

兴证期货·研发中心

2019年1月2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

● 行情回顾

12月共20个交易日，纵观十二月行情，市场震荡走低。最终，12月上证综指下跌3.64%至2493.90点，创业板指下跌5.93%至1250.53点。行业板块多数收跌，仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨，医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

三大期货品种集体收跌，其中IH跌幅较大，IC跌幅略小。12月股指期货迎来第三次松绑落地，市场流动性有所回升，期指成交量及持仓量均有增加，其中IC增幅较大。从基差水平来看，期现价差先强后弱，IF合约月底回到贴水状态，IH升水有所收窄，近月转为小幅贴水，IC合约月下旬贴水集体走扩。IF及IH远-近月价差先扬后抑，IC远-近月价差呈现V型走势。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值先扬后抑，整体小幅反弹。

● 后市展望及策略建议

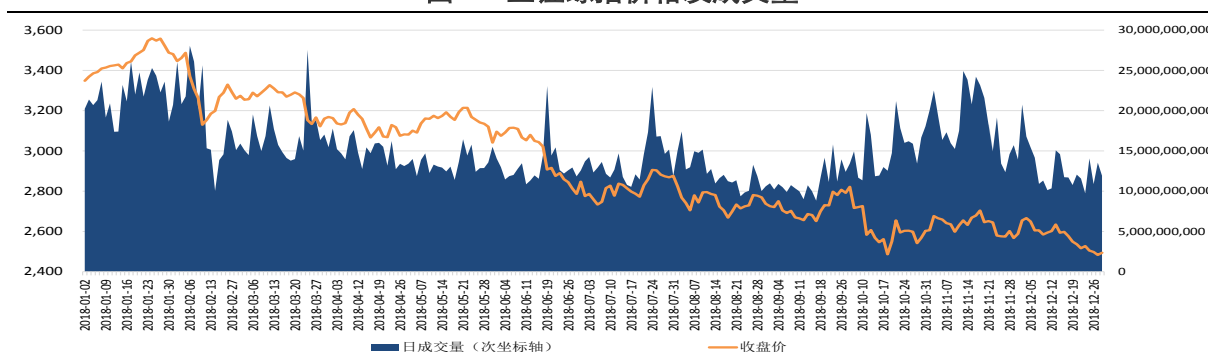
综合来看，虽然从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大，跨年资金回流造好年初流动性，但工业企业利润增速转负及制造业PMI跌落至荣枯线下方等宏观数据超预期走弱，金融数据显示“宽货币”到“宽信用”渠道仍未畅通，目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象，系统性风险尚存，市场流动性虽然较为充裕，但资金回流意愿偏弱，预计一月走势或延续弱勢震荡，叠加外盘股市联动，风险偏好难有修复，建议股指以对冲思路为主，继续看好阿尔法策略等市场中性策略。仅供参考。

1. 期指市场回顾

1.1 股票市场震荡走低

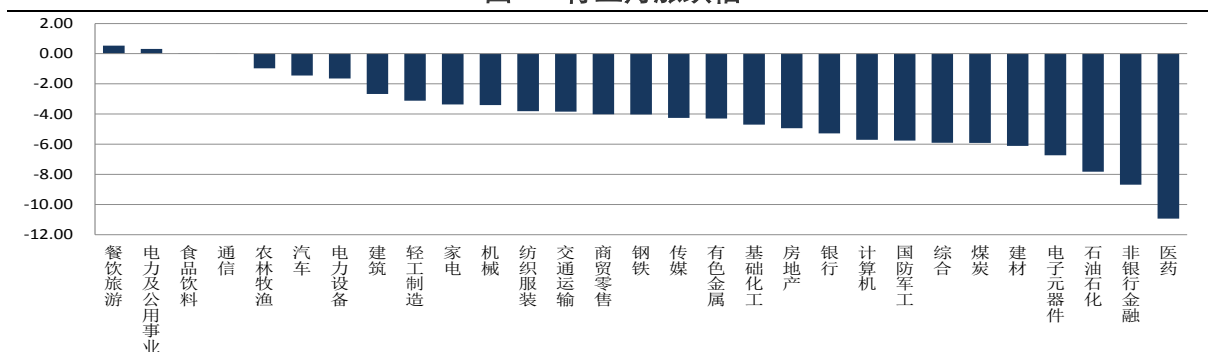
12月共20个交易日，纵观十二月行情，市场震荡走低。最终，12月上证综指下跌3.64%至2493.90点，创业板指下跌5.93%至1250.53点，三大指数中沪深300指数下跌5.11%，上证50指数下跌5.56%，中证500指数下跌4.77%。行业板块多数收跌，仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨，医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

图 1：上证综指价格及成交量



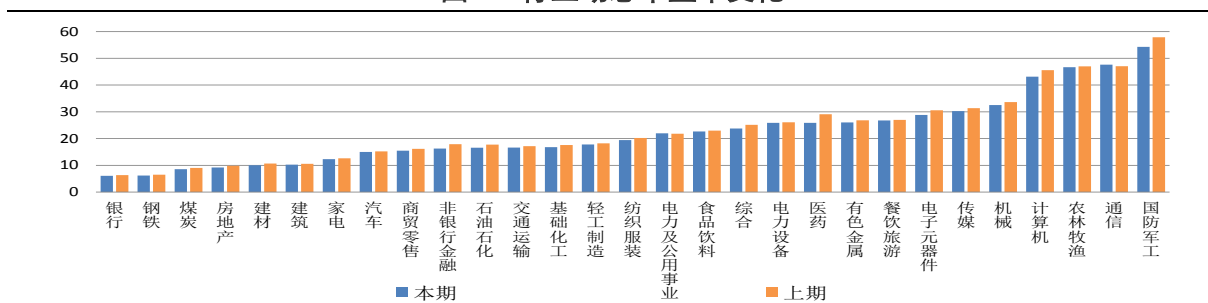
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：行业动态市盈率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 股指期货市场流动性回升

三大期货品种集体收跌,其中 IH 跌幅较大,IC 跌幅略小,IF1901 合约月跌 4.63%,IH1901 月跌 5.39%, IC1901 合约下跌 4.22%。

12 月股指期货第三次松绑落地,将 IF 及 IH 交易保证金标准调整为 10%, IC 交易保证金标准调整为 15%; 日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手; 平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之四点六。因此,市场流动性有所回升,期指成交量及持仓量均有增加,从成交情况来看,IC 合约增幅较大,IF、IH、IC 12 月日均成交量较 11 月均值分别增长了 43.15%、16.79%、54.36%。持仓量增幅小于成交,相较而言 IC 合约亦增幅最大,IF、IH、IC 12 月日均持仓量较 11 月均值分别增加 17.13%、14.24%、17.96%。

从基差水平来看,期现价差先强后弱,IF 合约月底回到贴水状态, IH 升水有所收窄,近月转为小幅贴水, IC 合约月下旬贴水集体走扩,截止 12 月 28 日, IF、IH 及 IC 主力分别贴水 0.49%、0.28%、1.14%。另外, IF 及 IH 远-近月价差先扬后抑, IC 远-近月价差呈现 V 型走势。

