

兴证期货·研发中心

2018年12月12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

投资咨询编号：Z0013780

尚芳

从业资格编号：F3013528

投资咨询编号：Z0013058

联系人

高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

2018年股票市场整体走弱，市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌。期指市场成交持仓比延续回升，合约基差呈现V型走势，目前IH各合约基本维持小幅升水状态，IF各合约在平水状态附近震荡，IC合约期现价差继续收窄，年末迎来第三次松绑，未来空间可期。

展望2019年，宏观经济下行趋势较为确定，但减税改革及逆周期调节等政策对冲下行压力。货币政策边际宽松，国内公募及私募基金均有较大加仓空间，外部压力将有所减弱，随着A股国际化进程加快，未来增量资金可期。上市公司企业盈利增速大概率继续下滑，但目前估值已基本反映悲观预期，估值水平处于历史低位。未来全球权益类资产都将承压，全球避险情绪联动性更强，但A股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。总体来看，基本面超预期恶化的概率较小。

对于股市2019年的预期，我们认为市场前期大概率维持低位震荡，后续需要等待政策成效显现及企业盈利出现拐点。市场难有趋势性做多行情，但A股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。因此我们认为股票指数以震荡为主，波动主要由市场情绪主导，基本面大概率维持平稳，个股结构性行情将好于指数。三大期指品种中相对看好中证500股指期货，未来我们看好成长股的EPS及PE实现倍乘效益，中长期修复空间更大。

基于股票市场震荡为主及个股结构性行情好于指数表现的市场判断，我们较为看好阿尔法策略及股指期货套利策略。

风险提示：宏观经济超预期下行、中美贸易摩擦升级，海外股市大跌联动、股票质押风险。

1. 2018 年股票及股指期货走势回顾

1.1 股票市场整体震荡走弱

2018 年股票市场整体走弱，主要分为单边冲高、震荡回调、低位震荡三个阶段。

第一阶段：年初单边上行，沪指冲高至 3500 点上方。

经历了 2017 年 12 月的横盘整理后，市场在 2018 年 1 月走出单边上行的走势，沪指盘中一度逼近 3600 点。年初市场延续对宏观经济韧性的乐观判断，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，风险偏好大幅走高，股市在金融地产及周期板块大幅拉升下，沪指从 2018 年 1 月 2 日（2018 年第一个交易日）开盘价 3314.03 点起单边走高，1 月 26 日收于 3558.13 点，创出熔断后指数新高。

第二阶段：内外部压力下，市场经历五轮阶段性下跌。

股市在 2018 年大多数时间处于震荡走弱的行情中，主要源于内外部共同压力，国内宏观经济数据下行，外部中美贸易摩擦升级，又加剧了对国内经济下行的担忧，沪指于 1 月 29 日盘中冲高至 3587.03 点后震荡走低。

1 月底的下行主要是由于中小创多股业绩变脸及资管信托窗口指导配资清理等利空打压，市场对于监管的担忧加重，加上美股暴跌压制风险偏好，获利资金高位出逃，大盘开启第一阶段下跌行情，至 2 月 9 日沪指盘中跌破 3100 点，收于 3129.85 点，为第一轮阶段性低点。直至春节前后流动性较为宽裕，沪指超跌反弹，股票注册制延迟及两会政策性利好引发中小创股反弹。

但好景不长，3 月中旬市场迎来美联储加息加速预期、美债收益率走高、中美贸易战升温等一系列海外消息冲击，市场开启第二轮下跌行情，沪指跌破 3100 点支撑。后在五月初中美贸易重新进入谈判、MSCI 指数正式公布纳入 A 股名单等因素的推动下市场超跌反弹。

第三轮下跌于五月下旬开启，美国加征贸易税，中美双方均强硬态度加码关税，市场避险情绪再度上升，叠加国内信用违约频发，股市再度下行，沪指从 3100 点上方一路向下破位，7 月初盘中一度跌破 2700 点。随后政策面释放积极信号，资管新规及财政政策边际放松，沪指反弹至 2900 点附近。

第四轮下跌从 7 月底开始，外部新兴市场货币危机、全球贸易摩擦及人民币汇率走弱的压力下，沪指再度震荡回落至 2700 点下方，指数再创新低。9 月下旬随着美国关税靴子落地、A 股成功纳入富时体系、MSCI 指数拟提升 A 股权重等消息提振市场信心，蓝筹板块领衔超跌反弹，十一休市前回到 2800 点上方。

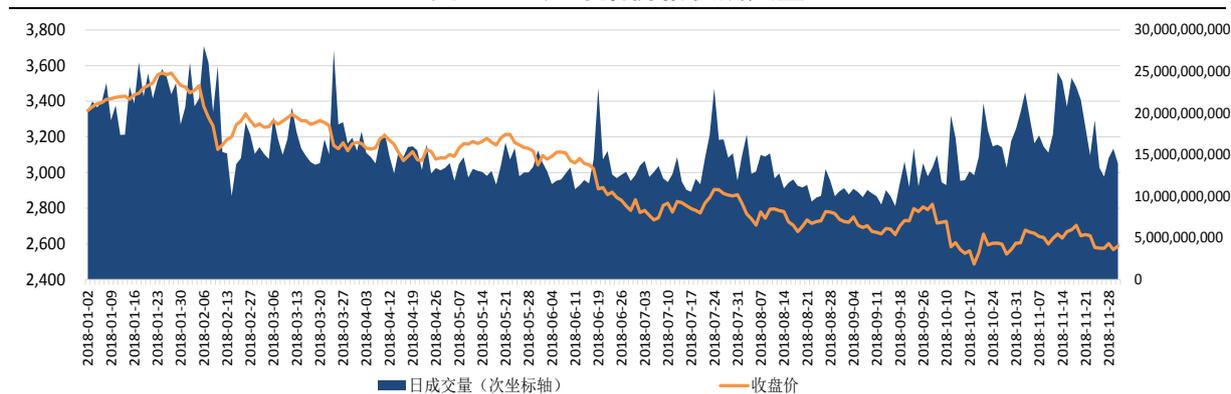
第五轮下跌从国庆节后开始，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指再度向下破位，于 10 月 18 日跌破 2500 点。

第三阶段：指数创新低后，维持低位震荡。

10 月 19 日贸易战靴子落地，沪指低开后大幅拉升翻红，股市超跌反弹，国内陆续出台多项维稳政策，对冲经济下行预期，沪指在 2600 点附近低位震荡。

截至 2018 年 11 月 30 日，沪综指收于 2588.18 点，2018 年至今累计跌幅 21.74%；沪深 300 收于 3172.69 点，2018 年至今累计跌幅 21.29%。从市场风格来看，蓝筹板块跌幅较小，综合、有色金属、电子元器件及传媒领跌。

图 1：上证综指价格及成交量



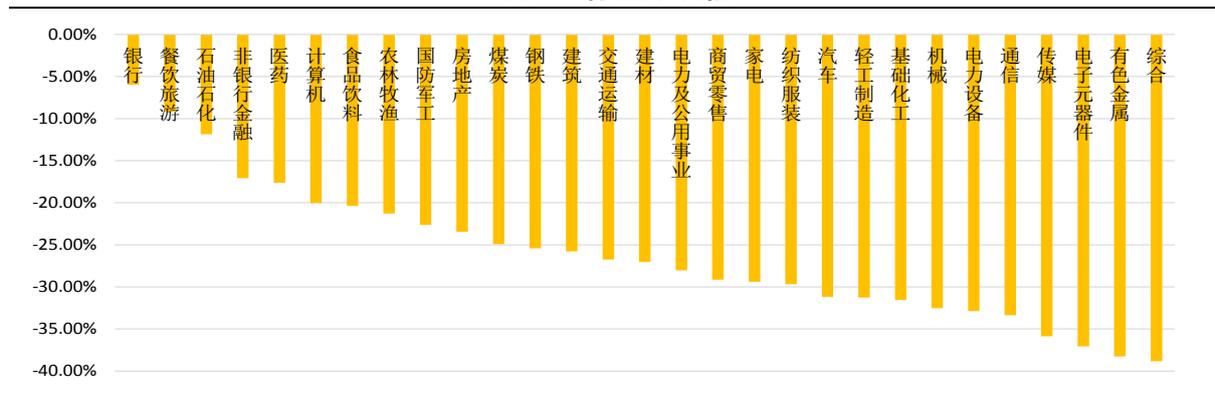
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：2019 年至今股票指数走势

	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年7月	1.02	-2.14	-1.93	-2.83	0.19	2.63	-0.56
2018年8月	-5.25	-7.77	-7.99	-8.07	-5.21	-2.78	-7.21
2018年9月	3.53	-0.76	-1.61	-1.66	3.13	5.34	-0.29
2018年10月	-7.75	-10.93	-13.06	-9.62	-8.29	-5.97	-11.00
2018年11月	-0.56	2.66	1.75	4.22	0.60	-0.94	2.44

