

兴证期货·研发中心

2019年5月6日 星期一

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

联系人

高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年4月共21个交易日，股票市场冲高回落，上证综指月跌0.40%至3078.34点，创业板指跌4.12%至1623.78点，行业板块多数收跌，食品饮料、农林牧渔、家电、煤炭领涨，国防军工、传媒、综合及计算机领跌。

股指期货迎来第四次松绑，三大期货品种中IH较强，IC较弱，IF1905合约上涨0.83%，IH1905上涨3.66%，IC1905合约下跌4.46%。松绑后市场流动性继续改善，持仓均创新高，其中IH合约持仓增幅较大。期现价差震荡偏弱，IF及IH升水收窄，IC贴水略有走扩，合约远-近月价差亦震荡走弱。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡走低，多IH空IC策略略为占优。

● 后市展望及策略建议

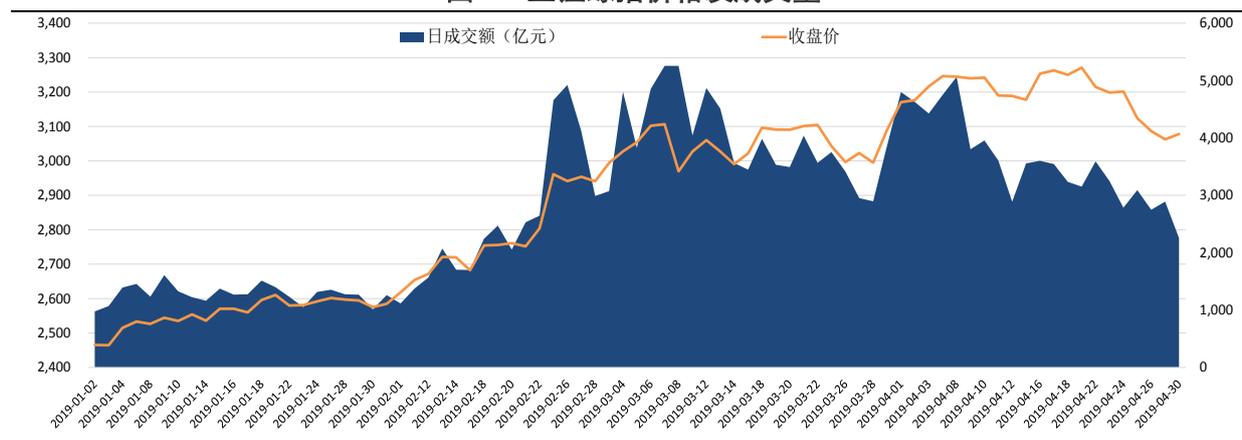
综合来看，2019第一季度春季躁动累计的涨幅较大，四月底已显出上行疲软态势，验证我们上月预计的四月冲高回落走势。上文中我们从多空因素分析，宏观经济面对股市影响偏多，资金面对股市影响偏中性，海外市场波动利空，中美贸易谈判再起波澜。股市估值已经回归合理水平，风险偏好将会从高位回落，短期延续调整的概率较大，沪指或先抑后扬，结构性机会大于趋势机会，继续看好阿尔法策略。期指方面，防御情绪占优加上五月底MSCI权重提升，大盘蓝筹或迎增量资金，预计IH相对偏强，在2860-3100点区间偏强震荡，IF在3800-4100点区间震荡，IC在4700-5700点先抑后扬，可继续持多IH空IC。仅供参考。

1. 期指市场回顾

1.1 股票市场冲高回落

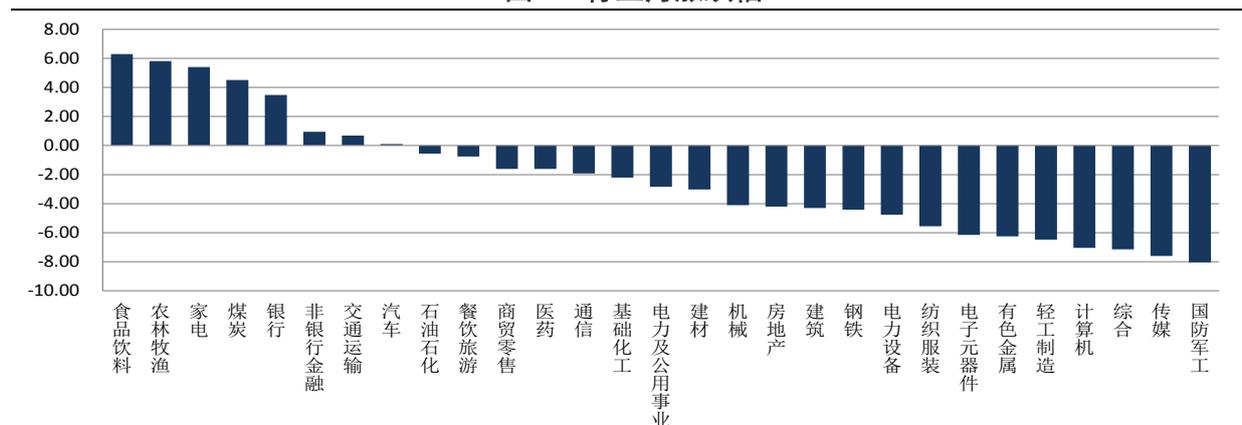
2019年4月共21个交易日，股票市场冲高回落，上证综指月跌0.40%至3078.34点，创业板指跌4.12%至1623.78点，沪深300指数涨1.06%，上证50指数涨3.76%，中证500指数跌4.33%。行业板块多数收跌，食品饮料、农林牧渔、家电、煤炭领涨，国防军工、传媒、综合及计算机领跌。

