



## 股指：经济结构改善，慢牛行情可期

夏佳栋

股指研究员

Tel: 0755-23982260

邮箱: [xiajd@wkjyqh.com](mailto:xiajd@wkjyqh.com)

蒋文斌

股指研究员

Tel: 0755-82921868

邮箱: [jiangwb@wkjyqh.com](mailto:jiangwb@wkjyqh.com)

### 报告要点:

2019 年，股指在 1 月初见底之后，走出了一轮“小牛市”；但到了 5 月初，中美贸易局势变化、经济增速下行，股指见顶回落；下半年各项因素时好时坏，股指窄幅震荡。

目前时点，宏观经济整体仍在下滑，但我们可以看到结构上出现了不少亮点，许多领先指标连续几个月反弹向上，高科技行业取代传统行业，为经济发展提供了新的动能。企业盈利也已经企稳，现金流明显改善。在经济下行背景下，减税和 LPR 降息为企业减轻了负担。

无风险利率低位震荡，企业债利率大幅下降，信用利差收窄，意味着企业信用状况改善，融资成本下降。企业减少利息支出可以增厚净利润，而债券利率下行更能提升股票的配置价值。

今年外资大举买入，并且目前对 A 股的持股比例仍远低于日本、韩国等股市，未来仍有大量的配置空间。

总体来说，下半年窄幅震荡后，市场估值仍旧处于比较便宜的状态。今年的基本面已经出现了非常大的改善，并且好的因素仍将持续。我们认为明年经济将在结构改善后，整体企稳反弹，股市慢牛行情可期。

## 股指：经济结构改善，慢牛行情可期

### 2019 年全年行情回顾

2019 年，上证指数在 1 月初“二次探底”2440 点后，便开启了持续 4 个月的“小牛市”。2 月份春节过后，股市连续收阳，沪深两市成交额在 1 万亿上下，大量场外资金跑步入场。3 月份两会期间，国务院宣布降低制造业增值税率和社保费率，叠加 3 月份靓丽的经济数据，股市继续上行，沪指最高涨至 3288 点，几乎收复了 2018 年的跌幅。但到了 4 月下旬，国内货币政策有收紧迹象，经济数据再度走弱，股市开始震荡回调。5 月的第一个交易日，“中美贸易磋商”突生变故，当日股市跳空低开并大跌，终结了前面的上升趋势。下半年，随着中美贸易磋商情况反复，以及经济下滑与货币政策放松之间的赛跑，股指在一个较窄的区间内来回震荡，偶尔走“滞胀”逻辑，偶尔走“降息”逻辑，贸易局势一会儿紧张，一会儿缓和，反反复复。

前 4 个月股市走牛的主要逻辑是：在经济下行总体可控的情况下，国家降低企业融资利率、减税降费，调整了“去杠杆”的力度和节奏，并且多轮“贸易磋商”都取得了进展，扭转了去年的悲观预期。

4 月下旬开始，以上驱动因素出现了一些变化，“中美贸易磋商”的不确定性，以及经济数据持续下滑，导致市场风险偏好下降。而货币政策渐进式宽松、减税降费的逻辑依旧成立，则封堵了股指的下行空间。

图 1：上证指数 2019 年 1 月-2019 年 12 月（截至 6 日）走势图

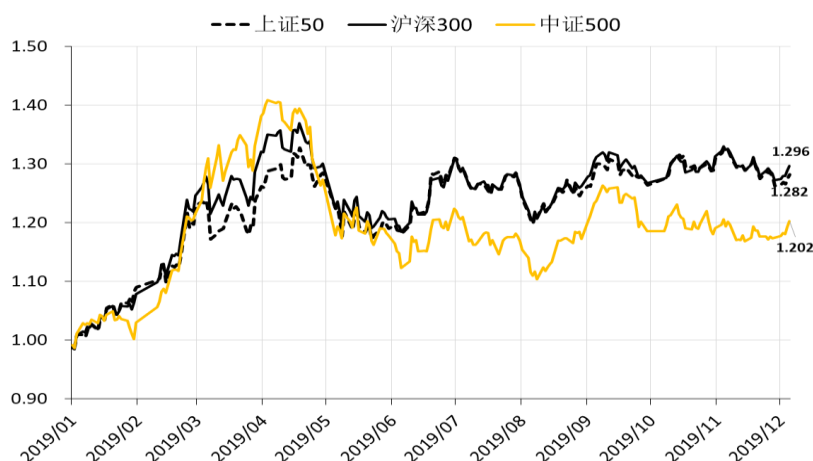


数据来源：文华财经

以 2019 年 1 月 1 日为基期，将当日指数点位设置为净值“1”。截至 2019 年 12 月 6 日，沪深 300 净值 1.296，上证 50 净值 1.282，中证 500 净值 1.202。