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业涨跌幅



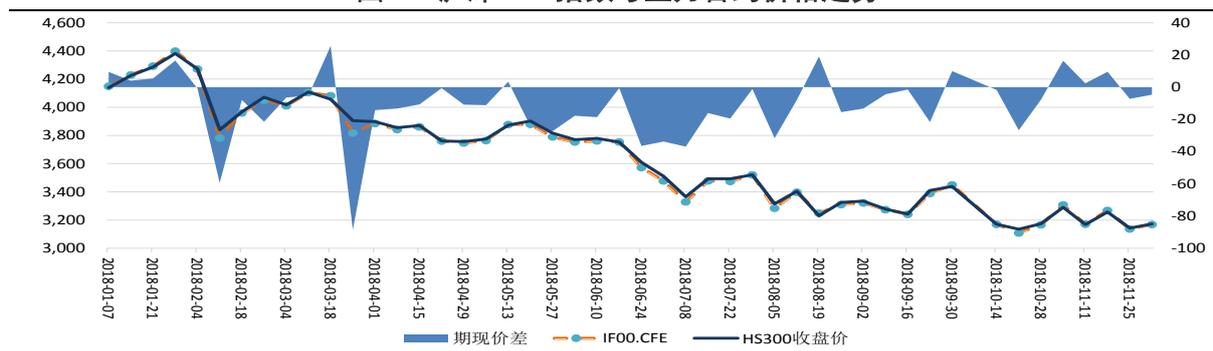
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 股指期货市场回顾

1.2.1 股指期货震荡走低

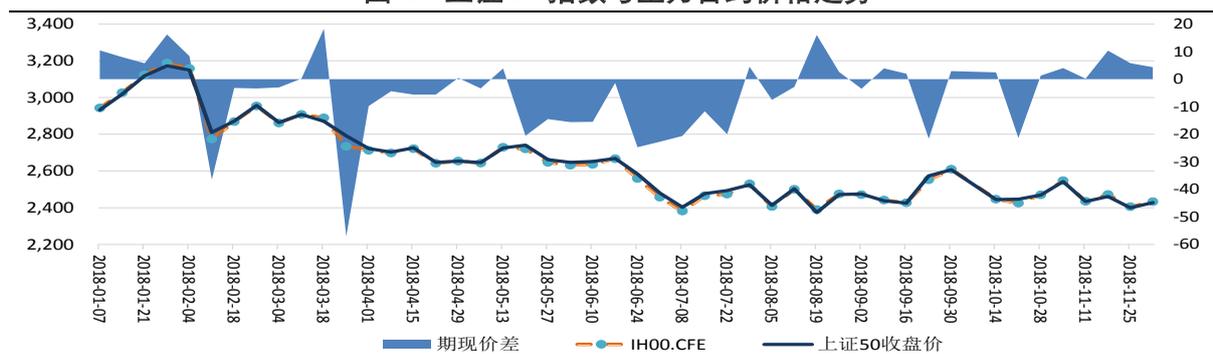
截至 2018 年 11 月 30 日，IF 当月连续合约收于 3168.0 点，2018 至今累计下跌 21.39%；IH 当月连续合约收于 2432.4 点，2018 至今累计下跌 15.24%；IC 当月连续合约收于 4328.2 点，2018 至今累计下跌 30.36%。

图 3：沪深 300 指数与主力合约价格走势



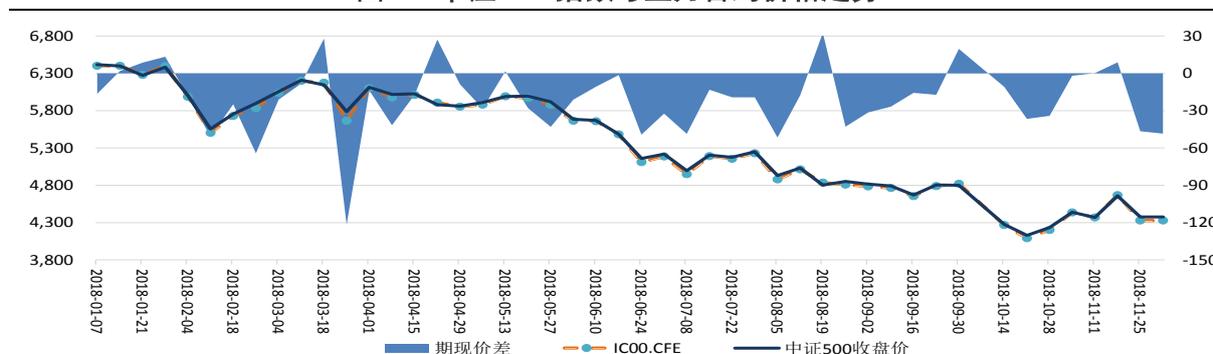
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



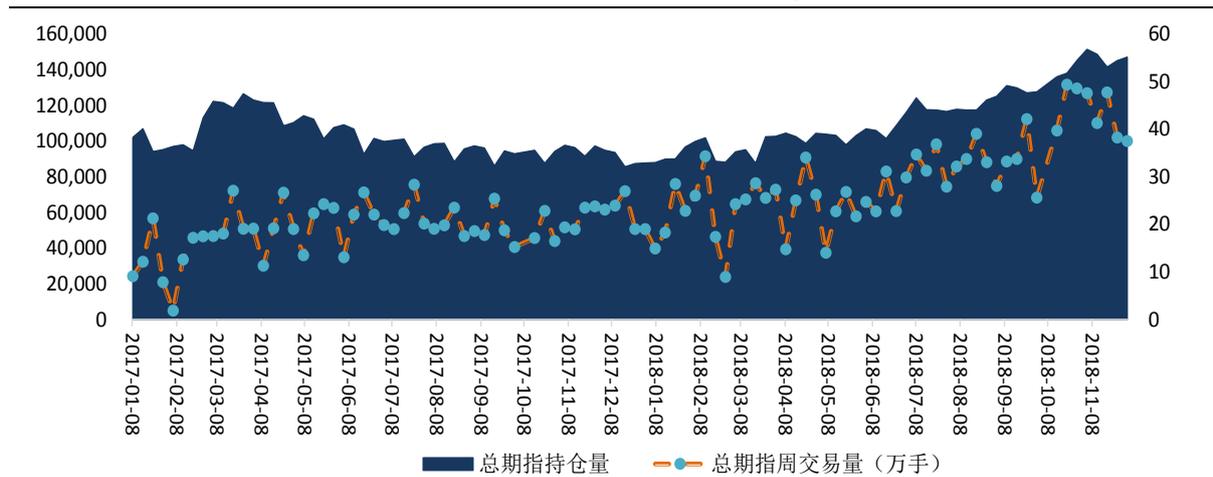
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2.2 成交及持仓

整体来看，由于 2018 年市场波动加剧，股指期货总成交量较 2017 年水平有明显上升，其中 IH 增幅较大。从持仓水平来看，IF 及 IC 持仓量有所增加，但 IH 持仓较 2017 年平均水平略有回落。整体来看，成交持仓比延续回升。

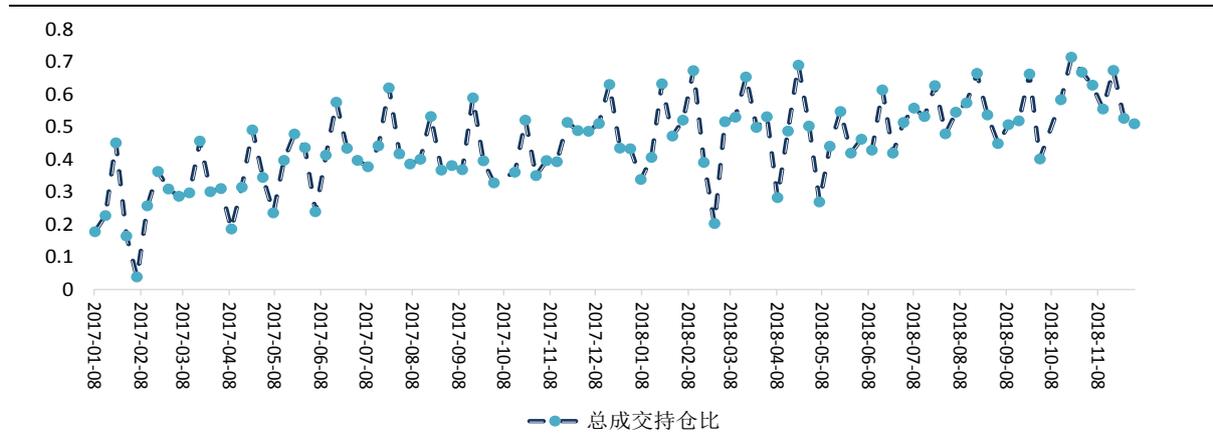
截止 2018 年 11 月 30 日，股指期货共成交 1399.82 万手，其中 IF、IH、IC 分别成交 634.58 万手、402.01 万手、363.24 万手；年内平均日成交 62772 手，其中 IF、IH、IC 日成交均值分别为 16814 手、9991 手、13512 手，较去年日均成交分别增加了 69.30%、80.01%、21.14%。2018 年 11 月 30 日，股指期货总持仓 14.70 万手，其中 IF、IH、IC 分别持仓 63394 手、26532 手、57155 手；全年平均日持仓量为 11.43 万手，其中 IF、IH、IC 日持仓均值分别为 48651.93 手、24523.33 手、41161.65 手，较去年日均持仓分别增加了 14.59%、-8.90%、11.76%。

