



# 策略周報

## 經濟或明顯好於預期，股市看待中期價值

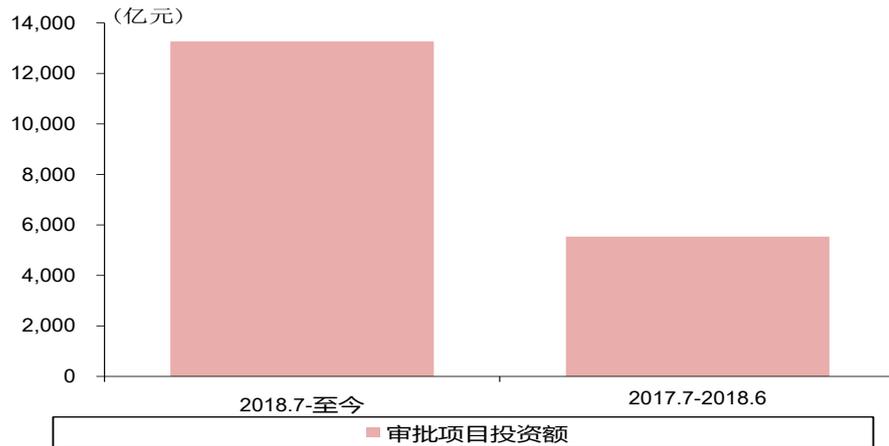
**M1 增速與 M2 增速差觸底，大周期的拐點可能來臨。**

- **國家發改委基建項目審批投資從去年下半年至今環比增長 139%。**從去年下半年開始，一直到 12 月中央經濟工作會議，政策的主基調都是適當對沖經濟的下行壓力，這一點主要體現在積極財政（加強基建、擴大赤字）和穩健貨幣政策上。從具體數字上看，我們統計了國家發改委從 2018 年 7 月至今所批復項目的投資總額，為 1.33 萬億，環比增長 139%。這一波基建托底力度是強於上一波的，也是超出大家預期的。
- **在金融數據方面，1 月社融增量和新增人民幣貸款雙創歷史新高，M2 出現見底回升跡象。**根據央行公布的 1 月份社融統計數據顯示，1 月份新增人民幣貸款 3.23 萬億元，創歷史新高；1 月社融增量更是達到 4.64 萬億元，超出市場預期。
- **我們在 2019 年 1 月 8 日發布的 2019 年年度策略《動之徐生》中提出“不可能的通縮與可能超預期的業績”，我們認為市場對全球及中國經濟進入衰退的擔心可能是過度了。**我們認為全球經濟放緩是一個周期性的漸進式放緩，而不太可能是衰退式下滑或危機式下滑。從 IMF 以及世界銀行對 2019 年全球預測來看，也是認為全球經濟是擴張放緩，而不是進入衰退。2019 年，全球經濟運行將進一步證實市場的擔心是過度的。
- **值得關注的是 M1、M2 增速的差值與股指有著明顯的正相關關係，當 M1-M2 增速差處於階段性底部時，之後股市往往觸底回升。**M1 增速減去 M2 增速差值，與同期上證綜指 PEARSON 相關係數高達 0.41。當 M1 增速 -M2 增速處於一個階段性底部並開始回升後，上證綜指往往也會開始進入下一波牛市。這在大周期中尤為明顯。1995 年、2006 年、2009 年、2014 年開始的牛市行情都是如此。
- **為什麼 M1 增速與 M2 增速差值會與股指呈現正相關關係呢？**我們知道，M1 包括現金加活期存款，M2 包括 M1 加城鄉居民儲蓄存款、定期存款和其他存款。當信貸投放擴張或企業經營狀況邊際改善的時候，企業活期存款彈性更高、回升速度更快，因此 M1 增速可能大於 M2 增速，同時居民消費傾向的增強使得居民儲蓄存款部分轉為企業活期存款也可能導致 M1 增速快於 M2 增速。**無論是何種情況，M1 增速大於 M2 增速都很可能是經濟邊際改善的表現，因此股指往往也隨之有所表現。**
- **當前 M1-M2 增速差值已經下降到 -8%，是 2016 年以來的階段性底部，未來是否會震蕩回升？**2016 年以來 M1 與 M2 增速差值從高位 15% 一路回落到 -8%，相差 23 個百分點。而從歷史經驗來看，兩者增速差值低於 -8% 的情況是難以長期持續的，一般會在未來一到兩年觸底回升，而之後則往往跟隨著一波股市修復行情的來臨。
- **市場研判：核心風險逐步緩解，宏觀經濟或好於預期，A 股仍具有中期配置價值。**1 月以來中美貿易談判、出口數據、金融數據以及中央政策顯示經濟、流動性將明顯好於我們預期，我們認為，隨著客觀數據的改善、市場可能還將繼續估值回歸。無論是從股價資產的相對吸引力來看，還是 M1 與 M2 增速的剪刀差來看，權益資產都可能接近大周期的拐點。
- **風險提示：經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。**

