

国信期货 2020 年投资策略报告

金融

茧蛹之期

股债双双露牛角

2019 年 12 月 29 日

● 主要结论

1、中国注册制综合作用凸显。供给正常化，新股不再是“垄断稀缺”；合格投资者，降低了“非理性交易”；监管者严格监管，上市公司“关注信披质量”，投资者“更关心价值”，上市公司“难忽悠”。在市场的合力，二级市场的价格博弈走向“企业价值”的投资理念。有利于企业长期发展，有利于股票市场稳定发展。

2、货币政策目标从主要侧重GDP的经济模式为主，转变为平衡性货币政策。稳定币值，包括国内币值和外部外汇稳定。国内币值方面，一是“物价稳定”，对内而言传统CPI衡量，另一个是房价稳定，资产价格“不进一步泡沫化”，不能让老百姓的钱变毛了；对外而言，就是兑美元汇率不显著贬值。促进经济增长，需要关注经济增长，又不能过度刺激经济增长。结构调整优化是走向高质量发展的必由之路，要尊重经济规律，不能简单以GDP增长论英雄。货币政策，要适应经济发展阶段和结构调整过程中经济增长速度的变化。货币政策是投放为方向，与调结构并行。

3、2020 年国内积极的财政政策和稳健的货币政策，美中贸易谈判稳中向好，国内供给侧改革“平衡经济增长与改革”的落地。中小企业贷款结构化改革开启。国内国际运行机制有望全面顺畅。股市创业板注册制改革将会落地。价值投资将会成为主流，上证 50、沪深 300 有望继续获得资金流入，由于创业板注册制改革后供给将会显著增加，中证 500 可能走出前高后低。稳健的货币政策是平衡经济增长与“币值稳定”双重目标的中庸，手段上降准、降息仍是大概率事件，国内利率中长期处于下行趋势，国债持续看涨。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
电话：0755-25942621
邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、中国股市制度发生根本性改变

中国证监会换届以及新监管理念：2019年1月，易会满任中国证券监督管理委员会主席、党委书记。

1-2月主席交替理念真空期：在1月份，中国证监会主席改变，直接激发了市场的人气。由于2018年中国股市在三期叠加（美中贸易纠纷、中国央行货币政策理念转变、证监会严格监管）的影响下，市场情绪低迷。且证监会对二级市场交易的严格监管，导致部分活跃资金“沉寂”。在一月份资金开始活跃之后，2月份市场快速爆发，“概念股”快速活跃。在新主席上市之后，市场迎来短暂的真空期，由于资金仍然停留在过去“炒作思维”，对证监会换届意味着“监管放松”，资金蜂拥而来，游资极度活跃，新概念股层出不穷。“炒作之风”快速走起，股市日成交额快速破万亿，市场极度活跃（场外配资重新抬头）。

3-4月，新主席新理念提倡期：2月27日的国新办新闻发布会上，证监会主席易会满表示，推进资本市场持续健康发展，主要考虑坚持“四个必须”，必须敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险。

第一是必须敬畏市场，尊重规律、遵循规律，毫不动摇地推进资本市场健康发展。资本市场是现代金融体系的基础，是实体经济的“晴雨表”，不仅关系工商百业、千家万户，同时也对国家金融实力乃至参与国际金融治理能力构成影响。资本市场既是一个融资市场，这个“晴雨表”功能主要通过上市公司来体现，因此提高上市公司质量是重中之重；资本市场也是一个投资市场，必须充分发挥市场价值发现功能，才能够吸引各类投资主体平等参与其中。资本市场是一个内涵丰富、机理复杂的生态系统，其运行自有规律。“我们发展资本市场的核心就是要立足我国实际，不断深化对金融本质、初心和规律的再认识，做到尊重规律、敬畏规律、遵循规律，坚持按市场规律办事。”易会满表示，要充分发挥资本市场配置资源、资产定价和缓释风险的重要作用，为经济社会发展和人民群众需要提供更高质量、更效率的金融服务，促进形成金融和实体经济的良性循环。要通过大力拓展各类股权融资渠道，促进债券市场协调发展，积极发展期货市场，推进融资结构完善，努力建设规范、公平、高效、透明的多层次资本市场体系。

第二，必须敬畏法治，坚持依法治市、依法监管，切实保护投资者的合法权益。加强监管，保护投资者合法权益，是证监会的天职。证监会将坚持增量和存量并重，把好市场入口和市场出口两道关，加强全程监管，实现市场化优胜劣汰。充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，进一步盘活存量、提质增效。证监会将切实履行监管职责，坚决打击欺诈发行、大股东违规占用、操纵业绩、操纵并购、操纵市场、内幕交易等违法违规行为。推进《证券法》等法律法规的修订，大幅提升资本市场违法违规成本。通过持续监管和精准监管，促使上市公司及大股东讲真话、做真账、及时讲话，不做违法违规之事，以净化市场生态。证监会要持续加大各类中介机构监管，促其履行好应尽的职责，还将加强投资者教育，推动将投资者教育全面纳入国民教育体系，进一步推动完善证券期货投资者赔偿救济机制，积极倡导理性投资、价值投资和长期投资。

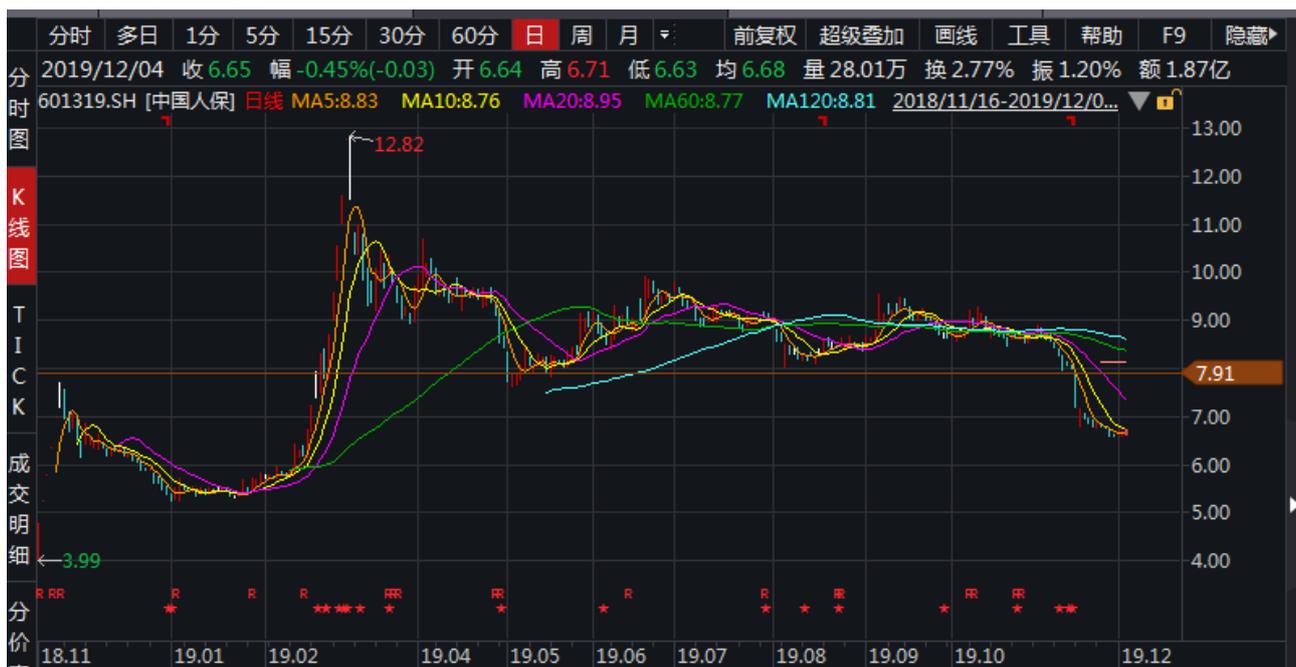
第三，必须敬畏专业，强化战略思维、创新思维，全面深化资本市场改革开放。一是提高宏观思维能力，贴近市场各参与方，坚持市场导向、法治导向、监管导向，加强对资本市场宏观战略问题的研究思考，加强顶层设计，增强战略定力，稳步推进重点关注问题的改革创新，在改革中、在发展中破解难题。当前重点是抓好设立科创板并试点注册制，以此带动资本市场全面深化改革。二是完善资本市场基础制度。统筹推进相关上市板块的综合改革。进一步完善交易制度，优化交易监管改革，让市场有明确预期，让投资者有公平交易的机会。进一步加强协调，打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，吸引更多中长期资金入市。三是以开放促改革、促发展。从机构、市场、产品等准入维度，全方位推进资本市场高水平对外开放。四是加强监管队伍专业能力建设。易会满表示，资本市场瞬息万变，新情况新问题不断涌现，证监会将始终保持“本领恐慌”意识，向实践学习，向市场学习，向投资者学习，大力培养各个层级的专门家，锻造专业能力，弘扬专业精神，努力打造一支政治过硬、作风优良、精通资本市场工作的干部队伍。

第四，必须敬畏风险，坚持底线思维、运用科学方法，着力防范化解重大金融风险。防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的底线和根本性任务，更是监管工作的底线和根本性任务。当前，受国内外多种因素影响，资本市场风险形势仍然严峻复杂。证监会将切实增强忧患意识，坚持历史观和辩证法，坚持精准施策，精准做好股票质押、债券违约、私募基金、场外配资和地方各类交易场所等重点领域风险的防范化解处置工作。完善资本市场逆周期应对机制，健全及时反映风险波动的信息系统。大力推进科技监管，充分运用大数据、人工智能等手段，提升对以上市公司为重点的智能化专业监管能力。进一步平衡好事前、事中和事后监管的关系，推进监管关口前移，完善风险监测、预警和处置机制，强化监管效能和震慑作用。加强各级证券监管机构自身廉洁建设，切实做到“打铁必须自身硬”，落实对证券从业机构和高管人员强监管、严监管各项要求，通过“管住人”和健全制度“防火墙”，更好地落实“看住钱”。

市场在新主席提出新理念初期，二级市场极度活跃，3、4月份日成交额破万亿。市场更多的反应“敬畏市场”，将其理解为“证监会监管”，相比于前任证监会的监管理念，将新主席的新理念“挂钩”了放松监管。在3月初，随着股市的升温，即便有“港股”做锚的次新大盘股也热度高涨，市场“氛围极度乐观”，中信证券发布了中国人保A股的卖出评级。

在国内A股市场方面，券商发布“卖出评级”“及其少见”，尤其是在中国股市“火热期间”，中信证券作为国内头部券商，发布对“大盘、次新、国企”的卖出评级直接引发市场的“联想”。结合中国2015年极度火热迎来严格监管的过去历史轨迹，中信证券发布对中国人保A股的卖出评级，对市场影响较为显著。

图 1：中国人保 A 股走势



数据来源：wind 国信期货

中国人保在3月7日缩量一字板，3月8日股价急剧波动，放量大跌，此后中国人保再也没有恢复到3月8日的高价。3月8日，国证A指大跌4%，上证50下跌3.73%，沪深300下跌3.94%，中证500下跌3.9%，创业板指下跌2.24%。随后券商发布卖出评级报告，引发官方媒体的评论为“正常的市场行为”。市场情绪惶恐稍解。4月份，市场再度高涨。

5月以后：监管理念实践规范期。5月11日，中国上市公司协会2019年年会暨第二届理事会第七次会议在京召开。中国证监会主席易会满出席会议，并作了题为《聚焦提高上市公司质量 夯实有活力、有韧性资本市场的基础》的讲话。监管理念从落实上市公司质量开始为基本落脚点，压实上市公司“信披”质量。一、提高上市公司质量是企业自身发展的内在要求，二、上市公司质量是资本市场可持续发展的基石，三、

深化资本市场供给侧结构性改革是推动实体经济和上市公司高质量发展的必由之路。这篇讲话表达了新一届证监会关于“上市公司”质量对股市的“核心作用”的认识。为证监会立足于“监管”基本重心，工作突破点形成了指导方向。在中国证券史上，证监会将“上市公司质量”作为核心内容，不再一味强调“上市融资”，打破了以往对上市公司各种“容忍度”。对待二级市场层面，监管要“松于上一届”，形成市场性活跃，与“夯实股市质量”齐头并进的路线。

关于上市公司质量与国内股市的关系：上市公司质量是资本市场可持续发展的基石。

近期，由于受外部因素的影响，股市有一定震荡波动，但从长期看，决定市场成色和发展走势的，还是经济基本面和上市公司质量。资本市场是实体经济的“晴雨表”，这个功能主要是通过上市公司质量来体现的。资本市场是连接实体和资本、连接融资方和投资方的纽带，而上市公司质量是支撑这个市场的支柱和基石，是促进金融和实体经济良性循环的微观基础。没有好的上市公司，就不可能有好的资本市场。

上市公司质量内涵丰富，包括经营效益、会计基础、治理能力和信息真实等方面。提高上市公司质量是一项宏大的系统工程，离不开上市公司、监管者、投资者及市场各参与主体的同心同向、众智众力。

（一）提高上市公司质量是企业责无旁贷的重要使命。作为市场主体，上市公司担负着自我规范、自我提高、自我完善的直接责任、第一责任。推进资本市场持续健康发展，监管部门要做到“四个敬畏”，对上市公司来讲，也必须谨记和坚持“四个敬畏”，尤其是大股东和上市公司董监高要常怀敬畏之心。实践证明，一切与市场规律和法律法规对抗、不敬畏风险、损害投资者的行为，最终必然会受到市场和法律的惩罚，付出沉重代价。