图 6：总成交量与总持仓量走势



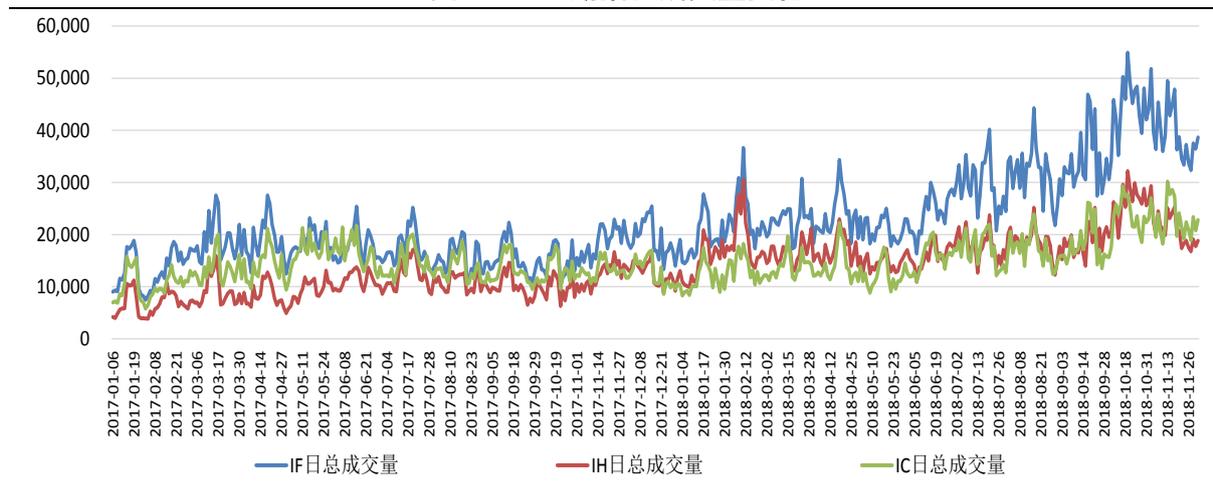
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：成交持仓比变化



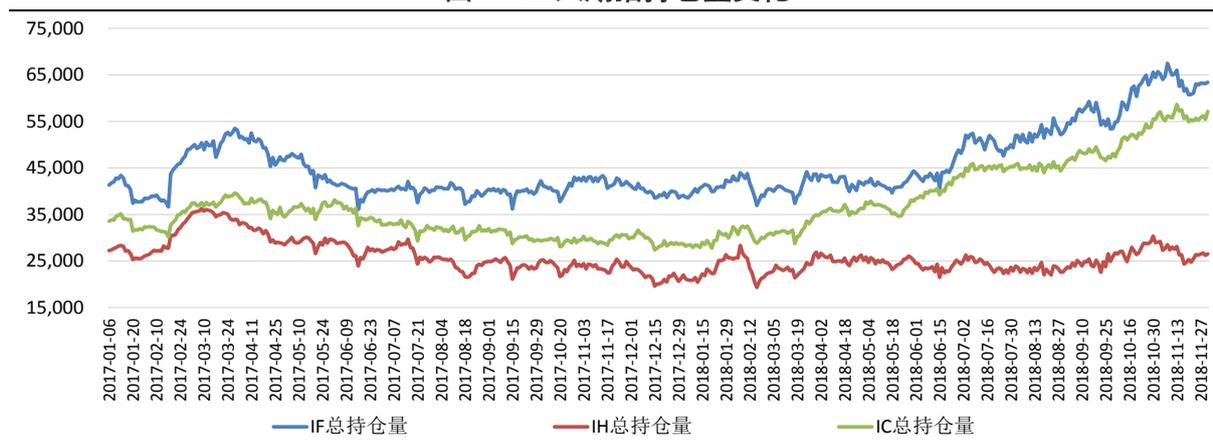
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

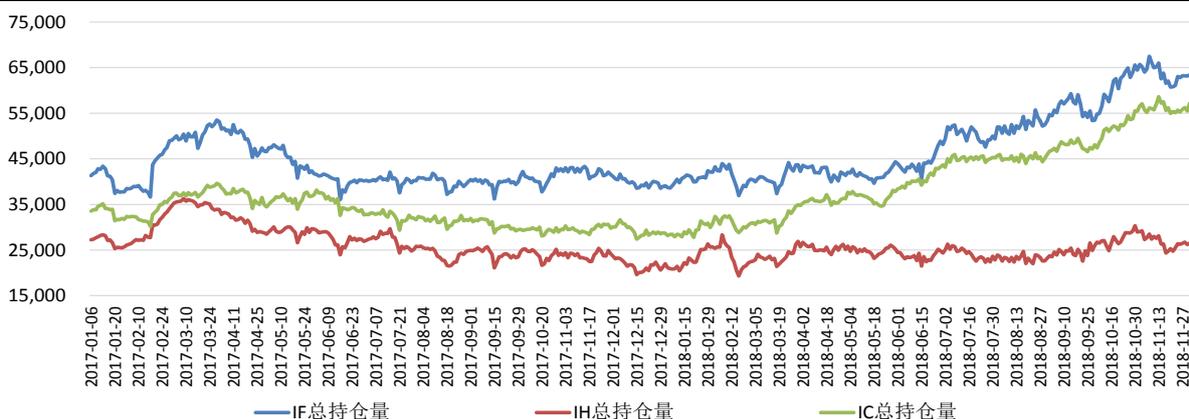
1.2.3 期指基差走势

从基差结构来看，期指合约基差在 2018 年呈现 V 型走势，年初由于市场冲高而走强，2 月起期指基差随着股市下行而走弱，之后受到指数成分股 5-8 月密集分红干扰而继续走弱，8 月市场分红基本结束后基差开始收敛，9 月底基本回到年初位置，11 月震荡偏弱。

从期现价差来看，IH 自 9 月起再度回归升水状态，目前各合约均处于升水且远月升水幅度较大。IF 各合约也从 9 月底起基本修复至平水状态，11 月略有走弱。IC 合约仍然维持贴水状态，但远月价差自 9 月下旬起也有明显收窄，11 月略有走弱。

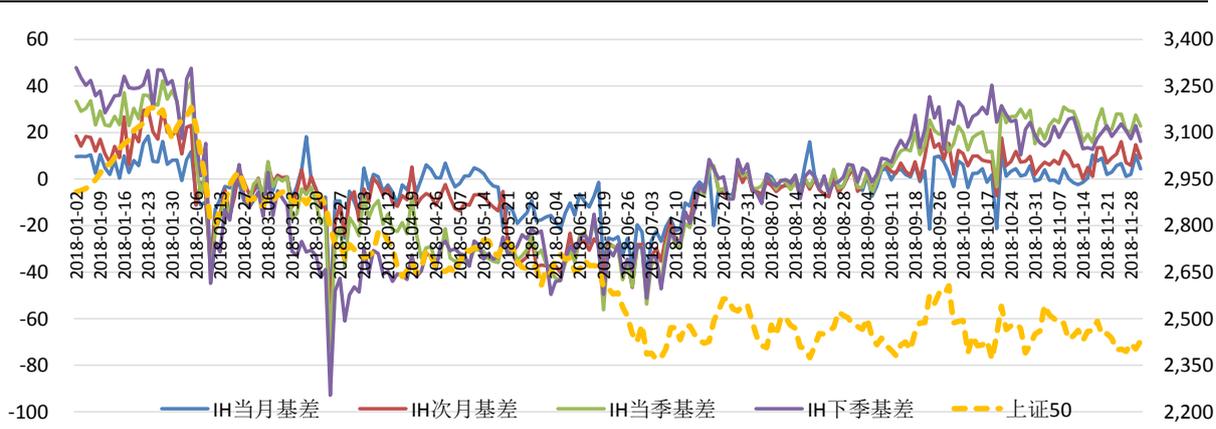
从期指跨期价差来看，目前 IH 远月合约价格高于近月，IF 近远月合约之间价差较小，IC 远月合约仍然偏弱，但差距有所缩小。

图 10: IF 各合约期现基差走势



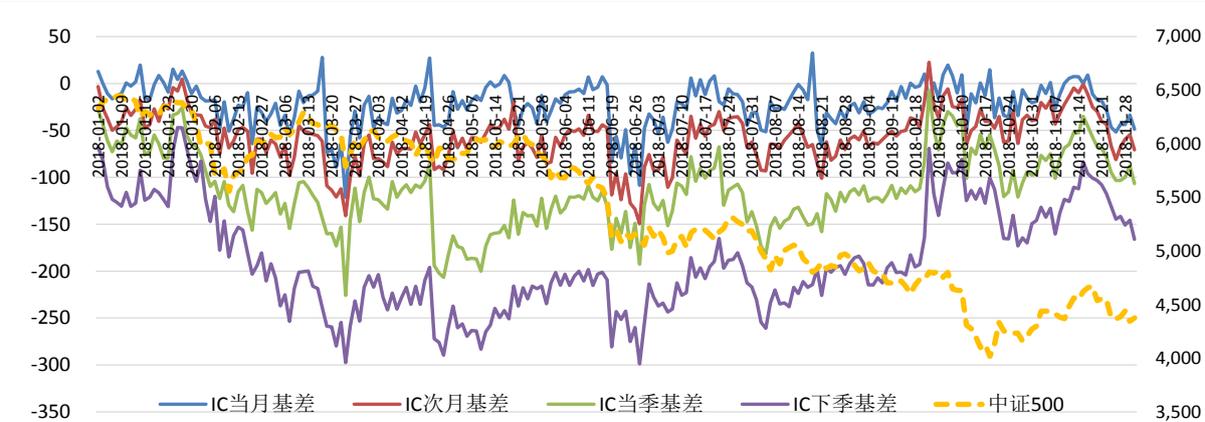
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约期现基差走势



