

兴证期货·研发中心

2019年12月25日星期三

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询编号：Z0012908

021-20370949

[hanjing@xzfutures.com](mailto:hanjing@xzfutures.com)

## ● 内容提要

**我国经济有望平稳着陆。**虽然 2019 年前三季度 GDP 增速逐季回落，但仍处于平稳区间。在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下，我们预计中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力，但不存在大幅下跌的基础，整体来看有望平稳着陆。

**市场估值处于低位，企业盈利周期处于底部。**上证综指和三大指数的动态市盈率目前都处于低位。由于经济不存在大幅下行的基础，而企业盈利又处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮盈利周期下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

**资金对 A 股市场的配置意愿加强。**未来外资、险资和居民有望增加权益市场配置。外资方面，由于 MSCI 等国际指数的纳入和 A 股市场偏低的估值，近两年逐步加大和加快了对 A 股市场的配置。险资在目前低利率的环境和权益资产配置比重较小的情况下，未来有动力加快配置权益资产的步伐。而居民方面，随着房地产市场投资收益的下滑，有望分流出部分资金配置 A 股市场。

**整体来看 2020 年 A 股市场将以震荡为主。**指数方面相较 2019 年整体重心将会上移，不过震荡区间将有所收窄。我们预计上证综指方面将在 3000 到 3500 之间震荡，IF、IH 走势相对 IC 偏强。上半年经济增速存在一定下行压力，同时 CPI 又将会对货币政策产生掣肘，但下半年通胀的影响或将趋弱，市场利率有望逐渐下降，资本市场有望享受流动性带来的估值水平提升。

## ● 风险提示

中美贸易摩擦升温，经济超预期下行。

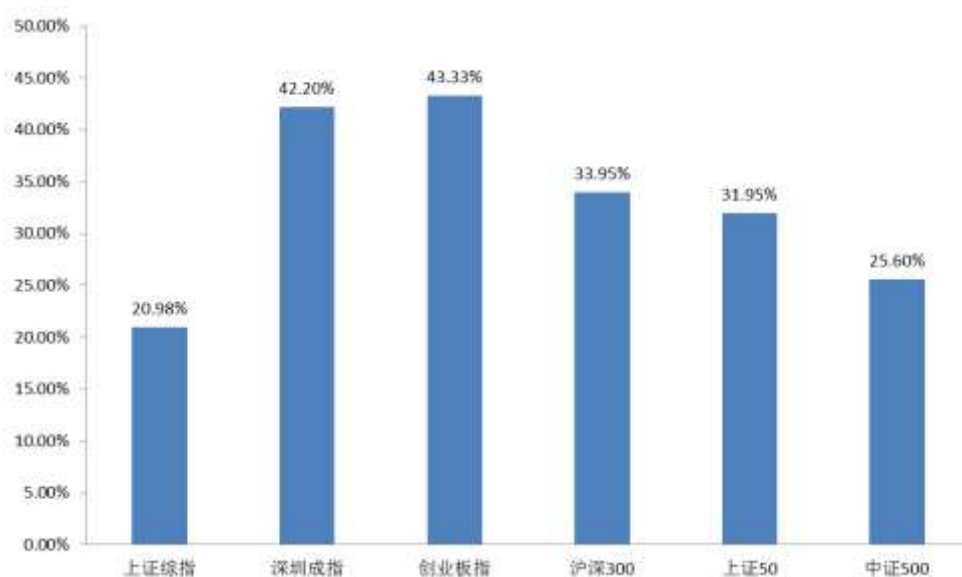
## 1. 市场回顾

### 1.1 股票市场

2019 年 A 股市场整体上涨，指数方面在经历年初的冲高回落之后，便开启了长达半年时间的震荡盘整。外资的持续流入、中美贸易磋商的反复以及宏观经济与政策为主要影响因素，贯穿 A 股市场全年走势。

分指数来看，沪深 300 与上证 50 全年走势强于中证 500，在经济增速存在下行压力的情况下，投资者倾向于业绩确定性较高和经营稳健的行业头部公司及市场“核心资产”。

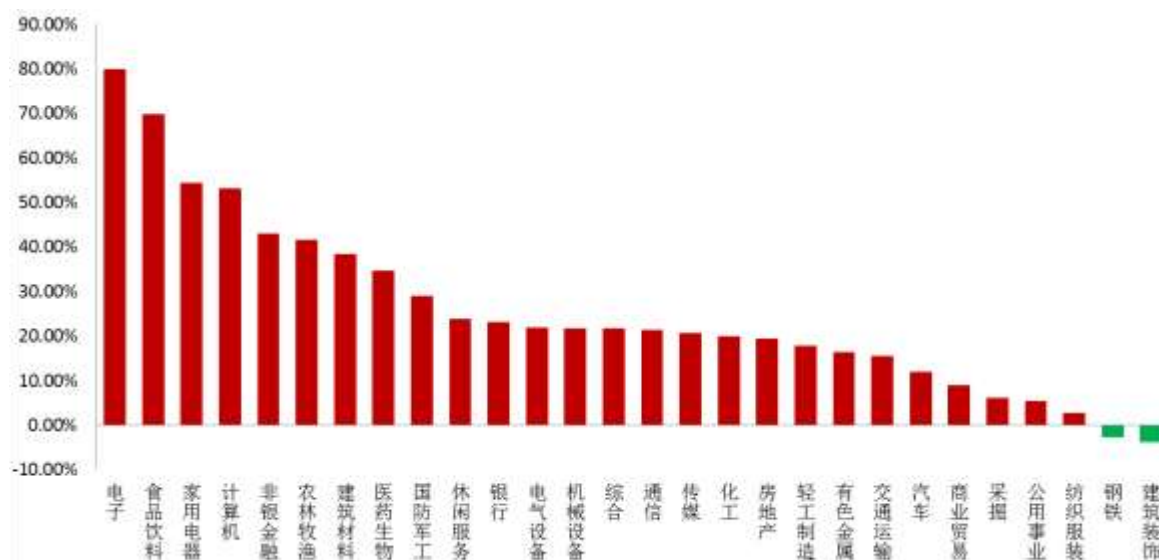
图 1：A 股主要指数涨跌幅（截至 12 月 18 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分板块来看，截至 12 月 18 日申万一级行业中 26 个行业年度上涨，仅钢铁和建筑装饰两个板块下跌。其中具有消费属性的电子、食品饮料和家用电器板块涨幅较大，年度涨幅均超过 50%。市场对于具有消费属性板块的偏好同样显示出在宏观经济偏弱的背景下，投资者更倾向于配置业绩稳定，确定性较高的板块。

