调入资金及使用结转结余15144亿元

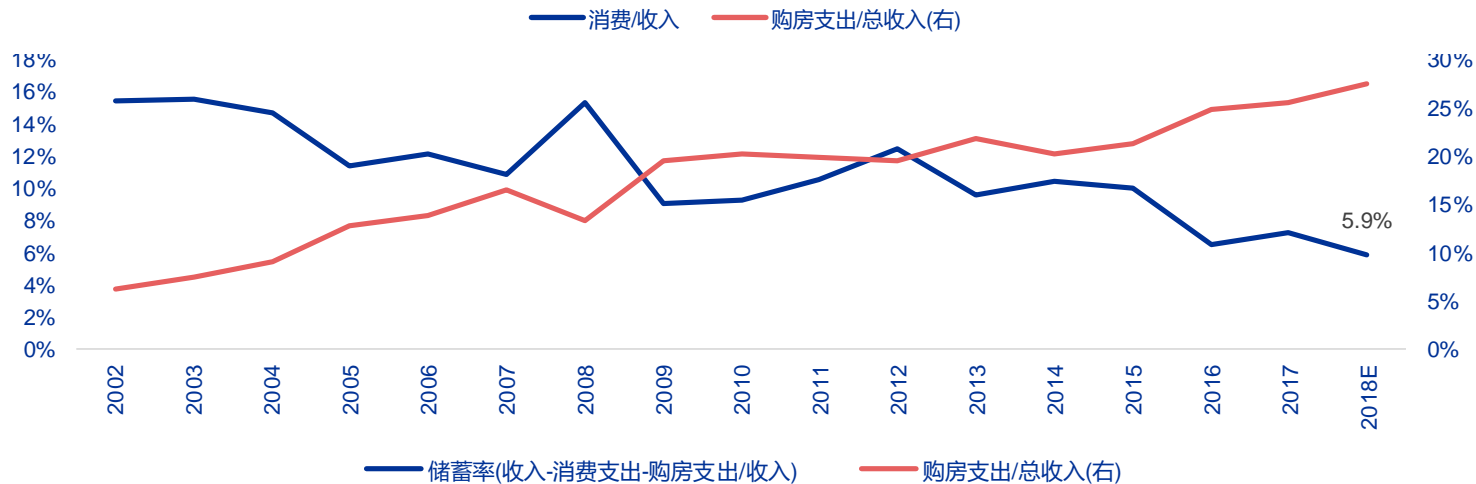
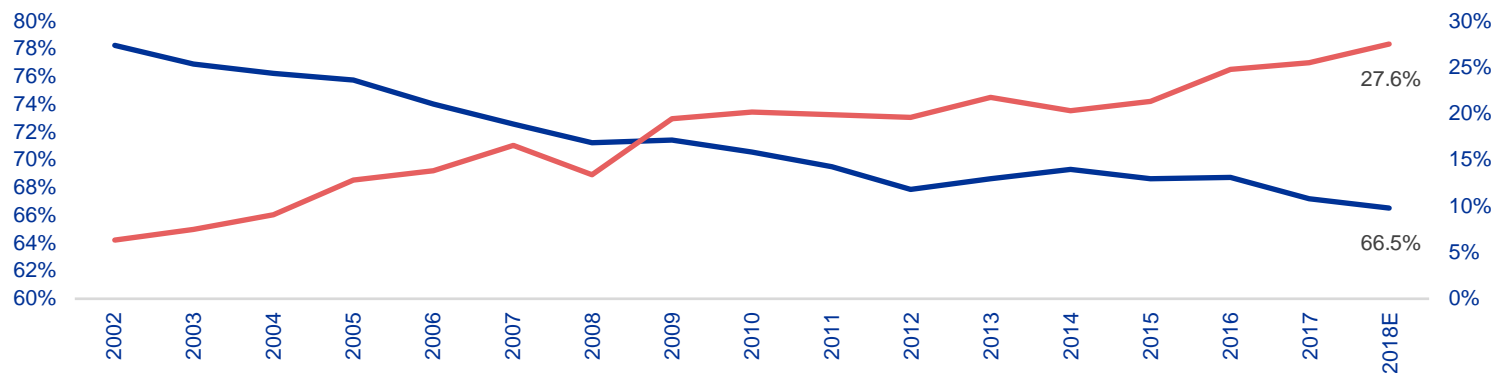


■ 财政预算：调入中央预算稳定调节基金 ■ 中央预算稳定调节基金余额(亿元)

■ 结转结余及调入资金(亿元) ■ 中央预算稳定调节基金余额 + 地方结转结余(亿元)

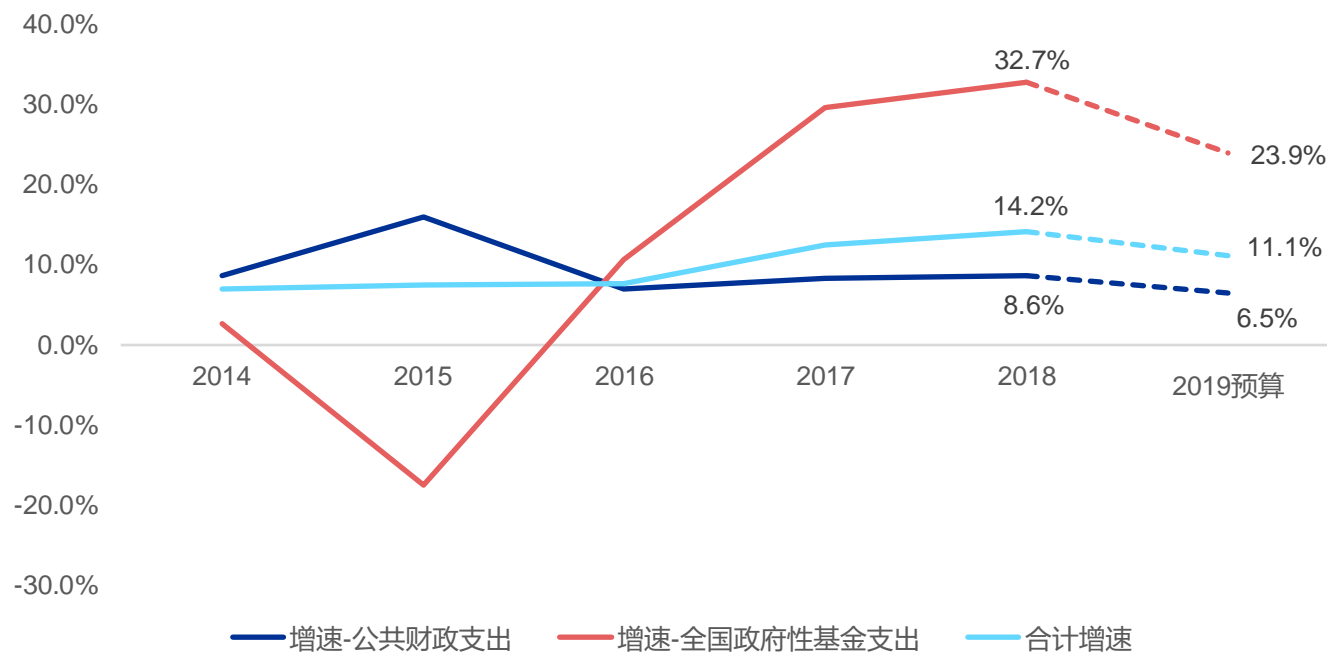
- 基建刺激也好，地产刺激也罢，最终都是要消耗居民储蓄，透支居民未来收入。不论财政资金来源如何创新，都离不开负债，也都离不开根本的约束

居民储蓄率(储蓄/可支配收入)持续回落，居民部门需要休养生息的格局未变



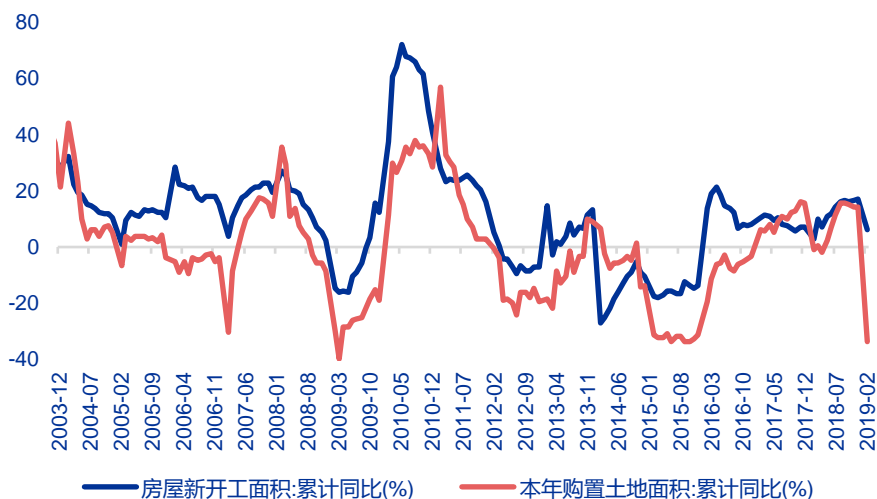
- 根据《2019年中央和地方预算草案的报告》，2019年一般公共预算支出增速和政府性基金支出增速均低于2018年，财政总量扩张的边界正逐渐显现，总量政策稳增长的难度可能一年胜过一年
 - 一般公共预算支出增速：6.5%(2019) vs. 8.6%(2018)；政府性基金支出增速：23.9%(2019) vs. 32.7%(2018)；两项相加增速：11.1%(2019) vs. 14.2%(2018)

仅从2019年财政预算的情况看，2019年财政支出的力度是弱于2018年的

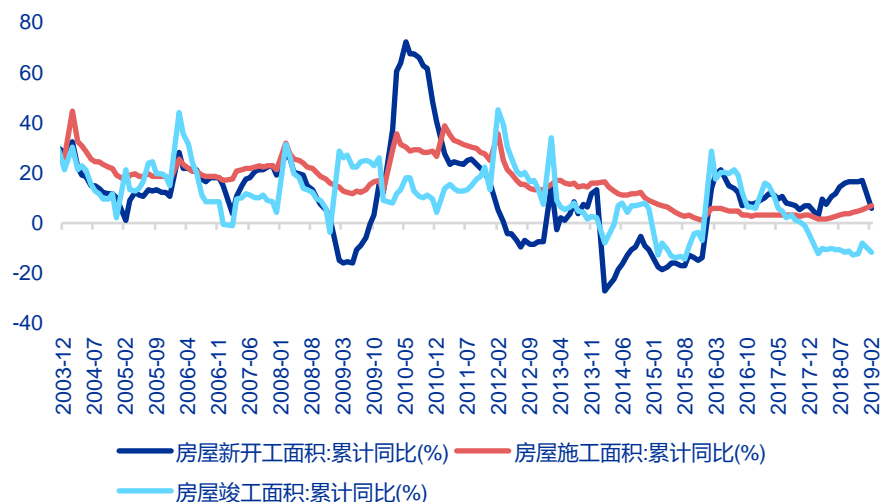


- 房地产竣工改善，2019年房地产投资有支撑，但2020年房地产投资的下行压力仍将加大
- 李克强(3-15两会答记者问)：面对新的下行压力，要有有力举措。一种办法是搞量化宽松，超发货币、大规模提高赤字率，所谓“大水漫灌”，萝卜快了不洗泥，一时可能有效，但会带来后遗症，所以不可取。我们还是要坚持通过激发市场活力，来顶住下行压力

土地购置面积与房地产新开工面积2019年或下行

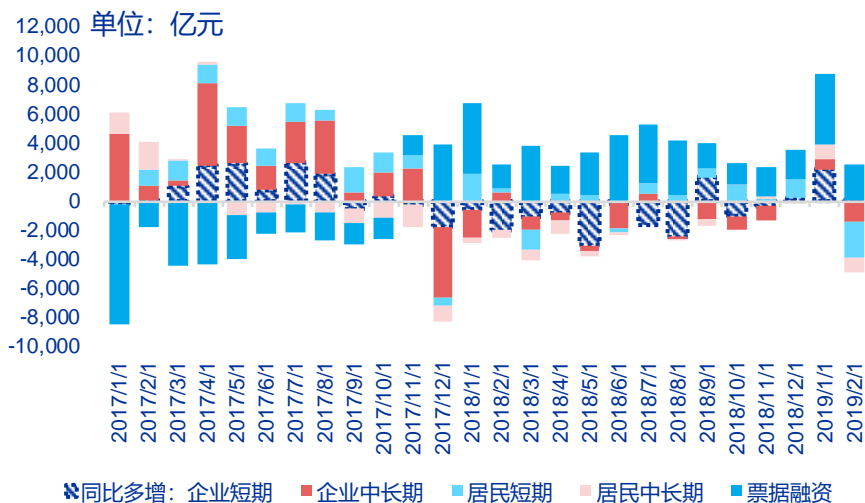


2019年可能是房地产竣工回升的年份

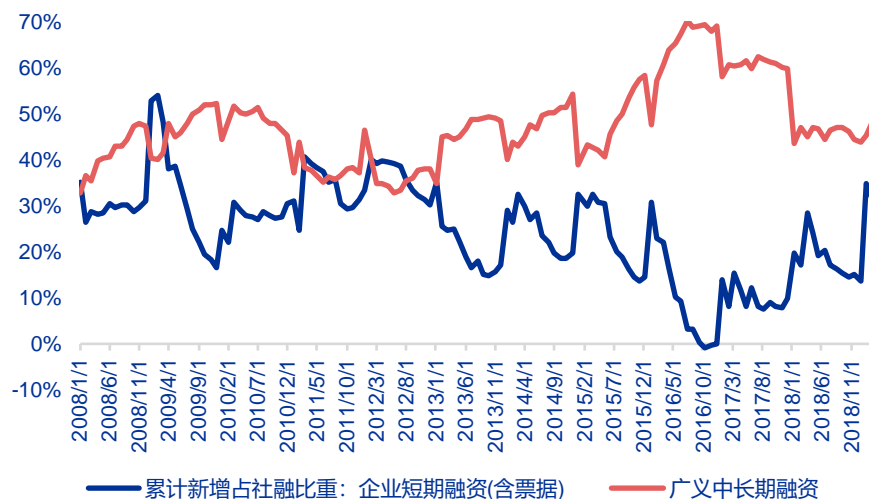


- 扶植小微民企是“两会”重点强调，但资本市场尚未充分论证的方向
- 2018Q4市场先是怀疑政策导向的重要性，后是怀疑银行支持小微的意愿
- 2019年以来扶植民企小微的力度超预期，成为完美春季躁动一条重要的线索
 - 企业短期信贷和居民短期信贷是观察银行扶植小微民企力度的重要指标
 - 2019年以来小微民企融资条件明显

1月企业短期信贷同比显著多增

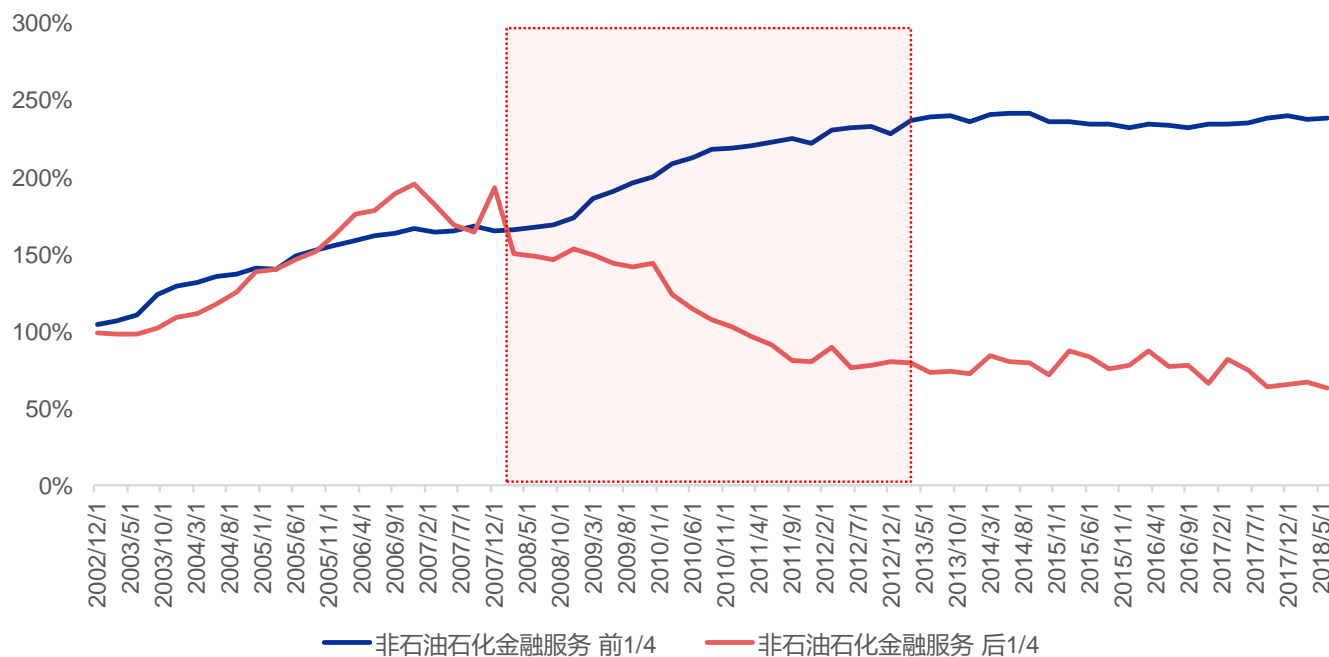


企业短期融资占比跳升，民企小微融资条件改善



- 我们以A股非金融石油石化，收入排名前后1/4公司(行业中性)为样本，讨论大小企业经营情况的差异
- 2009-2012年：大企业加杠杆，小企业降杠杆，国企加杠杆对民企形成挤出；而2012年以来：大小企业杠杆均保持了基本稳定
- 政策逻辑：降低融资成本，改善投资收益，驱动小微民企加杠杆

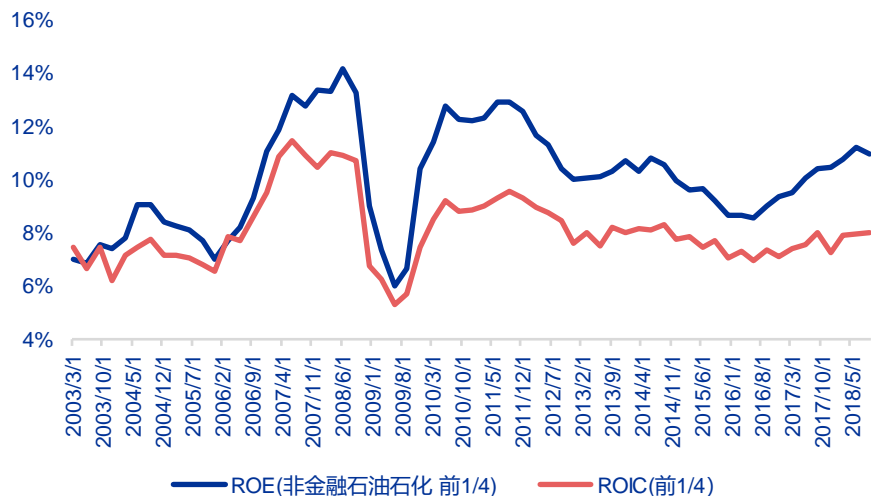
2009-2012：大企业加杠杆，小企业降杠杆；2012以来：大小企业杠杆保持不变



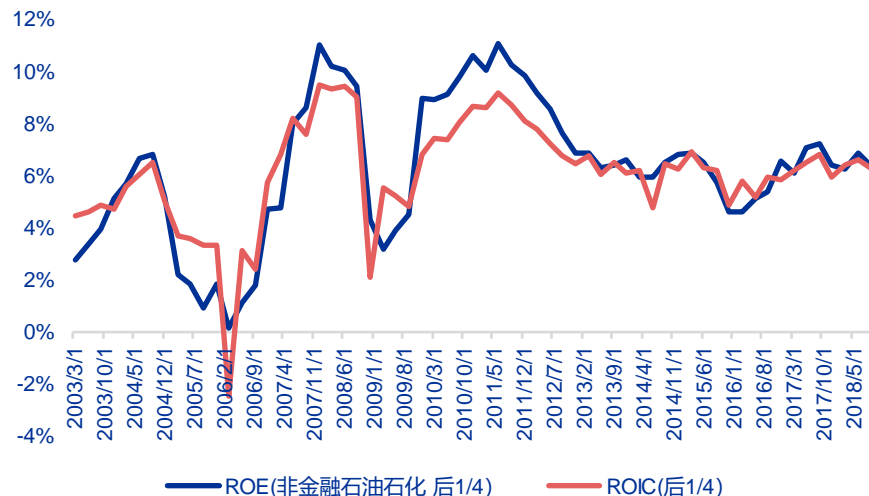
- 只要银行愿意，给小微钱总是容易的，但小微拿了钱后的投资意愿有待观察
- 2008年以来，大企业已经经历了“盈利能力提升 - 规模扩张 - 融资成本降低”的正循环，而小企业暂不具备进入正循环的条件，我们不建议对政策的短期效果盲目乐观

- 2008年以来，前1/4企业ROE > ROIC，后1/4企业ROE和ROIC基本持平
- 政策综合布局，非一日之功
- 再来一轮产能过剩后的优胜劣汰？还需要平衡好与传统行业供给侧改革的关系

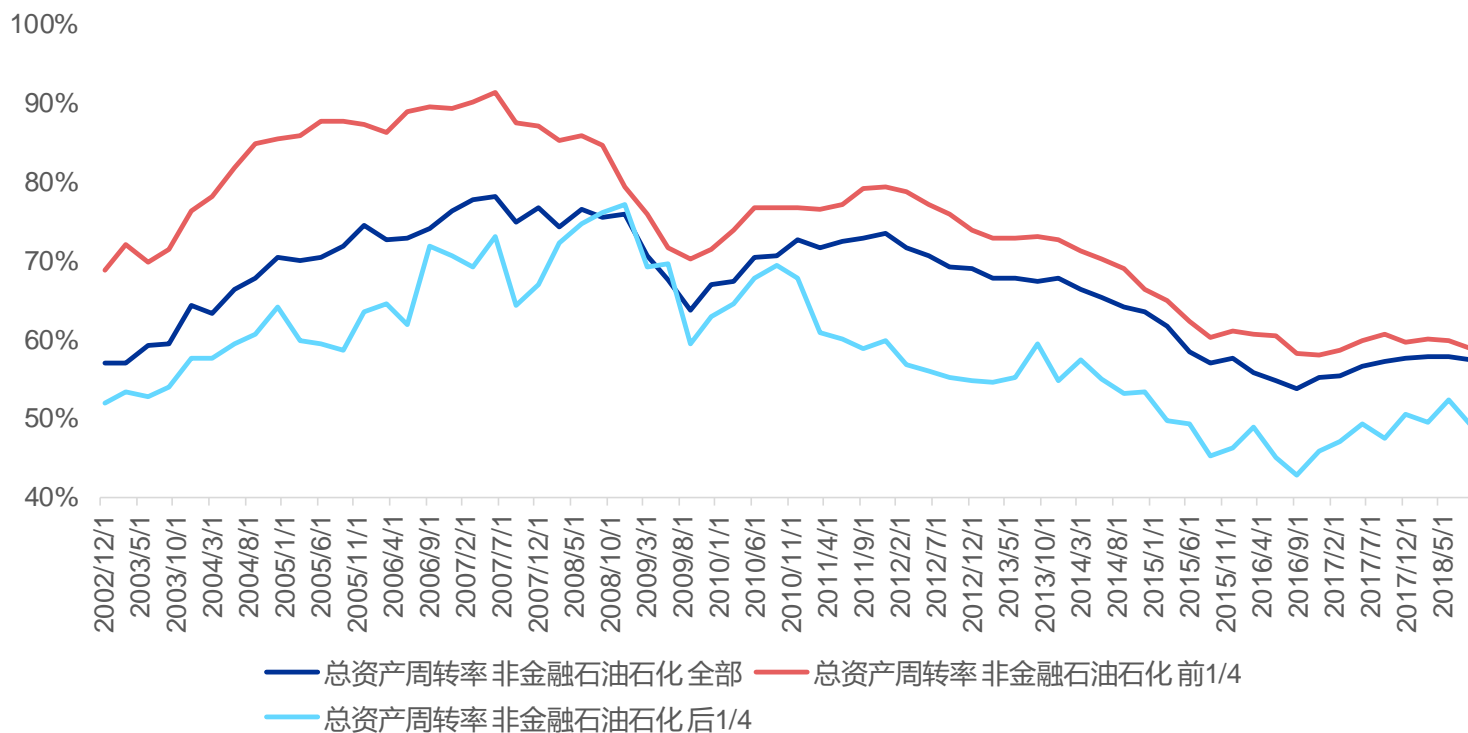
前1/4企业ROE > ROIC，具备加杠杆条件



后1/4企业ROE和ROIC相近，杠杆率处于均衡状态



- 小企业产能利用率(用总资产周转率表征)持续低于大型企业，扩产意愿理应弱于大型企业
- 扶植小微民企，模式转换，政策需有连续性，效果显现需有耐心
前1/4企业的总资产周转率始终高于后1/4企业