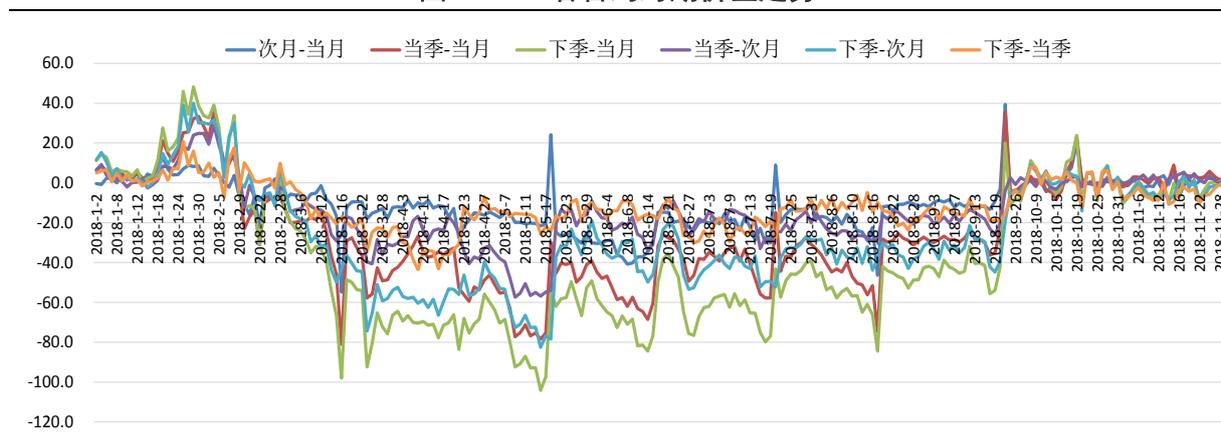
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约期现基差走势



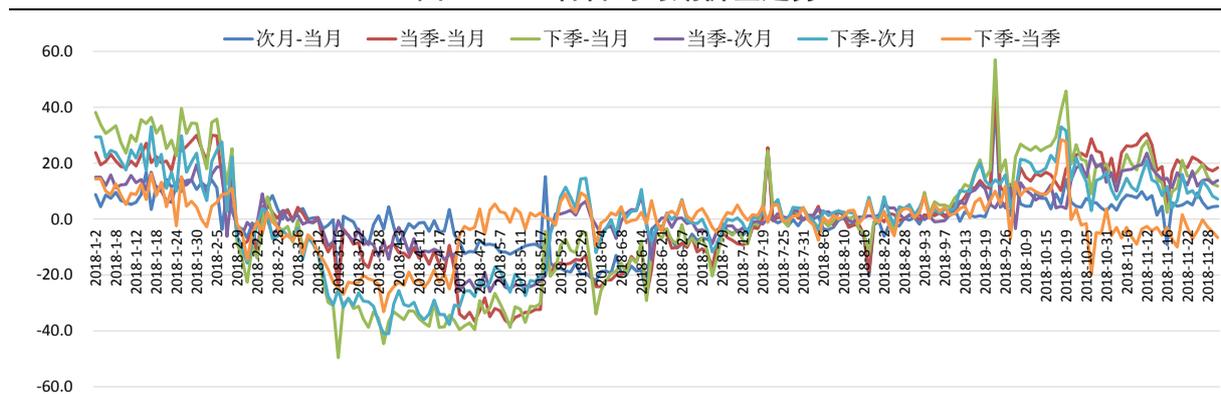
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IF 各合约跨期价差走势



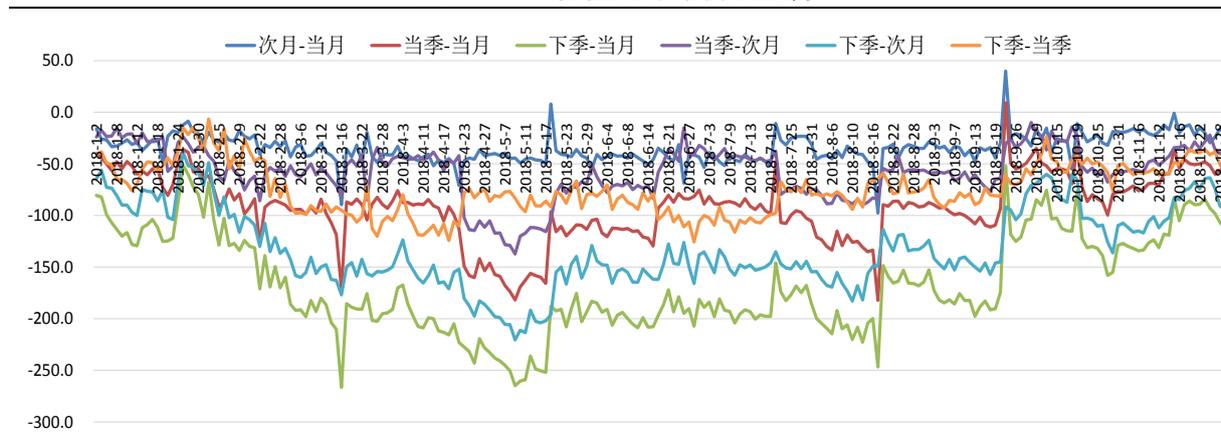
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IH 各合约跨期价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IC 各合约跨期价差走势

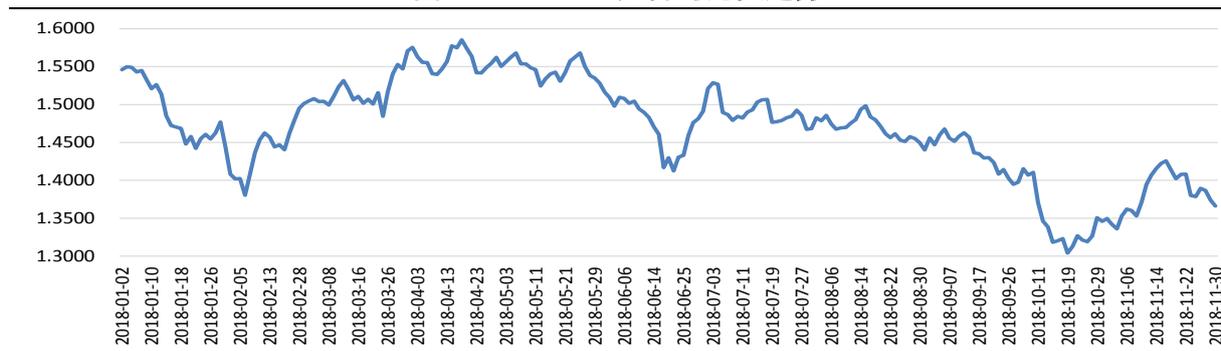


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2.4 跨品种套利回顾

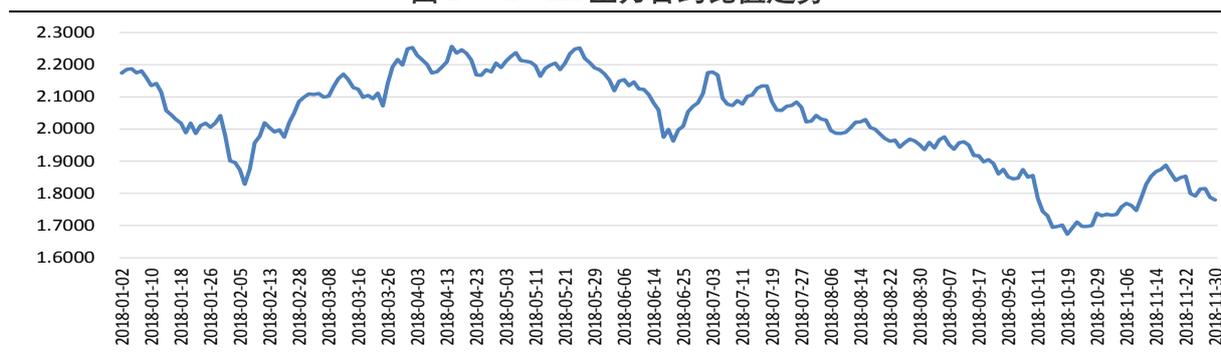
2018 年股票市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌，因此 IC/IF、IC/IH 及 IF/IH 比值整体呈现冲高回落走势。截止 11 月 30 日，IF/IH 主力合约点数比值为 1.3024，相较于上年末 1.4080 下行 7.50%；IC/IF 主力合约点数比值降至 1.3662，相较于上年末 1.5547 下行 12.12%；IC/IH 主力合约比值降至 1.7794，相较于上年末 2.1890 下行 18.71%。