一要敬畏市场，尊重规律，走稳健合规的发展之路。作为上市公司，要充分认识市场，敬畏市场，适应市场，按市场规律办事。近年来，有的上市公司心态浮躁，急功近利，盲目加杠杆扩张，少数大股东高比例质押股份，有的还反复质押、循环质押。当宏观经济金融环境发生变化时，债务风险、质押风险就水落石出。这就是不敬畏市场、违背市场规律的必然结果。希望大股东和上市公司董监高深刻汲取教训，将尊重市场、尊重规律贯穿始终，将稳健经营、审慎经营贯穿始终，做到发展与风控能力相匹配，有所为有所不为，避免发生大的战略失误和偏差，保持定力，行稳致远。

二要敬畏法治，遵守规则，强化诚信契约精神。对任何一家企业而言，守法经营、合规经营都是不可逾越的底线。上市公司尤其应该在守法合规上作出表率。但在现实中，少数大股东和上市公司董监高守法意识、规则意识和契约精神极为淡漠，说假话、做假账，操纵业绩、操纵并购；有的公司治理不规范，通过非法关联交易输送利益。这些违法违规行为损害市场信心，也最终伤害企业自身发展，得不偿失。希望大股东和上市公司董监高坚持以法律法规为准绳，认真学习遵守《证券法》《公司法》和《刑法》等法律法规，切实做到敬畏法治、尊法学法、守法用法、诚信合规。

三要敬畏专业，突出主业，自觉远离市场乱象。主业突出、业绩优良、核心竞争力强的上市公司往往是市场上的优质投资标的，也是主流价值逻辑。但也有少数上市公司偏离主业，脱实向虚，热衷于编故事、炒概念、搞不切实际的跨界并购，频繁变更融资用途，这不仅不利于公司稳健长远发展，还损害投资者利益，扰乱市场秩序。希望大股东和上市公司董监高坚持正确的发展理念，扎根实体、练好内功，突出主业、做精专业，弘扬企业家精神和工匠精神，凭竞争力吃饭，促进市场正本清源。

四要敬畏投资者，回报投资者，积极践行股权文化。上市公司和投资者是市场的共生共荣体。只有懂得尊重和回报投资者的上市公司，才会赢得市场的认同和尊重。但是，有的具备条件的上市公司常年不分红；有的大股东利用自身的控制力，把手伸向上市公司，通过违规担保、资金占用等手段掏空上市公司；有的上市公司社会责任缺失，非法排污、制销伪劣产品，影响恶劣。这些行为侵害上市公司和投资者利益，对公共利益也造成了危害，最终都被投资者“用脚投票”。希望大股东和上市公司董监高能够打心底里尊重投资者特别是中小投资者，主动了解他们的诉求，持续优化投资者回报机制，做守底线、负责任、有担当、受尊敬的企业。

企业造假严格处罚:

5月17日,中国证监会官网显示:2018年底证监会日常监管发现,康美药业股份有限公司(简称康美药业)财务报告真实性存疑,涉嫌虚假陈述等违法违规,我会当即立案调查。康美药业的造假金额巨大,引发市场强烈的舆论,动摇投资者对上市公司的信心,给市场带来巨大的影响。证监会认定“康美药业有预谋、有组织,长期、系统实施财务造假行为,恶意欺骗投资者,影响极为恶劣,后果特别严重”,但三个多月过去了,交易所并没有对ST康美启动退市程序。这也足见当下退市制度刚性不足。证监会及时处理康美药业造假事件,凸显监管层在新的理念下,实践“监管姓监”的理念。

退市落地:

11月26日晚间,长生生物(也即生长退、*ST长生)发布《关于公司股票终止上市并摘牌的公告》,称公司股票已被深交所决定终止上市,将在2019年11月27日被深交所摘牌。这也意味着长生生物正式退出A股市场。长生生物疫苗造假事件引发国内“人神共愤”,这是中国重大卫生安全事件,从事件爆发,到退市“经历一年多”。

康美药业、长生生物所做的事件,无论是“官方”还是“民间”其所影响的程度也是国内证券史上具有一笔。但是证监会在退市的力度方面,“时间较长”。局限于中国证券法的《处罚》,虽然两者都受到了证券法的应有惩罚,但是法律本身处罚“过轻”,仍是绕不开的弊端。这在一定程度上冲销了“违法者”对“法律”的敬畏感。

供给速度显著上升:2019年科创板上市之后,股市供给侧改革效果显著,7月份A股上市总数上市34家,在8、9月、10月份单月上市公司增加10家,11月份增加28家。且随着科创板注册制效率的提高,主板效率也显著提高。相比于上半年,单月上市公司增加最多的1月份,增加仅仅16家。3月、4月、5月单月增加仅仅11家、10家、12家。

新股博弈去“博彩化”:

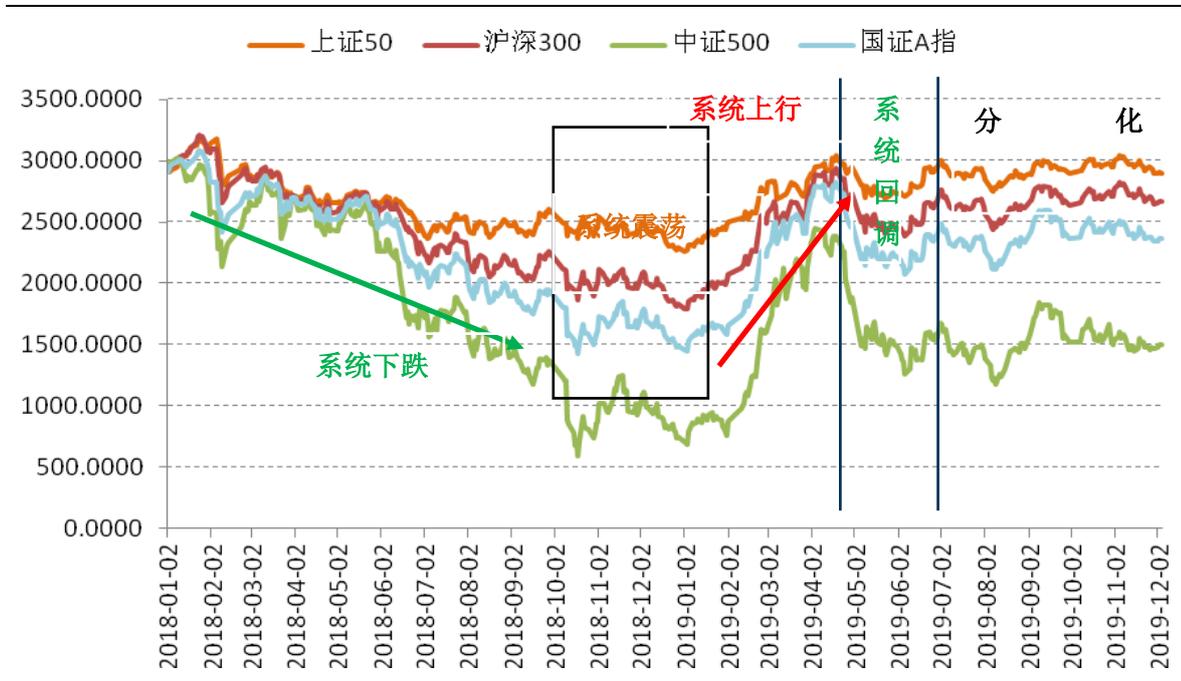
科创板首次出现上市首日破发的案例。12月4日登陆科创板的建龙微纳(688357),发行价43.28元,上市后以44.00元小幅高开,随后震荡下行,当日收跌2.15%,股价报42.35元。中国股市通过科创板试点注册制,从一个局部的新板块进行“全面改革”,形成示范。一级二级市场的价格关系是综合制度下所形成的结果,以前中国主板无论IPO定价如何,二级市场均存在“赚钱效应”,尤其是首日无量大涨,形成了一种典型的“企业价值投资”行为,筹码博弈的性质较为严重。中签也变成了一种“彩票”。这本身与股市“企业价值投资”理念长期并不符合。科创板出现首日破发显现,无疑是中国股市市场化的进步。“投资”有风险,IPO定价需要看“企业长期价值”,而不是短期的筹码博弈。市场制度的改革,初步在价格上进行了反应。截至12月4日收盘时间,科创板共有10只个股处于破发状态,除建龙微纳、祥生医疗和久日新材外,还包括容百科技(688005)、卓越新能(688196)、杰普特(688025)、昊海生科(688366)、天准科技(688003)、中国电研(688128)和新光光电(688011)。

新股破发,表明了中国注册制综合作用的结果。供给正常化,新股不再是“垄断稀缺”;合格投资者,避免了“非理性交易”;监管者严格监管,上市公司“关注信披质量”,投资者“更关心价值”,上市公司“难忽悠”。市场的合力,让二级市场的价格博弈走向“企业价值”的投资理念。有利于企业长期发展,有利于市场稳定发展。

十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法,修订后的证券法明年3月1日施行。新修订的证券法明确:全面推行注册制;发行人欺诈发行尚未发行证券的最高罚2000万元;新增信息披露和投保专章;证券从业人员买卖股票将被没收违法所得并处罚款;证券法加大内幕交易惩处力度,最高十倍罚款。

二、制度变化中的股指演变

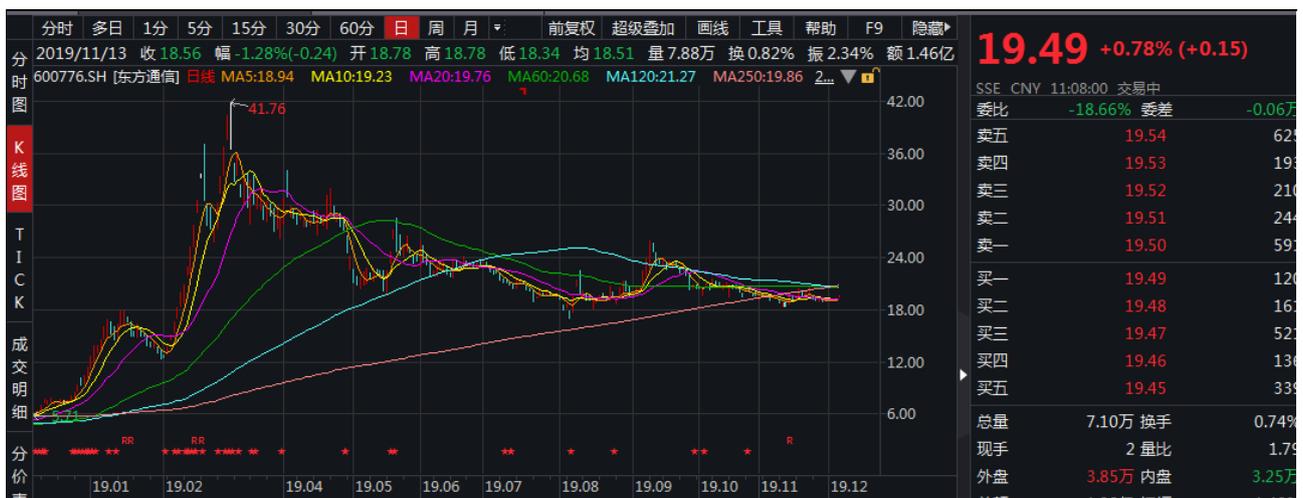
图 2: 主要指数“锚定图” (上证 50 为基础点)



数据来源: wind 国信期货

从2019年的行情来看,可以明显看出中国股市制度改变,市场行为的改变。在1-2月是市场的“试探期”,鉴于中国证监会换届,市场逐步开始活跃,尤其是针对“二级市场活跃度”的态度方面。部分资金跃跃欲试。依东方通信为代表个股炒作开始活跃。股市出现“稳涨”。

图 3: 东方通信股价走势



数据来源: wind 国信期货

3-4月份,炒作顶峰期: 由于新主席上台, 1-2月份游资对市场资金的测试, 开始从个股炒作转变成板

块炒作。5G板块、次新板块、大麻板块、氢能源板块、自贸区板块、科创板影子股等概念，层出不穷。市场报道“场外配资”重新，市场的活跃度“达到今年高度”。日成交破万亿。市场的赚钱效应，一度让氛围再度“2015年”上半年。股市加速上涨，但是不同于2015年上半年态度，市场层面，中信证券“中国人保”的评级报告一度让市场认为是“监管授意”，市场出现冷却。市场虽然借助两会再度火热，由于2015年的经验教训，中国证监会主席提出“四个敬畏”的监管理念，让市场产生“敬畏”，股市避免了一场“新的泡沫化”。

5月之后，股指分化期：5月初市场出现快速回调，6月之后，市场整体稳定。股市之间出现分化。随着中国新一届证监会监管理念的实施，严格惩罚上市公司造假事件，开始造假退市、重大安全退市、面值退市落地，市场舆论引导等一系列新治理下，市场资金投资理念发生转变。“上市公司业绩价值投资”获得资金持续性追捧，而概念等热点炒作，显著降温，（更多的是昙花一现）。交易所对“上市公司热点问询”，部分投行发出“个股的卖出评级报告”。科创板注册制，一级市场定价放开，二级市场表现方面，除了第一批上市集中炒作之后，市场快速回归理性，出现部分个股破发局面以及首日破发显现。新的市场理念实施下，资金的“价值投资”形成持续性走势，股市“系统性”风险减弱。上证50在5月出现回调之后，重心是震荡上行，且较为强势，11月5日创出年内新高。沪深300在12月17日创出年内次新高。但是中证500的表现相对较弱，在9月9日走出次新高之后，整体上形成持续性震荡偏弱的格局，市场资金量也迟迟不放大，显示了在新制度下，资金追求价值投资的结果。转入12月，中证500再度强势上涨，反弹至9月份高点附近。

