

估值提供安全边际 短期波动维持高位

兴证期货·研发中心

2018年7月4日 星期三

金融研究团队

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

高歆月

从业资格编号：F3023194

尚芳

从业资格编号：F3013528

联系人

高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 2018年上半年行情回顾

2018年上半年股票市场整体呈现冲高回落的走势，市场呈现普跌行情，风格较2017年来看较为均衡，蓝筹大盘股回调幅度较大，申万一级行业中仅有餐饮旅游、医药、食品饮料收红。股指期货集体收跌，其中IF跌幅相对较小，IC跌幅较大，市场避险情绪上升，股指期货总成交量及成交持仓比均有所走高。期指合约基差在年初一度走强至升水阶段，但随着行情走弱，合约再度回归贴水状态。

● 2018年下半年期指展望

对于股市2018年下半年的预期，我们认为市场在低位筑底后将震荡反弹，目前指数的估值水平提供了较高的安全边际，且宏观经济维持韧性，结构转型的成效逐渐展现，经济硬着陆的概率较小，加上货币政策结构性宽松，市场贴现率从高位逐步下行，拉长投资期限来看股市风险相对有限，中长期持多股票的上行机会大于下行空间。从市场风格来看，我们维持此前2018年度报告的观点，大小盘风格分化弱化，认为沪深300、上证50及中证500指数均将迎来超跌反弹，震荡中枢上行，从估值角度来看，中证500指数的反弹空间更大。但由于目前中美贸易战及地产压力等不确定因素较多，市场情绪波动较大，因此未来仍处于高波动率行情，短期风险较大，偏向于中长期投资者可逐步多单布局股指期货锁定建仓成本或通过市场中性策略减弱系统性波动影响。

1. 2018 年上半年行情回顾

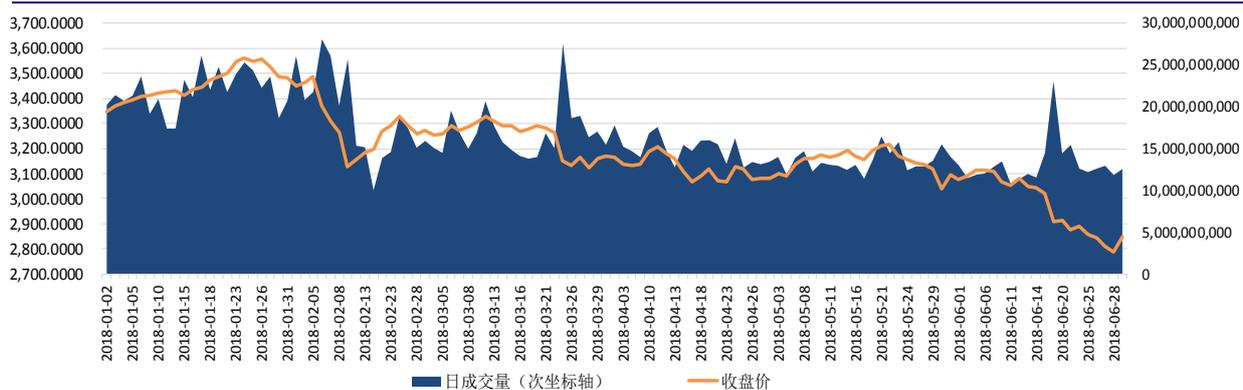
1.1 股指现货冲高回落

2018 年上半年股票市场整体呈现冲高回落的走势。

2018 年初，由于 2017 年度宏观数据延续经济韧性，加上临时准备金动用安排及定向降准释放流动性，资金面平稳偏松，市场风险偏好大幅上升，在金融地产及周期板块大幅拉升下，沪指单边走高，最高触及 3587 点。但 1 月末起国内外利空接踵而至，市场震荡重心逐渐下降。国内方面，一方面资管新规要求清理配资，市场对于未来金融监管的担忧加重，另一方面多家上市公司业绩出现变脸，上市公司业绩地雷以及存在股权质押风险，加上叠加美股暴跌导致市场恐慌情绪上升，市场震荡回调，沪指跌破 3100 点。随着央行释放定向降准，注册制延期及 IPO 审核趋严的呵护，创业板领衔反弹。但好景不长，随着资管新规落地、美国挑起贸易战、信用风险频发，风险偏好快速下降，即使货币政策边际转松，五月超跌反弹力度有限，市场仍然延续弱势，沪指下破 2800 点。

截至 2018 年 6 月 30 日，沪综指收于 2847.42 点，2018 年上半年累计跌幅 13.90%；深成指收于 9379.47 点，2018 年上半年累计跌幅 15.04%；创业板指相对跌幅较小，收于 1606.71 点，2018 年上半年累计跌幅 8.33%。市场呈现普跌行情，风格较 2017 年来看较为均衡，蓝筹大盘股高位回调幅度较大，申万一级行业中仅有餐饮旅游、医药、食品饮料收红。

图 1：上证综指价格及成交量



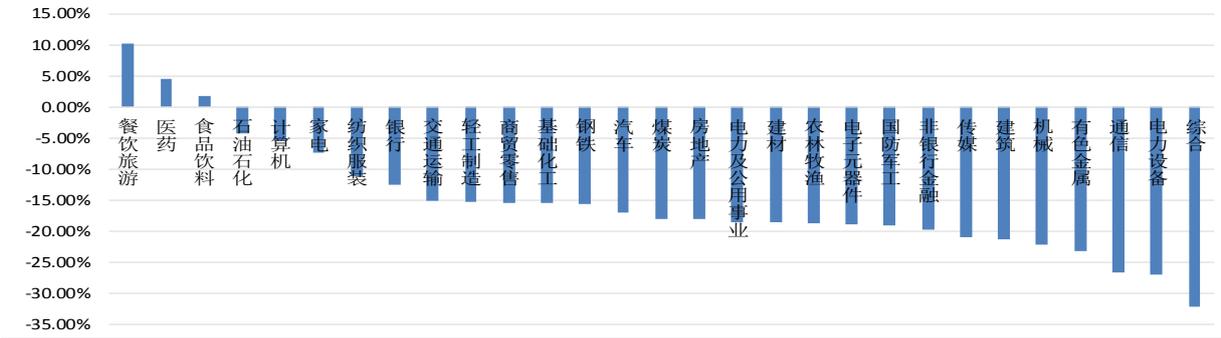
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：2018 年上半年股票指数涨跌幅

	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	沪深300	上证50	中证500
2018年1月	5.25%	1.08%	-1.78%	-1.00%	6.08%	8.96%	-0.98%
2018年2月	-6.36%	-2.97%	0.76%	1.07%	-5.90%	-7.64%	-2.68%
2018年3月	-2.78%	0.37%	-0.45%	8.37%	-3.11%	-5.44%	1.51%
2018年4月	-2.73%	-5.01%	-5.98%	-4.99%	-3.63%	-2.52%	-4.15%
2018年5月	0.43%	-0.28%	1.41%	-3.43%	1.21%	0.18%	-1.82%
2018年6月	-8.01%	-8.90%	-8.73%	-7.86%	-7.66%	-6.71%	-9.33%
2018上半年	-13.90%	-15.04%	-14.26%	-8.33%	-12.90%	-13.30%	-16.53%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业涨跌幅



