

兴证期货·研发中心

2019年8月5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7月共23个交易日，股票市场经历月初跳空上涨后冲高回落，月末缩量反弹，最终上证综指月跌1.56%至2932.51点，创业板指涨3.90%至1570.39点，行业板块多数收跌，其中农林牧渔、电子、国防军工及休闲服务领涨，有色金属、钢铁、商品贸易及通信领跌。

三大期货品种7月集体收涨，其中IF较强，IF1908合约上涨1.10%，IH1908小涨0.26%，IC1908合约上涨0.32%。市场流动性有所回落。IF、IH、IC7月日均成交较6月均值分别减少了17.88%、19.26%、19.24%；IC持仓续创新高，IF及IH持仓明显回落。期现价差震荡为主，情绪较为谨慎，IC贴水再度走扩且远近月价差走弱。跨品种套利表现来看，IC/IF、IC/IH比值震荡偏弱，多IF空IC策略略为占优。

● 后市展望及策略建议

从目前市场多空因素来分析，宏观经济下行仍显韧性，对股市影响偏多。政治局会议定调货币政策并未转为全面宽松，在边际上存在改善的可能性，相对利多股市。整体来看A股市场观望情绪较重，中美贸易问题再度反复，市场风险偏好难升，全球避险情绪再度蔓延，预计外盘短期对A股偏空。综合来看，我们认为股市短期维持低位震荡的概率较大，继续看好阿尔法策略。期指方面，MSCI将在8月将中国大盘A股的纳入因子由10%提升至15%，大盘蓝筹或迎增量资金，预计IF相对偏强，在3670-3900点偏强震荡，IH在2800-2900点区间偏强震荡，IC在4600-5000点区间波动，可继续持多IH空IC。仅供参考。

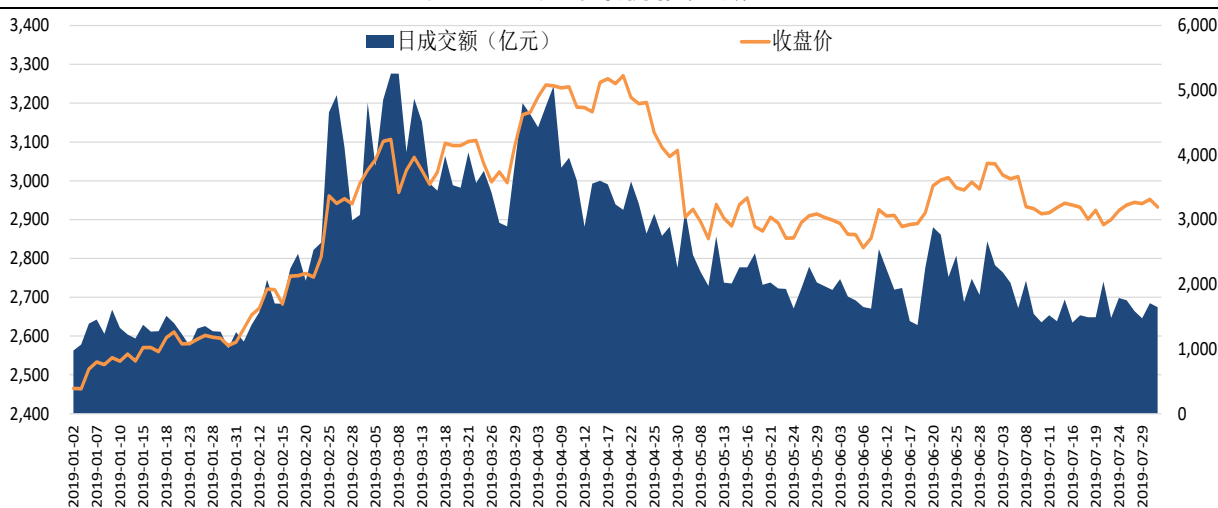
1. 期指市场回顾

1.1 股票市场缩量震荡

2019年7月共23个交易日，股票市场经历月初跳空上涨后冲高回落，月末缩量反弹，最终上证综指月跌1.56%至2932.51点，创业板指涨3.90%至1570.39点，沪深300指数涨0.26%，上证50指数跌0.61%，中证500指数跌0.96%。

