

兴证期货·研发中心

2019年6月24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

2019年上半年股票市场呈现冲高回落走势,主要分为春季行情震荡冲高、四月下旬到五月初快速回调、五月中旬到六月中旬弱势震荡三个阶段。

股指期货三大品种集体收涨,其中IF及IH涨幅较大。市场对股指期货的需求继续上升,尤其是在4月底至5月初的股市快速下跌阶段,股指期货成交及持仓均有显著增长。另外,2019年4月底股指期货迎来第四次松绑。

我们认为春季行情上涨主要来源于估值的提升,下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大,虽然利率端有估值扩张的动力,随着不同风险偏好的资金参与A股市场,未来市场估值的修正将出现结构性分化,大盘股将更多受益于市场利率下行而估值继续上修,中小盘股中低业绩高估值公司的估值下修压力较大。三大期指品种中,我们认为上证50股指期货及沪深300股指期货较强,中证500股指期货相对较弱。

基于A股市场估值将出现结构性分化的市场判断,我们认为短期市场的波动风险仍然较大,我们继续看好阿尔法策略及股指期货跨品种套利策略。

风险提示:企业盈利超预期下行、中美贸易摩擦升级,市场大幅杀跌后带来的质押风险。

1. 2019 年上半年股票及股指期货走势回顾

1.1 股票市场呈现冲高回落走势

2019 年上半年股票市场呈现冲高回落走势，主要分为春季行情震荡冲高、四月下旬到五月初快速回调、五月中旬到六月中旬弱势震荡三个阶段。

第一阶段：多重利好共振助推市场震荡走高，春季行情如约而至。

经历 2018 年 12 月的缩量下跌后，年初宏观基本面数据好于预期，央行释放全面降准信号，金融数据放出天量，加上中美贸易阶段性缓和、北上资金持续加仓，风险偏好大幅回升。多重利好共振，市场在 2019 年一季度走出单边上行的走势，1 月大盘蓝筹率先发力，春节后利空出尽的中小盘股接力上行，沪指盘中一度逼近 3300 点。

第二阶段：资金面边际收缩的信号下修预期，市场冲高后快速回调。

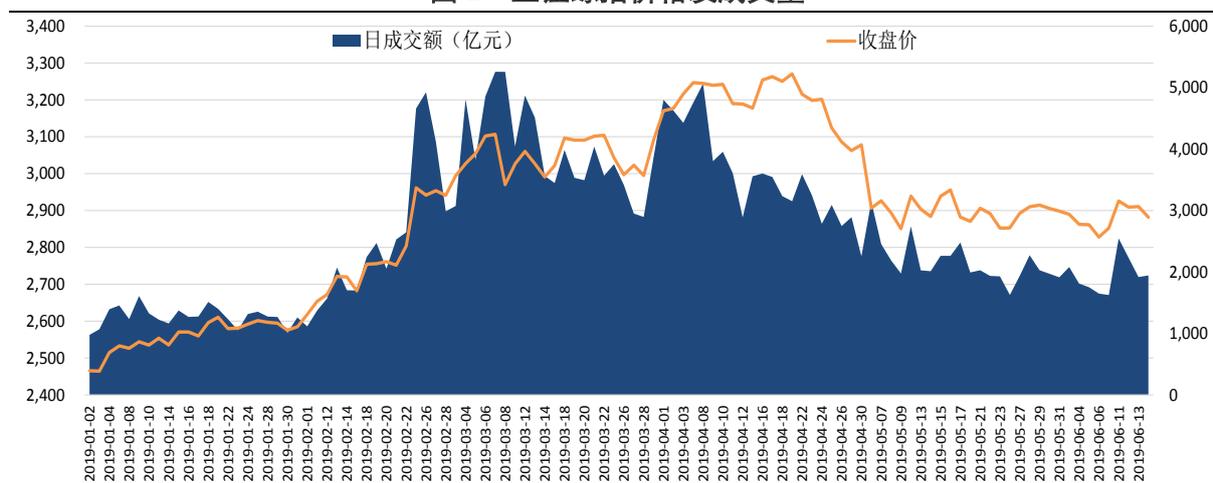
四月下旬政治局会议释放货币政策基调微调的信号，降准预期大幅降温，资金面边际收缩的信号下修预期。当时股市估值已经回归合理水平，上市公司业绩显示营收暂未明显回升，多家公司业绩下修，基本面支撑不足。同时，中美贸易摩擦再起波澜，全球资金对于经济增速下行的担忧升温，A 股市场快速回调，沪指跌破 2900 点。

第三阶段：经济面承压资金面利多，股市在 2900 点附近缩量震荡。

五月公布的宏观数据整体低于预期，前期乐观预期面临向下修正，但全球货币政策有望转松，国内货币政策面临相机选择，在“稳中求进”总基调下，资金面转松预期对冲一部分经济下行压力，股市在 2900 点附近缩量震荡。