2019 年整体市场的风格依旧是核心资产大涨，上证 50 的个别权重股大涨拉动了 50 和 300 指数。而中证 500 内部分化较大，导致涨幅低于其它两个指数。

图 2：沪深 300、上证 50、中证 500 “净值化” 走势图



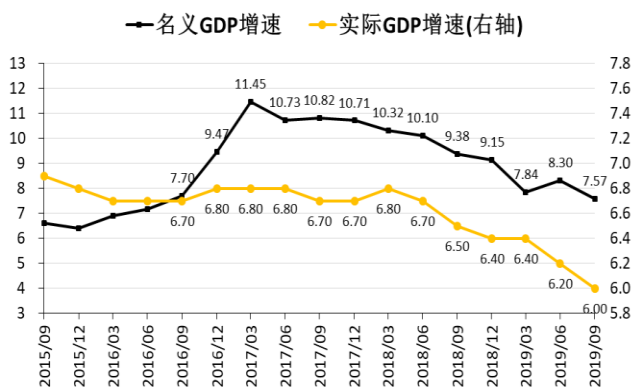
数据来源：wind、五矿经易

## 1、宏观经济和企业盈利

### 经济领先指标反弹

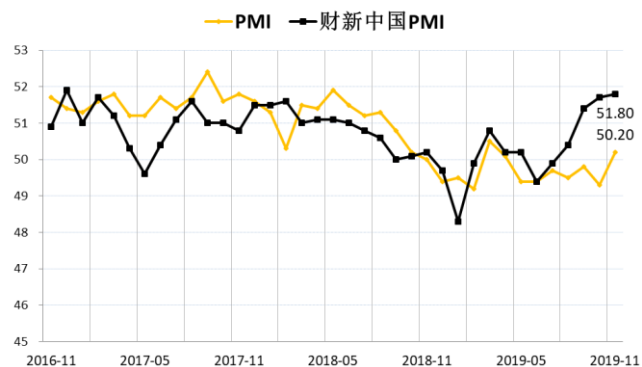
2019 年全年，经济延续下滑态势，三季度实际 GDP 增速已跌至 6.0%，位于政策目标下沿。与企业盈利密切相关的“名义 GDP 增速”也出现了明显下行，这表明企业的盈利状况在恶化。经济的领先指标官方制造业 PMI 在 5 月份之后一直处于“50 荣枯线”下方，表明过去几个月经济仍然较为低迷。

图 3：名义 GDP 与实际 GDP (%)



数据来源：wind、五矿经易

图 4：官方 PMI 和财新 PMI

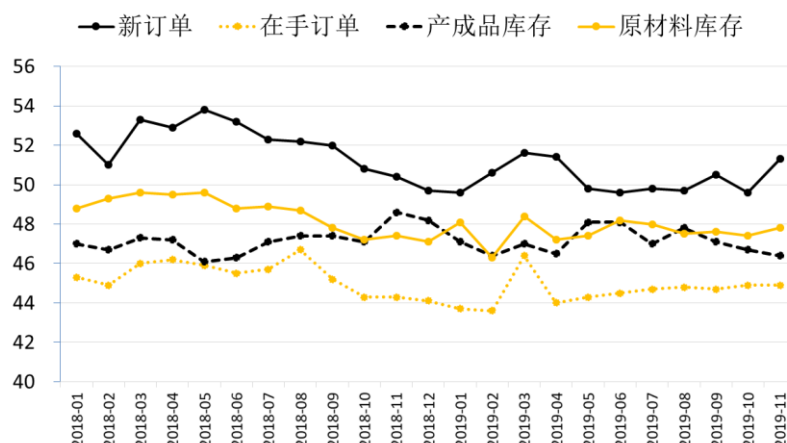


数据来源：wind、五矿经易

不过，最新一期公布的 11 月份 PMI 数据大幅反弹，大超预期。并且与中小企业更相关的财新制造业 PMI 已经连续 4 个月站上荣枯线，表明今年下半年中小企业盈利情况有明显改善。按照历史规律，财新 PMI 小幅领先官方 PMI，因此官方 PMI 大概率会继续反弹。