图 2：申万一级行业涨跌幅（截至 12 月 18 日）

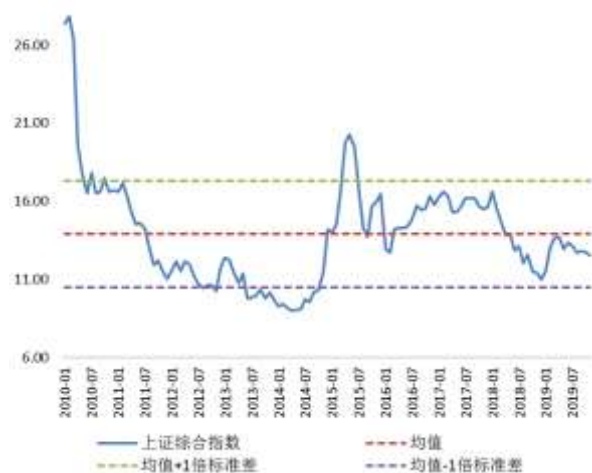


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 市场估值处于低位

目前市场整体估值水平处于历史低位，上证综指和三大指数的动态市盈率都处于均值水平以下。截止 2019 年 12 月初，沪深 300、上证 50 和中证 500 的估值分位数分别处于 2010 年至今的 45%、35%和 18%左右的水平。目前来看经济不存在大幅下行基础，企业盈利处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大，指数方面存在良好的配置性机会。

图 3：上证综指估值



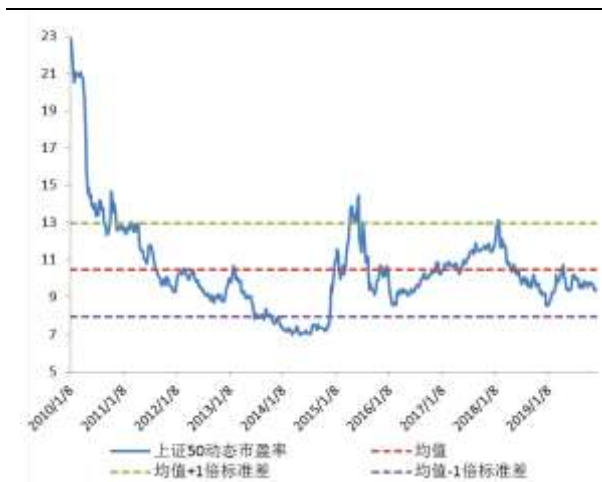
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：沪深 300 估值



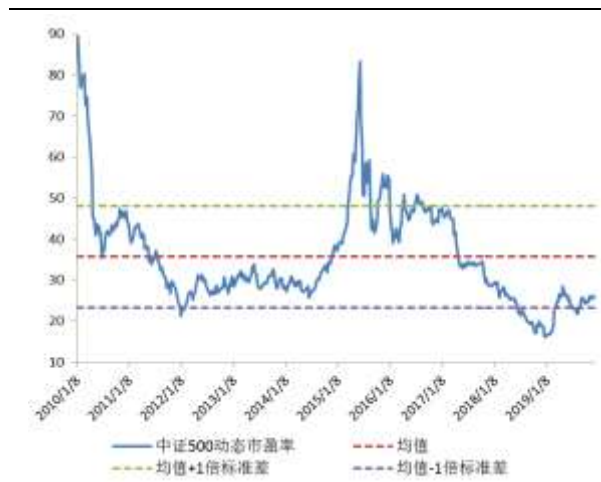
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：上证 50 估值



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：中证 500 估值



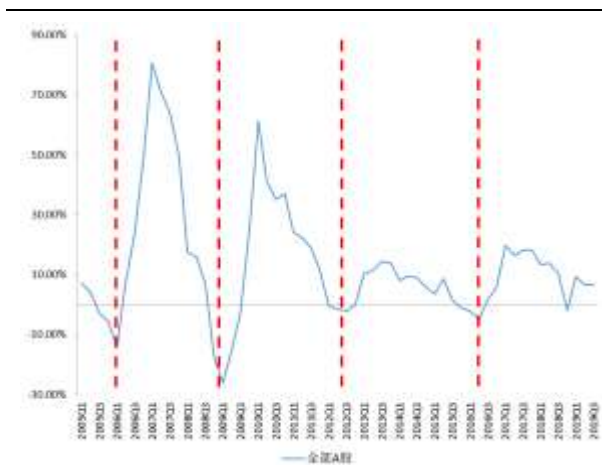
资料来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.3 A 股处于盈利周期底部

2006 年至今，A 股经历了三轮盈利周期，每一轮盈利周期大约持续 3-4 年左右。其中盈利周期上行阶段一般持续 1 年，盈利周期下行阶段则持续 2-3 年。

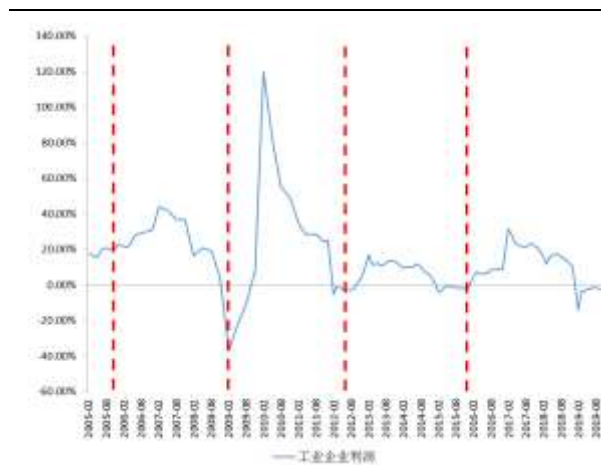
截至 2019 年三季度，本轮盈利周期处于下行阶段已经持续 2 年半左右。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