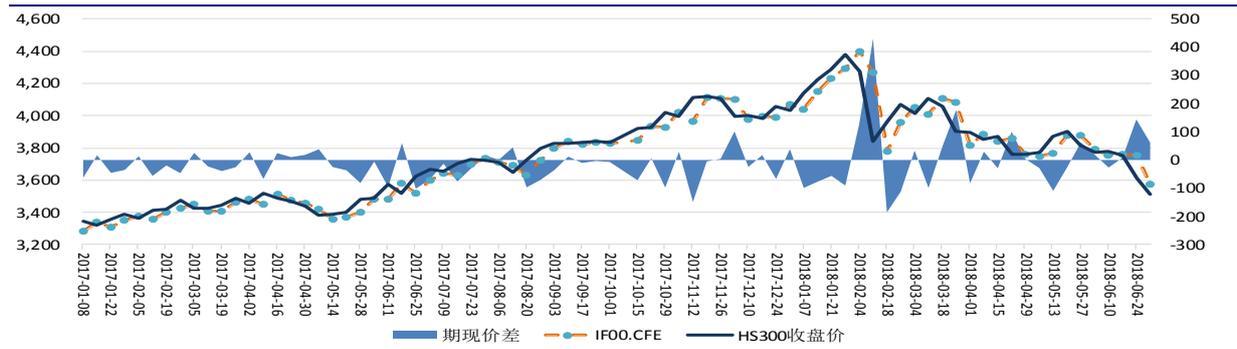
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 股指期货回顾

1.2.1 股指期货集体收跌

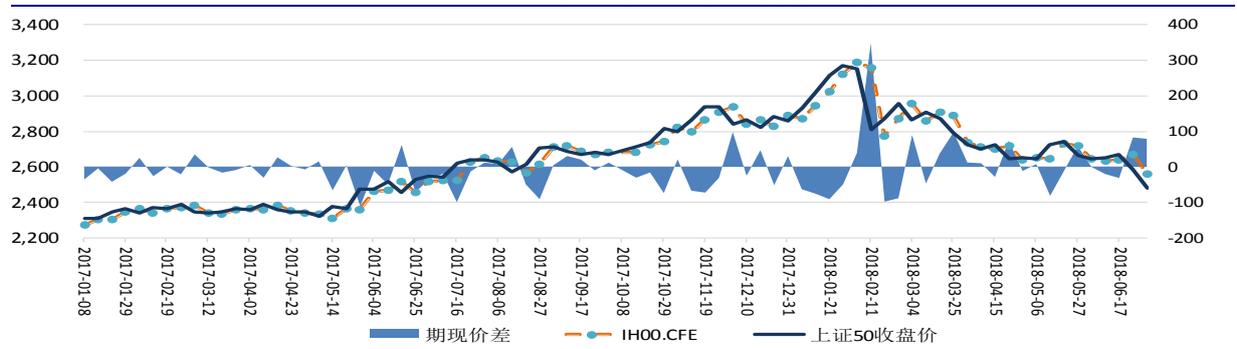
截至 2018 年 6 月 30 日，IF 当月连续合约收于 3477.2 点，2018 上半年累计下跌 13.93%；IH 当月连续合约收于 2457.2 点，2018 上半年累计下跌 14.36%；IC 当月连续合约收于 5185.4 点，2018 上半年累计下跌 17.44%。

图 3：沪深 300 指数与主力合约价格走势



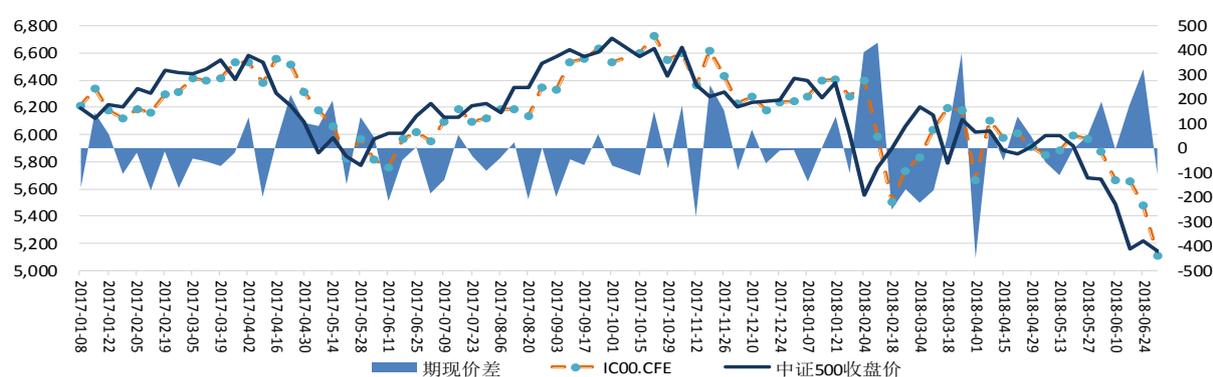
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：上证 50 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

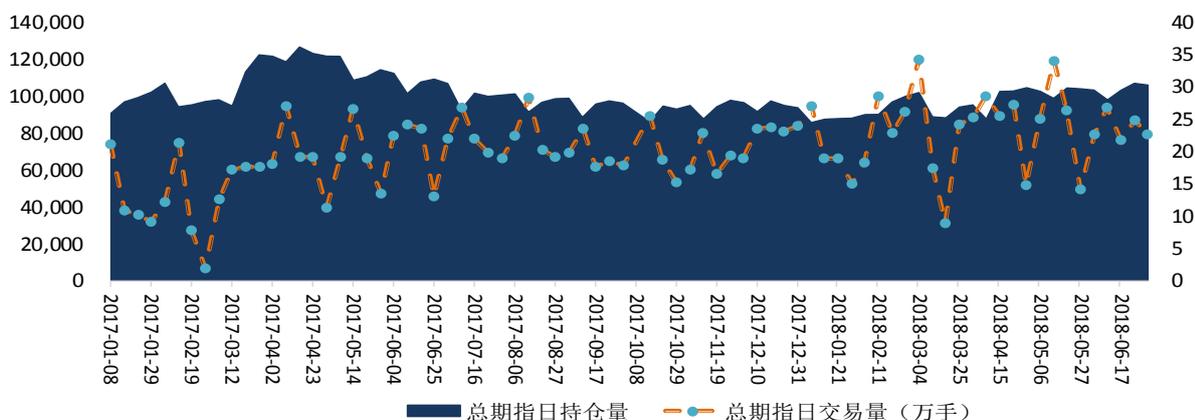
1.2.2 成交及持仓

整体来看，由于 2018 上半年市场波动加剧，股指期货总成交量较 2017 年水平有所上升，成交持仓比亦小幅走高。

2018 上半年股指期货共成交 618.45 万手，已达 2017 年全年成交量的 62.94%，其中 IF、IH、IC 分别成交 265.99 万手、192.64 万手、159.82 万手，分别占 2017 年全年成交量的 64.86%、78.83%、48.71%，IH 的成交量增加幅度较大。股指期货市场 2018 年平均日成交 51970 手，较 2017 年日均水平增加 29.06%，其中 IF、IH、IC 日成交均值分别为 22352 手、16188 手、13430 手，分别较 2017 年日均水平增加 32.99%、61.64%、-0.12%。