资料来源：Wind，申万宏源研究。前后1/4以当年收入在行业内的分位数划分

减税对于经济的提振也是“前高后低”的

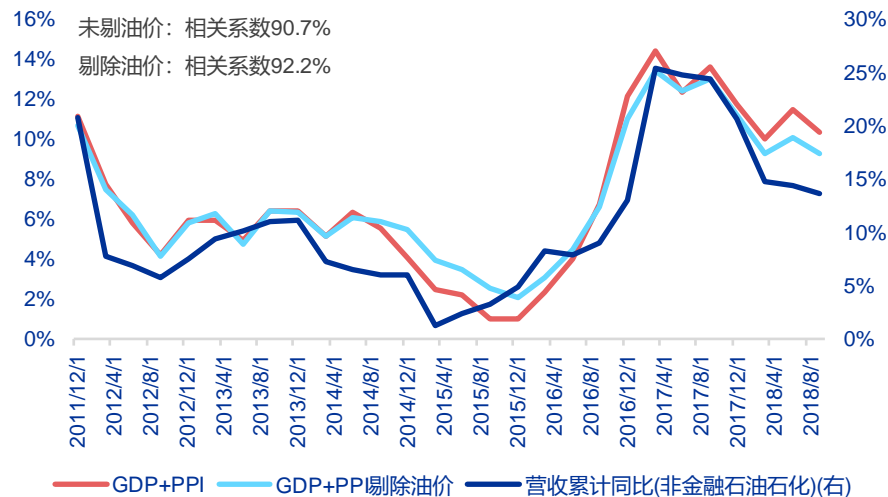
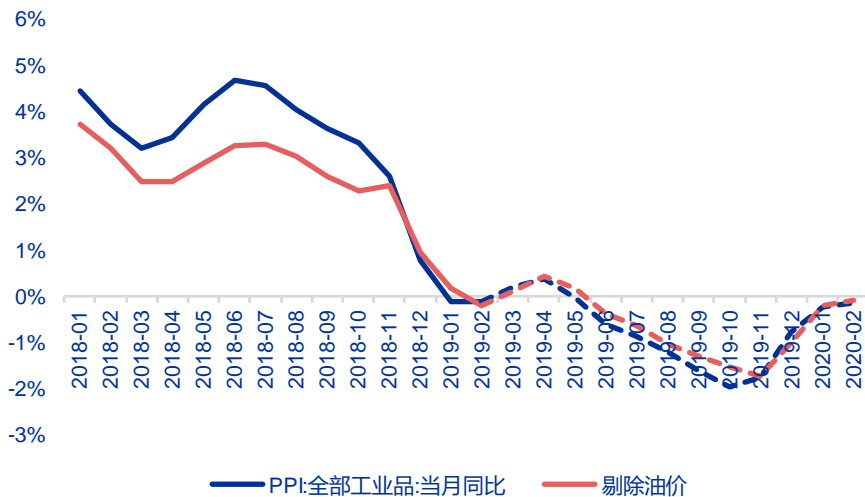
- 个人所得税按年收入累进(vs. 按月收入累进)会产生“收入前置”的效果，导致一定的“高收入幻觉”
- 增值税减税，将带来最终消费品价格的回落，减税初期消费出现“价跌量升”组合是大概率，但刺激效果会逐渐减弱

个人所得税按年收入累进会产生“收入前置”的效果

税前月收入(元)	到手收入(新方法-老方法)/税前月收入											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
5,000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7,500	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
10,000	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	-2%	-2%	-2%
12,500	2%	2%	2%	2%	2%	1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
15,000	3%	3%	3%	3%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
17,500	3%	3%	3%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
20,000	4%	4%	3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-6%
22,500	5%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-6%	-6%
25,000	6%	6%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	-4%	-6%	-6%	-6%
27,500	7%	6%	2%	2%	2%	2%	2%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%
30,000	8%	6%	3%	3%	3%	3%	-2%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
40,000	11%	6%	6%	6%	1%	-3%	-3%	-3%	-3%	-6%	-7%	-7%
50,000	13%	8%	8%	3%	0%	0%	0%	-4%	-5%	-5%	-9%	-9%
60,000	14%	10%	8%	1%	1%	0%	-3%	-3%	-7%	-7%	-7%	-7%
70,000	16%	12%	6%	3%	2%	-1%	-3%	-6%	-6%	-6%	-8%	-10%
80,000	17%	14%	5%	5%	1%	-1%	-4%	-4%	-4%	-8%	-9%	-9%
90,000	18%	13%	6%	4%	1%	-3%	-3%	-3%	-8%	-8%	-8%	-11%
100,000	20%	13%	8%	4%	1%	-1%	-1%	-5%	-6%	-6%	-12%	-15%

- 我们沿用2018年11月20日发布的A股投资策略报告《静待花开——2019年A股投资策略》的盈利预测方法，但对于输入变量进行3方面的调整：
- 1. 管理层平抑周期品价格的成效显著，2019年PPI回落可能主要受油价影响
 - 剔除油价影响后，GDP + PPI与非金融石油石化营收增速的相关系数略有提升
- 2. 中美摩擦预期缓和，中性假设下美对华2000亿商品的关税将维持10%
- 3. 增值税减税2019-04-01落地，减税降费的影响需包含在盈利预测中

剔除油价影响后，GDP + PPI与非金融石油石化营收增速的相关系数略有提升

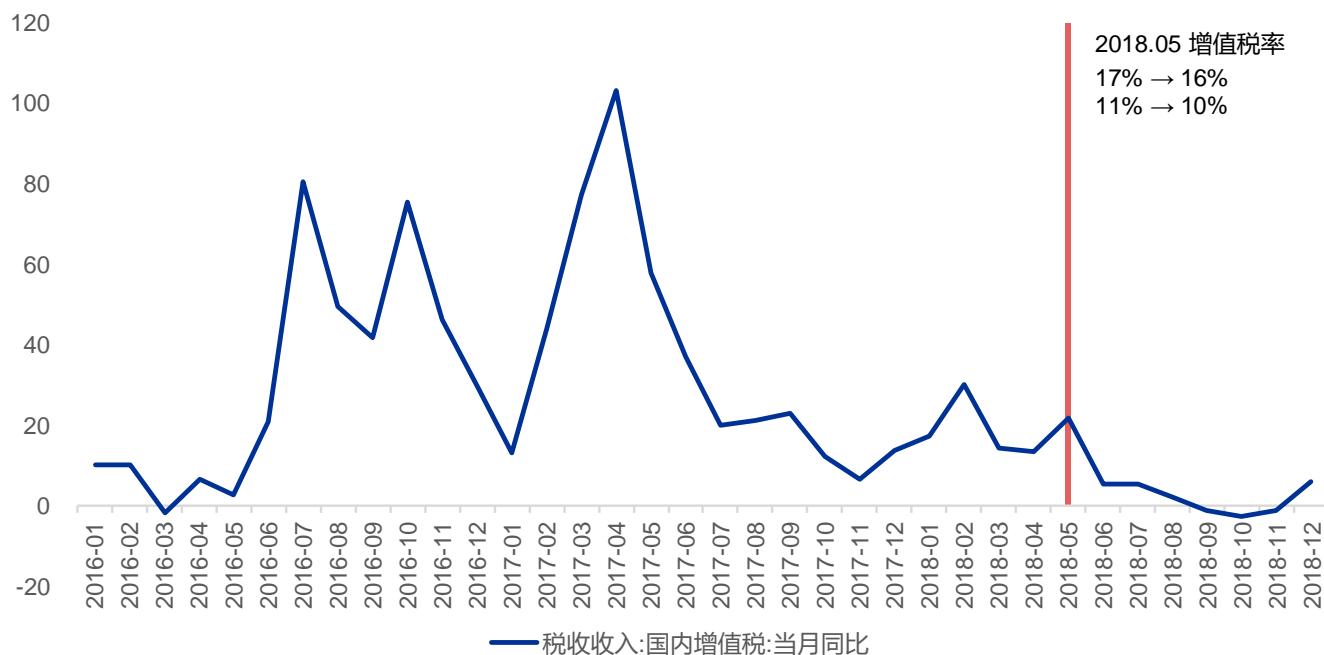


■ 2018年5月增值税率调降：17% → 16%、11% → 10%

- 税务总局披露：2018年5-10月增值税率调降共减税1794亿，其中原17%档实现净减税714.5亿元(即平均每月119.1亿元)，原11%档实现净减税1079.5亿元(即平均每月179.9亿元)

■ 预计2018年全年实现增值税减税2392亿元，实现了实质减税让利

2018年5月增值税减税后，相关税收收入增速显著回落



- **进一步增值税率调降2019年4月实施：16% → 13%、10% → 9%**
- **预计2019年额外实现增值税减税4834.5亿元**
 - 16% → 13%实现减税3215.25亿元 = 714.5亿元 x (3%/1%) x (9月/6月)
 - 10% → 9%实现减税1619.25亿元 = 1079.5亿元 x (1%/1%) x (9月/6月)
- **对企业盈利的影响**
 - 口径1：总量层面，减税规模占GDP收入法营业盈余（相当于毛利）的比例为2.23%
 - 口径2：上市公司层面，增值税率下调在最乐观的情形下（使用教育费附加/3%--消费税倒算，假设进项和销项税率相等、企业完全受益，考虑所得税），有望增厚非金融石油石化利润8%左右
- **但减税效果还要在企业 and 消费者之间做分配，大部分归消费者受益，最终盈利预测采用的假设是增厚归母净利润1%**
- **以上讨论仅从价格出发，量的提振作用主要包含在盈利预测的GDP假设当中，这里只讨论对利润的额外影响**

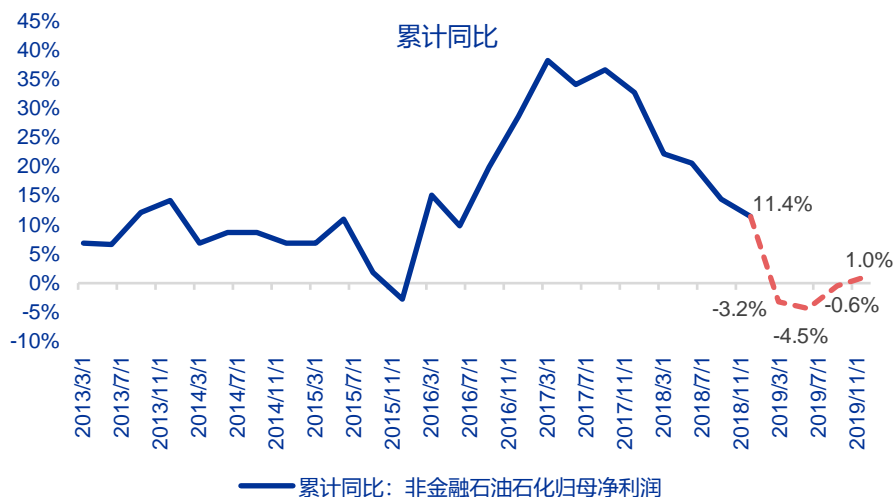
增值税率下调有望增厚非金融石油石化利润8%

板块	增值税实际缴纳额估算 (亿元)	少缴增值税规模*(1-所得税率)	净利润 (亿元)	少缴增值税规模*(1-所得税率)/净利润	
整体	A股	20,162	2,064	34,279	6.0%
	非金融石油石化A股	11,739	1,363	16,564	8.2%
减税效果在5%以上的申万一级行业	采掘	3,309	465	1,004	46.3%
	化工	3,355	472	1,438	32.8%
	机械设备	535	75	552	13.6%
	汽车	983	138	1,177	11.7%
	钢铁	604	85	736	11.5%
	国防军工	61	9	75	11.5%
	有色金属	332	47	431	10.8%
	电气设备	373	52	488	10.7%
	纺织服装	154	22	202	10.7%
	家用电器	522	73	704	10.4%
	商业贸易	270	38	379	10.0%
	医药生物	766	108	1,102	9.8%
	轻工制造	224	32	333	9.5%
	建筑材料	228	32	346	9.3%
	食品饮料	518	73	800	9.1%
	通信	202	14	159	8.7%
	计算机	225	32	374	8.5%
	公用事业	827	56	848	6.7%
	电子	341	48	856	5.6%
	建筑装饰	1,061	72	1,408	5.1%

2019年非金融石油石化盈利增速为1.03%

- 2019年非金融石油石化的归母净利润增速预测为1.03%
- 节奏上依然是前低后高，二季度报是单季盈利增速的低点，增速-5.6%

2019年非金融石油石化归母净利润增速预测为1.03%



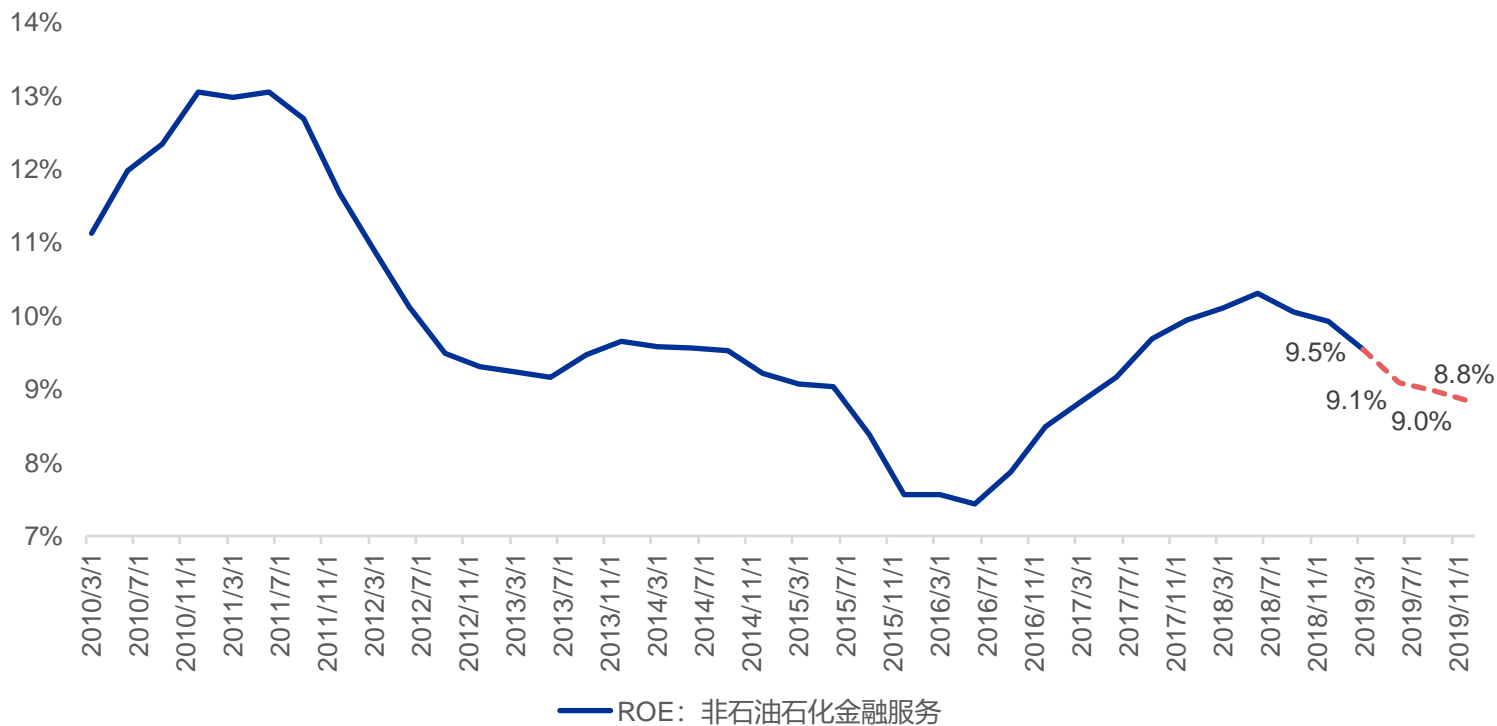
二季度报是盈利增速的低点，单季-5.6%



2019年非金融石油石化的ROE可能逐季回落

- 中性假设下，2019年非金融石油石化的ROE可能逐季回落，我们可能无法在2019年看到ROE的向上拐点
- 我们认为，基本面趋势的回落依然是2019年A股市场重要的压制因素，在传统周期视角下，2019年可能依然不是一个好年份

2019年ROE逐季下行仍是大概率事件

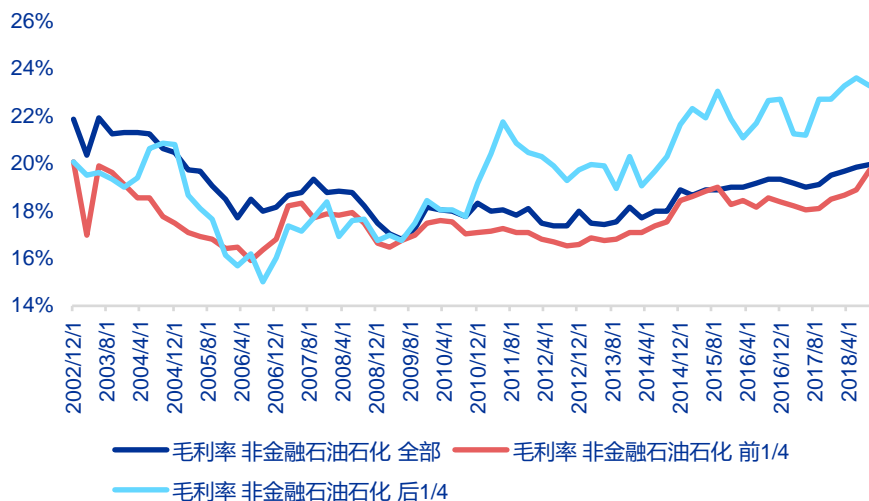


主要内容

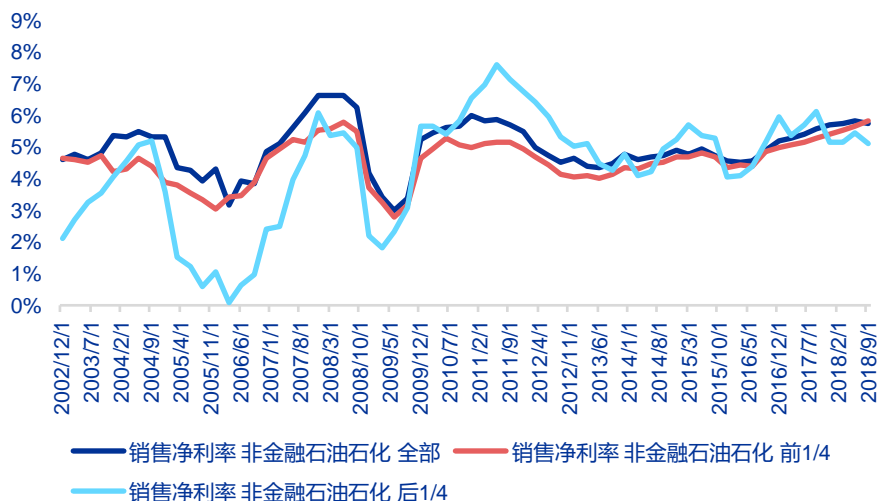
1. 完美春季躁动，浮华褪去应有时
2. 牛熊之辩，仍是“衰退期投资”
3. 安之若素，扶植小微排除长期风险
4. 布局“小企业重获长大机会”

- 前文已经讨论了，扶植小微民企短期会影响社融改善向投资消费端的传导
- 必须承认，扶植小微民企有利于中国中长期风险的排除，符合市场偏好
- 继续基于上市公司样本论证扶植小微民企的政策逻辑，我们注意到：
 - 2010年以来，前1/4企业的毛利率是明显低于后1/4，小微民企在市场化方面占优
 - 但2018年以来前1/4企业的销售净利率却开始高于后1/4

非金融石油石化前1/4企业的毛利率明显低于后1/4



...但前1/4企业的销售净利率却高于后1/4

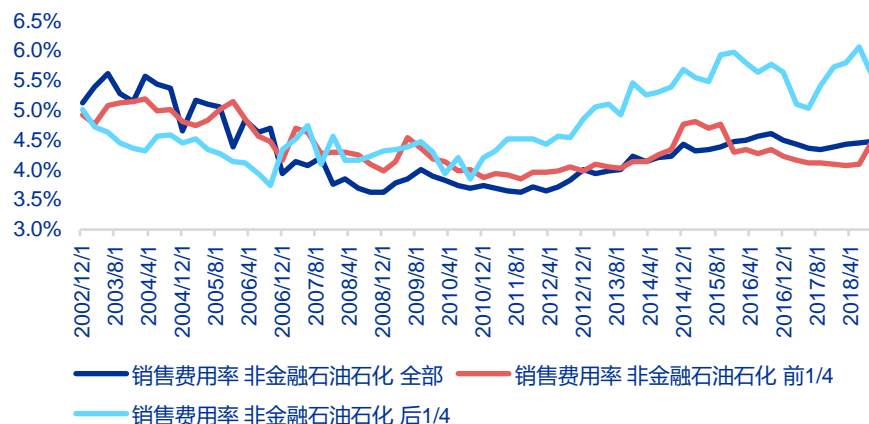


金融去杠杆加剧了小微民企面临的“机会不平等”

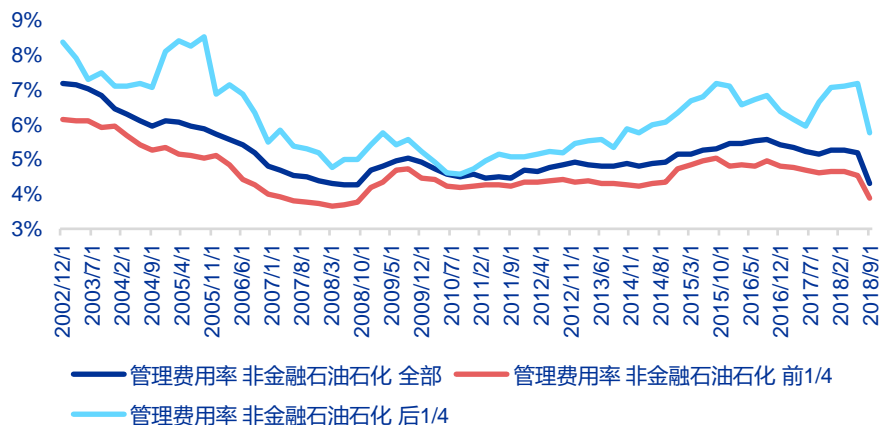
■ 2010年以来，后1/4公司的三项费用率均持续高于前1/4企业，两类企业体现出不同的盈利模式

- 销售费用率、管理费用率高：维持高毛利的必要消耗，规模效应，市场化行为的正常结果
- 财务费用率高：小企业融资成本更高是正常的，关键是趋势。2018年财务费用率逆势反弹，反映了金融去杠杆的影响