图 7：归母净利润累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：工业企业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.4 股指期货进一步松绑

今年股指期货限制进一步松绑，股指期货交易的常态化逐步推进。2019年4月中金所宣布进一步调整股指期货交易的相关安排。根据中金所公告，自2019年4月22日结算时起，(1) 中证500股指期货交易保证金由15%下调为12%；(2) 股指期货日内过度交易行为的监管标准由单个合约50手上调至500手；(3) 股指期货平今仓交易手续费率由4.6%下调至3.45%。通过本次调整，股指期货交易保证金、日内过度交易限额已接近2015年常态化时期水平，但交易手续费率仍高于常态化时期水平(0.23%)。

今年股指期货的松绑，使得交易成本进一步降低，增加了市场的流动性与活跃度。从时间周期上来看，期指历次松绑间隔短则7个月，长则17个月，而今年松绑间隔缩短到了4个月，显示监管层推进股指期货常态化的态度依然坚决。

图9：股指期货时间轴



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.5 股指期货成交持仓放大

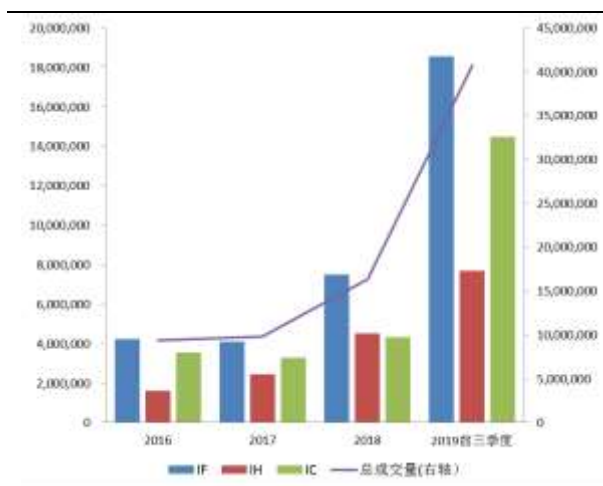
2019年前三季度股指期货交易表现相对活跃。分品种来看，前三季度沪深300股指期货的累计成交量为1854.1万手，累计同比增长295.42%；上证50股指期货累计成交量为767.29万手，累计同比增长148.31%；中证500股指期货的累计成交量为1448.73万手，累计同比增长432.78%。



2019 年前三季度股指期货持仓量同样出现大幅增长。分品种来看，前三季度沪深 300 股指期货的日均持仓为 11.12 万手，同比增长 143.67%；上证 50 股指期货日均持仓为 5.24 万手，同比增长 118.79%；中证 500 股指期货的日均持仓为 27.86 万手，同比增长 158.21%。

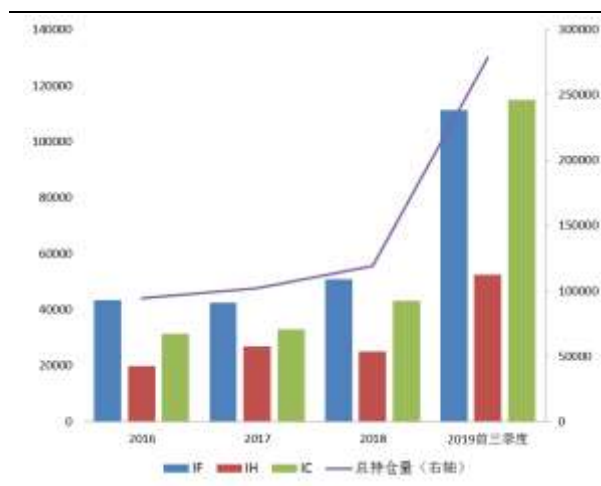
虽然目前股指期货的成交持仓仍然不局限仓之前的水平，但我们预计随着我国金融市场的进一步发展，投资者专业程度的进一步提高，和未來股指期货交易常态化的继续推进，未來成交和持仓将继续稳步上升。

图 10：股指期货总成交情况（手）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：股指期货日均持仓情况（手）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.6 基差收窄

随着今年政策的松绑，股指期货常态化的推进，三大股指期货的基差相较往年有着明显收窄。其中 IF 与 IH 的基差多数时间在 0 值附近波动，IC 则依然处于长期贴水状态。整体来看，今年基差深度贴水的情况得到好转，预计未来 IC 长期贴水的状态会继续逐渐得到改善。