## 一、政策托底力度超預期，一月經濟數據好轉

國家發改委基建項目審批投資從去年下半年至今環比增長 139%。從去年下半年開始，一直到 12 月中央經濟工作會議，政策的主基調都是適當對沖經濟的下行壓力，這一點主要體現在積極財政（加強基建、擴大赤字）和穩健貨幣政策上。從具體數字上來看，我們統計了國家發改委從 2018 年 7 月至今所批復項目的投資總額，為 1.33 萬億，而在此之前的 12 個月發改委所批復項目的投資總額僅 5500 億元，環比增長 139%。這一波基建托底力度是強于上一波的，也是超出大家預期的。

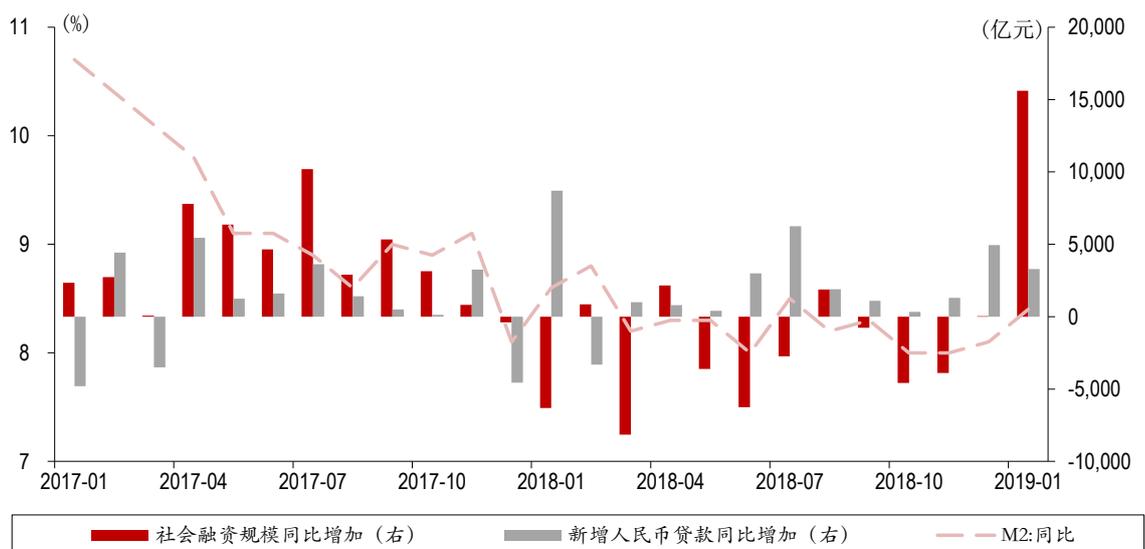
圖表 1. 2018 下半年後發改委審批投資額大幅增加



資料來源：萬得，中銀國際證券

在金融數據方面，1 月社融增量和新增人民幣貸款雙創歷史新高，M2 出現見底回升跡象。根據央行公布的 1 月份社融統計數據顯示，1 月份新增人民幣貸款 3.23 萬億元，創歷史新高；1 月社融增量更是達到 4.64 萬億元，超出市場預期。

圖表 2. 一月金融數據顯示寬信用環境正開始成形



資料來源：萬得，中銀國際證券



我們在 2019 年 1 月 8 日發布的 2019 年年度策略《動之徐生》中提出“不可能的通縮與可能超預期的業績”，我們認為市場對全球及中國經濟進入衰退的擔心可能是過度了。我們認為全球作為一個經濟體，消費是核心，這又從根基上取決於失業率水平。低失業率決定了消費的穩健。那麼全球經濟放緩，就是一個周期性的漸進式放緩，而不太可能是衰退式下滑或危機式下滑。從 IMF 以及世界銀行對 2019 年全球預測來看，也是認為全球經濟是擴張放緩，而不是進入衰退。2019 年，全球經濟運行將進一步證實市場的擔心是過度的。中國也是如此。