图 16: IC/IF 主力合约比值走势



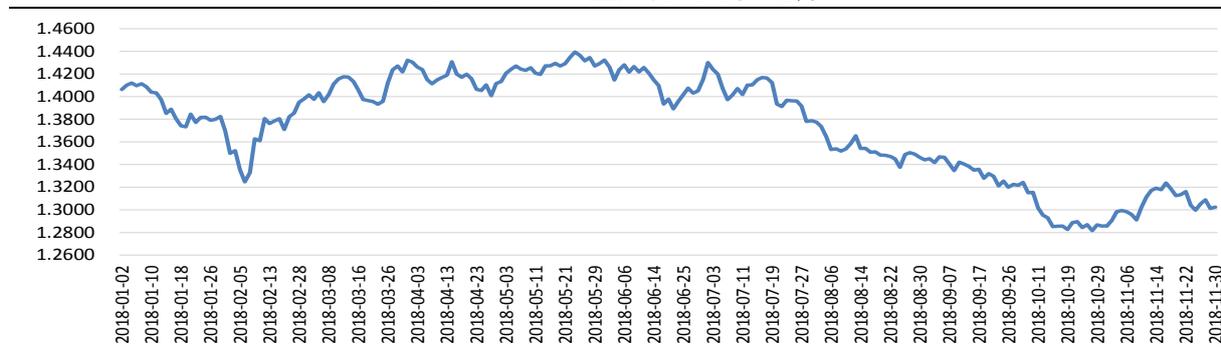
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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. 市场基本面分析

2.1 宏观经济延续承压，等待减税及逆周期调节成效兑现

从宏观层面来看，国内经济处于下行阶段且未来有持续一段时间持续承压，等待减税及逆周期调节的成效兑现，中长期来看未来并不悲观，扩大内需及产业结构转型仍有较大空间。

虽然 2017 年经济出现了超预期的韧性，但不可否认，2018 年国内经济已确认下行趋势，且暂未有企稳迹象。2018 年前三季度中国 GDP 同比增长 6.7%，分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度超预期下行，增速仅录得 6.5%，低于预期的 6.6%，且不及前值的 6.7%，创 2009 年一季度以来的低点。

而从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制。2018 年贡献最大的消费数据已形成高位回落趋势，消费升级边际减弱。固定资产投资中 2018 年超预期韧性的房地产随着三四线棚改高峰已过及本轮房价调控难松，近期已有高位回落迹象，基建投资从 2017 年大幅回落，未来存在回升空间，但仍然受制于去杠杆进程下信贷市场紧缩和地方政府债务约束。另外，2017 年超预期的进出口在 2018 年贡献转负，虽然三季度超预期反弹，但 2019 年将面临全球经济增速放缓及中美贸易摩擦反复两大压力。

从海外经济来看，目前美国制造业 PMI 高位震荡，市场认为美联储持续加息、减税效应边际减弱、贸易摩擦等影响将逐步显现，经济即将见顶，而英法德日制造业 PMI 均从年初高位明显回落，全球制造业周期开始走弱，贸易增长也可能随之有所放缓，全球经济景气度将有所下行。因此，对于我国而言，与美国方面的贸易摩擦将具有长期反复性，扩大内需成为稳增长关键，也需要新动力来推动经济中长期持续健康发展。

未来我们仍在等待减税及逆周期调节的成效兑现。内外压力下宏观政策虽然维持“去杠杆”及“稳增长”平衡的基调，但会逐步将重心向稳增长有所倾斜，目前已有多项逆周期调节政策发布，包括基建补短板、改革税法等积极的财政政策，未来也将继续通过减税降负等刺激手段尽快扩大内需，加上边际更为宽松的货币政策配合，改善信用扩张，助力经济平稳运行。

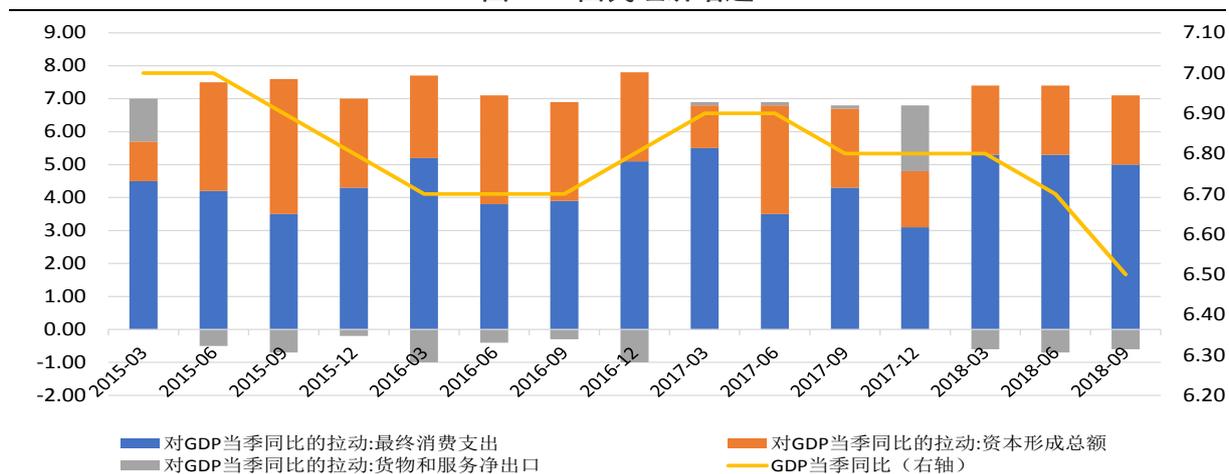
我们认为扩大内需及产业结构转型仍有较大空间，未来有三大突破点：

第一，减税红包下的消费升级。从城镇居民消费结构调整的角度来看，目前医疗保健支出占比从 2016 年一季度的 6.24% 上升至 2018 年三季度的 8.03%，已有逐步上升的趋势，教育文化娱乐服务的支出占比也有上升，我们看好医疗保健及教育文化未来的增长潜力，尤其是 2018 年修改的个人所得税法将子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款等专项附加扣除，减税红包将进一步激发居民消费潜力。

第二，高技术制造等新兴动力。中国提出中国制造 2025，全面发展高科技产业，2018 年制造业投资稳中有升，且高技术制造业增速明显高于平均水平且保持上升势头。中美贸易争端倒逼国内推进结构转型，国家战略在高新制造业领域继续加大资本投入，同时减轻赋税，未来高技术制造业有望成为经济新动力，对冲传统制造业投资的下行压力。

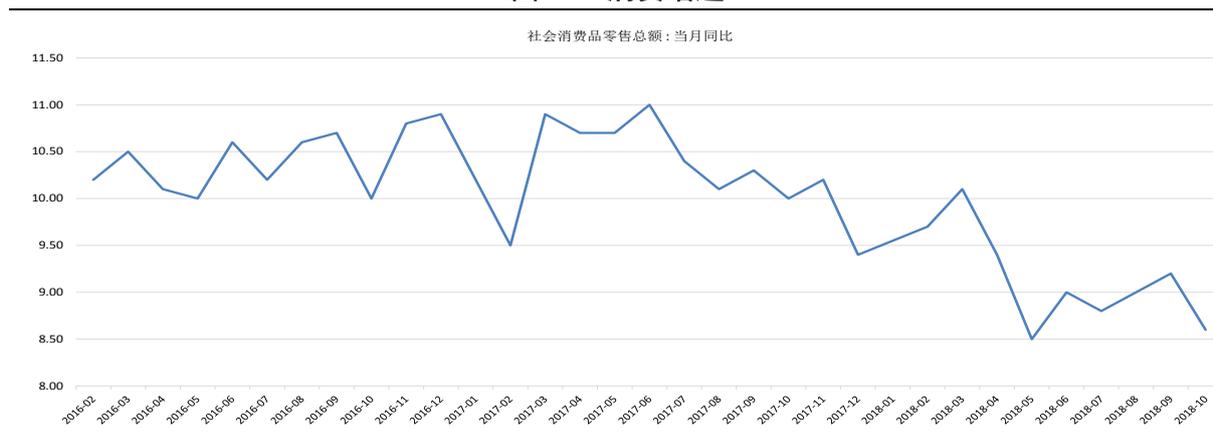
第三，改革开放加速推进。贸易争端背景下，出口退税、减税等政策有望进一步加大实施力度及范围。2019 年政策也将进一步加大投资领域对外开放，管制松绑，吸引外资来华投资，同时加强亚太地区、一带一路国家之间的贸易往来。

图 19: 国民经济增速



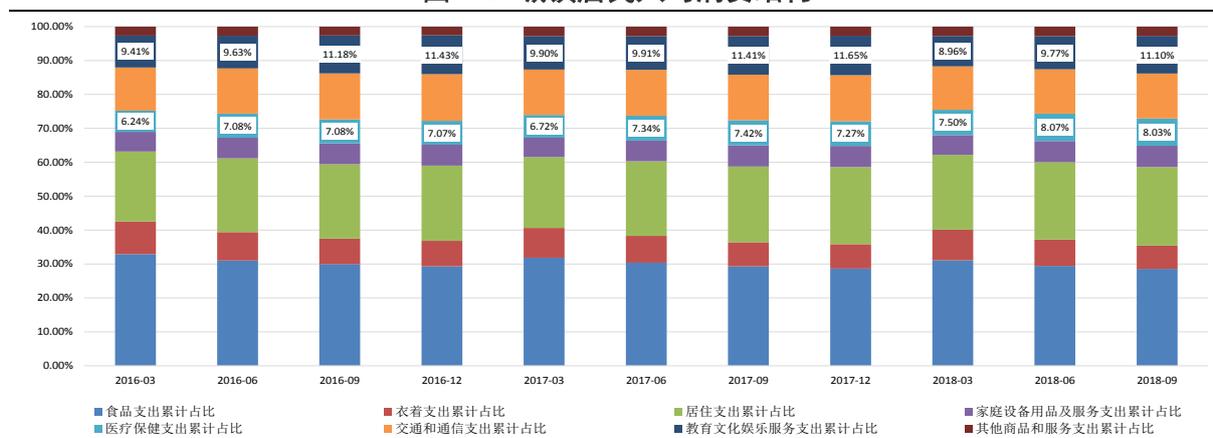
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 消费增速



