

## 『全球投資展望』 穿越迷霧現理性 前瞻布局新增長

雖然近期外部不確定性有所增加，但市場預期已基本在資產價格中加以反映，特別是，相較去年，市場已能夠以更加冷靜與理性狀態，應對現階段的市場變化。

二季度 GDP 增速雖降至 6.2% 的歷史新低，但中國經濟具有的縱深與潛能，將有力對沖外部波動，并在此增速換擋過程中，逐步孕育新一輪的增長動能，同時從結構深處重新調整、組織各類資源、要素，進而提升增長的質量。

而中國權益市場，不論從改革方向，還是從功能定位上，都將直接助力于新經濟的發展，特別是，以消費、醫藥、高端製造、科技為代表的「新增長」，開啓「新周期」。

### 1. 宏觀經濟逐步企穩 需求有望觸底回升

從周期來看，宏觀經濟正逐步從衰退後期，走向復蘇早期。本輪企業庫存周期，已持續超過 10 個月，對照過往經驗，當庫存周期到達底部時，企業採購量的增加對短期經濟將有較大的拉動作用，宏觀需求有望在未來 1-2 個季度觸

底回升。

房地產總量指標未出現大幅下滑，對於整個經濟的貢獻偏穩定，但居民購房杠杆率已較高，一季度上漲至 53%，對今年的消費有一定壓制。7月30日政治局會議，強調不將房地產作為短期刺激經濟的手段，長期來看，隨著投資者對房地產投資熱情的降溫，對於債券和股票都將是利多因素。

此外，政策托底的力度不斷加大，基建項目專項債，作為重大項目的資本金，有助於穩定基建投資增速；減稅降費舉措，將進一步激活實體經濟活力，以及國內消費的增長；市場流動性相對寬裕，有利于利率中樞的下行，降低企業融資成本；去杠杆持續推進，無風險利率的下行，將抬升權益類資產的整體投資價值。

## 2. 企業盈利預期上調 基本面將有所改善

伴隨各項減稅降費舉措的執行落地，目前市場對於 A 股主要指數的「盈利預期」，已經出現拐頭向上的趨勢，儘管持續性還有待觀察。以中證 800 為例，市場對其 2019 及 2020 年「每股盈利增速」的一致預期，已分別達到了 6.3% 和 21%。

此外，「淨盈利修正比率」也開始企穩，并有觸底回升的跡象，由此意味著分析師預期未來會有更多上市公司將就盈利進行上調。如果後期拐頭向上的趨勢穩定下來，可以表明企業盈利得到了根本的改善，股市也會出現增長。

最後，結合「工業企業庫存數據」，以及衡量工業企業產品價格變化趨勢的「PPI」指數的歷史比較來看，工業企業已經進入「被動去庫存」階段（市場需求逐漸回升，并超越企業預期，庫存進一步下降，如需求連續多期反彈，即進入後一階段，企業開始「主動補充庫存」），「PPI」三季度壓力將有所緩解，四季度則有望上升，後續盈利能力有望改善。

### 3. 估值仍處低位 但需警惕抱團「核心資產」

從長期數據看，目前市場估值仍處于歷史底部，中證 800 指數估值為 13.5 倍，近 10 年的均值為 14.9 倍，相較均值，估值修復的空間仍有 10.4%。如果再加上企業盈利的貢獻，預期中證 800 指數未來 1-2 年向上空間將很有吸引力。

在過去兩年多時間裏，以上證 50 為代表的價值股，孕育了當下「核心資產」的抱團效應，漲幅大大超越成長股。但對於價值股，尤其是抱團的「核心資

產」，目前估值已偏高，性價比降低，需要密切關注其未來盈利變化。

歷史上，抱團最後分化的導火索，通常發生在企業盈利不達預期的時候。在過去幾周裏，一些曾經的白馬股已經出現盈利不達預期的情況，這值得我們加以警惕。

#### 4. M2 增速企稳 海外資金仍在流入

M1（現金+活期存款）和 M2（M1+定存）的增速，代表偏領先經濟的指標。當 M1 與 M2 的剪刀差（M1 的增速減去 M2 的增速）由底部增長，意味著企業對未來經濟增長樂觀，其對應的股市也通常會表現較好。

目前 M2 表現相對平穩，雖 M1 的增速處在底部，但今年已經有所上升。如果未來 M1 的趨勢繼續恢復，對於股市的資金面來說是一個比較顯著的利好。

A 股市場的表現與北上資金的淨流入和淨流出具有高度的相關性，從目前北上資金流入情況來看，七月份也在改善。

此外，今年 8 月份以及 11 月份，MSCI 會將 A 股的權重分兩次上調至 20%，

預計增量資金在 4000 億以上，加之富時羅素、標普等其他著名指數的 A 股擴容，長期來說比較有利于 A 股增長。

### 5. 情緒相對悲觀 為後期反彈積蓄動能

目前 A 股的換手率、成交額、新開戶數和公募基金的募集規模，均處于歷史低位，此外，股指期貨貼水率也高達 6%-7%，反映了當前市場情緒仍相對悲觀，但也說明市場正在為後期反彈積蓄動能。從行為金融理論來看，當前不失為一個較好的布局時點。

在風格上，我們更看好成長股，原因主要有以下幾點：

一是，《上市公司重大資產重組管理辦法》徵求意見稿公布，有望放鬆創業板重組及配套融資；

二是，政策對自主創新的科技型公司支持力度很大，長期來看，科創板相對於對標的主板股票會有一定的拉動作用；

最後，當前核心資產呈現“抱團”之勢，估值已偏貴，部分機構已經開始向科技成長股轉移。

#### 免責條款

過往業績不代表將來表現。本文件所載之任何預測，如有，僅作闡述用途，不應被倚賴作為任何與投資有關或其他的建議或推介。基於目前市場狀況而作出的有關金融市場趨勢的意見、估計、預測及陳述乃我們的判斷，可隨時變動而不作另行通知。在此所提供的資訊不應被假設為準確或完整。本文件所載資料來源均來自被認為可靠之來源，惟閣下仍應自行核實有關資料。本文件並非旨在發售，邀約或邀請購買或沽出任何證券或任何金融工具。在此所述的觀點與策略不一定適合所有投資者。所提及的特定證券、資產類別及金融市場，如有，僅作闡述用途，並非旨在作為亦不應被解釋為推介或投資、產品、會計、法律、稅務或任何其他專業建議。上投摩根資產管理（香港）有限公司（下稱“上投摩根香港”）並不就該等事項對任何人士在任何方面負責或承擔責任。本檔所表達的觀點均屬上投摩根香港所有。該等觀點並不一定反映其他與上投摩根香港有關的其他集團公司的意見。

本通訊僅提供予所指定接收者，但指定接收者不可再轉發或分派。投資涉及風險。投資的價值及收益可升亦可跌，投資者並不一定可以取回已投資之全數或任何金額。本通訊之接收者應在作出任何投資決定之前自行作出查察、評估或尋求獨立專業意見。接收者本人應完全負責核實其接收本通訊或作出任何投資決定的合資格性，並遵守所有適用之本地法律及監管規定的要求。

本文件由上投摩根資產管理（香港）有限公司發行，但並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

版權所有©2019 上投摩根資產管理（香港）有限公司，不得轉載。