圖表 3. 主要機構對 2018-2020 年全球經濟增速預測

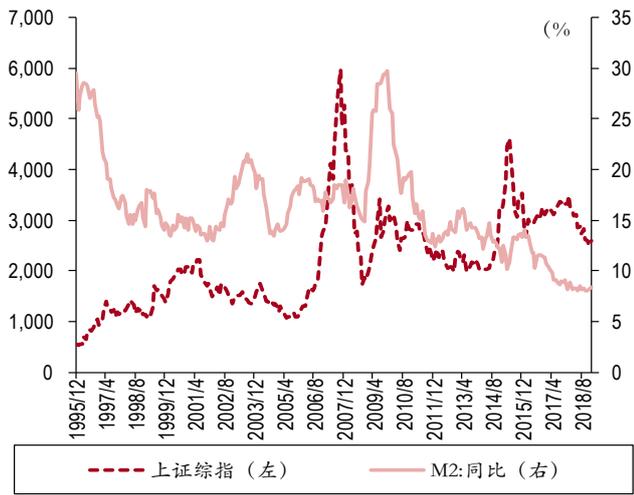
單位 (%)		2017	2018E	2019E	2020E
IMF	全球	3.74	3.73	3.65	3.66
	發達經濟體	2.34	2.36	2.13	1.72
	新興市場和發展中經濟體	4.72	4.68	4.68	4.93
	歐元區	2.39	2.03	1.88	1.65
世界銀行	全球	3.06	3.1	3.04	2.9
	發達經濟體	2.26	2.21	1.98	1.71
	新興市場和發展中經濟體	4.34	4.51	4.65	4.69
	歐元區	2.39	2.1	1.73	1.52

資料來源：萬得，中銀國際證券

## 二、M1 增速與 M2 增速差觸底，大周期的拐點可能來臨

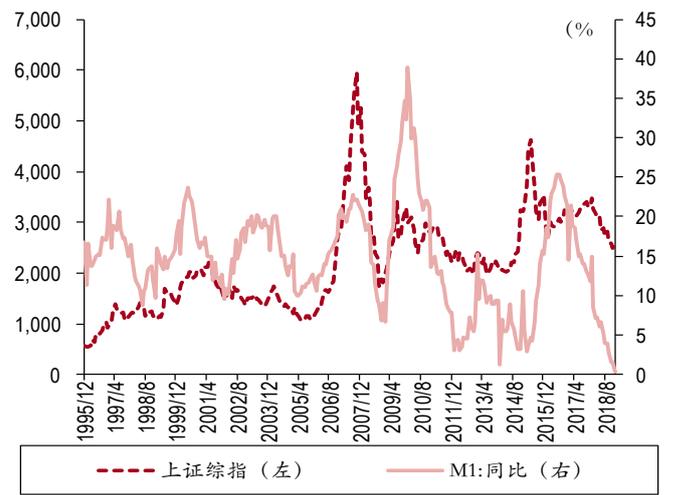
我們統計了 1995 年至今 M1、M2 增速及上證綜指之間的關係。單從 M2 增速來看，1995 年至今其與上證綜指的 PEARSON 相關係數為-0.3，但是不同階段差異較大。單從 M1 增速來看則與上證綜指有一定正相關關係，PEARSON 相關係數為 0.14。