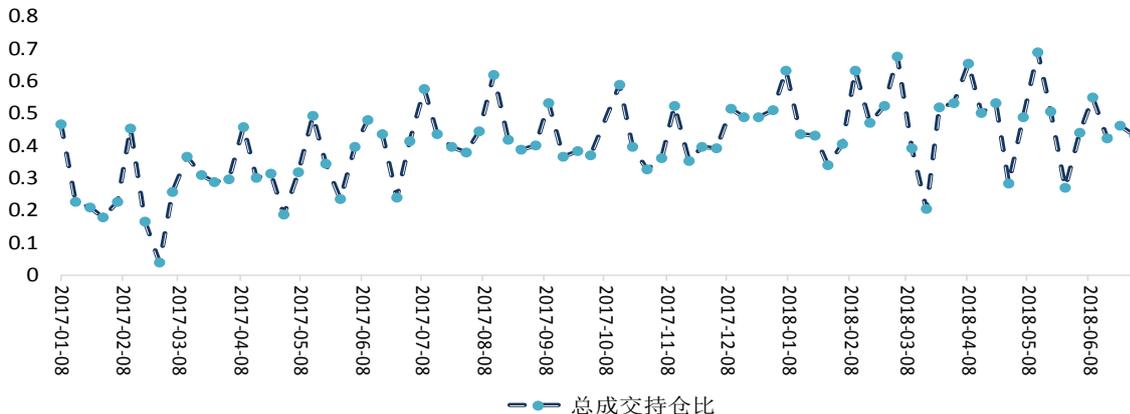
截止 2018 年 6 月 30 日，股指期货总持仓 11.61 万手，较 2017 年底水平增加 32.37%，其中 IF、IH、IC 分别持仓 4.81 万手、2.43 万手、4.36 万手，分别较 2017 年底水平增加 24.84%、17.99%、52.91%。

图 6：总成交量与总持仓量走势



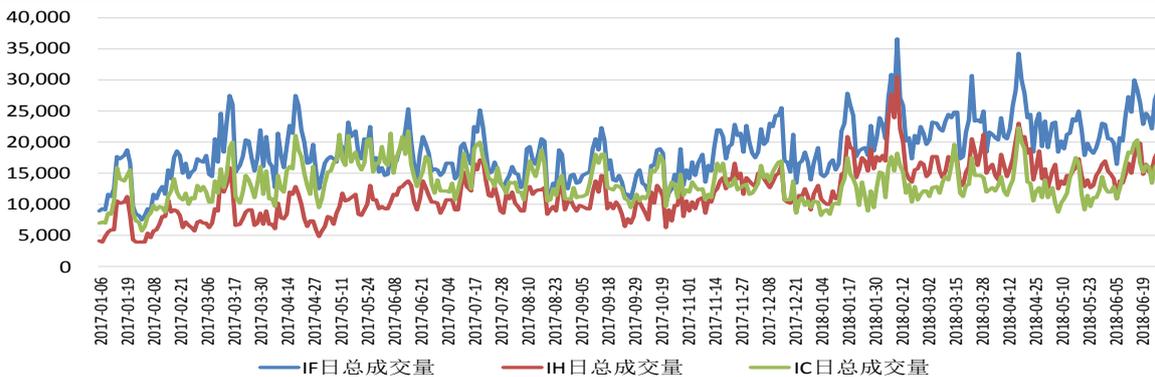
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：成交持仓比变化



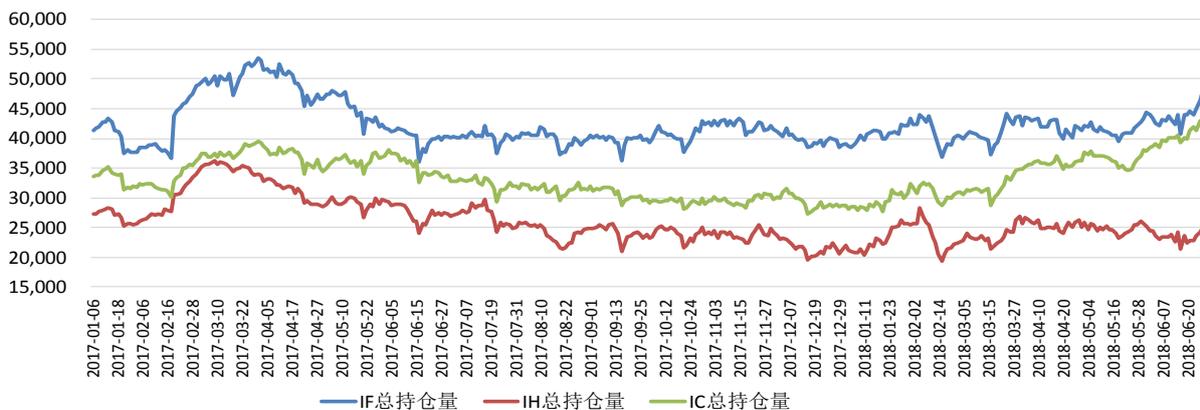
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：三大期指日成交量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：三大期指日持仓量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

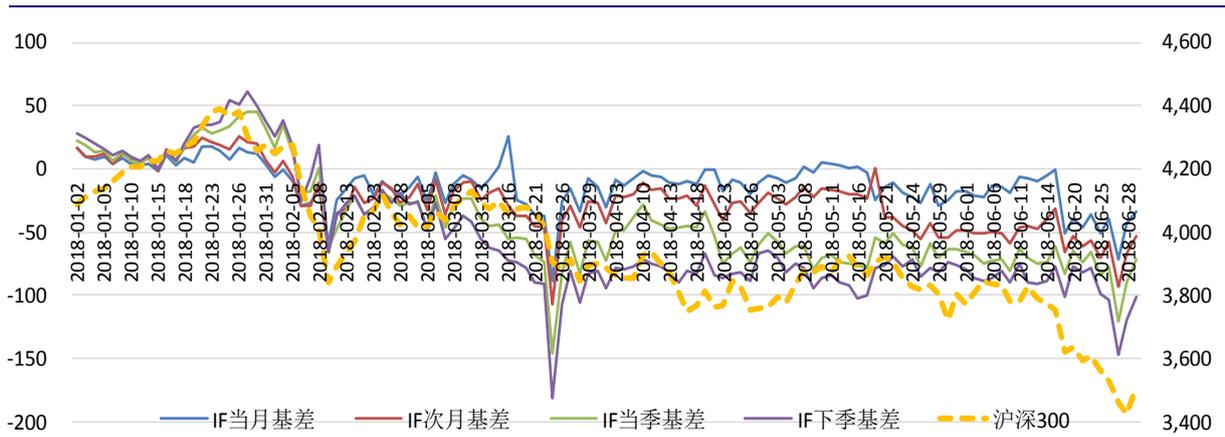
1.2.3 期指基差走势

从基差结构来看，期指合约基差与指数现货走势基本保持一致，期指合约基差在年初一度走强至升水阶段，但随着行情走弱，合约再度回归贴水状态。

从期现价差来看，市场在3月下旬刚爆发中美贸易战时期现基差最弱，基差超跌反弹后维持偏弱震荡，六月中旬起市场遭遇多重利空，期现基差再度走弱。目前IH近远月贴水相差不大，近月合约主要受到6-8月分红密集影响。IF近月合约贴水也受分红影响较大，但远月合约贴水较大。IC合约整体贴水程度较深，远月合约贴水回到4%左右。