截至 2019 年 6 月 14 日，沪综指收于 2881.97 点，2019 年至今累计上涨 15.56%，成交量在 2 月底至 4 月初期间有所放大；沪深 300 收于 3654.88 点，2019 年至今累计上涨 21.40%。各大指数中，上证 50 涨幅较大，创业板指涨幅较小。从市场风格来看，行业板块集体收涨，其中食品饮料、农林牧渔、家用电器及非银金融领涨。

图 1：上证综指价格及成交量



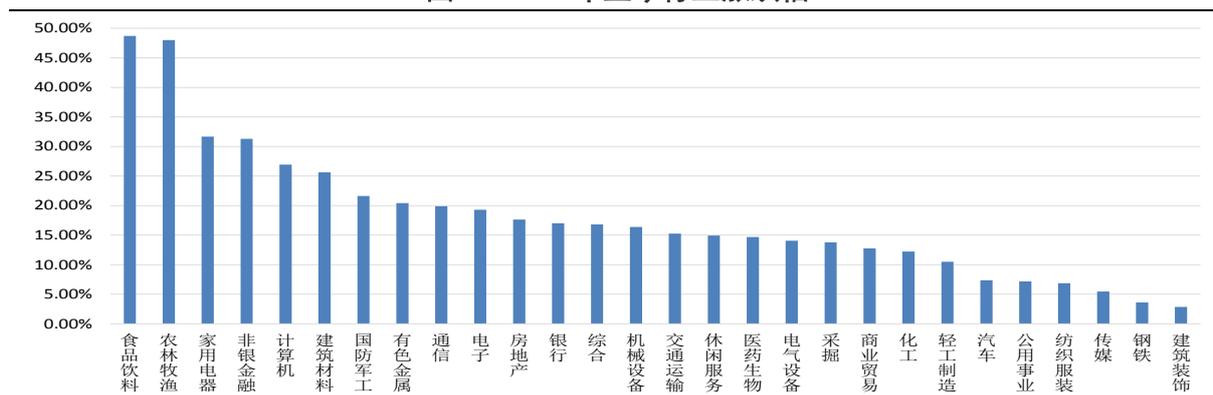
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1: 2019 年至今股票指数走势

	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	沪深300	上证50	中证500
2019年1月	3.64	3.31	2.84	-1.80	6.34	8.30	0.20
2019年2月	13.79	20.76	21.86	25.06	14.61	10.49	20.32
2019年3月	5.09	9.69	8.25	10.28	5.53	3.45	10.39
2019年4月	-0.40	-2.35	-5.26	-4.12	1.06	3.76	-4.33
2019年5月	-5.84	-7.77	-9.42	-8.63	-7.24	-7.34	-7.45
2019年6月	-0.58	-1.26	-1.06	-2.00	0.69	2.08	-2.37
2019年至今	15.56	21.69	15.17	16.27	21.40	21.48	15.05

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 2019 年至今行业涨跌幅



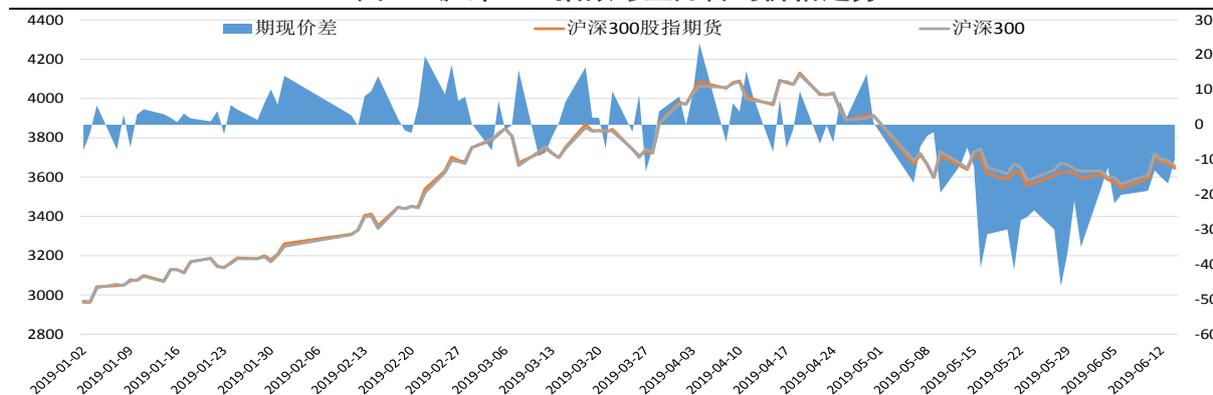
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2 股指期货市场回顾

