

存量争夺，是核心资产的春天吗？

2020 年 1 月 2 日星期四

摘要

2019 年，全球经济处于第五轮康波周期衰退向萧条过渡期，贯穿全球的主要矛盾转变为存量争夺，“新兴市场/发达市场”指数走熊是市场表现层面对存量争夺的呼应，中美贸易战是国际形势对存量争夺的呼应，“破刚兑”是国内经济基本面对存量争夺的呼应。存量争夺背后的原因是信息科技革命红利的衰竭；2020 年来看，全球经济增长或将迎来拐点，中国经济面临的外部压力将有所减轻。

A 股目前处于窄幅震荡阶段，市场消化经济下行及盈利衰退的尾部风险，经济能否在风雨飘摇中探底回升，将决定行情的长度及高度，后期市场需要关注重要变量表现。首先，A 股估值目前再次调整至偏低区域，虽然高于 2018 年底的估值水平，但仍旧处于历史较低水平；其次，货币政策边际宽松，市场流动性有所支撑。在市场底层制度不断修复的过程中，政策引导内外部中长期资金入市或成为支撑行情的助力之一，人民币汇率能否承压成为中美贸易角逐的核心变量；除此之外，“破刚兑”是目前市场的主流基调，资源实现重组配置，向高效率部门转移。在此主基调之下，股市已具备走牛的基础，若市场尾部风险得到解决，2020 年将迎来股市的新一轮机会。

核心观点：

(1) 2020 年，股市具备走牛的基础，上证综指的交易底部区间很可能约为 2700 点，压力位约为 3600 点左右。

(2) 长期看，消费型白马股依然获得投资者青睐。经济增速换挡期，龙头公司市占率将强者恒强，外资流入将首选 A 股核心资产品种，受到科技类型股票的业绩增长和未来发展潜力巨大的影响，行业空头公司将长期跑赢非龙头公司，以核心公司组成的沪深 300 指数长期跑赢全样本的上证指数。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 宏观策略组

艾若曦

宏观策略研究员

airuoxi@htfutures.com

从业资格号：F3026342

投资咨询号：Z0014498

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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一、 2019 年行情回顾.....	3
1.1 股市转为震荡走牛行情.....	3
1.2 期指行情与股指基本保持一致.....	3
1.2.1 期指基差一度由正转负，但整体维持贴水.....	4
1.2.2 市场风格切换较快，跨品种套利机会较多.....	5
二、 宏观基本面概览.....	6
2.1 全球经济处于第五轮康波周期衰退向萧条过渡期.....	6
2.2 第三轮库存周期即将完成，国内经济处于衰退后周期阶段.....	7
2.3 国内主要经济指标.....	8
2.3.1 生产端：制造业 PMI 与全球共振下行，工业企业利润依旧偏弱.....	8
2.3.2 投资端：投资下行明显，制造业投资下行成主要拖累.....	8
2.3.3 消费端：汽车销售低迷拖累消费增速，2020 年预计维持平稳.....	10
2.3.4 外贸端：2020 年全球经济或触底回升，内需先于外需转强.....	10
2.3.5 2020 年 CPI 预计有所回落，PPI 回升至 0 附近.....	11
2.3.6 2020 年预计财政政策继续发力，货币政策边际宽松.....	12
三、 市场表现及主要变量.....	12
3.1 全球制造业衰退，但权益市场表现抢眼.....	12
3.2 估值回到相对低位，等待盈利拐点出现.....	13
3.2 破“刚兑”叠加货币宽松，市场流动性或保持充裕.....	15
3.2.1 货币政策保持宽松，宏观流动性宽裕.....	15
3.2.2 政策引导内外部资金，微观流动性可观.....	16
3.3 市场切换至存量资金博弈，关注结构性机会.....	18
3.5 中美贸易战核心为汇率之战，是国际形势对存量争夺的呼应.....	19
3.6 底层制度调整，市场环境有所变化.....	19
四、 后期展望及策略建议.....	20
4.1 2020 年行情展望.....	20
4.2 2020 年股指期货策略展望.....	21

一、2019 年行情回顾

1.1 股市转为震荡走牛行情

现货行情方面,上证综指从2018年的单边走熊行情转为2019年的震荡牛市行情。2018年底,贸易摩擦反复压制权益市场风险偏好,叠加市场对企业盈利的担忧,上证综指跌至历史低点;2019年一季度,股票市场估值相对低位,经济继续回落但宏观冲击较弱,市场经历了以政策面为基础,中美谈判缓和为催化剂的中级反弹;二季度,市场形势急转直下,股指处于由估值扩张向盈利扩张转型的尴尬期中,市场乐观预期逐一证伪。一方面,宏观数据再度探底,经济步入衰退后周期,盈利扩张动力不足,此外,政策思路有所转变,一季度实体经济杠杆率飙升制约稳增长节奏,最后,伴随着市场进一步上涨动能的缺乏,“新故事”乏善可陈,一季度浮盈盘开始集中兑现,造成短期内市场交易的“拥堵”现象,打击短期市场情绪,最终,市场开始调整;三季度开始,股票市场在超跌修复后,市场对未来走势的分歧加大,中美贸易问题、外资流入、宏观政策等因素反复影响股市,但市场最终缺乏强有力的刺激,开始呈现箱体震荡格局。

图 1: 上证综指行情回顾



数据来源: 公开资料整理、海通期货投资咨询部

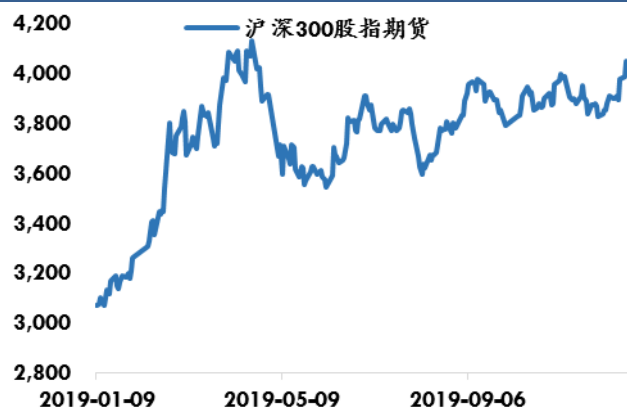
1.2 期指行情与股指基本保持一致

2019年,三大股指期货走势与现货走势基本保持一致,经历了一季度大幅上行,二季度明显回调,三季度开始震荡行情。沪深300股指期货及上证50股指期货偏强震荡,且已上行至接近一季度高点位置。中证500股指期货呈现偏弱箱体震荡,走势与上证指数更为接近。

成交量来看,三大期指成交量在4月达到年内高点,随后逐渐回落。2019年4月19日,中金所进行股指期货受限后第四次松绑,受此影响,成交量有所上行,但股指期货较受限前,仍存在一定差距,尤其对高频交易投资者来说,并未完全放开限制,股

指期货尚不能完全发挥风险对冲功能。

图 2：沪深 300 股指期货走势回顾



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 3：上证 50 股指期货走势回顾



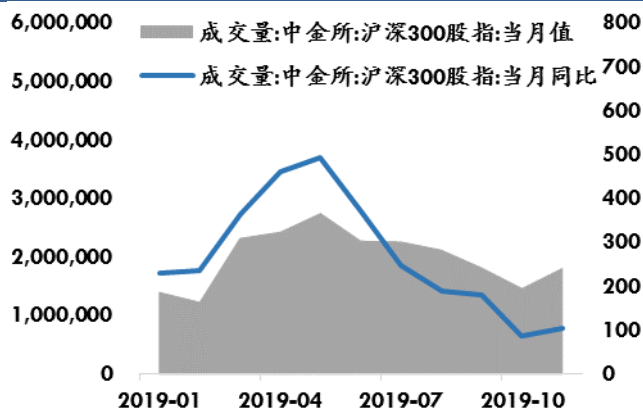
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 4：中证 500 股指期货走势回顾



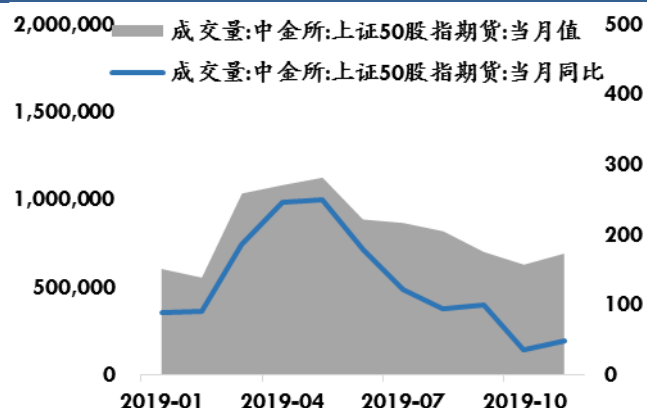
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 5：沪深 300 股指期货成交量