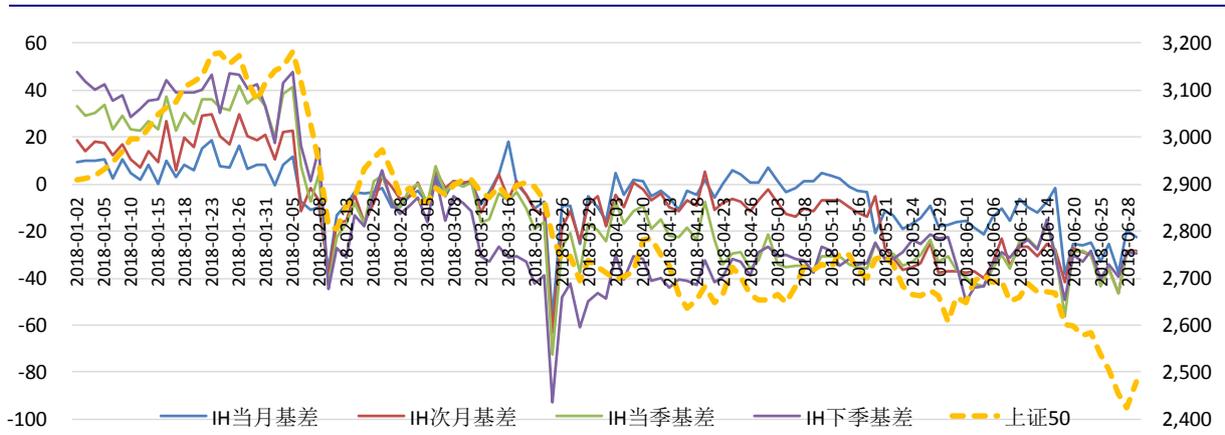
从跨期价差来看，远-近月价差走势与指数现货走势基本保持一致，市场自2月起对未来预期明显转弱，远-近月价差亦震荡走弱。由于5-8月是成分股密集分红期，分红预期压制近月合约基差，自6月合约转为主力后，远-近跨期价差有所收窄。整体来看，IH远月合约价格与近月较为接近，IF及IC远月合约仍然偏弱，尤其IC远月贴水仍处于较高水平，但差距有所缩小。

图 10: IF 各合约基差走势



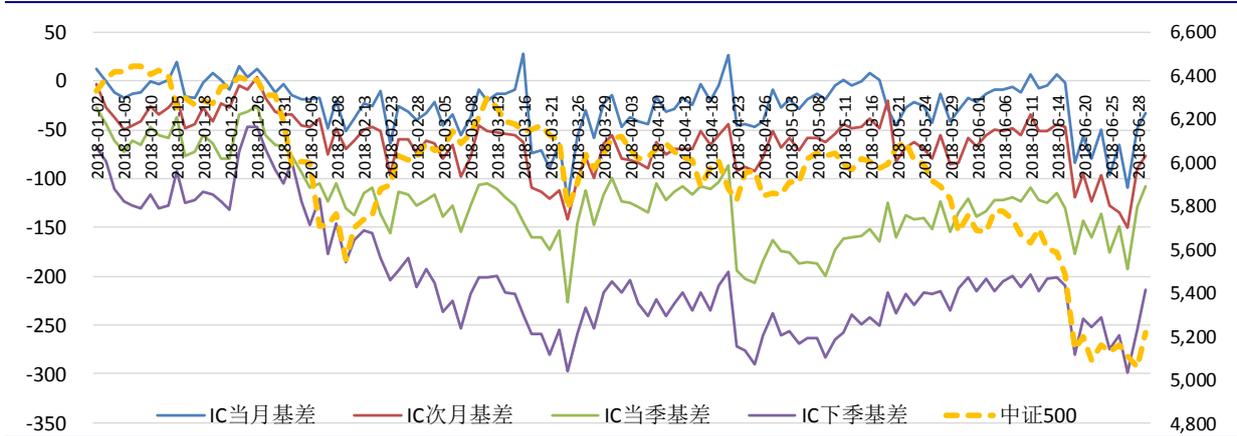
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约基差走势



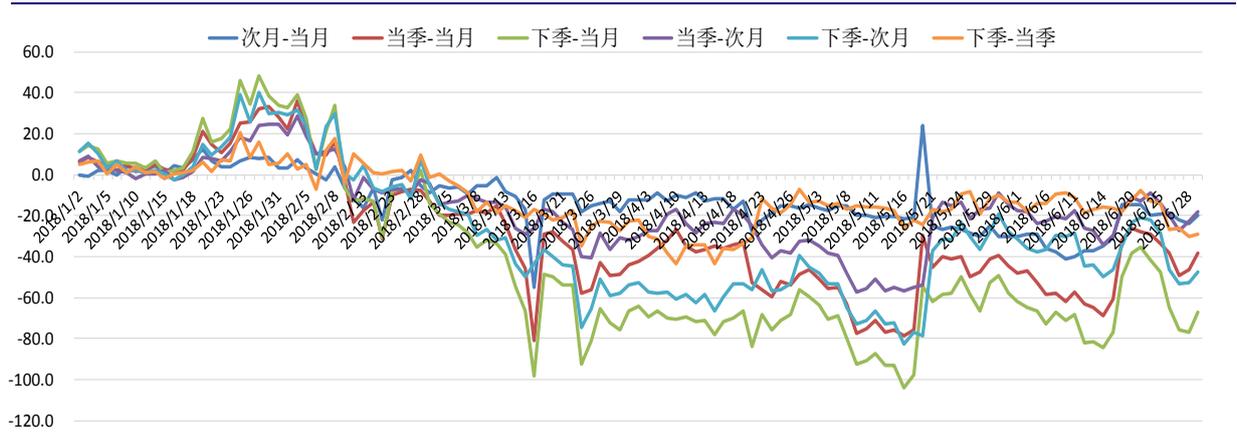
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约基差走势



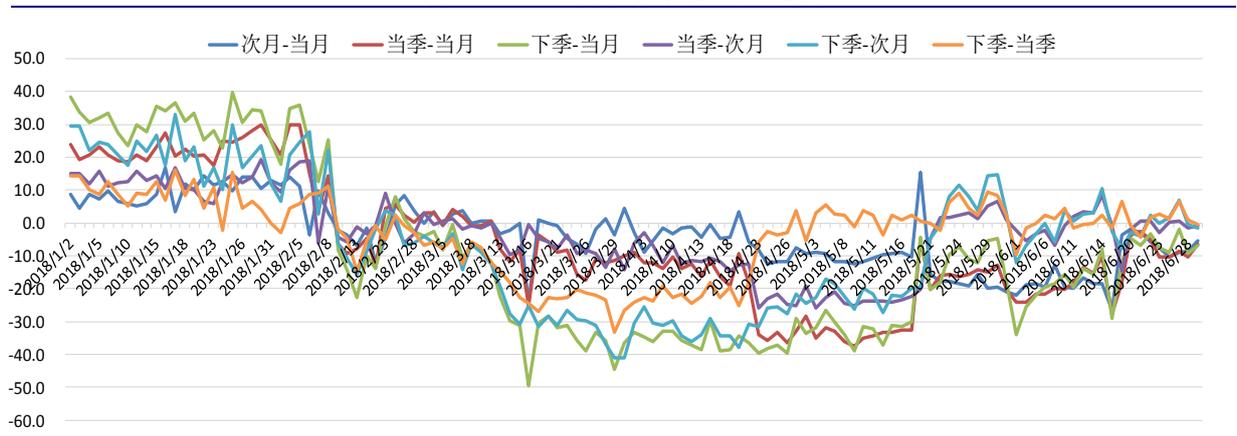
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IF 各合约跨期基差走势