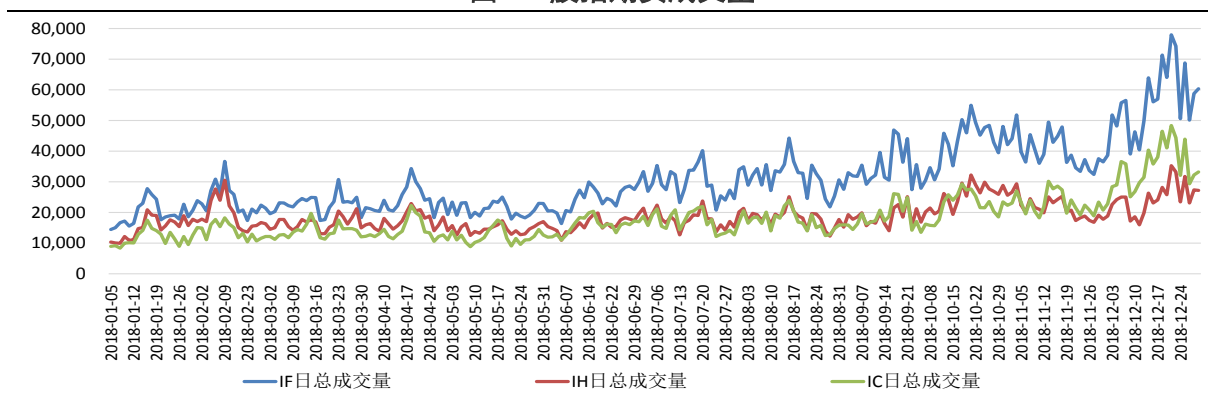
从跨品种来看, IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值先扬后抑,整体小幅反弹。截至 12 月 28 日, IF/IH 主力合约点数比值小幅回升 0.60% 回升至 1.3102, IC/IF 主力合约点数比值回升 0.66% 升至 1.3753, IC/IH 主力合约比值反弹 1.27% 至 1.8020。

表 1: 股指期货 12 月表现

当前合约	合约收盘价	月涨跌幅%	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	剩余交易天数	年化升水率
IF1901.CFE	2996.0	-4.63	-14.7	-0.49%	2019-01-18	13	-9.06%
IF1902.CFE	2995.8		-14.9	-0.49%	2019-02-15	28	-4.26%
IF1903.CFE	2998.0	-4.60	-12.7	-0.42%	2019-03-15	48	-2.12%
IF1906.CFE	2996.4	-4.54	-14.3	-0.47%	2019-06-21	115	-1.00%
IH1901.CFE	2286.6	-5.39	-6.5	-0.28%	2019-01-18	13	-5.28%
IH1902.CFE	2290.2		-2.9	-0.13%	2019-02-15	28	-1.09%
IH1903.CFE	2298.0	-5.43	4.9	0.21%	2019-03-15	48	1.08%
IH1906.CFE	2305.0	-4.96	11.9	0.52%	2019-06-21	115	1.09%
IC1901.CFE	4120.4	-4.22	-47.6	-1.14%	2019-01-18	13	-21.28%
IC1902.CFE	4099.8		-68.2	-1.64%	2019-02-15	28	-14.15%
IC1903.CFE	4077.6	-4.35	-90.4	-2.17%	2019-03-15	48	-10.94%
IC1906.CFE	4024.0	-4.37	-144.0	-3.46%	2019-06-21	115	-7.27%

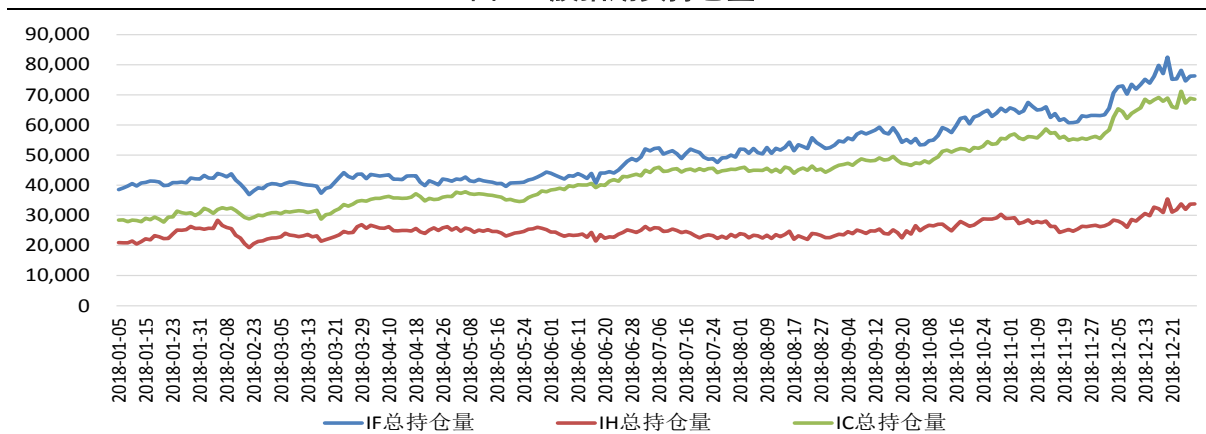
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 股指期货成交量



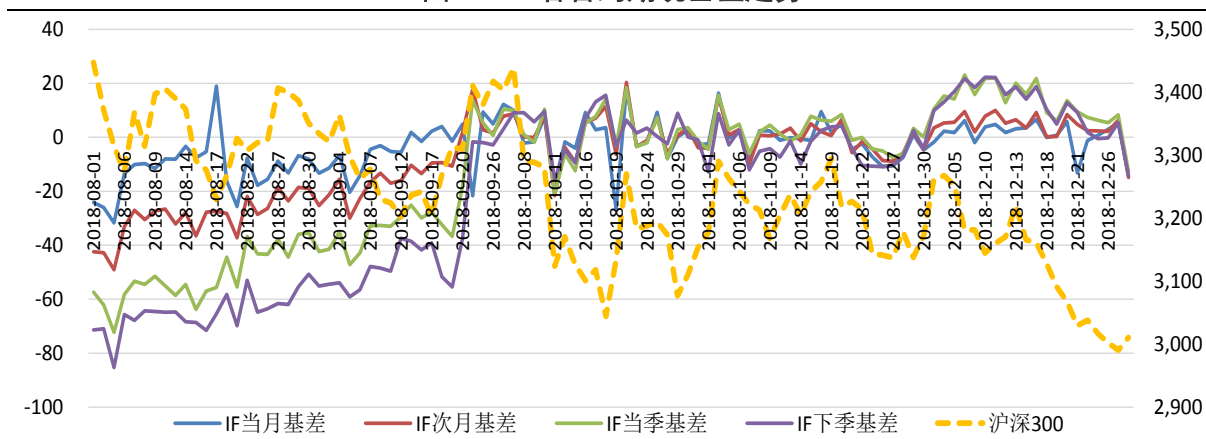
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5：股指期货持仓量



