

股指期货分析周期性角度的思考

2022年9月14日 星期三

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

杨娜
从业资格编号：F03091213
投资咨询编号：Z0016895
邮箱：
yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

从金融杠杆周期角度看，周期前半阶段已经进入尾声，受此影响，金融、地产、消费相关板块难有向上行情，则相对应而言，IH和IF（尤其IH指数）受到非银金融、银行和食品饮料板块拖累，则相对弱势。

从企业生命周期角度看，由于IF、IH指数成分股属于大市值公司，相对而言企业生命周期处于成熟阶段，而IM成分股主要为小市值公司，且报告诸多“专精特新”、小巨人公司，则相对而言更有向上空间。

从科技周期角度看，成分股中科技股权重占比为：IM>IC>IF>IH，科技周期变动带来的产业迭代、经济增长对IM与IC指数ROE将有更多驱动力，即从长期角度看，IM与IC更多受益于国内产业升级与消费升级。

报告目录

1. 金融杠杆周期.....	3
2. 企业生命周期.....	5
3. 科技周期.....	7

图表目录

图表 1: 70 城住宅价格同比与居民部门杠杆率 (%)	5
图表 2: 实体经济部门杠杆率与非金融部门杠杆率 (%)	5
图表 3: 企业生命周期.....	6
图表 4: 企业生命周期.....	8

股指期货自 2010 年上市以来，经历了限制与逐渐放松，愈发得到人们的重视。股指期货作为股票价格指数为标的的期货，成为 A 股重要宽基指标的，反映沪深两市龙头股（IF）、上证指数龙头股（IH）、中小市值股（IC）和小市值股（IM）走势情况。股指期货影响因素比较多，包括宏观经济情况、政策变动、行业轮动、市场公司盈利、估值变动、市场情绪、资金轮动等。面对行情的不确定性，周期变动对经济、行业产生较大影响，进而对 A 股价格影响深远。

常见的周期有基钦周期（反映库存变动，持续 3~4 年）；朱格拉周期（反映设备投资占 GDP 的比例，持续 8~10 年）；库茨涅兹周期（建筑业周期，平均 20 年）；康德拉基耶夫周期（全世界资源商品和兼容市场周期，50~60 年）等。不同的周期理论反映理论所在时期的经济环境与金融状况。基钦周期、朱格拉周期和库茨涅兹周期主要从实体经济角度，关注生产、设备投资、建筑、技术进步等经济发展因素。本文主要从金融杠杆周期、企业生命周期和科技周期三个角度分析周期对股指期货的影响。

1. 金融杠杆周期

金融周期的本质是信贷与实体经济之间相互强化带来的周期性趋势，在互相强化的作用下，向上及向下的动力都加强。2008 年以前，金融周期不显著，08 年全球金融危机之后，银行改制、信贷投放等多因素推动下，金融周期波动对宏观经济影响愈发重要，且金融周期与货币政策的双向影响更是全方位影响经济与金融的方方面面，对 A 股及股指期货形成重要影响。

从需求角度看，在经济景气度高的时候，个人方面，人们预期未来收入增加，提高信贷增加消费支出；企业方面，企业利润增长，在资金成本利率一定的背景下，企业偏向于提高信贷扩大生存规模，提高利润。销售收入增加改善企业现金流，违约概率降低，则银行授信偏好增加，信贷扩张速度增加。经济不景气时则相反。

从供给角度看，经济环境变化影响银行风险评定与定价，进而影响银行贷款能力与贷款意愿。在经济景气度高时，违约率低，银行对风险评估相对乐观，银行下调坏账拨备以提高利润，同时提高资本充足率，提高银行放贷能力和意愿，银行盈利水平与经营情况改善，为降低外部贷款成本、放大可贷资金来源和放宽银行信贷标准提供正反馈；经济不景气时则相反。银

行贷款质量评估依赖于银行内部评级体系、外部评级和信贷风险模型，由于信息不对称，银行相对贷款人而言处于劣势，抵押品价格波动、银行行为的羊群效应，信贷扩张加速。经济不景气时则相反。