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

1.2 期指松绑后流动性持续改善

三大期货品种4月涨跌不一，其中IH较强，IC走势较弱，IF1905合约上涨0.83%，IH1905上涨3.66%，IC1905合约下跌4.46%。

股指期货迎来第四次松绑，一是自2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交

易保证金标准调整为 12%；二是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。

松绑后市场流动性继续改善，松绑后七个交易日 IF、IH、IC 日均成交 129418 手、58633 手、93651 手，4 月日均成交量较 3 月均值分别增长了 4.57%、4.54%、-0.40%；另外，三大期指持仓均创新高，IF、IH、IC 4 月日均持仓量较 3 月分别增加 11.23%、12.68%、6.26%，其中 IH 合约持仓增幅较大。

期现价差震荡偏弱，IF 及 IH 升水收窄，IC 贴水略有走扩，截止 4 月 30 日，IF、IH 及 IC 主力分别升水 0.02%、升水 0.24%、贴水 0.76%。同时，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。

从跨品种来看，IH 较强，IC 较弱，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值震荡走低。截至 4 月 30 日，IF/IH 主力合约点数比值下跌 2.89% 至 1.3257，IC/IF 主力合约点数比值下降 5.74% 至 1.3458，IC/IH 主力合约比值下降 8.47% 至 1.7842。

表 1: 2019 年 4 月 19 日中金所对股指期货交易进行三项常态化调整

2019年4月19日中金所对股指期货交易进行三项常态化调整				
		本轮调整前	本轮调整后	松绑幅度
平今仓手续费 (交易所标准)	IF	成交金额4.6%	成交金额3.45%	平今仓成本减少25%
	IH			
	IC			
最低交易保证金比例 (交易所标准)	IF	合约价值10%	合约价值10%	保证金占用减少20%
	IH	合约价值15%	合约价值12%	
	IC			
日内开仓限制(投机)	IF	单合约50手	单合约500手	日内开仓规模扩大10倍
	IH			
	IC			

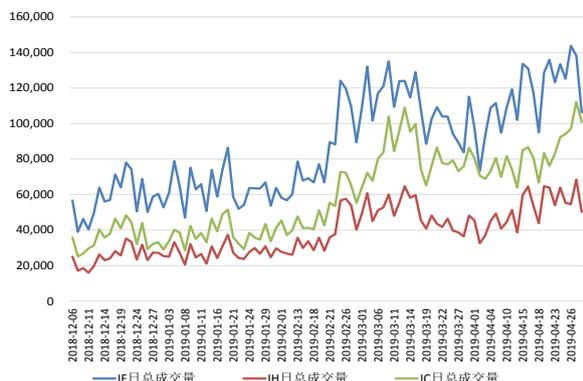
数据来源：中金所，兴证期货研发部

表 2: 股指期货 2019 年 4 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
IF1905.CFE	3913.8	0.83	0.6	0.02%	2019-05-17	10	0.36%
IF1906.CFE	3903.4	0.84	-9.8	-0.25%	2019-06-21	34	-1.78%
IF1909.CFE	3881.6	0.82	-31.6	-0.81%	2019-09-20	98	-1.99%
IF1912.CFE	3888.8		-24.4	-0.62%	2019-12-18	156	-0.97%
IH1905.CFE	2952.2	3.66	7.0	0.24%	2019-05-17	10	5.72%
IH1906.CFE	2938.6	3.47	-6.6	-0.23%	2019-06-21	34	-1.61%
IH1909.CFE	2934.0	3.68	-11.2	-0.38%	2019-09-20	98	-0.94%
IH1912.CFE	2938.2		-7.0	-0.24%	2019-12-18	156	-0.37%
IC1905.CFE	5267.2	-4.46	-40.4	-0.76%	2019-05-17	10	-18.40%
IC1906.CFE	5228.6	-4.62	-79.0	-1.49%	2019-06-21	34	-10.59%
IC1909.CFE	5160.4	-4.79	-147.2	-2.77%	2019-09-20	98	-6.85%
IC1912.CFE	5104.2		-203.4	-3.83%	2019-12-18	156	-5.94%