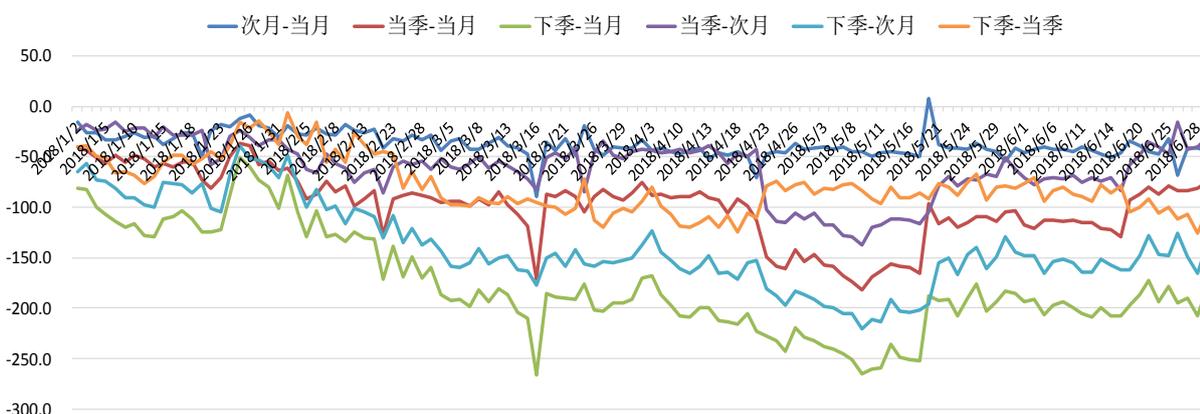
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IH 各合约跨期基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IC 各合约跨期基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

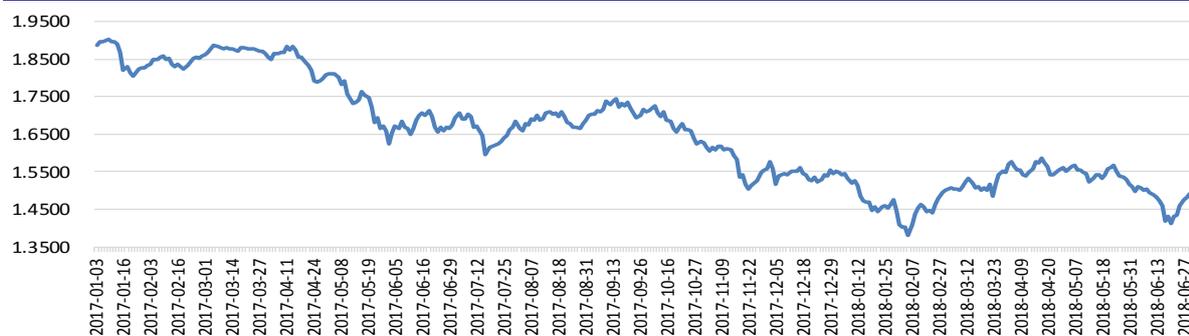
1.2.4 跨品种套利回顾

2018 年上半年市场风格切换节奏相对较快, 1 月大盘股强势领涨, 并在 1 月底回调期间较为抗跌, 相对走势较强, 因此在一月上旬做多 IH/IF 做空 IC 的跨品种收益非常可观; 2 月至 3 月中小创股超跌反弹, 蓝筹板块高位回调, 市场风格切换至成长板块, IC/IF、IC/IH 及 IF/IH 比值在春节前一周起强势反弹, 回到 2017 年 12 月期间的区间高位, 此时做多 IC 做空 IH/IF 的跨品种收益较大。

一季度仅在春节前进行了一次风格切换, 但二季度市场风格切换速度加快, 存量资金博弈弱势市场, 跨品种比值在四月至五月阶段维持窄幅区间震荡, IH/IF 及 IC 之间跨品种套利基本以一周为周期进行切换。而跨品种比值在六月走势再度先抑后扬, 中小创股在月下旬超跌反弹。整体来看, IF 在上半年较为抗跌。

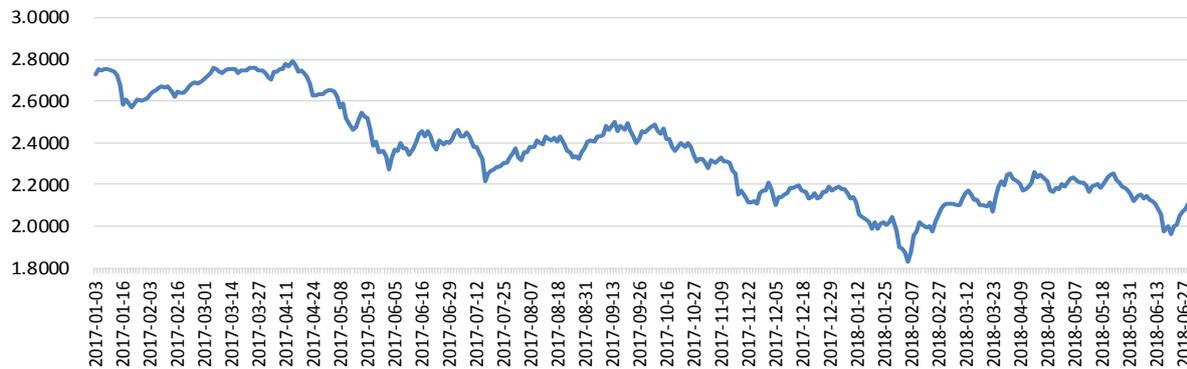
截至 6 月 30 日, IF/IH 主力合约点数比值为 1.4151, IC/IF 主力合约点数比值降至 1.4913, IC/IH 主力合约比值降至 2.1103。

图 16: IC/IF 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: IF/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 2018 上半年市场基本面分析

宏观经济基本面、市场资金利率、股票盈利与估值的匹配性以及投资市场情绪是影响股票市场走势的重要因素。

2.1 贸易战及地产利空，经济下行压力上升

首先从宏观基本面来看，2017 年宏观数据整体超预期，好于全年目标但 2018 年上半年数据有所下滑，尤其是中美贸易摩擦对中国进出口造成较大利空，加上上半年固定投资中房地产数据超预期，随着限购政策继续加码下半年房地产投资压力较大，经济发展将面临动能的减缓，下行压力有所上升，微观企业的信用违约风险也将继续暴露。

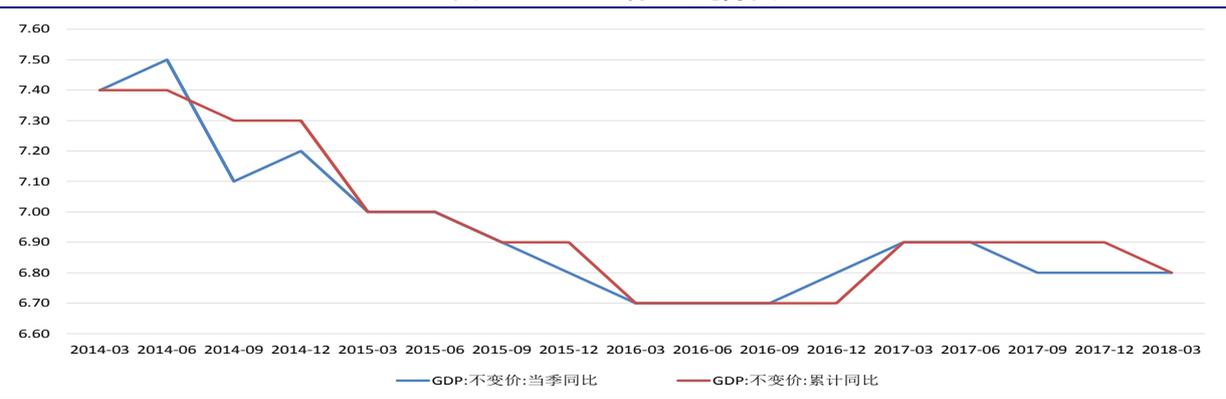
2018 年上半年的宏观经济数据体现国内经济韧性仍然较强，但消费、固定投资、出口、工业及社融等增速放缓。