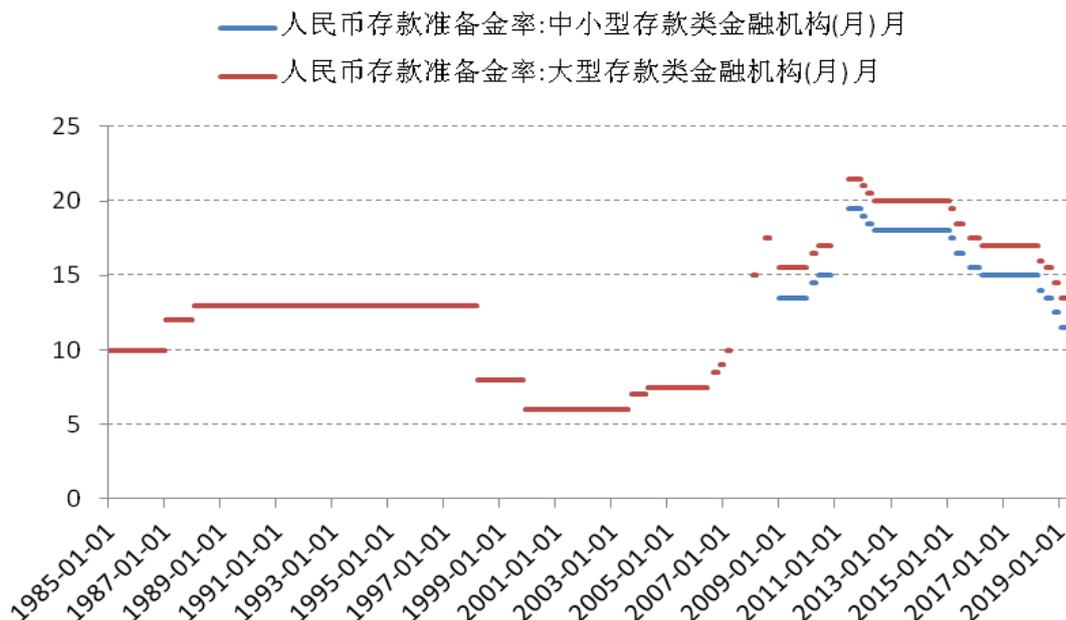
科创板注册制改革，给股市带来深刻变化，市场投资价值理念真正在国内A股市场成为主流投资。在监管层依法监管下，市场乱象有望减少，惩罚有望“形成威慑力”，“概念”性炒作、资金“炒作”等乱象将难以对整体市场形成系统性力量，媒体舆论“将会客观化”。十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，修订后的证券法明年3月1日施行。中国A股制度发生根本性改变，从审批制走向注册制，中国A股进入茧蛹之期。

三、央行货币政策新态度

3.1 降准已经成为常规性货币政策：

2019年初，连续下调准备金。2019年1月4日大型存款类金融机构下调至14%，中小型存款类金融机构下调至12%。2019年1月25日大型存款类金融机构下调至13.5%，中小型存款类金融机构下调至11.5%。2019年9月16日大型存款类金融机构下调至13%，中小型存款类金融机构下调至11%。

图4：准备金调整

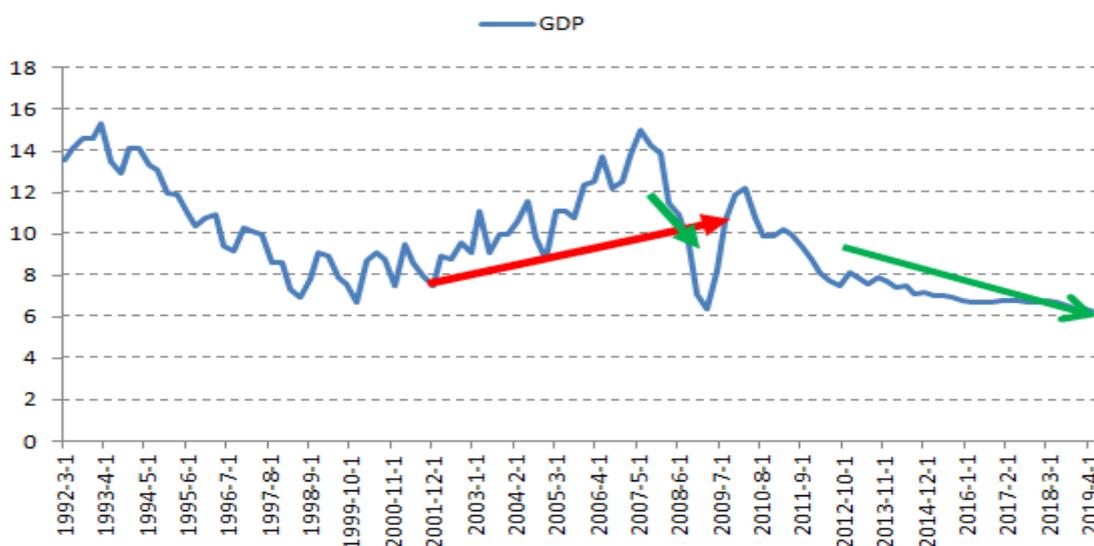


数据来源: wind 国信期货

降准与中国经济

从2011年之后,中国准备金率调整较为频繁,成为政府调控经济的一个重要手段。从2003年之后,存款准备金率处于上调周期,由于2008年美国发生金融危机,对中国GDP产生巨大影响,下半年开始下调准备金,中小型存款类金融机构2008年10月15日下调至16%,大型存款金融机构准备金率并未跟随下调,维持在17.5%。2008年10月15日中小型存款类金融机构存款准备金率下调至16%,大型存款类金融机构下调至17%。2008年12月25日,中小型存款类金融机构下调至14%,大型存款类金融机构下调至15.5%。

图 5: 降准与 GDP



数据来源: wind 国信期货

3.2 主要事件:

2019年中国央行一方面进行货币改革,同时为维持“市场不产生货币幻觉”,及时进行舆论引导。

2019年1月10日，中国央行行长通过“采访”的形式传递央行声音“施好稳健的货币政策 提高金融体系服务实体经济能力”。

人民银行进一步强化逆周期调节，着力缓解信贷供给的制约因素。稳健货币政策松紧适度的“度”，主要体现为总量要合理，结构要优化，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。

一方面，要精准把握流动性的总量，既避免信用过快收缩冲击实体经济，也要避免“大水漫灌”影响结构性去杠杆。比如，1月4日宣布的降准政策分两次实施，和春节前现金投放的节奏相适应，并非大水漫灌。M2和社会融资规模增速也应保持与名义GDP增速大体匹配。同时，还要保持宏观杠杆率基本稳定。

另一方面，要精准把握流动性的投向，发挥结构性货币政策精准滴灌的作用，在总量适度的同时，把功夫下在增强微观市场主体活力上。比如，中央经济工作会议期间，人民银行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。

人民银行将和相关部门加强协调配合，综合施策，通过“几家抬”，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础。改善货币政策传导机制，关键是要建立对银行的激励机制，主动加大对实体经济的支持力度，而不是用下指标、派任务的行政办法。

将按照中央经济工作会议部署，综合运用定向降准、再贷款再贴现、定向中期借贷便利工具等多种货币政策工具，对小微企业实施精准滴灌；用好信贷、债券、股权“三支箭”，支持民企融资纾困。同时，继续发挥“几家抬”政策合力，畅通政策传导机制，督促金融机构加大支持力度，汇聚银政企多方合力，久久为功、千方百计做好民营和小微企业金融服务。

2019年2月27日：强化底线思维和风险意识 坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战。

2019年4月25日：国务院新闻办公室于2019年4月25日（星期四）上午10时举行国务院政策例行吹风会。“切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低”。

2019年5月6日：中国人民银行有关负责人表示：建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架 深化金融供给侧结构性改革。

2019年8月17日：中国人民银行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问。LPR改革。

2019年8月25日：中国人民银行有关负责人就个人住房贷款利率答记者问，改革后，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的LPR为定价基准加点形成。其中，LPR由贷款市场报价利率报价行报价计算形成。每笔贷款具体的加点数值由贷款银行按照全国和当地住房信贷政策要求，综合贷款风险状况，在发放贷款时与借款人协商约定。加点数值一旦确定，整个合同期限内都固定不变。2019年10月8日是定价基准转换日。在此之前，贷款银行需修改贷款合同，改造升级系统，组织员工培训，同时，采取各种方式为客户做好宣传解释工作，以确保转换过程平稳有序。2019年10月8日前，已经发放和已经签订合同但未发放的贷款仍按原合同执行。

2019年9月16日：中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

2019年9月24日：“以新发展理念为引领，推进中国经济平稳健康可持续发展”新闻发布会实录

在答记者问的时候有“我要说的一点就是，我们并不急于像其他一些国家央行所做的那样，有一些比较大的降息和量化宽松的政策。我们的判断是，中国的货币政策还是要保持稳健的取向，要保持这个定力。同时，客观分析来看，我们不管是在货币政策工具上，在宏观审慎政策工具上，还是在其他的方面，我们的空间确实都是比较大。也就是像我刚才所说的，我认为在这个过程中，大家都担心如果真的出现经济下

行，主要发达国家的货币政策工具用完了，比如说他们已经接近零利率了，甚至实行负利率政策，我认为我们应该在整个货币政策操作的过程中，珍惜正常的货币政策的空间，使得我们能够在这个正常的货币政策的空间中尽量长地延续正常的货币政策，这样对整个经济的可持续发展和老百姓的福祉是有利的。”

2019年11月19日：人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，会议指出，金融部门要提高政治站位，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，不忘初心、牢记使命，坚持发展是第一要务，坚持金融服务实体经济，实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整，进一步将改革和调控、短期和长期、内部和外部均衡结合起来，用改革的办法疏通货币政策传导，发挥好银行体系为实体经济提供融资的关键作用，促进经济金融良性循环。

2019年12月1日：央行官方网站披露“2019年第23期《求是》杂志刊发中国人民银行行长易纲文章《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》”

2019年国债期货先扬后抑，2018年国内经济下行压力较大，股市长期较为悲观，市场风险偏好降低。导致国债在2018年第四季度大幅上涨。2019年第一季度，中国央行货币政策转为积极，连续进行降准，随着央行货币宽松政策的落地。国债期货在2月中旬预期落地而出现深度回调，但是时间较短，3月4日国债期货连续上涨，回升到了2月份的高点。由于股市快速升温，市场舆论对中国货币政策走向刺激的货币政策预期升温，央行引导市场“回归理性”，“避免产生货币幻觉”。国债在3月末开始再度回调4月17日一度下跌到低点95.820，随着央行在货币投放措施方面总体上是投放措施。市场在5月份震荡，6月份震荡上行，走出“上行趋势”，8月15日创出年内高点99.490，之后国债整体上震荡回调，到10月30日产生低点96.980，此后市场震荡的上行。10月份的低点，相比较4月份的低点，上涨了1.7。中国央行的货币态度转为稳健的货币政策，但是这个稳健的货币政策，货币措施仍是货币投放和降低利率为主基调。中长期推动国债震荡上行。

图 6：十债主连



数据来源: wind 国信期货

3.3 央行货币政策新态度

中国的货币政策从以前的过于注重促进经济增长的货币政策态度开始转向平衡性的货币政策。一般而言，央行的货币政策主要的目标是物价稳定、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。在中国以前的发展模式中，或者经济遇到困难时候，央行常常通过刺激性政策促进经济发展。在中国货币刺激经济发展的

传导途径中，国内房地产往往是重点领域，其力度大，见效快。随着中国2015-2017传统的货币投放刺激经济发展的模式，导致中国房价快速飙升，虽然用“CPI”表示的物价稳定，但是房价的快速飙升已经形成造成的社会快速分化，城乡“财产性收入”过快拉大，直接导致社会“城镇化”成本过快飙升。政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这是一个根本理念的转变。从而也制约了央行的“货币政策”实施。

在国际国内形势下，中国央行行长的表态货币政策平衡经济增长，物价稳定方面，从以前的片面促进经济增长，开始转向平衡性政策。今年以来，央行多次下调准备金，改革利率贷款方式并下调利息，货币措施上属于“扩张性货币政策”。同时为了避免货币陷入传导途径的老路，在进行货币投放措施时候，多使用“行政干预和引导”，在首次LPR住房利率上，引导利率“不下调”，定向性降准措施，促进中小银行的“民营、中小型企业服务”等。

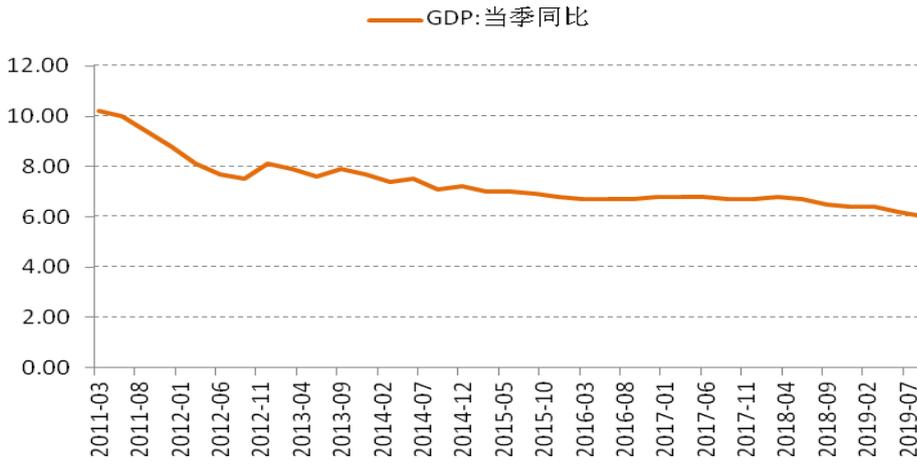
中国央行货币政策新态度的含义：中国央行行长在2019年9月24日：“以新发展理念为引领，推进中国经济平稳健康可持续发展”新闻发布会实录，表达了中国“珍惜正常的货币政策”。2019年12月1日：央行官方网站披露“2019年第23期《求是》杂志刊发中国人民银行行长易纲文章《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》”这正是标志者中国央行“稳健的货币政策”新含义外延。