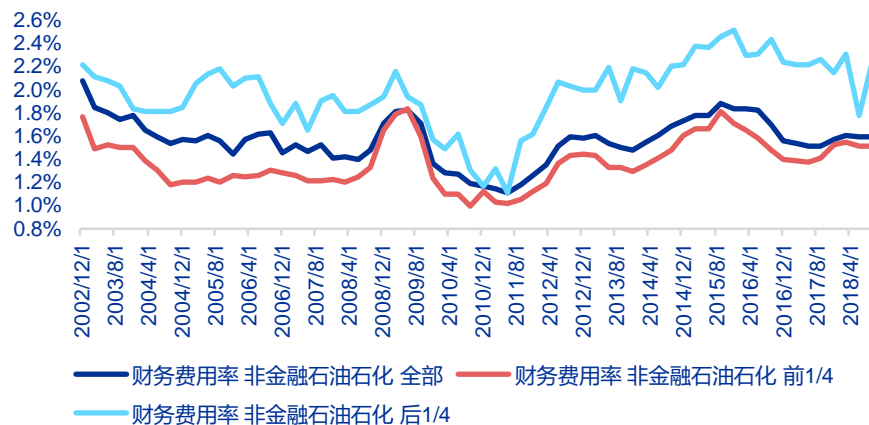
销售费用率：后1/4 > 前1/4，后1/4下行，前1/4上行



管理费用率：后1/4 > 前1/4，且均下行



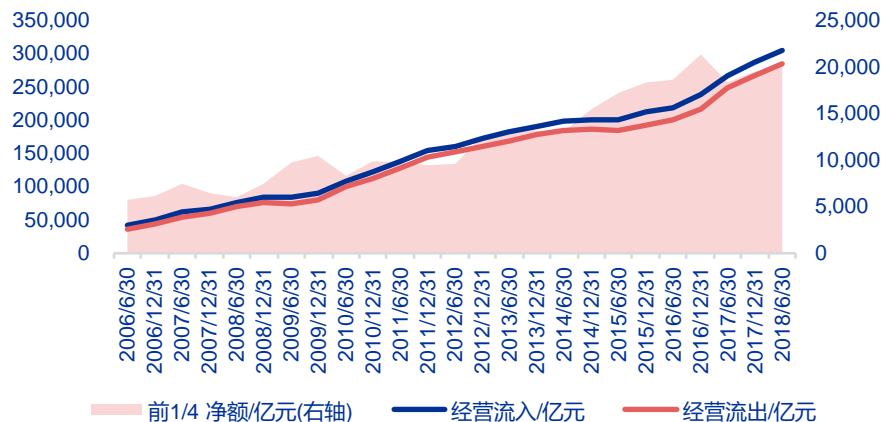
财务费用率：后1/4 > 前1/4，后1/4上行，前1/4走平



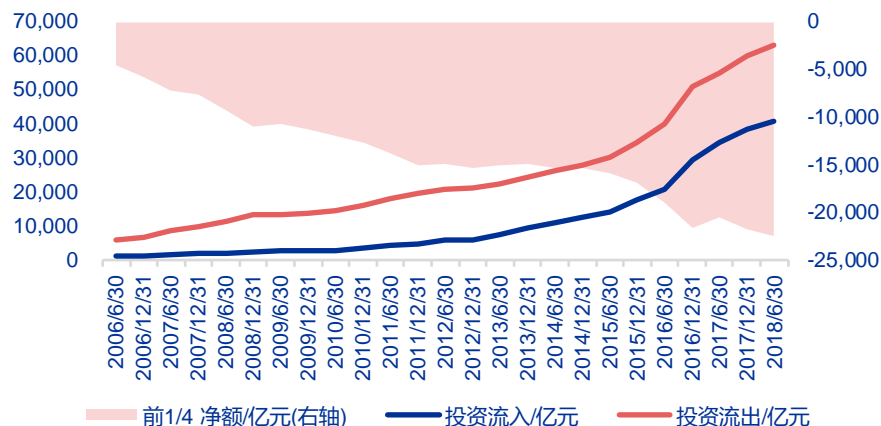
■ 前1/4现金流量表保持健康状态

- 经营现金流增速放缓，但维持净流入
- 投资现金流净流出继续扩张
- 筹资现金流净流入维持高位，金融去杠杆影响下，龙头企业基本维持了原有的融资能力

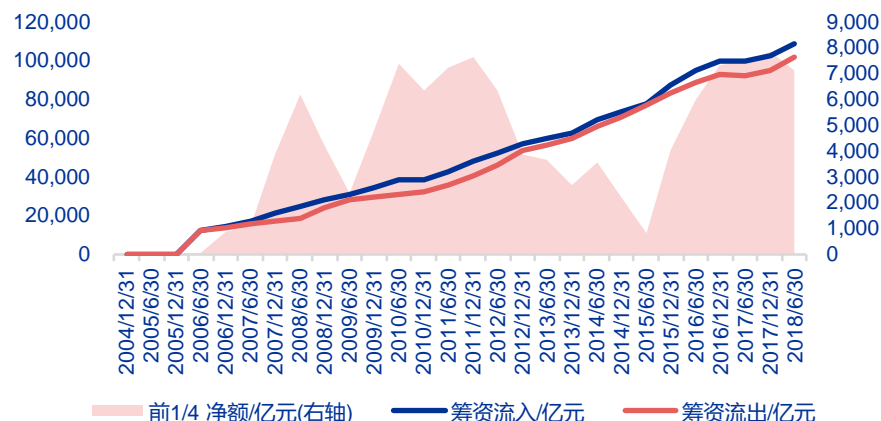
前1/4企业经营现金流净额维持扩张



前1/4企业投资现金流净流出维持扩张



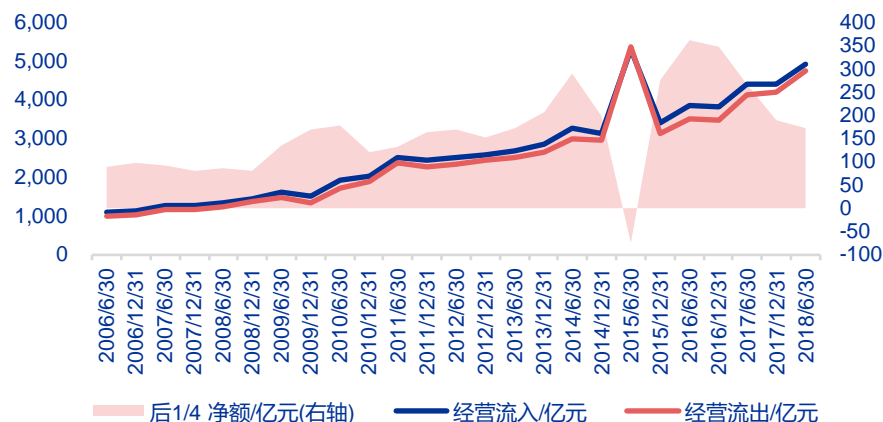
前1/4企业筹资性现金流净流入维持高位



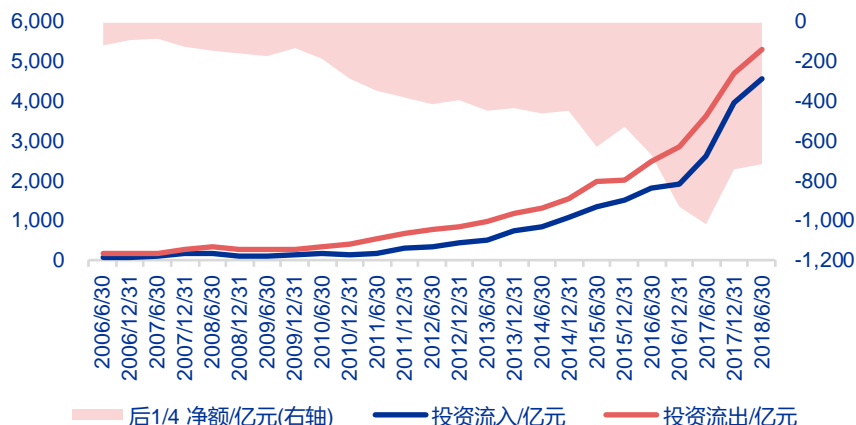
■ 后1/4企业现金流量表明显恶化

- 经营现金流净流入明显收缩
- 投资现金流净流出明显放缓，经营和筹资状况的恶化影响了企业投资能力
- 筹资现金流净流入明显放缓，小市值的上市公司的筹资能力也收到了金融去杠杆的明显影响，非上市的小微民企受到的影响可能更大

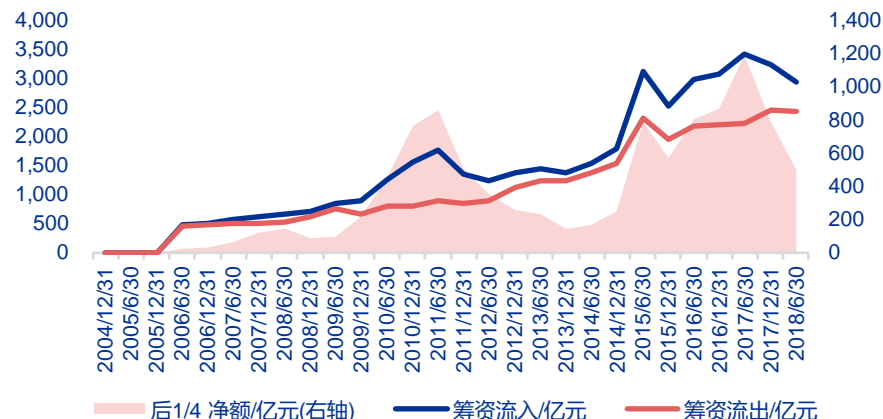
后1/4企业经营性现金流净流入收缩



后1/4企业投资性现金流净流出收缩



后1/4企业筹资性现金流净流入收缩

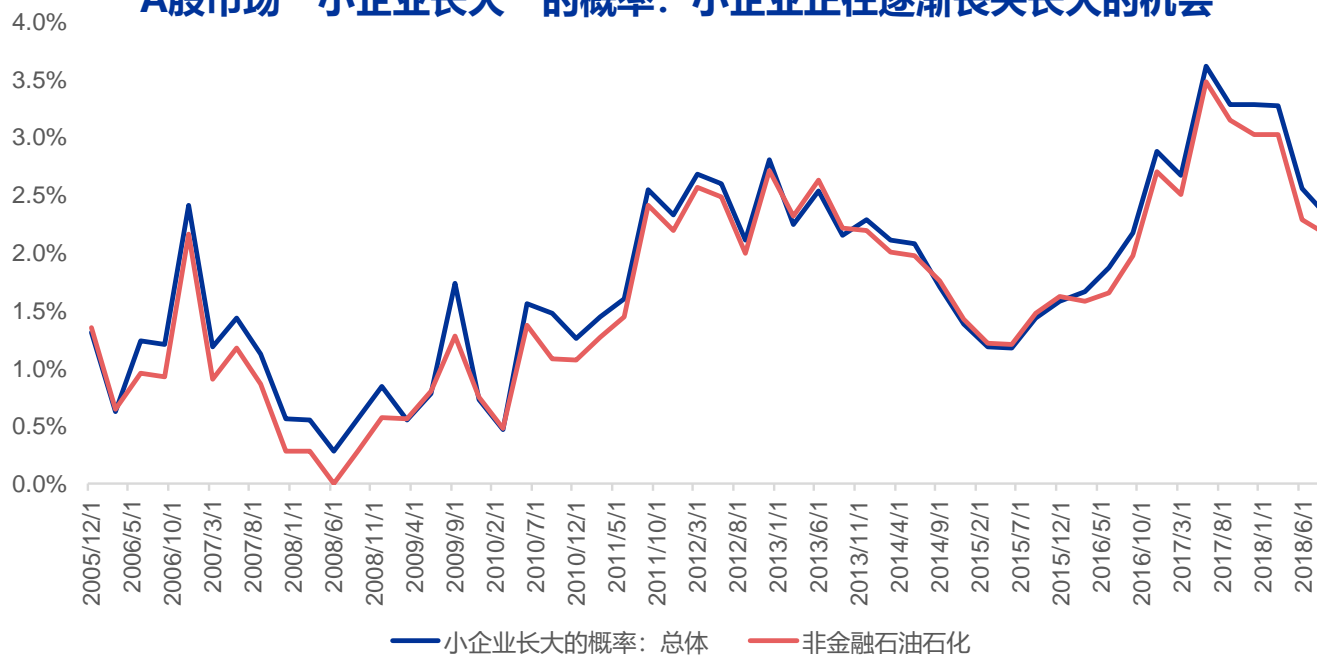


■ 扶植小微民企的意义：排除了中国经济当前最急迫的风险

- 2016年供给侧改革，排除了传统周期行业的过剩产能风险，国企和大型企业受益
- 2019年扶植小微民企，稳定民企小微经营存续，稳定企业家预期，稳定就业

■ 2019年最大的基本面趋势：小企业长大的概率回升

A股市场“小企业长大”的概率：小企业正在逐渐丧失长大的机会

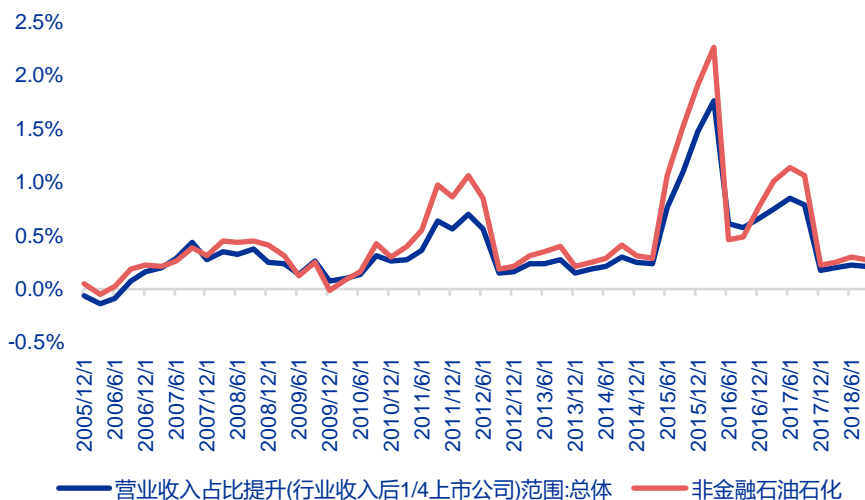


资料来源：Wind，申万宏源研究。注：小企业长大概率是当年收入前1/4的公司当中3年前收入处于后1/4的公司数量占比

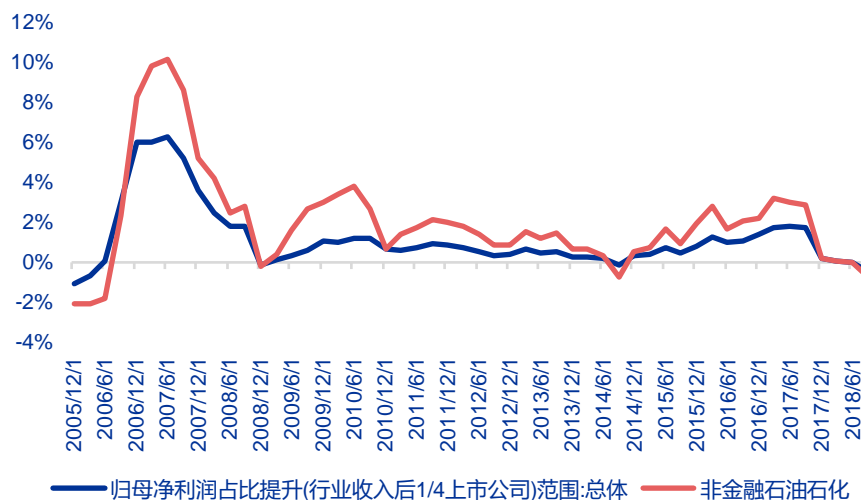
■ 尽管各行业小企业的经营状况存在明显差异，我们很难立马看到小企业全面改善的景象，但2019年小企业长大的概率(相对于2017-18年)肯定是明显增加的!

- 2015年是非金融石油石化后1/4企业收入占比提升的高峰，但2018年小企业收入占比提升(同样衡量小企业长大的机会)的幅度已回落至历史低值，后1/4企业利润占比的统计类似
- 我们预期2019年类似这种的度量小企业长大概率的指标可能触底反弹

后1/4收入占比提升的高峰在15年，18年回落至低谷

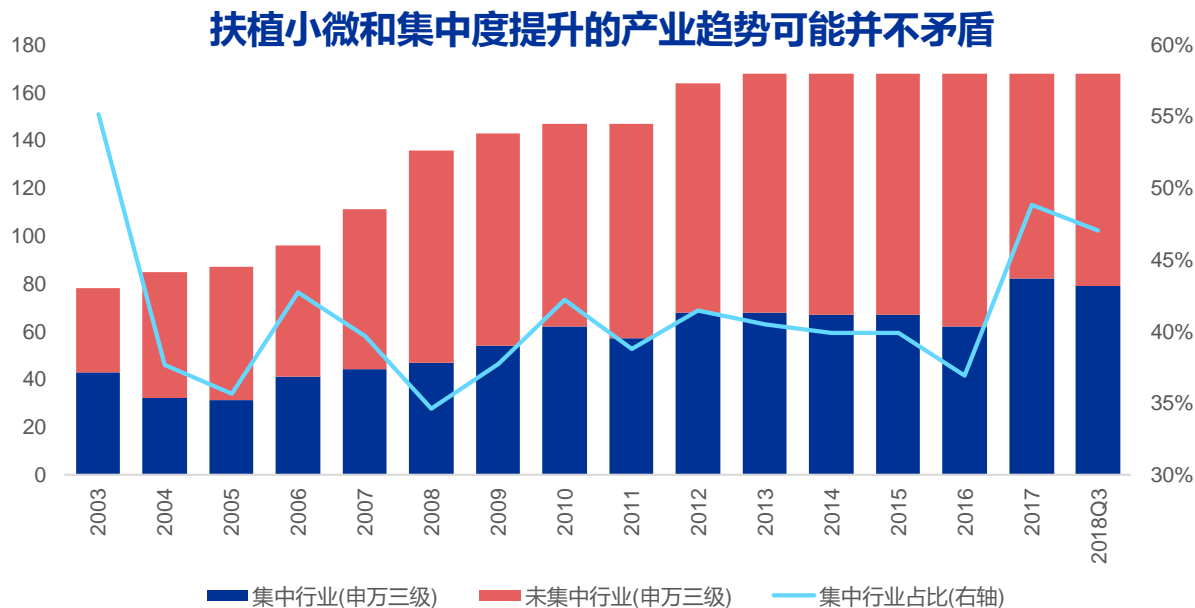


后1/4利润占比提升幅度18年回落至历史低值



扶植小微和行业集中度提升的趋势矛盾吗？

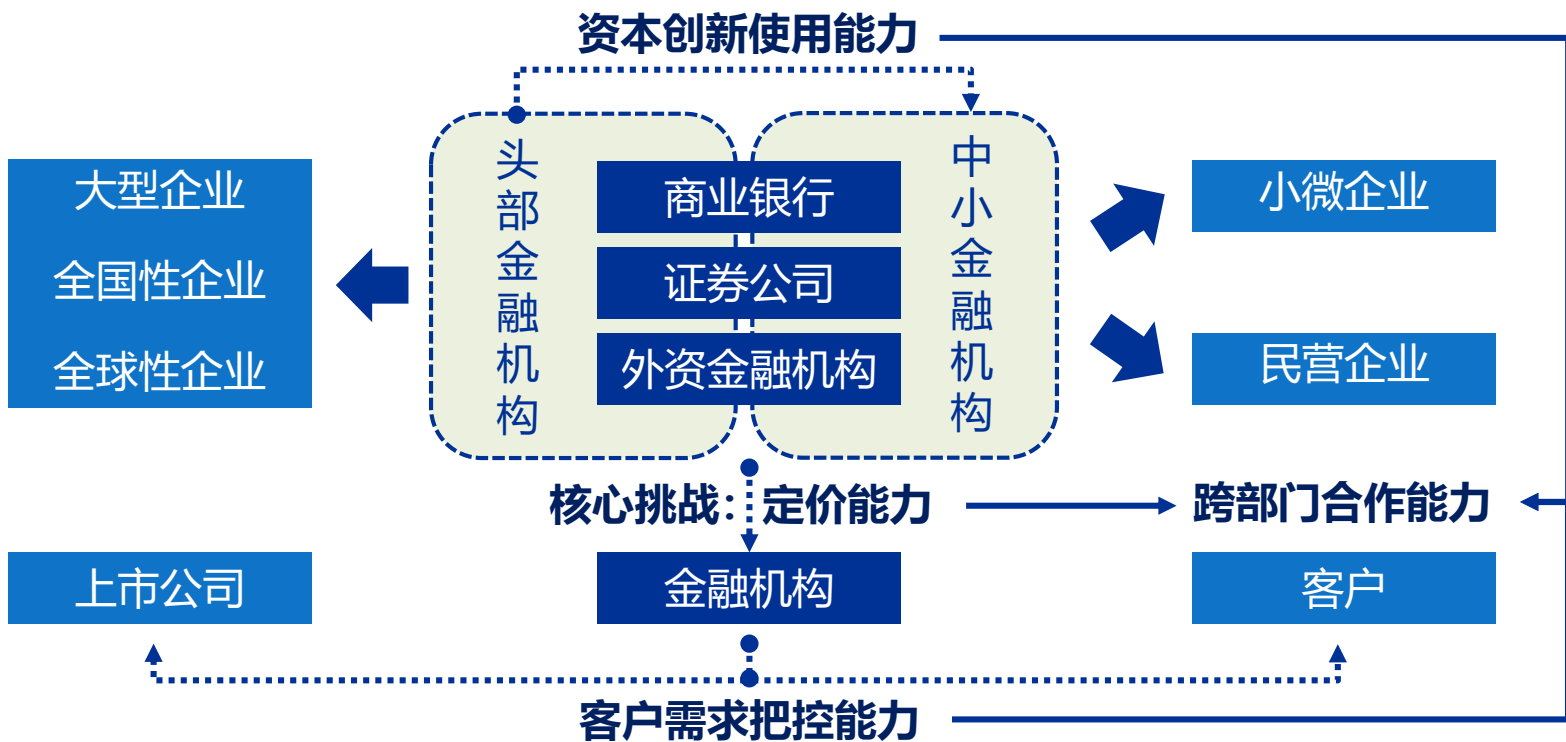
- 行业集中度提升是公认的基本面趋势，扶植小微民企与此矛盾吗？
- 行业集中度提升的两条路径，平稳的，才是健康的
 - 民企小微以破产的方式快速退出，这个过程中居民和国家财富是受损的
 - 民企小微经营稳定，平稳有序退出，或者被大企业并购整合退出，平稳、健康！
- 在全球经济重回复苏周期的时候，中国经济可能更加健康，这也许就是“功成不必在我”的真正含义



兜底风险偏好：金融供给侧改革

- 我们充分肯定金融供给侧改革对于鼓励金融创新，加速金融体系优化重构的积极意义。但我们也必须要提示“国家牛”是一个危险的概念
- 金融是国家的核心竞争力，更要有保有压，建立资本市场健康发展长效机制

金融供给侧改革：未来金融机构将呈现哑铃型分布，头部金融机构、中小金融机构各司其职



科创板可能成为5-7月稳定总体风险偏好的因素

- 科创板是A股市场的试验田，能够引领资本市场更好吸引中国最优质的科技公司，并带动资本市场其他板块改革
- 各类投资者密切关注科创板，正式挂牌后出现阶段性高估值仍是大概率，届时存量的成长股可能还有一个受益于“比价效应”阶段

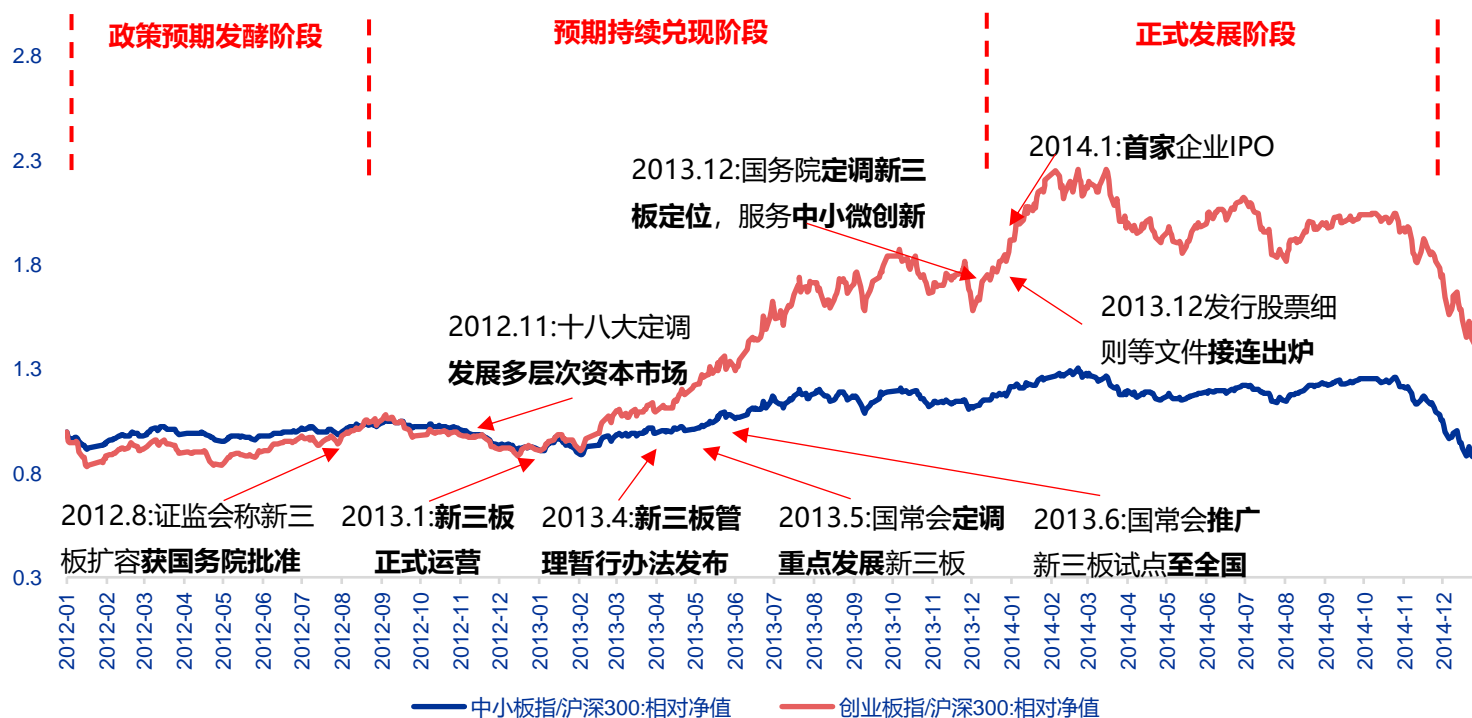
2009年创业板启动：有资金分流的担忧，但没有实际的资金分流



“资金分流效应”只是担忧，“比价效应”真实存在

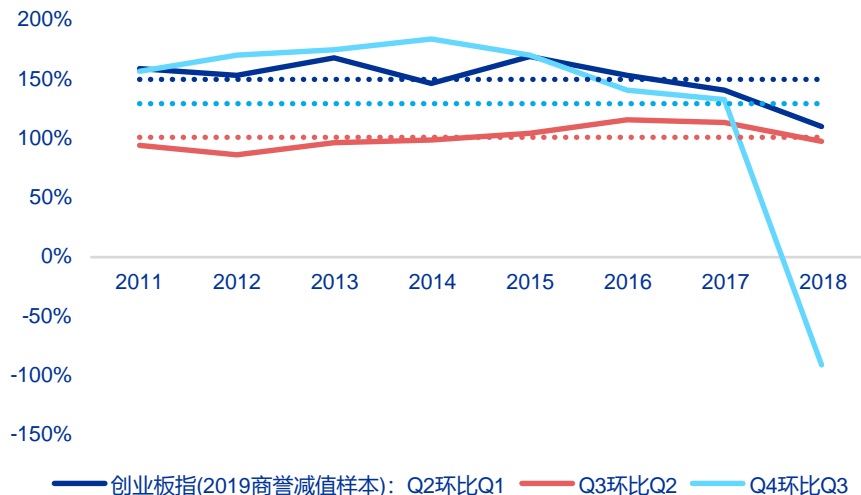
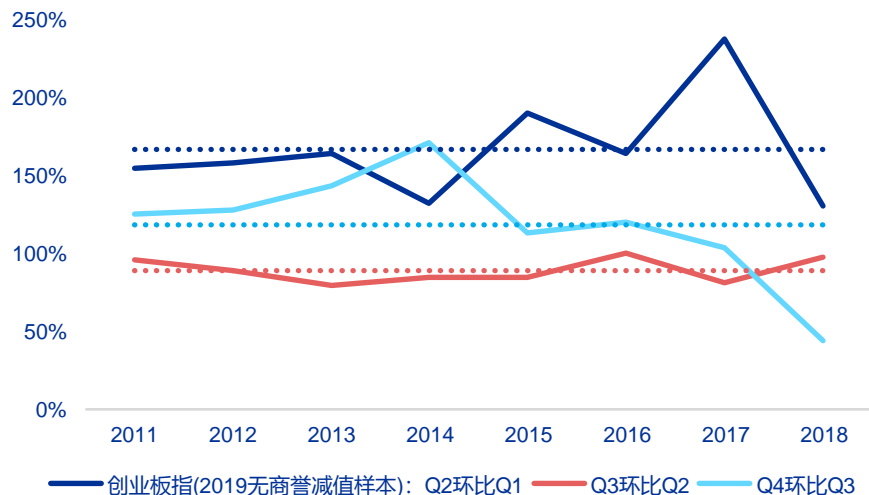
- 创业板启动的历史经验：2009年3月发布管理办法，4-7月中小板跑输沪深300，创业板实际落地的9-10月中小板持续跑赢
- 新三板2013年1月正式运营，正处于中小创业绩牛的起点，资本市场改革与新经济基本面趋势形成可能本身就是相互促进的