圖表 4. M2 增速與上證綜指



資料來源：萬得，中銀國際證券

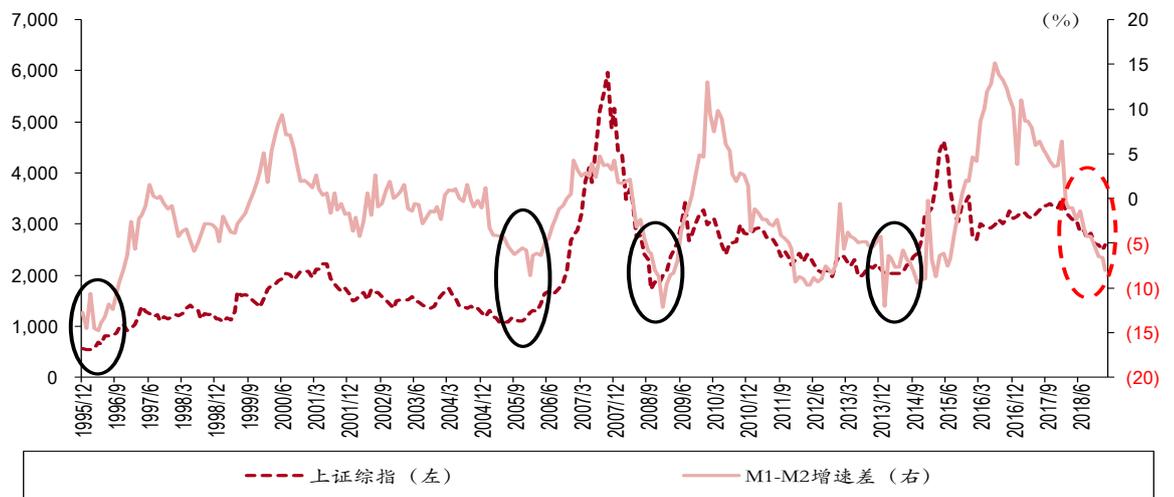
圖表 5. M1 增速與上證綜指



資料來源：萬得，中銀國際證券

值得關注的是 M1、M2 增速的差值與股指有著明顯的正相關關係，當 M1-M2 增速差處於階段性底部時，之後股市往往觸底回升。我們用 1995 年至今的同期 M1 增速減去 M2 增速，得到其增速差值，並與同期上證綜指進行對比，其 PEARSON 相關係數高達 0.41。當 M1 增速-M2 增速處於一個階段性底部並開始回升後，上證綜指往往也會開始進入下一波牛市。這在大周期中尤為明顯。可以看到，1995 年底的 M1-M2 增速差從-15%一路回升到 0 以上，1995 年底開始牛市也隨之而來。同樣地、2005 年底 M1 與 M2 增速差也從-8%開始大幅回升，對應 2006-2008 年的一波牛市行情。2008 年底，M1 與 M2 增速差再次降低到-10%以下，但很快觸底回升，對應 2009-2010 年的一波行情。最近一次大周期是在 2013 年底，M1 增速-M2 增速再次跌落到-10%以下，之後震蕩回升，而上證綜指也在 2014 年開始修復。

圖表 6. M1、M2 差值與股指



資料來源：萬得，中銀國際證券

為什麼 M1 增速與 M2 增速差值會與股指呈現正相關關係呢？我們知道，M1 包括現金加活期存款，M2 包括 M1 加城鄉居民儲蓄存款、定期存款和其他存款。當信貸投放擴張或企業經營狀況邊際改善



的時候，企業活期存款彈性更高、回升速度更快，因此 M1 增速可能大于 M2 增速，同時居民消費傾向的增強使得居民儲蓄存款部分轉為企業活期存款也可能導致 M1 增速快于 M2 增速。無論是何種情況，M1 增速大于 M2 增速都很可能是經濟邊際改善的表現，因此股指往往也隨之有所表現。

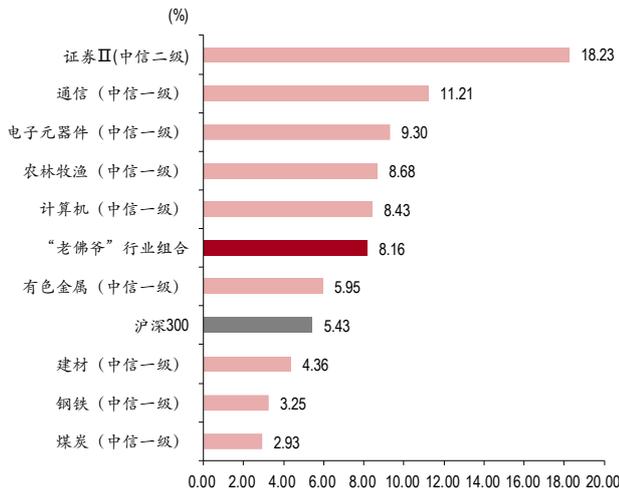
**當前 M1-M2 增速差值已經下降到-8%，是 2016 年以來的階段性底部，未來是否會震蕩回升？**2016 年以來 M1 與 M2 增速差值從高位 15% 一路回落到-8%，相差 23 個百分點。而從歷史經驗來看，兩者增速差值低于-8% 的情況是難以長期持續的，一般會在未來一到兩年觸底回升，而之後則往往跟隨著一波股市修復行情的來臨。↓