货币政策的目標从主要侧重GDP的经济模式为主，转变为平衡性货币政策。稳定币值，包括国内币值、和外部外汇稳定。国内币值方面，一是“物价稳定”，对内而言传统的CPI衡量，另一个是房价稳定，资产价格“不进一步泡沫化”，不能让老百姓的钱变毛了；对外而言，就是兑美元汇率不显著贬值。促进经济增长，需要关注经济增长，又不能过度刺激经济增长。结构调整优化是走向高质量发展的必由之路，要尊重经济规律，不能简单以GDP增长论英雄。就货币政策而言，要适应经济发展阶段和结构调整过程中经济增长速度的变化，把握好总量政策的取向和力度。

四、转型中的经济与货币投放

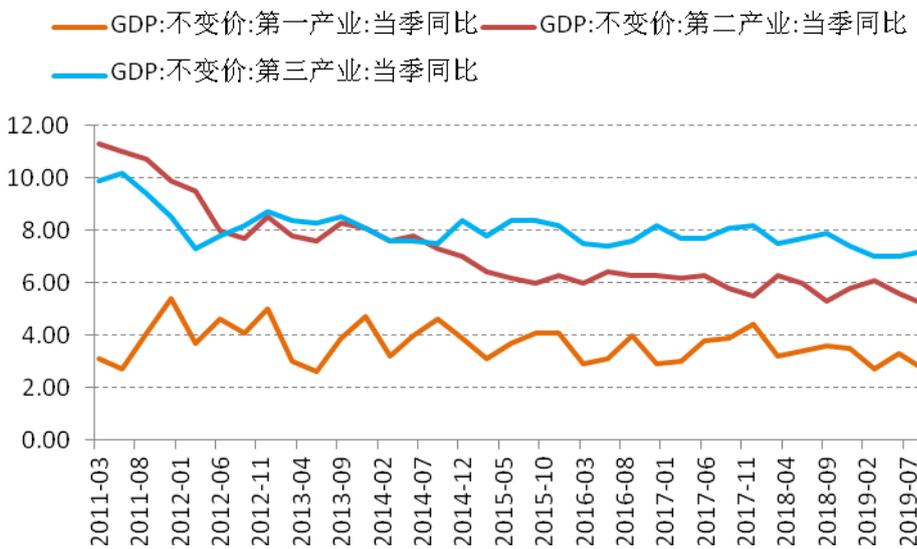
2019年中国经济压力持续，前三季度GDP数据依次降低，第一季度GDP同比6.4%，与18年第四季度相同，这远远超出市场预期。与中国央行在2018年底至2019年初连续进行货币投放措施刺激经济增长有关。转入第二季度，央行的货币政策开始真正走向稳健，且保持定力，顶住社会舆论压力，形成与经济相匹配的稳健货币操作。第二季度GDP下跌到了6.2%，第三季度GDP持续下滑为6.0%。在第三季度GDP持续回落到6.0%之后，央行的货币措施重启降准降息，11月份央行引导MLF降息。央行的货币政策不再“单纯”的依据“GDP”衡量的经济为主，其中平衡了物价稳定（国内房价和CPI）。

图7：中国GDP



数据来源: wind 国信期货

图 8: 中国 GDP-三大产业

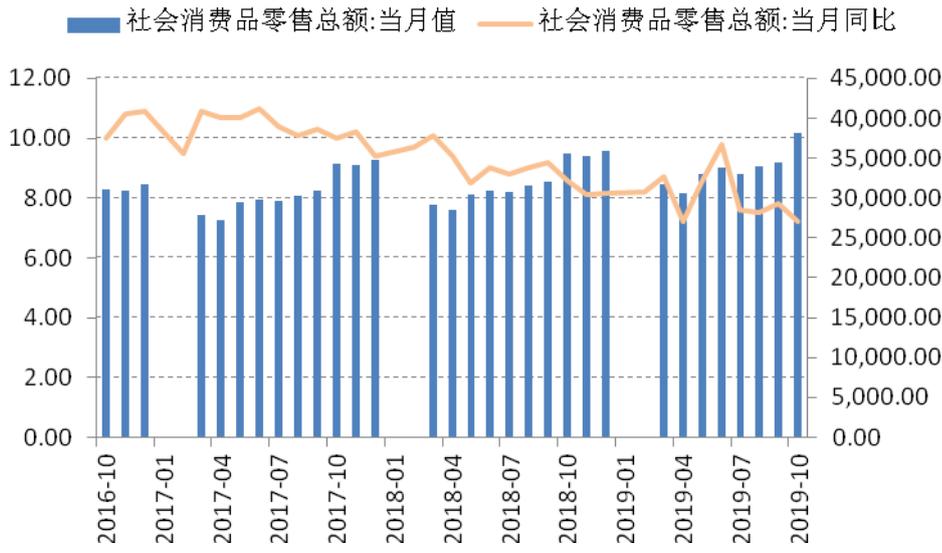


数据来源: wind 国信期货

国内经济 GDP 下行与中国结构升级有关, 三大产业增速各有不同, 第一产业、第二产业同比呈现下滑趋势, 但是第三产业 GDP 保持稳定。第一产业 GDP 前三季度分别为 2.7%, 3.3%, 2.7%; 第二产业前三季度分别为 6.1%、5.6%、5.2%, 波动较大, 相比去年下降幅度也并不大。第三产业较为稳定, 前两季度 GDP 为 7.0%, 第三季度 GDP 略升为 7.2%, 表明中国经济产业升级, 市场向第三产业的转变。

2019 年消费出现较大的波动, 2 月份社会消费品零售总额同比为 8.2%, 三月份快速上升到了 8.7%, 但是随着季节性结束, 4 月份大幅回落到了 7.2%, 5 月份调升到 8.6%, 6 月份快速上涨到了 9.8%, (6 月份由于中国电商打折季, 网络消费已经成为居民消费的重要组成部分, 对社会消费品零售总体形成较大的影响)。随着电商打折季结束, 7 月份下跌到了 7.6%, 8 月份为 7.5%, 9 月份短暂上涨到 7.8% 之后, 10 月份下跌到了 7.2%, 接近今年的低点。从整体上看, 今年相比与去年, 消费品零售总额略有下降, 且波动较小, 网络购物对市场形成较显著的影响。

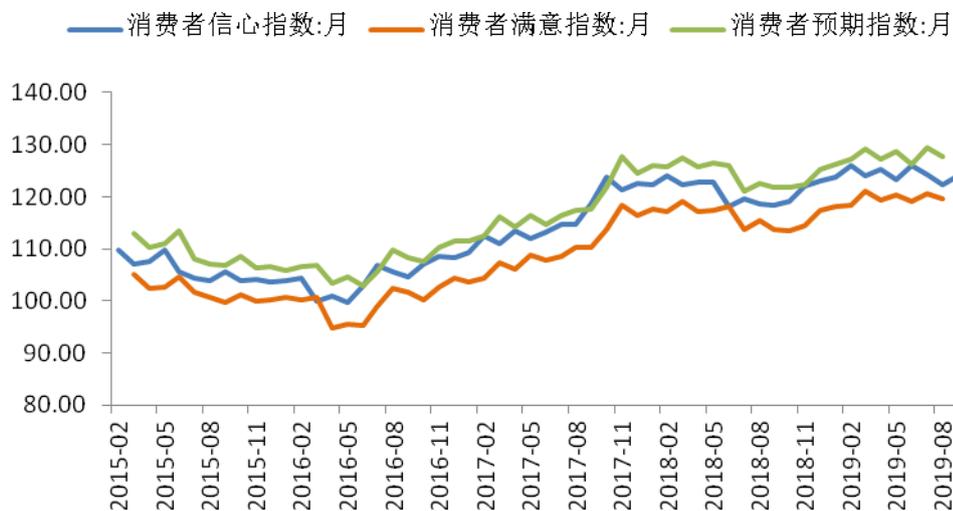
图 9: 消费



数据来源: wind 国信期货

网络消费对社会零售形成较大的影响,一方面网络购物给人民带来方便快捷,同时也是居民对物价的敏感程度上升,节省消费形成较大的消费市场转移。2019年,消费者调查指数均保持“敢问”,相比于2018年底略有上涨,消费者满意指数低于消费者信心指数,低于消费者预期指数,表明消费着对未来消费呈现预期增长。但是消费者信心指数却“保持稳定”,说明消费者开始感觉到了客观的约束,消费者满意指数并未跟随预期指数升高,显示了消费对“物有所值”满意度降低。

图 10: 消费信心指数



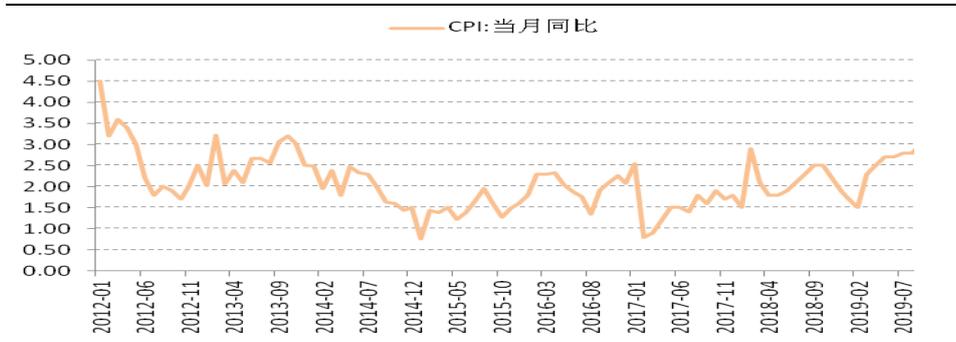
数据来源: wind 国信期货

国内 CPI 在 2015 年之后,持续保持相对低位,均未超过 3%,2019 年 1 月份 CPI 为 1.7%,2 月份下滑到了 1.5%,到了 3 月份已经上涨到了 2.5%,4、5 月份为 2.7%,9 月份上涨到了 3%,10 月加速上涨为 3.8%,11 月份继续维持大涨为 4.5%。

从分项上看,食品类大涨是 CPI 的主要贡献力量。猪肉供给短缺,今年猪肉出现飙升,在猪肉的“涨价效应”下,其它食品类由于替代与“涨价效应”双重效应的影响,导致食品类集体大涨。从 1 月份的 1.9%,

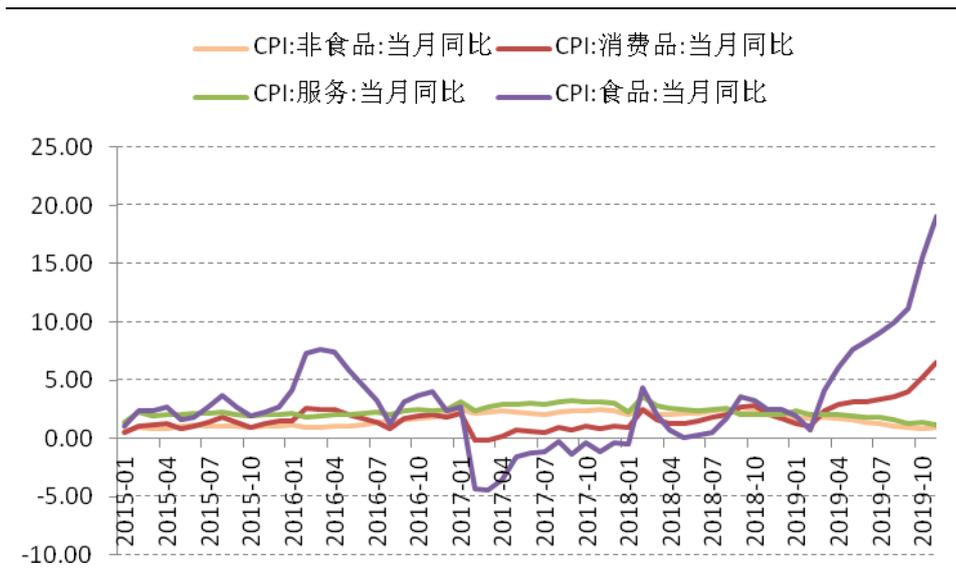
3 月份直接跳涨到了 4.1%，8 月份达到 10%，此后上涨速度仅仅小幅停留在 9 月份同比 10%，10 月份快速跳升到了 15.5%，11 月份持续跳涨到了 19.1%。猪肉带来的食品类进入通货膨胀。在食品类飞快上涨的涨价效应影响下，消费类 CPI 呈现持续性上升，1 月份同比 1.3% 到 5 月份突破了 3%，11 月份同比上涨到了 6.5%。非食品类有所下降，从 1 月份的 1.7% 下降到了 11 月份的 1%。医疗、衣着、居住均出现下降的趋势。但是在速度上，下降类的下降速度远远低于上涨类的上涨速度。