1.2.1 股指期货集体收涨

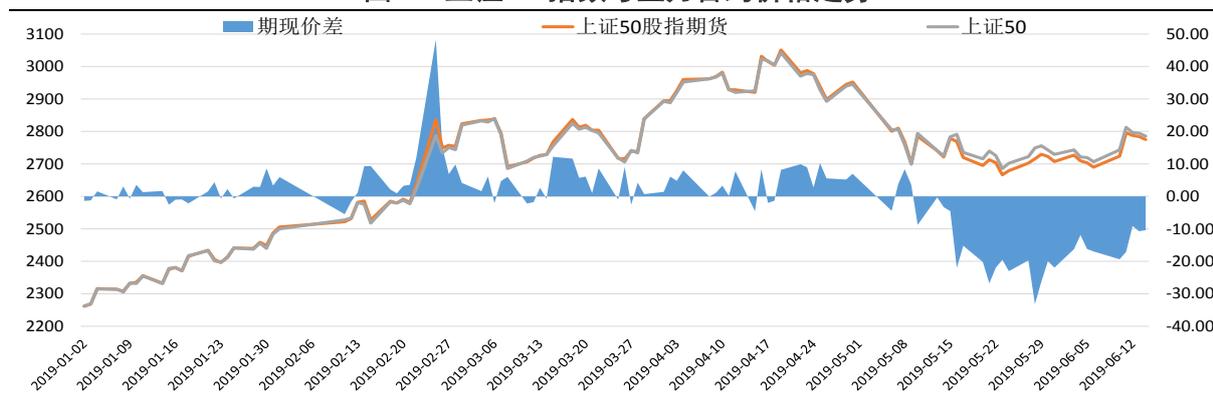
截至 2019 年 6 月 14 日, IF 当月连续合约收于 3645.0 点, 2019 年至今累计上涨 21.66%; IH 当月连续合约收于 2775.2 点, 2019 年至今累计上涨 21.37%; IC 当月连续合约收于 4769.2 点, 2019 年至今累计上涨 15.75%。

图 3: 沪深 300 指数与主力合约价格走势



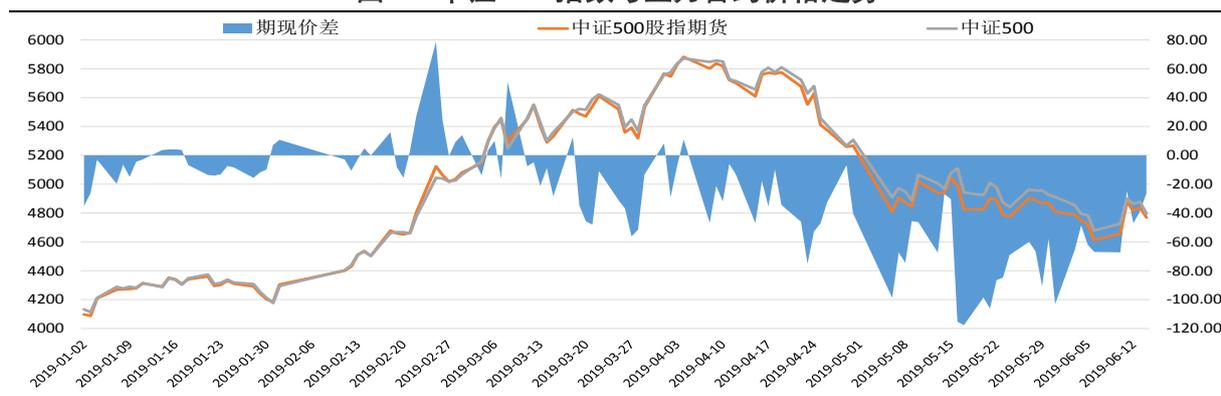
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4：上证 50 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2.2 成交及持仓在下跌期间大幅上升

2019 年股票市场波动加剧，市场对股指期货的需求继续上升，4 月底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。

从成交及持仓数据来看，2019 年股指期货市场流动性继续回升，尤其是在 4 月底至 5 月初的股市快速下跌阶段，股指期货成交及持仓均有显著增长。整体来看，IF 及 IC 的成交持仓比在 2019 年有所上升，其中 IH 成交持仓比在 2 月底达到 2018 年以来的峰值 1.3，IF 及 IC 在 5 月初的成交持仓比分别达到 1.4 及 1.2。

截止 2019 年 6 月 14 日，股指期货共成交 2394.98 万手，其中 IF、IH、IC 日均成交分别为 103354 手、44476 手、73928 手，较 2018 年日均成交分别增加 235.45%、139.29%、313.90%。2019 年 6 月 14 日，股指期货总持仓 30.16 万手，其中 IF、IH、IC 日持仓均值分别为 107144 手、

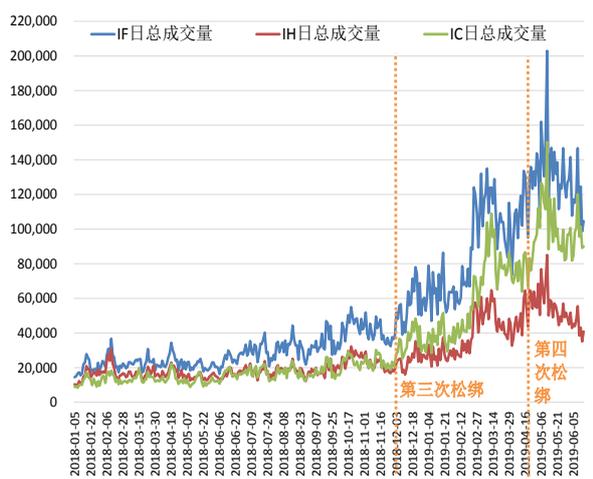
48783 手、97011 手，较 2018 年日均持仓分别增加了 110.97%、94.97%、124.42%。