新三板推出的时间点，基本上是中小创3年业绩牛市的起点



- **成长-价值风格：相对业绩趋势是决定风格方向，宏观流动性环境是强化趋势的因素**
- **2019年成长-价值相对业绩趋势占优的条件较宽松**
 - 2019年非金融石油石化归母净利润增速大概率回落
 - 2018年创业板Q2环比Q1和Q4环比Q3的盈利增速大幅低于季节性，在扶植科技创新政策继续加码，扶植小微民企政策重启的背景下，创业板恢复性增长可期

2018年创业板指样本(无论是否集体减值)Q2环比Q1和Q4环比Q3明显低于历史平均季节性



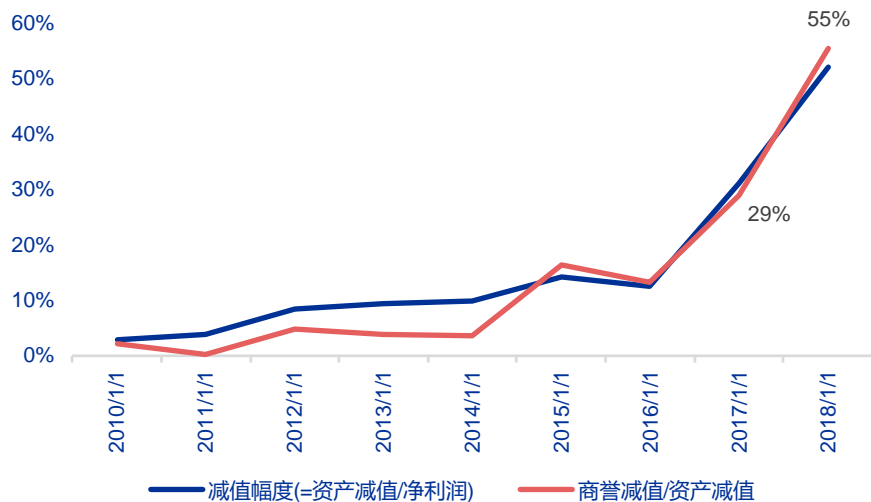
■ 2015-18年，创业板商誉减值规模逐年递增，2019年有望趋于平稳

- 2018年创业板商誉减值占总商誉的比例为11.2%，占资产减值的比例为55%
- 2019年业绩承诺到期规模与2018年接近，商誉减值规模有望趋于平稳

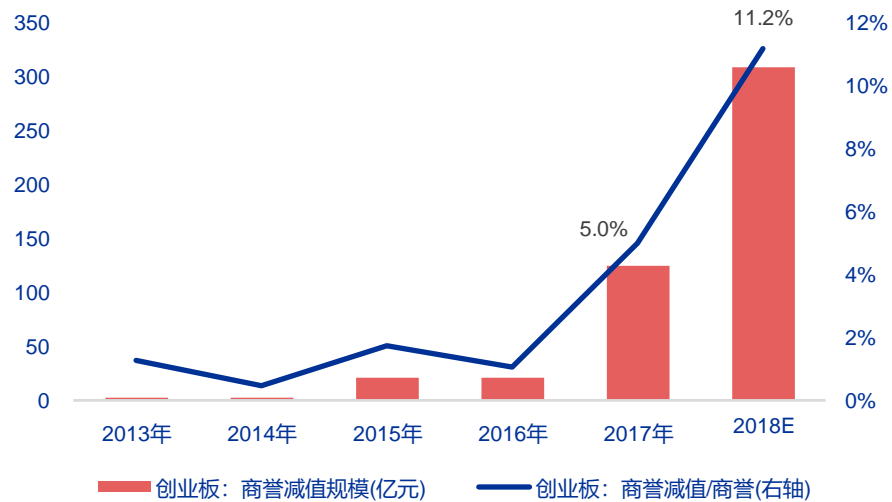
■ 2019年创业板指盈利预测基准假设

- (1) 2019Q1环比2019Q3、2019Q2环比Q1、Q3环比Q2、以及Q4(剔除商誉减值)环比Q3，均符合历史季节性均值；(2) 2018年创业板商誉减值占总商誉的比例为11%；(3) 商誉减值占资产减值的比例为50%

2018年商誉减值占资产减值的比例上升至55%



2018年创业板商誉减值占总商誉的比例上升至11.2%



创业板业绩预期感知：改善需要的条件并不强

- 2018年，创业板Q2环比Q1、Q4环比Q3的盈利增速均明显低于历史均值
- 因此在中性假设下，2019年创业板指（剔除温氏、乐视）的归母净利润累计同比增速将回升至66%且逐季改善(业绩增速大幅上行主要出现在Q4)，创业板业绩增速改善的条件并不强，这是我们对创业板业绩预期的一种感知
- 全年中小创业绩验证风险尚无法排除，但在非验证期，中小创大概率将反复有所表现

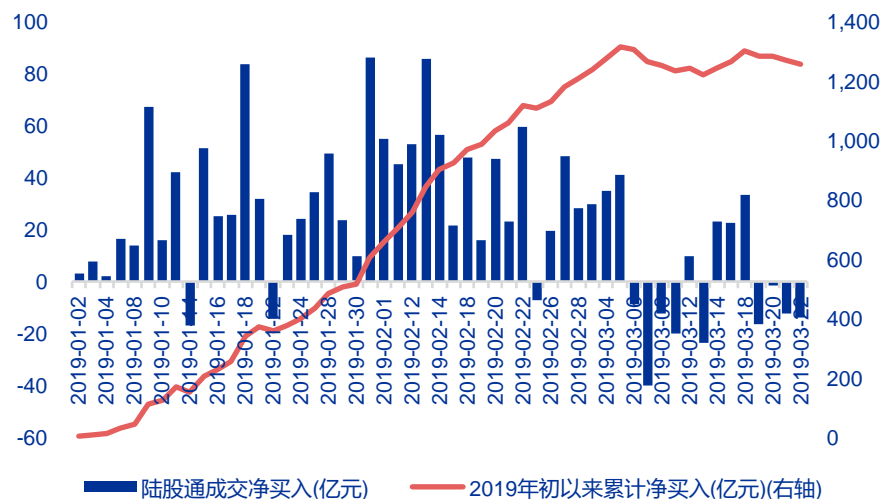
创业板（剔除温氏股份、乐视网）2019年净利润季度累计同比增速预测

不同情形	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E							2019年预测PE(商誉减值比例为20%)
				2019年商誉减值/商誉资产的比例, 情景假设							
				5%	10%	15%	20%	22%	25%	30%	
最差	-20.0%	-20.0%	-20.6%	-36%	-69%	-102%	-135%	-148%	-168%	-201%	-369
2012年	-20.0%	-14.4%	-13.5%	102%	69%	37%	4%	-9%	-29%	-62%	125
中值	-12.7%	-1.7%	2.8%	165%	132%	99%	66%	53%	33%	1%	78
最好	-3.6%	18.0%	31.4%	343%	310%	277%	244%	231%	212%	179%	38

资料来源：Wind，申万宏源研究

- 年初以来，陆股通累计净流入1262亿元，春季行情初期帮助筹码出清
- 2019年外资有望增加A股包括创业板和中盘股在内的配置，全年外资流入的总规模有望实现方星海副主席预估的6000亿
- 这意味着2019年外资流入金额有望创历史新高，这对于阶段性稳定总体风险偏好，化解悲观预期，出清悲观筹码有重要意义

年初以来截至3月22日，陆股通累计净流入1262亿元



全年外资流入金额有望创历史新高



2019年外资流入可能出现四个高峰

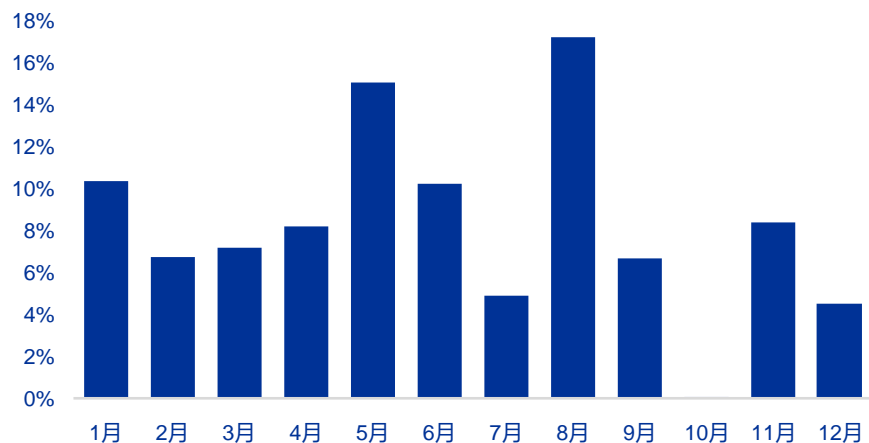
■ 2019年外资流入可能出现四个阶段性的高峰：1月、5月、8月、11月

- 1月：年底全球资产配置机构增配A股，1月直接体现为净买入
- 5月、8月、11月：预期被动资金流入，驱动主动资金(内外资共振)进行趋势交易

■ 外资的影响：主导二八现象

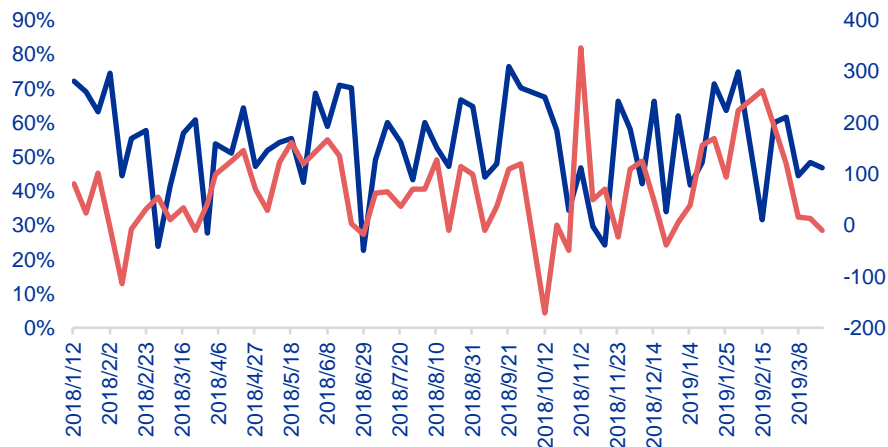
- 外资流入加速时，赚钱效应向传统核心资产集中，能够跑赢市场的股票数量减少

2015-18年外资流入高峰在每年的1月、5月和8月



■ 2015-2018 单月陆股通净流入占全年比例

外资的影响：主导二八现象



— 股票数占比：弱于万得全A — 当周净买入成交金额：陆股通(右,亿元)

外资聚焦核心资产(强假设): 全球龙头比较

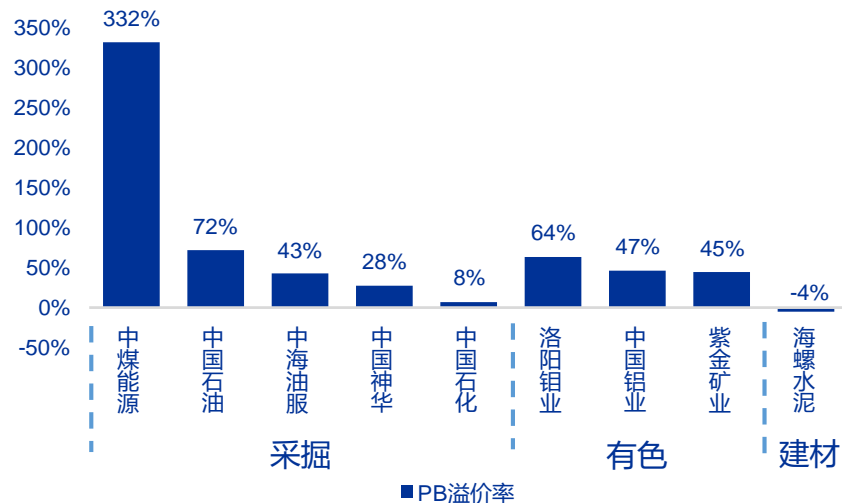
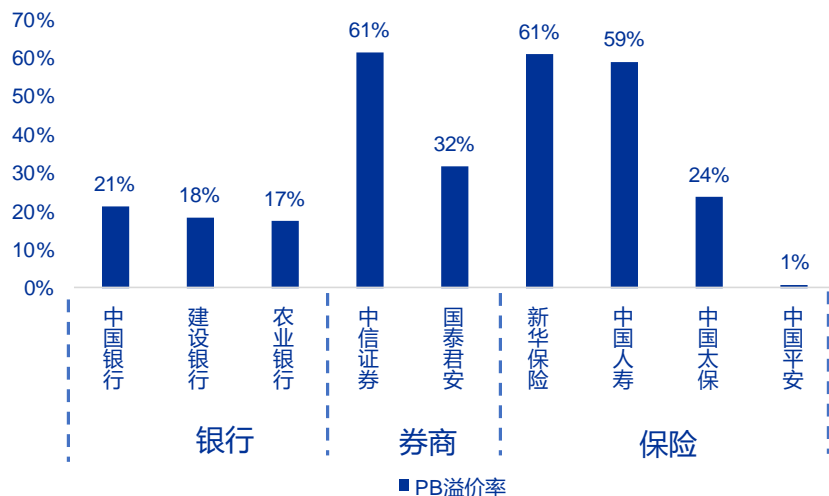
少数A股龙头是全球范围的优质资产，盈利能力更强，估值更低

行业	国内				海外			
	PE	PEG	PB	ROE(%)	PE	PEG	PB	ROE(%)
家电	13.15	0.86	3.63	32.41	15.75	1.01	3.18	8.73
酒类	28.38	1.09	6.96	25.88	26.44	2.86	5.22	27.14
食品/调味品	52.07	2.45	17.12	35.35	26.10	2.50	3.53	8.37
乳制品	26.91	3.20	6.20	24.29	31.67	2.18	4.31	14.05
汽车	9.31	1.23	1.48	17.56	17.13	3.98	1.29	11.44
家具	27.03	1.80	5.60	24.58	18.21	-2.30	2.85	16.63
休闲娱乐	10.47	0.27	2.66	29.04	17.08	0.94	2.28	11.10
通信	52.61	0.12	1.53	2.96	14.23	1.03	1.59	11.74
工程机械	19.11	0.21	2.38	13.17	11.48	0.13	3.46	28.79
物流	26.07	2.76	4.94	23.52	12.79	0.73	16.76	133.00
商贸零售	38.66	5.51	2.73	6.40	24.98	4.94	4.28	9.99
啤酒	37.60	2.36	3.01	8.21	30.29	2.51	2.77	9.44
休闲服装	17.61	1.31	3.27	21.90	21.50	0.36	4.15	22.84
房地产	10.28	0.45	1.92	20.26	8.34	0.27	2.29	32.76
创新药	80.07	93.24	11.24	16.38	17.63	0.23	7.37	32.55
仿制药	48.74	2.29	4.05	8.46	15.59	0.13	1.16	-7.05
航空	27.70	0.79	1.56	5.66	10.93	0.60	1.47	14.24
银行	6.66	1.15	0.91	14.20	8.08	3.01	0.92	12.16
证券	25.86	18.67	1.74	6.84	12.79	-0.07	1.12	9.72
保险	22.89	1.88	2.53	14.37	22.24	2.52	2.13	12.01
铁路	16.72	1.07	1.07	8.95	20.43	-1.70	5.14	25.29
电子	29.51	-0.01	3.75	13.04	15.95	-5.86	8.64	22.23

外资聚焦核心资产(弱假设): 寻找中国代表资产

- 外资配置中国, 可以在A股、港股、台股和美股中概股等市场中做选择
- 在A股聚焦核心资产(特别是消费), 是因为A股的消费股最具代表性
- 外资在港股买金融, 买周期; 在港股和美股中概股买互联网; 而硬件类成长股的配置重点在台股, 并逐步向A股迁移

在港股买金融和周期, 是因为相对资产在港股的估值明显低于A股



■ 相较A股，香港周期股对基本面改善的反映更充分，这意味着关注周期的投资者在港股更容易获得收益

- 港股投资者能够中性地对待周期方向和成长消费方向的投资机会；而A股投资者追逐成长性的偏好更加极致

■ 2016年以来供给侧改革的市场表现为例，港股周期股跑赢A股周期股近40%

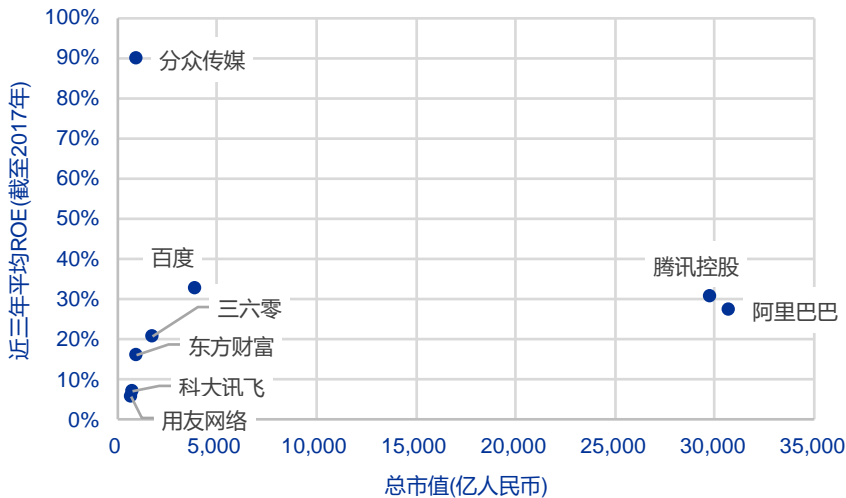


资料来源：Wind，申万宏源研究。注：周期指数采用Wind分类下A股和港股的能源和材料指数

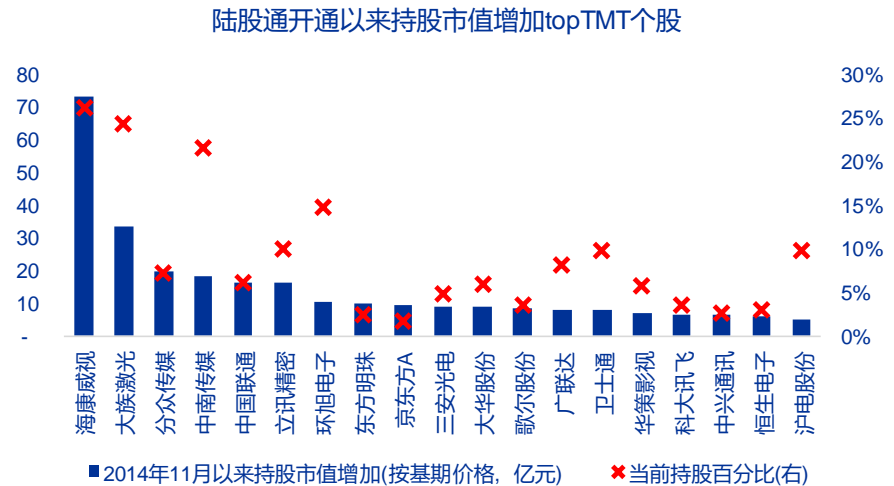
A股互联网代表性不足，硬件正逐步替代台股

- **A股互联网龙头在外资视野内偏向小市值因子，代表性不足**
- **A股硬件企业替代台股公司在全球产业链中地位，已逐步形成趋势，外资pair trade多A股空台股，使得硬件企业是A股核心资产的重要组成部分**
 - 在大中华区有代表性的成长股龙头是完全可能受到外资关注的，目前这类公司集中在硬件和影视娱乐领域
- **两个推论：(1) 在对A股实现“标配”之前，外资仍将趋势性增配A股消费股；(2) A股纳入系数提升将改善中国资产的风险收益比，A股流入港股未必流出**