从官方 PMI 的细分项看，11 月份新订单已经反弹，原材料库存也停止了下滑趋势；新订单和原材料库存的“滞后项”——在手订单和产成品库存仍旧下滑，对整体经济形成了拖累。因此我们可以得出结论：领先项反弹，滞后项拖累，经济前景不必悲观。

图 5：官方 PMI 主要分项



数据来源：wind、五矿经易

### “三驾马车”结构上存在亮点

从 GDP 的“三驾马车”看，消费趋势性下滑，投资难有起色，出口则受到贸易情况影响时好时坏。

不过，仔细拆分各项指标后，我们发现，消费方面，汽车消费负增长已经趋于收敛，日用品、娱乐方面的消费仍是两位数增长，通讯设备（手机）的消费更是出现了单月 22.9% 的大幅增长，这表明消费在结构上存在亮点。此外，双十一期间，天猫的总成交金额增速高达 25.71%，这表明国内的消费需求依旧旺盛。

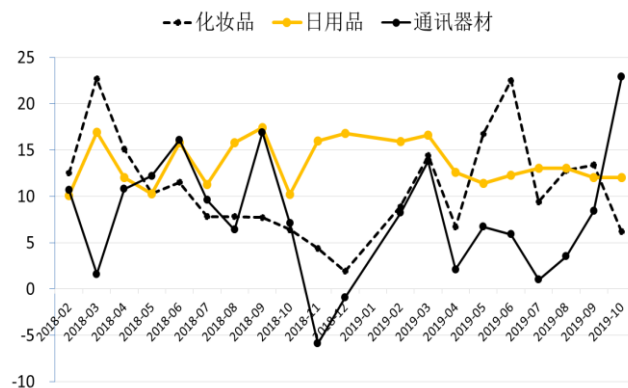
10 月份单月数据下滑主要是化妆品、服装、电子产品“消费后置”到了双十一。今年以来消费数据下滑，拖累项主要是石油制品、家具家电、医药等。石油制品消费下降是因为今年化工品大量投产，整个产业链都在降价；家具家电消费下降是因为地产链条受政策打压；医药消费下降是医药集中采购政策导致的药价大幅下降。从长远看，这些项目的下降实际上为居民消费升级腾出了空间。

图 6：消费数据（%）



数据来源：wind、五矿经易

图 7：消费分项：同比（%）



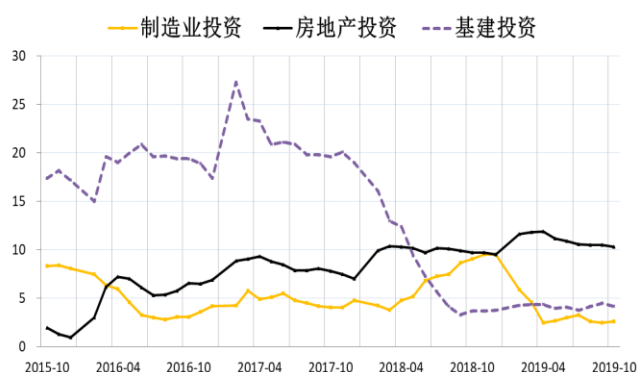
数据来源：wind、五矿经易

投资方面，高端制造业，例如计算机、通信和其他电子设备制造业的投资，从今年 7 月份以来一直是两位数增长，并且增速仍在上升。随着国家产业政策转向，国家大型产业基金将为科技行业提供大量的资金。5G、人工智能、工业互联网等新型基础设施建设，为经济发展带来了新动能。