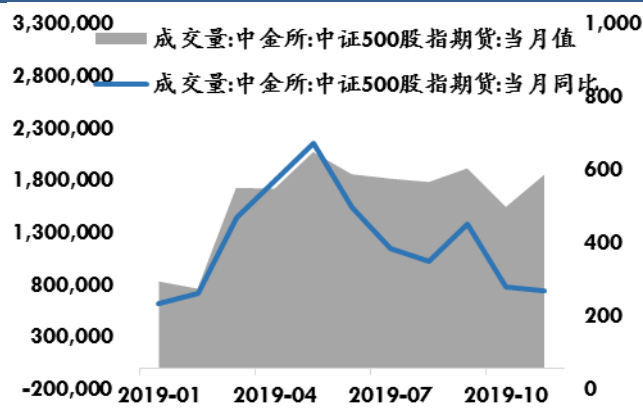
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 6：上证 50 股指期货成交量



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 7：中证 500 股指期货成交量



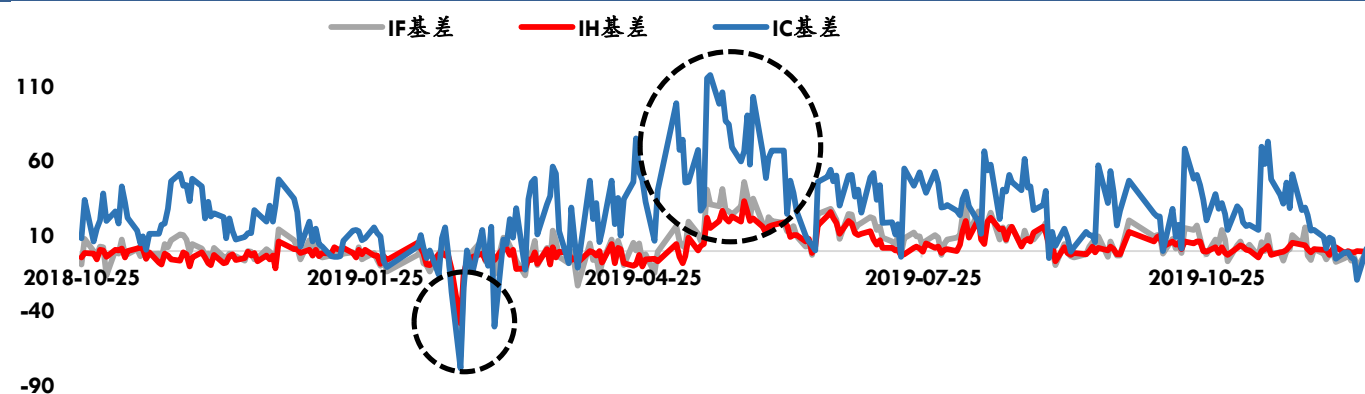
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

1.2.1 期指基差一度由正转负，但整体维持贴水

2019 年上半年，一季度随着行情大幅上涨，三大股指期货基差一度由正转负，呈

现阶段性升水状况；二季度基差再度回归贴水结构，其中 IC 合约贴水最为明显。主要原因有以下两点，一是，二季度行情调整比较明显，市场预期再次走弱；第二，三季度开始逐渐进入 A 股集中分红月，分红预期会提前反映在股指期货上，因此基差也会持续呈现贴水状态。下半年来看，随着分红方案逐渐兑现，基差贴水有所收敛，但行情震荡带来的贴水结构未能得到扭转。

图 8：三大期指基差走势



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

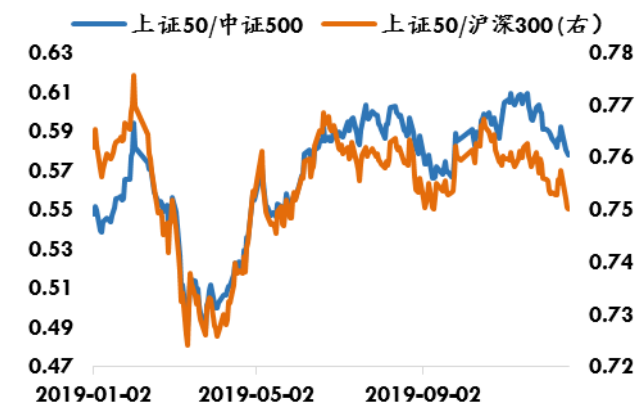
1.2.2 市场风格切换较快，跨品种套利机会较多

2019 年，从指数驱动的角度来看，大小盘分化行情较为明显，期指跨品种套利机会值得关注。1 月，伴随着市场悲观情绪缓和，北上资金坚定买入，以上证 50 为首的蓝筹股的带领下指数逐渐企稳反弹，此阶段大盘表现强于小盘；随后，2 月和 3 月，中美谈判释放利好，市场风险偏好明显提升，此阶段中小创表现抢眼，加之 3 月蓝筹股高位盘整，IC/IF、IC/IH 持续上行；

随后，二季度，年报及一季度业绩地雷、中美贸易谈判再生变局等原因压制了市场风险偏好，价值投资风气开始发酵，IC/IF、IC/IH 进行一轮较大幅度的调整。

进入三季度，由于部分白马品种中报业绩表现不如人意，导致前期抱团大涨的白马龙头筹码出现松动，随着科创板正式登台，风格短期偏向于小市值品种，IC 的表现相对强势；然而，进入 9 月下旬，国内经济下行压力加大，压制市场风险情绪，大盘表现再度强于中小盘走势；进入 11 月下旬，在政策利好支持科技创新、鼓励消费，以及中小盘成长股业绩边际改善的预期下，科技、消费类成长股出现机会，IC/IF、IC/IH 阶段性走高。

图 9：现货指数比价(上证 50/中证 500、上证 50/沪深 300)



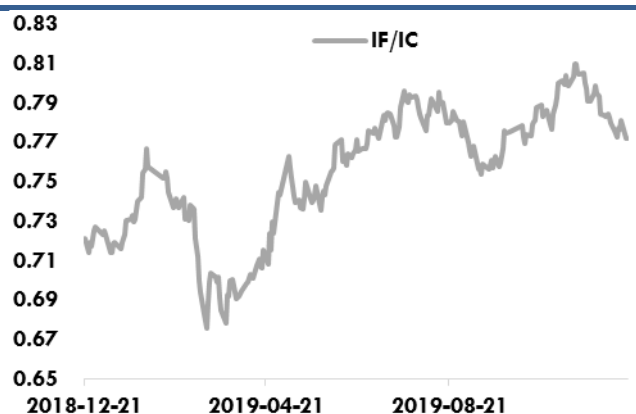
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 10：股指期货跨品种比价 (IH/IF)



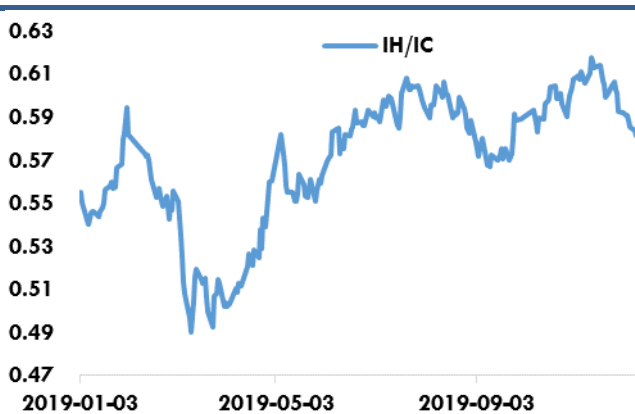
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 11：股指期货跨品种比价 (IF/IC)



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 12：股指期货跨品种比价 (IH/IC)