A股互联网公司在外资视野内偏向小市值因子

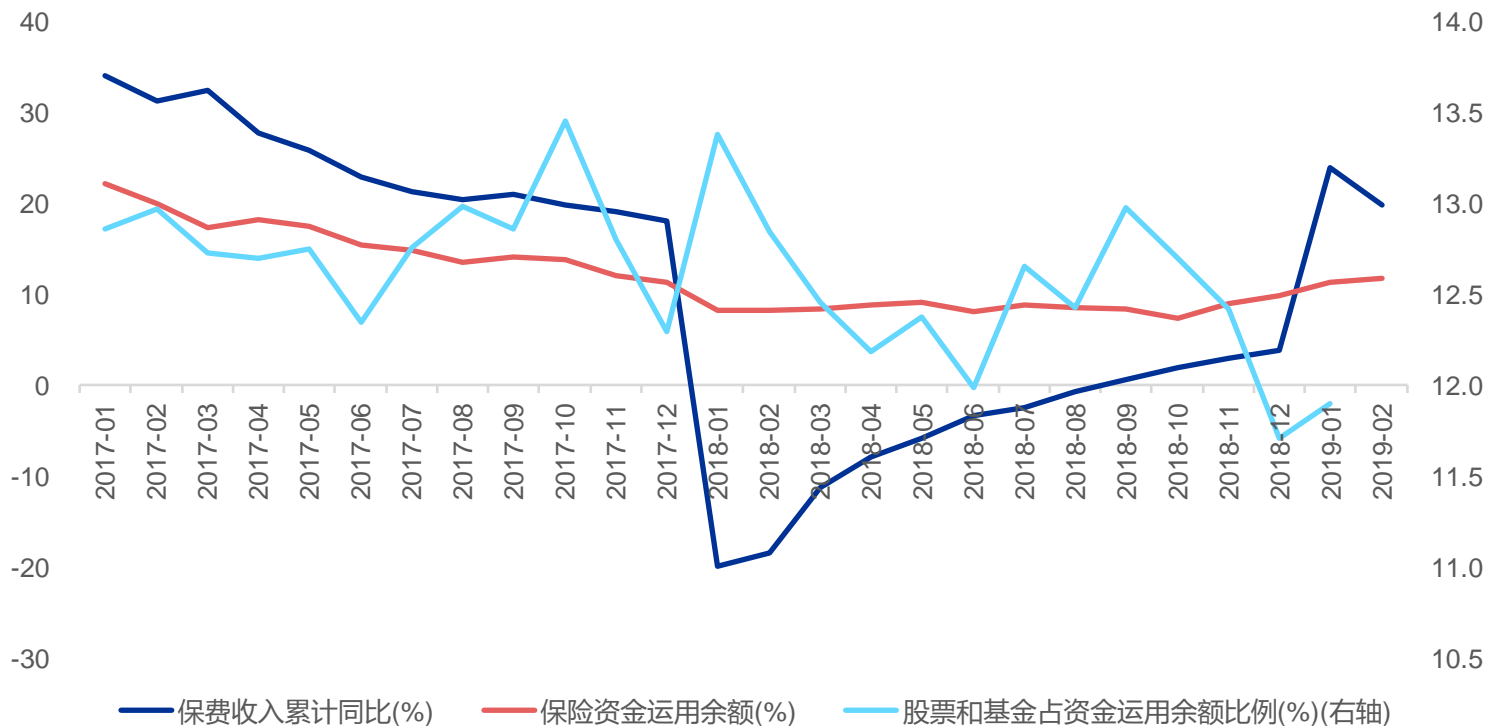


A股在大中华区有代表性的龙头集中在硬件和影视娱乐



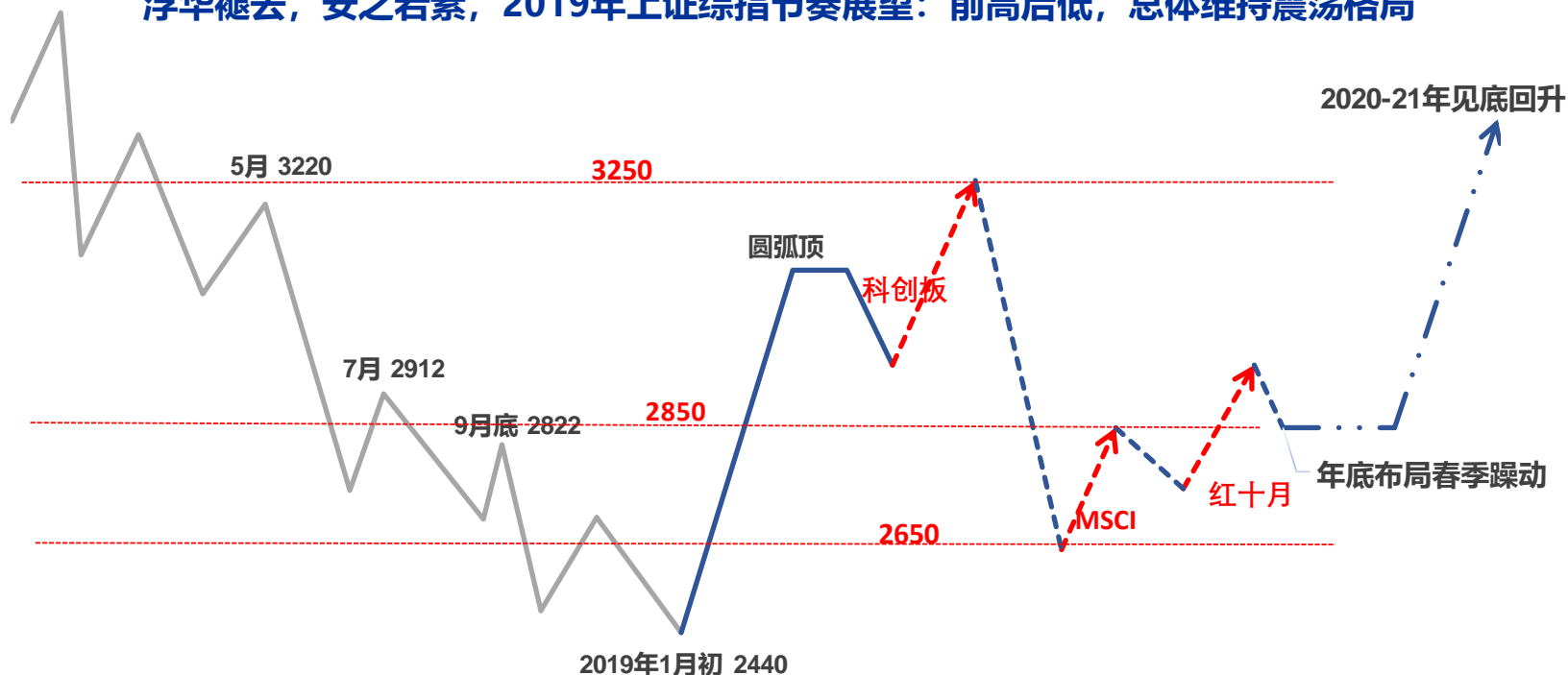
- 1-2月保费收入同比19.9%，三个可能的原因：(1) 无风险利率下行，保险产品收益率吸引力提升；(2) 保险产品有消费属性，会受益于“收益前置”；(3) 2018年低基数，2019年恢复性增长
- 上半年，保费增速仍有望维持高位 + 权益配置修复，或A股支撑风险偏好

1-2月保费恢复性增长，股票和基金仓位仍处于相对低位



- 2019年A股节奏判断的要点：(1) 4月“衰退期投资”再确认，市场回调，修复性价比；(2) 科创板落地在即，5-7月“比价效应”或显现，风险偏好回升；(3) 5月增值税减税效果验证，起初消费“价跌量升”，但持续性存疑；(4) 5月、8月和11月是外资加速流入的时间窗口，传统核心资产将获得支撑；(5) 10月新中国成立70周年 + “红十月”日历效应

浮华褪去，安之若素，2019年上证综指节奏展望：前高后低，总体维持震荡格局



下行风险：美股回落，新兴市场独善其身？

- 美联储降息前：美债收益率先回落，美股大概率保持强势
- 美债：预期衰退 + 预期宽松；美股：预期衰退但未实际衰退 + 预期宽松

美联储降息前：美债收益率大概率先回落，美股则通常保持强势

降息日		1995/7/6					1998/9/29					2001/1/3					2007/9/28				
前一年分季度变化		Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计
股价变化	MSCI发达	2%	-1%	4%	4%	9%	-5%	18%	1%	-10%	1%	1%	-4%	-5%	-6%	-4%	8%	2%	6%	2%	19%
	标普500	4%	-1%	9%	9%	22%	-1%	17%	3%	-8%	11%	2%	-3%	-1%	-8%	-10%	6%	0%	6%	2%	14%
	欧洲600	1%	1%	-3%	5%	4%	-2%	25%	4%	-19%	3%	4%	-4%	0%	-5%	-5%	7%	2%	5%	-4%	11%
	MSCI德国					0%	1%	23%	14%	-20%	13%	10%	-12%	-2%	-5%	-1%	10%	6%	12%	-2%	28%
	日经225	-5%	1%	-18%	-10%	-9%	-18%	13%	-9%	-10%	-24%	7%	-14%	-10%	-12%	-27%	7%	0%	5%	-7%	4%
	上证综指	73%	-18%	0%	-3%	38%	7%	3%	13%	-12%	10%	32%	7%	-1%	9%	32%	53%	19%	20%	45%	217%
新兴市场	20%	-15%	-13%	10%	2%	-20%	10%	-26%	-20%	-48%	2%	-11%	-13%	-14%	-32%	17%	2%	14%	14%	55%	
债券收益率变化/BP	美国10年期国债	28	22	-63	-99	-112	-34	-5	-23	-89	-151	-44	3	-23	-69	-132	7	-6	38	-44	-4
	日本10年期国债	36	-13	-89	-89	-156	-22	-2	-36	-69	-129	11	-2	9	-20	-129	1	-3	22	-19	1
	德国10年期国债	53	2	-43	-25	-13	-30	-34	-13	-79	-156	-14	0	1	-38	-51	24	11	52	-25	62
	中国10年期国债																2	41	102	-6	139
大宗商品	GSCI综合指数	-5%	5%	-1%	-3%	3%	-12%	-4%	-9%	-2%	-25%	6%	14%	1%	4%	27%	1%	8%	4%	12%	28%
	GSCI能源	-11%	3%	3%	-7%	-2%	-18%	-5%	-12%	5%	-28%	8%	24%	1%	4%	40%	-2%	11%	5%	12%	28%
	GSCI贵金属	2%	-4%	3%	-2%	1%	-6%	3%	-5%	0%	-8%	-2%	4%	-4%	-1%	-3%	6%	5%	-3%	15%	24%
	GSCI工业金属	4%	23%	-6%	0%	21%	-13%	-2%	-9%	1%	-22%	-5%	0%	4%	-6%	-7%	1%	5%	1%	-2%	6%
	GSCI农业	5%	6%	-3%	3%	1%	0%	-6%	-5%	-11%	-21%	7%	-3%	2%	6%	2%	20%	-6%	12%	27%	59%
	GSCI畜牧业	-3%	7%	-9%	4%	2%	-4%	-1%	-2%	-12%	-18%	10%	-4%	-4%	9%	0%	0%	9%	-5%	2%	7%
	黄金	2%	-3%	3%	-2%	1%	-10%	3%	-3%	0%	-10%	-3%	4%	-5%	-1%	-6%	6%	5%	-3%	15%	24%
	原油	-6%	-3%	8%	-9%	-1%	-13%	-8%	-16%	11%	-25%	5%	21%	-5%	-13%	5%	-3%	8%	7%	16%	30%
外汇	美元指数	-2%	1%	-8%	0%	9%	1%	2%	1%	-5%	-1%	4%	1%	6%	-3%	8%	-3%	-1%	-1%	-5%	-10%
	美元兑人民币	-1%	-1%	0%	-1%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-2%	-1%	-5%

美联储降息后：美国衰退，存在较强的外溢效应

- 美联储降息应对全球衰退(1995和1998年，美国黄金十年间)：短暂降息触发基本面迅速回暖，风险资产反弹，避险资产承压
- 美联储降息应对自身衰退(2001和2007年)：股票市场回落，债券市场牛市

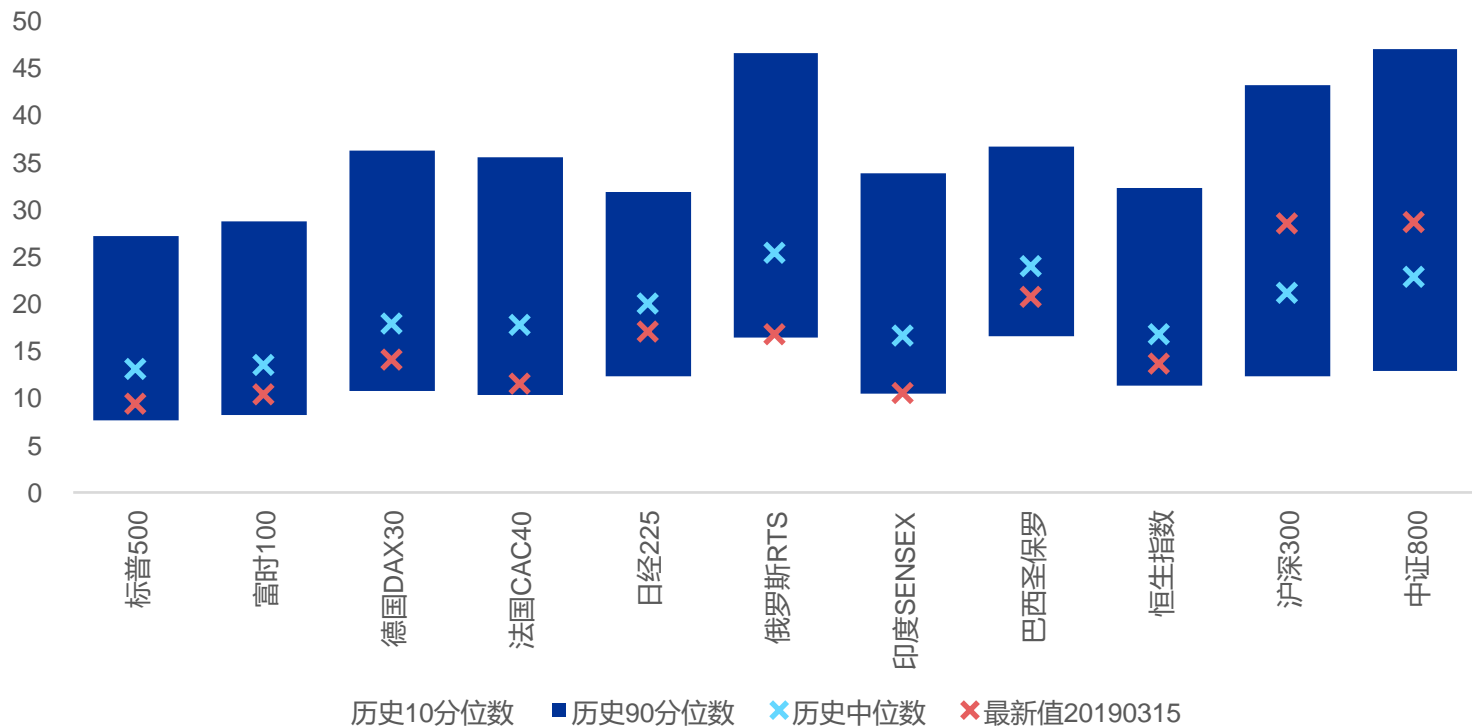
美联储降息后：1995年和1998年美股反弹，2001和2007年美股回落

降息日		1995/7/6					1998/9/29					2001/1/3					2007/9/28				
后一年分季度变化		Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计	Q1	Q2	Q3	Q4	累计
股价变化	MSCI发达	5%	4%	4%	2%	17%	17%	3%	4%	-1%	24%	-13%	2%	-15%	9%	-17%	-2%	-10%	-3%	-11%	-23%
	标普500	7%	5%	5%	4%	23%	17%	5%	3%	-3%	22%	-12%	6%	-15%	12%	-12%	-3%	-11%	-3%	-5%	-21%
	欧洲600	6%	5%	5%	3%	20%	16%	5%	6%	-1%	27%	-11%	2%	-19%	12%	-17%	-4%	-16%	-6%	-7%	-30%
	MSCI德国	4%	2%	8%	2%	18%	8%	-2%	11%	-3%	13%	-10%	3%	-27%	20%	-19%	2%	-18%	-4%	-7%	-26%
	日经225	23%	11%	8%	5%	55%	1%	16%	9%	-3%	23%	-6%	0%	-25%	8%	-24%	-9%	-16%	6%	-12%	-29%
	上证综指	15%	-23%	0%	45%	28%	-4%	-1%	37%	2%	33%	2%	5%	-20%	-7%	-21%	-5%	-32%	-23%	-17%	-59%
	新兴市场	-1%	-2%	6%	3%	6%	14%	10%	23%	-2%	51%	-6%	3%	-22%	25%	-6%	3%	-11%	-3%	-24%	-32%
债券收益率变化/BP	美国10年期国债	-2	-61	76	38	51	29	35	82	-24	121	-20	50	-82	53	0	-51	-63	52	-11	-73
	日本10年期国债	7	22	17	0	45	111	-13	-5	-6	88	-37	-8	22	-5	28	-18	-23	34	-15	-22
	德国10年期国债	-34	-57	41	7	44	-6	13	49	47	103	-15	40	-31	21	15	-2	-38	59	-36	-17
	中国10年期国债																5	-42	55	-83	-66
大宗商品	GSCI综合指数	4%	12%	2%	0%	18%	-15%	17%	5%	20%	26%	-14%	-5%	-10%	-5%	-30%	12%	12%	26%	-24%	20%
	GSCI能源	3%	22%	1%	3%	32%	-25%	34%	13%	34%	52%	-17%	-8%	-12%	-10%	-39%	17%	12%	33%	-26%	30%
	GSCI贵金属	0%	-1%	3%	-5%	-2%	-3%	-1%	-7%	4%	-7%	-6%	4%	5%	-4%	-2%	12%	12%	-1%	-7%	16%
	GSCI工业金属	-2%	-4%	-2%	-13%	-19%	-8%	4%	5%	13%	13%	-6%	-4%	-10%	3%	-16%	-13%	20%	-5%	-19%	-20%
	GSCI农业	8%	6%	3%	-4%	13%	0%	-3%	-6%	0%	-8%	-14%	2%	-4%	2%	-14%	7%	12%	13%	-22%	5%
	GSCI畜牧业	4%	1%	1%	1%	7%	-8%	22%	-4%	2%	10%	1%	1%	-13%	4%	-7%	-6%	1%	13%	-5%	2%
	黄金	0%	0%	3%	-4%	-1%	-3%	-2%	-7%	3%	-9%	-5%	5%	8%	-6%	1%	12%	11%	-1%	-5%	18%
	原油	1%	11%	10%	-3%	20%	-29%	44%	14%	35%	57%	-2%	0%	-11%	-13%	-24%	18%	10%	33%	-24%	31%
外汇	美元指数	3%	1%	2%	2%	8%	-2%	6%	2%	-3%	3%	7%	2%	-5%	3%	7%	-2%	-6%	1%	6%	-1%
	美元兑人民币	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-4%	-2%	0%	-9%

发达市场股市波动率放大尚不充分

- **A股波动率特征与全球其他市场不同：A股波动率和指数表现正相关；其他市场波动率和指数表现负相关**
- **现阶段A股波动率高于均值，其他市场波动率低于均值，指示风险释放尚不充分**

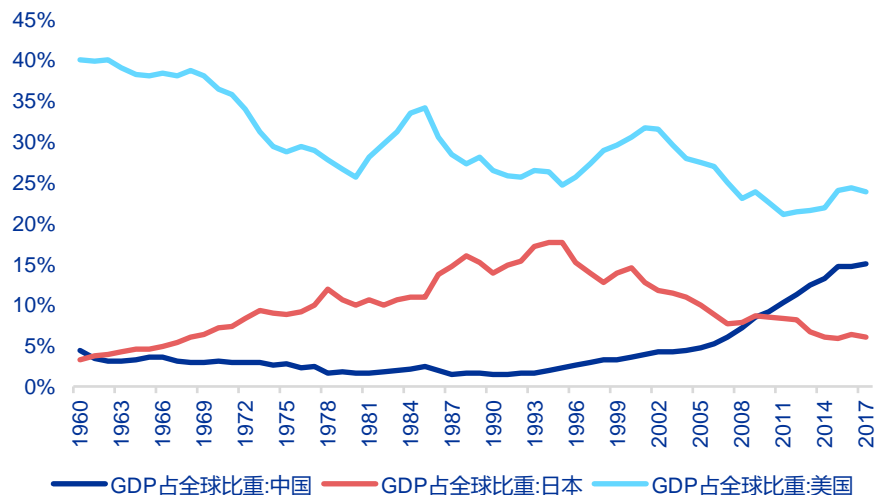
全球主要市场的波动率处于相对低位，短期正在经历一个风险积累的过程



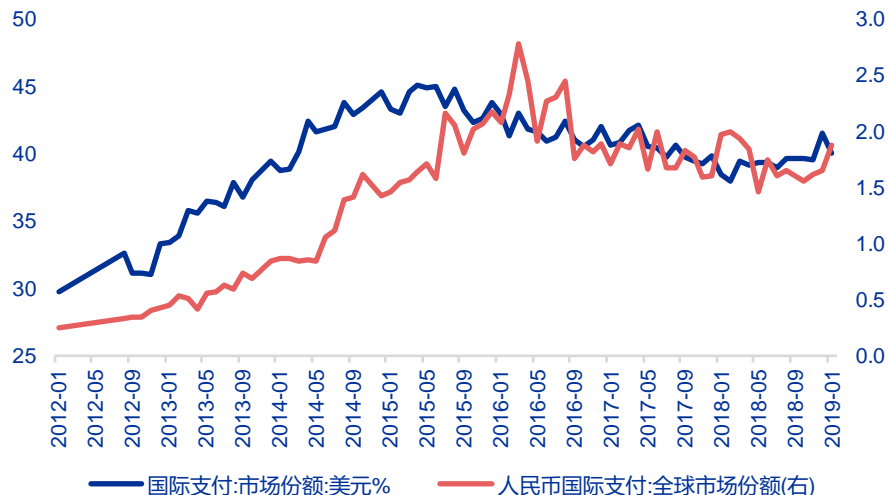
下行风险：走出“修昔底德陷阱”或非一夕之功

- 2018年11月以来中美摩擦缓和的逻辑：中期选举共和党众议院失利，通俄门继续发酵，特朗普被迫将更多精力放在国内
- 所以，我们认为3月25日美司法部长穆勒的调查报告中认为“特朗普竞选团队没有通俄行为”是重要的变化！
- 2019年中美摩擦反复仍是重要的下行风险，走出“修昔底德陷阱”或非一夕之功

中国GDP比重已到了需直面“修昔底德陷阱”的阶段



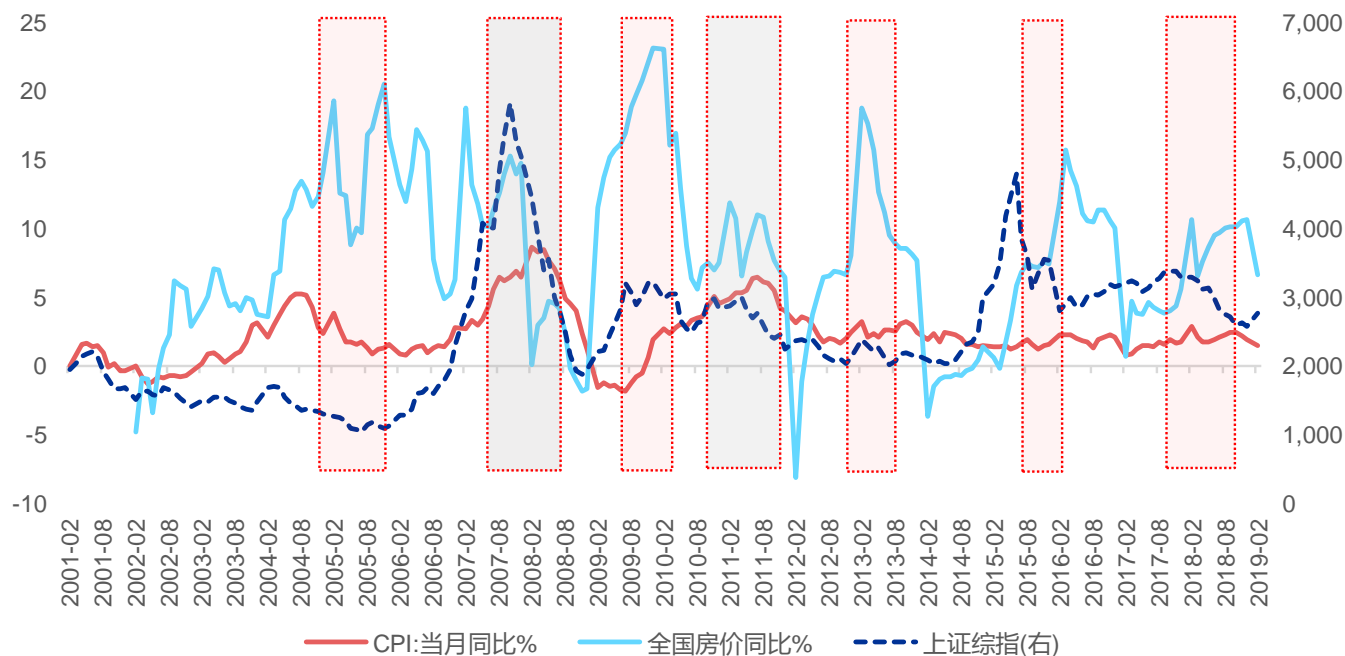
美元循环是美国的“基本盘”