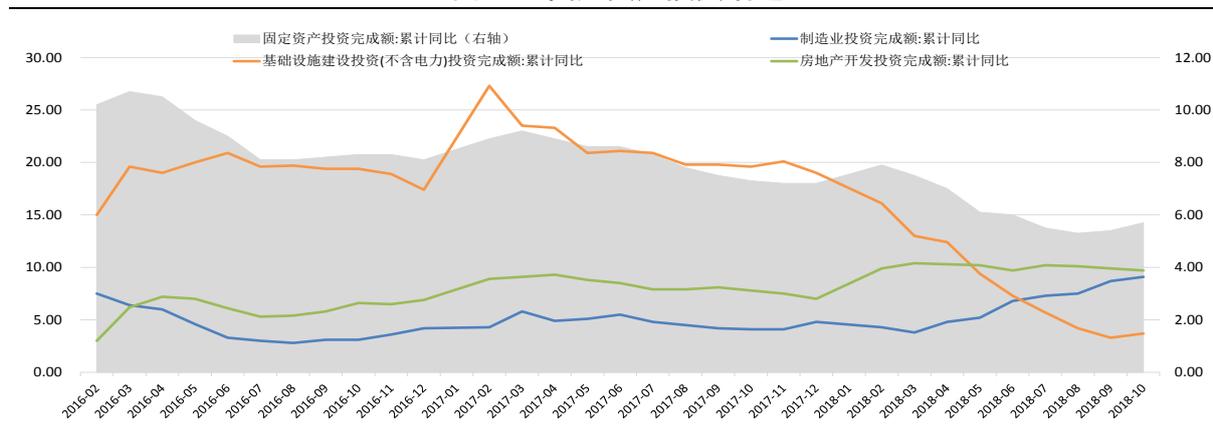
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 城镇居民人均消费结构



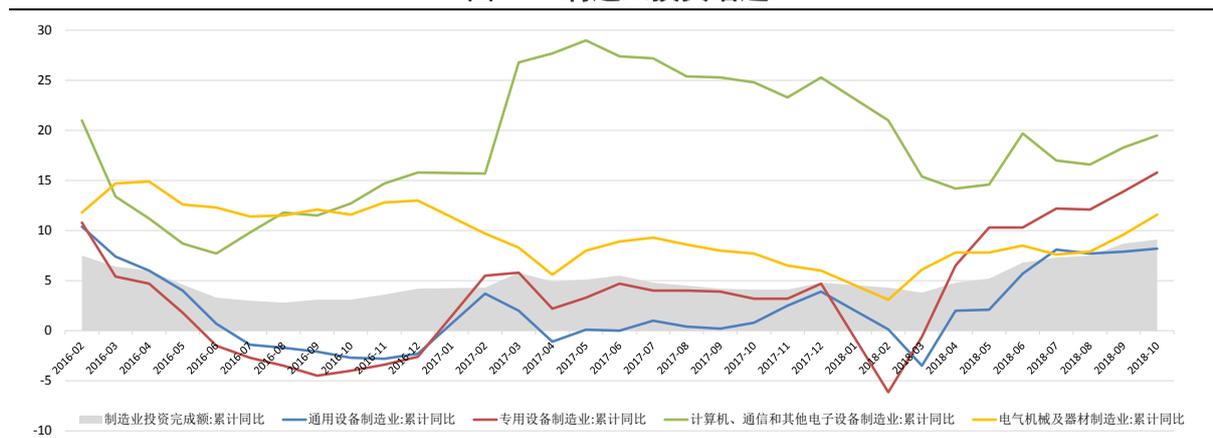
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 固定资产投资增速



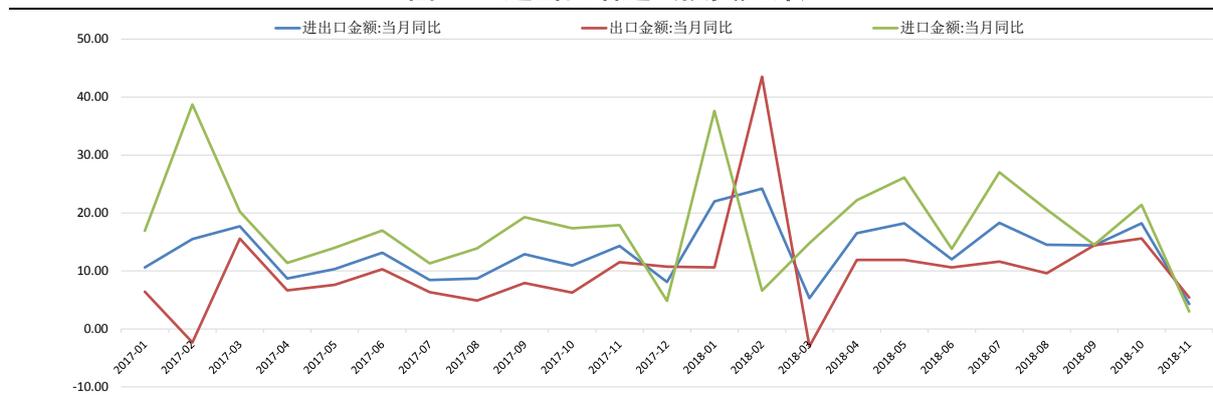
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 制造业投资增速



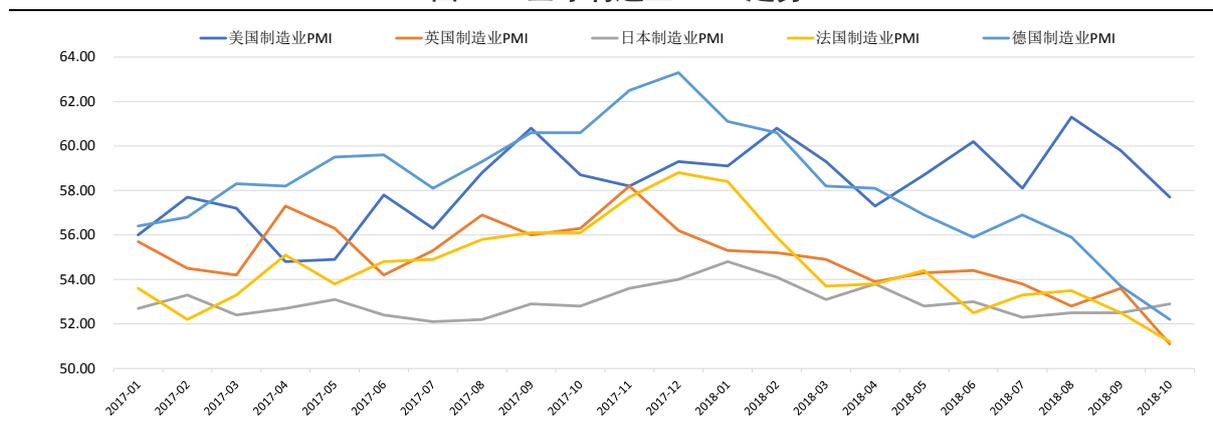
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25：全球制造业 PMI 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 货币政策边际宽松，未来增量资金可期

2016 年国内货币政策从宽松转向稳健中性，2017 年国内推进金融去杠杆，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，央行四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。另外，市场担忧的质押风险得到上层高度重视，监管层、国资机构、地方政府集体“排雷”，支撑民企融资的利好密集释放，央行再增加再贷款和再贴现额度支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放，各地政府纷纷通过专项资金救援、国资参股上市公司等多种形式，纾困当地上市公司的流动性危机，银保监会表示鼓励险资等长期资金参与化解质押流动性风险，证券业协会组织推动证券公司设立证券行业资管计划。未来市场仍有降准预期，货币政策持续边际宽松，2019 年国内金融市场环境将好于 2018 年。

从国内的资本市场来看，首先公募基金的股票仓位处于较低位置。截止 2018 年 11 月底，公募基金全部份额增至 13.21 万亿份，资产净值达到 13.41 万亿元，其中股票型基金份额为 7671 亿份，仅公募基金全部份额占 5.81%，基本处于近年来最低水平，混合型基金份额为 1.61 万亿份，仅占 12.15%，但货币市场型基金份额为 8.92 万亿份，占比高达 66.57%。我们认为，随着国内市场对股票市场悲观情绪的逐步释放及市场利率的继续走低，货币基金的优势减弱，预计有大量资金将逐步回流股市，从 9 月起可以看到股票型基金规模有加速流入的趋势。