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

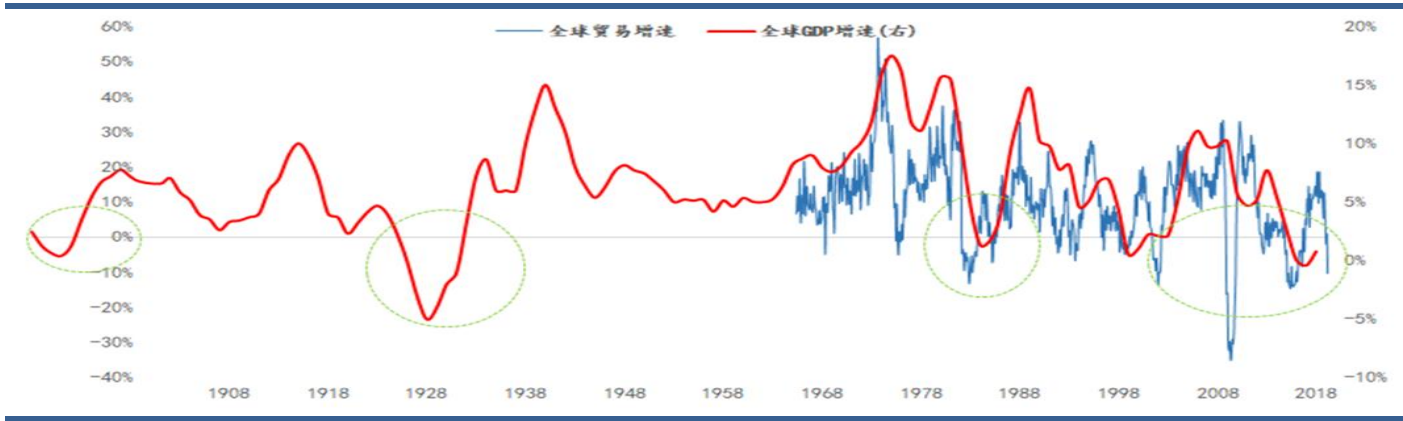
二、宏观基本面概览

2.1 全球经济处于第五轮康波周期衰退向萧条过渡期

从全球经济周期的角度来看，目前贯穿全球的主要矛盾转变为存量争夺，存量争夺背后的原因是信息科技革命红利的衰竭，全球经济处于第五轮康波周期衰退向萧条过渡期。

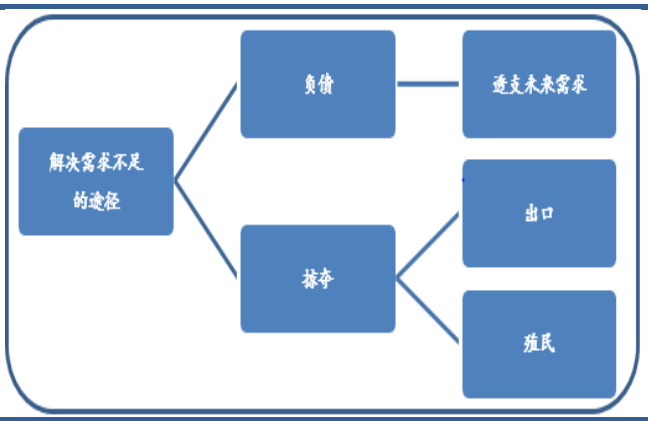
每轮康波周期末端，技术革命带来的红利衰竭，债务出清的主要途径转变为掠夺需求。主导国科技升级变慢，追赶国学习能力一直保持，主导国遏制追赶国，存量争夺成为市场的主要矛盾。

图 13： 全球经济处于第五轮康波周期由衰退向萧条的过渡期



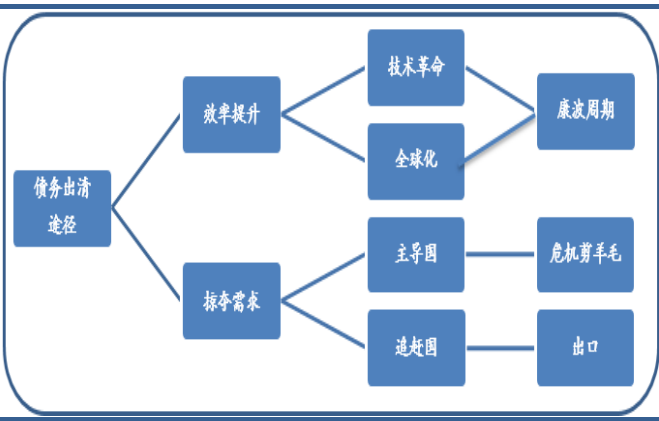
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 14： 解决需求不足的途径



数据来源：海通期货投资咨询部

图 15： 债务出清的途径



数据来源：海通期货投资咨询部

2.2 第三轮库存周期即将完成, 国内经济处于衰退后周期阶段

2019 年，全球经济全面下滑，制造业下滑成为主要拖累因素；国内方面，从库存周期角度来看，自 2016 年第三库存周期开始，从 2017 年“主动补库”，到 2018 年“被动补库”，再到 2019 年向“主动去库”切换，预计第三轮库存周期即将完成。从 2019 年的状态来看，库存周期处于被动补库存向主动去库存的阶段，且目前属于去库存阶段的低点，这一低点或将延续至 4Q2019 或 1Q2020。对应经济处于下行后周期阶段，也解释了为何经济 2019 年有所上行，但年中见顶后再次探底回落。

2020 年，新一轮库存周期将开启，企业将由被动补库存向主动补库存转换，库存对经济的贡献或先降后升。

图 16: 中国库存周期划分



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

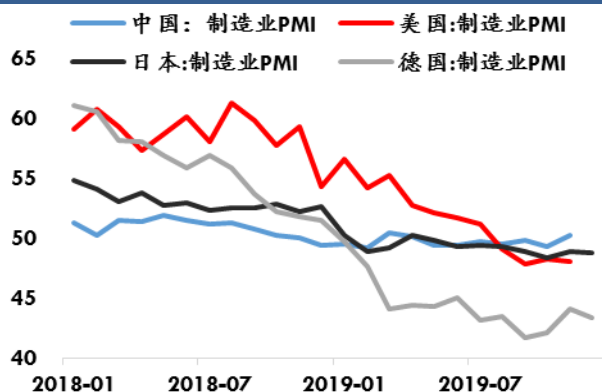
2.3 国内主要经济指标

2.3.1 生产端：制造业 PMI 与全球共振下行，工业企业利润依旧偏弱

从经济大环境角度来看,2019 年延续 2018 年趋势,全球制造业 PMI 和国内制造业 PMI 共振下行,显示经济景气程度在恶化。PMI 下行反映企业生产和投资积极性较低,工业企业利润增速有所下滑,短期和长期偿债能力下行。

从 2019 年工业企业利润走势来看,工业企业利润增速依旧表现较弱,需求面临下行压力,企业盈利保持弱势。需求不振,工业品价格下行,对企业盈利构成压制。盈利弱势、叠加外需放缓拖累制造业投资,对经济增速持续施压。

图 17: 全球重要经济体制造业 PMI



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 18: 工业企业利润总额及增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

2.3.2 投资端：投资下行明显，制造业投资下行成主要拖累

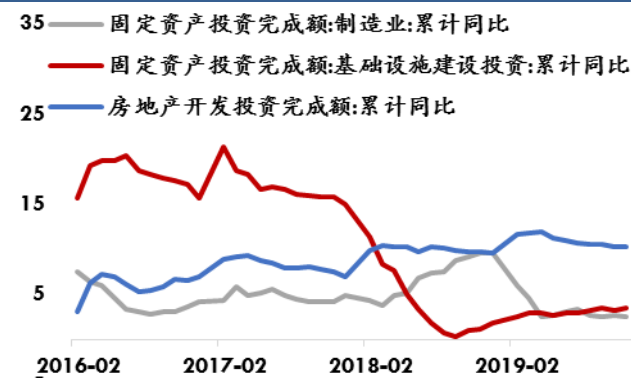
2019 年,全年来看,固定资产投资下行较为明显。制造业投资成主要拖累因素(9.5% 降至 2.5% (2019.11)); 基建投资有所回升,但力度偏弱; 房地产投资韧性较强,是 2019 年固定资产投资主要支撑因素。

图 19: 固定资产投资完成额增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 20: 三大投资增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

(1) 制造业投资: 中美贸易摩擦叠加企业利润下滑, 制造业投资明显下滑

回顾 2019 年, 2019 年 11 月制造业投资累计同比增速为 2.5%, 比 2018 年 12 月的 9.5% 低 7 个百分点, 制造业投资下行幅度较大, 已触及 2004 年以来的最低水平。主要原因来源于以下几个方面: 第一, 2018 年由设备老化影响到生产、环保压力下企业对厂房和设备进行升级, 所共同驱动的被动设备更新周期在 2018 年年末结束, 2019 年即使是政策扶持制造业投资也保持低迷; 第二, 企业利润的持续下行, 制造业企业利润是判断制造业投资趋势的核心指标, 对制造业投资有一定的领先作用; 第三, 中美贸易摩擦对制造业投资有负面影响。