■ 衰退期投资，投资者经常讨论基本面的回落没有预期差(这种讨论在资产配置视角下可能并不成立)，但不论哪种投资者都怕政策低于预期，两种情形：

- (1) 政策约束：(传统约束)通胀、房价、环保，该宽松却不能宽松；(2) 管理层对经济的看法比市场乐观，宽松和刺激低于预期

衰退期投资基本面趋势回落往往没有预期差，但最怕约束



资料来源：Wind，申万宏源研究

红色表明房价约束，灰色表明房价和通胀共同约束

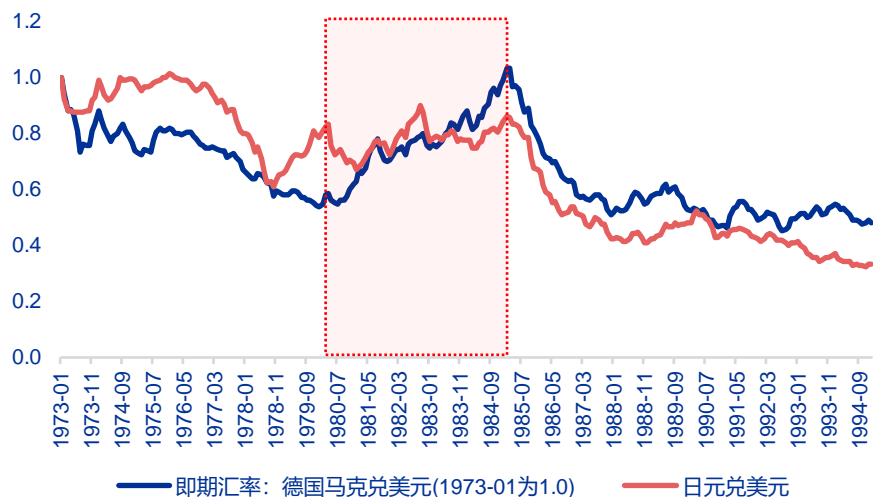
■ 汇率约束可能成为2019年限制政策宽松的新约束

- 美国将人民币的市场化贬值，视作中国通过贬值对冲关税的主动行为

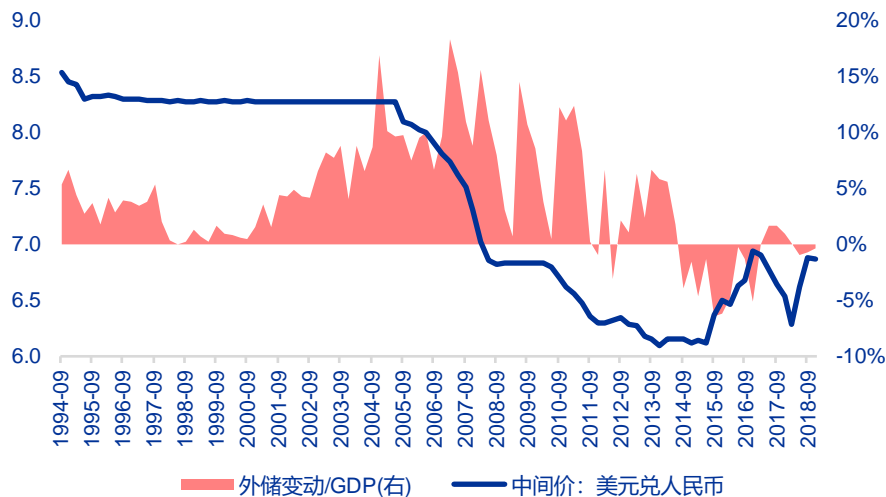
■ 新广场协议？广场协议是日元和马克快速升值，彼时对总量平衡和资产价格构成了外生冲击；而现阶段美国是希望人民币不贬值，会形成政策约束

- 在货币政策和财政政策上保持克制，才是有利于人民币币值稳定的

广场协议是要求日元和马克快速升值，形成外生冲击



现阶段美国是希望人民币不贬值，形成政策约束



主要内容

1. 完美春季躁动，浮华褪去应有时
2. 牛熊之辩，仍是“衰退期投资”
3. 安之若素，扶植小微排除长期风险
4. 布局“小企业重获长大机会”

■ 2019年可能是小市值因子强beta属性回归的年份

- 小市值因子的基本面趋势：2019年是小企业长大机会重新增加的年份，小市值因子不在是负alpha，强beta属性有望回归
- 交易型资金活跃度复苏，春季躁动阶段“站在舞台中央” → 后春季躁动阶段“至少可以偏安一隅”，重新成为小市值因子，主题活跃的边际定价资金

■ 2019年高景气方向季度稀缺，依然是重要的底仓配置

- 5G、消费电子、光伏风电、畜禽养殖和券商：春季普涨，春季后分化走强
- 增值税减税对于消费的刺激作用等待5月验证，关注食品饮料、定制家具、汽车基本面信号验证情况

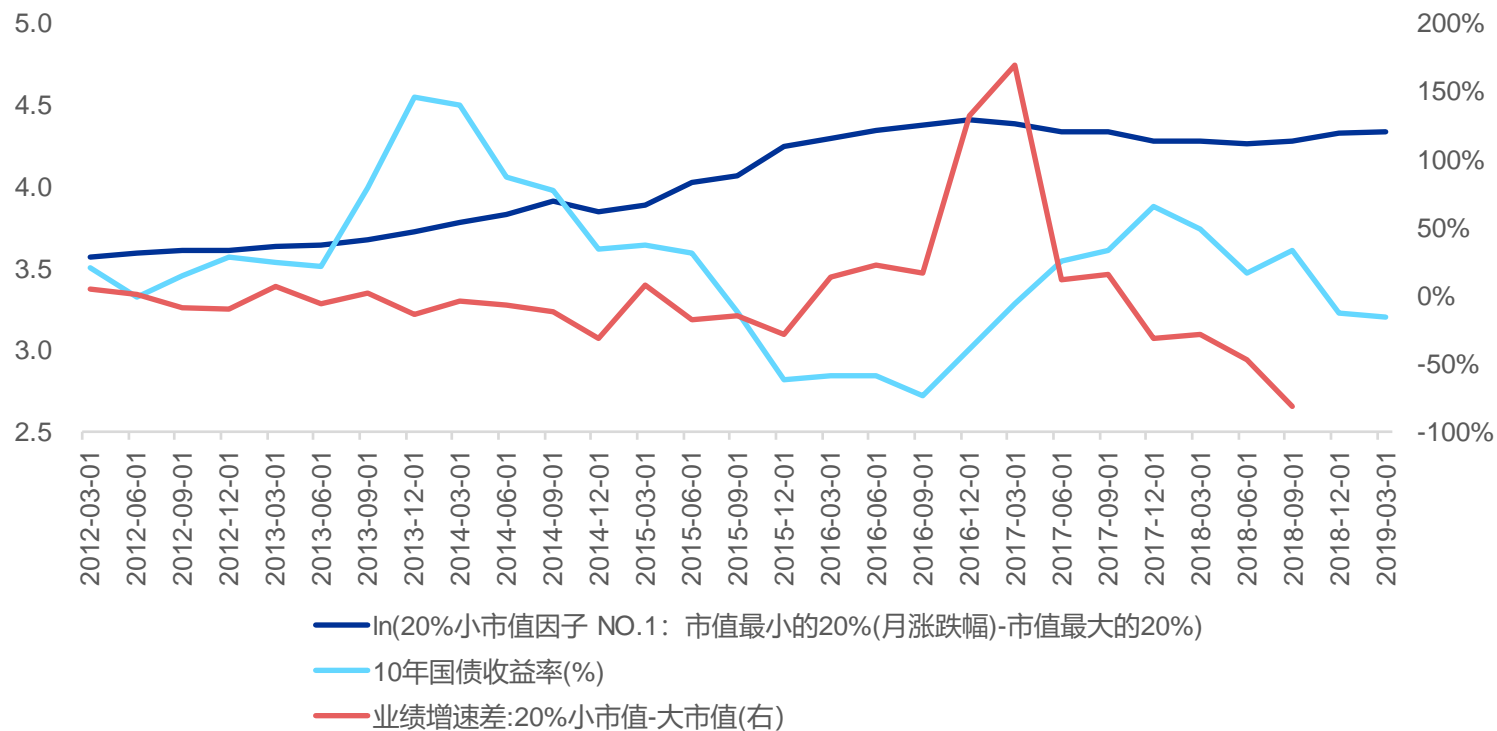
■ 2019年底仓资产往哪里配？阶段性防御往哪里配？

- 外资流入确定性高，传统核心资产估值下限抬升，全年未必差
- 2019年“资产荒”仍可能卷土重来，高股息板块的防御价值值得重视

■ 2019年可能是小市值因子回归的年份

- 小企业长大机会重新增加
- 交易资金活跃度提升，边际交易者回归

影响市值因子表现的主要因素是宏观流动性环境和边际交易者，基本面趋势验证是次要因素



寻找小企业容易长大的行业

政策扶植能够改善小企业的经营状况，却未必能让所有行业的小企业都长大，寻找小企业容易长大的行业

图为：小企业长大概率 = 当年收入前1/4的公司当中3年前收入处于后1/4的公司数量占比

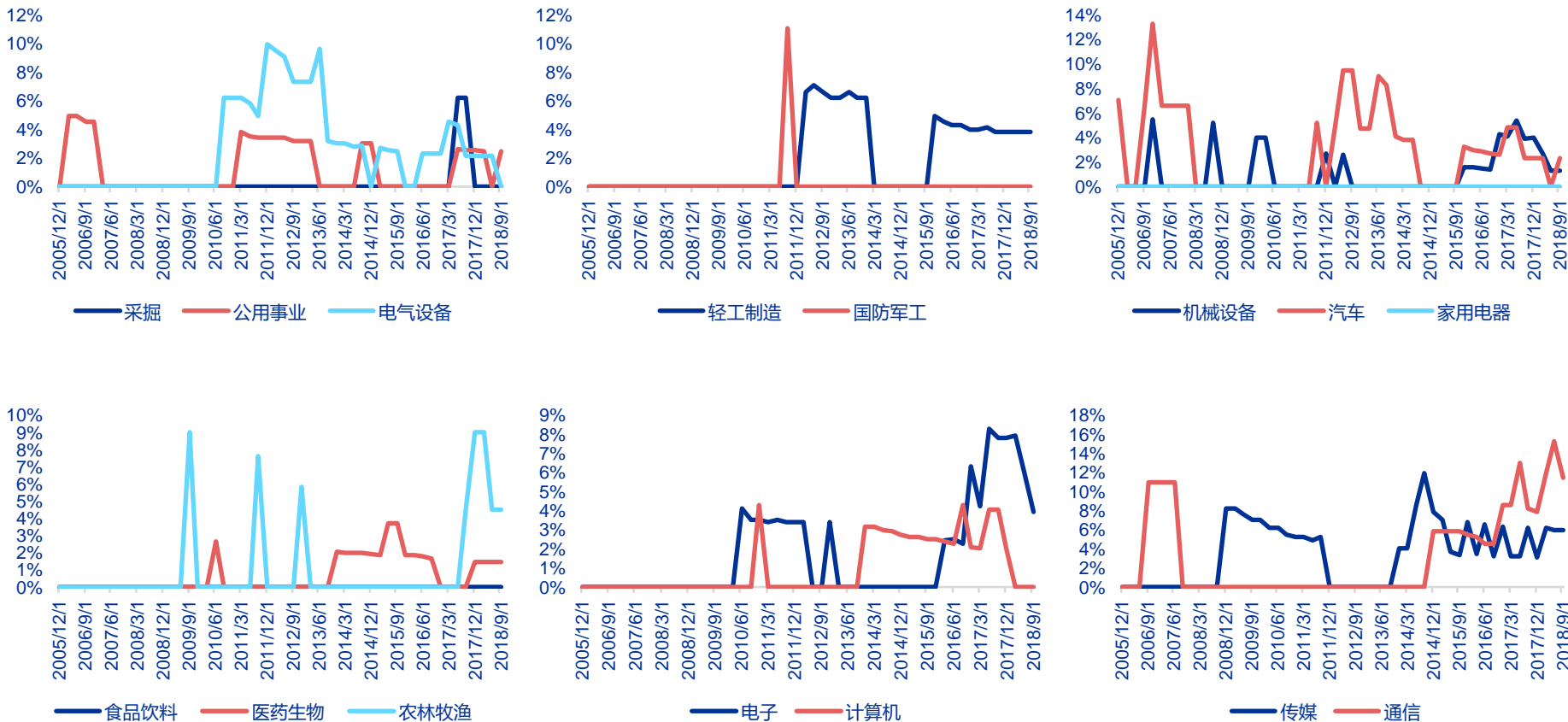


资料来源：Wind，申万宏源研究

寻找小企业容易长大的行业

寻找小企业容易长大的行业：电气设备、汽车、机械设备、电子、计算机、传媒、通信
(我们重点寻找2018年之前小企业长大机会较多，但2018年机会明显减少的行业)

图为：小企业长大概率 = 当年收入前1/4的公司当中3年前收入处于后1/4的公司数量占比

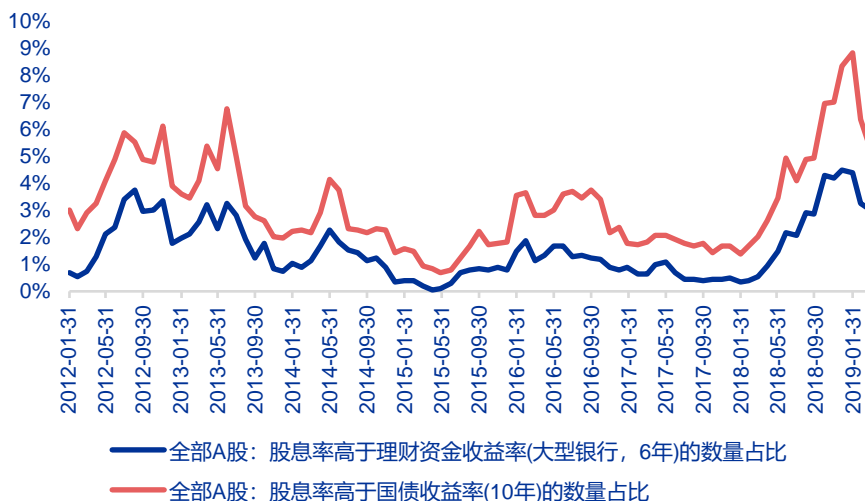


资料来源：Wind，申万宏源研究

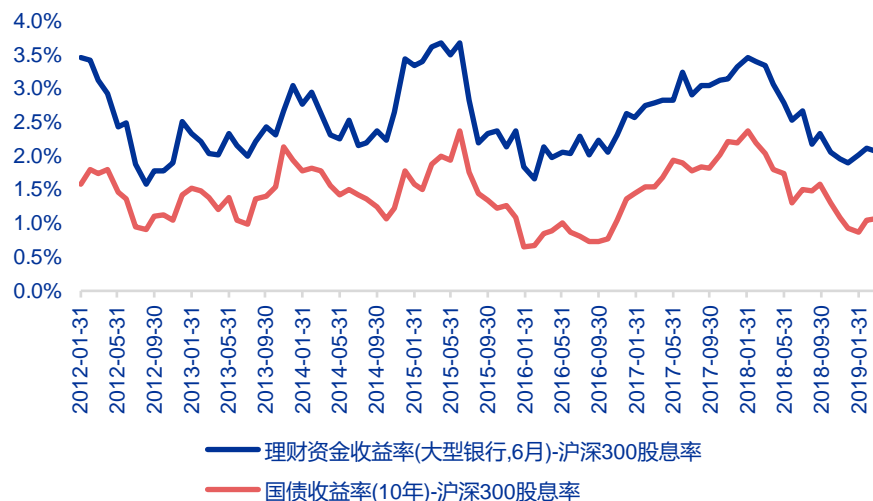
完美春季躁动让投资者忘却了“资产荒”，但2019年如果后续验证基本面回落，“资产荒”仍可能卷土重来，届时需关注高股息的防御价值

- 2019年股息率高于理财资金收益率和国债收益率的数量占比，是明显高于2016年资产荒阶段的
- 沪深300股息率和10年国债收益率的差仍处于历史低位，价值大股票仍具备较强的防御价值

估值修复后，2019年高股息股票数量仍多于2016年



沪深300股息率与10年国债收益率的差处于历史低位



■ QFII同样关注高股息方向，高股息与外资流入能够形成一定的共振效应

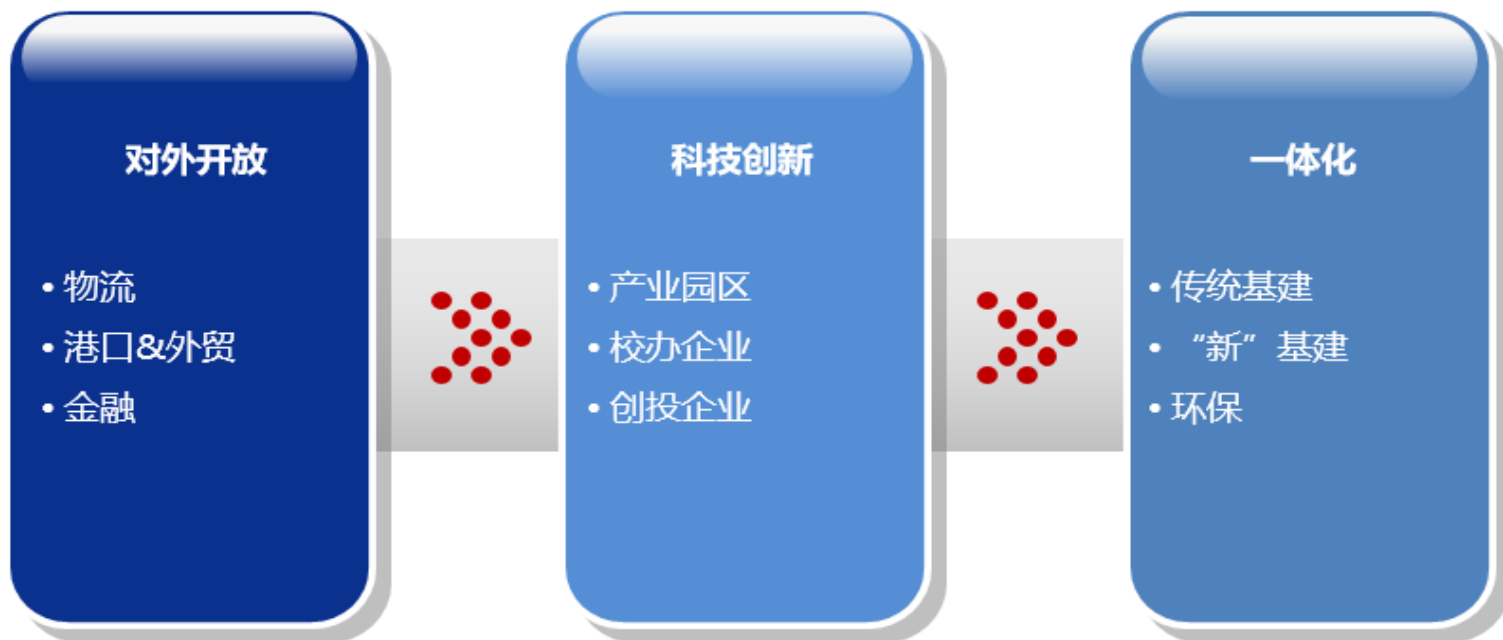
QFII资金流入方向同样偏向于高股息个股

QFII年净流入资金额/亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
当年分红股票家数	677	767	834	922	1,244	1,560
流入当年分红个股	-76.3	4.8	271.8	134.1	-43.8	192.4
其中：高股息率前20%	-46.5	-22.1	199.6	-66.5	-31.4	180.0
20%-40%	-16.0	-24.3	5.0	143.6	-0.5	18.8
40%-60%	-2.8	95.2	30.8	2.0	8.1	7.4
60%-80%	-9.9	-11.6	8.2	54.0	-2.7	-18.8
80%-100%	-1.1	-32.4	28.3	1.0	-17.3	5.0
流入当年不分红个股	16.2	-31.4	38.5	-13.2	0.5	6.6
QFII年净流入资金额/亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018
当年分红股票家数	1,794	1,813	1,863	1,977	2,298	2,730
流入当年分红个股	116.9	678.3	-562.0	89.0	242.6	682.0
其中：高股息率前20%	85.3	570.1	-490.2	50.1	168.7	195.0
20%-40%	12.4	83.5	-121.2	11.1	43.8	313.6
40%-60%	4.7	8.6	3.2	10.5	21.9	54.0
60%-80%	4.5	9.7	26.3	12.9	12.5	58.3
80%-100%	10.1	6.4	19.9	4.4	-4.3	61.2
流入当年不分红个股	36.1	21.6	5.5	23.6	13.1	-17.3

2019Q2行业打分

行业	基本面	估值	资金	政策	市场交易特征
建筑装饰	0	2	2	1	
银行	0	0	2		
国防军工	0	1	0	2	1
通信	1	-2	1	2	
计算机	1	-2	0	2	
电子	1	-1	-1	2	
汽车	-1	2	1		
食品饮料	1	-2	1		1
非银金融	2	-2	0		1
农林牧渔	2	-1	-2		
房地产	0	2	-2	1	
家用电器	0	-1	0		1
建筑材料	1	0	0		-1
化工	0	1	1		
传媒	1	2	-1		-1
医药生物	0	1	-1		1
电气设备	2	-1	-2	1	
采掘	-1	1	1		
钢铁	-1	2	1		-1
机械设备	1	0	-1		
有色金属	0	1	-1		
轻工制造	0	0	-1		
公用事业	-2	1	0		
商业贸易	1	0	-1		-1
交通运输	0	0	-1		-1
纺织服装	-1	0	-1		-1
休闲服务	-1	0	-2		
综合	-1	-1	-1		

- **长三角地区，历史上就是主题投资的热土！沿着历史的记忆，建议从三条主线九大类，全面布局“长三角一体化”！**
 - **【1】科技创新：**科创板 + G60科创走廊，打造产融结合新高地
 - **【2】对外开放：**设立自贸区新片区，并打造升级版“自由贸易港”
 - **【3】一体化：**打破制度壁垒，强化区域基础设施互联互通



- 2017年10月，十九大报告：改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整，推动国有资本做强做优做大。
- 2018年3月，政府工作报告：【1】制定出资人监管权责清单。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权。【2】继续推进国有企业优化重组，提升主业核心竞争力。【3】稳妥推进混合所有制改革。
- 2019年3月，政府工作报告：【1】推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值。【2】积极稳妥推进混合所有制改革。深化电力、油气、铁路等领域改革，将竞争性业务全面推向市场。

2017.10 十九大

从“做大做强国企”转变为“做大做强国资”

2018.3 两会

将“两类公司”试点，成为国企改革的第一优先级

2019.3 两会

“混改”重要性再度提升

■ 2019年3月9日，国资委主任肖亚庆答记者问：

A. 十八大后国企改革的成绩：【1】公司制的改制全面完成，董事会制度建立；【2】央企重组推进，法人数压减25%；【3】剥离企业办社会职能也取得突破；

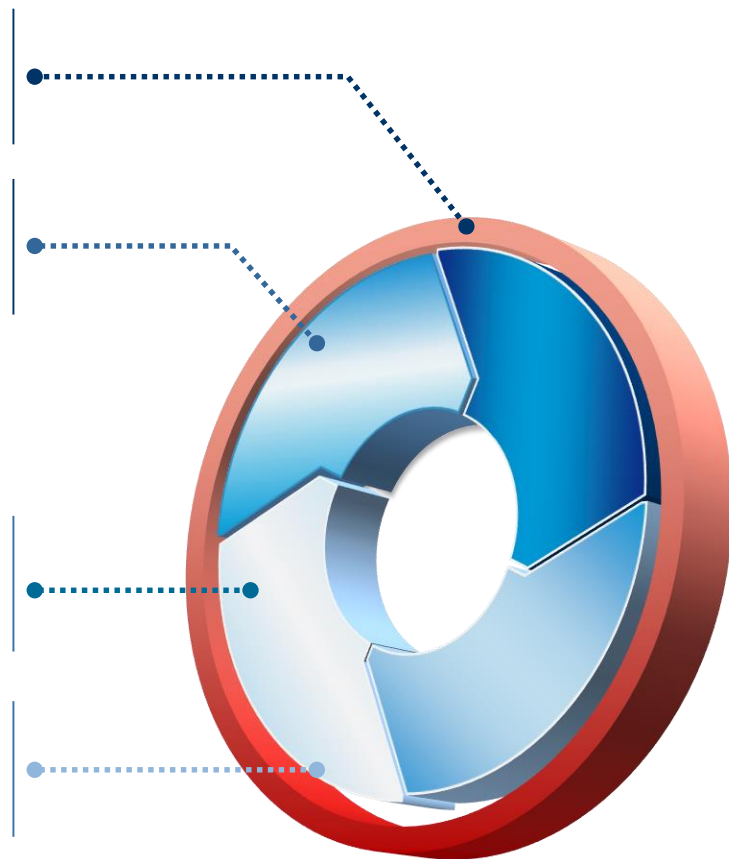
B. 2019做到“一个确保”“六个强化”：【1】强化主业失业；【2】强化改革落地；【3】强化自主创新……

C. 2019年是国企改革的攻坚年：在前期工作基础上，进一步深入总结一批典型经验，在全国推而广之。

C.1 加快向管资本转变：改革国资授权经营体制，出台2019年的监管清单，明晰边界、下放权力；推动两类公司试点。

C.2 积极稳妥推进混改：分类推进，重点在“商业一类”、“双百企业”；注重质量和效果，不能“一混了之”。

C.3 重组：推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组；推动电力、有色、钢铁、海工设备、环保等的专业化整合。