图 11: CPI



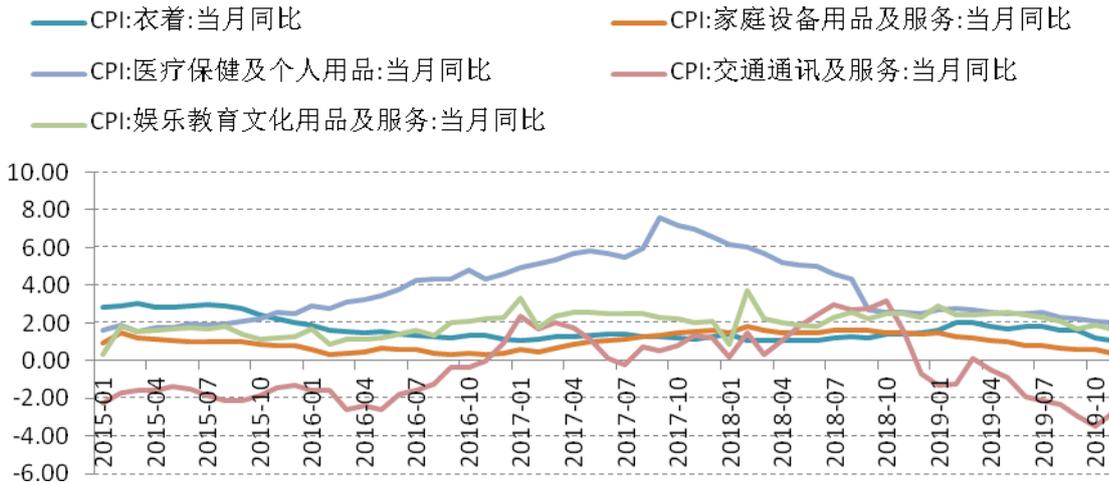
数据来源: wind 国信期货

图 12: CPI-分项 1



数据来源: wind 国信期货

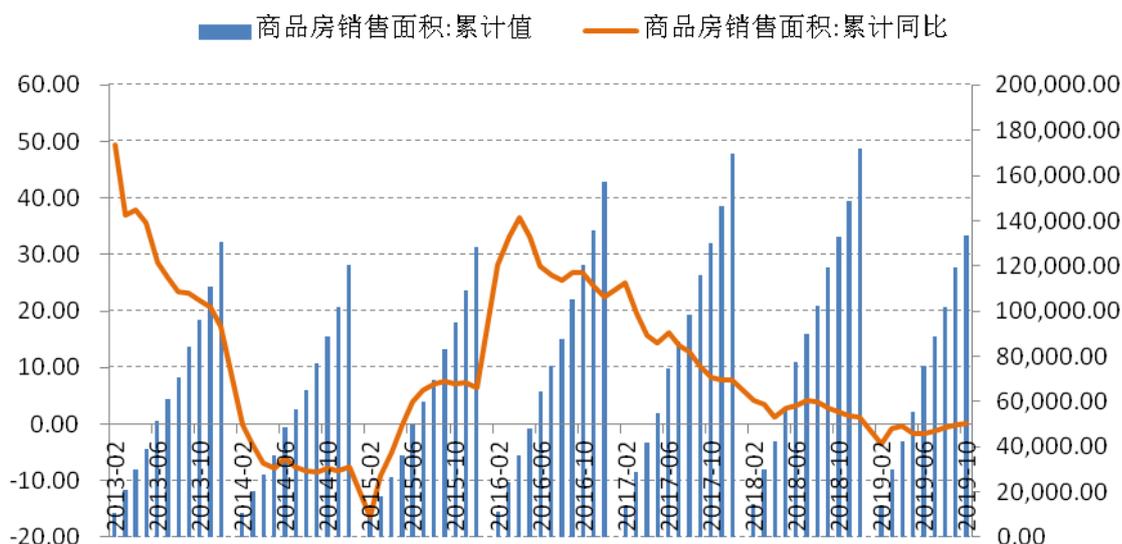
图 13: CPI-分项 2



数据来源: wind 国信期货

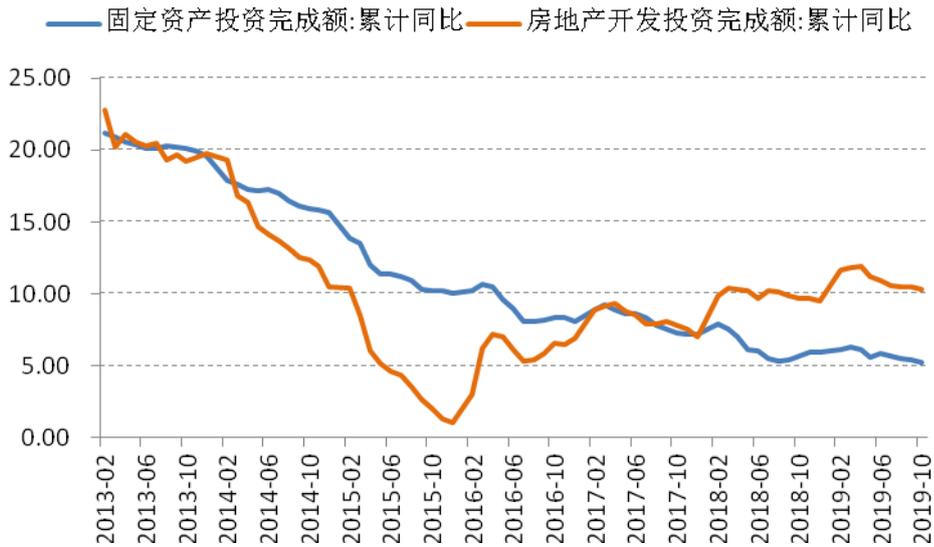
由于中国持续房地产调控, 2019年商品房销售面积明显的小于2018年同期, 从1到9月份, 2019年商品房销售面积均小于2018年, 10月份有所好转, 商品房销售面积大于2018年。在房住不炒的大政治环境下, 中国央行对房地产的信贷控制较为严格, 从以前的鼓励居民加杠杆, 到控制居民杠杆速度。由于房地产信贷的控制, 房地产投资在一定程度上表现较为平稳。房地产开发投资完成额累积同比, 2月份为11.6%, 4月份上涨到了11.9%, 这与中国央行在第一季度初期积极的货币投放有关, (其货币传导途径并未改变), 释放的信贷流入了房地领域。第二季度之后, 中国央行的货币政策态度转为克制, 房地产开发投资完成额增速下滑, 但是中国政府本身并无“打压房地产”的政策意味, 房地产开发投资完成额累积同比从6月份开始有所下行, 但是幅度不大, 6月份累积同比为10.9%, 10月份仅仅下落到10.3%, 房地产投资较为稳定。在房地产投资“减速稳定”的拖累下, 固定资产投资完成额累积同比出现“同向”。从6月份的5.8%下滑到10月份的5.2%。

图 14: 房地产销售



数据来源: wind 国信期货

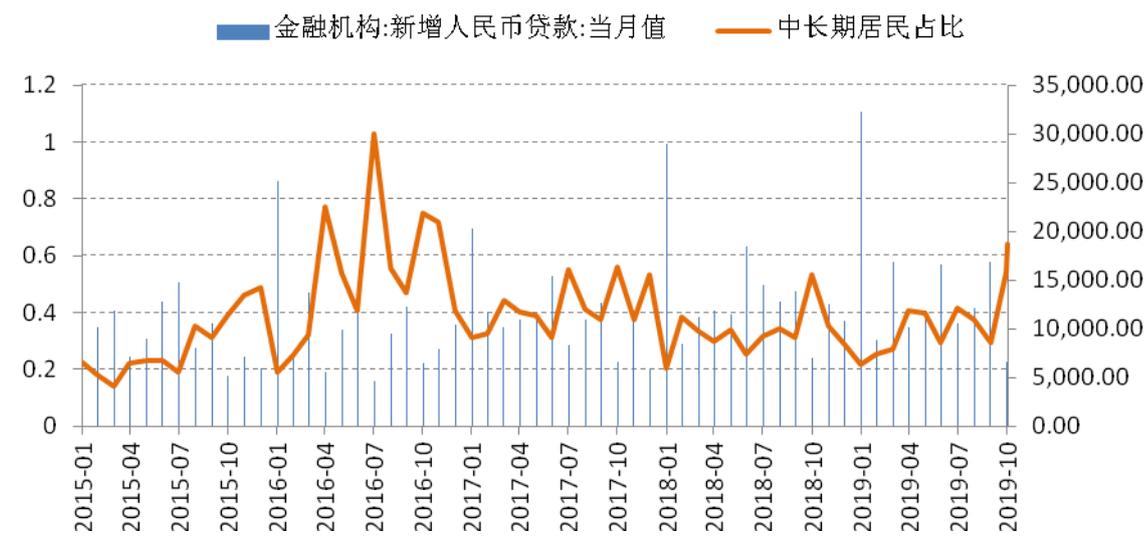
图 15: 房地产开发与固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

在经济下行压力下,中国部分地方政府对房地产的放松有所放开,引进人才落户政策是地方政府惯用的方式。在第一季度央行积极货币投放态度下,1月份居民中长期新增人民币贷款高达6969亿元,由于央行积极货币投放,1月份新增人民币贷款高达3.23万亿。1月份居民中长期新增人民币贷款占比22%,虽然比例较低,但是绝对值却是高点。2月份大幅萎缩到了2226亿元,三月份上升到了4605亿元,第一季度的积极货币投放,导致局部房地产价格升温,以及市场预期央行“放水”。央行在4月份开始舆论导向,即便如此,4-7月份新增人民币贷款居民户中长期高达4500亿以上,9月份上升到了4943亿元。占当月新增人民币贷款30%以上。10月份,当其他新增人民币贷款项目减弱,居民户中长期新增人民币贷款仍然高达3587亿元,占比高达54%。11月份居民户中长期贷款高达8895亿元,占比高达63.9%。由此可见,即便中国政府极力引导经济转型,鼓励企业投资,但是从新增人民币贷款的流向来看,有三分之一的新增人民币贷款仍然是居民用于“买房投资”。央行对房地产的态度也有转变,第一季度默认期,4月份之后,央行开始引导舆论,政治局会议后,央行严格窗口指导住房贷款,尤其是公开引导首次LPR改革,住房贷款利率并不跟随。11月份转为静默期,除了发文表示“房住不炒”之外,对住房利率跟随LPR改变不再窗口指导,居民户中长期贷款迅速飙升。随着中国经济压力增大,央行对住房贷款利率将会进一步默认放松。

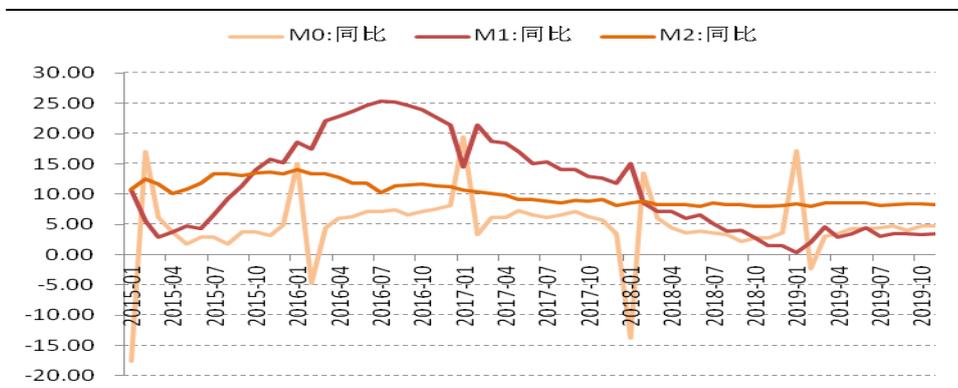
图 16: 居民新增人民币贷款



数据来源: wind 国信期货

2019年初,央行积极进行货币投放措施,3月份M2上升到了8.6%,4、5、6月持续维持在8.5%,这个增速要高于GDP增速。随着第二季度央行货币措施转为谨慎,7月份M2降低至8.1%,8月份为8.2%,9、10月份为8.4%。在央行持续稳健的货币执行下,M2增速及其稳定,统计局公布第三季度GDP为6%,数据进一步下滑。中国央行的货币措施再度转为积极,降准的同时,下调了MLF利率以及7天逆回购利率,并召开金融形势座谈会,窗口引导金融机构积极放贷。配合部分地方政府变相放松房地产的政策,住房贷款在11月份快速飙升。M2有望进一步上升,但是央行在“稳健货币政策”下,不会大水漫灌。

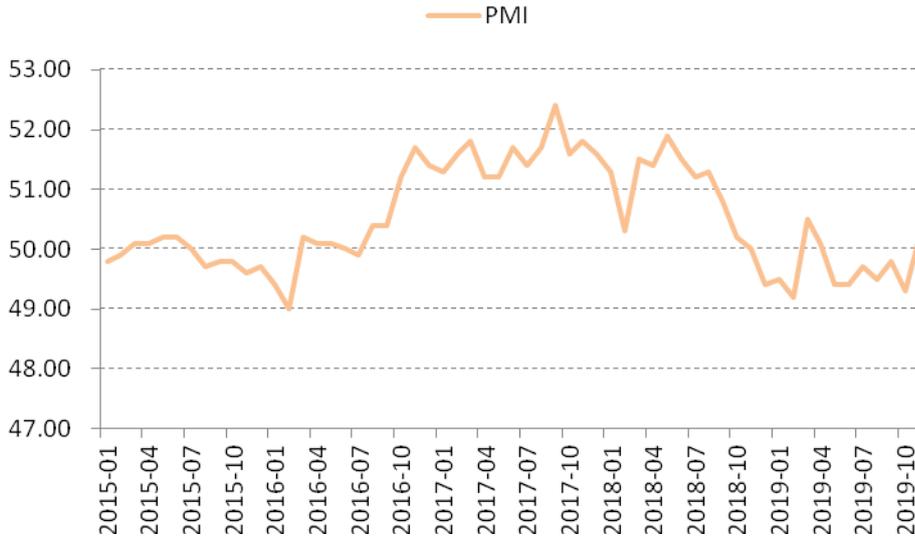
图 17: 货币口径



数据来源: wind 国信期货

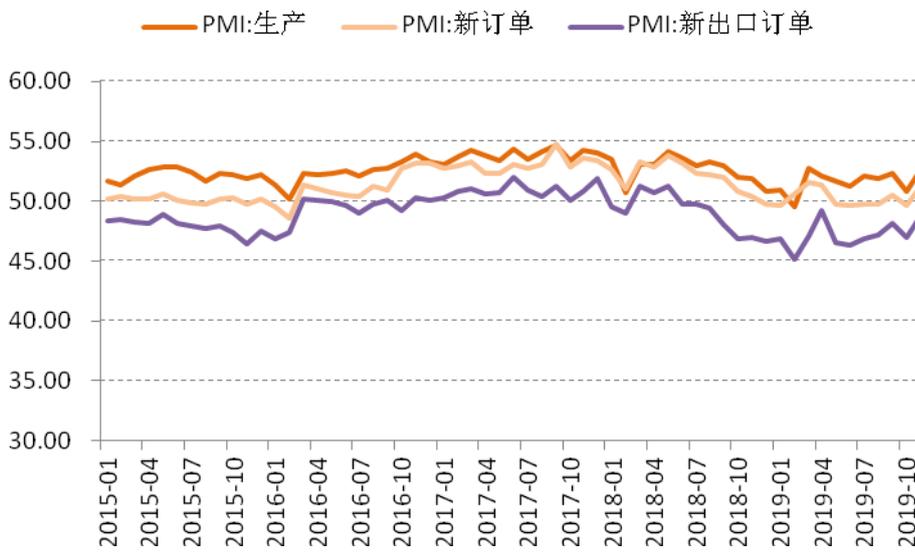
经济先行指标PMI从2018年下半年呈现持续性下滑,2018年12月跌破荣枯线,2019年初在中国央行积极的货币投放措施下,3月份回升到了荣枯线之上,4月份持续在荣枯线之上。5月份开始,货币政策的效果开始减弱,PMI跌破荣枯线为49.4,直到10月份PMI均低于荣枯线,11月转正为50.2。整体来看,2019年制造业处于紧缩状态。受美中贸易影响,新出口订单PMI一直在荣枯线下方,市场较为谨慎。生产PMI持续在50上方,表现市场本身需求相对稳定。新订单在4-8月处于荣枯线之下,制造业波动较大。在手订单与产成品库存均持续在50之下,生产者较为谨慎。采购量PMI与生产PMI类似,在50附近波动。PMI数据表明,中国经济的压力仍然存在,但是韧性较足。