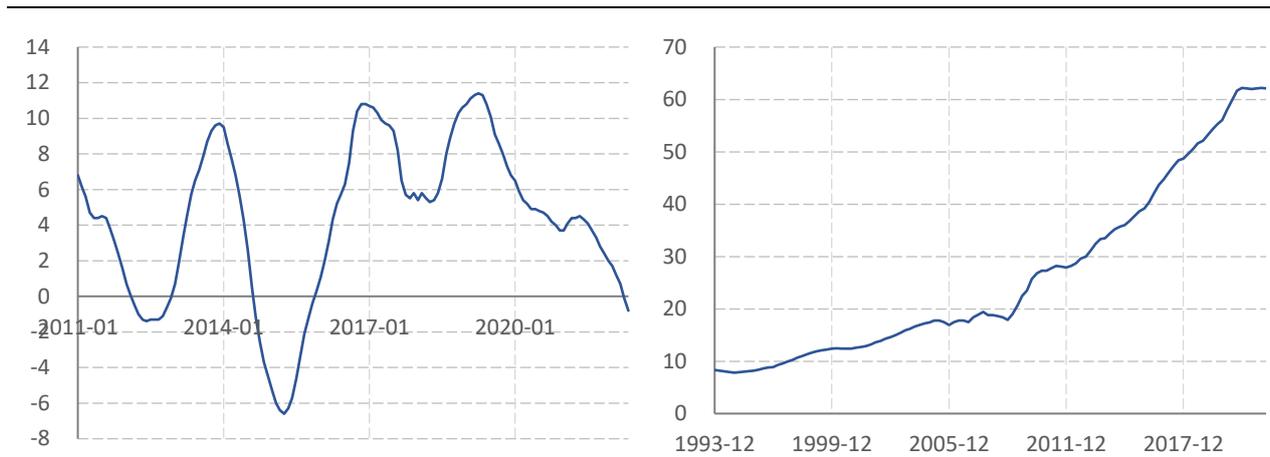
从抵押品角度看，在经济快速发展时，抵押品价格随之上升，则抵押同样的抵押品可以从银行获得更多信贷资金，伴随抵押品价格的持续增加，整体债务和整体信贷规模持续扩张。而且伴随着抵押品价格上升，银行对资产风险评定改善，抵押率提升，即杠杆率提高，利率下降（风险溢价减少），加剧信贷扩张加速，经济不景气时相反。

从利率角度看，在周期上行前期，伴随经济景气度提升及抵押品价格增长，银行降低风险评定改善，贷款利率风险溢价降低，加速信贷扩张。随着信用扩张，靠新增信用偿还旧债还本付息增加，且利率市场化与金融市场化加深，银行间市场利率对流动性冲击的敏感性增加，则在高房价、信贷极度扩张的背后风险加剧，利率的提高一定程度上助推周期反转。

在金融周期上升阶段，经济景气度高，信用扩张推动企业投资、生产；就业提高及需求增加，企业盈利端改善；另一方面，抵押品价格上涨改善银行的风险评定，贷款利率（风险溢价降低）下降，降低企业融资成本。除此之外，金融杠杆周期会对估值产生较大幅度扰动。

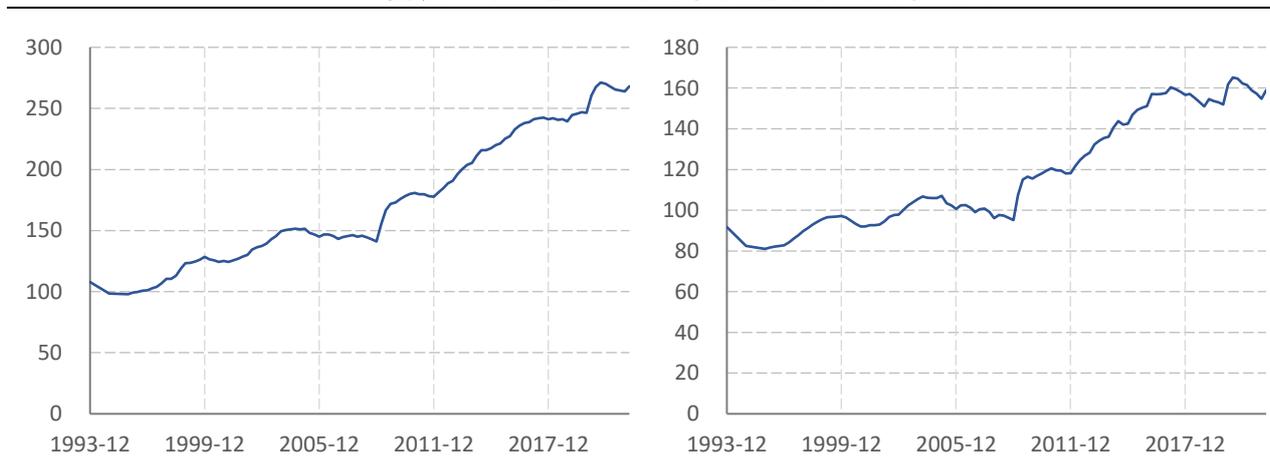
中国改革开放的过程中，金融改革相对较慢，90年代末政策主导坏账处理并开启银行改革，大型银行逐步上市，建立了现代企业公司治理制度，银行商业贷款逐步提高。1998年城镇住房制度改革，地产信贷开始扩张。在2008年金融危机之后，一方面银行机构处于较长的战略发展机遇，大型商业银行完成股份制改革，银行业监督体系建立，银行部门发展趋势向好；另一方面，外汇占款显著下降，同时为了应对外部冲击央行大量投放信贷，推升信贷扩张与繁衍。国内本轮金融周期主要以房地产作为抵押品，则房价上涨助推信贷扩张与金融周期推进。