投资的拖累项主要是上游周期行业，由于产能过剩、利润下滑，企业投资意愿不足。过剩产能出清未尝不是一件好事，所以，投资端实际上也在优化结构。

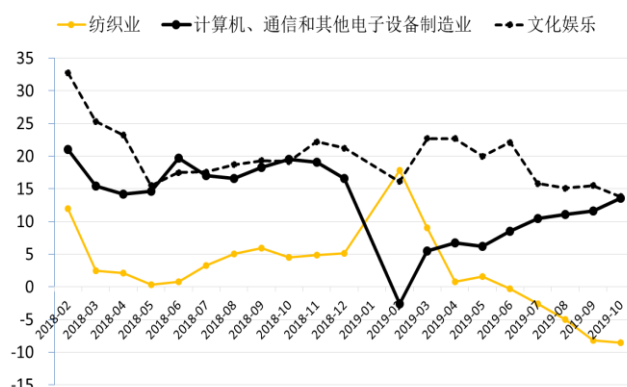
进出口方面，尽管 11 月份的进出口数据尚未公布，但随着中美贸易局势的缓和，进出口回暖已经出现端倪，PMI 分项的进出口数据已经大幅反弹。

图 8：投资数据（%）



数据来源：wind、五矿经易

图 9：投资分项：同比（%）

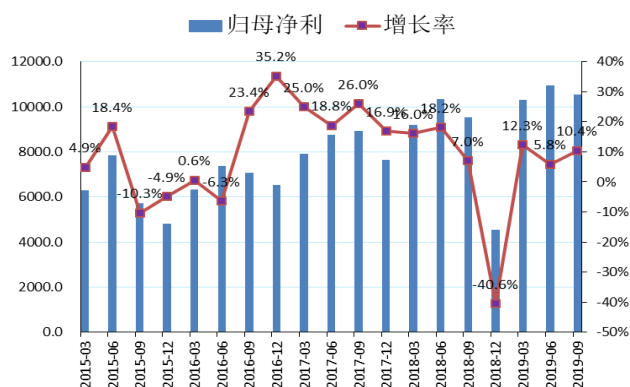


数据来源：wind、五矿经易

## 利润和现金流结构改善

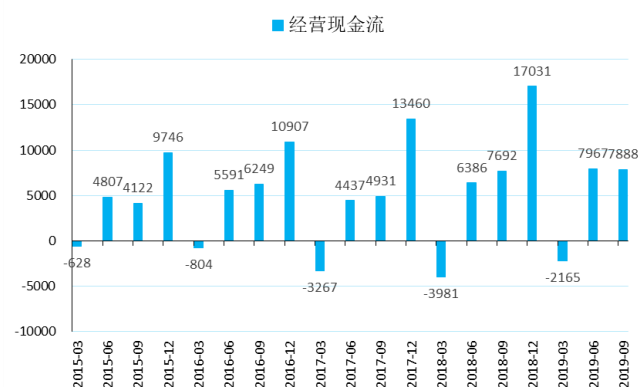
从全体 A 股上市公司的经营情况看，今年三季度企业盈利情况并未随着经济下行而下降。分行业看，下滑的行业主要是上游周期行业（钢铁、煤炭、石油化工），中下游制造业企业的利润普遍企稳回升。三季度的经营现金流表现不及预期，主要拖累项是建筑业和房地产业，也是受政策打压的行业。整体数据不佳主要是受到传统周期行业拖累。而结构上，大部分行业，尤其是高科技行业的经营情况，已较去年及今年上半年明显改善。

图 10：全体 A 股单季度净利润（亿元）



数据来源：wind、五矿经易

图 11：全体 A 股（剔除金融）单季度经营净现金流（亿元）



数据来源：wind、五矿经易

## 减税和降息共同作用

2019 年 4 月份，国家实施了第二轮增值税减税政策。从减税效果来看，税费增速由今年一季度的 12.1%大幅下降至二季度的 0.7%，并且三季度也保持着 0.6%的低增速。减税政策大大减轻了企业的负担。

另一方面，今年以来企业的融资成本持续下降，尤其是 8 月份 LPR 利率改革后，出现了持续性的“变相降息”，为企业降低了大量的利息费用，利息增速由二季度的 15.4%下降至三季度的 8.3%。并且，下半年 LPR 多次降息后，我们结合企业债利率走势，判断四季度的利息将继续下降。