表 2：2019 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%	
	IH			
	IC	合约价值15%	合约价值12%	保证金占用减少20%
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

图 6：股指期货成交量



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：股指期货持仓量



资料来源：Wind，兴证期货研发部

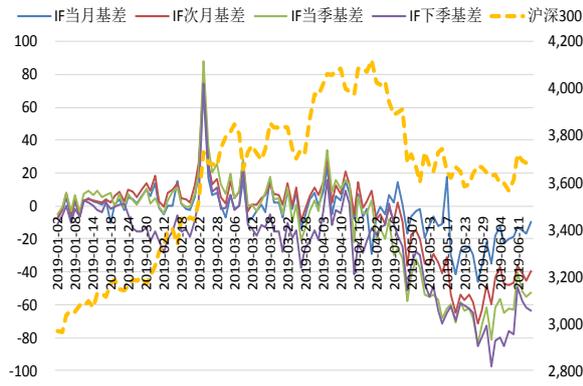
1.2.3 期现价差先升后降，IC 贴水较深

从期现价差结构来看，合约期现价差在 2019 年先升后降，一季度由于市场冲高而走强，并于 2 月底达到峰值，IF 及 IH 升水幅度有所增加，而 IC 近月合约回到升水状态的时间明显增加。3 月下半旬，期现价差随着股市滞涨而走弱，IC 率先回到长期贴水状态，IF 及 IH 亦在 5 月后受到指数成分股密集分红影响而回到贴水状态。

目前 IF 及 IH 各合约均处于贴水状态，但主要受到分红影响，修正后实际维持小幅升水，但较年初升水大幅收窄。IC 合约修正分红预期后仍然维持贴水状态，远月合约贴水较深。

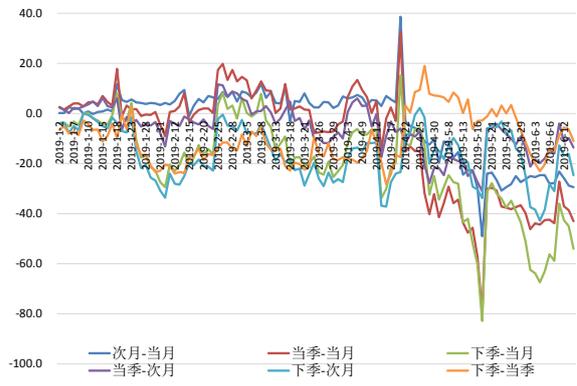
从期指跨期价差来看，修正分红预期后，目前 IH 远月合约价格高于近月，IF 近远月合约之间价差较小，IC 远近月合约价差仍然偏弱。

图 8: IF 各合约期现基差走势



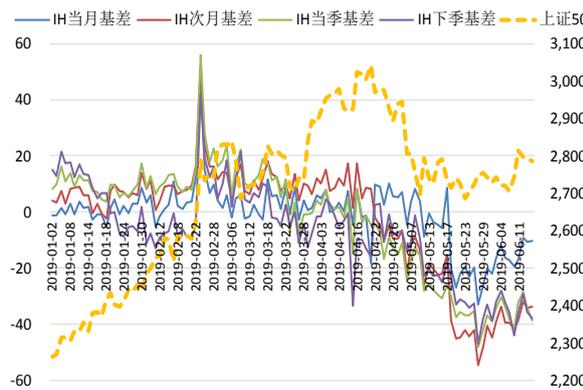
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 各合约跨期价差走势



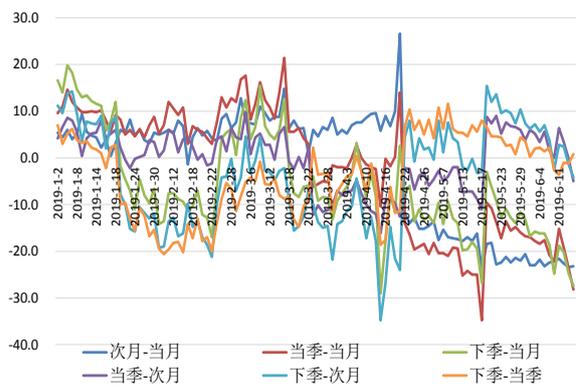
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IH 各合约期现基差走势