**市場研判：核心風險逐步緩解，宏觀經濟或好于預期，A 股仍具有中期配置價值。**1 月以來中美貿易談判、出口數據、金融數據以及中央政策顯示經濟、流動性將明顯好于我們預期，我們認為，隨著客觀數據的改善、市場可能還將繼續估值回歸。無論是從股債資產的相對吸引力來看，還是 M1 與 M2 增速的剪刀差來看，權益資產都可能接近一個大周期的拐點。

### 三、建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值 1.28

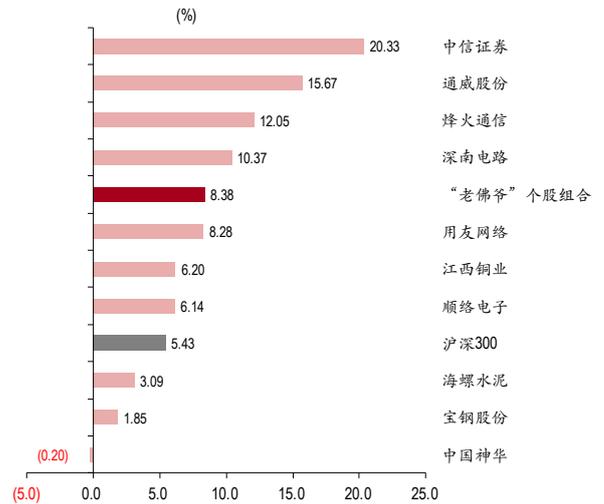
組合回顧：個股組合和行業組合收益均遠優于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 8.16%，表現優于市場 2.73%；“老佛爺”個股組合絕對收益 8.38%，表現優于市場 2.94%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.28。

圖表 7. 上周“老佛爺”行業組合表現



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 8. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 9. “老佛爺”組合表現 (累計值)

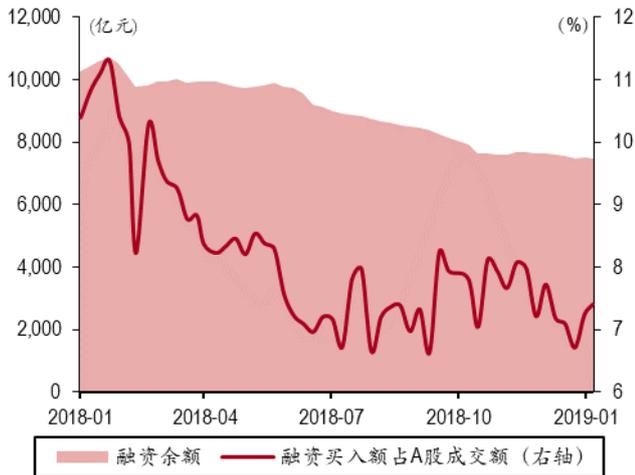


資料來源：萬得，中銀國際證券

## 四、市場重要變化：漲停比大幅上升，成交量劇增

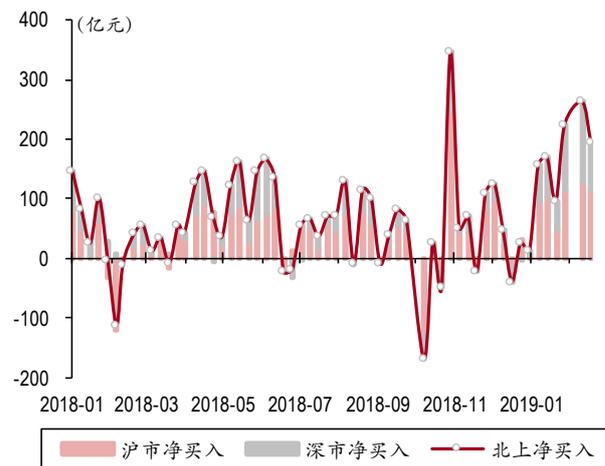
場內杠杆小幅上升，融資餘額環比上升 3.25%。場內杠杆資金方面，截至 2 月 22 日，兩市融資餘額來到了 7517.7 億元，前值 7280.93 億元，環比(+3.25%)。融資買入成交額占全市場成交占比為 9.31%，環比(+0.17%)。