图表 1: 70 城住宅价格同比与居民部门杠杆率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 2: 实体经济部门杠杆率与非金融部门杠杆率 (%)



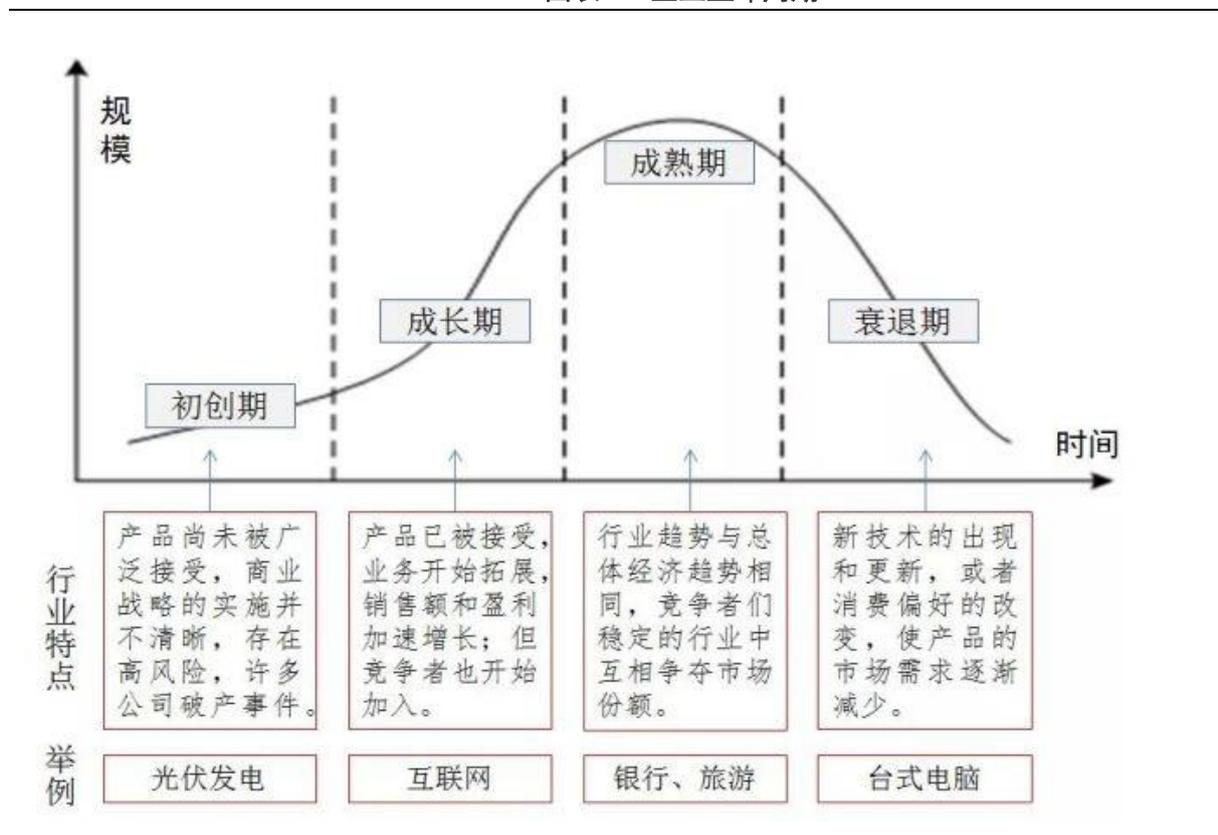
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 企业生命周期