图 18: PMI



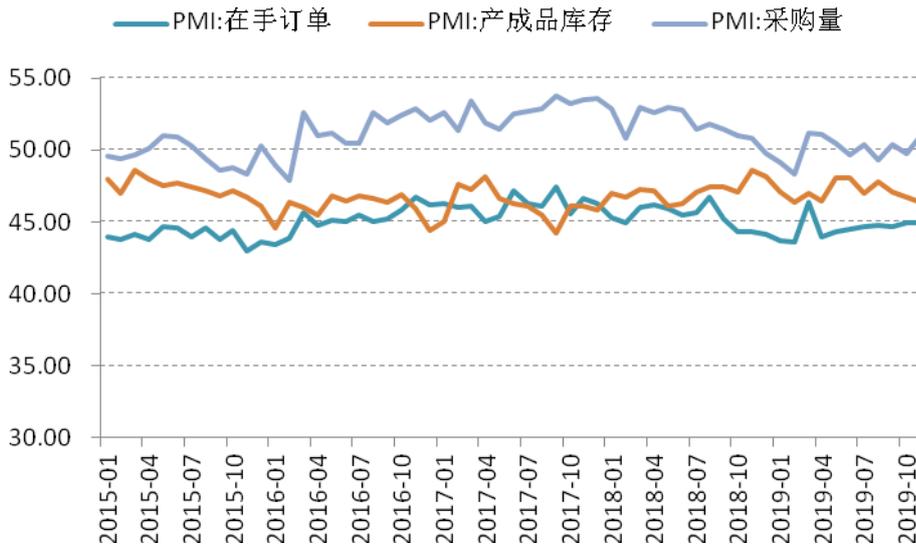
数据来源: wind 国信期货

图 19: PMI-分项 1



数据来源: wind 国信期货

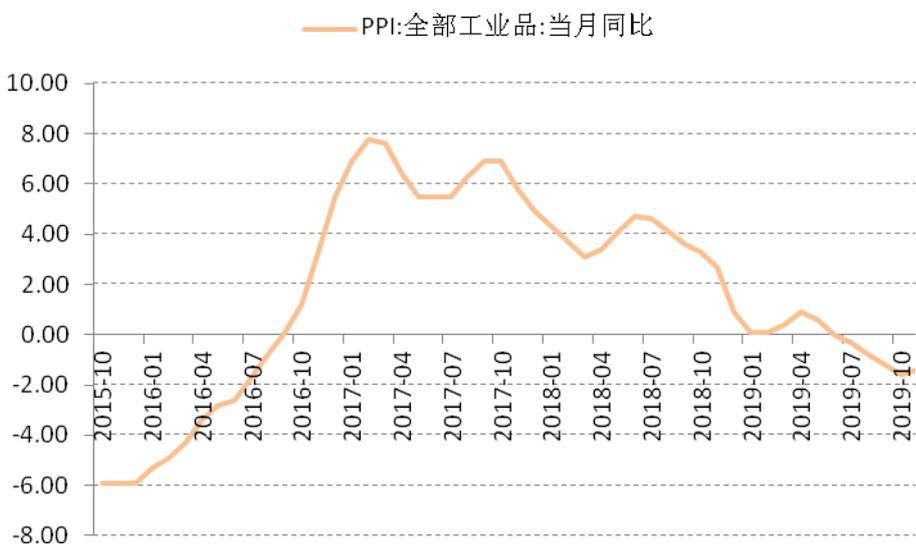
图 20: PMI-分项 2



数据来源: wind 国信期货

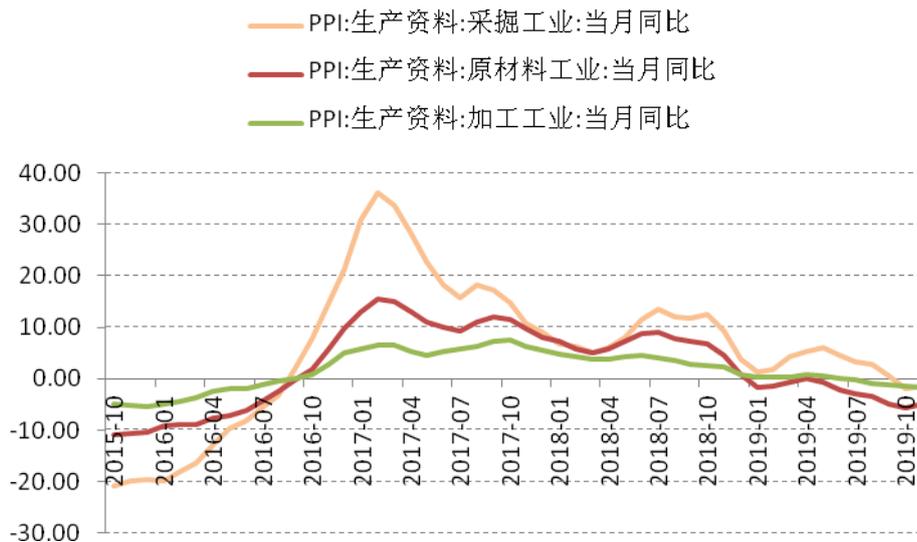
从PPI来看,工业经济部类在2017年局部高峰之后就出现下滑,且呈现持续性趋势,2019年初一度跌至0附近,3月份回升到了0.4%,4月份同比上升到了0.9%,但是5月份就再度下行到了0.6%,6月份跌到0.7月份为负值0.3%,此后PPI持续下滑,10月份下滑至负1.6%,11月份跌幅减弱,为-1.4%。从分类来看,生产资料PPI全部下行趋势,加工工业相对较缓慢,生活资料耐用消费品下滑速度较快,一般日用品与衣着类PPI下滑,但是还在0之上,食品类PPI大幅飙升。结合前面的PMI来看,工业经济部类下行压力仍然较大,消费类相对较好。

图 21: PMI-分项 2



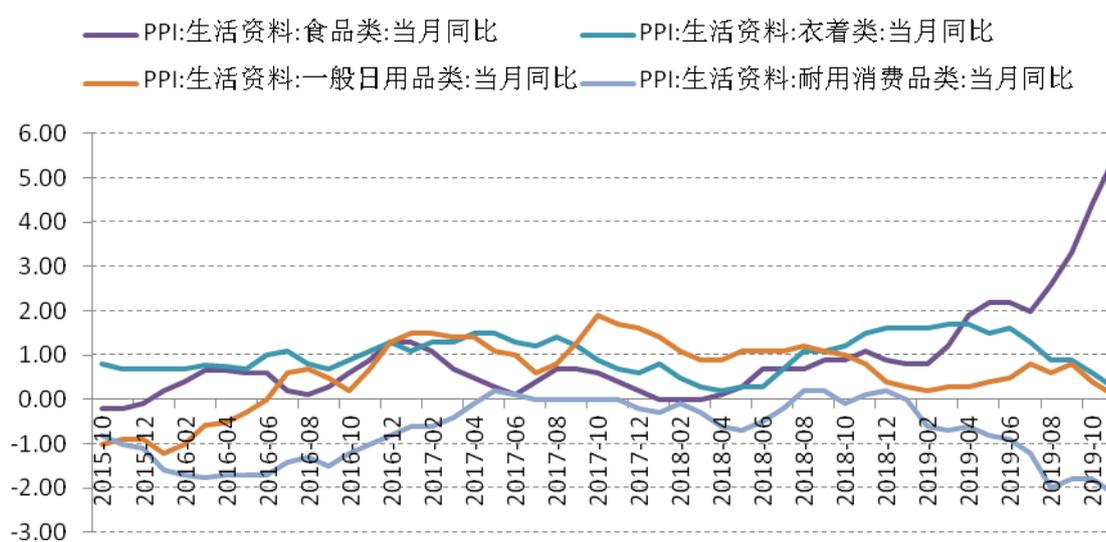
数据来源: wind 国信期货

图 22: PMI-生产资料



数据来源: wind 国信期货

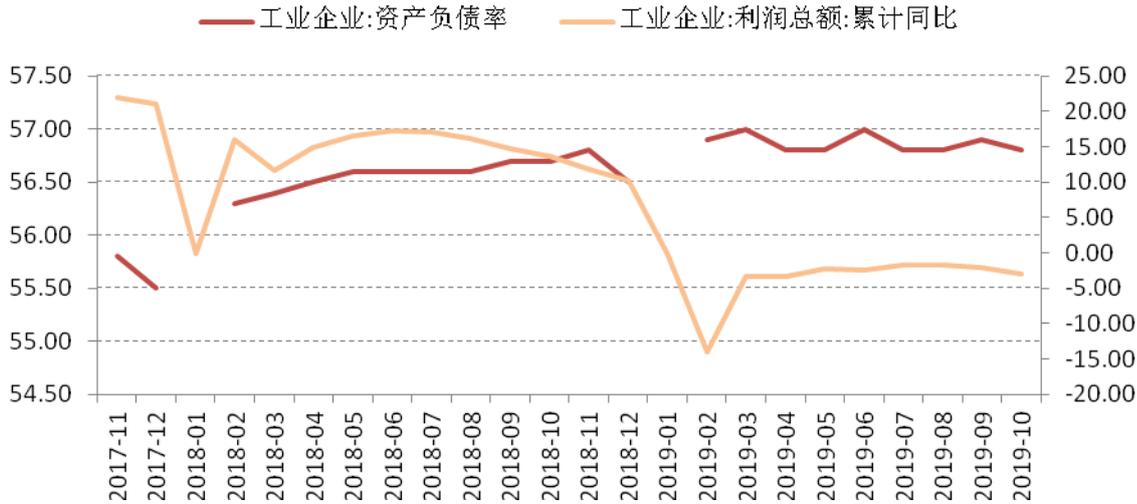
图 23: PMI-生活资料



数据来源: wind 国信期货

图 24: 工业企业利润总额

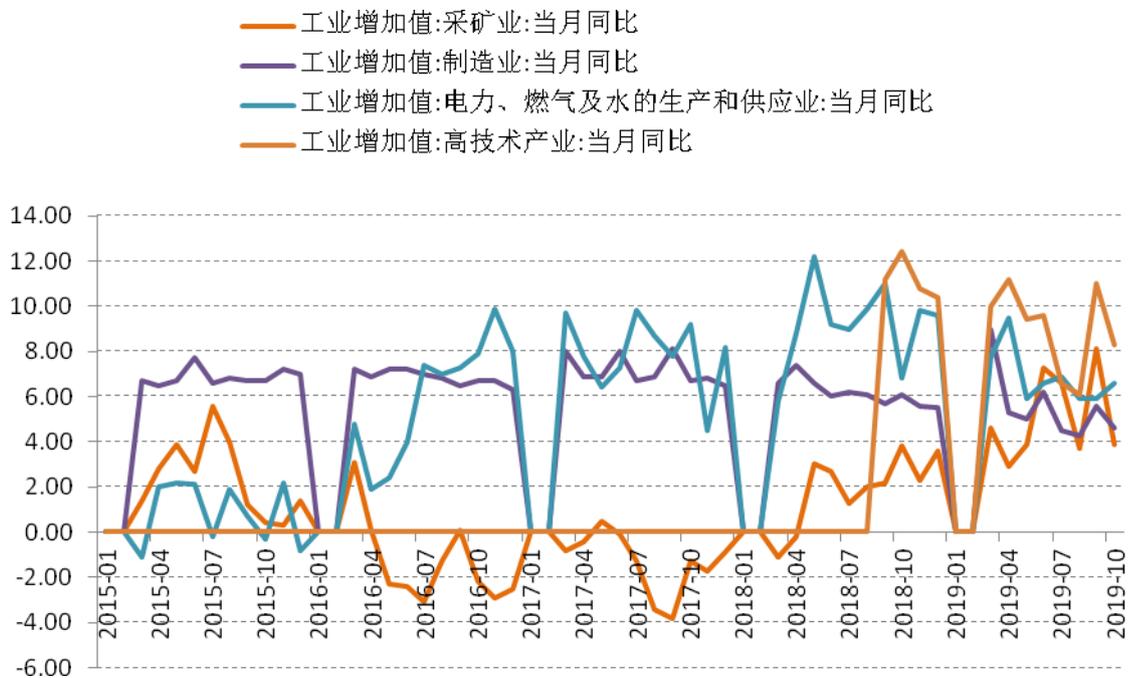
工业企业利润在 2019 年全年回落, 由于以前供给侧改革, 导致工业产品价格飙升, 2019 年工业品价格整体回落。企业一方面在供给侧下“去产能”, 同时在增加产量, 随着工业品价格的回落, 工业企业利润在 2019 年全部转负, 2 月份累积同比下降 14%, 此后市场略有好转, 但是均为负值, 7、8 月份为负 1.7%, 到了 10 月份, 再度下跌, 为-2.9%。工业企业受到“工业品价格影响”较大, 而这个影响并不是“市场供求”发生突变, 而是在中国供给侧改革的实施下, 工业品价格快速发生变化, 从而导致工业企业利率跟随价格大幅波动。但是供给侧改革, 由于快速推升工业品价格, 导致利润大幅增加, 企业产量快速增加, 负债急速增加, 2018 年工业企业资产负债率再度转升, 2019 年维持在 56.7% 以上的水平。