图 12: IF 基差



图 13: IH 基差

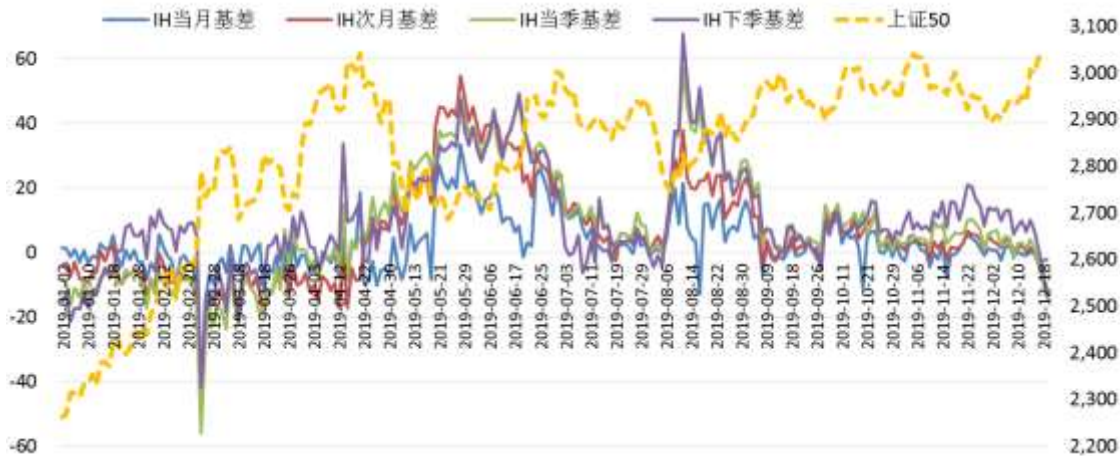


图 14: IC 基差



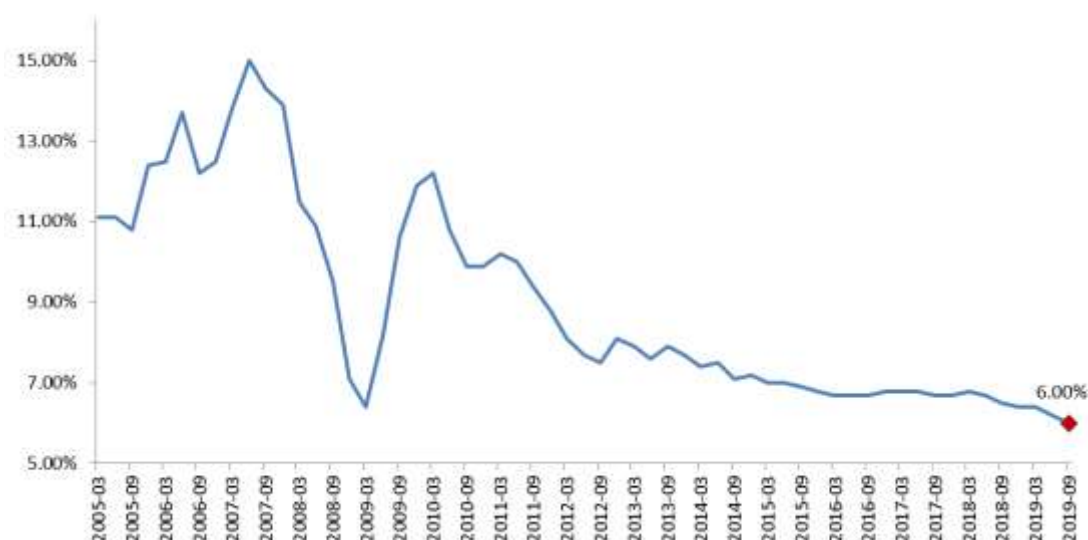
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.宏观经济

### 2.1 GDP 增速缓慢回落

我国前三季度国内生产总值 697798 亿元，同比增长 6.2%。分季度看，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，增速逐季回落，但仍处于平稳区间。而四季度经济数据的有所企稳，也显示出逆周期调节的作用开始显现。所以在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下，我们预计中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力，但不存在大幅下跌的基础，整体来看有望平稳着陆。

图 15: GDP 增速不变价当季同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.2 总需求偏弱

2019 年我国固定资产投资全年维持小幅下行。其中房地产投资仍然保持稳定，前 11 个月的累计同比增速超过 10%，但在房住不炒的大背景下，预计未来增速稳中趋弱。制造业投资增速 11 月下滑至 2.5%，大幅低于去年同期水平，今年也是拖累固定资产投资的主要因素，不过目前企业盈利和库存周期均处于底部区域，2020 年制造业投资有望企稳回升。基础设施建设（不含电力）投资增速 11 月增长 4%，全年保持稳定，根据政府明年的专项债额度及基建补短板的政策定位，预计 2020 年基建将继续发挥托底作用。从消费情况来看，我国居民消费水平随着经济的下行同步下滑，短期增速仍将维持低位。

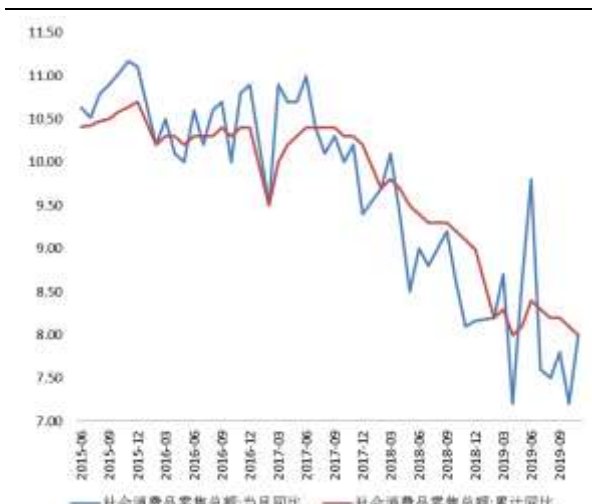


图 16: 固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 消费增速 (%)

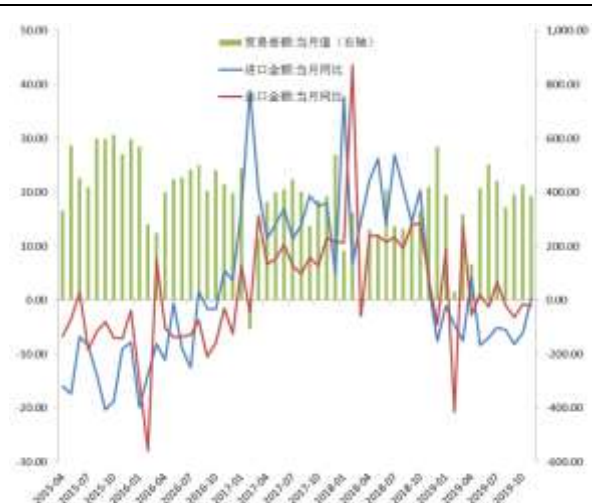


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

受中美之间贸易摩擦的影响,今年我国进出口情况并不乐观,特别是对美国的贸易下滑明显,此外在关税加征窗口之前,出口抢跑现象明显。不过由于我国进出口增速的同步下滑,贸易顺差仍然维持较高水平。由于中美之间贸易问题仍存在不确定性,我们预计整体进出口增速仍将底部徘徊。