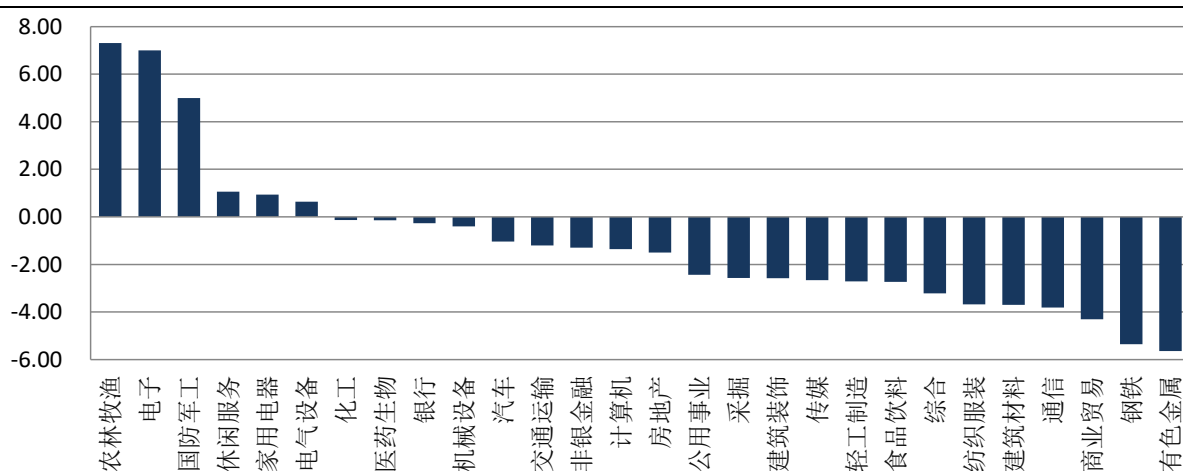
行业板块多数收跌，其中农林牧渔、电子、国防军工及休闲服务领涨，有色金属、钢铁、商品贸易及通信领跌。

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 三大品种中 IF 相对较强

三大期货品种 7 月集体收涨，IF1908 合约上涨 1.10%，IH1908 小涨 0.26%，IC1908 合约上涨 0.32%。

市场流动性有所回落。IF、IH、IC 7 月日均成交 98028 手、37665 手、78996 手，较 6 月均值分别减少了 17.88%、19.26%、19.24%；IC 持仓续创新高，IF 及 IH 持仓明显回落，IF、IH、IC 7 月日均持仓量 115995 手、58152 手、131993 手，较 6 月分别减少 5.15%、减少 0.31%、增加 4.03%。

期现价差震荡为主，情绪较为谨慎，IC 贴水再度走扩且远近月价差走弱，截止 7 月 31 日，IF、IH 及 IC 主力分别升水 0.07%、升水 0.05%、贴水 0.60%。

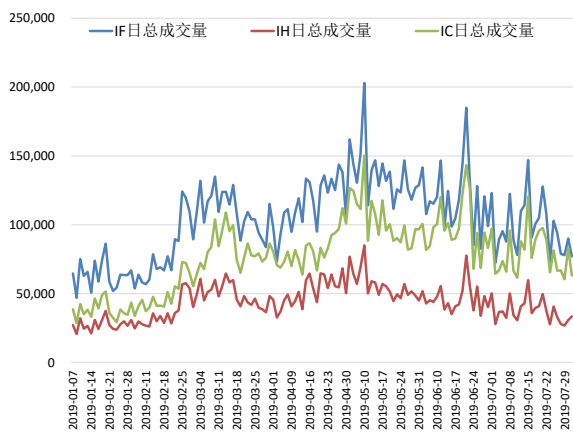
三大品种中 IF 7 月走势较强，IC/IF、IC/IH 比值震荡偏弱。截至 7 月 31 日，IF/IH 主力合约点数比值升 0.70% 至 1.3156，IC/IF 主力合约点数比值下降 1.46% 至 1.2779，IC/IH 主力合约比值跌 0.77% 至 1.6812。