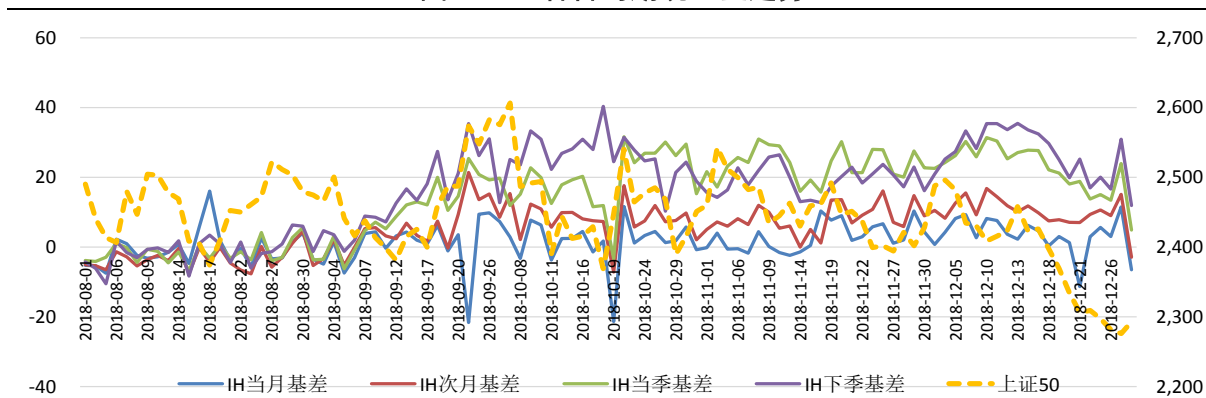
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：IF 各合约期现基差走势



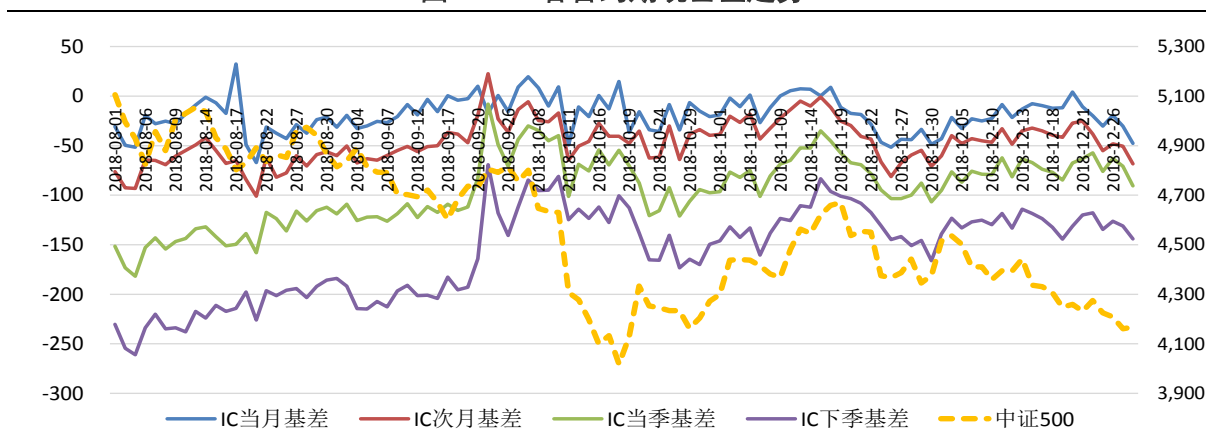
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：IH 各合约期现基差走势



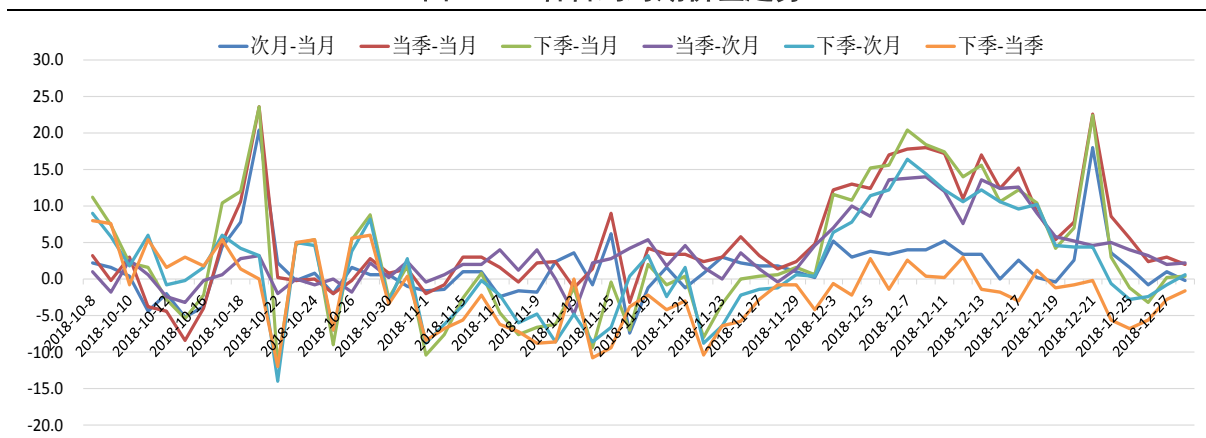
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8: IC 各合约期现基差走势



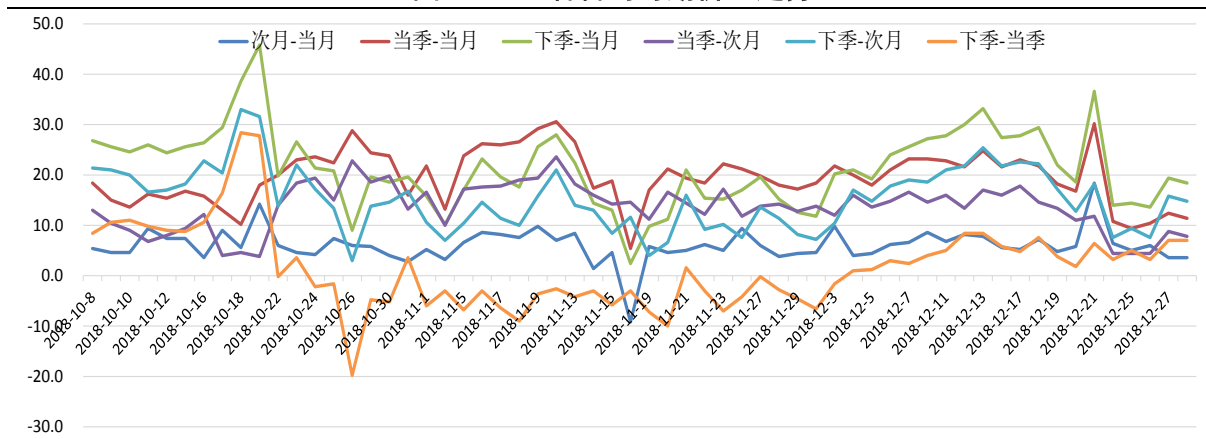
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 各合约跨期价差走势