同时，私募市场对于股票的配置也有增长空间。我国私募市场的规模在近年来增长较快，从 2014 年四季度到 2018 年三季度，全部私募基金资产净值从 1.49 万亿元增长至 12.80 万亿元，其中私募证券投资基金资产净值从 4639 万亿元增长至 2.39 万亿元，增速相对较慢，且今年三季度的市值占比仅为 18.64%，资金配置处于相对较低位置，未来亦有较大增长空间。

另外，银行理财资金进入股市的资金可期。9 月银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》提及，银行通过子公司开展理财业务后，允许子公司发行的公募理财产品直接投资或者通过其他方式间接投资股票。在 10 月 19 日发布的《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》当中重申了一点。截止 11 月底，多家银行成立理财子公司，增加了银行理财资金入市便

捷性，为股市带来增量资金。

外部资金方面，2018 年外资通过沪股通及深股通分别流入 1755 亿元及 1133 亿元，虽然人民币今年贬值幅度较大，A 股走势偏弱，但境外资金反而持续流入加仓。随着 5 月份陆股通扩容、6 月份 A 股正式纳入 MSCI 指数、9 月份 A 股纳入富时体系、12 月沪伦通即将落地、A 股 2019 年 9 月将被纳入标普道琼斯指数，中国股票市场国际化进程正持续推进，未来外部增量资金流入预期较强。根据我们的测算，目前 MSCI 新兴市场指数的市值规模为 4.8 万亿美元左右，A 股现有纳入比例为 0.75%，明年有望加大权重至 2.8%，迎来千亿美元增加资金；而 A 股同样有望纳入富时罗素新兴市场指数，初步权重为 0.57%，目前该指数市值规模为 8.5 万亿美元，明年亦有机会迎来 500 亿美元海外资金。

另外，虽然欧洲 QE 进入尾声，全球利率环境开始真正收紧，但后续执行仍需关注全球经济情况，从全球经济增速放缓，美国经济高位回落风险较大的环境来看，或好于市场预期，加上美联储加息已进入后半程，且从近期的经济数据来看，上行有所承压，所以未来提前结束加息周期的概率有所提升，外部压力对国内货币政策的压力将较预期有所减弱。

表 2：央行四次定向降准

定向降准	时间	目的	内容
第一次	2018年起	定向降准支持普惠金融	前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。
第二次	4月25日起	定向降准置换中期借贷便利	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日偿还 MLF 约 9000 亿元，同时释放增量资金约 4000 亿元。
第三次	7月5日起	定向降准支持债转股和小微企业融资	下调五家国有大型商业银行和十二家股份制商业银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 5000 亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目；下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 2000 亿元，主要用于支持相关银行开拓小微企业市场。
第四次	10月15日起	定向降准置换中期借贷便利	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，偿还当日到期的约 4500 亿元 MLF，同时可释放增量资金约 7500 亿元。

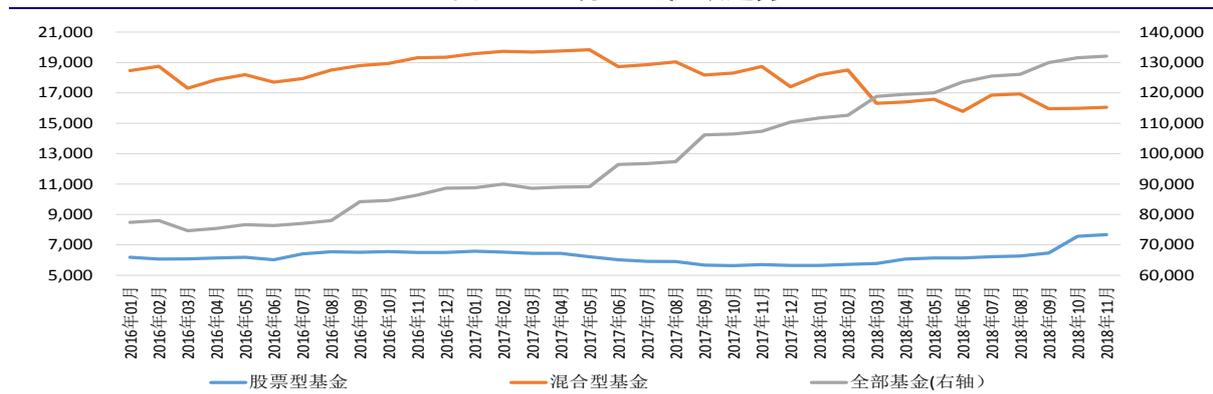
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：市场利率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27: 公募基金份额走势



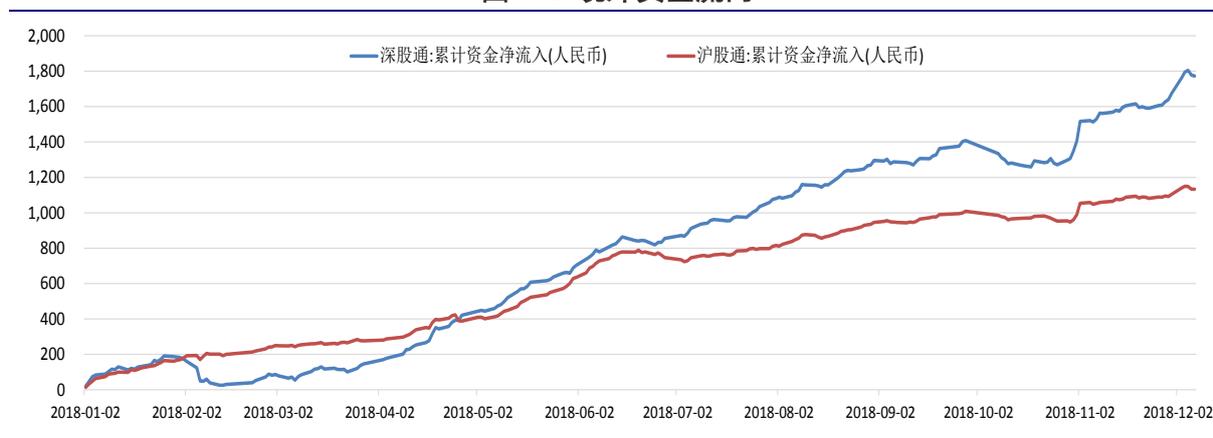
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 私募投资基金规模



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 境外资金流向



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 配置性价比有优势，等待企业盈利拐点

2017 年全年，价值型的蓝筹板块获得流动性溢价及业绩稳健的确定性溢价，股价走高甚至创出历史新高，而成长型的中小盘股遭遇戴维斯双杀，市场二八分化较为明显。但 2018 年股票市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，估值基本处于历史低位，下行空间有限，尤其是对于中证 500 指数来说，目前压制估值处于低位而无法修复的压力，主要是市场对于未来企业盈利超预期下滑的担忧，需要等待企业盈利拐点。

从上市公司 2018 年三季度报来看，截至 10 月 31 日，除 ST 长生无法在法定期限披露三季报之外，剩余的 3555 家 A 股上市公司已晒出了三季报“成绩单”。Wind 数据显示，超九成上市公司在今年前三季度实现盈利，逾六成净利处于同比增长状态，但整体来看，2018 年第三季度盈利增速加速下滑，同时净利润方面板块内部出现较大分化，上证 A 股和深证主板仍旧实现两位数以上的同比增幅，但中小企业板和创业板的同比增幅均为个位数，业绩出现加速回落且保持连续四个季度下滑，创业板的同比增幅仅在 2% 左右。ROE 中按照杜邦分解的三个维度均较中报有所下滑，主要原因是销售净利率下滑，未来企业盈利增速大概率继续下滑，期待国内逆周期调节及减税降负的成效显现。

目前股票市场处于宏观基本面下行阶段，业绩的成长性预期被压制，但 2019 年资金面流动性将继续向好，市场利率有望继续下降，目前三大指数的估值水平在历史低位，股票的低估值提供安全边际，因此我们仍看好其估值的修复机会。因此在中长期配置思路下，2019 年股票的性价比较高。我们认为目前的低估值已经基本反映了市场对于未来经济及企业盈利下行的悲观预期，继续下行的空间有限。

表 3：三大指数估值数据一览

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	10.5827	9.1848	18.7870
平均市盈率	12.5556	10.4703	36.6912
标准差	3.1061	2.5225	11.8658
偏离标准差	-0.6352	-0.5096	-1.5089
百分比排序	0.2710	0.2710	0.0187
最新市净率	1.2763	1.1233	1.6067
平均市净率	1.7199	1.5090	2.8290
标准差	0.4148	0.3989	0.7025
偏离标准差	-1.0694	-0.9668	-1.7400
百分比排序	0.0654	0.0467	0.0187

