

## 主要结论

**中美贸易谈判缓和：**中美在2020年1月15日签署了两方第一阶段贸易协议，这也意味着历时18个月的中美贸易冲突终于暂时告一段落。双方就平等尊重的基础上，就知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决几个部分达成一致。但值得注意的是，国际政治经济局势复杂多变，在第一阶段协议解决贸易问题之后，第二阶段谈判将主要着眼于没有取消的关税和一些非贸易类问题，由于细节繁琐，预计第二阶段协议持续的时间或将更长。

**美伊冲突对商品市场的影响：**伊朗和美国的紧张对峙提升了全市场的避险情绪。但值得注意的是，此次袭击暂时不针对石油生产活动，单个地缘政治事件对于黄金和原油的刺激作用不会持续太久，随着未来几周风险的下行，原油和黄金的价格将回归供需基本面的逻辑。双方爆发热战的可能性较小，美国对伊朗大概率还是以经济和原油制裁手段为主，所以未来的风险点是在于伊朗方面的态度，以及伊朗对于美国是否采取军事反击。大类资产方面我们建议2020年可以适当的做空铜金比，作为宏观大宗商品配置的重要指标，反应的是未来市场对于美国经济未来的期望值，我们观测到铜金比和美国GDP走势的相关性达到了82%，当前美国企业利润已经出现了较为明显的下行趋势，根据2020年美国大概率温和回落的逻辑，卖铜买金或将是较为不错的资产配置角度。

**股市资产配置方面：**经过几年的调整，当前A股市场整体估值处于底部区间。我们首先通过对于政策底和股市底的判断，确认2019年12月A股开启了一轮新的上涨行情。其次从政策面、大盘风格切换、估值面三个角度分析股票市场，我们认为未来政策对于中小板块的扶持力度将会更强，小盘股涨幅将会超过大盘股，并且由于市盈率超跌，被低估的空间更大，安全边际相对较高等特点，中小板更具有配置的价值。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

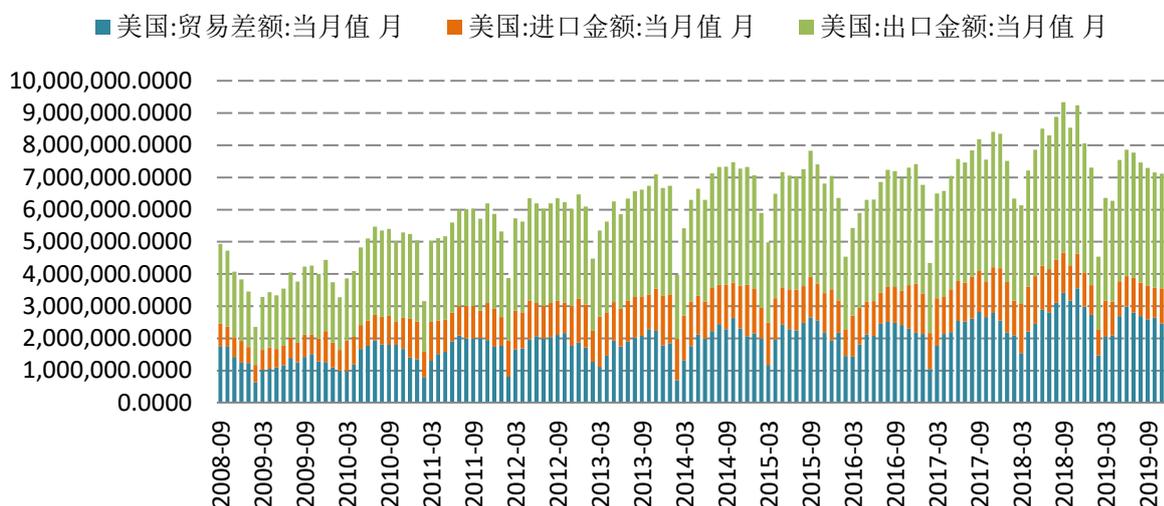
## 一、全球宏观经济概述

### 1、中美签署第一阶段书面贸易协议

中美在 2020 年 1 月 15 日签署了两方第一阶段贸易协议，这也意味着历时 18 个月的中美贸易冲突终于暂时告一段落。双方就平等尊重的基础上，就知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决几个部分达成一致。美方将分阶段取消对话产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升至降的转变，从细则上来看，贸易方面，中国承诺在未来两年将大量进口美国商品与服务，总额为 2000 亿美元。关税方面，美国将在 30 日内，将针对 1200 亿美元的中国商品新征关税降至 7.5%。总体来看，加强知识产品保护，有利于中国创新发展的需要；完善技术转让方面的制度，符合中国改革开放的方向；增加中美农业合作有利于满足我国的消费需求；而金融服务开放对双方都是利好。