图 12：全体 A 股（剔除金融）-现金利润表（亿元）

		2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
现金收入		90324	97438	105329	119307	99534	107220	112828
	增速	14.4%	15.9%	15.6%	15.7%	10.2%	10.0%	7.1%
原材料+存货应收		79266	76344	84749	88361	85821	84465	91561
	增速	14.5%	14.7%	13.8%	16.1%	8.3%	10.6%	8.0%
资产损耗		3899	3899	3899	8150	4088	4088	4088
	增速	2.4%	2.4%	2.4%	41.7%	4.9%	4.9%	4.9%
人力成本		7207	6465	6454	8993	8174	7084	7088
	增速	15.8%	14.8%	15.1%	20.2%	13.4%	9.6%	9.8%
利息		1212	1190	1285	1446	1386	1373	1391
	增速	22.1%	7.1%	11.1%	14.8%	14.3%	15.4%	8.3%
税费		6589	6906	4972	4063	7385	6951	5000
	增速	17.7%	11.3%	6.6%	5.3%	12.1%	0.7%	0.6%
股东现金利润		-7849	2634	3970	8293	-7320	3259	3699
	变动	-968	+1876	+2545	-320	+529	+625	-271

数据来源：wind、五矿经易

图 13：扣除金融煤炭钢铁地产建筑-现金利润表（亿元）

		2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
扣除钢煤房建		55651	59289	64516	72575	60987	63506	67128
	增速	15.8%	15.5%	14.7%	15.5%	9.6%	7.1%	4.0%
原材料+存货应收		47228	47275	51968	55631	50867	50118	53488
	增速	14.4%	15.6%	13.8%	17.9%	7.7%	6.0%	2.9%
资产损耗		2508	2508	2508	5696	2668	2668	2668
	增速	5.9%	5.9%	5.9%	57.9%	6.4%	6.4%	6.4%
人力成本		4922	4382	4396	5698	5563	4730	4806
	增速	15.5%	16.6%	13.8%	16.5%	13.0%	8.0%	9.3%
利息		687	668	748	824	819	810	836
	增速	23.8%	6.6%	12.7%	18.2%	19.2%	21.2%	11.6%
税费		3481	3464	2502	1834	3823	3202	2412
	增速	14.6%	13.3%	0.5%	-13.2%	9.8%	-7.6%	-3.6%
股东现金利润		-3174	993	2395	2892	-2751	1978	2919
	变动	+279	+359	+1210	-1432	+423	+985	+525

数据来源：wind、五矿经易

## 2、利率和货币政策

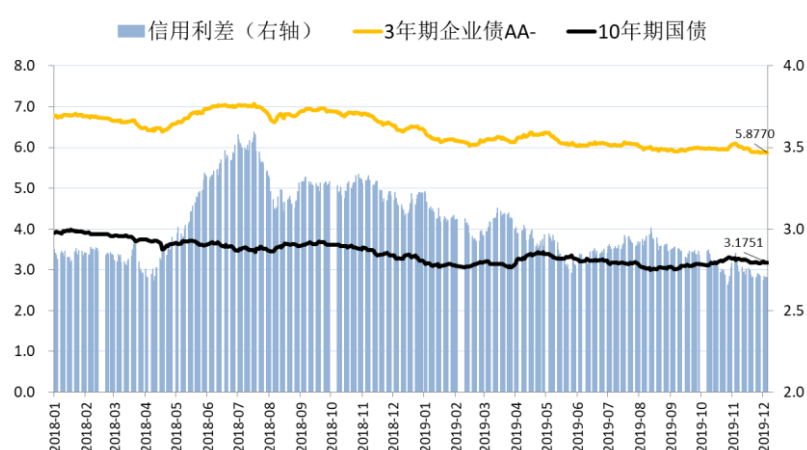
### 国债利率与信用利差双降，企业融资利率大幅下降

2019 年全年，10 年期国债收益率低位震荡，企业债利率明显下降。截至 12 月 6 日，今年 10 年期国债利率的均值是 3.18%，2018 全年的均值是 3.62%，平均下行 44bp。而与 A 股有息负债利率高度相关的中债企业债 3 年期(AA-级)利率则从去年的均值 6.75%，下降至今年的均值 6.09%，