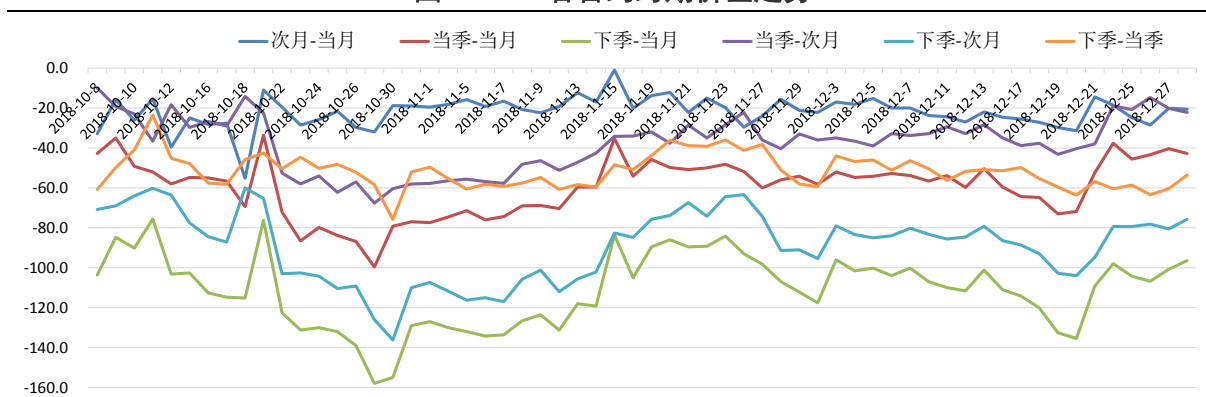
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IH 各合约跨期价差走势



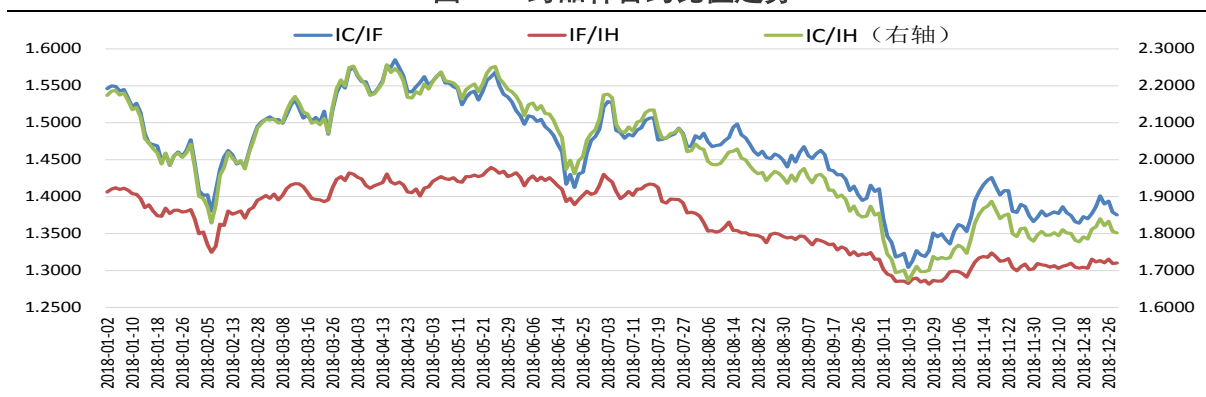
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IC 各合约跨期价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 跨品种合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 宏观数据延续下滑，静候政策效果显现

从国内经济的宏观层面来看，十二月发布的经济数据整体延续下滑趋势，国内经济处于下行阶段且未来一段时间将持续承压，等待减税及逆周期调节的成效兑现。

从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制。消费方面，11月数据继续回落，中国11月社会消费品零售总额增速跌至8.1%，较10月回落0.5%，低于市场预期。固定资产投资数据继续小幅回暖，1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.9%，增速比1-10月份回升0.2个百分点，连续三个月回升，主要是制造业投资继续改善，1-11月制造业投资同比增长9.5%，增速比1-10月份提高0.4%，连续八个月回升，基建及房地产投资增速则持平前期，但房地产销售面积增速及开发景气指数则有所回落。进出口方面增速大幅回落，按美元计，中国11月出口同比增长5.4%，前值18.2%，进口同比3.0%，前值21.4%，大幅低于上月和预期水平，一方面是前期基数较大，另外前期贸易抢跑力度减弱，未来需求有所透支，加上全球经济放缓及中美贸易等因素影响，进出口压力较大。

工业生产数据整体维持下滑态势，需求继续放缓。11月规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，增速比10月份回落0.5%，环比增长0.36%；11月工业企业利润更是出现负增长，同比下降1.8%，前值3.6%，连续第八个月出现下降，同时也是三年以来首次出现负增长。PPI及制造业PMI数据亦有不同程度下滑，11月PPI同比上涨2.7%，进一步回落0.6%，环比下降0.2%，皆创年内最低值。同时11月官方制造业PMI为50.0%，比上月回落0.2个百分点，勉强处于临界点，再创2016年8月以来新低。生产、采购量继续回落，需求维持弱势，新订单和进口指数连续第6个月回落，原材料购进价格和出厂价格指数明显下滑。

另外，从金融数据来看，M2同比增长8%与前月持平且整体符合预期，但仍处于历史低位，M1增速持续下降，11月已降至1.5%仅次于2014年的历史低位的1.2%，体现企业投资需求不振，人民币贷款季节性反弹，新增社融反弹，但存量同比再创新低，融资结构改善有限，银行风险偏好难言改善，实体融资需求面临下行压力。