圖表 10. 兩市融資餘額小幅上升



資料來源：萬得，中銀國際證券

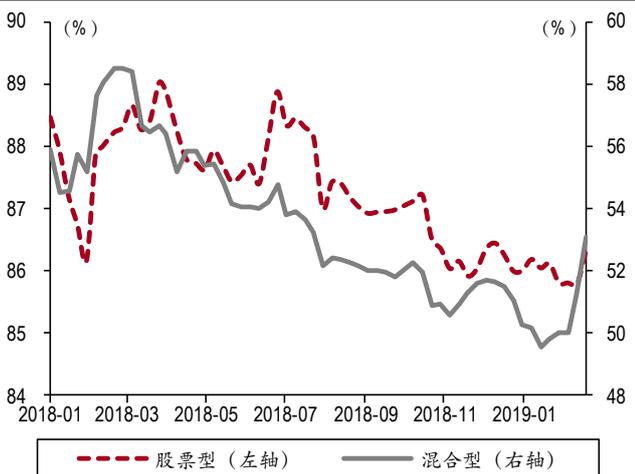
圖表 11. 北上資金淨流入規模小幅度下降



資料來源：萬得，中銀國際證券

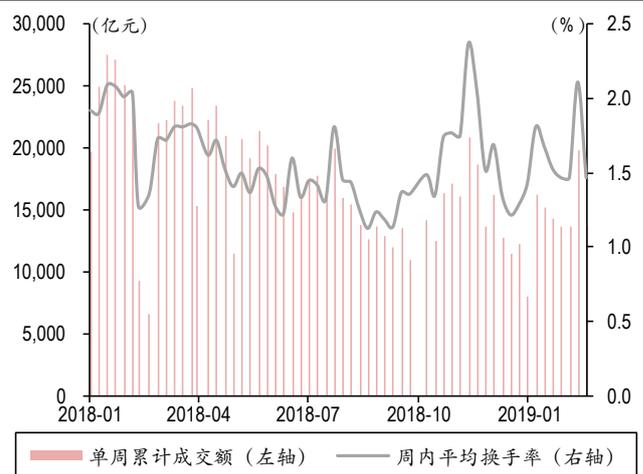
北上資金小幅淨流入。上周陸股通合計淨流入 194.81 億元（前值 263.72 億元），海外資金淨流入規模顯著加大。分市場來看，滬股通深股通雙雙淨流入。具體地，滬股通淨流入 114.05 億元（前值 128.28 億元）；深股通淨流入 80.76 億元（前值 135.44 億元）。