降幅为 66bp。

从绝对变化量来看，今年年初的 10 年期国债利率是 3.23%，当前时点是 3.18%，下行仅 5bp。而企业债利率则从 6.45%下降至 5.88%，下行 57bp。这就意味着，A 股有息负债的信用利差下降了 57-5=52bp。信用利差大幅收窄，表明企业的信用情况在改善，央行的宽货币向宽信用传导机制取得显著效果。

图 14：信用利差（%）



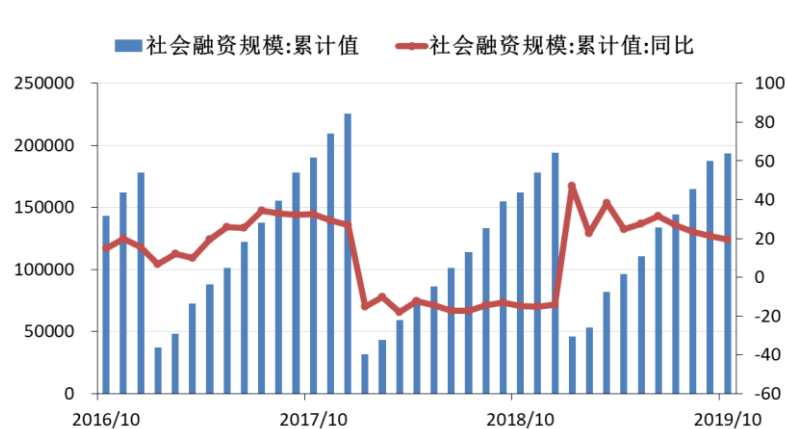
数据来源：wind、五矿经易

## 去杠杆节奏放缓，社融大幅回升

去年 10 月底，中央政治局会议定调将解决民企经营困难，实质性降低企业税负和融资成本。到了今年，国家对去杠杆的态度明显转变，由原先的全面去杠杆转向“结构性去杠杆”。在低基数效应下，社融增速回升至 2017 年的高位水平。

我们从信用利差上，也可以看出去年去杠杆环境下信用利差扩大，今年信用利差已经回到了去杠杆之前的水平。

图 15：社融增速（%）



数据来源：wind、五矿经易

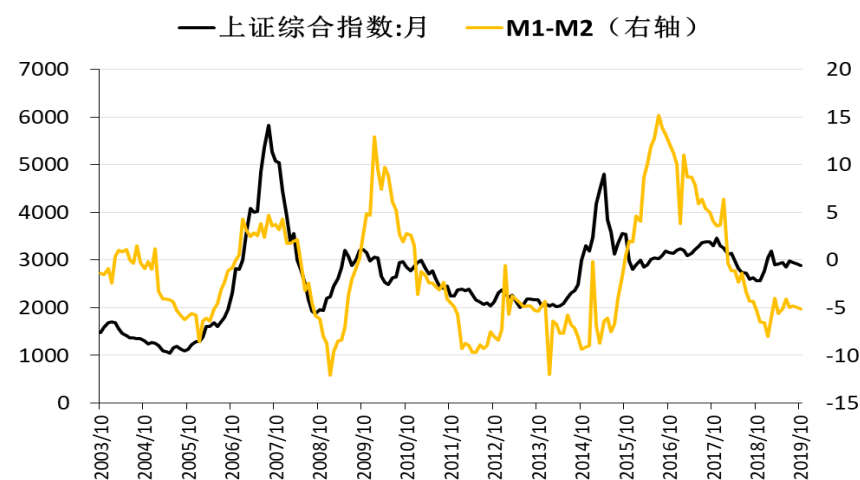


### M1-M2 剪刀差反弹，与股市同步

随着社融的企稳回升，M1 反弹，M2 企稳，则 M1-M2 见底反弹。M1 代表企业活期存款，这个指标反弹就意味着企业的活期存款增加，企业的现金流改善。我们也可以从企业的经营现金流大幅改善得到印证。

从历史规律可以看出，M1-M2 这个指标与股市走势高度相关。今年上半年 M1-M2 底部反弹，股市也走出了一波上升行情。下半年 M1-M2 走平，股市也走成了窄幅震荡。我们判断，在财政政策发力、货币政策渐进式宽松的环境下，M1-M2 下降可能性较低，不排除明年因为低基数而继续反弹。