数据来源: wind 国信期货

分行业来看:采矿业出现先高后低的走势,3月份采矿业工业增加值同比4.6%,6、7月份上升到了6%-7%的水平,此后整体呈现下滑,9月份一度上升到了8.1%,在10月份再度跌到了3.9%,采矿业在下半年波动显著增大,行业风险显现。制造业则呈现“稳定的状态”,4-10月整体在4%-5.5%之间波动。电力、燃气、水公用事业产业增加值同比整体上有季节性波动,4、5、6、7月份平均在6%之上,8月份跌破6%,整体上略有下滑。高技术产业的当月同比要高于“其它行业”,3、4月份同比高达10%以上,5、6月份同比分别为9.4%、9.6%,即使在8月份降低低点也有6.1%,9月份同比再度上升到了11%,显示了中国经济转型的效果显现。高新技术工业生产总值呈现繁荣状态。

图 25: 工业企业-资产属性

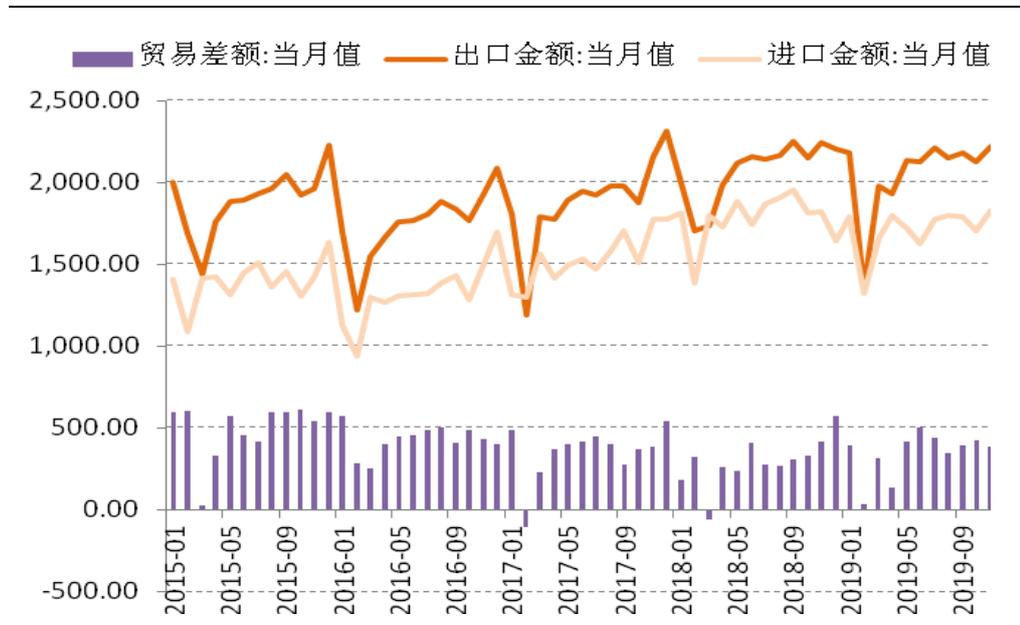


数据来源: wind 国信期货

自从 2018 年以来,美国掀起对中国的贸易纠纷,率先对中国商品进行增税。虽然双方一直在谈判,

但是迄今为止，市场对美国“并不抱有过多希望”。也逐渐习惯这种增加关税，从中国总体进出口来看，2019年中国进出口均较为稳定，出口金额维持月均2千亿的水平，进口金额维持1800亿的水平。贸易顺差月均400亿水平。顺差绝对金额与18年相差不大，显示中国制造业强势下，产品的全球竞争力，加税的影响逐步消化。随着美中新关系正常化，企业将会逐步适应这种新变化，国内外贸将会逐步恢复产品竞争力获得的海外市场，贸易顺差有望延续。

图 26: 进出口



数据来源: wind 国信期货

2019年12月13日，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就第一阶段协议文本达成一致。美中谈判首次在实质上走向缓和，由于前期的双方对抗，美中之间的进出口受到影响，且企业的“预期”产生影响更大。美中第一阶段协议文本的达成，本身代表这双方态度的方向，市场情绪乐观转暖的进步意义远大于文本所达成的具体产品贸易。鉴于国内产品的全球竞争力，美中谈判达成协议

2020年，是中国“小康收官之年”，中央2020经济工作会议：

会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。

明年重点工作：一是坚定不移贯彻新发展理念。二是坚决打好三大攻坚战。三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。五是着力推动高质量发展。六是深化经济体制改革。

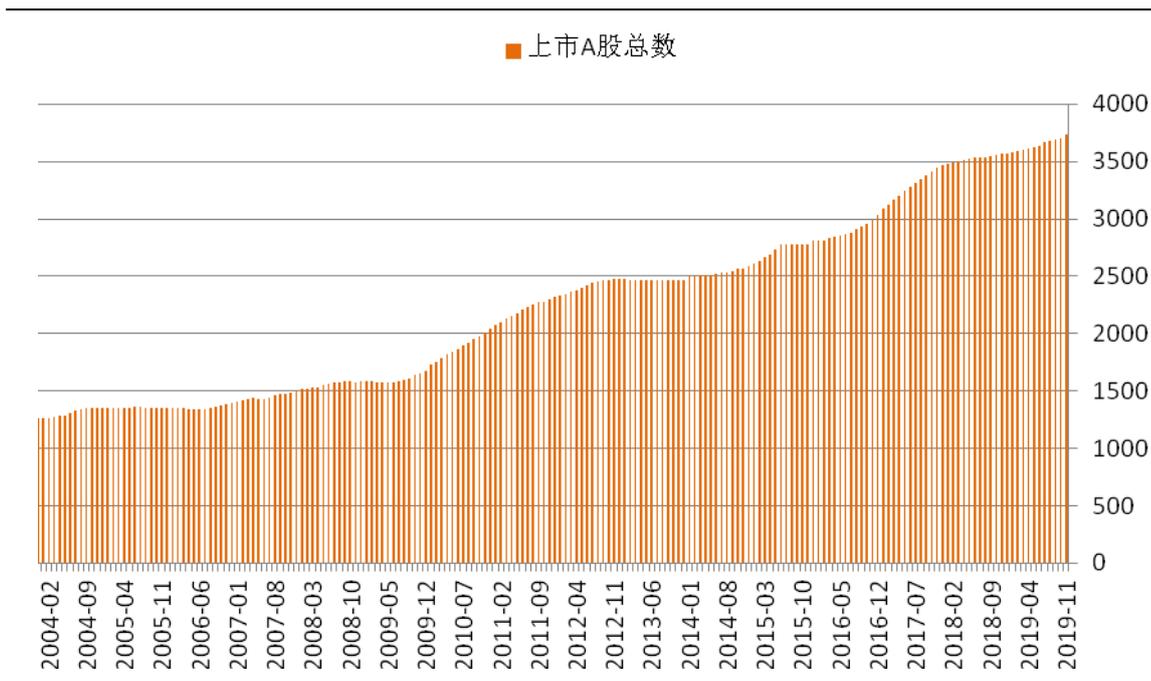
会议强调，要完善和强化“六稳”举措，健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间。要巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构，进一步缓解企业融资难融资贵问题，多措并举保持就业形势稳定。要依靠改革优化营商环境，深化简政放权、放管结合、优化服务。要制定实施国有企业改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效，优化民营经济发展环境。要推动实体经济发展，提升制造业水平，发展新兴产业，促进大众创业万众创新。要强化民生导向，推动消费稳定增长，

切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力。要确保实现脱贫攻坚目标、巩固脱贫成果，毫不放松抓好农业生产，扎实推进乡村振兴。要推进更高水平对外开放，保持对外贸易稳定增长，稳定和扩大利用外资，扎实推进共建“一带一路”。要加强污染防治和生态建设。要扎实做好民生保障工作。

四、茧蛹之期 股债双双露牛角

2019年是中国股市改革的元年，依注册制科创板开板为标志，中国股市基础制度改革进入新纪元。截止到12月13日，科创板上市公司已经有了65家。A股制度核心改变，在股市容量方面，截止到11月份，A股上市总数增加167家，远远大于2018年全年增加的100家。注册制科创板显著提升了供给效率，在退市方面，证监会依旧是执行以前证券法规定，退市“效率依旧较低”，鉴于中国证券法对“违法违规”的处罚“相对较低”，违法违规行为对“行为人”的惩戒度并未有显著的威慑性。上市公司总股本60808.27亿股，比18年57581.02多增加3228.25亿股。供给的效率显著提升，供给质量仍需时间验证，在一定程度上制约了市场的情绪。

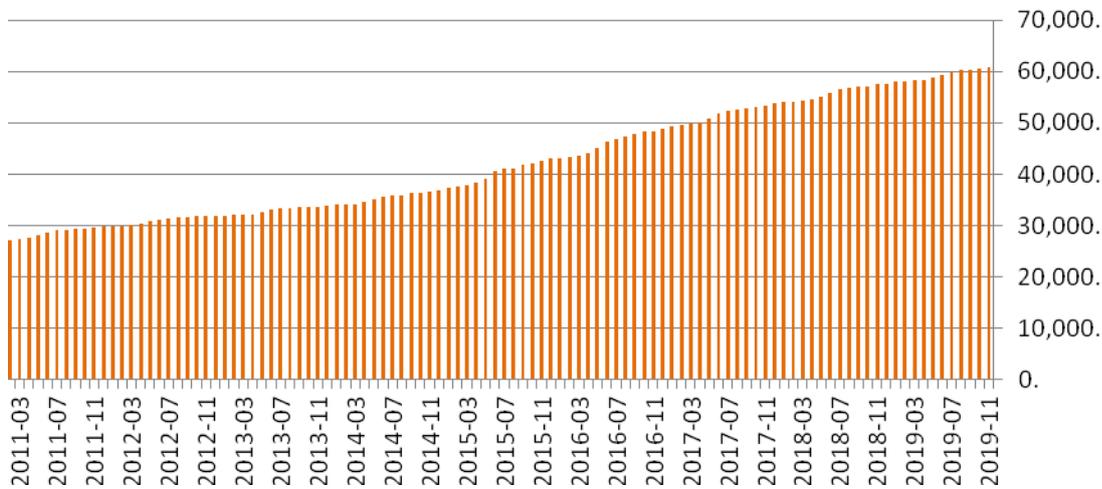
图 27: 上市 A 股总数



数据来源: wind 国信期货

图 28: 股本

■ 总股本(亿股)



数据来源: wind 国信期货

科创板的成功仅仅是 A 股制度改革的开始，中国股市改革，从试点反向破局的方式，将会逐步推进注册制全市场推广。2020 年，创业板注册制改革实现概率较大，国内股票供给将市场起到的作用越来越大，中国证监会严格依法监管，在市场力量与监管的双重力量下，投资者的投资理念将会改变。证监会副主席阎庆民 19 年 12 月 13 日在 2019 央视财经论坛上表示，科创板试点注册制平稳开局，制度安排、监管探索，为完善资本市场制度积累了宝贵经验。下一步将落实以信息披露为核心的证券发行注册制，优化发行条件，增强发行上市标准的包容性和政策的可预测性，协调推动有关部门加强对上市企业培育和辅导，从源头上提高上市公司质量。将推动完善破产重组制度，综合运用主动退市、强制退市、兼并重组、破产重整等多种渠道，促进市场优胜劣汰。中国证监会在 2020 年将会继续推进注册制向存量市场推进，创业板注册制已经列为证监会和深交所的任务，结合深圳示范区建设，创业板注册制改革已经成为证监会、深交所、深圳政府改革的共同任务。2020 年预期科创板注册制改革速度将会更快落地。

2020 年中国整体经济情绪转为乐观。外部方面，美中谈判已经达成第一协议文本，美中贸易方向出现转向。经历 2018 年的持续性下跌，2019 年股市的韧性，2020 年，即便美中双方谈判出现波折，股市受到干扰波动也会减小。内部方面，1、宏观调控定调积极的财政政策和稳健的货币政策，按照 2019 年降息、降准的措施均被“定义成稳健的货币政策”，2020 年中国央行继续降息、降准概率较大，宏观流动性充足。无论是外部美中谈判缓解，中国金融监管环境的改变以及外部条件的改变均需市场去适应。2、金融层面，不再单方面强调去杠杆，股市改革方面，结合 2019 年科创板注册制改革的经验，2020 年推动创业板注册制改革落地是大概率事件。3、市场情绪方面：经历了 2019 年市场资金恢复，2020 年市场人气有望进一步回暖。

在行业分布方面，IH 成分中，银行占比高达 28.9%。由于银行信贷受到 LPR 改革，盈利模式将会发生改变，金融为实体经济服务，银行业绩利润率有望转移到实体经济。转为中性。非银金融受益于金融需求，转为乐观。食品饮料、医药生物大消费仍是前景乐观。房地产、建筑装饰、采掘业、建筑材料由于房住不炒，增速有望回落，转为悲观。综合来看，由于非银金融与大消费占比较大，平分 30.47 分，IH 维持乐观。