2018年5月，社会消费品零售总额同比8.5%，低于预期值9.6%和前值9.4%，同比增幅继续放缓，增速创下过去十五年来新低。2018年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，增速比1-4月份回落0.9个百分点，仅有房地产投资数据较为坚挺，制造业投资弱修复，基建投资大幅回落。5月美元计价的出口同比增速12.6%，仍维持较高水平，并非外需强劲，贸易摩擦不确定性导致的出口提前或是主因。随着中美贸易战摩擦升级，中国出口下行压力较大，同时全球经济受美国贸易战，欧洲等发达经济体制造业边际走弱，我国面临的外部需求环境也有所收紧。

5月工业数据也有所下滑，规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，增速同比加快0.3个百分点，环比回落0.2个百分点；规模以上工业企业利润同比增长21.1%，较4月小幅回落0.8个百分点。而2018年以来，社会融资规模有整体下降趋势，5月社会融资规模更是仅增长7608亿元，创下22个月来新低。

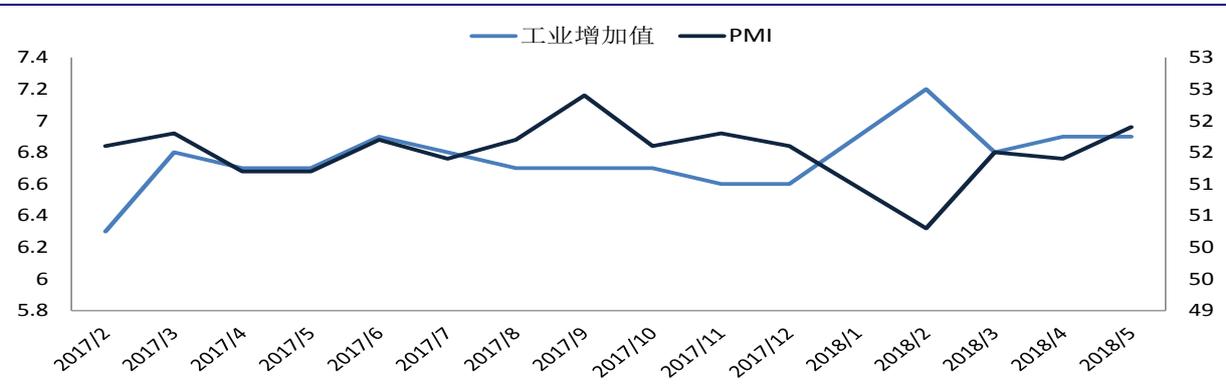
6月制造业PMI也较前月下行0.4个百分点至51.5%，降幅为2017年10月最大值。从生产活动来看，生产及新订单指数均下行，供需双降。从供给来看，端午假期导致6月工作日天数环比下降，进而导致生产节奏放缓；从需求来看，6月新出口订单降至荣枯线下，折射出口下行隐忧已兑现。外需成为拖累制造业PMI最主要的因素，其较前月下行1.4个百分点至49.8%，降至荣枯线以下。

图 19: GDP 增速 走势图



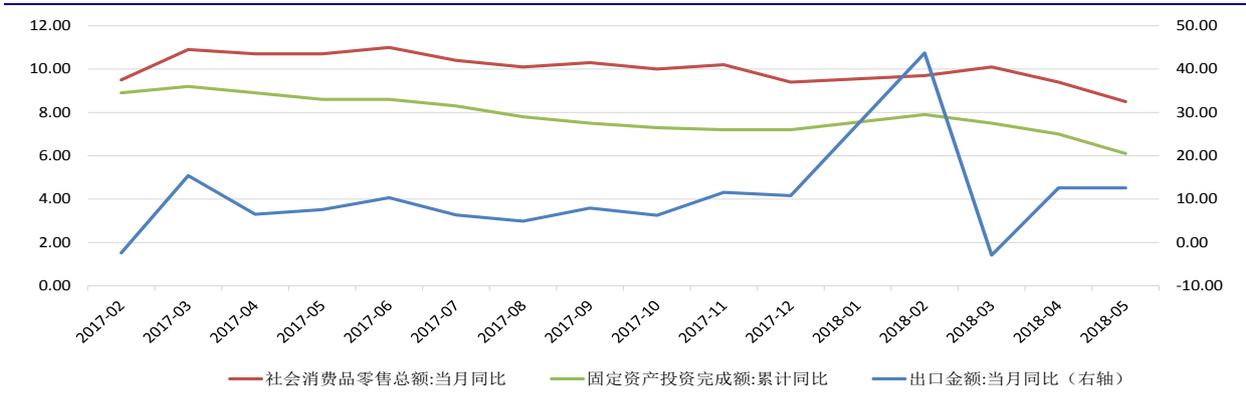
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 工业增加值增速及 PMI 走势图



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 消费、投资、出口 走势图



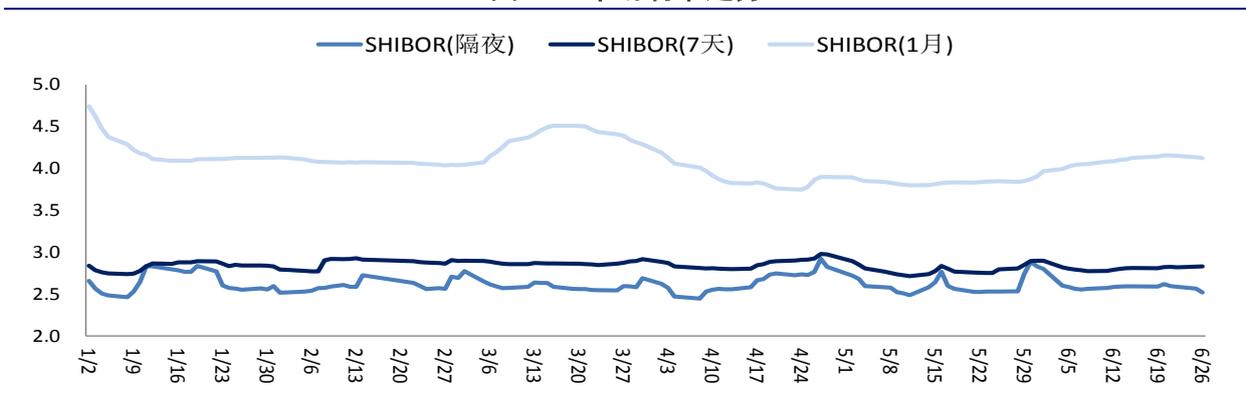
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 货币政策结构性宽松，海外资金持续流入

2017 年央行操作偏向于削峰填谷,市场资金流动性整体呈现紧平衡状态。但从 2018 年以来,国内货币政策结构性宽松,央行两次定向降准释放流动性。同时,资管新规落地好于预期,新规按“新老划断”原则,过渡期超预期延后至 2020 年底,市场利率整体呈现高位回落走势,除月末稍有上升外,资金流动性整体边际偏松。