但值得注意的是，国际政治经济局势复杂多变，在第一阶段解决贸易问题之后，虽然双方都表达了一定的诚意，第二阶段谈判主要在于双方没有取消的关税和一些非贸易类问题，由于细节繁琐，预计第二阶段协议持续的时间或将更长。

图：中美贸易差额



数据来源：wind 国信期货

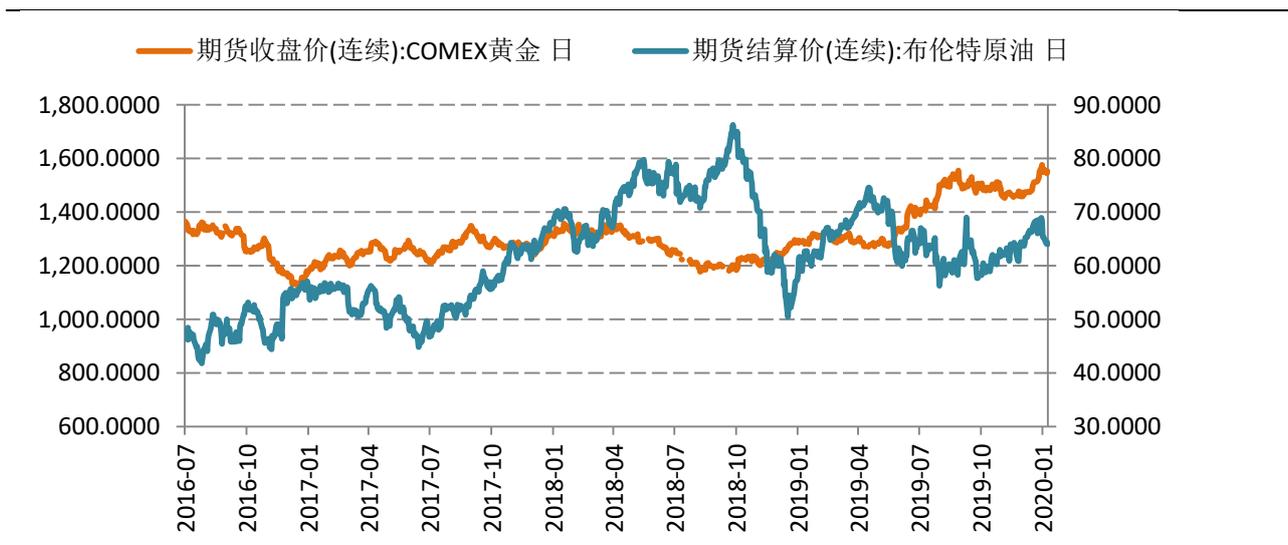
### 2、美伊冲突对股市和商品市场的影响

美伊事件的发酵，伊朗和美国的紧张对峙达到了空前的程度，提升了全市场的避险情绪，对于黄金来说是一个较大的利好。对于原油价格来说，市场担忧石油供应问题，短期将推动原油以及原油下游的相关期货品种价格的上行。但值得注意的是，此次袭击暂时不针对石油生产活动，单个地缘政治事件对于黄金和原油的刺激作用不会持续太久，随着未来几周风险的下行，原油和黄金的价格将回归供需基本面的逻辑。我们认为对于特朗普来说，2020年是美国总统的选举年，他将会最大可能的避免美国人员在中东地区伤亡的可能，所以美国方面挑起战争的可能性较小，美国对伊朗大概率还是以经济和原油制裁手段为主，所以未来的风险点是在于伊朗方面的态度，以及伊朗对于美国是否采取军事反击。

美伊冲突或将利好我国A股市场，地缘政治风险升级对于美股造成了短暂的冲击，投机资金观望态度浓重，或将暂时撤出美国市场。而中国股市由于估值偏低，政策扶持，政局稳定等因素，或将成为外资的“避风港”，外资流入速度或将进一步加快。