圖表 12. 混合型基金倉位大幅上升



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 13. 本周全市場換手率大幅下滑

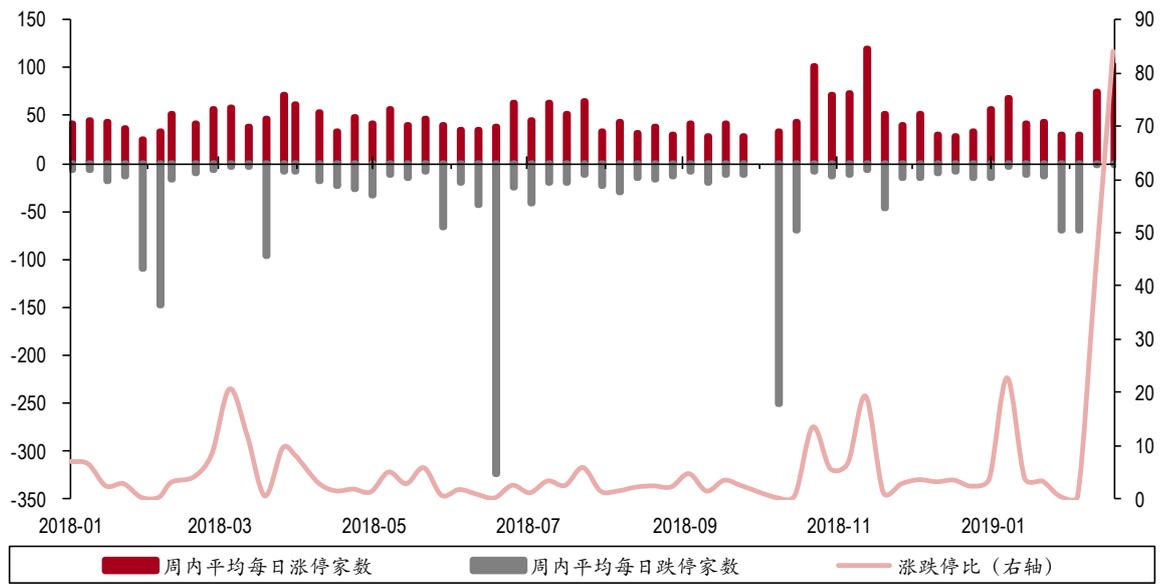


資料來源：萬得，中銀國際證券

股票型基金倉位上升，混合型基金倉位上升。機構倉位方面，本周權益型基金倉位并未隨著市場的反彈普漲。具體地，股票型基金最新倉位 86.34%（環比+0.56%）；混合型基金最新倉位 53.09%（環比+1.83%）。本周股票市場呈現小票活躍行情，并不是當前機構重倉的板塊。



圖表 14. 漲跌停比大幅上升，指標顯示本周市場情緒較為樂觀



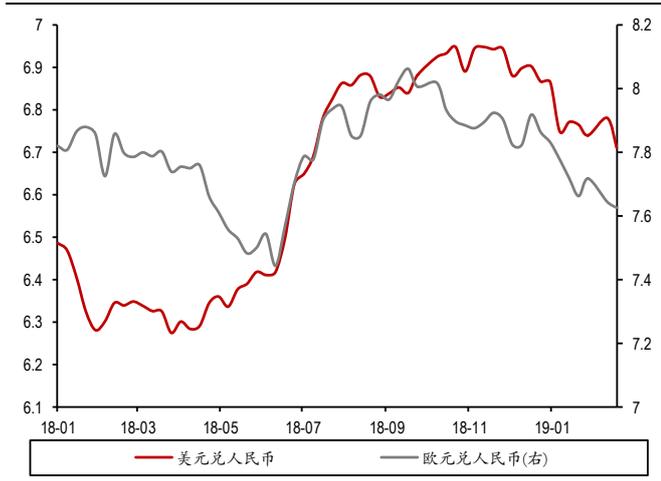
資料來源：萬得，中銀國際證券

當周市場換手率大幅上升至 1.47%，漲跌停比例大幅上升至 84。本周市場成交情況活躍度大幅回落。市場單周累計成交額 13625.81 億元（前值 19876.49 億元），環比（-4.88%）；全市場自由流通換手率小幅回落，下降至 1.47%（前值 2.11%），環比下降 0.06 個百分點。打板情緒方面，漲跌停比例大幅上升。全周市場漲跌停比上漲至 84（前值 42），上升 42，全周漲停家數遠多於于跌停家數，市場上出現了不少支帶動人氣的連板個股。

## 五、宏觀重要變化：1 月 PPI 繼續回落至 28 個月新低

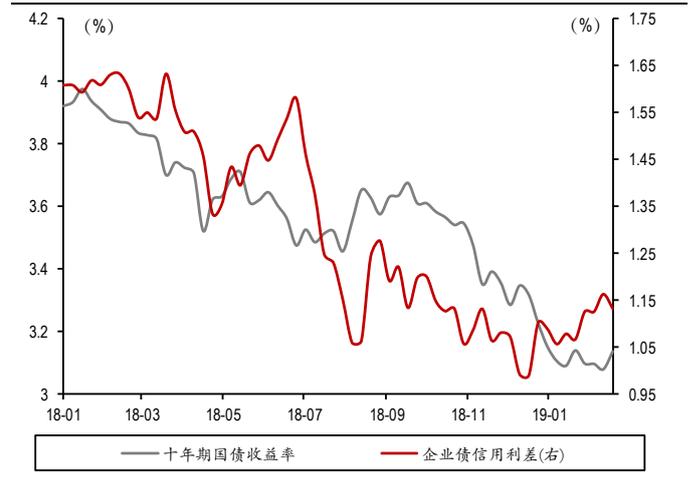
本周，美元兌人民幣匯率報 6.71，人民幣對美元較上一周升值 1%。歐元兌人民幣報 7.62，人民幣對歐元升值 0.2%。十年期國債收益率上漲 5.7 個 BP，報 3.14。信用利差走窄 3.1 個 BP。1 月 CPI 同比增 1.7%，創 1 年新低，預期 1.9%，前值 1.9%；1 月 PPI 同比增 0.1%，為 28 個月新低，預期 0.3%，前值 0.9%。