表 1: 股指期货 2019 年 7 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
IF1908.CFE	3838.0	1.10	2.6	0.07%	2019-08-16	12	1.39%
IF1909.CFE	3830.0	1.01	-5.4	-0.14%	2019-09-20	36	-0.94%
IF1912.CFE	3820.2	1.04	-15.2	-0.40%	2019-12-20	96	-1.00%
IF2003.CFE	3819.4		-16.0	-0.42%	2020-03-20	159	-0.63%
IH1908.CFE	2914.2	0.26	1.5	0.05%	2019-08-16	12	1.07%
IH1909.CFE	2913.0	0.31	0.3	0.01%	2019-09-20	36	0.08%
IH1912.CFE	2913.2	0.35	0.5	0.02%	2019-12-20	96	0.05%
IH2003.CFE	2913.6		0.9	0.03%	2020-03-20	159	0.05%
IC1908.CFE	4874.0	0.32	-29.2	-0.60%	2019-08-16	12	-12.01%
IC1909.CFE	4819.0	0.11	-84.2	-1.72%	2019-09-20	36	-11.54%
IC1912.CFE	4694.6	-0.22	-208.6	-4.25%	2019-12-20	96	-10.72%
IC2003.CFE	4606.0		-297.2	-6.06%	2020-03-20	159	-9.23%

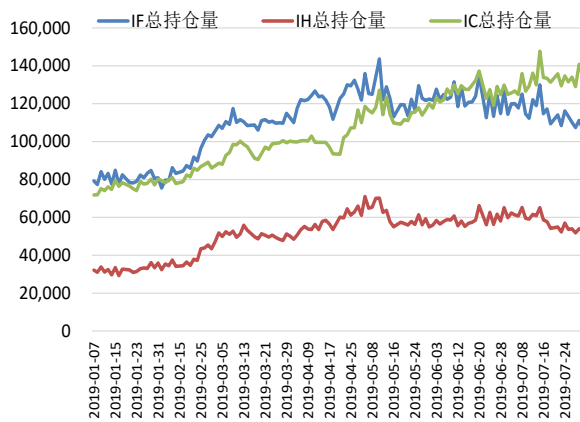
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 股指期货成交量



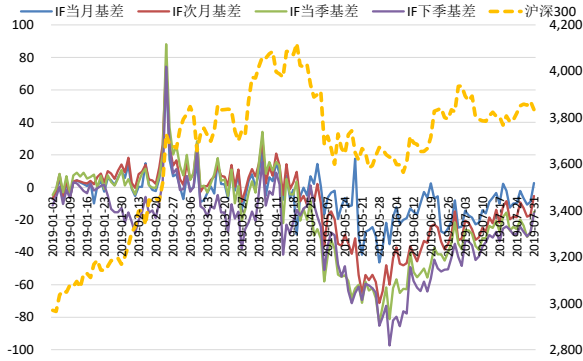
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 股指期货持仓量



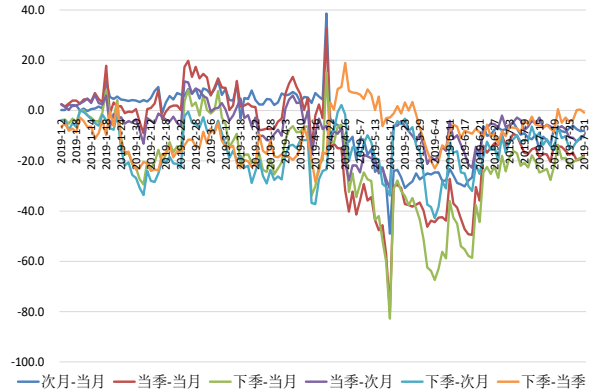
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



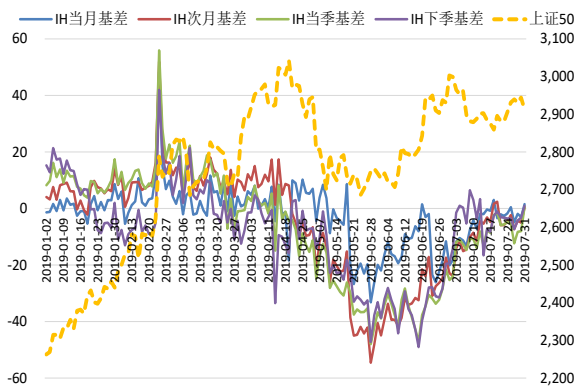
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IF 各合约跨期价差走势



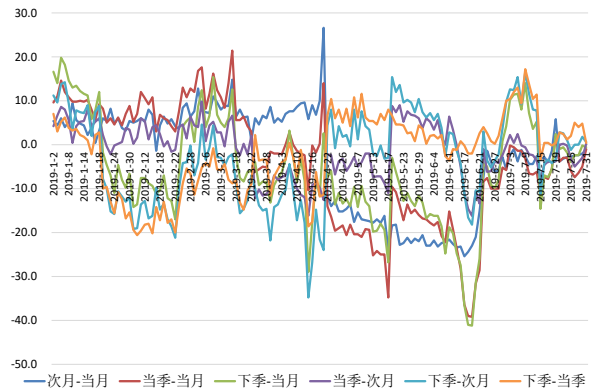
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势