展望 2020 年, 制造业投资大概率企稳, 但反弹动力不足。明年来看, 减税降费大概率继续发力, 带动企业盈利改善; 此外, 民企融资在货币政策的边际放松下或有所改善; 产能置换角度看, 部分行业依旧存在空间, 但空间有限。

(2) 基建投资: 基建投资补短板, 明年或继续发力

2019 年, 基建投资有所回升, 但力度较弱。从 2018 年 7 月国务院常务会议开始, 政策就在推动基建补短板, 但整体效果欠佳。主因基建融资问题没有得到明显改善, 隐形债务监管趋严限制地方政府扩张意愿, 配套资金落实较慢。

展望 2020 年, 在解决基建融资问题上, 政策还将继续倾斜。首先, 资本金方面, 今年 9 月 4 日的国务院常务会议, 扩大了允许使用专项债所募集资金作为资本金的行业范围。11 月 13 日国务院常务会议又下调了部分基建项目的资本金比例要求, 除此之外, 地方政府专项债可作为项目资本, 今年提前启动 2020 年基建投资的额度。其次, 政策性银行对配套资金的支持力度将有所加大。明年在政策对于基建稳增长意愿不断增长的情况下, 基建有望继续发力, 成为支撑固定资产投资的主要动力。

(3) 房地产投资: 房地产投资韧性不可持续, 明年或将下行

今年 1-11 月, 房地产投资累计增速 10.2%, 全年投资增速大概率将超过 2018 年的

9.5%，连续第四年上升，地产投资的韧性超出市场预期。今年地产投资维持较高增速，主因建安投资由负转正，并且土地购置费增速下行但依然维持高位。

展望 2020 年，房地产进入竣工周期，建安投资可能会维持一定韧性，但有边际回落；受成交土地面积增速放缓的影响，土地购置费增速放缓；综合来看，2020 年地产投资大概率下行，未来地产竣工面积将逐渐改善，建安投资阶段性保持高位，这一阶段可能持续 1-2 个季度左右，此后，随着销售下滑，竣工面积开始下行，建安投资回落，房地产下行压力逐渐增大。

2.3.3 消费端：汽车销售低迷拖累消费增速，2020 年预计维持平稳

回顾 2019 年，消费方面，受汽车销售持续低迷影响，社会消费品零售总额增速累计同比下滑。

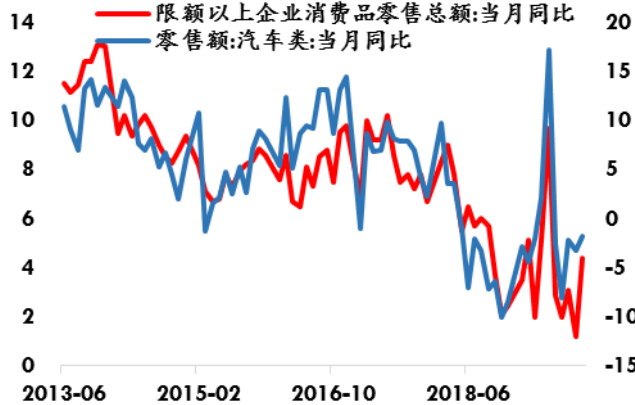
展望 2020 年，消费预计保持平稳。首先，汽车销售边际上或有所改善，明年可能会出台一系列政策以刺激汽车销售；其次，明年降税减费大概率继续，对消费有一定提振作用。

图 21： 社会零售品消费总额增速



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 22： 限额以上消费品零售增速及汽车零售增速



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

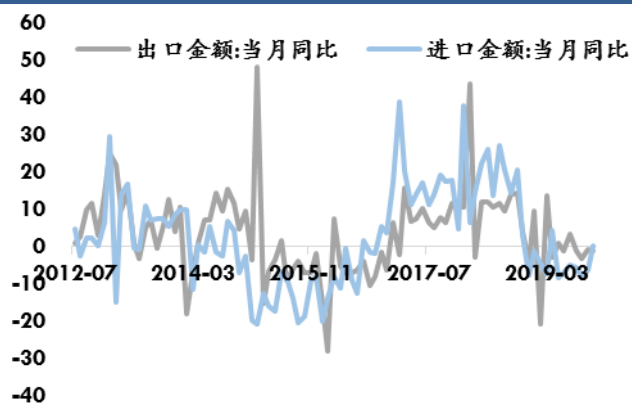
2.3.4 外贸端：2020 年全球经济或触底回升，内需先于外需转强

回顾 2019 年，受全球需求下滑、中美贸易摩擦等不利因素影响，出口累计同比出现较大程度下滑，但总体好于预期，部分原因在于日欧需求较为稳定，且贸易摩擦具有一定不确定性导致抢出口效应。

展望 2020 年，进口方面，在国内固定资产投资企稳的状况下，将带动内需企稳；出口方面，外需大概率继续下行，净出口对 GDP 贡献逐渐下降。但欧元区和日本、韩国等经济体对中国需求的依赖度较高，随着中国经济增速的企稳，这些经济体的增速也可能逐步企稳。因此，内需改善大概率先于外需，从而导致进口改善先于出口，待

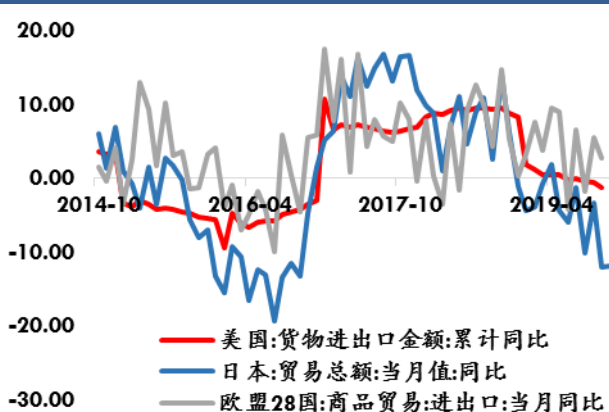
全球经济企稳后，外需或将回暖，出口也将有所改善。

图 23: 国内进出口增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 24: 主要发达经济体贸易增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

2.3.5 2020 年 CPI 预计有所回落，PPI 回升至 0 附近

回顾 2019 年，CPI 同比大幅上行，破 3%，主因猪肉价格大幅上涨。但从结构来看，除食品价格外，其他的 CPI 分项依然相对疲软，核心 CPI 更是处于下行趋势当中；PPI 方面，受全球需求下行影响，工业品价格出现较大幅度的回落，拉动 PPI 同比跌入负值区间，通缩压力显现。

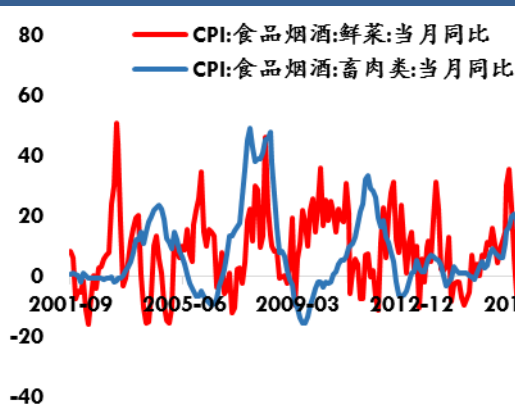
展望 2020 年，猪价或在猪肉供给增多的带动之下，有所下行，CPI 预计前高后低，维持在 3.0% 左右。经济增速下行压力依然存在，核心通胀仍难以大幅回升；目前来看，我国和全球经济依然偏弱，但考虑明年基建和建安投资对内需形成提振，国外方面 2020 年全球经济企稳，原油需求也可能回升，总体对工业品价格形成支撑。PPI 同比将企稳逐步回升至 0 值附近震荡。

图 25: CPI、PPI 及通胀剪刀差



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 26: 主要发达经济体贸易增速



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

2.3.6 2020 年预计财政政策继续发力，货币政策边际宽松

2020 年我国经济面临下行压力，外部环境依旧不稳定，客观上需要政策支持。我们判断财政政策仍将发力，货币政策边际宽松。

货币政策方面，从央行 2019 年下半年货币政策倾向来看，CPI 的大幅上行并未成为货币政策的掣肘因素，核心 CPI、PPI 处于低位，企业实际利率较高，降息仍有必要，但短期可能受到猪肉价格大幅上行的扰动，节奏将是渐进的；2020 年，从货币政策框架的调整来看，下调政策利率的方式来收窄利率走廊是有必要的，以更好的实现利率的调控；从内部来看，提升资本回报率需要降低实际利率水平；从外部来看，多个央行的降息的背景下，我国下调政策利率的窗口已经打开以对冲全球经济下行及贸易摩擦带来的压力。

