

信瑞中国A股红利策略

Seresia China A-shares Income Strategy



2020年1季度A股投资展望

核心观点 2020年是“十三五规划”的收官之年，也是美国的大选年。我们认为，在这一特定的时点里中国的宏观经济的内外部矛盾都会得到缓冲的时间窗口。宏观经济指标和企业盈利也会有反弹的迹象。

虽然中国A股估值并没有显著低估，但考虑到经济增速反弹带动的企业盈利增加，A股仍然拥有较好的投资空间。同时，我们认为A股存在资金流入带动的趋势性的投资机会。因为 1) 海外配置资金持续流入新兴市场，带动A股。2) 中国国内投资者资产配置选择更加狭窄，只能向A股集中。

我们认为2020年的投资的时间窗口在宏观经济超预期的上半年，而1季度比2季度的确定性更高。

宏观经济回顾及展望

2019年宏观经济景气并没有大部分机构投资者预期的那样企稳回升。除了房地产投资相关领域及高端消费以外的大部分经济部门的景气都在较低的水平挣扎。市场认为景气低迷的原因主要有两种：1) 中美贸易摩擦与发达国家景气下滑导致了中国的外贸受阻。2) “去杠杆”，“严监管”对国内资产价格及固定资产投资起到了不利的影响，甚至短期来看还影响了一部分消费景气。

我们认为2008年以来的逆周期调控与松散的监管导致了2019年之前的景气虚高。撇开外贸导致的影响，2019年的改革目标仍然被经济下滑掣肘，没有得到足够的改革提效。我们认为2020年不是中长期景气的新的开始，但2020年的开局看起来会不错。主要原因如下：

1) 美国大选年到来，中美贸易摩擦进入难得的休整期。历届美国大选，经济景气都成为了影响大选的重要砝码。特朗普政府在2020年对中国的贸易压迫可能会显著降低，中国的外贸或许会遇到难得的喘息机会。

2) 2020年是“十三五规划”收官之年，经济政策转为“保增长”。2019年4季度开始，中央政府已经开始在各种场合透露保增长的信号。“去杠杆”与“严监管”都要暂时让位于“十三五规划”的成功。我们可能会在1季度就能观察到财政与货币政策的合力。

宏观经济回顾及展望(继续)

3) 房地产投资的余威仍在。2014~2017年的房地产景气周期过猛，导致房地产开发商现金及土地储备非常充裕。房地产新开工及在建工程仍将持续拉动经济增长。因各地政府财政缺口较大，中央也通过“因城施策”来放松了对房地产的严格调控。目前看来2020年的经济增长的基石仍然是房地产。

4) 工业企业补库存。目前除了建筑产业链以外的工业企业景气较差，库存持续维持低位。随着政策的转向，库存也会有所复苏带动经济增长。

我们认为，上述的变化会使投资者对经济景气趋势的判断，而以边际趋势来看，1季度的经济超市场预期幅度可能最大。

企业盈利与市场估值

宏观经济的反弹很有可能带动企业盈利端的复苏。如果假设2020年经济增速可以达到6%的话，我们认为沪深300指数的2020年全年盈利增速有望超过10%。而盈利增速同比的高点可能在2~3季度出现。

2019年末，沪深300指数的市盈率(TTM)为12.5倍、市净率为1.5倍、股息率为2.4%。A股的静态估值与全球主要金融市场对比来看，较为低估。如果考虑2020年经济增速回升带动的企业盈利增速，则相对优势明显。

如果和过去10年相比，目前的A股估值恰好与2010年以来的平均估值相近，而且2019年价值股大涨导致可投资标的减少，所以并不能得出显著低估的结论。但如果我们考虑到目前位置中国家庭财富管理主要以房地产、银行理财、定期存款作为投资标的，那么在房地产及理财产品收益萎靡的前提下，A股的估值还是有足够的吸引力的。

综上，我们认为考虑A股企业盈利后的估值合理，存在投资的合理性。但考虑到并没有显著的低估，估值修复的空间非常有限。如果市场上涨，涨幅可能更多来自于市场预期带动的配置资金的增加。

信瑞中国A股红利策略

Seresia China A-shares Income Strategy



2020年1季度投资策略

我们的产品于2019年4季度成立，为了避免不必要的净值回撤风险，我们采取了非常保守的资产配置策略。11月投资不确定性较多，我们将建仓推迟到了12月。12月初，市场就开始了反弹，中美贸易谈判也达成了第一阶段的和解。我们择机建立了一部分仓位。

我们对2020年上半年的行情持乐观态度，而1季度可能优于2季度。我们的择时模型中，宏观经济因子自2019年9月以来第一次给出了负面信号。但我们观察到宏观经济预期有所好转，带动投资资金也一同流入市场。所以，我们认为信号再度转正的可能性仍在，需要继续观察。动能因子已经给出了比较明确的正面信号。目前散户投资预期有所复苏，带动了两融规模持续提高。目前CPI维持在高点，估值因子与通胀因子并没有给出正面的信号。

综上，目前主要择时因子维持正面。如果在农历新年之前，我们取得了比较好的收益，如果市场有所波动，我们的建仓节奏可能会提前。

选股方面，如果1季度投资预期被激发散户开始持续进入市场，高股息组合可能会在短期跑输沪深300指数。为了对冲这一部分风险，我们在12月份买入了大型券商。随着市场进入上升趋势，我们会把过度高配的券商占比逐渐降下来。

免责声明

All information in this presentation has been prepared by Seresia Asset Management Limited ("Seresia Asset Management") for presentation by Seresia Asset Management for professional investors only and is not legally binding. It may not be used for the purpose of an offer or solicitation in any jurisdiction or in any circumstances in which such offer or solicitation is unlawful or not authorized. It should not be published in hard copy, electronic form, via the web or in any other medium accessible to the public, unless authorized to do so. Seresia Asset Management accepts no liability for any loss or damage of any kind resulting out of the unauthorized use of this document. Whilst compiled from sources Seresia Asset Management believes to be accurate, no representation, warranty, assurance or inducement express or implied as to the accuracy, completeness or adequacy of freedom from defect of any kind is made, and the division, group or subsidiary or affiliate of Seresia Asset Management which produced this document shall not be liable to the recipient or controlling shareholders of the recipient resulting from its use. Past performance is not indicative of future performance. Investments are subject to risk and there is no guarantee that these investment objectives will be achieved. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and investors may not get back the full amount originally invested.