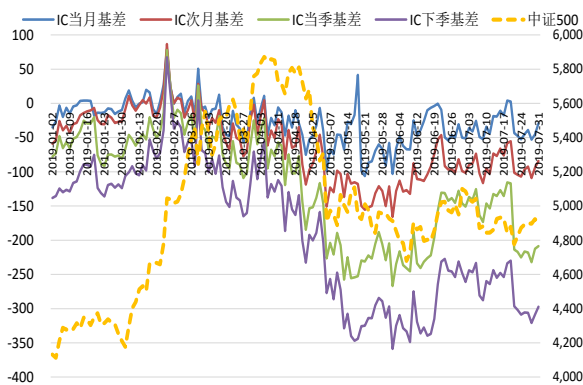
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IH 各合约跨期价差走势



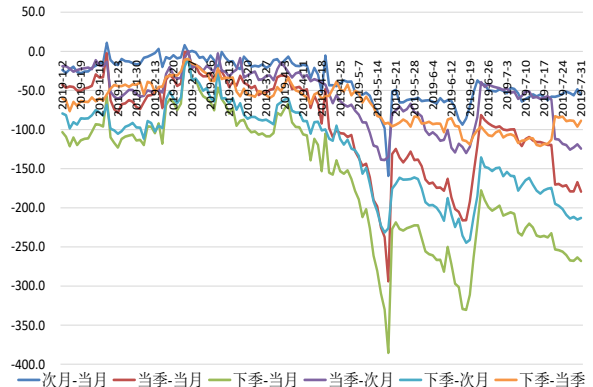
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



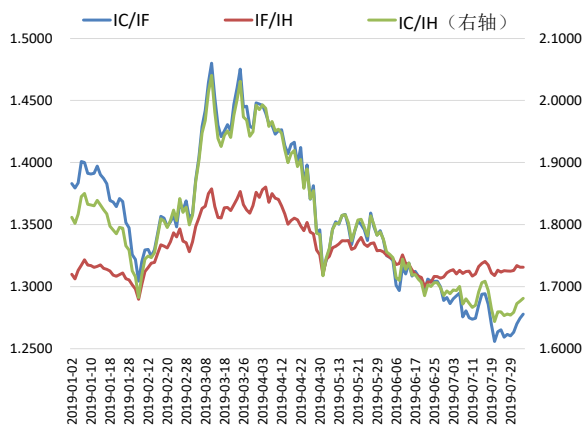
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



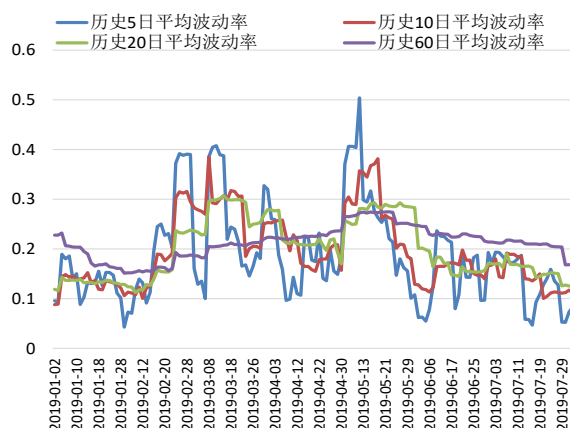
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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 经济下行仍显韧性，宏观数据略超预期

七月中国经济维持下行趋势,但公布的宏观数据好坏不一,整体略超预期,下行仍显韧性,对股市影响偏多。

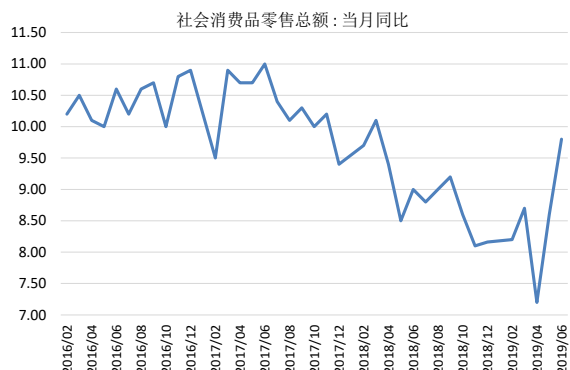
2019 年上半年 GDP 按可比价格计算,同比增长 6.3%,分季度看,一季度同比增长 6.4%,二季度增长 6.2%,其中消费、投资有超预期表现,出口略疲软。