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 沪深 300 指数市盈率走势



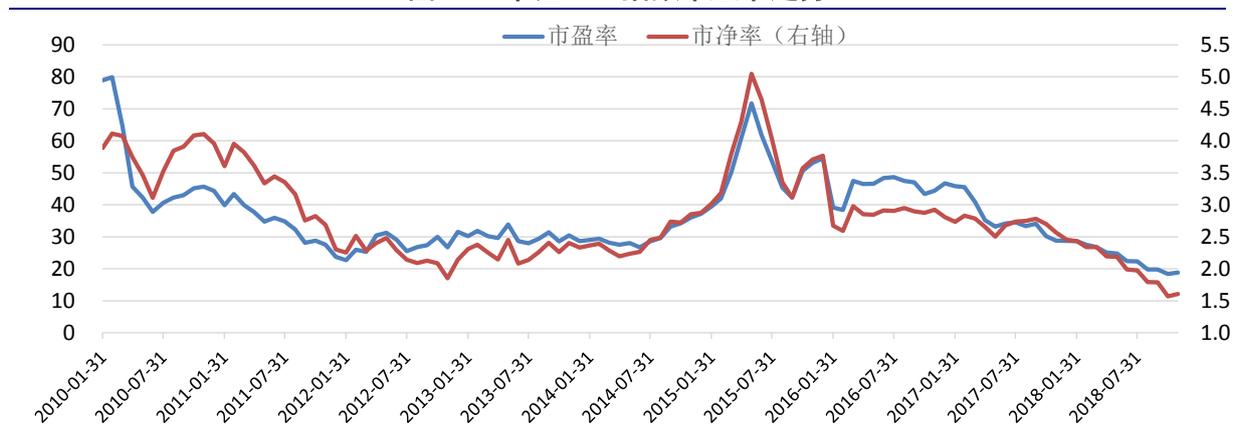
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 上证 50 指数市盈率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: 中证 500 指数市盈率走势



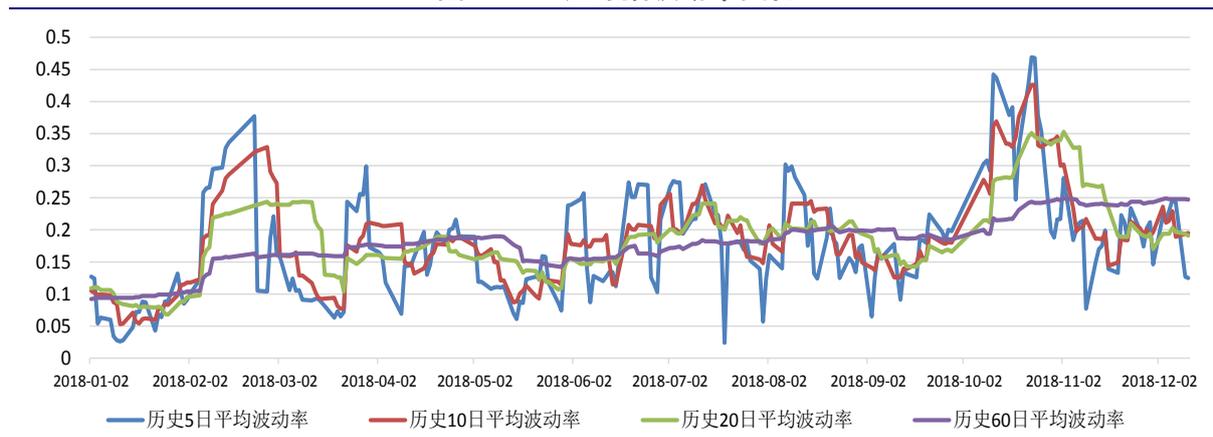
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 海外市场波动加剧，全球避险情绪联动

从全球宏观的角度来看，未来全球经济增速将有所放缓，再加上中美贸易摩擦、英国脱欧等一系列风险因素，宏观经济的不确定性上升，引发金融市场波动加剧，避险情绪有所上升。另外，2018 年上升势头较强的美国经济有高位回落的担忧，同时美联储仍处于加息的后半期，2019 年大概率继续加息，美元指数近期频频走高，全球权益类资产承压，新兴国家资金流出压力较大。

从股票市场的走势来看，美国三大指数 11 月大幅走弱，前三季度涨幅基本被吞噬，而其他国家的股市表现更差，未来随着美国高位筑顶后存在的下跌风险，全球避险情绪联动性更强，A 股也不能幸免，但我们认为 A 股经历去泡沫去杠杆后，估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。

图 33：上证综指波动率变化



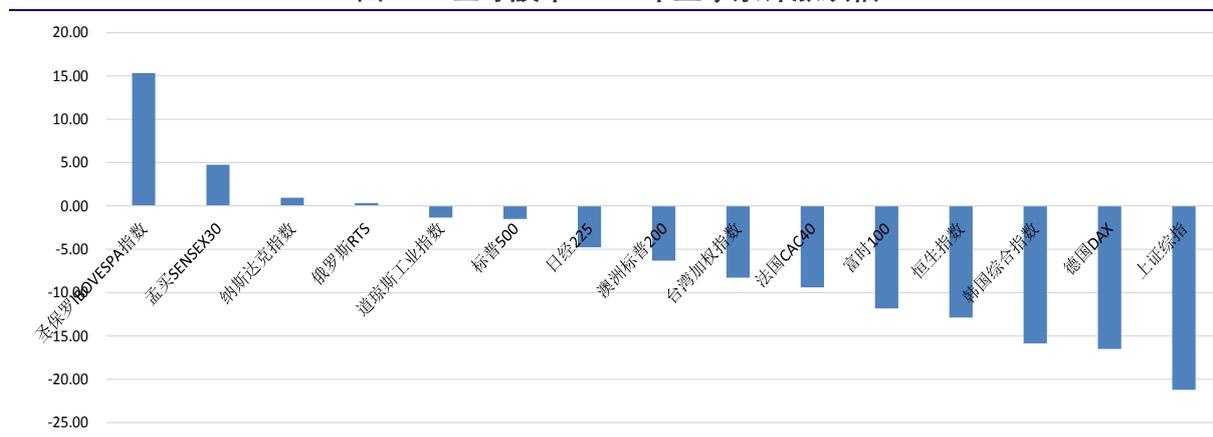
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 34：美三大指数 2018 年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：全球股市 2018 年至今累计涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 2019 年期指走势预期

展望 2019 年，宏观经济下行趋势较为确定，但减税改革及逆周期调节等政策对冲下行压力，超预期下行的概率有限。货币政策边际宽松，国内公募及私募基金均有较大加仓空间，外部压力将有所减弱，随着 A 股国际化进程加快，未来增量资金可期。上市公司企业盈利增速大概率继续下滑，但目前估值已基本反映悲观预期，估值水平处于历史低位，提供中长期的安全边际，配置性价比较高。从市场情绪的角度来看，未来全球权益类资产都将承压，全球避险情绪联动性更强，但 A 股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。总体来看，目前股票市场已经基本反映了市场对于未来宏观经济及盈利下行的预期，基本面超预期恶化的概率较小，股市有望从利率下行及宽信用传导过程中开启估值修复。

对于股市 2019 年的预期，我们认为市场前期大概率维持低位震荡，国内宏观经济下行及需求偏弱暂时难以改善企业盈利回升，海外不确定因素较强压制市场风险偏好，整体来看，基本面改善的信心不足，后续需要等待政策成效显现及企业盈利出现拐点。至少上半年市场难有趋势性做多行情，但 A 股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。因此我们认为股票指数以震荡为主，主要由市场情绪主导，基本面大概率维持平稳，个股结构性行情将好于指数。

三大期指品种中相对看好中证 500 股指期货，理由主要基于以下三点。第一，中证 500 指数的弹性较大，短期市场情绪修复下反弹幅度较大，同时由于中证 500 的估值相对更低，基本处于历史最低位置，对于中长期配置资金来说下行风险更小，收益性价比好于另外两大品种。第二，未来货币传导效果将逐步显现，看好市场利率有继续下行的空间，市场贴现率走低对中小创股的利好更大。第三，中证 500 成分股偏向于成长板块，企业盈利有望在 2019 年下半年出现拐点，未来我们看好成长股的 EPS 及 PE 实现倍乘效益，中长期修复空间更大。

基于股票市场震荡为主及个股结构性行情好于指数表现的市场判断，我们较为看好阿尔法策略及股指期货套利策略。

首先，阿尔法策略运用股指期货对冲市场系统性风险。因为我们认为国内外因素交织下，短期内波动加剧的概率较大，因此利用股指期货可以控制系统性波动带来的市场风险，同时保

留个股结构性行情的相对收益，从而赚取整个组合的绝对收益。同时，目前沪深 300 股指期货及上证 50 股指期货基本处于平水甚至小幅升水状态，改善了阿尔法策略在期货端的收益水平，随着股指期货的第三次松绑，继续降低交易保证金，提高资金在股指期货的配置效率，同时在日内交易限制方面做出了较大幅度松绑，促进市场交易的流动性回升，利好阿尔法策略。

第二，我们推荐股指期货套利策略。我们认为指数难有趋势性机会，且波动可能较大，我们看好风险相对较低的套利策略，获取较为稳健的绝对收益。随着股指期货的第三次松绑，继续改善股指期货市场的流动性，松绑后日内成交量明显提高且交易盘口有所收窄，尤其是对于远月合约的流动性改善幅度较大，有利于套利策略的实现。

风险因素：

- 第一，宏观经济大幅不及预期，中美贸易摩擦升级，加速打击国内经济，企业盈利超预期下滑。
- 第二，海外股市大跌，避险情绪高升，资金大幅涌入避险资产，A 股市场杀跌；
- 第三，市场大幅杀跌后带来的质押风险。

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。