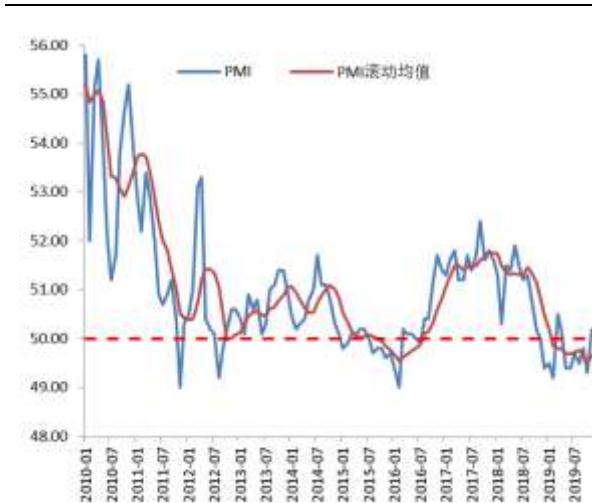
今年我国制造业 PMI 长期处于荣枯线下方,虽然 11 月的 PMI 数据时隔 6 个月重回荣枯线之上,但目前来看这仍然是短期季节性和事件性的扰动,目前 PMI 滚动均值依然没有抬头迹象,经济增速放缓的压力仍然存在。

图 18: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: PMI 走势图



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.3 结构性通胀

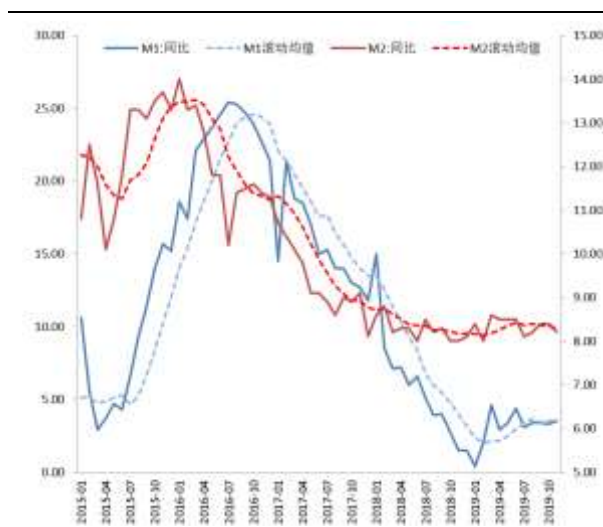
2019 年在猪肉价格大幅上涨的推动下，11 月 CPI 当月同比已经达到 4.5%，而其他非食品及工业品方面则处于平稳甚至收缩的状态。目前 CPI 显示出明显的结构性通胀特征同时和 PPI 之间的走势出现持续分化，我们预计逆周期调节政策不会因为结构性的通胀而放松，整体货币政策依然将维持宽松。不过由于猪肉的过快上涨存在着向其他食品扩散的可能，所以我们认为 2020 一季度货币政策仍将受到一定程度的牵制。

图 20: PPI 与 CPI (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

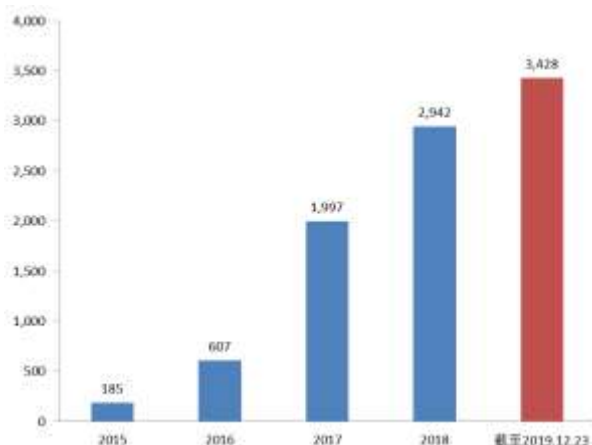
## 3. 资金配置意愿加强

### 3.1 外资持续流入

随着我国金融市场的逐步开放，相关政策和配套工具的逐渐完善，A 股市场开始成为全球资本配置的重要部分。同时由于近两年 A 股市场相对全球其他市场的估值明显偏低，以及 MSCI、富时等国际指数的相继纳入，外资在近两年逐步加大和加快了对 A 股市场的配置。从陆股通近几年的流入情况看，2015 年陆股通全年仅流入 185 亿元，而到 2019 年则流入超 3000 亿元，翻了接近 20 倍。

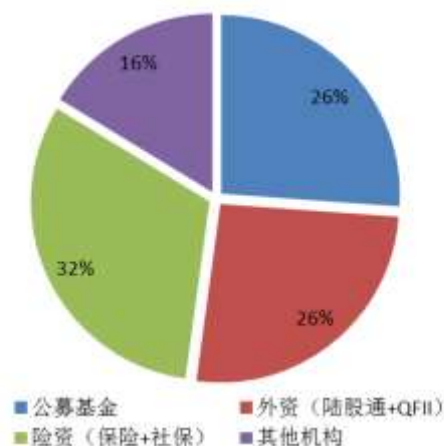
从专业机构投资者近年来持仓的趋势来看，险资持仓整体保持平稳，公募基金持仓随行情走势波动较大，而外资则保持着稳定的增长。外资目前已经成为 A 股市场重要的组成部分，并且也是近两年非常重要的增量资金。从 2019 年第三季度的持仓情况来看，公募基金、险资（保险+社保）、外资（陆股通+QFII）和其他机构的 A 股持仓市值分别为 1.28 万亿、1.27 万亿、1.54 万亿和 0.8 万亿，占 A 股流通市值的比例分别为 2.88%、2.87%、3.48% 和 1.8%。外资持股市值已经与我国公募基金相当，在所有专业机构投资者中占比达到 1/4。

图 22: 陆股通近年来流入情况 (亿元)