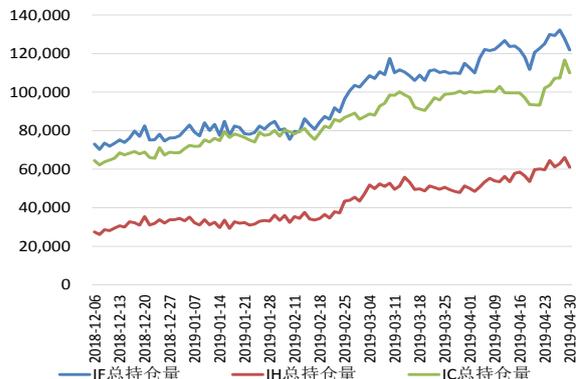
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：股指期货成交量



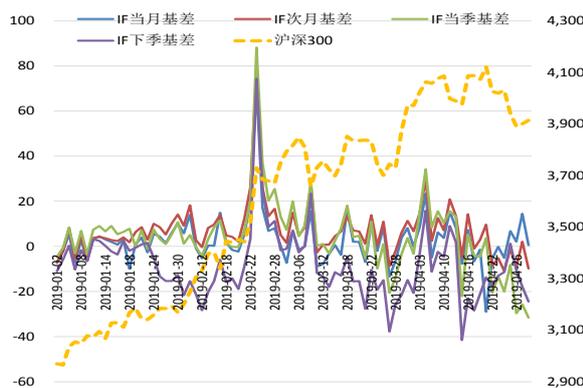
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：股指期货持仓量



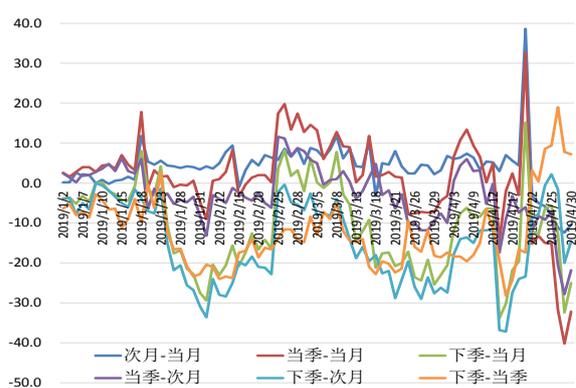
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：IF 各合约期现基差走势



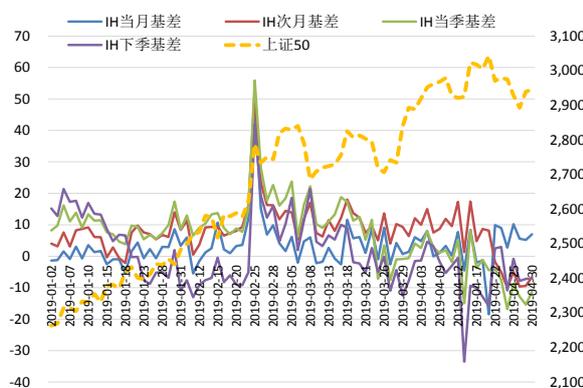
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：IF 各合约跨期价差走势



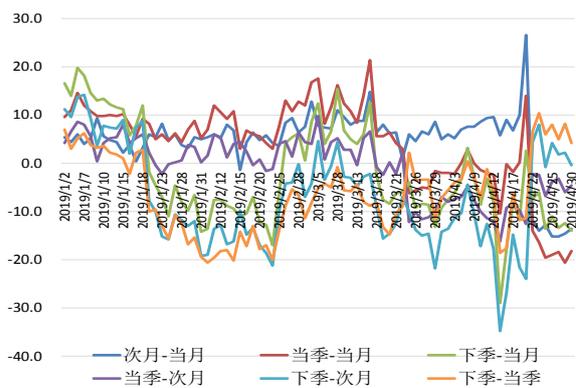
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：IH 各合约期现基差走势



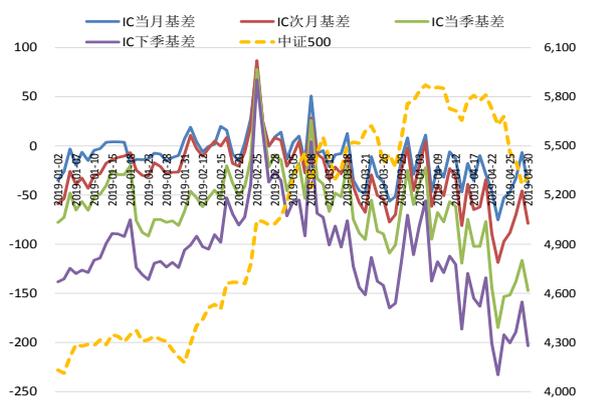
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：IH 各合约跨期价差走势