图 16：M1-M2 剪刀差（%）与上证指数



数据来源：wind、五矿经易

## 3、风险偏好

### 外资成为主要推手，股东增减持持平抑波动

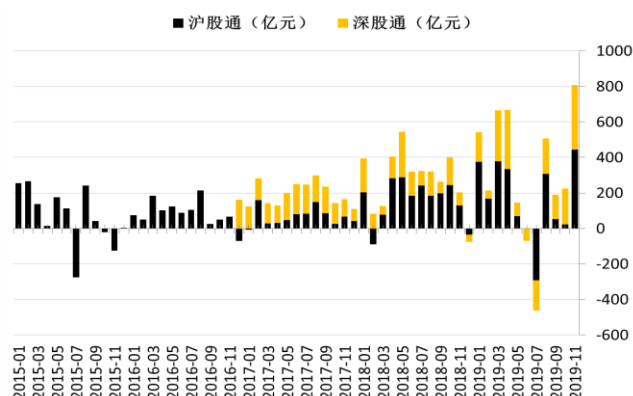
沪深港通资金是今年行情的主要推手。截至 12 月 6 日，外资通过北向沪深港通通道，累计净买入 A 股 3690 亿元，已经超过去年全年 3214 亿元的量。自沪港通开通以来，北向资金累计净买入 11186 亿元 A 股，由于买入后股票上涨，持仓市值达到 12984 亿元，占 A 股自由流通市值的 5.65%。但较日本、韩国、台湾等地股市的比例仍低，意味着未来仍有极大的配置空间。

融资余额随着市场起伏而增减，往往市场最亢奋的时候，就是融资额最增加最快的时候，可以作为一项“反向指标”。不过我们可以看到，当前的融资余额总量相较 2015 年仍有很大距离，说明股市的杠杆率仍旧维持在低位。

重要股东增减持的情况，则完全契合市场行情的发展。高位减持增加，低位减持减少，可作为判断短线涨跌的重要依据。今年股东减持在 3、4 月份较多，这也印证了 4 月份部分个股处于“高估”状态，被股东减持抛售。而在下半年震荡期间，也是“高位减持增加，低位减持减少”的规律。