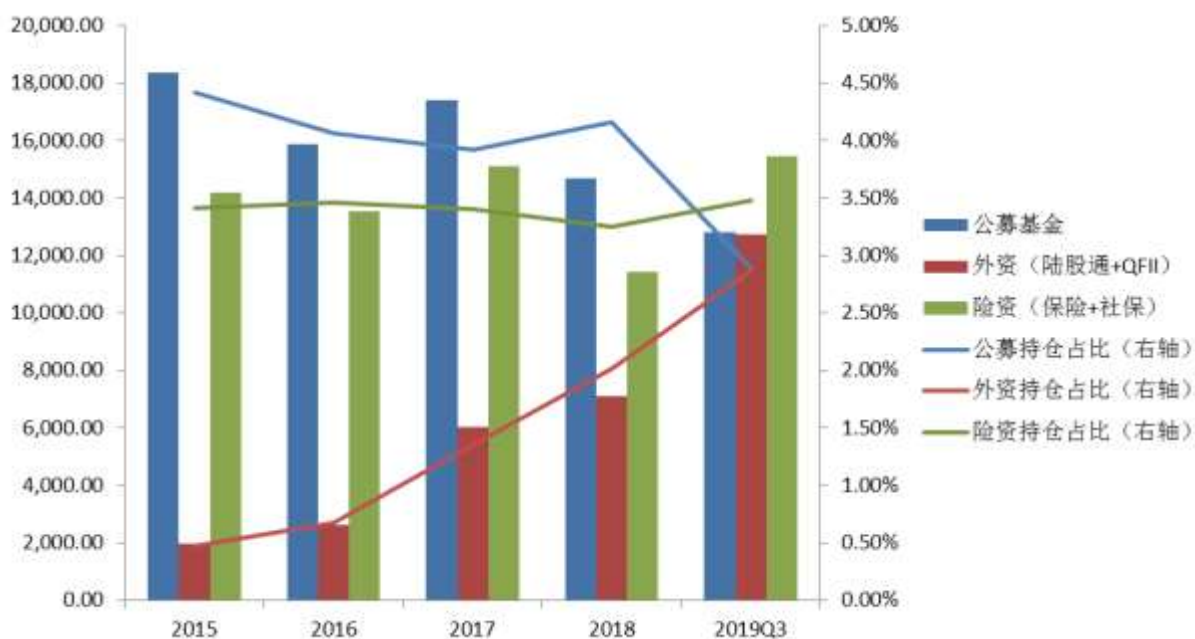
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 专业机构投资者持仓 (2019Q3)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 主要机构持有 A 股流通市值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部 注: 机构持股数据通过前十大股东, 基金持股, 各类产品定期报告中持股信息汇总得出, 故实际持股数量将会高于统计值。

截止 2019 年 11 月, MSCI 对我国市场的纳入权重比例为 20%。而对比韩国和中国台湾市场纳入 MSCI 的时间表来看, 首个纳入阶段结束后分别间隔 56 个月和 45 个月才再次开启第二阶段的纳入, 并且根据各自金融市场的发展情况, 整个纳入过程持续了 6-9 年。所以我们认为随着 2019 年 A 股纳入 MSCI 第一阶段的结束, 短期内 MSCI 继续扩大纳入比例的可能性不高。

不过同样借鉴韩国和中国台湾的历史经验来看，即使 MSCI 短期不扩大纳入因子比例，但是外资流入的情况依然将会持续，只是相对扩大纳入比例的年份流入幅度有所收窄。

表 1: MSCI 纳入时间表

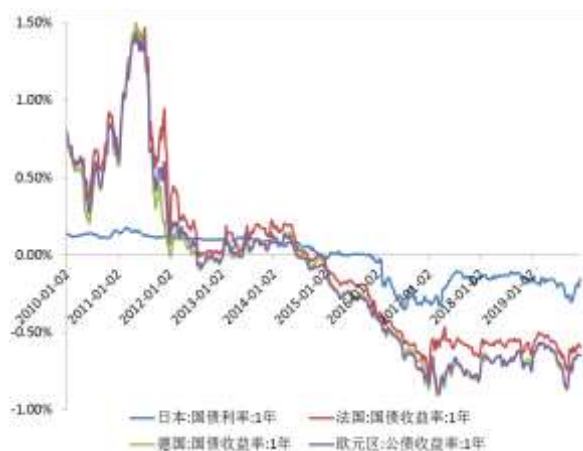
中国	纳入比例	韩国	纳入比例	中国台湾	纳入比例
2018年5月	2.5%	1992年1月	20%	1996年9月	50%
2018年9月	5%	1996年9月	50%	2000年6月	65%
2019年5月	10%	1998年9月	100%	2000年12月	80%
2019年8月	15%			2005年5月	100%
2019年11月	20%				

数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前全球走向负利率时代。欧盟和日本的 1 年期国债收益率在 2012 年以来相继走负，而 10 年期国债收益率也在 2019 年 2 季度开始转为负值，美国 2019 年连续三次下调联邦基金利率，我国央行 2019 年也多次实施普遍降准和定向降准，并引导和下调 MLF 及 LPR 利率。在全球“资产荒”的背景下，资金加大对于权益市场的配置，这也是本轮美股持续走牛的重要因素之一。而相对美股等市场的估值由于连续上涨而处于偏高的情况，中国股市目前仍处于价值洼地，投资吸引力显现。

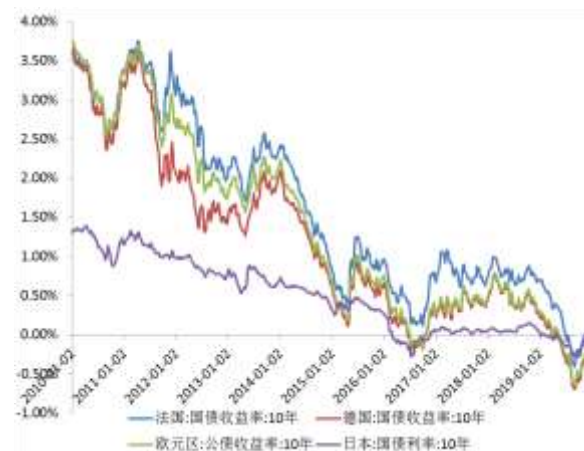
结合我国自身的情况来看，我们认为外资流入 A 股市场将是一个长期现象，归根结底源于我国金融市场的持续开放和 A 股市场相对其他市场估值水平较低带来的配置价值。故 2020 年外资仍将保持可观的流入，并将对市场产生重要的支撑力量。