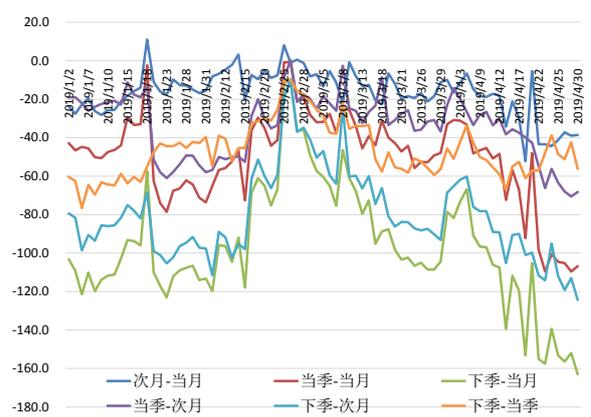
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



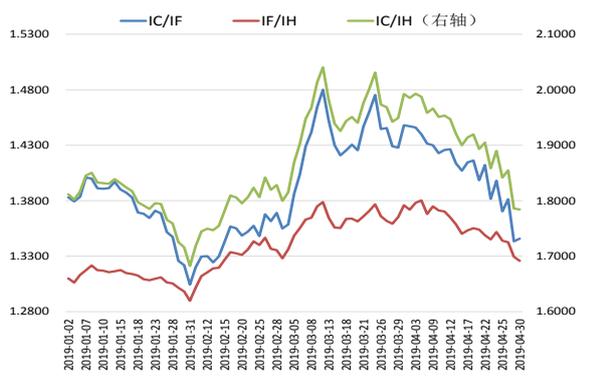
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



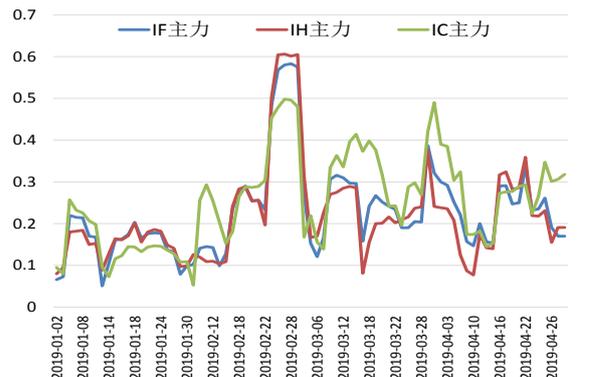
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 跨品种合约比值走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 期指短期波动率 (5日平均)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 宏观数据造好, 经济预期上修利多

四月公布的经济数据造好, 调控的效果继续显现, 经济预期上修, 对股市形成一定支撑。初步核算, 一季度国内生产总值 213433 亿元, GDP 同比增长 6.4%, 与上年四季度相比持平, 高于预期的 6.3%。消费、投资数据低位企稳, 3 月延续反弹, 3 月份社会消费品零售同比增长 8.7%, 增速比 2 月份高 0.5 个百分点。1-3 月固定资产投资同比增长 6.3%, 增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点, 其中制造业投资延续走弱, 房地产投资维持韧性, 基建投资继续改善。进出口数据大超预期, 出口同比两位数增长, 按美元计价 3 月份中国出口同比增长大幅回升

35个百分点至14.2%，主要是受去年春节较晚导致出口增长恢复较慢形成的低基数影响，进口同比下降7.6%，贸易帐为顺差325.8亿美元，前值41.2亿美元。目前中美贸易阶段性缓和，但全球经济和贸易增长动能转弱，外部贸易环境面临较多不确定因素。

工业数据亦超预期走强，3月规模以上工业增加值同比增长8.5%，增速较1-2月上升3.2个百分点，增速创4年多来新高，超出市场预期。3月全国规模以上工业企业利润总额同比增长13.9%，一季度累计利润同比下降3.3%，降幅比1-2月收窄10.7个百分点。