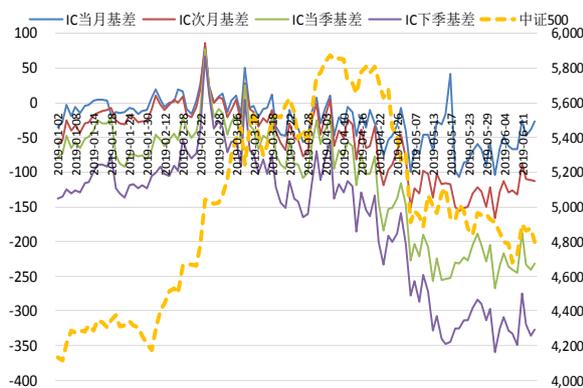
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约跨期价差走势



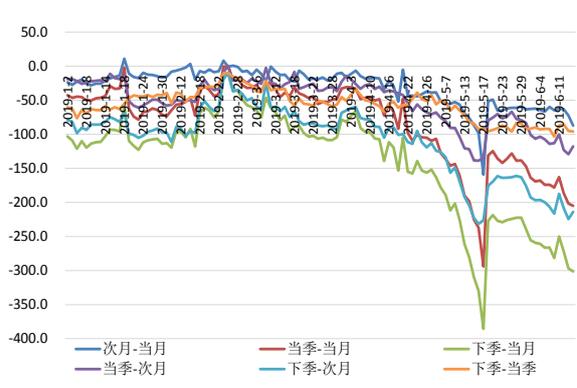
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约期现基差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC 各合约跨期价差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2.4 跨品种套利回顾

2019 年上半年股票市场经历三次风格切换。

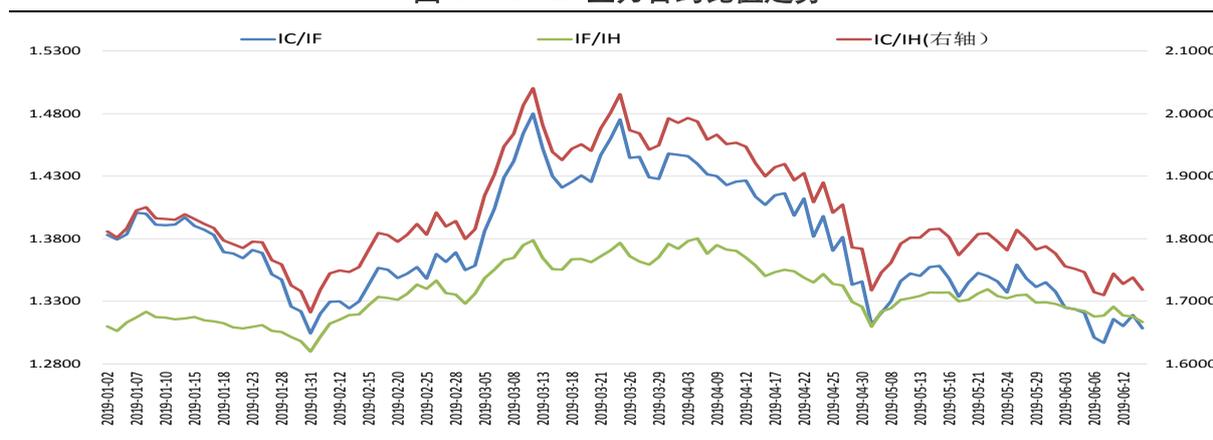
2019 年 1 月蓝筹大盘股率先走出春季反弹行情，中小盘股维持低迷，IH 走势强于 IF 强于 IC，IC/IH 主力比值继 2018 年 10 月后于 2019 年 1 月底再度跌破 1.7，IC/IF 主力比值亦创新低。

2 月起市场出现风格切换，中小盘股超跌反弹，涨幅大于大盘股，IC/IH 及 IC/IF 比值大幅回升，三月上旬 IC/IH 回到 2.0 上方。

3 月下旬市场风格再度出现切换，股票市场上行乏力，避险情绪上升，中小创股高位调整，二季度起 IC/IH 及 IC/IF 比值震荡走弱，在股市大跌期间（4 月底至 5 月初）快速回调至前期低位。

截止 6 月 14 日，IF/IH 主力合约点数比值为 1.3134，基本回落至 2018 年底水平；IC/IF 主力合约点数比值为 1.3084，相较于 2018 年末的 1.3753 下降 4.86%；IC/IH 主力合约比值降至 1.7794，相较于上年末的 1.8020 下行 4.63%。

图 14: IC/IF 主力合约比值走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 春季行情上涨主要来源于估值的提升

2019 年 A 股市场如期演绎春季行情，各大指数在 4 月初均创年内新高。

从盈利的角度来看，2018 年上市公司营业收入增速势头放缓，重要指数计算的盈利年增速多数下滑，其中深证成指及中证 500 降幅较大，多数行业利润负增长。仅有创业板指计算的每股收益由 2017 年的负增长转为正增长，但创业板指 2019 年一季度同比增速转负。再看 2019 年一季度的盈利数据，上证综指、沪深 300 及上证 50 的每股收益同比有所回升，中证 500 及创业板指同比增速转负，显示大盘股的业绩表现较为稳健，业绩同比实现小幅增长，而中小盘股未维持 2018 年初的业绩改善表现，回归下行通道，