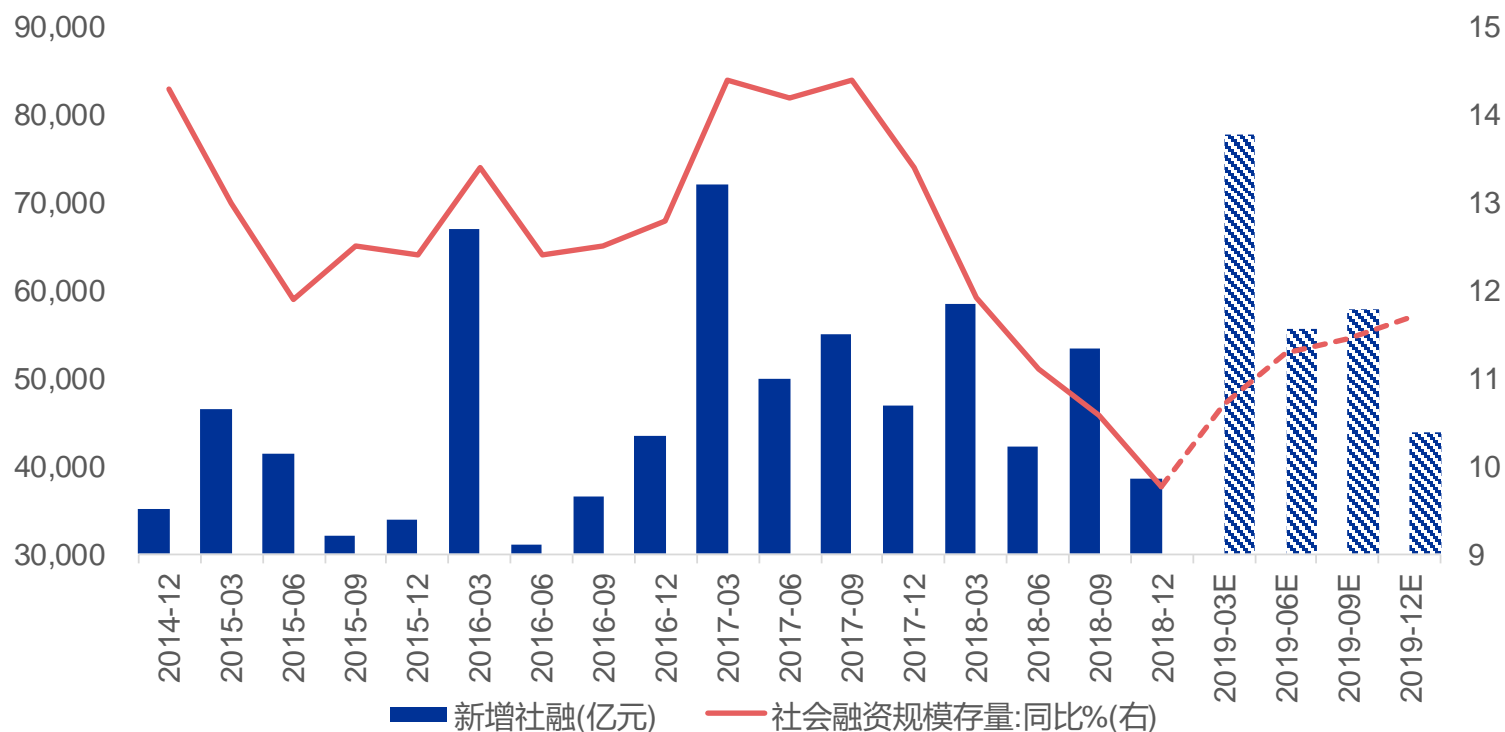


附录

1. 社融向经济基本面的传导机制
2. 上市公司大小分化的数据补充
3. 政府工作报告的三大关键信号
4. 科创板机制创新对交易的影响
5. 海外风险补充之英国硬脱欧

■ 关键是融资改善反映了什么样的传导效果

2018年社融基数逐季回落，2019年社融存量同比改善的条件并不苛刻



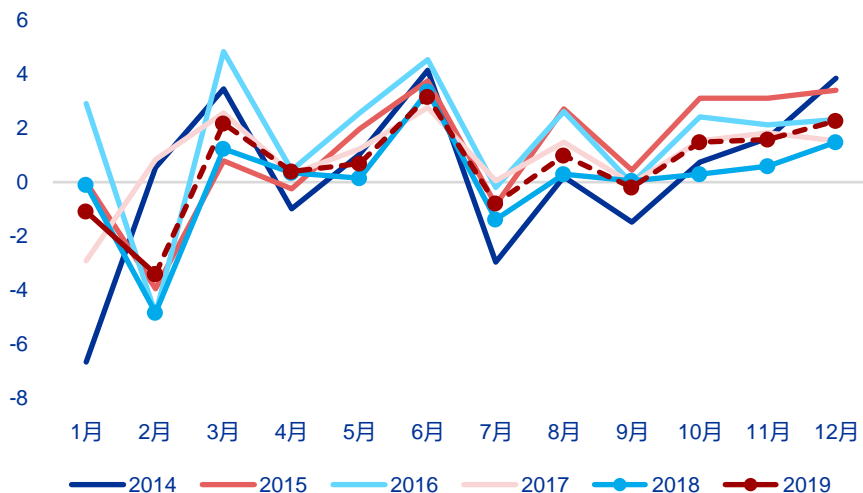
M1改善的条件同样不苛刻

- M1同比数据验证的问题：2018年10-12月低于季节性，压制M1增速的可能并不是金融去杠杆
- M1同比反映的是房地产，反映的是企业的活力，M1同比改善可能是经济改善和业绩改善的同步指标

申万宏源宏观：2019年M1同比可能回升到8.5%

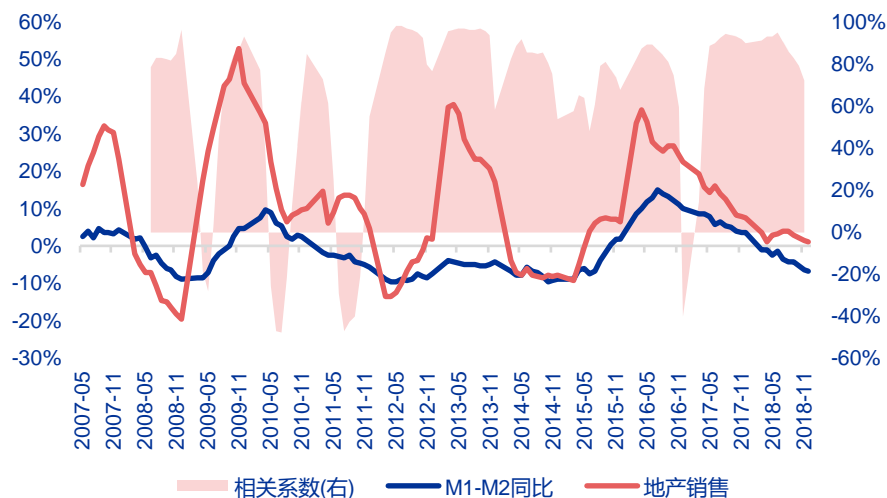


M1环比在2018年4-7月间并未明显低于季节性

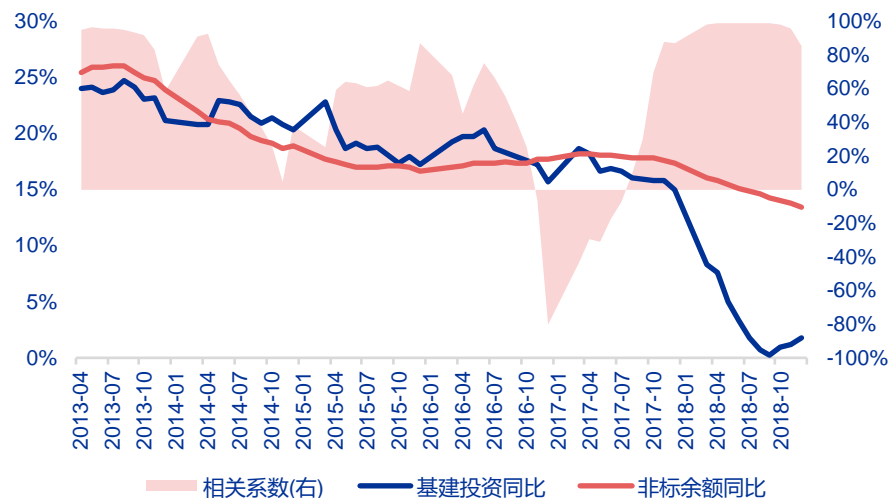


■ M1-M2对应地产销售，非标余额同比对应基建投资

M1-M2同比与房地产销售的正相关关系稳定



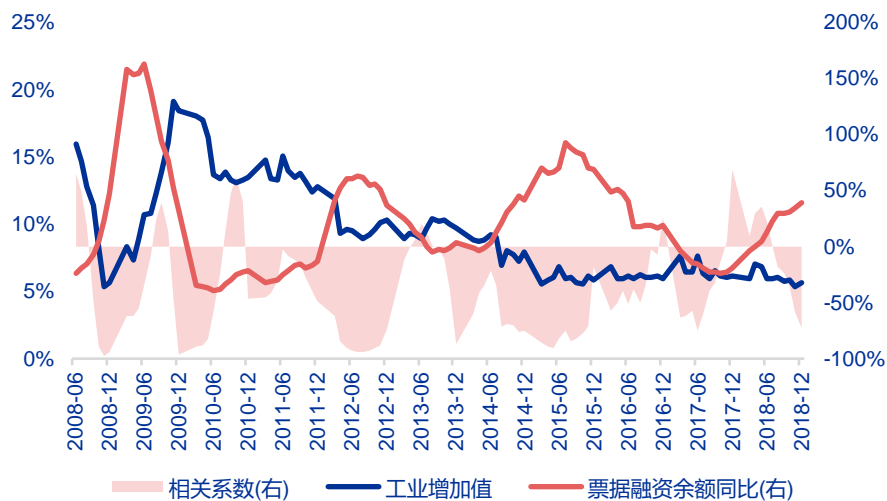
基建投资同比与非标余额同比正相关关系稳定



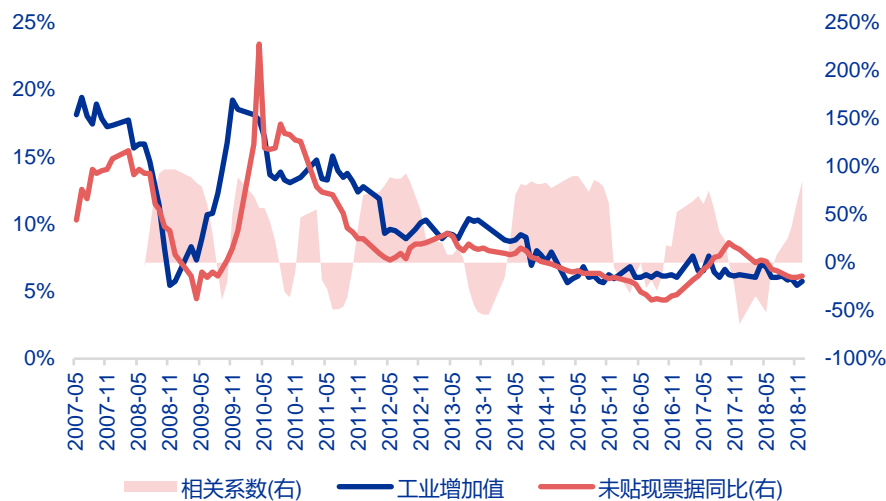
票据融资和未贴现票据对应不同的经济增长活力

- 大家不喜欢票据融资，因为票据融资和工业增加值总体呈现出负相关关系
- 但未贴现票据是经济活动力的同步指标

票据融资与工业增加值同比稳定负相关

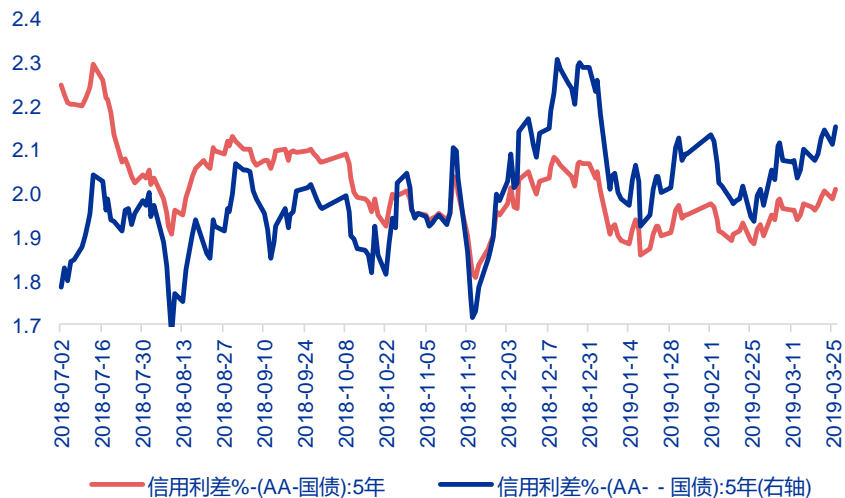


...但未贴现票据同比与工业增加值同比正相关

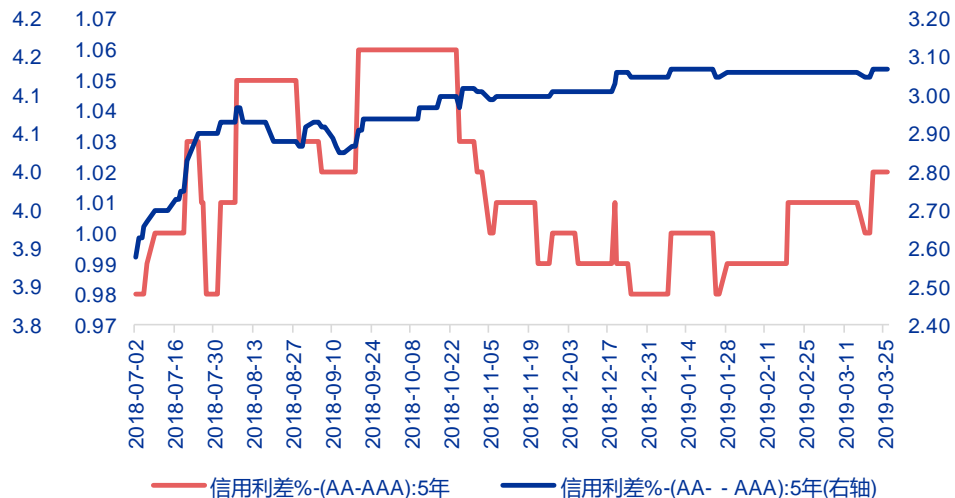


■ 企业债相对国债以及高等级信用债的利差仍未开始下行

信用利差并未持续下行，2月下旬以来反弹



信用债等级差维持相对高位



资料来源：Wind，申万宏源研究

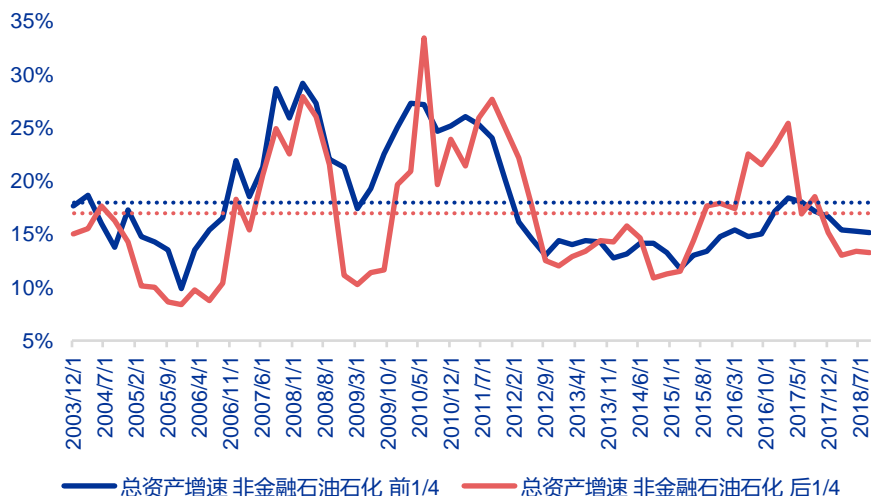
附录

1. 社融向经济基本面的传导机制
2. 上市公司大小分化的数据补充
3. 政府工作报告的三大关键信号
4. 科创板机制创新对交易的影响
5. 海外风险补充之英国硬脱欧

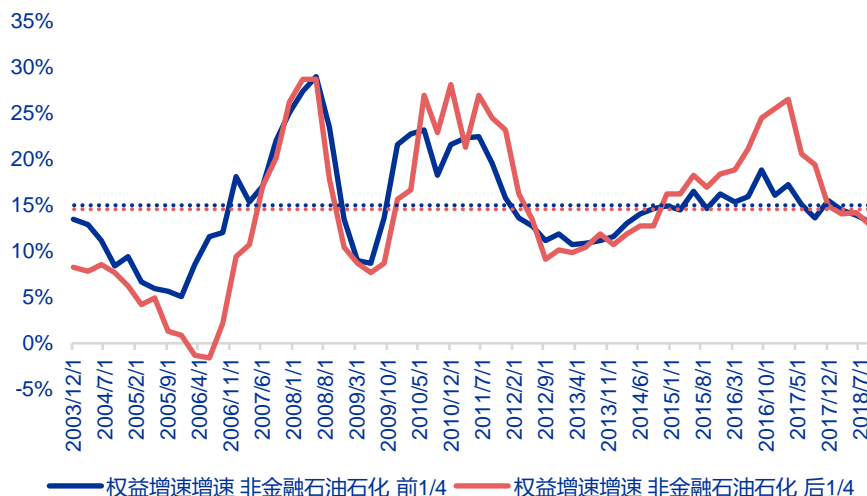
小微企业资产、权益扩张速度均低于大企业

- 上市公司(非金融石油石化)的前1/4(营业收入度量, 行业内部排序) 总资产增速和权益增速均高于后1/4, 且总资产增速差幅度更大

2003年以来前1/4总资产增速18.1%, 后1/4 17.0%



前1/4所有者权益增速15.1%, 后1/4 14.6%

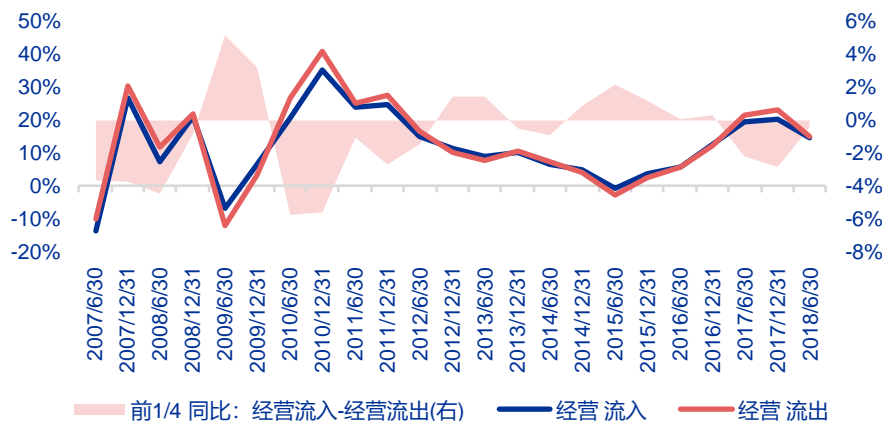


资料来源: Wind, 申万宏源研究

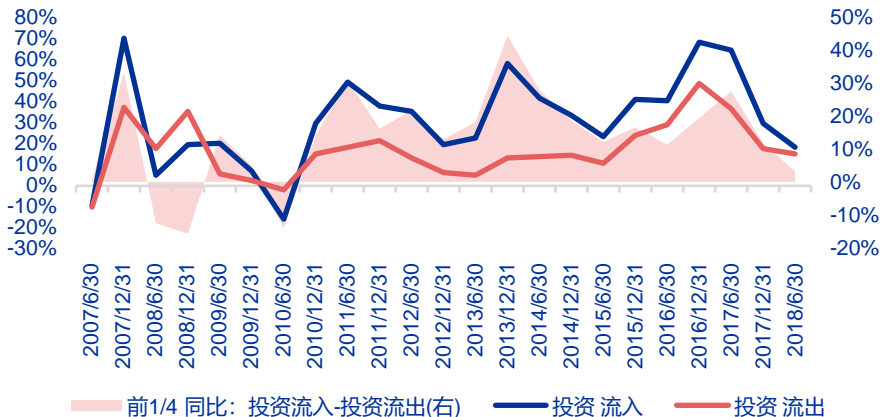
当前大企业筹资现金流修复先于小企业

■ 2018年以来，前1/4公司的经营现金流、筹资现金流的流入-流出差已经出现了回升，投资现金流出增速差走平

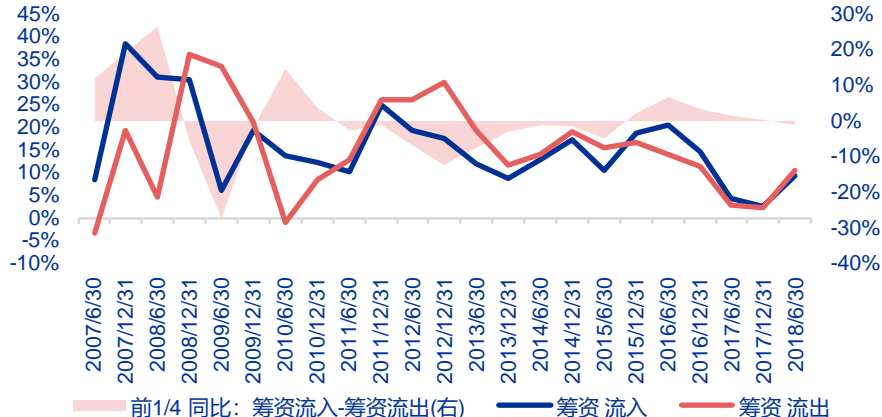
2018年以来前1/4企业经营性现金流增速差回升



2018年以来前1/4企业投资性现金流出增速走平



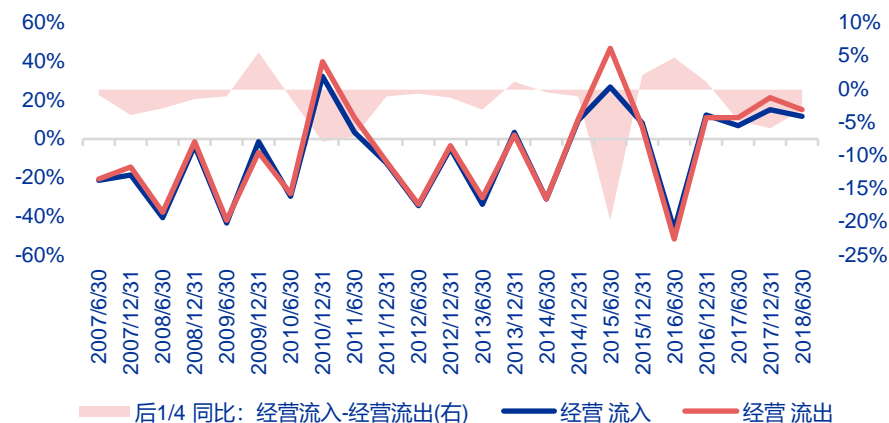
2018年以来前1/4企业筹资性现金流增速回升



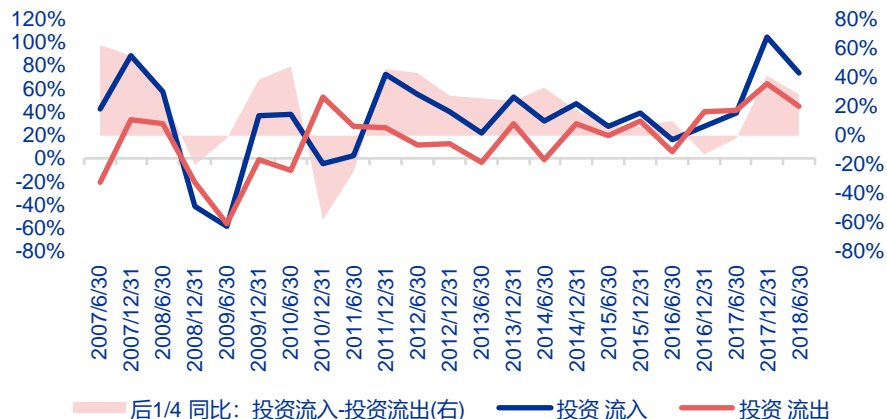
当前大企业筹资现金流修复先于小企业

■ 而后1/4公司虽然经营性现金流增速差改善，但筹资性现金流增速差依然在继续恶化

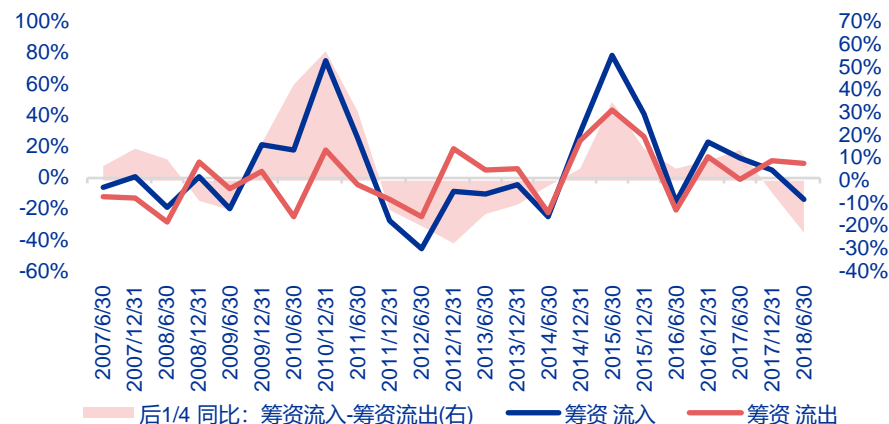
2018年以来后1/4企业经营性现金流增速差也出现回升



2018年以来后1/4企业投资性现金流出增速回落



2018年以来后1/4企业筹资性现金流入增速显著回落



附录

1. 社融向经济基本面的传导机制
2. 上市公司大小分化的数据补充
3. 政府工作报告的四大关键信号
4. 科创板机制创新对交易的影响
5. 海外风险补充之英国硬脱欧