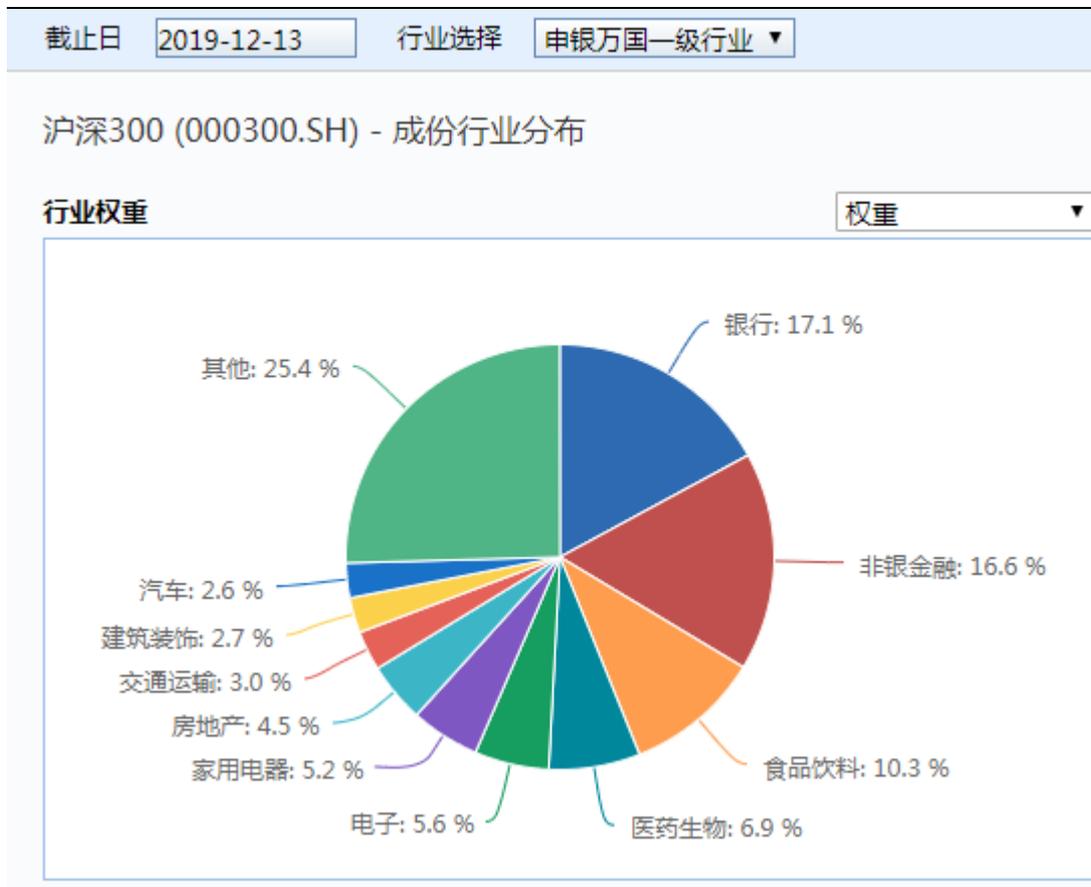
IF 的主要成分中，银行占比 17.1%，非银金融（保险、券商）占比 16.6%。2020 金融环境逐渐改变，银行已经逐步适应新的监管环境，以及贷款利率“锚定”的改变，银行业绩转为中性。中国金融业改革，证券、保险业积极开放，市场积极乐观。国内消费已近成为经济的主要动力，大消费市场大，质量升级较高，食品饮料、医药生物均保持乐观。美中贸易摩擦导致中国自主化需求上升，电子保持乐观。居民

汽车消费遇到瓶颈、房地产转为“房住不炒”，相关的建筑装饰也受到拖累，评级悲观。非银金融、食品饮料、医药生物、电子占比较大，综合评分 29.6，IF 乐观。

IC 方面，主要权重电子板块，占比为 11.4%，继续保持乐观，受益于国产化替代，计算机 7.6%，维持乐观。大消费与升级消费方面，食品饮料、医药生物持续维持乐观态度。化工转为中性。电气设备、房地产、机械设备、有色金属，由于房地产的监管，均受到一定的拖累。随着国内文化与网络治理，传媒板块乱象减少，资金投资相对冷静，转为悲观。综合来看，中证 500 评分仅仅为 10.2，略有乐观。

利率方面，2020 央行将会根据改革后的 LPR 来调控利率。市场化利率降息将会实现，降准也将会成为央行的主要货币调节工具。从方向来看，均属于货币投放性货币调控。2020 年预期外部不确定性减弱，但是经济本身的动力也相对较弱，民营企业、中小企业抗风险能力降低，融资难融资贵仍然突出。2020 年央行将会继续降低 MLF 利率，引导 LPR 下行，从而实现降息操作。国债整体长期看涨。

图 29：沪深 300 行业权重（申万一级 2019 年 12 月 13 日）



数据来源：wind 国信期货

表 1：沪深 300 行业权重评级（申万一级 2019 年 12 月 13 日）

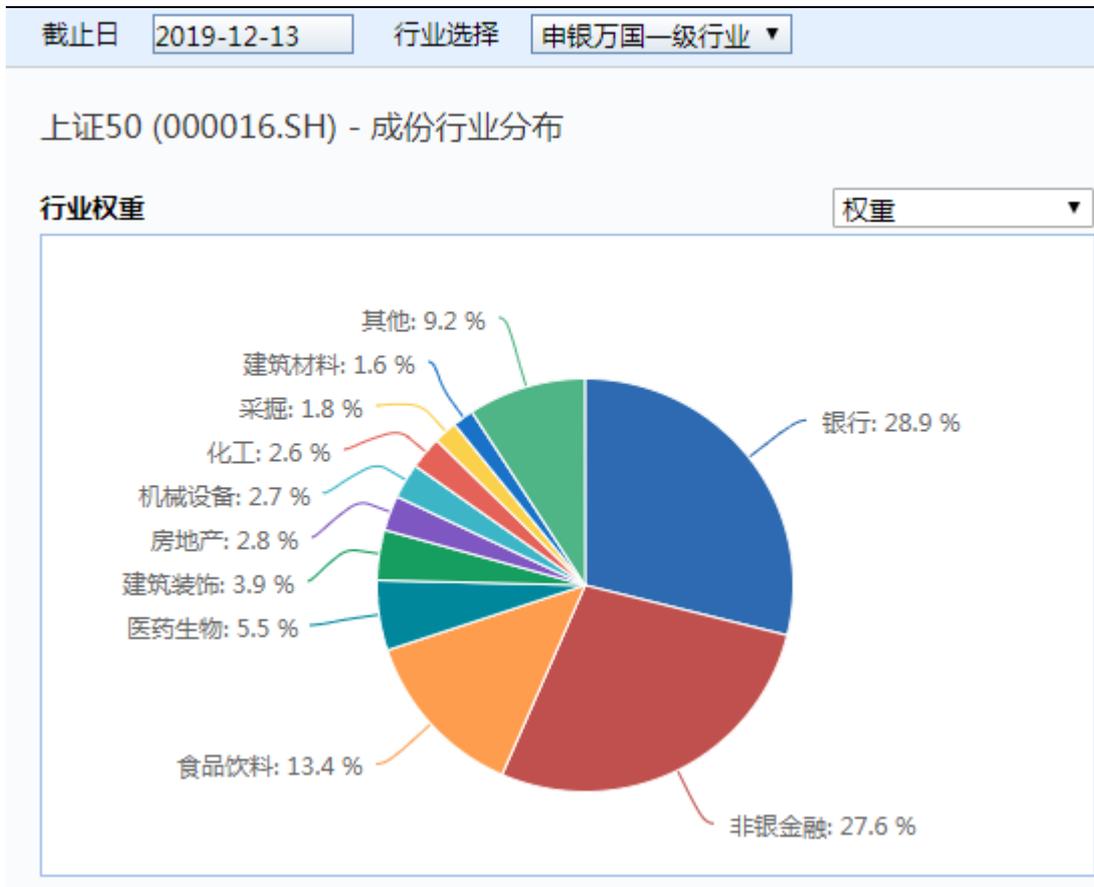
行业名称	权重	态度	权重态度调整
银行	17.10%	中性	0.00
非银金融	16.60%	乐观	16.60
食品饮料	10.30%	乐观	10.30
医药生物	6.90%	乐观	6.90



电子	5.60%	乐观	5.60
家用电器	5.20%	中性	0.00
房地产	4.50%	悲观	-4.50
交通运输	3.00%	中性	0.00
建筑装饰	2.70%	悲观	-2.70
汽车	2.60%	中性	-2.60
其他	25.40%	中性	0.00%
合计	99.90%		29.60

数据来源: wind 国信期货

图 30: 上证 50 行业权重 (申万一级 2019 年 12 月 13 日)



数据来源: wind 国信期货

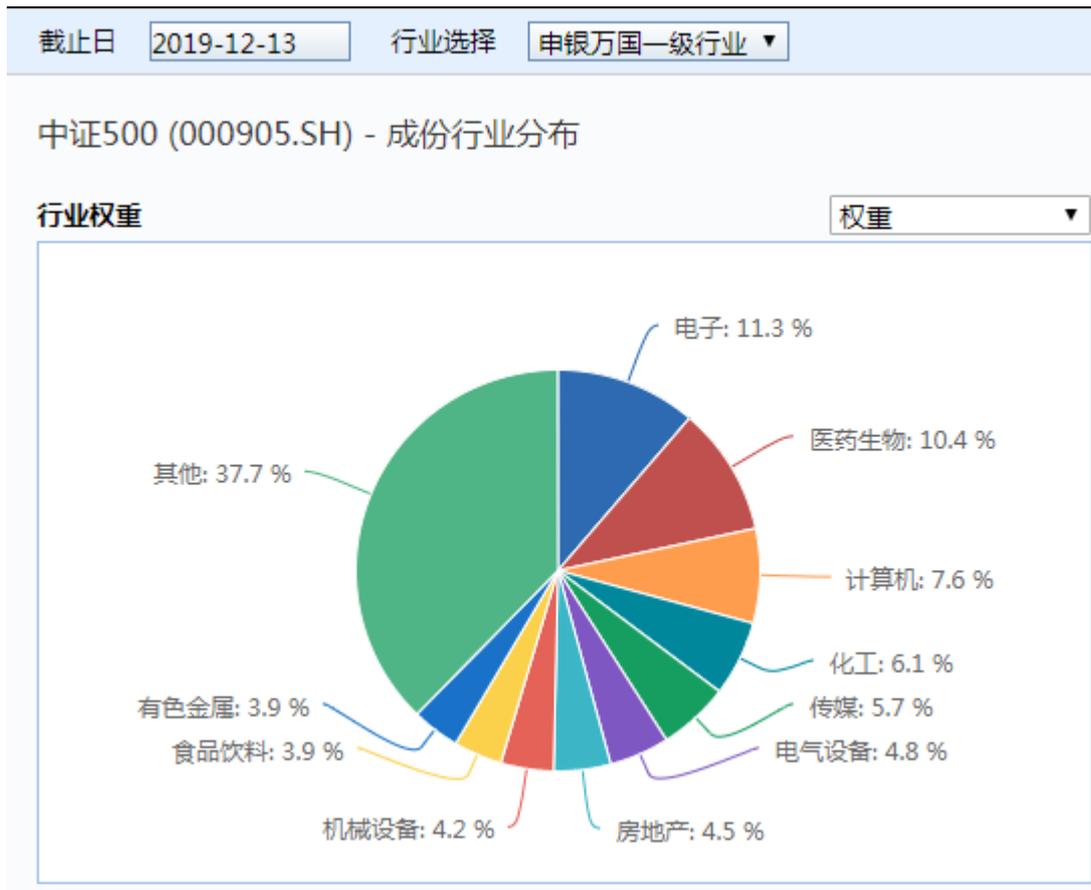
表 2: 上证 50 行业权重评级 (申万一级 2018 年 12 月 18 日)

行业名称	权重	态度	权重态度调整
银行	28.90%	中性	0.00
非银金融	27.60%	乐观	27.60
食品饮料	13.40%	乐观	13.40
医药生物	5.50%	乐观	5.50
建筑装饰	3.90%	悲观	-3.90

房地产	2.80%	悲观	-2.80
机械设备	2.70%	中性	0.00
化工	2.60%	中性	0.00
采掘	1.80%	悲观	-0.02
建筑材料	1.60%	悲观	-0.02
其它	9.20%	中性	-9.30
合计	100.00%		30.47

数据来源: wind 国信期货

图 31: 中证 500 行业权重 (申万一级 2018 年 12 月 18 日)



数据来源: wind 国信期货

表 3: 中证 500 行业权重评级 (申万一级 2018 年 12 月 18 日)

行业名称	权重	态度	权重态度调整
电子	11.40%	乐观	11.40
医药生物	10.40%	乐观	10.40
计算机	7.60%	乐观	7.60
化工	6.10%	中性	0.00
传媒	5.70%	悲观	-5.70
电气设备	4.80%	悲观	-4.80
房地产	4.50%	悲观	-4.50

机械设备	4.20%	悲观	-4.20
食品饮料	3.90%	乐观	3.90
有色金属	3.90%	悲观	-3.90
其它	37.70%	中性	0.00
合计	100.20%		10.20

数据来源: wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译, 仅为投资者教育用途而准备, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布, 需注明出处为国信期货, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料, 国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断, 仅供阅读者参考, 不能作为投资研究决策的依据, 不得被视为任何业务的邀约邀请或推介, 也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议, 也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果, 均不可归因于本研究报告, 均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。