从指数的涨幅来看，主要由估值上修贡献，沪深 300 及上证 50 指数的累计涨幅大于动态市盈率的增幅，显示大盘股的股价修复由盈利及估值共同推动，实现戴维斯双击。而创业板指

中长期来看，股票市场走势取决于基本面因素，市场对于经济基本面仍以下行预期为主，并多数认可中美贸易摩擦存在长期严峻性，微观方面公司盈利的基本面难言改善，但货币政策或利好市场利率中枢下行。但短期风险偏好的变化取决于预期差的修正。

随着 2018 年多重风险事件落地，市场认为一季度利空出尽，预期差向上修复提升了市场的风险偏好。

首先，2018 年制约股票市场的重要风险因素不是中国经济增速的内生性放缓，而是由于市场未有预期的中美贸易摩擦，对中国经济带来的负面影响。2018 年底，中美贸易赢得三个月谈判缓冲时间。2019 年 2 月第七轮中美贸易磋商，美国宣布，对 2018 年 9 月起加征关税的自华进口商品，暂时不提高加征关税税率，继续保持 10%。在五月之前，中美贸易处于阶段性缓和时期，市场悲观情绪有所修正。

2018 年市场已经确认经济基本面将持续下行趋势，对于未来增速放缓也有一定的预期，因此市场对于 2019 年宏观经济下行的预期较为确定，但 2019 年初出炉的宏观经济数据较好，预期差推动股市向上修复。1-2 月发布的经济数据真空期，金融数据放出天量大超预期，宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现。随后 3-4 月公布的宏观经济数据好于预期，一季度 GDP 同比增长 6.4%，高于预期的 6.3%，消费、投资数据延续低位企稳，M1 及 M2 触底反弹。同时，随着年初商誉减值的密集落地，中小创股利空出尽，加上科创板超预期的推进，基本面预期边际改善。

同时，在 2019 年初资本市场在流动性方面亦迎来超预期利好，货币政策宽松加码。1 月初央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点，全面降准净释放的长期资金约 8000 亿元，资金面利率继续向下。另外，自 1 月 21 日起，债券质押式回购延长交易时间至 15 时 30 分闭市，使股票市场的流动资金管理更具经济性，有助于改善股票市场的流动性。

另外，4 月底股票市场的大幅回调亦是风险偏好的高位回落所致，资金面及经济面出现预期差的大幅下修。首先，降准预期大幅降温，货币政策基调边际趋紧，2019 年 4 月政治局会议与 2018 年 12 月相比，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”，显示政策基调边际趋紧，预期差下修。同时，中美贸易再起波澜，美方正式提升 2000 亿美元商品关税至 25%，国际贸易局势再度紧张，情绪再度下修。

2.3 春季估值普遍上修的阶段基本结束

从 A 股的供需情况来看，截止 2019 年 6 月募集资金合计 5992.7 亿元，较 2018 年同期减少 15.54%。从 A 股需求来看，国内外资金 4 月加仓至高位，陆股通资金 2018 年起加速流入 A 股市场，但两融余额难以回到 2018 年初高位。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，截止 6 月 14 日，沪深 300 及上证 50 指数的动态市盈率基本回到十年内的均值水平，市净率在百分之三十分位左右，中证 500 指数估值相对较低，但近期受盈利放缓而被动回升。而三大指数的市净率均在均值水平以下，其中中证 500 处于历史低位。

从全球重要股指的估值情况来看，美国三大股指的估值从 2017 年底高位回落，主要由于企业盈利改善，目前道琼斯及标普 500 指数的动态市盈率在 20 倍左右，纳斯达克指数在 30 倍

市盈率左右，恒生指数处于 10 倍市盈率的较低位置，其他全球重要的大盘指数基本在 15-20 倍市盈率之间，基本回到 2015 年的水平。横向对比国内的估值水平，相对于全球市场的大盘指数，沪深 300 指数（12 倍市盈率）及上证 50 指数（10 倍市盈率）仍处于较低水平，中证 500 指数（26 倍市盈率）处于标普 500 及纳斯达克指数估值之间。

随着股票市场国际化进程继续推进，监管层持续完善信息披露制度，中国养老金、保险资金等机构投资比例提高，MSCI 体系及富时罗素体系相继纳入 A 股，更多中长期投资的海内外机构资金将持续流入，A 股市场将迎来估值体系的重构，使得股票价格更趋于价值化。

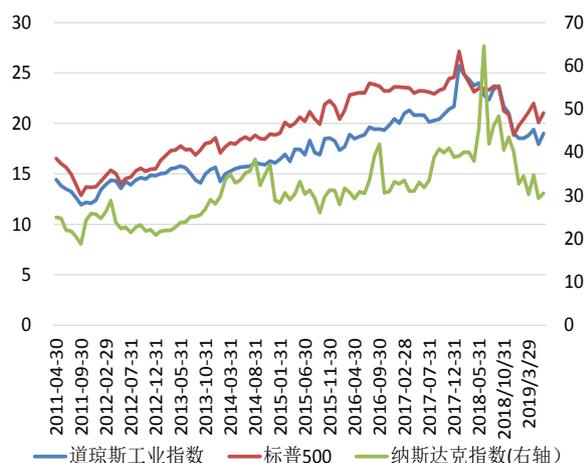
我们认为，随着经济预期的二次修正，2019 年春季行情的估值普遍上修的阶段基本结束，从经济周期的角度来看，下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大，虽然利率端有估值扩张的动力，随着不同风险偏好的资金参与 A 股市场，未来市场估值的修正将出现结构性分化。