财政政策方面，明年大概率更加积极，是稳增长的重心，展望 2020 年，稳增长压力下，财政赤字率可能上调；除此之外，一季度专项债发行或将放量。9 月 4 日国务院常务会议提到，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年年初即可使用见效。可以确定的是，专项债发行规模将放量，为经济增长预留一定的安全边际；另外，减税降费依旧是明年的工作重点，真正降低企业的税负，从而对企业利润和居民消费能力形成支撑；最后，通过专项债、特别国债、PSL 等手段，对基建投资资金来源形成支撑，通过基建投资的“托而不举”，来对冲一部分地产投资和出口的下行压力。

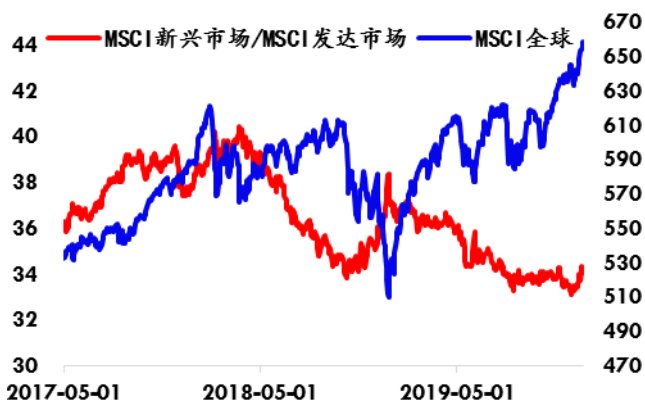
三、市场表现及主要变量

3.1 全球制造业衰退，但权益市场表现抢眼

全球 2019 年经济全面下滑，主因全球制造业衰退，但从“MSCI 全球”指数走势来看，2019 年为 20 年来收益第四高的年份，各大主要经济体年初以来涨幅均保持在 10% 以上。

值得注意的是，2019 年，“MSCI 全球”指数明显走强，但“MSCI 新兴市场/发达市场”指数的走熊，反应全球经济存量争夺的本质，是市场层面对存量争夺的呼应，发达市场股市的靓丽表现是以挤压新兴市场为代价的。

图 27: MSCI 全球 vs. MSCI 新兴市场/MSCI 发达市场



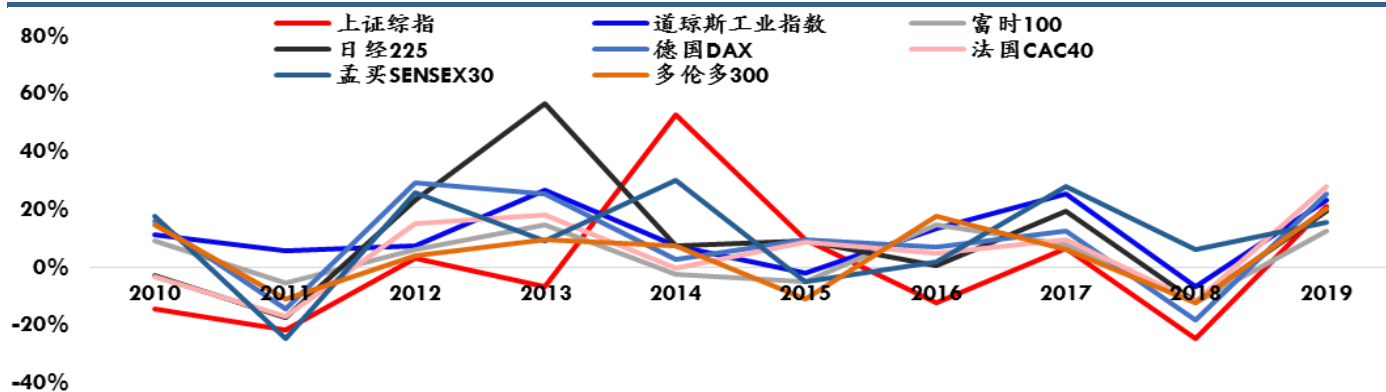
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 28: MSCI 全球指数年度涨幅



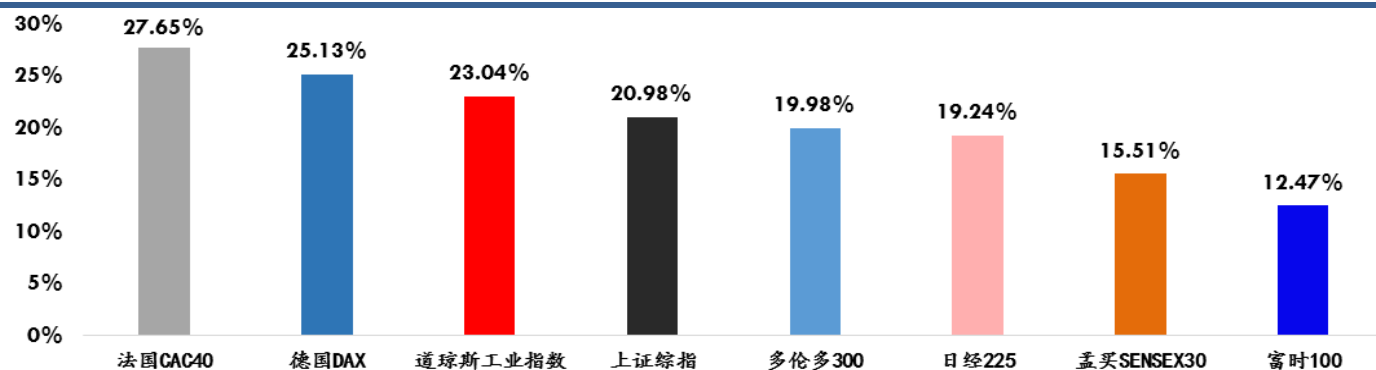
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 29: 各大主要经济体十年涨跌幅



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 30: 各大主要经济体年初至今涨跌幅（截止 2019 年 12 月 20 日）



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

3.2 估值回到相对低位，等待盈利拐点出现

牛市的启动有一个必不可少的要素——估值修复动力，要么来自盈利预期增长（分子逻辑），要么来自无风险利率下行（分母逻辑）。

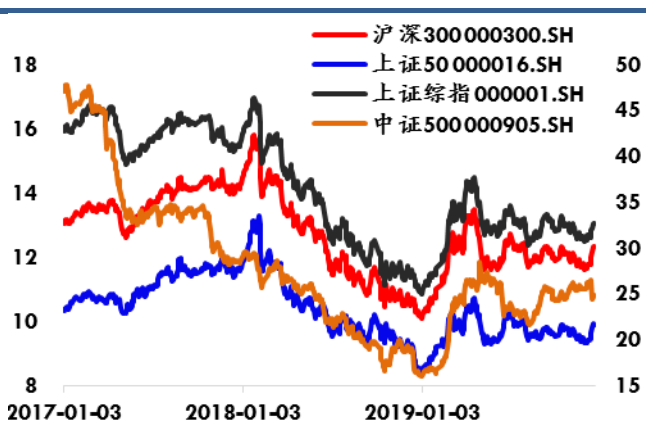
从市场估值角度来看，2018 年底至 2019 年初，估值处于历史最低位附近，上证 A 股的市盈率 (TTM) 为 11 倍，此前只有在 14 年短期到达过 9 倍左右的历史最低估值，而

且远低于 01 年时的 65 倍估值。目前来看，虽然估值水平较 2019 年初有所提高，但仍处于历史偏低位置，权益市场性价比依旧较高；此外，和海外主要股市来比较，目前美国标普 500 估值为 23.74 倍，日经 225 指数的估值为 19.06 倍，德国 DAX 的估值为 24.45 倍，A 股的估值相对而言是最便宜的；最后，国内银行间利率和流动性是判断社会流动性的一个核心点，为了更加综合的考虑 A 股的估值水平，将 A 股的估值和社会流动性结合，我们拟合出 A 股全面估值指数。拟合的指数对上证综指的走势有较好的指导作用，目前 A 股全面估值指数同样处于相对低位。