自下而上的看, 股票指数所代表的一揽子股票对应的是不同的企业, 则不同企业的发展与成长轨迹, 经历了发展、成长、成熟、衰退这四个阶段, 在经历了这四个阶段之后, 企业开始面临消亡、稳定和转向三种结局。在生命周期不同阶段的企业在治理、经营、财务等方面反映出不同的特征, 融资约束存在较大差异, 企业也会相对应选择合适的融资方式, 对应股价会产生波动。则在不同生命周期中, 企业对应股票的估值判断、盈利特征及股价影响因素不尽相

同，对股指而言，不同指数成分股对应的生命周期区间也存在较大差异，对于指数间相对变动产生较大影响。

图表 3：企业生命周期



数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

企业处于成长期时，未形成稳定盈利，内部现金流支持比较少，且在这一阶段的企业以抢占市场份额、全面拓展核心竞争力为主要任务，这使得其对外部融资有较大需求。一方面，企业盈利能力逐步增强，另一方面盈利增长滞后于收入增长，内部现金流不足以满足现阶段企业融资需求，企业存在较大资金缺口。成长期企业投资风险偏高，资金供给者相对谨慎，大量资金需求与有限筹资能力，对企业融资形成约束。

企业处于成熟期时，组织架构趋于完善，管理经验逐渐成熟，市场占有率达到历史较高水平。此时，企业有较多的利润积累，经营现金流较为充裕，企业融资渠道表现畅通。经营净现金流持续增长与企业资本扩张速度放缓，弱化企业融资约束矛盾，相对股权与债权方式融资都相对容易。

企业处于衰退阶段时，销售额出现递减，市场占有率和利润开始下滑，企业缺少新利润增长点，现金流有萎缩迹象，财务状况趋于恶化，对资金需求增加与筹资趋于困难形成新矛盾。衰退期企业资产规模有萎缩迹象，此前利润空间持续被压缩，部分企业选择通过新产品投资与运营进入新的生命周期循环，但管理者需要资金发现并进行新投资。相较成长期、成熟期企业，衰退期企业更容易面临财务困境与较大的融资约束。

投资者情绪通过影响企业信贷融资成本或规模缓解融资约束。对处于不同生命周期企业，其经营状况、现金流水平和资金需求程度都不同，投资者情绪对其影响差异较大。对上市公司而言，市场景气度较高时，投资者情绪高涨，推升股票价格上涨，则持有股票市值及可供质押的股权资产增加，信贷能力增强，随着质押品价值提高，银行对企业风险评定改善，更偏好于将信贷资金配置到净财富及质押品价值较高的企业。伴随投资者情绪上涨和股价走高，上市公司信贷能力增强，银行放贷意愿增强，企业获得更多借款，且融资成本降低，更有益于推升股价，形成正向循环。

而处于不同生命周期中的企业，投资者情绪的不同产生弹性不尽相同，景气周期对不同股指期货指数影响亦不同。处于成长期的企业，总资产扩张速度加快，产品市场占有率提升，自有资金难以支撑企业扩张需求，强烈的融资需求使得成长期企业择时融资动机更强，则情绪上涨时融资约束降低最多，相对而言对成长期企业正向刺激更多。处于成熟期的企业，该企业最大的优势在于稳定的利润和持续的现金流，该阶段企业内源融资稳定，且能支持企业外部投资需要。处于成熟期的企业对外界筹资需求较少，择时动机不足，受投资情绪变动影响较少，弹性不足。处于衰退期的企业择时动机较强，但融资能力较弱，虽然衰退期企业希望可以受益于投资者情绪获得融资便利，但是否可以找到新的利润增长点成为企业是否有动力争取融资的重要因素。所以，即使情绪高涨，对投资者而言缺乏信心与热情，衰退期企业受投资者情绪变动影响较少。