6 月份社会消费品零售同比增长 9.8%,增速比 5 月份回升 1.2 个百分点,其中汽车消费表现最为亮眼,消费有所回暖。1-6 月固定资产投资同比增长 5.8%,连续 2 月回落之后有所反弹,其中房地产投资累计增速略有回落,但整体维持韧性,基建投资及制造业投资增速均有小幅回升。出口同比再转负增长,按美元计价 6 月份中国出口同比增长-1.3%,进口同比增长-7.3%,降幅略有收窄,抢出口效应减退,全球制造业弱周期,对中国出口增长形成拖累。

工业数据整体偏积极,其中工业增加值超预期回升,6 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%,增速较 5 月回升 1.3 个百分点;1-6 月累计增速为 6.0%,持平前值,显示工业生产总体平稳。同时,PMI 虽维持荣枯线下方,但略有改善。7 月官方制造业 PMI 为 49.7%,高于上月 0.3 个百分点,4 月份以来首现回升,继续处于荣枯线下方;财新制造业 PMI 录得 49.9,较 6 月上升 0.5 个百分点,荣枯线下方,降幅有所收窄。但工业企业利润维持负增长,6 月规模以上工业增加值同比增长-3.1%,较 5 月下降 4.2 个百分点;1-6 月累计增速为-2.4%。

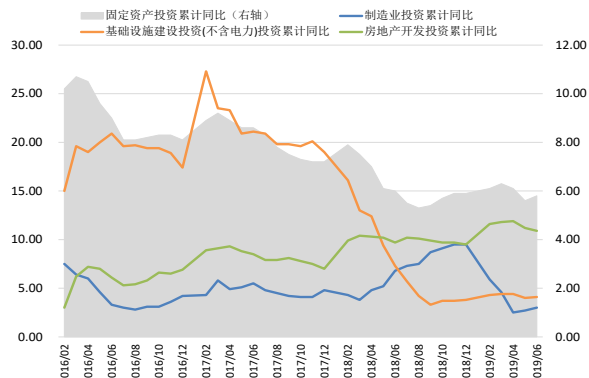
整体来看,近期公布的宏观经济数据好于预期,显示一定韧性,金融数据亦有较好表现。M1 同比增长 4.4%,M2 同比增长 8.5%,增速持平上月,M1 增速持续回升,释放出经济活动整体有所企稳的信号。新增人民币贷款 1.66 万亿元,同比少增 1758 亿元;社会融资规模增量为 2.26 万亿元,比上年同期多 7705 亿元,社融同比大幅多增,主要是受专项债发行放量以及表外融资缩幅减小推动。

图 13: 消费增速



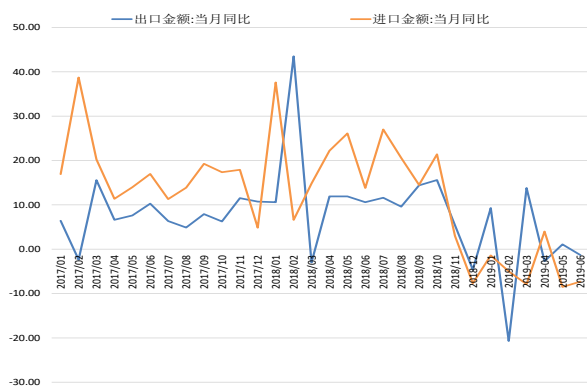
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 固定资产投资增速



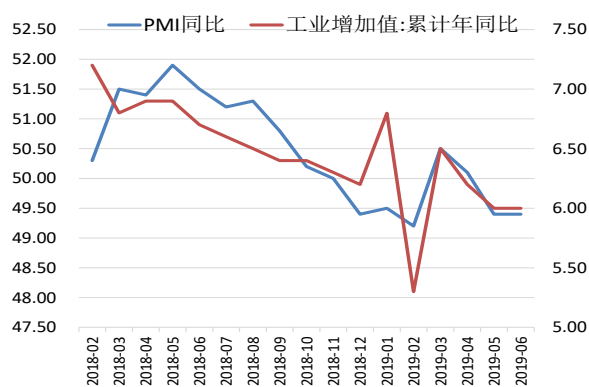
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 进出口增速 (按美元计)