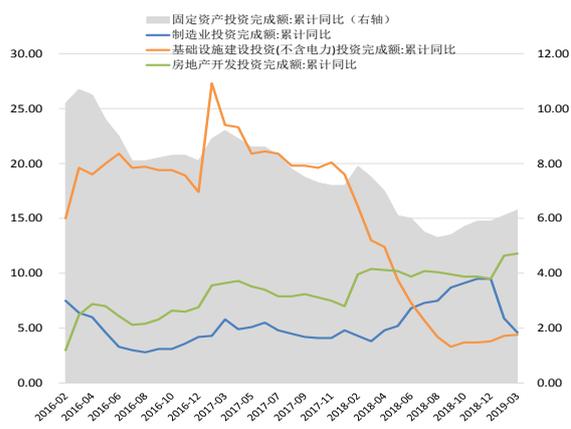
M1及M2维持反弹态势，M1同比增长4.6%，增速比上月高2.6个百分点；M2同比增长8.6%，增速分别比上月高0.6个百分点。新增贷款及社融大超预期，3月新增社融2.86万亿元，同比多增1.29万亿元，1-3月同比多增2.34万亿元；3月新增人民币贷款1.96万亿元，同比多增0.82万亿元，1-3月同比多增1.44万亿元。实体经济融资环境继续改善，从结构来看，居民信贷需求持续好转，与房地产销售回暖相关，企业中长期贷款和短期贷款需求同步改善。

图 13: 消费增速



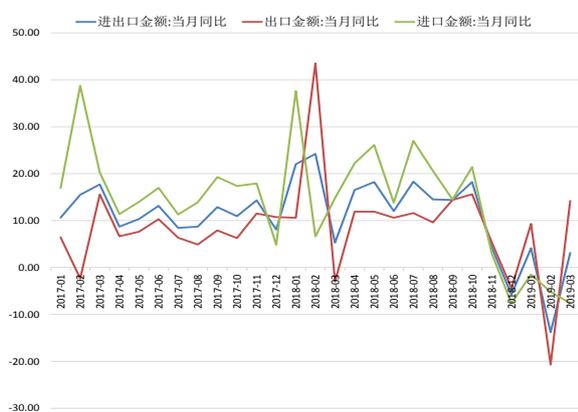
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 固定资产投资增速



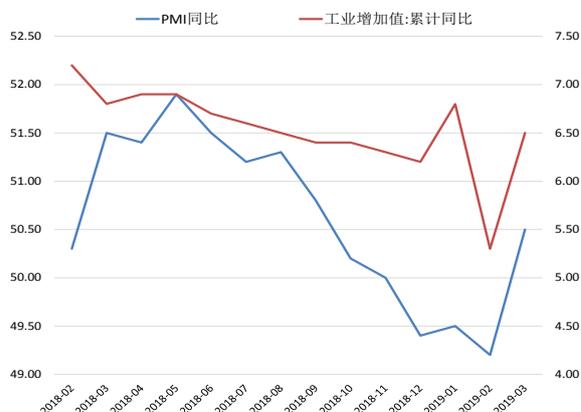
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 进出口增速 (按美元计)



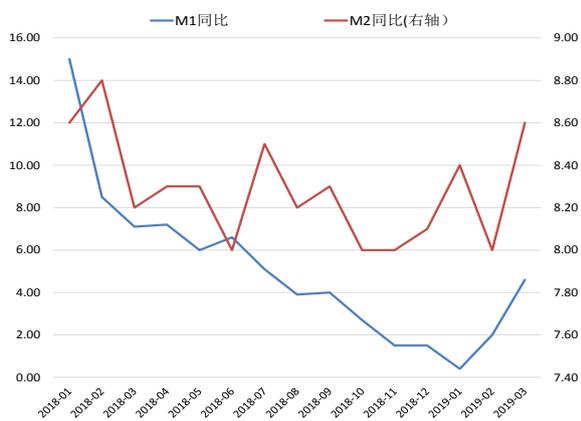
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 以及工业增加值 走势图



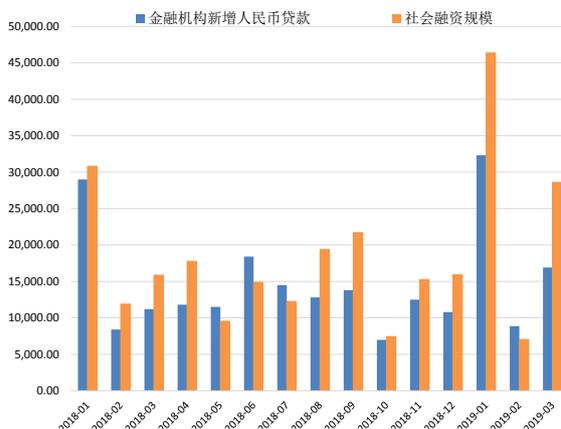
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 人民币贷款与社融



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 货币政策基调微调，短期估值修复结束

4月由于货币政策基调微调,宽松预期对估值的利多影响弱化,资金面对股市影响偏中性,股市经历年初大幅回升后,估值已经回归合理水平,加上上市公司营收暂未明显回升,基本面支撑不足,预计短期估值修复结束。