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	11.81	9.54	25.69
2018年底动态市盈率	10.23	8.52	16.24
平均市盈率	12.65	10.53	36.44
标准差	3.21	2.62	12.69
偏离标准差	-0.26	-0.38	-0.85
百分比排序	53.25%	48.80%	27.41%
最新市净率	1.39	1.16	1.77
2018年底市净率	1.26	1.08	1.55
平均市净率	1.72	1.51	2.81
标准差	0.43	0.41	0.74
偏离标准差	-0.78	-0.84	-1.39
百分比排序	33.16%	29.24%	8.41%

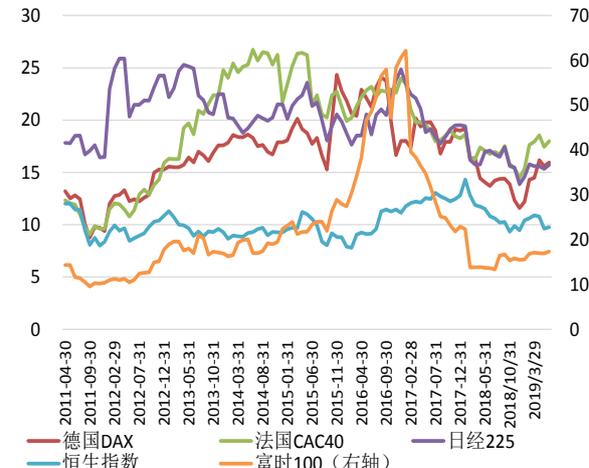
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19：美国三大指数估值走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：全球其他重要指数估值走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 A 股估值重构将有结构性分化

影响估值结构的重要因素包括企业盈利、市场利率及风险偏好。

从企业盈利的角度来看，2018 年国内经济已确认下行趋势，从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制，消费升级边际减弱，居民消费需求受到房贷挤压效应影响，汽车及家电消费大幅承压，预计未来发力空间有限，当前政策以稳为主，宏观调控更多采取社会政策托底，难以显著拉动消费增速上升。从固定资产投资来看，受到国内需求下滑及海外贸易摩擦影响，制造业投资高位回落；房地产方面坚持房住不炒，政策调控易紧难松；基建投资获专项债等财政政策发力支持，但仍然受制于地方政府债务约束，增速难回高位。另外，进出口受到全球经济增速放缓及中美贸易摩擦反复两大压力，抢出口的正面效应减弱后，负面拖累将逐渐显现，未来贸易活动面临较大压力。因此我们认为未来上市公司的盈利增速整体维持下滑趋势，对估值修正的影响偏负，不过龙头企业业绩相对较为稳健。

从长周期的角度来看，全球经济目前面临历史罕见的需求弱勢的难题，且受到前期放水的负面影响，全球经济体“高债务+低利率”的组合意味着未来财政、货币政策刺激的空间相对有限。目前欧洲央行有望重启量化宽松政策，美联储也暗示即将降息，国内市场利率中枢有望继续下行，从下行空间来看，目前国债收益率水平较 2015 年底低点距离 70 个 bp 左右，对估值修正的影响偏正向。

而从市场风险偏好来看，下半年主要的影响因素在于经济的二次修正及中美贸易问题的预期差，同时海外股市的扰动对于全球避险情绪的共振也将对 A 股市场的风险偏好有所影响。

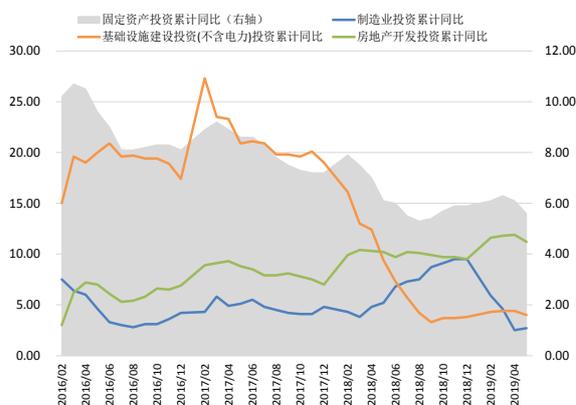
综上，我们认为 A 股估值重构将有结构性分化，沪深 300 及上证 50 指数成分股业绩较为稳健，盈利增速下滑的负面影响有限，更多将受益于市场利率下行而估值有望继续上修，而中证 500 指数成分股亦受益于市场利率下行，但盈利增速下滑的负面影响更显著，估值向下修正的压力较大。