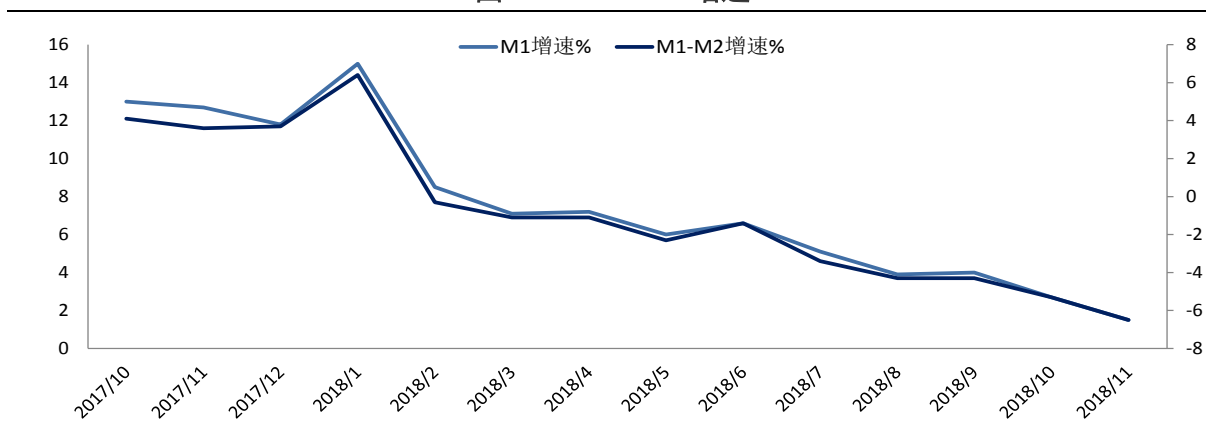
宏观基本面继续走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
12/03/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Nov	50.1	50.2	50.1	--
12/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Nov	--	51.9	50.5	--
12/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Nov	50.7	53.8	50.8	--
12/07/2018 16:34	外汇储备	Nov	\$3044.00b	\$3061.70b	233.63b	238.76b
12/08/2018 11:08	贸易余额人民币	Nov	226.50b	306.04b	233.63b	238.76b
12/08/2018 11:08	出口同比人民币	Nov	13.80%	10.20%	20.10%	20.00%
12/08/2018 11:08	进口同比人民币	Nov	18.30%	7.80%	26.30%	25.70%
12/08/2018 11:08	贸易余额	Nov	\$34.40b	\$44.74b	\$34.01b	\$34.74b
12/08/2018 11:08	出口同比	Nov	9.40%	5.40%	15.60%	15.60%
12/08/2018 11:08	进口同比	Nov	14.00%	3.00%	21.40%	20.80%
12/09/2018 09:30	PPI同比	Nov	2.70%	2.70%	3.30%	--
12/09/2018 09:30	CPI 同比	Nov	2.40%	2.20%	2.50%	--
12/11/2018 08:01	人力资源调查	1Q	--	10%	7%	--
12/11/2018 17:01	货币供应M2同比	Nov	8.00%	8.00%	8.00%	--
12/11/2018 17:01	New Yuan Loans CNY	Nov	1150.0b	1250.0b	697.0b	--
12/11/2018 17:01	总融资人民币	Nov	1350.0b	1519.1b	728.8b	743.0b
12/11/2018 17:02	货币供应M0年同比	Nov	3.00%	2.80%	2.80%	--
12/11/2018 17:02	货币供应M1年同比	Nov	3.00%	1.50%	2.70%	--
12/13/2018 15:00	外国直接投资同比人民币	Nov	--	-26.30%	7.20%	--
12/14/2018 10:00	彭博12月中国调查 (表格)					
12/14/2018 10:00	零售销售额同比	Nov	8.80%	8.10%	8.60%	--
12/14/2018 10:00	社会消费品零售	Nov	9.10%	9.10%	9.20%	--
12/14/2018 10:00	工业产值 同比	Nov	5.90%	5.40%	5.90%	--
12/14/2018 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Nov	6.40%	6.30%	6.40%	--
12/14/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Nov	5.80%	5.90%	5.70%	--
12/14/2018 10:00	Property Investment YoY	Nov	--	9.70%	9.70%	--
12/14/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Nov	--	4.80%	4.90%	--
12/15/2018 09:30	New Home Prices MoM	Nov	--	0.98%	1.02%	--
12/20/2018 19:52	中国银行结售汇 - 银行代客	Nov	--	-139.4b	-24.1b	--
12/27/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Nov	--	2.09%	1.70%	--
12/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Nov	--	-1.80%	3.60%	--
12/28/2018	经常账户余额	3Q F	--	--	\$16.0b	--
12/31/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Dec	53.1	--	53.4	--
12/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Dec	50	--	50	--
01/02/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Dec	50.2	--	50.2	--

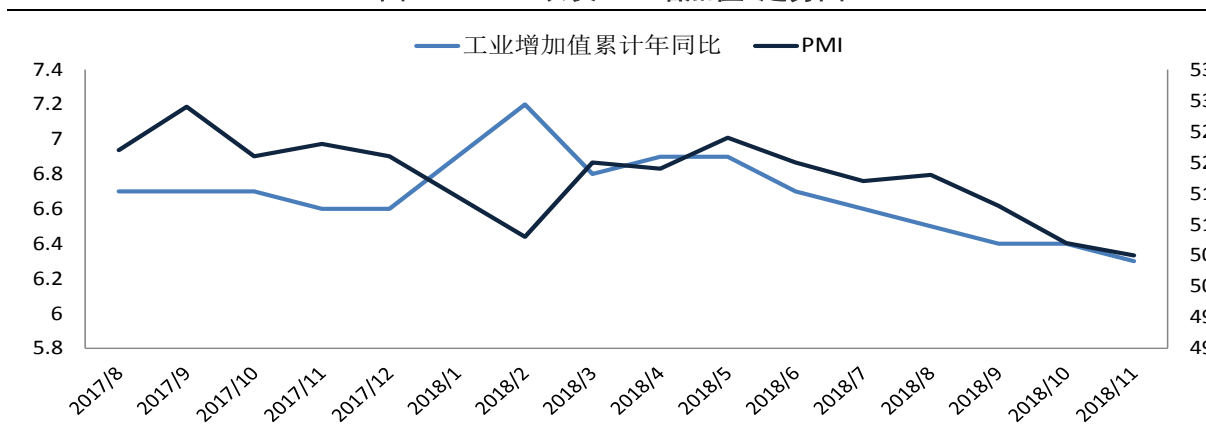
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 13: M1、M2 增速



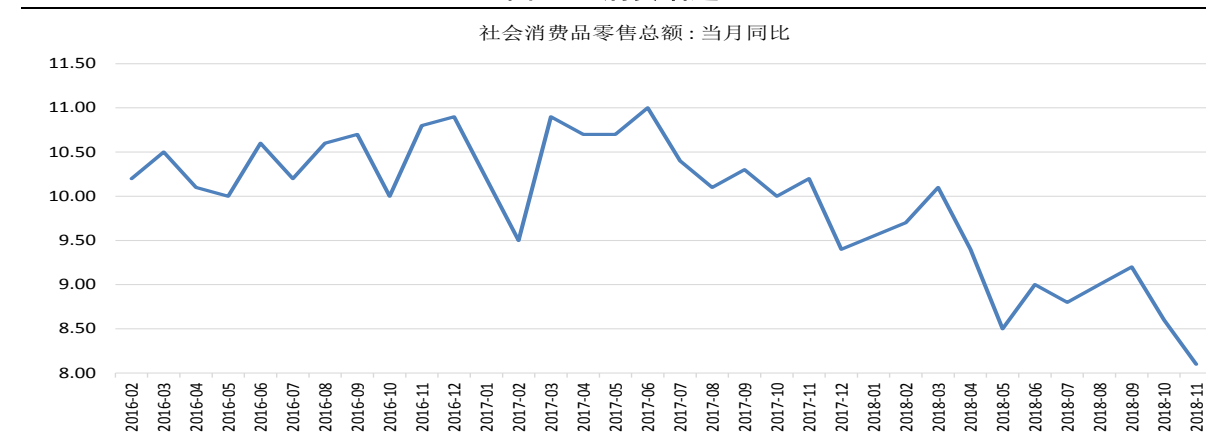
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: PMI 以及工业增加值 走势图