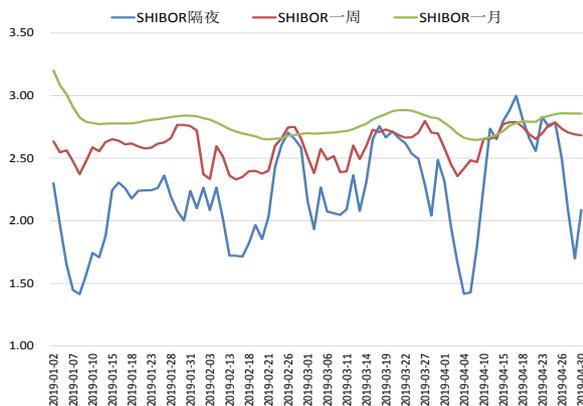
2019年4月资金流动性略有收紧,从市场利率的走势来看,短期SHIBOR及银行质押式回购利率月中走高,随TMLF操作后回落,月末隔夜利率回到较低水平,其他期现利率略有上升。

2019年4月政治局会议与2018年12月相比,首先肯定了开年经济形势好于预期,会议重申结构性去杠杆和房住不炒,“稳健的货币政策要松紧适度”,显示政策基调边际趋紧。另外,央行重启TMLF操作,操作利率为3.15%,较MLF利率优惠15个基点,所注入资金将对冲逆回购到期对月末节前市场流动性所带来的缺口。短期来看,货币政策预期“不再那么松”,降准预期大幅降温,利率下行空间有限,分母端流动性对估值修复的贡献已至边界。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看,沪深300指数的动态市盈率为12.66倍,市净率为1.50;上证50指数的动态市盈率为10.21倍,市净率为1.25;中证500指数的动态市盈率为26.53倍,市净率为1.94。IF估值小幅回落,IH及IC继续回升,目前沪深300及上证50市盈率回到均值水平以上,仅中证500指数估值仍在低位,但中小创盈利继续回落,短期估值向上的修复已经接近合理水平。

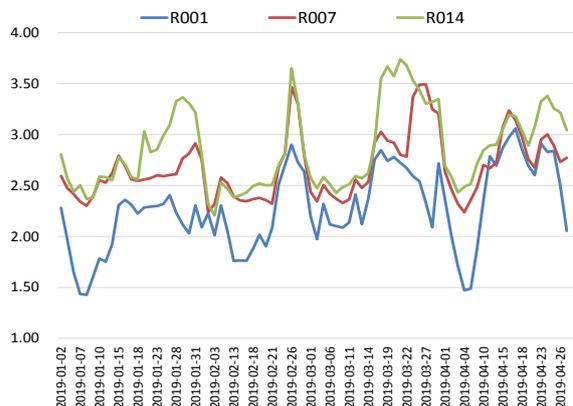
从估值的盈利端来看,2018年报披露九成公司实现盈利,上市公司整体经营稳中有增,一季报近六成上市公司净利实现增长,亦显示上市公司盈利能力整体向好,从盈利能力来看,市场呈现强者恒强的特点,中小型企业业绩波动较大。同时,月末出现了多家上市公司业绩变脸,4月22日以来已有40家上市公司发布2018年业绩快报修正公告,其中大部分是下修前期披露的业绩快报。在一季度估值大幅修复的基础上,后续估值向上还需获得企业盈利基本面的驱动。

图 19: 短期 SHIBOR 走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 短期银行质押式回购走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: 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	12.66	10.21	26.53
平均市盈率	12.52	10.43	36.00
标准差	3.05	2.48	12.06
偏离标准差	0.05	-0.09	-0.78
百分比排序	53.57%	54.46%	16.07%
最新市净率	1.50	1.25	1.94
平均市净率	1.71	1.49	2.78
标准差	0.41	0.40	0.72
偏离标准差	-0.51	-0.62	-1.16
百分比排序	39.29%	38.39%	8.04%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 增量资金流入放缓, 短期加仓空间有限

上文已提到政治局会议重提结构性去杠杆和房住不炒, “稳健的货币政策要松紧适度”。在日前召开的国务院政策例行吹风会上, 央行表示现阶段的货币政策取向是稳健, 操作目标是松紧适度, 没有收紧货币政策的意图, 也没有放松货币政策的意图。因此市场对货币政策的预期有所转变, 风险偏好有所回落。

从 A 股供应来看, 4 月募集资金合计 1669 亿元, 较 3 月的 719 亿元增长一倍以上。另外, 4 月底首批科创板基金火热发行, 受市场热捧的七只基金全部达到“末日比例确认”条件, 首募规模合计约 1222 亿元, 对 A 股市场形成一定的吸虹效应。