图 21：消费增速



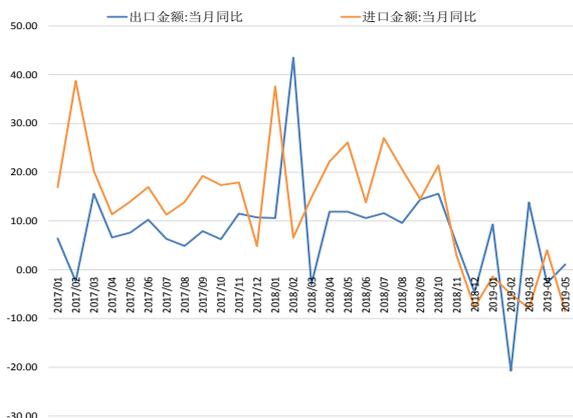
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：固定资产投资增速



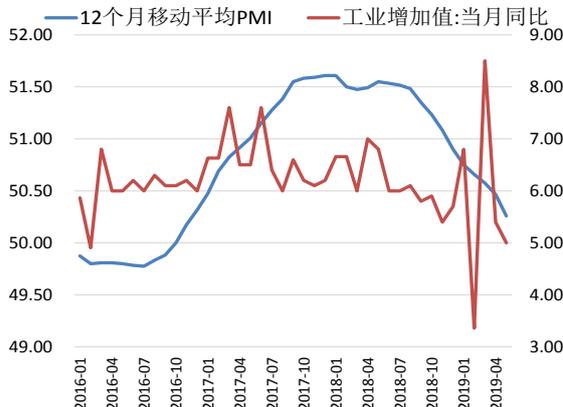
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 23: 进出口增速 (按美元计)



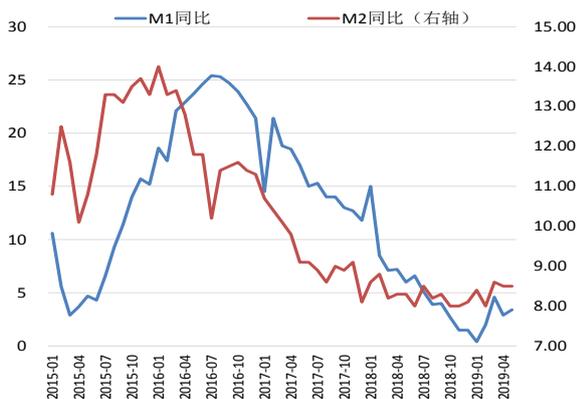
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: PMI 以及工业增加值 走势图



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 国债收益率走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 2019 年下半年期指走势预期

展望 2019 年下半年, 宏观经济下行趋势较为确定, 但减税改革及逆周期调节等政策对冲部分下行压力, 超预期下行的概率有限, 上市公司企业盈利增速大概率继续下滑, 经济面对股票市场影响偏空。全球货币政策转向宽松, 外部压力将有所减弱, 随着 A 股国际化进程加快, 国外机构增量资金可期, 国内养老金、保险资金等亦有加仓空间。从目前的估值水平来看, 上半年的春季行情主要来源于估值的提升, 目前沪深 300 及上证 50 指数的动态市盈率基本回到十年内的均值水平, 市净率在百分之三十分位左右, 中证 500 指数估值相对较低, 但近期受盈利放缓而被动回升。

我们认为，随着经济预期的二次修正，2019年春季行情的估值普遍上修的阶段基本结束，从经济周期的角度来看，下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大，虽然利率端有估值扩张的动力，随着不同风险偏好的资金参与A股市场，未来市场估值的修正将出现结构性分化。

三大期指品种中，我们认为上证50股指期货及沪深300股指期货较强，中证500股指期货相对较弱。由于沪深300及上证50指数成分股业绩较为稳健，盈利增速下滑的负面影响有限，压制估值的主要因素在于市场系统性风险，我们认为下半年市场出现系统性风险的概率较低，因此大盘股将更多受益于市场利率下行而估值继续上修，且根据全球重要指数的估值水平来看，仍有百分之二十到三十的上修空间。而中证500指数成分股的估值主要受到盈利增速下滑的挤压，随着信息披露及监管制度的逐渐完善及科创板上市，低业绩高估值公司的估值下修压力较大。

另外，基于A股市场估值将出现结构性分化的市场判断，我们认为短期市场的波动风险仍然较大，我们继续看好阿尔法策略及股指期货跨品种套利策略。随着股指期货的最低交易保证金较低（沪深300股指期货及上证50股指期货的最低交易保证金为10%，中证500股指期货的最低交易保证金为12%），资金在股指期货的配置效率较高。另外中金所以对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度，有效降低了跨品种交易成本，更好地满足其多样化的交易需求。

风险因素：

- 第一，宏观经济调控不及预期，企业盈利加速下滑；
- 第二，中美贸易摩擦升级，避险情绪升温，A股市场杀跌；
- 第三，市场大幅杀跌后带来的质押风险。

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。