虽然 A 股当前的估值已经比较便宜，但是更多的担忧来自于企业盈利，因为 2019 年工业企业利润大多处于负增长，从指数盈利来看，2019 年利润衰退的压力已经在股价里有所反应。但是，我们认为不应该对于中国的企业盈利过于悲观，主要由如下几点理由：首先，明年来看，经济大概率会企稳，只要经济能够保持增长，企业盈利下滑就是短期现象，企业盈利增速长期和 GDP 名义增速基本相当，在通胀保持高位、经济中速增长的情况下，企业盈利增速长期为负的可能性较小；其次，明年政策方面，降税减费依旧为重点，可以部分对冲企业净利润短期下滑，促进居民部门消费、并最终改善企业盈利。而更为重要的是，减税会提高企业利润率，从而激发企业投资研发的积极性，推动经济进入创新模式，从而带来可持续的利润增长。

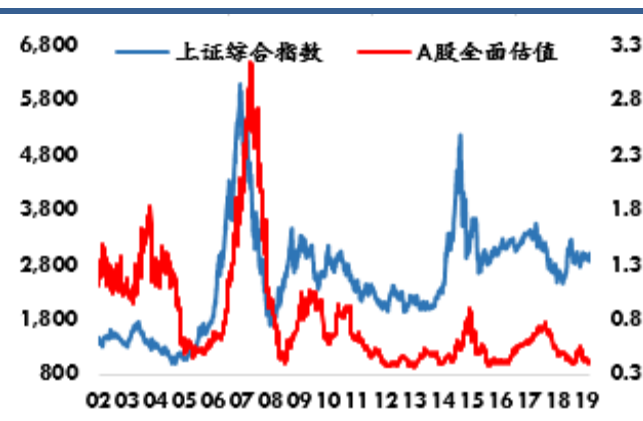
股价的主要影响因素，除了企业业绩和估值之外，还有市场的无风险利率。目前来看，估值修复仍需等待盈利拐点出现，2020 年下半年无风险利率大概率维持缓慢下行，市场再次走高需静待经济再次探底得到确认。

图 31: A 股几大指数估值



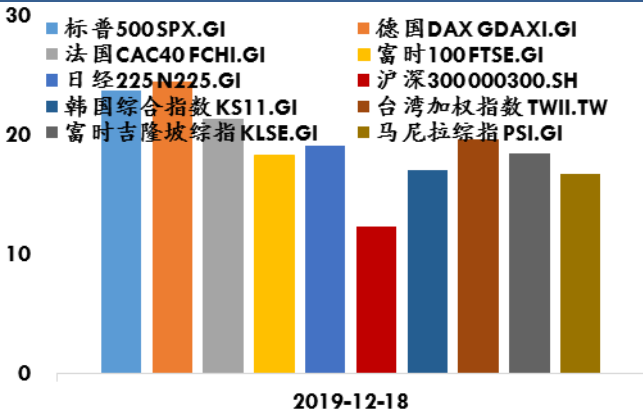
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 32: 上证综指及 A 股全面估值



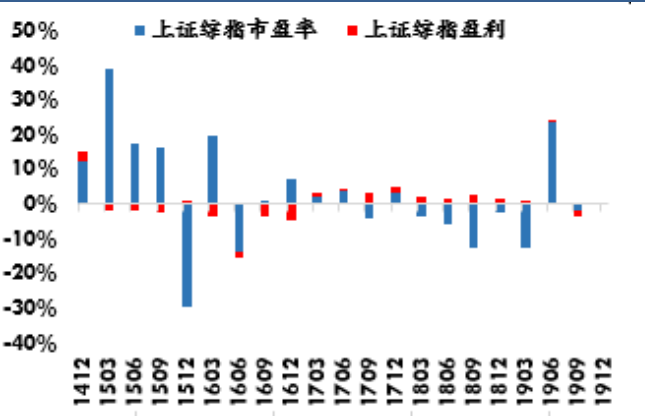
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 33： 各经济体估值横向比较



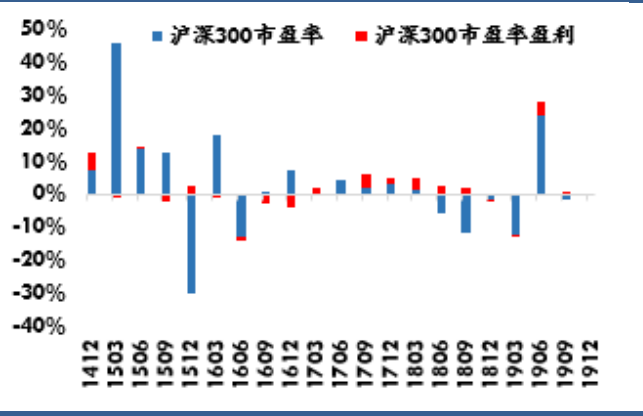
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 34： 上证综指市盈率及盈利



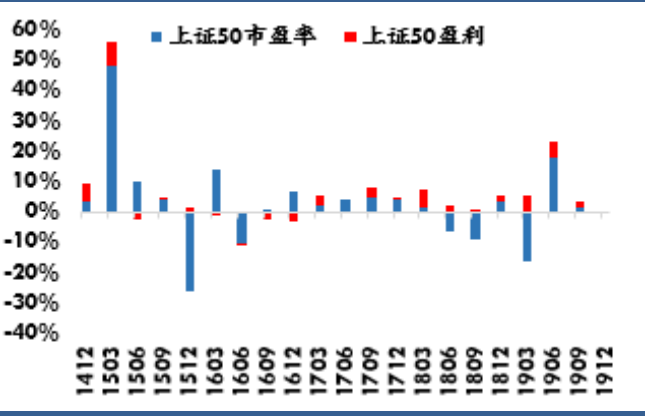
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 35： 沪深 300 市盈率及盈利



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 36： 上证 50 市盈率及盈利



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

3.2 破“刚兑”叠加货币宽松，市场流动性或保持充裕

3.2.1 货币政策保持宽松，宏观流动性宽裕

宏观流动性方面,我们用M2与名义GDP的增速差来衡量市场的“真实通胀率”，市场“真实通胀率”与全A股风险溢价有一定的同步性。从宏观方面来说，明年财政政策大概率较为积极，中央政府加杠杆以刺激经济，货币政策大概率维持宽松，但更加倾向于边际宽松。在配合中央政府加杠杆的过程中，M2与名义GDP的增速差大概率上行，对全A股风险溢价有所支撑。

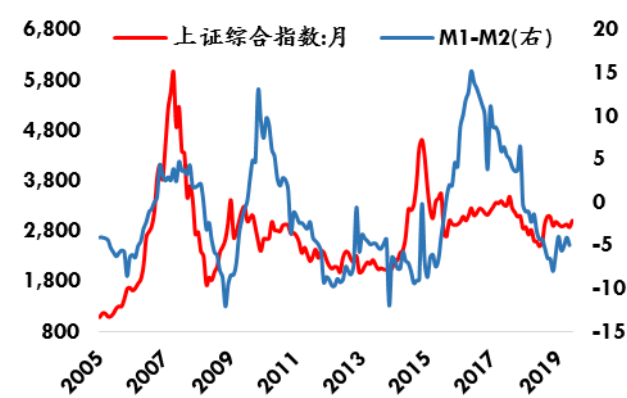
除此之外，M1、M2剪刀差可突出反映企业资金占比和其资金的活化程度，这一定程度可以认为是新一轮周期的同步，甚至是先行指标，从其历史走势来看，与上证综指走势也存在一定的相关性。明年M1-M2增速差大概率企稳回升，从宏观流动性层面提供支撑。