对不同股指而言，沪深 300 指数与上证 50 指数多为成熟期企业，而中证 500 与中证 1000 中包含有较多成长阶段股票，则由于对应不同企业生命周期，估值及 ROE 逻辑存在较大差异。

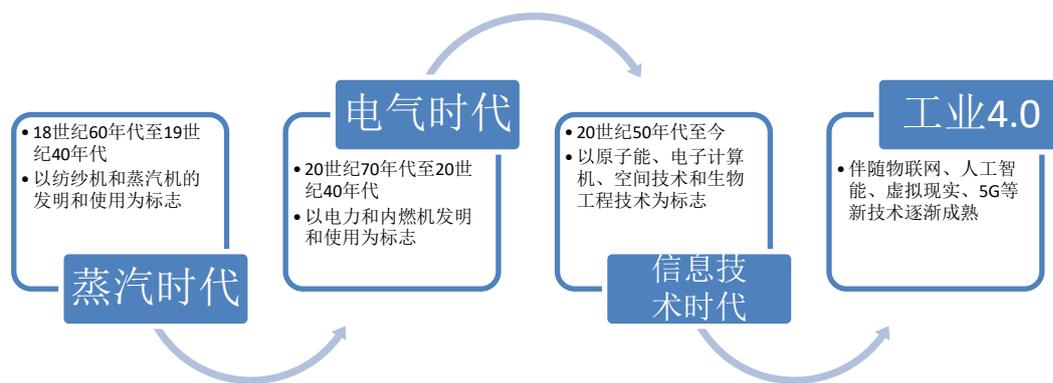
3. 科技周期

全要素生产率是考量经济增长的重要指标，指生产单位作为系统中各要素综合生产率，反映了产业升级与生产力发展，体现技术进步率。

至今为止，人类社会发生过三次重大技术创新活动引领工业革命。第一次工业革命发生于18世纪60年代至19世纪40年代，称“蒸汽时代”，以纺纱机和蒸汽机的发明和使用为标志，机器和化石能源取代人力、蓄力等。第二次工业革命发生于20世纪70年代至20世纪40年代，称“电气时代”，以电力和内燃机发明和使用为标志。第三次工业革命发生于20世纪50年代至今，称“信息技术时代”，以原子能、电子计算机、空间技术和生物工程技术为标志，尤其信息技术的发展催生了诸多新兴产业。现在，随着物联网、人工智能、虚拟现实、5G等新技术逐渐成熟，预示着工业4.0的到来。

前三次工业革命看，科技创新周期约80-100年，科技周期兴起常发生于经济衰退与萧条期，且符合摩尔定理。通常在一个新的科技周期到来前，技术上都经历了漫长的积累。产业周期通常滞后于科技周期，新技术产业化之后，新兴产业开始投入、启动、加速，企业逐渐获得盈利并增加投资，资本边际产出递增。随着投资过度，新兴产业开始普及，而落后产能过剩使其进入衰退。在科技周期的带动下，产业周期依照复苏-繁荣-衰退-萧条的经济周期运行。

图表 4: 企业生命周期



数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

对于股指期货而言，不同股指期货成分股的不同，预示了在含有科技股较多的 IC、IM 指数，其成分股 ROE 具有增长核心驱动力，创新驱动和需求升级，具有“成长性、持续性和确定

性”特点，科技周期对于公司基本面和股价均有拉升作用。随着 GDP 增速目标对投资诉求逐渐改变，科技与数字经济逐渐崛起，科技周期将愈发重要。

从金融杠杆周期角度看，周期前半阶段已经进入尾声，受此影响，金融、地产、消费相关板块难有向上行情，则相对应而言，IH 和 IF（尤其 IH 指数）受到非银金融、银行和食品饮料板块拖累，则相对弱势。从企业生命周期角度看，由于 IF、IH 指数成分股属于大市值公司，相对而言企业生命周期处于成熟阶段，而 IM 成分股主要为小市值公司，且报告诸多“专精特新”、小巨人公司，则相对而言更有向上空间。从科技周期角度看，成分股中科技股权重占比为：IM>IC>IF>IH，科技周期变动带来的产业迭代、经济增长对 IM 与 IC 指数 ROE 将有更多驱动力，即从长期角度看，IM 与 IC 更多受益于国内产业升级与消费升级。

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。