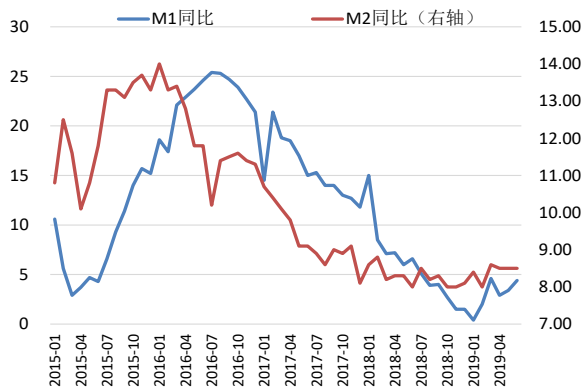
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 以及工业增加值 走势图



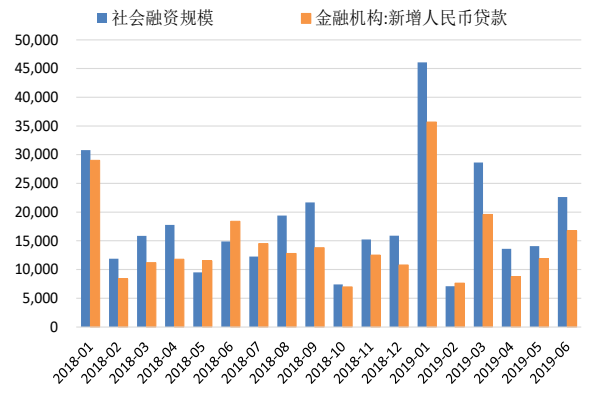
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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

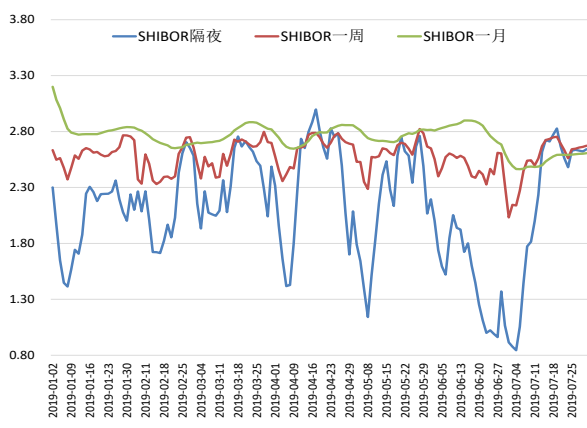
2.2 政治局会议定调，资金面相对利多

7月政治局会议为下半年经济工作定调，对于国内经济的下行风险表述明显强化，提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的政策目标。另外，货币政策延续之前“稳健的货币政策要松紧适度”的态度，并且加入了“保持流动性合理充裕”的表述，并未转为全面宽松，但在边际上存在改善的可能性。整体来看，政治局会议释放的信号未超预期，但对房地产的调控态度更加严厉。

从市场利率的走势来看，短期 SHIBOR 及银行质押式回购隔夜利率在 7 月初继续走低，月末回到高位。国内外形势均不乐观，中美贸易摩擦持续，海外市场数据不佳，全球央行齐齐开启降息周期，国内货币政策面临相机选择，资金面相对利多股市。

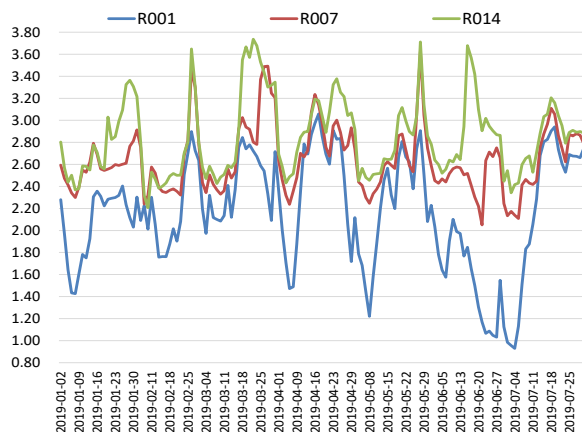
从目前股票指数的市盈率及市净率来看，三大指数估值均小幅回落，目前沪深 300 及上证 50 指数的动态市盈率及市净率回到均值水平，IC 估值相对更低，但估值仍受基本面的企业盈利增速下行压制。