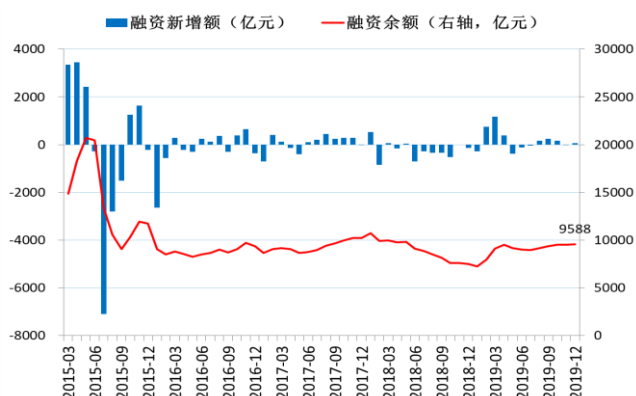


图 17：沪深港通资金变动（亿元）



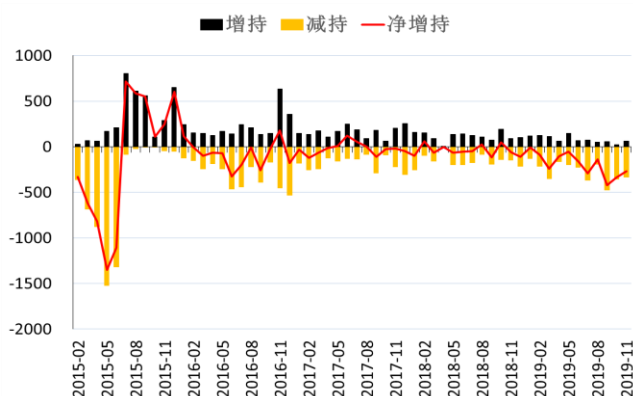
数据来源：wind、五矿经易

图 18：融资余额变动（亿元）



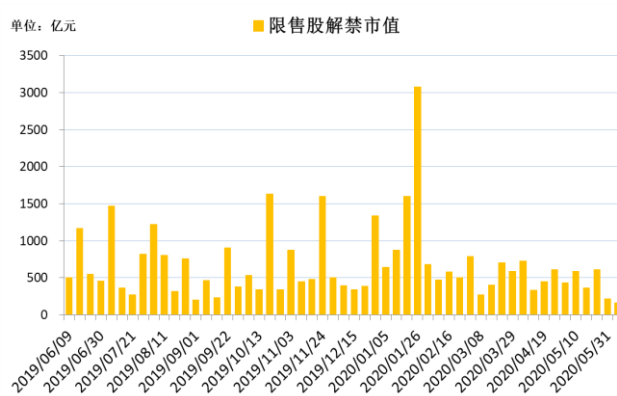
数据来源：wind、五矿经易

图 19：重要股东增减持（亿元）



数据来源：wind、五矿经易

图 20：解禁市值（亿元）



数据来源：wind、五矿经易

## 策略：继续逢低做多 IC 期货

去年以来，我们五矿经易期货股指小组一直在推荐 IC 期货多头配置机会，今年上半年涨幅一度超过 50%，下半年的震荡行情更是将“逢低做多、来回赚贴水”的策略发挥到了极致。目前时点，我们依旧推荐这个策略。

### 估值仍处于历史底部

截至 12 月 6 日收盘，中证 500 的市盈率（TTM，剔除去年四季度商誉减值影响）仅 23.07 倍，依旧处于长期底部。市净率（LF）仅 1.81 倍，也处于长期底部。

近半年来，指数的波动幅度不大。随着企业盈利的增加，估值在持续下降。估值是不可能永远下降的，未来盈利增长必将带动指数上涨。历史经验表明，在估值的长期历史底部附近买入指数，是操作最简单、风险收益比最佳的交易策略。

图 21：中证 500 市盈率



数据来源：wind、五矿经易

图 22：中证 500 市净率



数据来源：wind、五矿经易

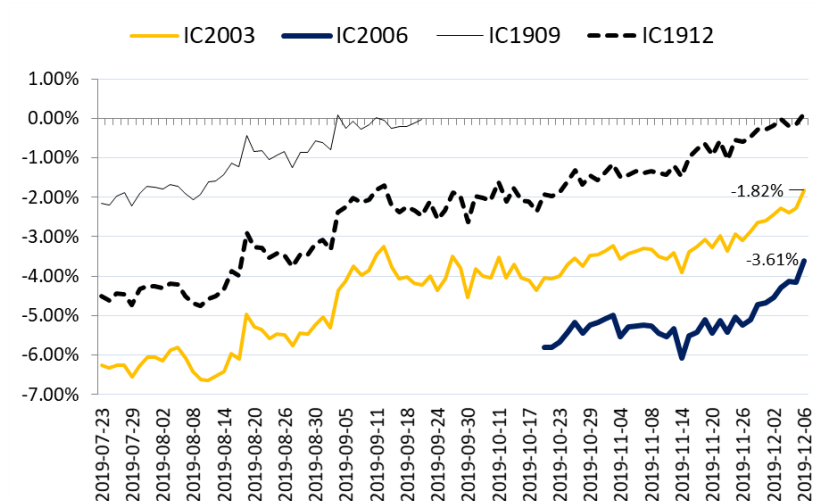
### 基差结构适合做多

2015 年股市异常波动之后，由于股市偏弱运行及机构套保需求，IC 期货的基差结构一直是远月比近月价格低，这种基差结构非常适合多头持有。即使短线方向判断错误导致浮亏，也可以通过不断移仓换月降低成本，最终实现盈利。若是方向正确，则可以大幅增加收益。

半年度报告（6 月 6 日）时 IC1912 贴水 7.13%，而当前时点（12 月 6 日）的 IC1912 已经升水 0.10%，基差上行 7.23%，相当于在短短 6 个月时间内，为 IC1912 的多头持有者增加了 7.23% 的收益。

由于近期行情较好，IC 贴水收敛较多，当前 IC2006 合约的贴水仅为 3.61%。即便如此，IC 的年化贴水依旧高达 7% 以上。按照近年来的规律，股指走牛时，IC 的年化贴水较小；股指震荡或走弱，年化贴水会大幅增加。无论股指是何种走势，对于 IC 多头持有者来说都是有利的。

图 23：IC 季月合约基差



数据来源：wind、五矿经易