图 37: M2-GDP 增速差 wind 全 A 股风险溢价



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

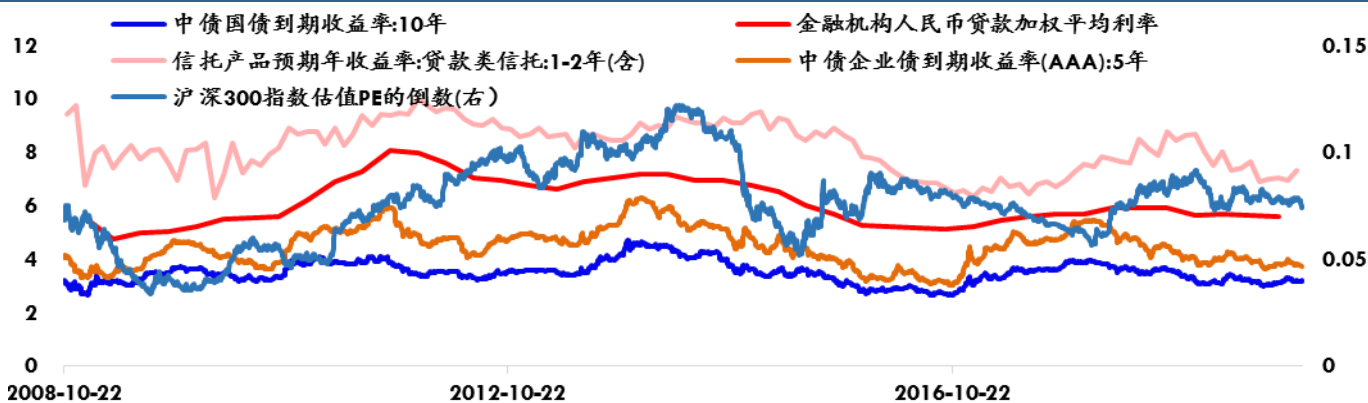
图 38: 上证综指与货币剪刀差



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

比较信用利差和股市之间的关系，沪深 300 隐含收益率（即股价走势的倒数）与信托收益率是最为高度相关的。2019 年市场上最值得关注的现象，即对“刚兑”信仰的打破，从包商银行破产到第一例城投债违约，市场资源开始重新整合配置，向更高效率的部门转移。“破刚兑”是国内经济基本面对存量争夺的呼应。2020 年，在破刚兑整体基调下，市场资源重组后信用利差大概率下行，高收益刚兑资金减少，流入股市，对股市产生一定支撑。

图 39: 信用利差对股市的驱动作用



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

3.2.2 政策引导内外部资金，微观流动性可观

2019 年新增投资者数量及融资融券余额均有所上行。内部资金方面，投资者结构来看，2019 年三季报显示，陆股通及社保基金增持明显，公募基金、一般法人及私募持股市值大幅下行。明年来看，险资和社保基金入市规模或将进一步提升。2018 年 10 月，证监会明确提出要“引导保险、社保等更多增量中长期资金入市”；2019 年 10 月 21 日，证监会召开的社保基金和部分保险机构负责人座谈会上，明确提出要从转化存量、引入增量、优化环境入手，逐步推动提升中长期资金入市比

例。随着保险业的不断规范以及保险需求的提升，保险资金预计将维持稳定增长，对股市而言也是一笔可观的增量资金。

此外，外资方面，随着 A 股对外开放程度不断加大，陆股通累计买入成交净额持续上行，三季度陆股通和 QFII 合计持股市值已突破一万亿，其体量已经能与国内保险公司和基金相媲美。2019 年资本市场对外开放红利不断释放，三大国际指数相继纳入 A 股。截至目前，MSCI 指数已经完成 A 股的第三阶段第三步纳入，A 股大盘股、创业板股和中盘股的纳入因子均已达到 20%；标普道琼斯指数中 A 股的纳入因子为 25%；富时罗素指数已经完成 A 股的第一阶段第二批次纳入，纳入因子达到 15%。

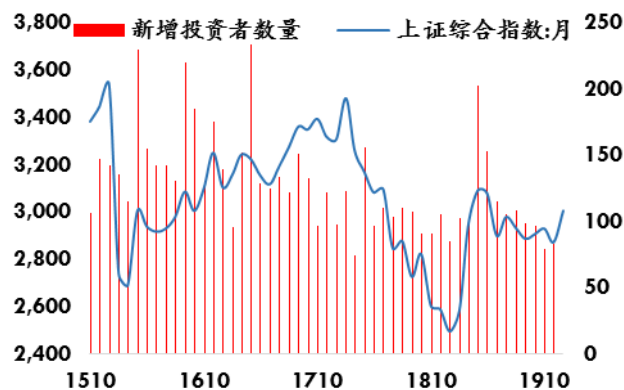
明年来看，A 股对外开放进程还将继续推进，除此之外，人民币汇率明年大概率走强，人民币资产吸引力加大，陆股通资金对汇率较为敏感，汇率走强利于外资增加权益资产的配置权重。

图 40： 机构持股汇总（按机构）

机构类型	持有证券数量			持股市值(万元)			报告期
	本期	变动	上期	本期	变动	上期	
全部	4,303	-5,578	9,881	2,706,661,665.75	-130,700,666.67	2,837,362,332.42	2019-09-30
基金	1,856	-1,565	3,421	128,019,176.30	-71,345,898.23	199,365,074.52	2019-09-30
一般法人	4,039	-5,333	9,372	2,217,441,476.68	-65,346,182.35	2,282,787,659.03	2019-09-30
阳光私募	887	-62	949	18,575,155.05	-1,219,583.61	19,794,738.67	2019-09-30
非金融类上市公司	328	-316	644	41,751,015.44	-3,224,576.84	44,975,592.28	2019-09-30
陆股通	895	107	788	111,746,168.54	12,533,132.82	99,213,035.72	2019-09-30
券商集合理财	665	-219	884	6,607,261.17	-831,140.67	7,438,401.84	2019-09-30
保险公司	374	-36	410	132,584,316.85	-1,495,797.81	134,080,114.65	2019-09-30
QFII	317	22	295	15,632,112.28	-420,745.31	16,052,857.60	2019-09-30
财务公司	20	-2	22	162,699.90	-12,441.26	175,141.16	2019-09-30
社保基金	548	-21	569	21,901,902.71	1,064,844.61	20,837,058.10	2019-09-30
券商	417	-263	680	3,974,078.49	-431,845.46	4,405,923.94	2019-09-30
银行	31	-1	32	2,178,264.98	-104,824.91	2,283,089.89	2019-09-30
信托公司	68	3	65	5,636,776.58	181,544.07	5,455,232.50	2019-09-30
基金管理公司	16	2	14	443,805.29	-43,100.13	486,905.42	2019-09-30
企业年金	6	-1	7	7,455.50	-4,051.58	11,507.08	2019-09-30

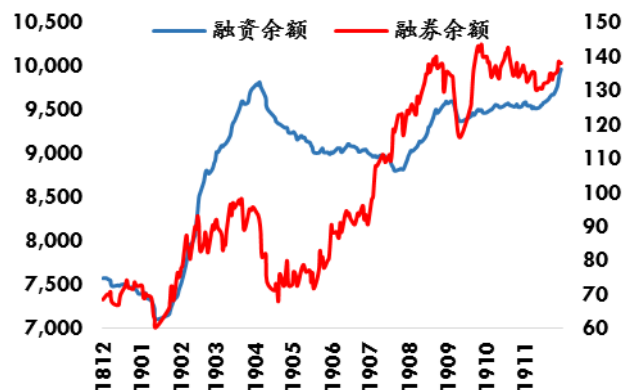
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 41： 新增投资者数量及上证综指



数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 42： 融资融券余额



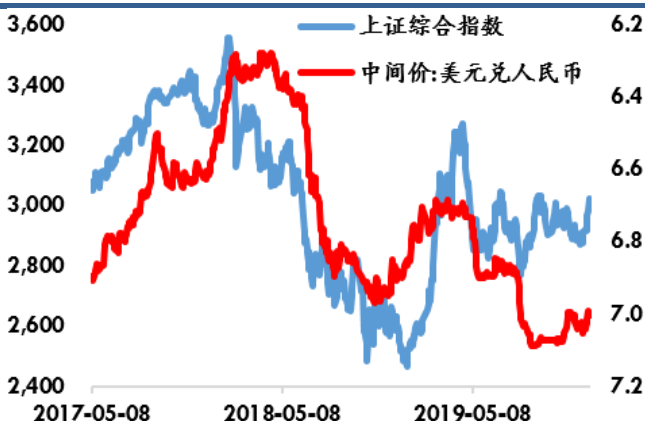
数据来源：wind、海通期货投资咨询部

图 43: 北向资金累计买入净成交额



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 44: 上证综指与人民币中间价 (倒序)



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

3.3 市场切换至存量资金博弈，关注结构性机会

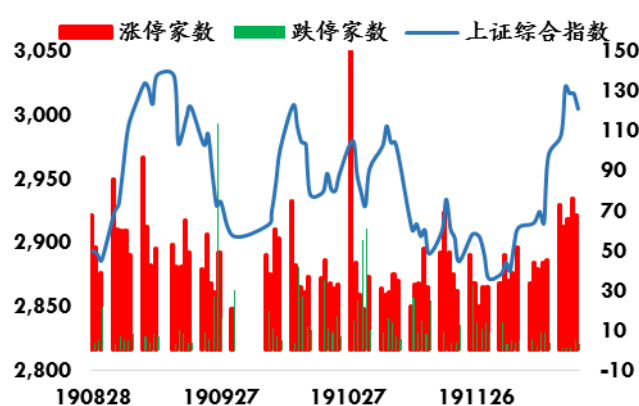
2019 年，除了在一季度市场行情大涨的时候，两市成交量出现明显放大。二季度市场进入震荡调整市后，成交量逐渐收窄。市场由年初的增量资金入市切换至目前的存量资金博弈，市场结构性机会明显。