除了美伊冲突，今年主要的黑天鹅事件还有全球贸易冲突升级以及贯穿2020年全年的美国总统大选，尤其需要注意的月份是7、8、11三个月，分别是民主党选举候选人，共和党选举候选人以及美国总统最终大选的月份，当前两党选票较为焦灼，不确定因素较多，大选前景尚未明朗，同时总统选举的结果也会影响中美贸易未来的前景，所以这三个月资产价格波动或将放大，避险需求的提升也可能带来黄金新一轮的上涨的行情。大类资产方面我们建议2020年可以适当的做空铜金比，作为宏观大宗商品配置的重要指标，反应的是未来市场对于美国经济未来的期望值，我们观测到铜金比和美国GDP走势的相关性达到了82%，当前美国企业利润已经出现了较为明显的下行趋势，根据2020年美国大概率温和回落的逻辑，卖铜买金或将是较为不错的资产配置角度。

图：美伊冲突对黄金和原油价格影响



数据来源：wind 国信期货

## 二、2020年中小板块或更有机会

2019年A股市场表现好于其他大类资产，上证指数累计上涨22.30%，而之前资本市场中投资回报率的明星——房地产市场价格涨幅仅为6.34%。A股市场经过几年的大幅调整，当前市场整体估值处于底部区间，市净率仅为1.86，接近2005、2009、2014年牛市启动前的水平。预计2020年市场利率中枢大概率下行，并将继续推动企业估值稳步回升，在房住不炒的政策基调下，住宅价格涨幅增速下行已是板上钉钉，作为中国资本市场中少数能容纳大体量资金的市场，2020年A股市场或将继续成为投资回报率最好的标的之一。

图：当前A股市净率处于历史较低水平

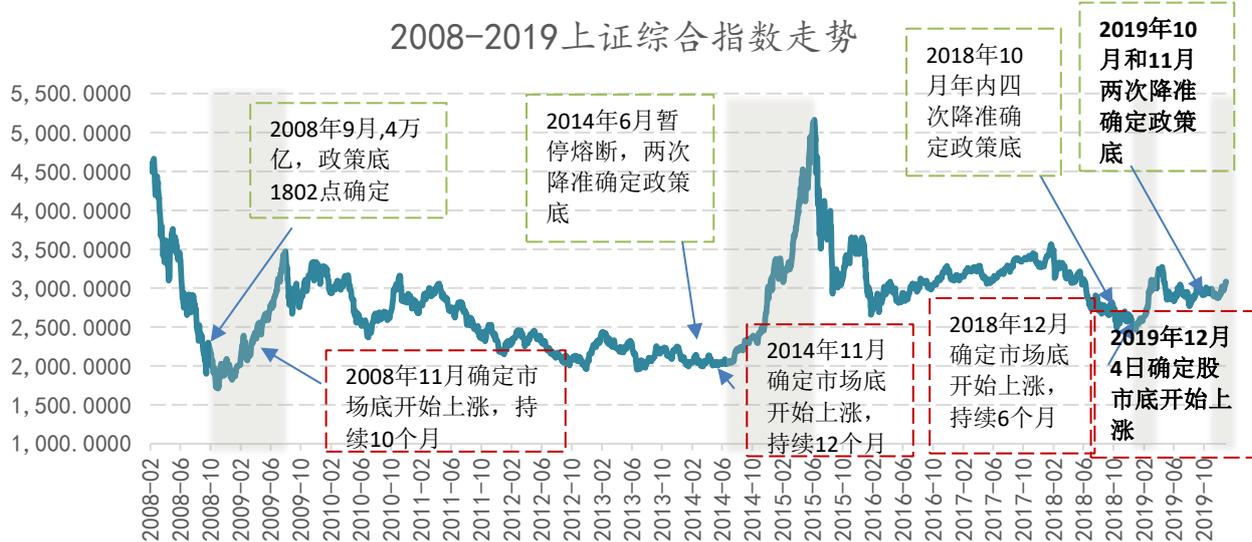
2000-2020年A股市净率



数据来源: wind 国信期货

通过回溯历史上5次A股的底部（2005年、2008年、2014年、2016年、2019年初）发现一个规律：A股市场每次经历牛熊转换，都会经历两个底部，政策底和股市底。一般来说，政策底领先于股市底。从时间上来看，时长在1个月到2个月之间。**2019年股市政策于11月15日确认，股市底部于12月4日出现，并已经开启了新一轮上涨行情。**