2015-2019年来两会经济目标制定对比

	2019	2018	2017	2016	2015
宏观经济目标					
GDP目标	6-6.5%	6.5%左右	6.5%左右	6.5%-7%	7%左右
CPI目标	3%	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
GDP实际值		6.60%	6.80%	6.70%	6.90%
CPI实际值		1.90%	1.80%	2.08%	1.60%
就业目标	1100万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1000万人以上	1000万人以上
货币财政政策方针					
货币政策总基调	稳健 松驰有度	保持中性，松紧适度	保持稳健中性	稳健、灵活适度	稳健、松紧适度
财政政策	积极 加力提效	积极财政政策，要聚力增效	积极的财政政策力度加大	积极的财政政策要加大力度	积极的财政政策要加力增效。
赤字率	2.8%，	2.60%	3%	3%	2.30%
预算收支	财政赤字2.76万亿元，中央财政1.83万亿元，地方9300亿元	财政赤字2.38万亿元，中央1.55万亿元，地方8300亿元	财政赤字2.38万亿元。中央1.55万亿元，地方8300亿元	财政赤字2.18万亿元，中央1.4万亿元，地方7800亿元。	财政赤字1.62万亿元，中央1.12万亿元；地方5000亿元
专项债	地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元	地方专项债券1.35万亿元，比去年增加5500亿元	地方专项债券8000亿元，继续发行地方政府置换债券	地方专项债券4000亿元，继续发行地方政府置换债券。	适当发行专项债券

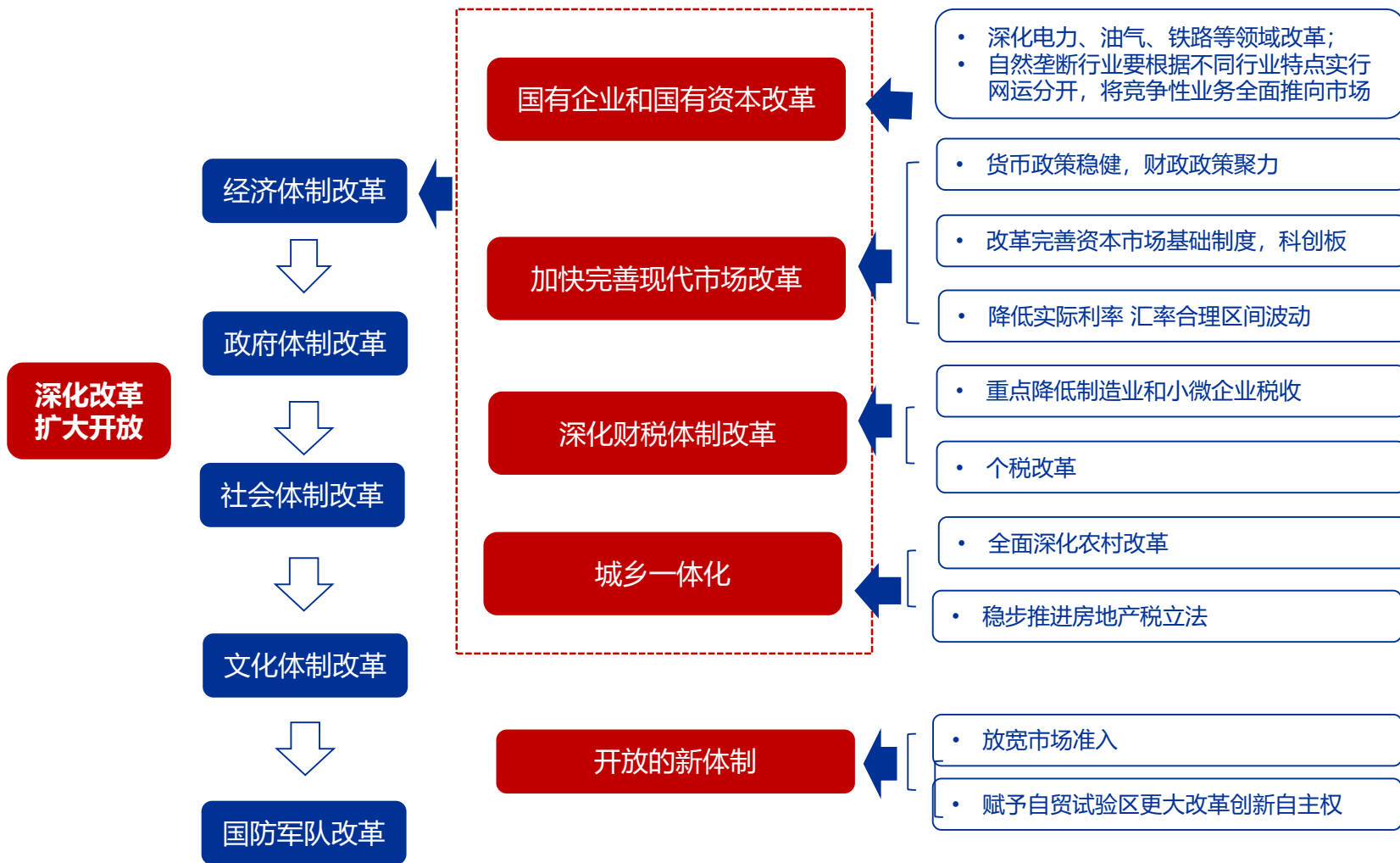




资料来源：政府工作报告，申万宏源研究

关键信号一：“改革”历年词频之最

- 2018年的《报告》出现了90多次“改革”，2019年的《报告》出现了105次，可以说是历年之最



关键信号二：全面扶持中小企业

- **1、简政，放宽市场准入，加强政府的公正监管，促进各类市场主体公平竞争，提供优质高效的服务，来降低企业制度性交易成本**
- **2、减税，主要聚焦的是制造业和小微企业**
- **3、降费**
 - 社保费规范化收费；下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降到16%
 - 大体上有7个省市是20%，21个省市区（包括新疆生产建设兵团）是19%，还有2个省是18%，有2个省是14%左右
 - 执行阶段性降低失业和工伤保险费率政策
- **4、融资，要着力解决企业特别是中小微企业融资难、融资贵问题**

简政

减税

降费

融资

- **1、制造业转型升级：打造工业互联网平台，拓展“智能+”**
- **2、促进新兴产业加快发展，加快在各行业各领域推进“互联网+”**
 - 深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大数字经济
 - 加大基础研究和应用基础研究支持力度，强化原始创新
 - 进一步提高基础研究项目间接经费占比，开展项目经费使用“包干制”试点
 - 在推动科技体制改革举措落地见效上下功夫等

■ 1、就业：

- **首提就业优先政策**（这是第一次把就业优先政策置于宏观政策层面，与财政政策、货币政策并列）

■ 2、减税：

- **提高个人所得税起征点政策**；实施六项专项附加扣除政策

■ 3、教育方面：

- 中央财政用于教育的支出**超过1万亿元**

■ 4、医疗方面：

- 继续提高城乡居民基本医保财政补助标准和大病保险保障水平，还提出实施癌症防治行动

■ 5、降费：

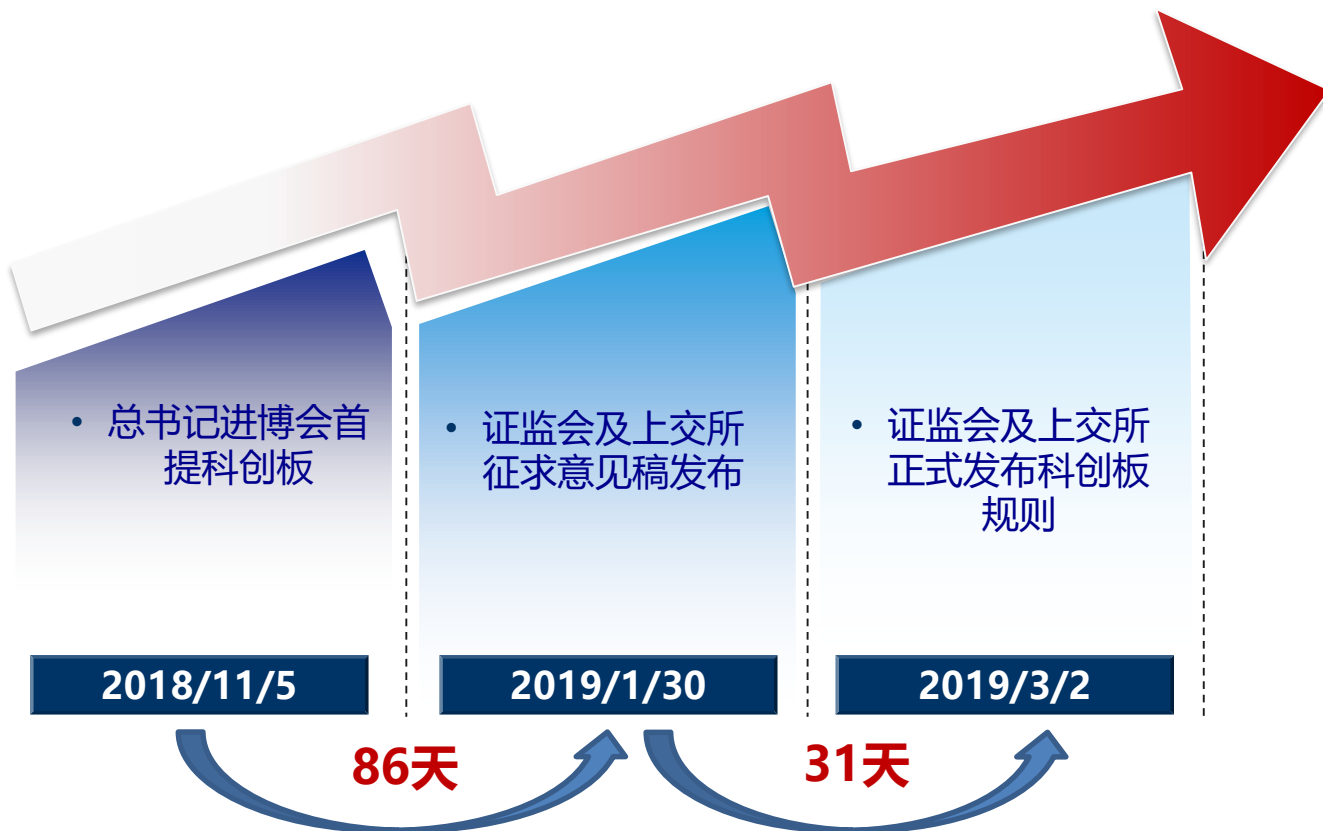
- 移动网络提速降费，资费在去年下降30%基础上要再降20%，在全国实行“携号转网”

附录

1. 社融向经济基本面的传导机制
2. 上市公司大小分化的数据补充
3. 政府工作报告的四大关键信号
4. 科创板机制创新对交易的影响
5. 海外风险补充之英国硬脱欧

科创板落地速度远超创业板

- 从首次提出到细则正式落地，科创板仅用了短短**117天**，而这一历程创业板走了**10年**(1999/1/15-2009/3/31)!



资料来源：证监会、上交所、申万宏源研究

■ 从发行审核制度、定价模式、交易规则等多个方面科创板均作出了创新

投资者准入条件

- 开通前**20个交易日**证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币**50万元**
- 参与证券交易满**24个月**

重点支持行业

- 重点支持新一代**信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等**
- 推动**互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合**

定价模式

- 取消直接定价方式，全面采用**市场化的询价定价方式**

发行审核制度

- **上交所负责科创板发行上市审核，证监会负责科创板股票发行注册**

股权结构

- 允许符合相关要求的**特殊股权结构企业和红筹企业**在科创板上市，但予以必要的规范约束

交易规则

- 涨跌幅：**上市后5日内**不设涨跌幅限制，之后涨跌幅为**20%**
- 申报数量：**单笔申报数量应不小于200股**，可按**1股为单位进行递增**。市价订单单笔申报最大数量为**5万股**，限价订单单笔申报最大数量为**10万股**
- 申报价格：**按照股价所处高低档位**，实施不同的申报价格最小变动单位，以降低低价股的买卖价差
- 引入**盘后固定价格交易**：竞价交易结束后，投资者通过收盘定价委托，按照收盘价买卖股票

退市制度安排

- **压缩科创板企业退市时间**：触及财务类退市指标的公司，第一年实施退市风险警示，第二年仍然触及将直接退市
- **已经明显丧失持续经营能力者**，将启动退市

网下配售

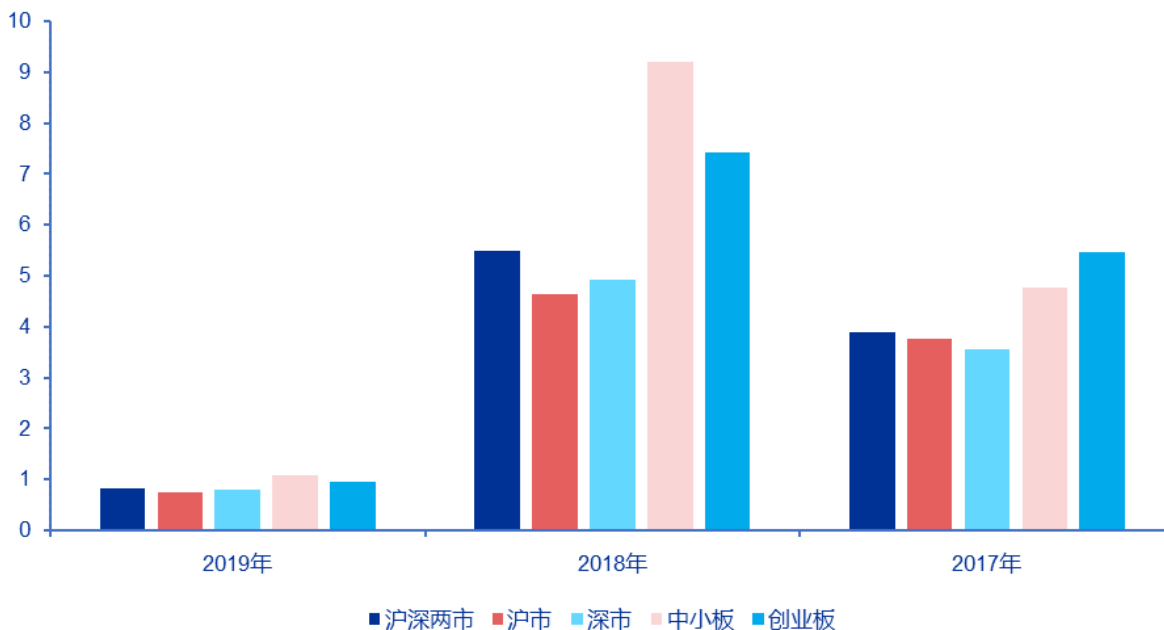
- **提高科创板网下发行配售数量最低占比至60%(回拨后)**

资料来源：证监会、上交所、申万宏源研究

机制一：20%的涨跌幅限制

- 数据显示，近两年多以来中小板和创业板涨跌停概率大幅高于深市和沪市的平均水平
- 未来涨跌幅限制放宽到20%将有效减少涨跌停个股数量，实现市场效率提升，不过也要警惕T+5日大幅波动的可能性

中小板和创业板每年涨跌停个股数量/年末板块个股数量水平靠前



资料来源：Wind、申万宏源研究

- **首发如出现过度溢价，则需花费更长时间回调至合理价格水平，市场赚钱效应回落，对投资者吸引不够，可能导致市场的流动性伤害**
- **要控制过度溢价取决于两个因素：**
 - **1) 发行定价是否合理。** 发行价格相对合理，市场对价格认同度高，将有效降低上市后价格的波动率
 - ✓ 科创板制度主要通过绑定各方利益的配售制度来实现，“4+1”配售制度
 - ✓ 网下机构投资者为询价助力，定价相对更为理性
 - **2) 上市后价格发现效率是否高效。** 价格发现效率高将降低摩擦成本
 - ✓ 科创板上市前5个交易日不设涨跌停限制，提高价格发现效率
 - ✓ 绿鞋机制平衡股份供给需求
- **科创板首发上市存在暴涨或者破发的可能性，加速冲高后回落，波动性上行，成交显著放大**

机制三：“4+1”配售机制

- 保留原来网上+网下配售制度，新增4类配售机制(战略配售、绿鞋机制、保荐机构、高管参与)，绑定各方利益

	定价影响力	实施条件	配售规模	资金来源及产品形式	资金锁定期	制度设计目的	备注
战略配售	被动接受价格，不参与网下询价	首次公开发行股票数量在1亿股以上的 首次公开发行股票数量在不足1亿股	战略投资者配售股票总量不超过30%，超过的应当充分说明理由 战略投资者配售股票总量不超过20%	自有资金，不得代持；但符合特定投资目的的证券投资基金等主体除外	不少于12个月	引入知名企业或战投投资，表明价格合理，吸引其他投资者参与	事先签署配售协议
保荐机构	——	允许(但前期强制执行概率大)	——	保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司	有限售期	引导承销商在定价中平衡兼顾发行人和投资者的利益	路演推介时主承销商分析师应出具投资价值研究报告；券商要向战略配售、网下配售投资者收取佣金
高管参与	——	——	专项资管计划获配股票数量不得超过总量的10%	设立专项资产管理计划	——	绑定发行人与投资者的利益	需经过董事会审议通过，并在招股说明书披露参与人员的具体信息
绿鞋机制	申报买入价不得高于发行价；发行相应数量个股	可以采用，签署股份延期交付协议即可	采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的15%	超额配售股票募集的资金；或者是根据配售选择权方案发行对应数量股票	——	平衡上市初期的价格水平，实现市场化定价	采用超额配售选择权，应当与参与本次配售并同意做出延期交付股份安排的投资者达成协议

资料来源：上交所，申万宏源研究

- 2019年3月2日上交所发布的科创板企业上市推荐指引中进一步细化了重点支持的细分领域

科创板重点支持6大领域及细分行业

相关领域	具体行业
新一代信息技术领域	主要包括半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、新兴软件、互联网、物联网和智能硬件等
高端装备领域	主要包括智能制造、航空航天、先进轨道交通、海洋工程装备及相关技术服务等
新材料领域	主要包括先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关技术服务等
新能源领域	主要包括先进核电、大型风电、高效光电光热、高效储能及相关技术服务等
节能环保领域	主要包括高效节能产品及设备、先进环保技术装备、先进环保产品、资源循环利用、新能源汽车整车、新能源汽车关键零部件、动力电池及相关技术服务等
生物医药领域	主要包括生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关技术服务等

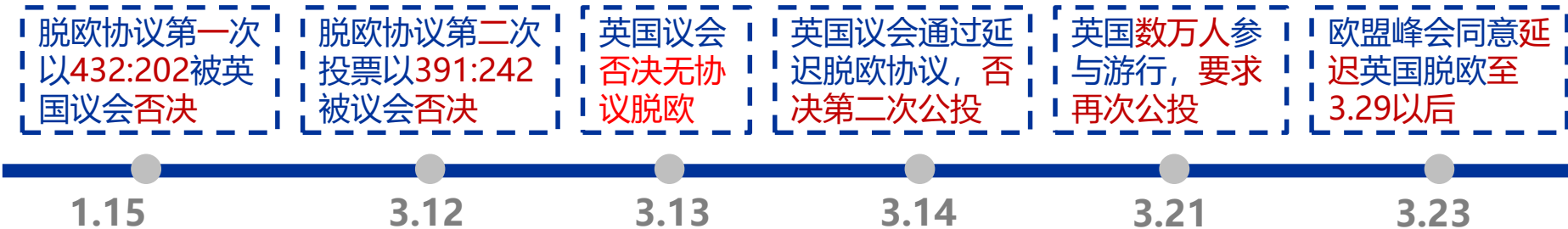
资料来源：上交所、申万宏源研究

附录

1. 社融向经济基本面的传导机制
2. 上市公司大小分化的数据补充
3. 政府工作报告的四大关键信号
4. 科创板机制创新对交易的影响
5. 海外风险补充之英国硬脱欧

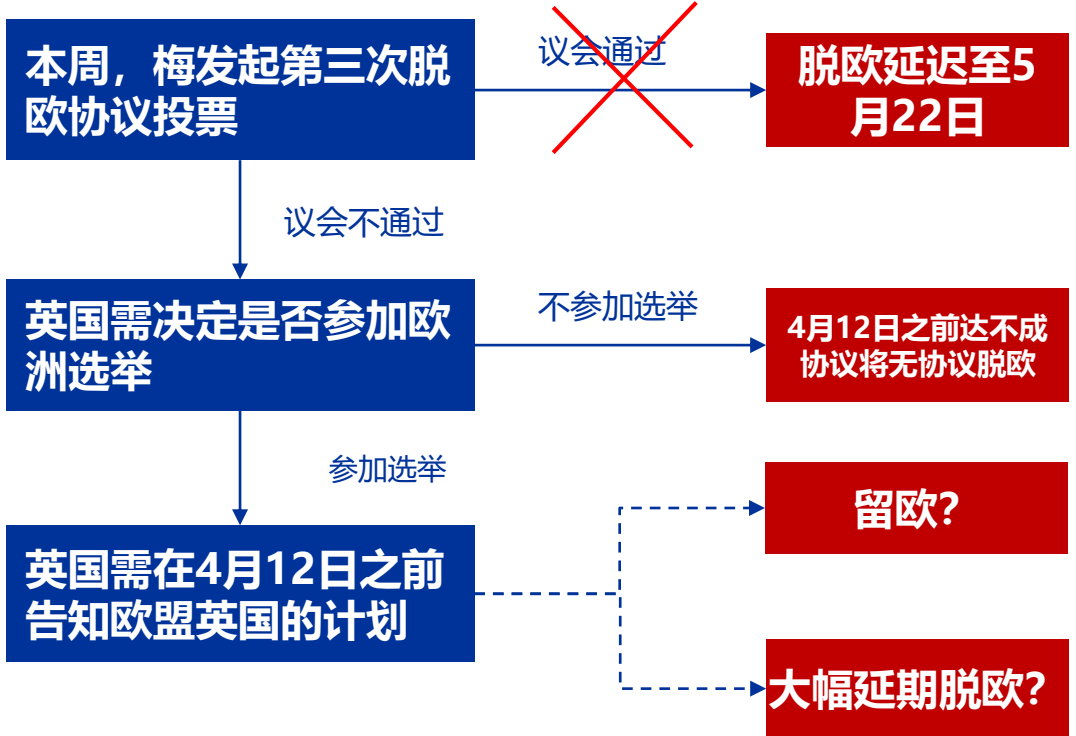
英国“脱欧”变“拖欧”

过去事件一览:



未来事件背景

- 6月30日
新一届欧洲议会会期开始, 倒逼英国脱欧在此之前得到解决
- 5.23-26日
欧洲议会选举
- 4月12日 (选举6周前)
英国需告知欧盟是否参与选举



资料来源: bloomberg, 申万宏源研究

- 脱欧将会降低英国市场开放程度，家庭缩减开支，企业减少投资，供给和需求端减弱，英镑汇率贬值以及通胀抬升
- 根据英央行的测算，“硬脱欧”将会放大消极影响，失业率将飙升至7.5%，房价跌幅30%，未来一年经济萎缩约8%，高于金融危机期间经济萎缩6.25%的水准。

脱欧不同情景下对英国国内经济变量冲击（英央行预测）

	GDP	失业率	通货膨胀率	房地产价格	商业地产价格	3年期间平均利率水平
顺利脱欧	脱欧15年后英国GDP产出将比留在欧盟的情况下减少2.1%					
破坏性脱欧	-3%	5.75%	4.25%	-14%	-27%	1.50%
无序脱欧	-8%	7.50%	6.50%	-30%	-48%	4%
参照1：英国央行2018年压力测试	-4.75%	9.50%	5%	-33%	-40%	3.25%
参照2：金融危机后	-6.25%	8%	4.75%	-17%	-42%	2%

注：“破坏性脱欧”是指，英国和欧盟间的贸易关税和其他壁垒即刻生效，五年内双方不会签订任何新贸易协定，但同时英国保留以欧盟成员国身份签订的其他贸易协定。“无序脱欧”是指，英国会失去现有的以欧盟成员国身份与其他非欧盟国家建立的贸易联系，同时英国边境的基础设施建设也无法满足海关运行的需求。资料来源：英国央行，申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入(Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持(outperform)：相对强于市场表现5%~20%；

中性(Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持(underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好(overweight)：行业超越整体市场表现；

中性(Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡(underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛
fujt@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com