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 2: 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	12.42	10.02	23.10
平均市盈率	12.51	10.41	35.71
标准差	3.01	2.45	12.04
偏离标准差	-0.03	-0.16	-1.05
百分比排序	54.05%	48.65%	9.91%
最新市净率	1.50	1.24	1.80
平均市净率	1.70	1.49	2.76
标准差	0.41	0.39	0.73
偏离标准差	-0.50	-0.63	-1.32
百分比排序	42.34%	40.54%	5.22%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 股票市场供应大增，贸易问题再压偏好

7月股票市场供应大增，7月募集资金合计2379.7亿元，较6月大幅增加。一方面是由于科创板正式开市，初期市场关注度较高，对原有市场造成一定吸虹作用，另一方面增发募集资金大增，股票供应量较前期增幅较大。从A股需求来看，国内资金有所减仓，两融余额小幅回落，7月31日为9085.9亿元，较6月30日减少21.9亿元，市场风险偏好回落。海外资金在7月维持净流入，截止7月31日，沪股通、深股通当月分别净流入14.29亿元、105.96亿元，但流入速度较6月有所放缓。除科创板开市初期热度较高，A股市场观望情绪较重。

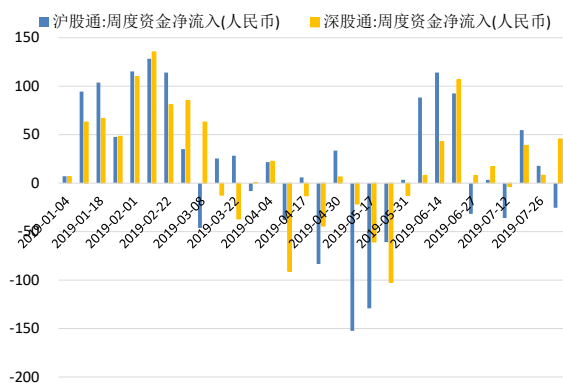
同时，中美贸易问题再度反复，7月初中美贸易重启谈判，股票市场冲高，市场预期迎来曙光，但好景不长，月底上海磋商并未公布明确结果，特朗普于8月1日发推，称将于9月1日起对余下中国输美的3000亿美元商品加征10%的关税，再度打压市场反弹。此前5月10日他曾下令对中国另外3000亿美元的输美商品加征关税，原定于5月13日启动，随后又于6月再次威胁，沪指曾下探2850点下方，目前点位距离前期低点约有1.5%的向下空间，下行空间有限，但市场风险偏好较低。

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)
2019-07	77	2,379.70	37	445.907	22	1,099.986	2	24.916	1	730.000	11	67.891	4	11.000
2019-06	22	248.34	7	50.240	10	170.101					1	5.000	4	23.000
2019-05	44	686.52	13	155.891	16	256.895					8	143.417	7	130.318
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

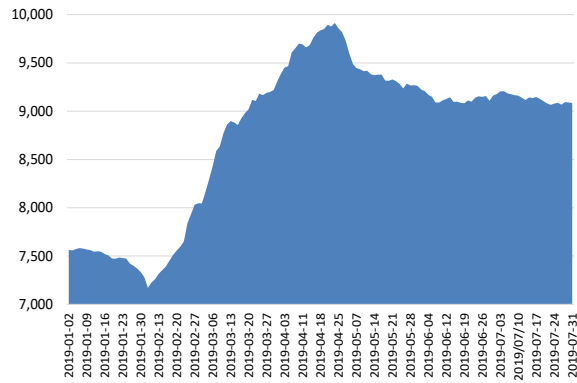
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：沪股通深股通资金流向（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

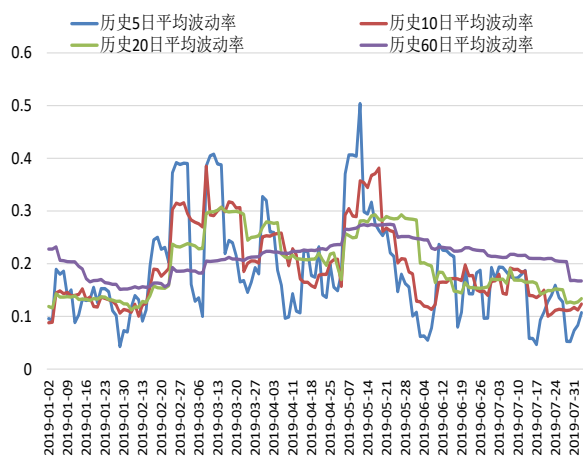
2.4 避险情绪再度升温，外盘短期对 A 股偏空

海外市场近期 PMI 数据均偏弱，全球制造业衰退程度，已经超出了市场预期。欧洲负利率资产的进一步扩张，已经蔓延至德国，与此同时，作为以商业银行为主导的金融体系，恐慌情绪正在欧洲银行系统蔓延。包括美国在内，年初至今全球已有 22 个国家宣布降息。在全球贸易摩擦升级的局势下，或将迫使各家央行更积极地采取刺激措施，全球央行可能被迫开启降息周期。