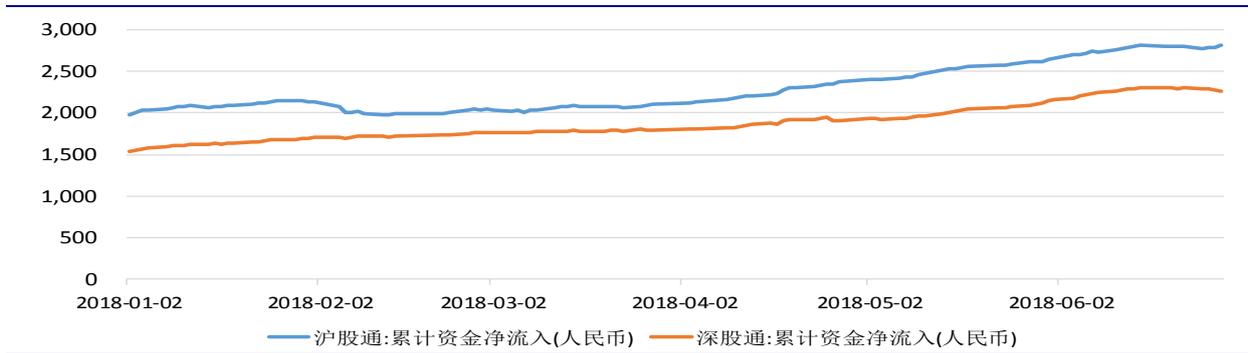
随着美国打响全球贸易战,避险情绪上升,美元持续走强,大量资金从新兴国家回流美国股票及债券,资金流出压力较大。同时人民币持续贬值,A 股等以人民币计价的资产价格承压。但从近期市场的走势来看,境外资金反而在弱势行情下持续流入加仓。今年 6 月 1 日起 A 股正式入摩,外资自 5 月起流入速度加快,WIND 统计数据显示,截止 6 月 28 日,2018 年以来沪港通累计净流入资金 854.79 亿元,深港通累计净流入资金 747.06 亿元,较 2017 年 12 月底分别增加了 43.70%及 49.17%。社保基金、保险资管以及海外资金等机构增量资金未来仍有流入空间,其中长期布局的投资风格有利于股票价值理性修复。

图 22: 市场利率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 境外资金流向



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 估值回到历史低位, 配置享高安全边际

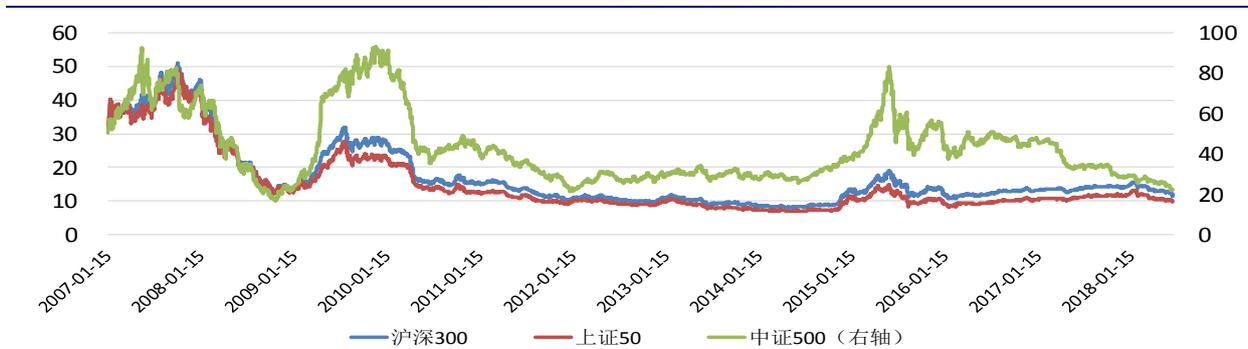
价值投资的理念贯穿了 2017 年全年, 受益于流动性溢价及业绩稳健的确定性溢价, 处于估值洼地的蓝筹大盘股大幅走强, 而成长型的中小盘股遭遇戴维斯双杀。但从 2018 年上半年来看, 蓝筹板块高位回调, 成长板块继续挤压估值泡沫。

目前, 截止 2018 年 6 月 30 日, 上证综指的动态市盈率为 12.87 倍, 深证成指的动态市盈率为 21.82 倍, 中小板指的动态市盈率为 27.49 倍, 创业板指的动态市盈率为 38.87 倍, 分别较 2017 年底动态市盈率下降了 17.78%、20.90%、18.99%、5.97%。

三大指数中, 上证 50 的动态市盈率为 9.89 倍, 沪深 300 的动态市盈率为 11.89 倍, 中证 500 的动态市盈率为 22.41 倍。从估值变化来看, 上证 50、沪深 300 及中证 500 指数的估值较 2017 年底分别下降了 15.45%、16.95%、22.04%, 根据 2007 年 1 月 1 日至今三大指数的动态市盈率按从小到大排列, 目前上证 50、沪深 300 及中证 500 指数的动态市盈率分别处于 29.77%、31.99%、2.83% 的百分位, 尤其是中证 500 指数估值已跌至历史低位。

从上市公司 2017 年报来看, 营收及净利预期增长率较 2016 年有大幅提升。目前股票市场处于宏观基本面下行趋势且市场预期走弱阶段, 业绩的成长性预期被压制, 但随着资金面流动性平稳偏松, 市场贴现率将逐步下降, 股票的估值安全边际将有所回升, 目前三大指数的估值水平在合理区间。根据 PEG (市盈增长比率) 理论, 不论是 2017 年的 PEG 还是 2018 年的预测 PEG, 均显示三大指数的 PEG 处于 1 以下, 因此我们仍看好其盈利及估值的修复机会。

图 24: 三大指数估值变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2：三大指数成分股营收及净利增长

	营收增长率		净利润增长率	
	2016年	2017年	2016年	2017年
沪深300	6.11%	15.74%	2.63%	15.76%
上证50	1.87%	14.60%	0.29%	13.96%
中证500	11.96%	26.50%	44.81%	33.51%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：三大指数估值水平

	动态市盈率	百分位(从小到大)	市净率	2017PE	2017PEG	预测2018PE	预测2018PEG
沪深300	11.89	31.99%	1.43	12.31	0.88	10.61	0.71
上证50	9.89	29.77%	1.19	10.22	0.85	8.94	0.69
中证500	22.41	2.83%	1.95	22.94	0.89	18.01	0.70

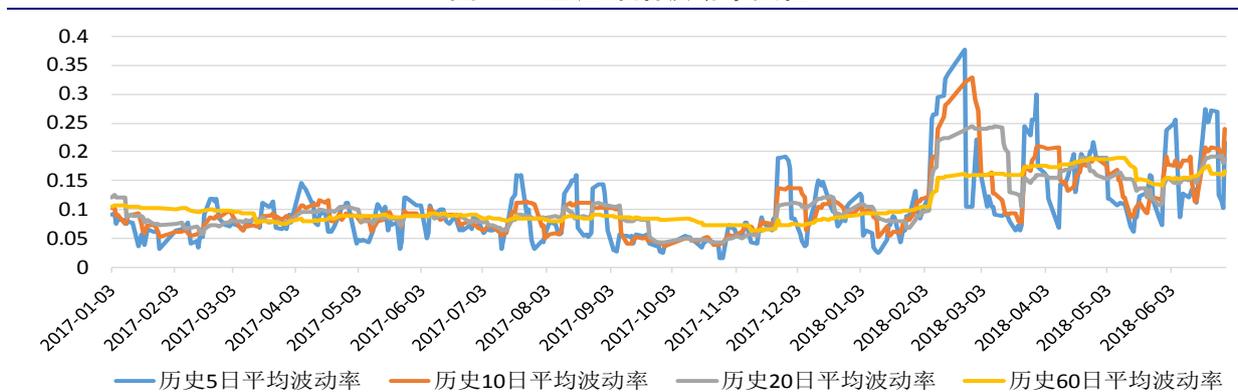
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 市场不确定性较强，避险情绪明显上升