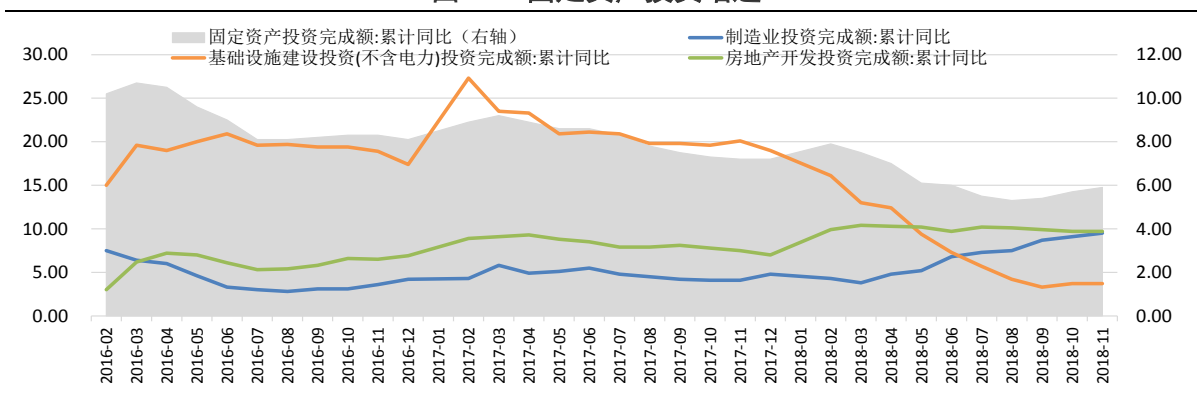
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 15: 消费增速



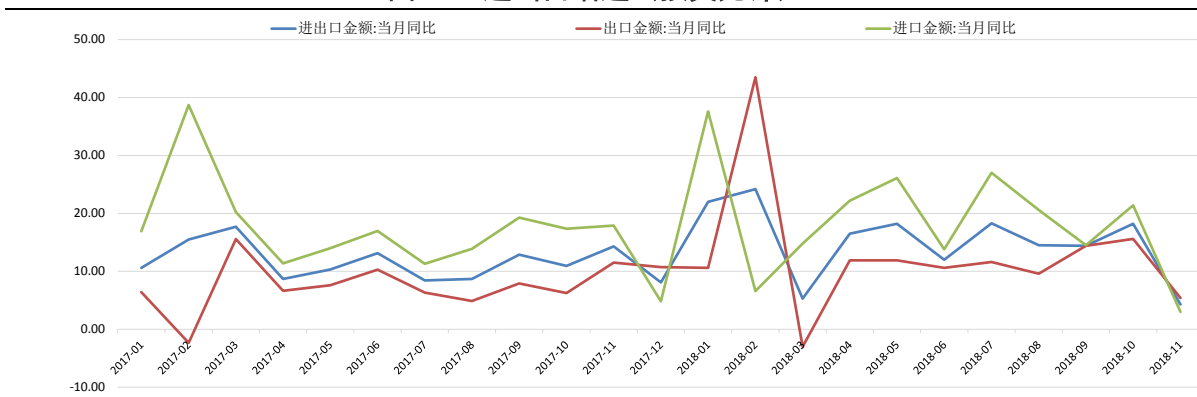
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 固定资产投资增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 政策托底预期巩固，风险偏好难有修复

12 月政策托底预期有所巩固，但一方面逆周期政策调节的效果尚未明显显现，宏观经济短期并未出现起色，市场仍在等待拐点出现，另外中美贸易关系的不确定性以及美股市场波动加剧等风险因素，压制 A 股风险偏好难有持续性修复。

首先，中美贸易赢得三个月谈判缓冲时间。12 月 1 日晚，国家主席习近平与美国总统特朗普在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行会晤，双方决定，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。但休战 3 个月只是缓冲不是彻底言和，终成正果还需双方继续谈判，加上华为 CFO 在加拿大事件，市场对和解的预期并不乐观，继续压制市场风险偏好。

月下旬召开的中央经济工作会议政策信号进一步转暖。会议提出，“经济稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”以及“要确保经济运行在合理区间”，继续释放强化宏观政策逆周期调节的信号，包括：稳健的货币政策要松紧适度，积极的财政政策加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。“推动制造业高质量发展”被作为首要工作，提到了制造业技术改造和设备更新的新型基础设施需求，并具体到 5G、

人工智能、工业互联网、物联网等领域。中央经济工作会议为 2019 年的工作定调，但短期来看，市场仍在等待逆周期调节效果的显现，宏观经济下行仍构成压制市场风险偏好的重要因素。

利好方面，个人所得税法扣除细则正式公布，其中专项扣除略超预期，相较征求意见稿，上修了居民房租和大病医疗支出的扣除额度，也拓展了抵扣范围。另外在 12 月初，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，在公募理财产品投资股票和销售起点方面，在前期已允许银行私募理财产品直接投资股票和公募理财产品通过公募基金间接投资股票的基础上，进一步允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票，有利于增量资金流入。

2.3 资金面维持平稳，股票需求有所减弱

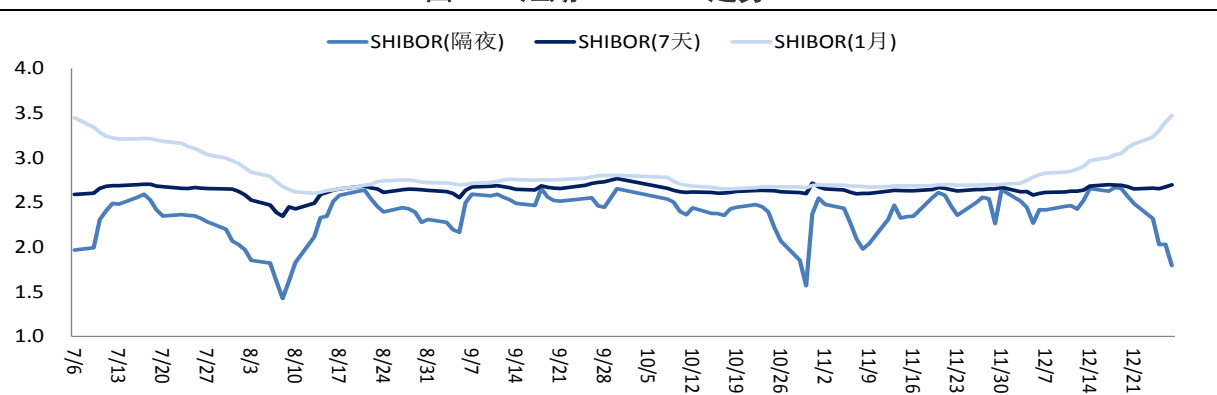
12 月资金流动性整体较为平稳，月末资金结构性分化加剧，Shibor 隔夜下行至 10 月 30 日以来低点，1 个月期及 3 个月期升至 7 月以来高位。

12 月 19 日，央行宣布决定创设定向中期借贷便利。根据央行的创设说明，TMLF 到期可以续作两年，实际使用期限长达三年，操作利率比 MLF 利率优惠 15bp。此次操作相当于定向降低 MLF 利率，并延长 MLF 使用期限，支持银行加大对实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域的支持力度。同时，央行还决定根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况，再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元，继续加码促进对小微和民营企业信用投放。