7 月全球股市涨跌不一，贸易局势再添紧张，近一周内全球重要指数集体收跌，道指周振幅超千点，纳指和标普 500 指数创 2018 年 12 月以来最大单周跌幅，欧股亦大跌，全球避险情绪再度蔓延。

我们认为在短期全球经济局势较为不明朗的情况下，未来股市波动风险较大，全球股市的避险情绪联动性较强，预计外盘短期对 A 股偏空。

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 4：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	-2.42	-2.85	-2.38	-1.09	-3.93	-3.96	-3.08	-5.86	-2.37
2019年7月	0.99	2.11	1.31	2.17	-0.36	-1.69	1.15	-2.68	-1.56
最近三个月	1.02	0.99	1.17	2.27	-1.21	-1.26	-3.31	-6.47	-4.74
2019年至今	13.54	20.63	16.96	10.09	13.28	12.44	5.36	4.15	14.99

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结与展望

2019 年 7 月共 23 个交易日，股票市场经历月初跳空上涨后冲高回落，月末缩量反弹，最终上证综指月跌 1.56% 至 2932.51 点，创业板指涨 3.90% 至 1570.39 点，行业板块多数收跌，其中农林牧渔、电子、国防军工及休闲服务领涨，有色金属、钢铁、商品贸易及通信领跌。

三大期货品种 7 月集体收涨,其中 IF 较强,IF1908 合约上涨 1.10%,IH1908 小涨 0.26%,IC1908 合约上涨 0.32%。市场流动性有所回落。IF、IH、IC 7 月日均成交较 6 月均值分别减少了 17.88%、19.26%、19.24%; IC 持仓续创新高,IF 及 IH 持仓明显回落。期现价差震荡为主,情绪较为谨慎,IC 贴水再度走扩且远近月价差走弱。跨品种套利表现来看,IC/IF、IC/IH 比值震荡偏弱,多 IF 空 IC 策略略为占优。

从目前市场多空因素来分析,七月中国经济维持下行趋势,但公布的宏观数据好坏不一,整体略超预期,下行仍显韧性,对股市影响偏多。7 月政治局会议对于国内经济的下行风险表述明显强化,货币政策但并未转为全面宽松,在边际上存在改善的可能性。国内外形势均不乐观,全球央行齐齐开启降息周期,国内货币政策面临相机选择,资金面相对利多股市。从目前股票指数的市盈率及市净率来看,目前沪深 300 及上证 50 指数的动态市盈率及市净率回到均值水平,IC 估值相对更低,但估值受企业盈利增速下行压制,估值修复空间有限。科创板正式开市,初期对原有市场造成一定吸虹作用,加上增发募集资金,供应大增,但需求偏弱,国内两融余额有所减仓,市场风险偏好回落。海外资金在 7 月维持净流入,但流入速度放缓,整体来看 A 股市场观望情绪较重。同时,中美贸易问题再度反复,此前沪指下探 2850 点下方,目前点位距离前期低点约有 1.5%的向下空间,下行空间有限,但市场风险偏好难升。加上贸易局势再添紧张,近一周内全球重要指数集体收跌,全球避险情绪再度蔓延,预计外盘短期对 A 股偏空。

综合来看,我们认为股市仍然受到下半年宏观经济及企业盈利下行的压制,风险偏好难升,虽然利率端有向下空间,但短期维持低位震荡的概率较大,结构性机会大于趋势机会,继续看好阿尔法策略。期指方面,根据此前公布的 A 股“入摩”扩容的第二阶段方案,MSCI 将在 8 月的指数季度调整中将中国大盘 A 股的纳入因子由 10%提升至 15%,大盘蓝筹或迎 MSCI 增量资金,预计 IF 相对偏强,在 3670-3900 点偏强震荡,IH 在 2800-2900 点区间偏强震荡,IC 在 4600-5000 点区间波动,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。