从 A 股需求来看, 国内资金加仓速度有所放缓, 两融余额连续走高后自 4 月底开始回落, 4 月 30 日为 9599.1 亿元, 较 3 月 29 日的 9221.1 亿元增加 378.0 亿元, 但较 4 月 24 日的高点 9914.5 下降 315.4 亿元, 市场风险偏好有所回落。据 Wind 显示, 公募基金中, 股票型基金一季度报中股票持仓占净值比例为 94% 左右, 混合型基金一季度报中股票持仓占净值比例为 68%

左右，后续加仓空间相对有限。

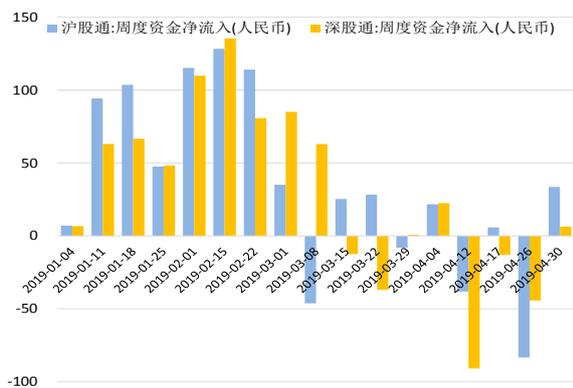
同时，海外资金在4月中旬大幅流出，根据沪股通及深股通的情况来看，截止4月30日，沪股通、深股通4月分别净流出60.53亿元、119.44亿元。不过MSCI将A股纳入比例从5%提高到10%将在5月底生效，经测算5%的纳入比例的提升，可能带来的增量资金约为200亿美元左右（包括主动和被动配置），其中主动资金可以根据情况选择配置时点，可以提前也可以推后，而被动资金一般在生效日附近的几个交易日执行。

表 4：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)
2019-04	74	1,668.75	10	87.844	24	265.234	4	90.166	1	300.000	26	516.766	9	408.740
2019-03	42	718.64	11	93.555	15	66.982	3	18.794			11	536.314	2	3.000
2019-02	29	1,457.63	6	34.277	17	1,142.098					4	276.451	2	4.800
2019-01	61	1,212.77	16	126.860	35	1,015.296					7	59.883	3	10.730
2018-12	41	915.60	5	28.441	21	658.584			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

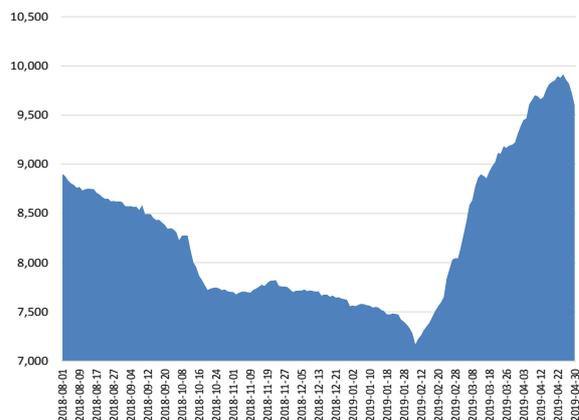
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：沪港通深股通资金流向（周）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：融资余额



资料来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 美联储英央行放鹰，中美贸易再起波澜

4月海外市场经济数据好坏不一，美国非农数据强劲，4月失业率降至1969年以来的新低，但ISM制造业及非制造业PMI均有所回落。欧元区及英国制造业4月PMI有所回升，但德国企业信心指数4月份较预估的略微改善相去甚远，法国制造业信心指数跌至近四年来最低水平。

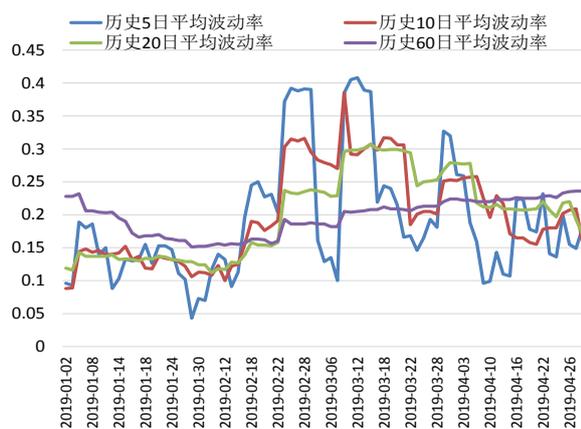
IMF4月9日发布最新一期《世界经济展望报告》，将2019年全球经济增长预期下调至3.3%，比今年1月份的预测低0.2个百分点，反映出市场和学界对于今年全球经济压力的忧虑。

美联储及英国央行意外放鹰。美国当地时间周三（5月1日），美联储公布利率决议的结果，宣布维持利率在2.25%-2.5%不变，符合市场预期，将超额准备金率（IOER）从2.4%调整到2.35%。但美联储主席鲍威尔意外放鹰，暗示不会降息。但随后美副总统等高官均呼吁降息。周四（5月2日）英国央行虽然维持利率不变，但表示需要不止1次加息来遏制通胀，亦传递鹰派信号。