从股票市场的供需关系来看，12 月股票市场的供应压力有所上升，当月股权募集资金总额为 835.77 亿元，较 11 月水平上升了 66.40%，其中 5 家 IPO 募集 28.44 亿元，19 家增发募集 578.75 亿元，1 家发现优先股 50.00 亿元、13 家发行可转债募集 177.07 亿元及 1 家可交换债券募集 1.50 亿元。另外，12 月历年来皆为解禁高峰，12 月共有 232 家上市公司迎来限售股解禁，从 2018 年全年来看限售股数量位居第一，市值约 4000 亿元。

从 A 股需求来看，境内外资金 12 月较为谨慎，对于股票需求有所减弱。海外资金流入速度有所放缓，根据沪股通及深股通的情况来看，截止 12 月 28 日，沪股通、深股通 12 月分别净流入 135.15 亿元、26.28 亿元，较 11 月净流入 325 亿元及 144 亿元增速有所放缓。国内资金则持续减仓，两融余额持续走低，12 月 28 日为 7557.04 亿元，较 11 月 30 日的 7701.40 亿元下降了 144.36 亿元，续创近期新低。

图 18: 短期 SHIBOR 走势



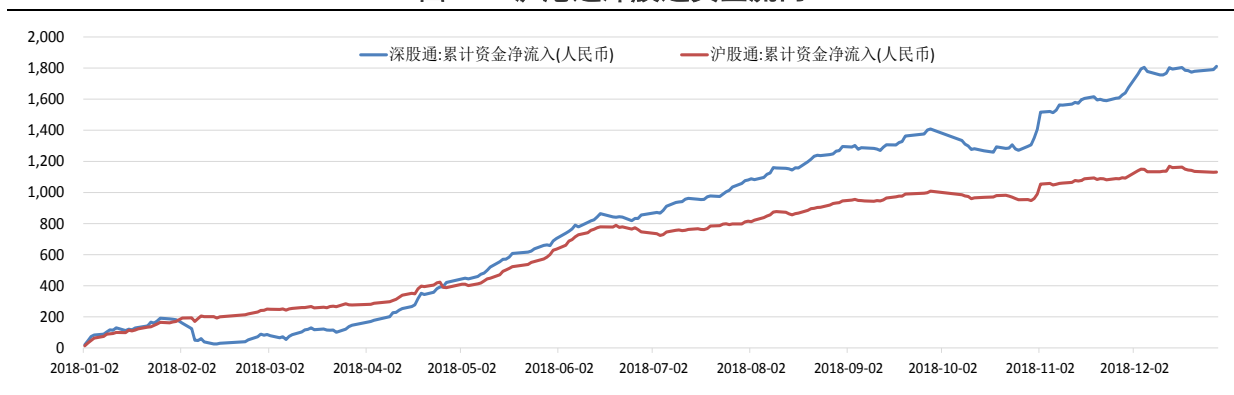
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

表 3: 股权融资规模一览

日期	集资金额合计		IPO统计		增发统计		配股统计		优先股统计		可转债统计		可交换债统计	
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)	优先股家数(家)	优先股募集资金(亿元)	可转债家数(家)	可转债募集资金(亿元)	可交换债家数(家)	可交换债募集资金(亿元)
2018-12	39	835.77	5	28.441	19	578.753			1	50.000	13	177.074	1	1.500
2018-11	31	503.36	8	96.772	13	201.785	1	45.889	1	100.000	4	45.620	4	13.292
2018-10	18	267.23	5	98.710	10	133.752	1	17.160			1	10.973	1	6.633
2018-09	28	489.27	11	130.858	11	312.056					4	37.140	2	9.220
2018-08	41	1,071.24	6	48.017	21	912.367					12	101.095	2	9.760
2018-07	30	1,765.23	7	52.481	14	1,627.377	2	25.653			7	59.720		
2018-06	39	792.08	9	404.018	25	352.788	1	4.851			2	10.700	2	19.720
2018-05	33	440.86	8	62.813	18	276.735					4	54.710	3	46.600
2018-04	53	732.99	9	57.685	33	496.232	2	47.056			5	89.312	4	42.710
2018-03	51	921.15	10	117.505	29	675.723	3	18.464			6	91.270	3	18.190
2018-02	52	1,803.01	12	143.717	28	1,249.946	2	29.707	1	24.759	2	50.000	7	304.880
2018-01	92	2,405.34	15	137.136	44	626.181	3	39.537	4	1,175.000	17	343.482	9	84.000

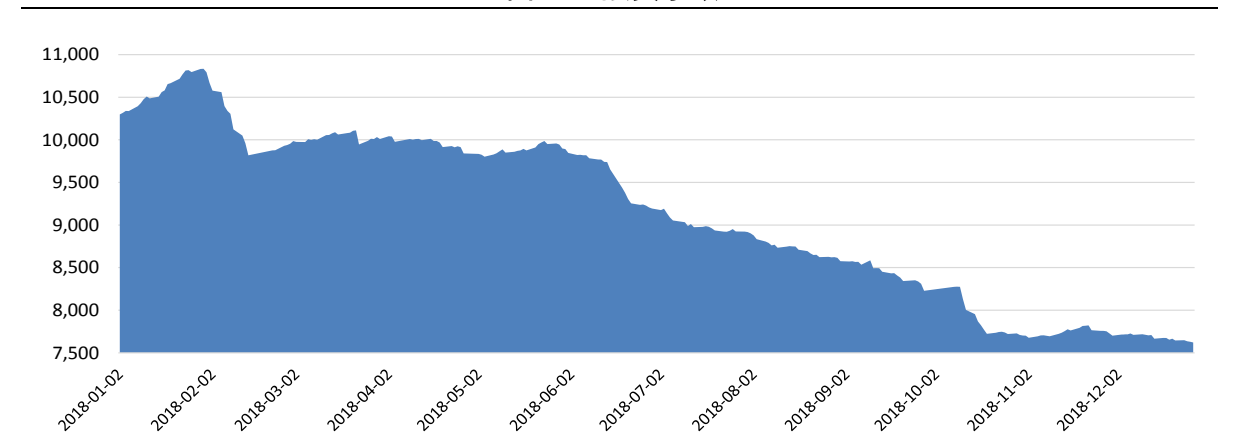
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 沪股通深股通资金流向



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 融资余额



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 指数估值继续下降，提供长线安全边际

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，目前沪深 300 指数的市盈率是 10.23，低于均值 0.74 个标准差，处于 2010 年以来 23.15% 的百分位；市净率是 1.26，低于均值 1.12 个标准差，处于 2010 年以来 6.54% 的百分位。上证 50 指数的市盈率是 8.52，低于均值 0.77 个标准差，处于 2010 年以来 18.52% 的百分位；市净率是 1.08，低于均值 1.09 个标准差，处于 2010 年以来最低位。中证 500 指数的市盈率是 16.24，低于均值 1.69 个标准差，处于 2010 年以来最低位置；市净率是 1.55，低于均值 1.78 个标准差，处于 2010 年以来最低位。

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，下行空间有限，尤其是对于中证 500 指数来说，估值水平处于 2010 年以来的最低位置，股票的低估值提供长线配置的安全边际。因此在中长期配置思路下，2019 年股票的性价比比较高。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 4：三大指数估值数据一览（2010 年至今）