图：股市底和政策底的关系



数据来源: wind 国信期货

通过研究发现历史上5次政策底都拥有一个相同的特征：**流动性的改善和市场风险偏好的上升**。例如：2008年的政策底由连续的降息降准和四万亿的投资计划构成，2019年初的行情是由2018年内4次降准以及中美贸易战在2019年初好转带来的风险偏好的提升，**此轮2020年初的行情是由2019年内4次降准带来的流动性改善，以及中美贸易即将签署第一阶段协议推动的风险偏好提升引发的。**

根据历史经验，当股市底出现后，A股市场平均上涨的时长最长1年，最短6个月，平均在9个月左

右。如果利用最短上涨时长6个月来推测，**此轮行情股市底部于2019年12月出现，预计2020年2季度前A股市场都将会较好的投资机会。**

选股策略将从政策面、市场风格切换、估值面三个角度分析。**从政策面来看**，根据中国证券报统计，2019年全年国务院常务会议一共9次“发声”力挺小微和民营企业。引导资金逐步从金融领域传导至实体经济中，倾向性较为明显。

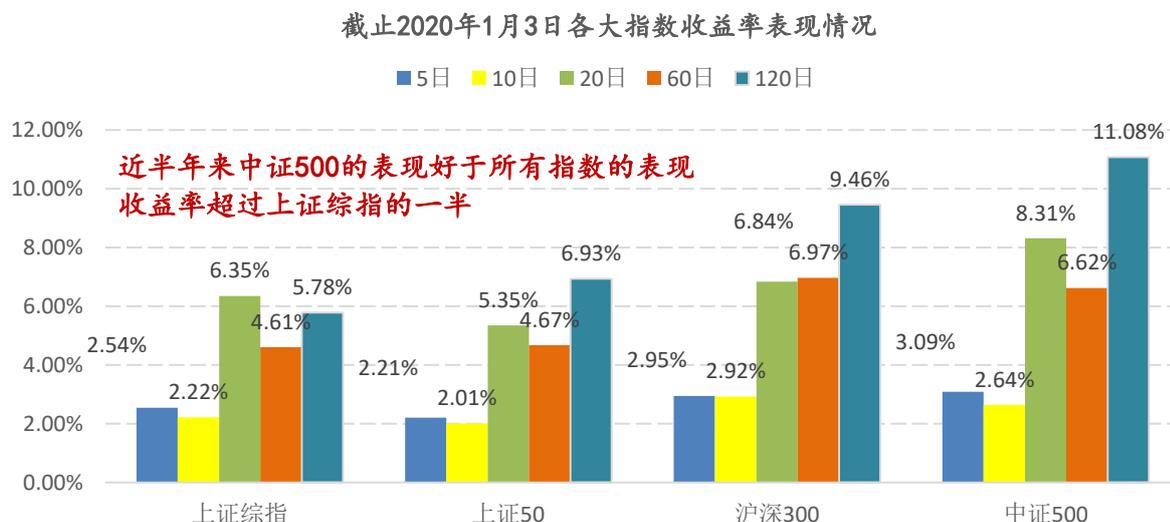
图：2019年下半年扶持中小企业政策梳理

日期	事件
2019.6.26	<b>国常会：</b> 确定进一步降低小微企业融资实际利率的措施，决定开展深化民营和小微企业金融服务综合改革试点
2019.7.2	<b>李克强达沃斯论坛：</b> 中国的中小企业和民营企业支撑了中国80%以上的就业，运用融资的其他方面的工具，定向支持民营企业 and 中小企业，把中小企业、民营企业融资的实际成本降下来，而且要明显降下来。
2019.8.16	<b>国常会：</b> 明确LPR改革方式，改革完善贷款市场报价利率形成机制，坚持用改革办法促进实际利率水平明显下降，并努力解决中小企业融资难问题。
2019.9.4	<b>国常会：</b> 要加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。
2019.12.22	<b>国务院：</b> 《关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》

数据来源：wind 国信期货

受到政策扶持激励的影响，2019年下半年开始中证500的收益达到了11.08%，表现明显强于上证50和中证300，收益率超过上证综指1倍。值得注意的是，**中证500中权重较大的是科技含量更高的行业，更加符合国家未来产业升级、科技创新的定位**，是创业就业的主要领域、技术创新的重要主体，是未来政策主要的发力点和扶持对象，**所以从政策面的角度来看，中证500更具有投资价值。**