从全球股票市场的行情来看，目前由于美国挑起贸易战，其余各国也公布反击对策，对双方经济都将造成损失，全球经济有回落风险，不确定性上升，金融市场波动加剧，市场避险情绪大幅上升。另外，美国经济数据持续向好，美联储下半年或加息两次，欧央行也将启动结束量化宽松政策，新兴市场的资金外流压力较大，国内为扶植实体经济货币政策结构性转松，中美利差较 2017 年明显收窄，人民币汇率近期持续走低，以人民币计价的 A 股承压较大。

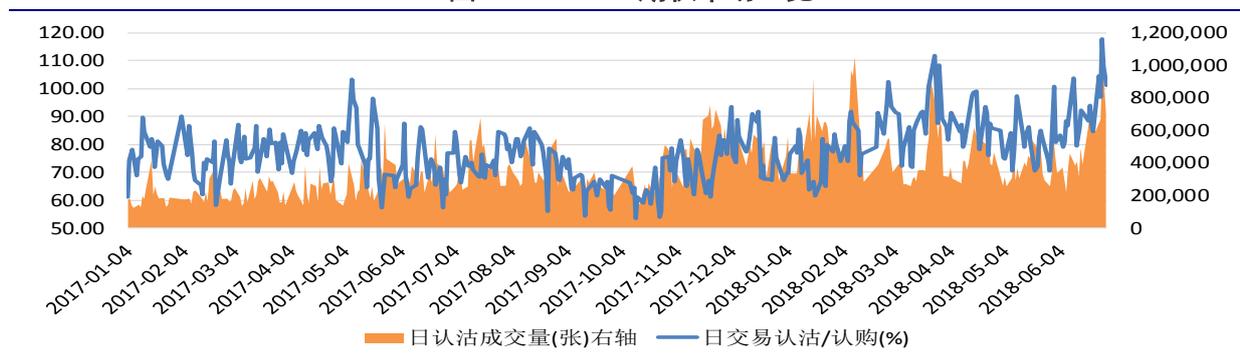
从国内市场来看，相较于 2017 年，2018 年 2 月起上证综指的波动率明显上升，市场波动加剧，不确定性较强。同时，2018 年上半年不仅仅股指期货的成交持仓比走高，50ETF 期权市场中认沽期权的成交量及日交易认沽/认购的比值也明显上升。相关数据可以说明，市场对未来预期分歧较大，避险情绪明显上升，因此对金融衍生品对冲系统性风险的需求有所上升。

图 25：上证综指波动率变化



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 26: 50ETF 期权市场一览



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 2018 年下半年期指预期

2018 上半年, 宏观经济整体维持韧性, 但增速有所下滑, 加上贸易战、信用风险暴露及地产利空, 经济下行压力上升。国内货币政策结构性宽松, 央行两次定向降准释放流动性, 同时资管新规落地好于预期, 市场利率整体呈现高位回落走势。虽然人民币持续贬值, A 股等以人民币计价的资产价格承压, 但境外资金反而在弱势行情下持续流入 A 股加仓。从估值变化来看, 上证 50、沪深 300 及中证 500 指数的估值较 2017 年底分别下降了 15.45%、16.95%、22.04%, 目前上证 50、沪深 300 及中证 500 指数的动态市盈率分别处于 29.77%、31.99%、2.83% 的百分位, 尤其是中证 500 指数估值已跌至历史低位, 不论是 2017 年的 PEG 还是 2018 年的预测 PEG, 均显示三大指数的 PEG 处于 1 以下, 其盈利对应估值有修复机会, 此时逐步配置股票类资产将享有较高的安全边际。但由于全球经济受到美国贸易战冲击, 市场充满不确定性, 避险情绪明显上升, 指数波动仍然较大。

对于股市 2018 年下半年的预期, 我们认为市场在低位筑底后将震荡反弹, 目前指数的估值水平提供了较高的安全边际, 且宏观经济维持韧性, 结构转型的成效逐渐展现, 经济硬着陆的概率较小, 加上货币政策结构性宽松, 市场贴现率从高位逐步下行, 拉长投资期限来看股市风险相对有限, 中长期持多股票的上行机会大于下行空间。从市场风格来看, 我们维持此前 2018 年度报告的观点, 大小盘风格分化弱化, 认为沪深 300、上证 50 及中证 500 指数均将迎来超跌反弹, 震荡中枢上行, 从估值角度来看, 中证 500 指数的反弹空间更大。但由于目前中美贸易战及地产压力等不确定因素较多, 市场情绪波动较大, 因此未来仍处于高波动率行情, 短期风险较大, 偏向于中长期投资者逐步布局多单或通过市场中性策略减弱系统性波动影响。

沪深 300 指数目前动态估值为 12 倍以下, 上证 50 指数在 10 倍以下, 根据美股市场的估值, A 股存在多处价值洼地, 随着 A 股加入 MSCI 指数, 市值较大且盈利较为稳定的蓝筹板块将吸引更多境外增量资金流入, 支撑沪深 300 指数及上证 50 反弹。而中证 500 指数从 2015 年股灾以来持续挤压泡沫, 尤其是经历了 2017 年至今的回调, 目前估值在 22 倍左右, 回到 2008 年金融危机期间的低点, 虽然短期市场不确定性较大, 但估值提供较高安全边际, 我们看好未来 EPS 及 PE 有望实现倍乘效益, 中长期修复空间更大。

4. 2018 年下半年股指期货机会

4.1 股指期货运用于指数增强策略

我们对未来股市行情较为乐观，认为股市短期不确定性较大，但中长期震荡中枢将上移，因此建议中长期布局多仓。目前沪深 300 及中证 500 指数在上半年的调整后，估值处于较低水平，此时逐步布局指数基金的安全边际较大。一方面我们认为拉长投资期限来看，股票指数上行空间大于下行风险，另一方面，目前投资指数可在信用风险密集暴露的时期分散个股的非系统性风险。同时，由于市场预期的走弱，远月合约相较于现货贴水幅度较大，配置股指期货多头在除指数现货上涨带来的收益外可以额外获得贴水修复收益。另外，股指期货采取保证金交易，期指账户仅占用较少资金即可替代权益类股票持仓，释放的资金可投资固收产品或货币基金等，获取除股票市场外确定性的额外收益。因此建议中长期投资者可逐步多单布局股指期货，实现指数增强效果。

策略风险：

- 第一，股指期货合约走势整体基本与股票指数趋于一致，但短期期现基差波动可能较大，影响股指期货与股票指数的联动性。
- 第二，长期持有股指期货需要在近月合约到期前进行展期，移仓换月存在展期成本。

4.2 股指期货运用于市场中性策略

从 2018 年上半年股票市场的走势来看，市场波动率明显较 2017 年放大，因此基于我们认为股市短期不确定性较大的判断，除了选择中长期逐步建立多仓之外，我们建议可运用股指期货于市场中性策略。因为此时市场中性策略利用股指期货对控制系统性波动带来的组合收益波动，专注于挖掘市场阿尔法，从而赚取选股优势的超额收益。同时，市场中性策略可以回避市场择时的难题，避免因市场出现大幅调整或持续反弹时，调整股票现货仓位所造成的冲击成本。

策略风险：

- 第一，股指期货与现货之间基差变化带来的不利扰动，当股指期货相对于现货贴水较大时期货端存在损失。
- 第二，股票的市值和 Beta 值不断变化，要利用股指期货完全对冲系统性波动，必须及时动态调整仓位。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。