图 25: 欧盟及日本 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 26: 欧盟及日本 10 年期国债收益率



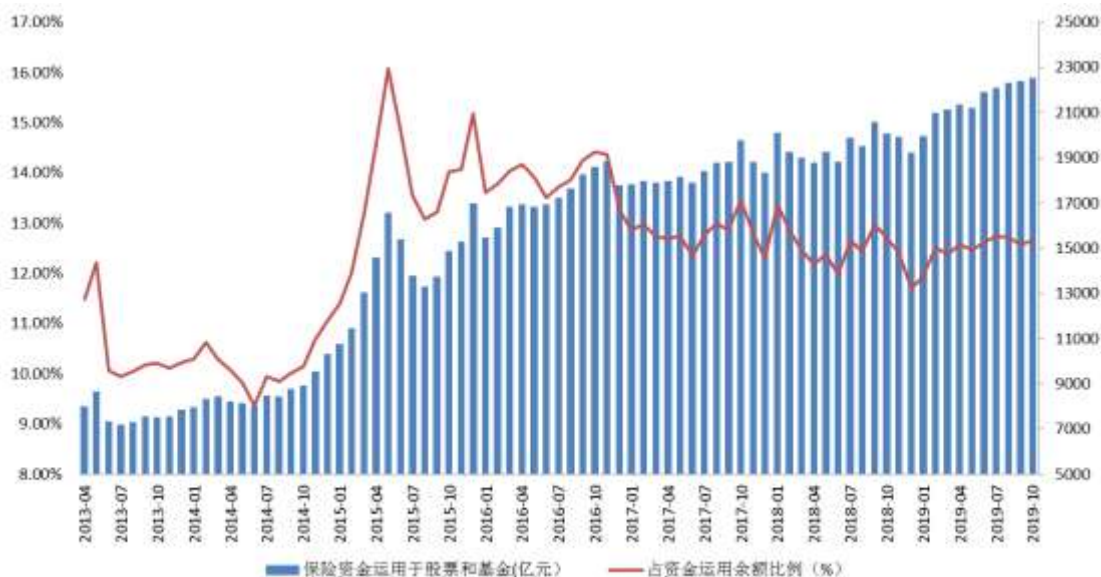
资料来源：Wind，兴证期货研发部



### 3.2 险资加快配置步伐

我国保险资金规模稳步上升，截至 2019 年 10 月，保险资金运用于股票和基金的规模达到 2.25 万亿，但是从险资投资于 A 股市场的比例来看，近两年则呈现为小幅回落态势。目前保险资金投资于股票和基金的比例约为 13% 左右，离 30% 的上限仍有较大空间，同时未来投资上限仍有继续放开的可能。在目前的低利率环境下，未来保险公司有动力加快配置 A 股的步伐并提升配置权重。

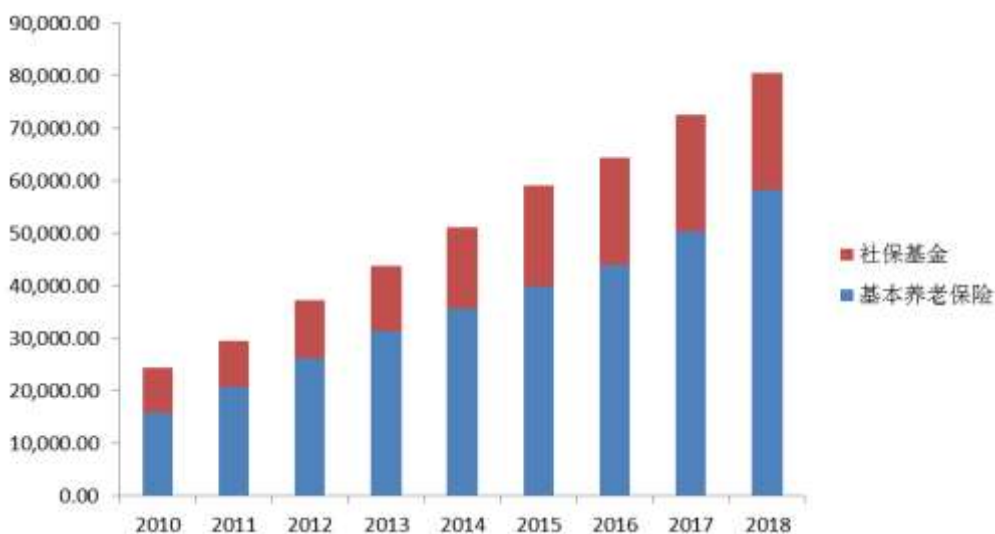
图 27：保险资金投资 A 股现状



数据来源：Wind，兴证期货研发部，保监会

2018 年我国基本养老金加社保基金共 8.05 万亿，其中社保基金资产总额为 2.24 万亿元，基本养老保险 5.82 万亿。社保基金方面，其持有的交易类金融资产和可供出售金融资产的比例占其总资产比例已经达到 50%，由于其股票投资上限为 40%，所以我们认为社保投资 A 股市场的提升空间有限。另一方面基本养老金入市提升空间巨大，根据人社部在三季度例行新闻发布会上公布的数据显示，截至 9 月底，已有 18 个省（区、市）政府与社保基金会签署基本养老保险基金委托投资合同，合同总金额 9660 亿元，其中 7992 亿元资金已经到账并开始投资，占比基本养老保险总资产的比例为 13.7%，远低于 30% 的上限。