圖表 15. 人民幣匯率走勢



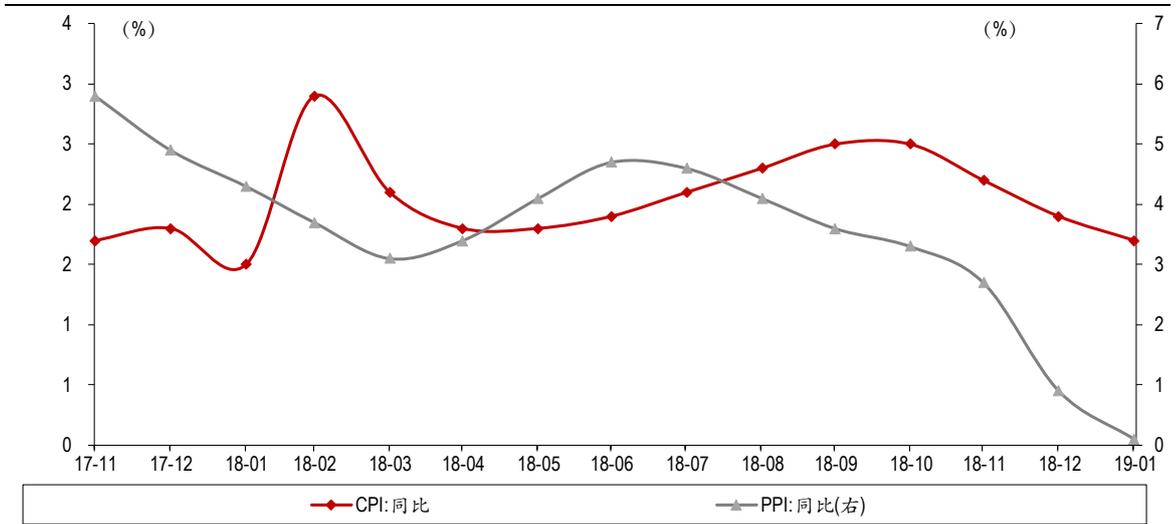
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 16. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 17. CPI 和 PPI 同比走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

## 六、行業重要變化：電廠耗煤需求持續上揚

上游能源方面，原油價格上漲 5.1%，價格持續上揚，EIA 全美庫存增加 0.8%，煤炭現貨價格上漲 1.1%，電廠耗煤需求延續上揚趨勢，大漲 22.9%，秦港庫存下降 0.9%；中游材料方面，銅價漲 3.1%，金價漲 1.9%，新能源持續弱勢，鋼鐵價格微跌 0.5%，水泥價格指數下跌 1%，持續弱勢局面，玻璃價格稍有回升，化工品價格中，PTA 期貨下跌 0.6%，天然橡膠基本維持前值，重質純鹼下跌 0.5%，尿素下跌 0.5%。

圖表 18. 中上游主要原材料價格一周變化

	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	56.9	5.1	1.1	7.0
	EIA 全美庫存	千桶	454,512.0	0.8	0.8	2.1
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	572.0	1.1	(0.7)	0.4
	秦港煤炭庫存	萬噸	518.5	(0.9)	(1.7)	(8.8)
	發電集團日均耗煤	萬噸	31.6	22.9	18.7	(17.5)
有色	LME 銅	美元/噸	6,348.0	3.1	(1.1)	6.4
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,340.2	1.9	(0.1)	3.9
	電池級碳酸鋰	元/噸	83,200.0	0.2	0.0	0.0
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	142.4	(0.5)	1.5	1.9
	礦價綜合指數	\	96.0	(0.5)	3.5	11.5
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,799.2	11.1	11.1	81.2
建材	水泥價格指數	\	150.4	(1.0)	(0.4)	(2.6)
	玻璃價格指數	\	1,150.1	0.2	(0.2)	(1.2)
化工	尿素:山東	元/噸	1,897.0	(0.5)	(0.7)	(0.1)
	天然橡膠:上海	元/噸	11,585.0	0.04	0.0	5.5
	重質純鹼:華東	元/噸	2,040.0	(0.5)	(3.8)	(5.1)
	PTA:期貨	元/噸	6,472.5	(0.6)	0.4	6.0

資料來源：萬得，中銀國際證券



## 風險提示

經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

### 公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

### 行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自轉載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打: 10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打: 10800 1521065  
新加坡客戶請撥打: 800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371