全球风险偏好维持高位，4月上证综指的波动率处于较低水平，海外股票市场集体收涨，美国道琼斯指数月涨2.22%，纳斯达克指数月涨5.62%，标普500指数月涨3.92%。

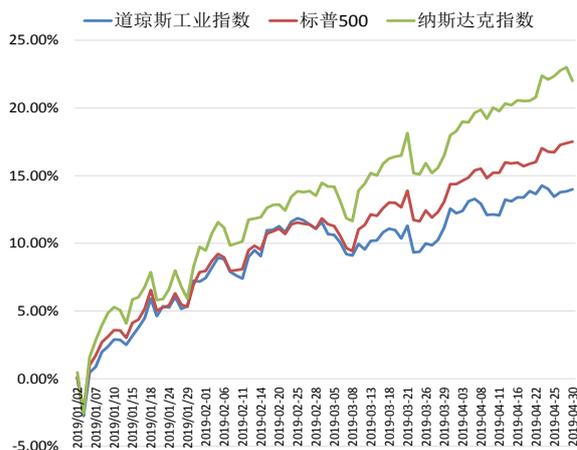
我们认为经历1-4月股市连续上涨后，全球资金对于经济增速下行的担忧在5月或有升温，股市情绪将跟随经济数据的公布而修正，另外特朗普对增加关税再发文，中美贸易谈判再起波澜，避险情绪急增，预计A股受海外市场的影响偏空。

图 23：上证综指波动率变化



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：美三大指数 2019 年以来涨跌走势



资料来源：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	-0.14	0.22	0.20	-0.64	-0.37	0.79	0.00	1.61	-0.26
2019年4月	2.22	5.62	3.92	1.39	3.71	7.69	4.97	3.55	-0.40
最近三个月	6.02	12.12	8.93	5.91	11.14	11.09	7.15	7.66	19.10
2019年至今	13.62	23.04	17.50	9.70	17.29	17.56	11.21	16.39	23.43

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结与展望

2019年4月共21个交易日，股票市场冲高回落，上证综指月跌0.40%至3078.34点，创业板指跌4.12%至1623.78点，行业板块多数收跌，食品饮料、农林牧渔、家电、煤炭领涨，国防军工、传媒、综合及计算机领跌。

股指期货迎来第四次松绑，三大期货品种中IH较强，IC走势较弱，IF1905合约上涨0.83%，

IH1905 上涨 3.66%，IC1905 合约下跌 4.46%。松绑后市场流动性继续改善，持仓均创新高，其中 IH 合约持仓增幅较大。期现价差震荡偏弱，IF 及 IH 升水收窄，IC 贴水略有走扩，合约远-近月价差亦震荡走弱。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值震荡走低，多 IH 空 IC 策略略为占优。

从目前市场多空因素来分析，四月公布的经济数据造好，调控的效果继续显现，经济预期上修，宏观经济面对股市影响偏多。货币政策基调微调，宽松预期对估值的利多影响弱化，因此资金面对股市影响偏中性。而股市经历年初大幅回升后，估值已经回归合理水平，加上上市公司业绩显示营收暂未明显回升，基本面支撑不足，预计短期估值修复结束。从增量资金的角度来看，沪股通及深股通资金在 4 月中旬大幅流出，国内资金加仓速度有所放缓，两融余额连续走高后自 4 月底开始回落，4 月底募集的首批科创板基金也形成一定的吸虹效应。公募基金中股票型基金及混合型基金股票持仓回到高位，后续加仓空间相对有限。另外，美联储英央行放鹰，全球股市承压，我们认为全球资金对于经济增速下行的担忧在 5 月或有升温，股市情绪将跟随经济数据的公布而修正，加上中美贸易谈判再度反复，对 A 股影响偏空。

综合来看，2019 第一季度春季躁动累计的涨幅较大，四月底已显出上行疲软态势，验证我们上月预计的四月冲高回落走势。上文中我们从多空因素分析，宏观经济面对股市影响偏多，资金面对股市影响偏中性，海外市场波动利空，中美贸易谈判再起波澜。股市估值已经回归合理水平，风险偏好将会从高位回落，短期延续调整的概率较大，沪指或先抑后扬，结构性机会大于趋势机会，继续看好阿尔法策略。期指方面，防御情绪占优加上五月底 MSCI 权重提升，大盘蓝筹或迎增量资金，预计 IH 相对偏强，在 2860-3100 点区间偏强震荡，IF 在 3800-4100 点区间震荡，IC 在 4700-5700 点先抑后扬，可继续持多 IH 空 IC。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。