图 28：我国社保基金和养老保险情况（亿元）



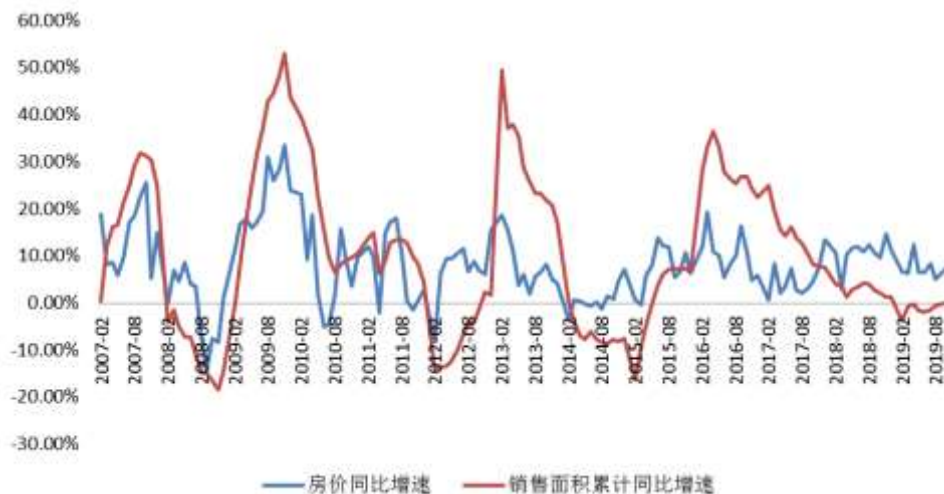
数据来源：Wind，兴证期货研发部

我国目前养老金仍然依赖财政补贴，在人口老龄化的趋势下，现行养老金体系压力巨大。而社保基金自 2008 年成立以来，权益类年均投资收益率超过 7%。所以我们认为养老金有动力用权益市场的投资收益来缓解养老金缺口的压力，同时对比其他国家我国养老金入市比例明显偏低，所以我们认为未来我国养老金入市的规模将会不断上升。以目前基本养老金的规模来看，如果投资比例能够达到 30% 的上限，则将为 A 股带来近万亿的增量资金。

### 3.3 居民有望加配权益资产

房地产是我国居民重要的投资方向和资金蓄水池，在经过此前的高速发展后，目前房地产行业已经进入平稳发展的新时期。从房地产的销售面积来看，其累计同比增速从 2016 年开始便持续下滑并在今年转负，而房价的同比增速也在今年开始稳定在 10% 之内。在坚持房住不炒和不搞大水漫灌的背景下，我们认为未来房价的增速将保持较低的水平，房地产的投资吸引力将远不如以往。所以我们认为在房地产投资收益率下滑、资管新规打破刚兑以及 P2P 频繁暴雷的情况下，居民或将逐步加大对 A 股的配置比例。

图 29：我国房地产销售及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 中美贸易磋商扰动市场

自 2018 年 7 月 6 日中美贸易摩擦升级，双方开始互征关税以来，美方对华加征关税的商品规模不断扩大，并从贸易摩擦扩展到科技、金融和地缘政治等方面。2018 年以来，中美已进行了十余轮经贸高级别磋商，在 2019 年 12 月 13 日国务院新闻办公室举行新闻发布会，表示已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。第一阶段的协议达成有助于缓解我国经济下行压力，后续关注协议正式签署的时间和地点。

我们认为中美贸易摩擦将是一个长期存在的问题，并且在未来将继续对市场带来扰动。目前中美双方的摩擦已经不仅停留在贸易层面，缩减贸易逆差已经不是美国最终的诉求，其目的是在于打压我国经济、科技的崛起。所以我们认为中美经贸、科技等方面的较量将长期存在。

表 2：中美双方加征关税情况

	美国	中国
2018	7月6日340亿美元商品加征25%	7月6日340亿美元商品加征25%
	8月23日160亿美元商品加征25%	8月23日160亿美元商品加征25%
	9月24日2000亿美元商品加征10%	9月24日600亿美元商品加征5%或10%
2019	5月10日2000亿美元商品关税从10%提高到25%	6月1日部分600亿美元商品加征5%、10%、20%或25%。
	9月1日3000亿美元商品中约1200亿加征关税15%。 12月13日3000亿美元商品中约2100亿关税下调至7.5%。	9月1日对约750亿美元商品中部分商品加征10%、5%不等关税。

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 总结

展望 2019 年，我们认为在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下，中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力，但不存在大幅下跌的基础，整体来看有望平稳着陆。

目前市场估值处于低位，企业盈利周期处于底部。上证综指和三大指数的动态市盈率目前都处于低位。由于经济不存在大幅下行的基础，而企业盈利又处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮盈利周期下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

资金对 A 股市场的配置意愿加强。未来外资、险资和居民有望增加权益市场配置。外资方面，由于 MSCI 等国际指数的纳入和 A 股市场偏低的估值，近两年逐步加大和加快了对 A 股市场的配置。险资在目前低利率的环境和权益资产配置比重较小的情况下，未来有动力加快配置权益资产的步伐。而居民方面，随着房地产市场投资收益的下滑，有望分流出部分资金配置 A 股市场。

今年股指期货的松绑，使得交易成本进一步降低，增加了市场的流动性与活跃度，并且三大股指期货的基差相较往年有着明显收窄。虽然目前股指期货的成交持仓仍然不及限仓之前的水平，但我们预计随着我国金融市场的进一步发展，投资者专业程度的进一步提高，和未来股指期货交易常态化的继续推进，未来成交和持仓将继续稳步上升。

整体来看 2020 年 A 股市场将以震荡为主。指数方面相较 2019 年整体重心将会上移，不过震荡区间将有所收窄。我们预计上证综指方面将在 3000 点到 3500 点之间震荡，同时由于外资险资等机构资金加速流入市场而带来的投资者结构的变化，使得蓝筹股和行业龙头较多的 IF、IH 走势将相对 IC 偏强。分阶段来看，上半年经济增速存在一定下行压力，同时 CPI 又将会对货币政策产生掣肘，但下半年通胀的影响或将趋弱，市场利率有望逐渐下降，资本市场有望享受流动性带来的估值水平提升。



## 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。