图 45: 上证综指及总成交额



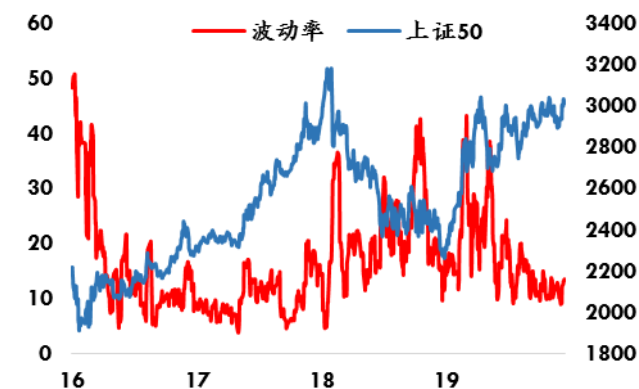
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 46: 上证综合指数及涨跌停家数



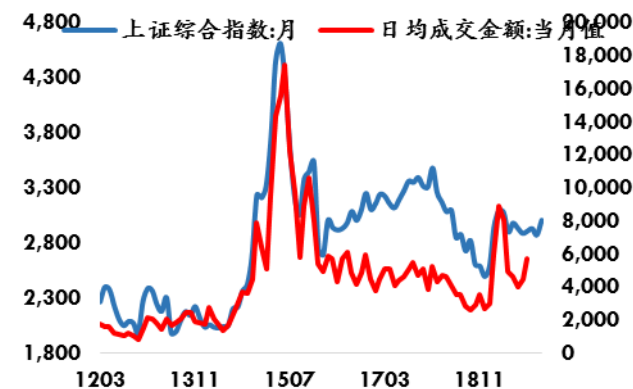
数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 47: 市场隐含波动率及上证 50 指数



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

图 48: 上证综合指数及日均成交额（当月值）



数据来源: wind、海通期货投资咨询部

3.5 中美贸易战核心为汇率之战, 是国际形势对存量争夺的呼应

贯穿 2019 年的主线是存量争夺, 反应在国际形势上, 中美贸易战是国际形势对存量争夺的呼应, 康波萧条期的贸易战代表领先国逼迫追赶国加杠杆、开放市场阶段。

对比人民币汇率和中国股市, 我们可以看到, 2017 年底之前, 人民币汇率是 A 股的滞后指标, A 股的表现是领先于人民币汇率的表现的。2017 年底之后关系开始有所转变, 人民币汇率就变成 A 股的领先指标了。也就是从 2017 年底开始, 汇率的升值和贬值可以被视为 A 股上升和下调的重要条件。2019 年四月这波股市的下跌也对应着人民币的大幅贬值, 后期股市止跌回调也对应着人民币汇率的止跌并重新升值。

在中美贸易问题上, 我们目前需要面对的问题主要是全球的滞涨问题, 换句话说, 目前重要的是中美两国谁的承受能力更强, 转移到美国的资本是否会回流到中国来。因此, 未来主要的关注点是汇率, 当我们能够看到美国的风险资产遭到抛售, 并开始重新流回中国的时候, 中国资本市场真正的牛市也才有可能来临。

2020 年来看, 人民币不具备大幅贬值的基础, 因此, 从这个层面上来说, 权益市场低点或将有所支撑。中美贸易战目前来看, 暂时有所缓和, 已经达成了第一阶段的协议, 但不确定性依旧较大, 经过中美贸易战持续的反复, 市场价格已经基本能够反映一部分对事件的看法。后期若中美贸易状况进一步恶化, 或成为重要风险点。

3.6 底层制度调整, 市场环境有所变化

(1) 金融供给侧改革, 资本市场地位空前提高。2019 年上半年, 金融供给侧结构性改革拉开了序幕, 针对金融供给侧改革, 政策在以下几方面着重发力: 第一,

打好防范化解金融风险攻坚战；第二，加大金融改革开放力度；第三，从资金端来看，增加多层次金融产品供给，丰富居民和企业投资渠道，加强股票、债券、基金、理财、保险等金融产品布局，降低房地产在居民资产中的配置比重；第四，从金融机构和市场来看，加快多层次资本市场建设，提高直接融资比例、丰富多层次银行体系、推动科创板和注册制落地、完善债券市场结构、建立完善的退市机制，改善金融机构和市场结构；第五，从融资端来看，要改善金融和实体经济的供需结构，引导资源向效率更高的领域，避免资金过度流向杠杆过高的领域，将资源向效率更高的民企、小微企业和新兴科创企业倾斜。

(2) 中国资本项目开放不断推进。最早海外资金进入中国资本市场的渠道是 Qfii 和 Rqfii，从这一渠道进中国要经过严格的审批，而且退出也不方便。但后来在沪深港通、债券通建立之后，近期中国政府已经宣布取消了 Qfii 和 Rqfii 的额度限制，相当于进入限制完全取消；退出机制则是在 18 年重大修订，Qfii 每月汇出资金不得超过总资产 20% 的规定已经取消了；此外，过去外资在中国设立金融公司都有股份限制，只能占据小股东的位置。而近两年在这些领域的限制在逐步取消，外资控股的银行、保险、证券、基金公司正在相继设立。在资产管理领域，外资已经可以设立独资的私募基金公司；与中国资本市场开放相应，近几年中国的股市和债市相继被纳入到了摩根斯坦利、彭博巴克莱、摩根大通等全球指数，这也推动了外资的持续流入。

(3) 股指期货的推出。为深化资本市场改革，激发市场活力，证监会正式启动扩大股票股指期货试点工作。股指期货的推出具有以下几点重要意义：第一，完善资本市场风险管理体系，改善投资者结构；第二，丰富市场策略组合，为期货行业发展注入活力；第三，与场外工具相辅相成，降低对冲成本；第四，进一步推动我国金融市场国际化。

四、后期展望及策略建议

4.1 2020 年行情展望

2019 年，全球经济处于第五轮康波周期衰退向萧条过渡期，贯穿全球的主要矛盾转变为存量争夺，“新兴市场/发达市场”指数走熊是市场表现层面对存量争夺的呼应，中美贸易战是国际形势对存量争夺的呼应，“破刚兑”是国内经济基本面对存量争夺的呼应。存量争夺背后的原因是信息科技革命红利的衰竭。

2020 年来看，全球经济增长或将迎来拐点，中国经济面临的外部压力将有所减轻；全球主流央行货币政策均趋向宽松，明年我国货币政策将锚定 PPI 及核心 CPI，利率下行通道将打开，但节奏保持稳健；在内外基本面忧虑犹存的情况下，国内大概率会加大财政政策调控力度，以拉动基建投资为主要抓手，平衡经济增长中面对的压力。

A 股目前处于窄幅震荡阶段，市场消化经济下行及盈利衰退的尾部风险，经济能否在风雨飘摇中探底回升，将决定行情的长度及高度，后期市场需要关注重要变量表现。首先，A 股估值目前再次调整至偏低区域，虽然高于 2018 年底的估值水平，但仍旧处于历史较低水平；其次，货币政策边际宽松，市场流动性有所支撑。在市场底层制度不断修复的过程中，政策引导内外部中长期资金入市或成为支撑行情的助力之一，人民币汇率能否承压成为中美贸易角逐的核心变量；除此之外，“破刚兑”是目前市场的主流基调，资源实现重组配置，向高效率部门转移。在此主基调之下，股市已具备走牛的基础，若市场尾部风险得到解决，2020 年将迎来股市的新一轮机会。

4.2 2020 年股指期货策略展望

(1) 2020 年，股市具备走牛的基础，上证综指的交易底部区间很可能约为 2700 点，压力位约为 3600 点左右。

(2) 长期看，消费型白马股依然获得投资者青睐。经济增速换挡期，龙头公司市占率将强者恒强，外资流入将首选 A 股核心资产品种，受到科技类型股票的业绩增长和未来发展潜力巨大的影响，行业空头公司将长期跑赢非龙头公司，以核心公司组成的沪深 300 指数长期跑赢全样本的上证指数。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。