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	10.23	8.52	16.24
平均市盈率	12.35	10.28	36.08
标准差	2.88	2.28	11.77
偏离标准差	-0.74	-0.77	-1.69
百分比排序	23.15%	18.52%	0.93%
最新市净率	1.26	1.08	1.55
平均市净率	1.69	1.48	2.79
标准差	0.39	0.37	0.69
偏离标准差	-1.12	-1.09	-1.78
百分比排序	3.70%	0.93%	0.93%

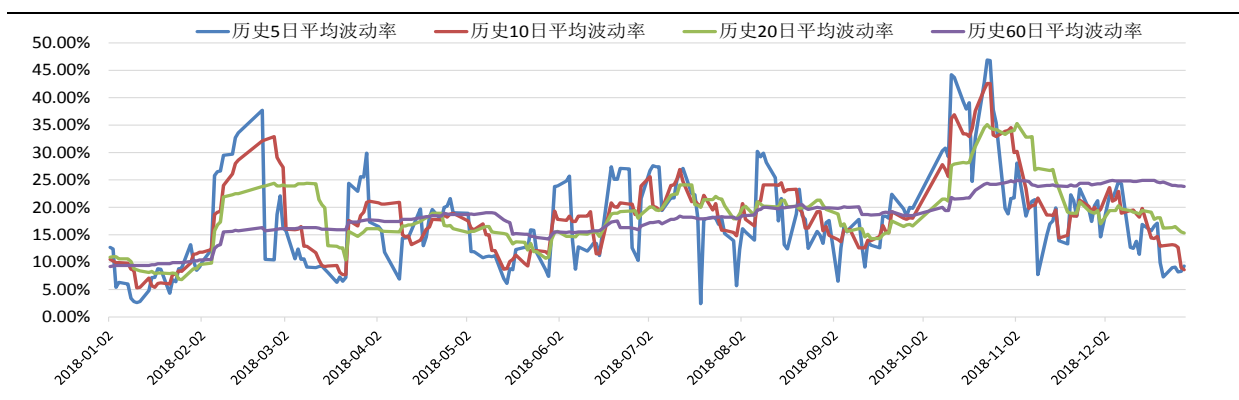
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 海外市场波动加剧，全球避险情绪联动

A 股市场 12 月短期波动率有所走低，但从全球宏观的角度来看，未来全球经济增长将有所放缓，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，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 年预期仍有两次加息，全球权益类资产承压，引发金融市场波动加剧。

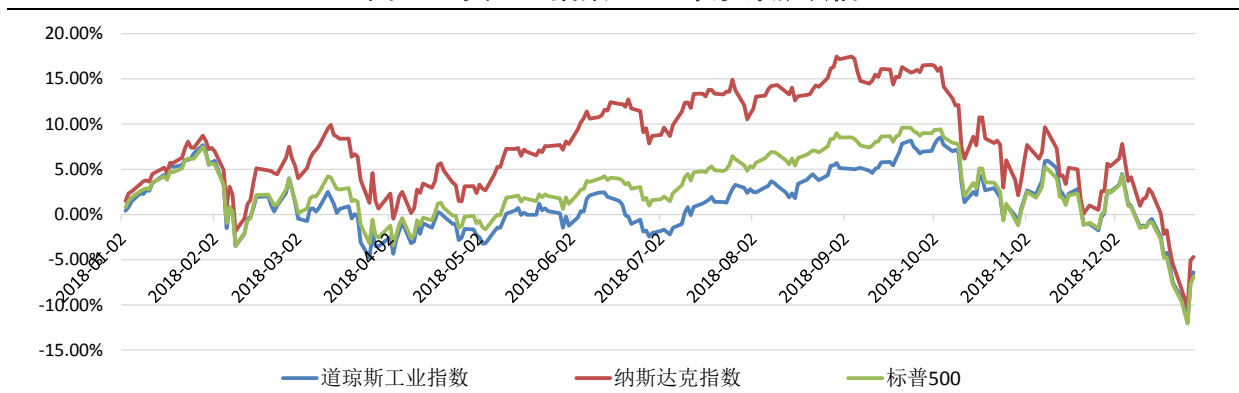
美国三大指数自 11 月开始快速回调，12 月延续弱势震荡，道琼斯指数月跌 8.66%，纳斯达克指数月跌 9.48%，标普 500 指数月跌 9.18%，前十个月的涨幅全部被吞噬，2018 年全年分别收跌 5.63%、3.88%、6.25%，未来持续走弱的概率较大，预计未来全球避险情绪联动性更强，A 股恐也不能幸免。

图 21：上证综指波动率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：美三大指数 2018 年累计涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 5：我国及全球市场近期表现

	道琼斯工业	纳斯达克	标普500	富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	恒生指数	上证综指
最近一周	3.93	4.77	3.73	0.10	0.77	-0.70	-0.75	0.36	-0.89
12月	-8.66	-9.48	-9.18	-3.61	-5.46	-6.20	-10.45	-2.49	-3.64
最近三个月	-11.83	-17.54	-13.97	-10.41	-13.89	-13.78	-17.02	-6.99	-11.61
2018年至今	-5.63	-3.88	-6.24	-12.48	-10.95	-18.26	-12.08	-13.61	-24.59

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结与展望

12月共20个交易日，纵观十二月行情，市场震荡走低。最终，12月上证综指下跌3.64%至2493.90点，创业板指下跌5.93%至1250.53点。行业板块多数收跌，仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨，医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

三大期货品种集体收跌，其中IH跌幅较大，IC跌幅略小。12月股指期货迎来第三次松绑落地，市场流动性有所回升，期指成交量及持仓量均有增加，其中IC增幅较大。从基差水平来看，期现价差先强后弱，IF合约月底回到贴水状态，IH升水有所收窄，近月转为小幅贴水，IC合约月下旬贴水集体走扩。IF及IH远-近月价差先扬后抑，IC远-近月价差呈现V型

走势。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值先扬后抑，整体小幅反弹。

从宏观经济基本面来看，十二月发布的经济数据整体延续下滑趋势，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。政策托底预期有所巩固，但一方面逆周期政策调节的效果尚未明显显现，市场仍在等待拐点出现，另外中美贸易关系的不确定性以及美股市场波动加剧等风险因素，压制 A 股风险偏好难有持续性修复。从资金面来看，资金流动性整体较为平稳，月末资金结构性分化加剧，海内外资金较为谨慎，沪股通及深股通流入增速放缓，两融余额继续走低。但从估值水平来看，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，股票的低估值提供长线配置的安全边际。但未来的风险点是，全球经济增速放缓加上美股市场波动加剧，全球避险情绪联动下，A 股难以幸免。

综合来看，虽然从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大，跨年资金回流造好年初流动性，但工业企业利润增速转负及制造业 PMI 跌落至荣枯线下方等宏观数据超预期走弱，金融数据显示“宽货币”到“宽信用”渠道仍未畅通，目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象，系统性风险尚存，市场流动性虽然较为充裕，但资金回流意愿偏弱，预计一月走势或延续弱势震荡，叠加外盘股市联动，风险偏好难有修复，建议股指以对冲思路为主，继续看好阿尔法策略等市场中性策略。仅供参考。

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。