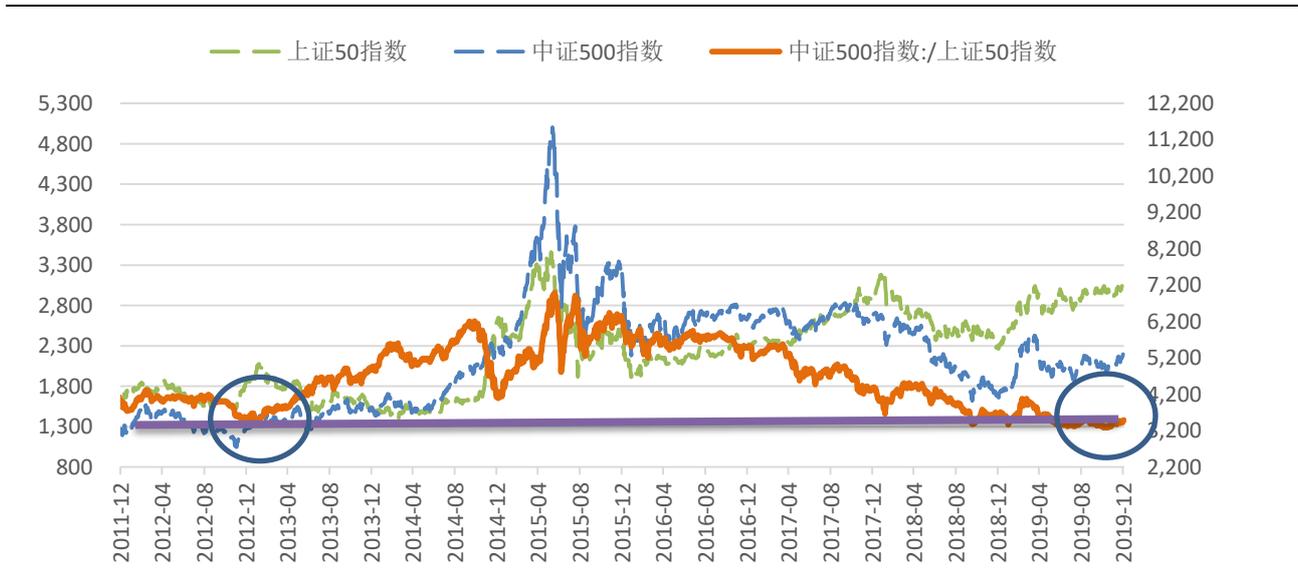
图：中证500的收益率高于所有指数的收益率



数据来源: wind 国信期货

从市场风格转换的角度观察,制作中证500/上证50的比值,如果小盘股涨幅小于大盘股,则比值曲线回落。当前中证500/上证50的值回落到了历史的底部,并且出现了反弹的迹象,预计2020年小盘股的涨幅或将超过大盘股。

图: 中证500和上证50的比值



数据来源: wind 国信期货

通过比较2011年至今上证50和中证500市盈率的标准差区间,可以发现,除了2015年-2016年之外的大多数时间,股价走势都是在均值的标准差区间内运行,一旦偏离区间,便会出现修复行情,并回到标准差区间内运行。目前来看上证50市盈率处于均值标准差区间内,中证500市盈率位于市盈率标准差区间之外。从市盈率超跌估值修复的角度分析,我们认为目前中证500板块更具有配置价格,安全边际更高。

图: 上证50股票市盈率



数据来源: wind 国信期货

图: 中证 500 板块市盈率



数据来源: wind 国信期货

综上所述, 从政策面、板块风格轮动、估值面三个角度, 我们认为 2020 年中证 500 更具有投资潜力并且安全边际更高。

### 三、国内经济概述

#### 1、制造业数据: PMI 指数处于枯荣线之上 景气度回升

12月制造业PMI指数为50.2, 与11月持平。12月PMI指数在临界点以上, 数据方面有2点值得关注: 1、从企业规模看, 大型企业PMI为50.6%, 比上月回落0.3个百分点, 中型企业PMI为51.4%, 比上月上升1.9个百分点, 大、中型企业PMI均位于临界点之上, 小型企业PMI为47.2%, 比上月下降2.2个百分点, 位于临界点之下。说明小微企业生存压力依然较大, 考虑到1月6号全面降准, 或将对于2020年1月PMI数据将会有所提振。2、从生产指数、新订单指数和库存数据来看, 受到节假日因素的影响, 数据表现比较亮眼。生产指数和新订单指数连续2个月维持在枯荣线之上, 表明制造业市场的需求持续扩张, 同时库存数据有所回

**预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7638](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7638)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn