



期货研究报告

股指期货年报

基本面驱动走势，慢牛开启初具雏形。

报告摘要：

国外方面，2019年初开始，全球经济迅速放缓，各国央行也开启了降息周期，转向宽松的货币政策。在全球利率延续宽松的趋势下，年底部分国家经济有企稳的迹象。展望2020年，全球利率延续2019年宽松的格局依旧不会变。

国内方面，2019年我国面临的经济下行压力较大，且呈现较为明显的季初、季中平稳，季末反弹的季节性特征。四季度因外部环境好转，经济也有所回暖。2020年随着政府的逆周期调控政策力度加大，如结构更为优化的减税降费政策和地方政府专项债的发行，国内经济将逐步企稳回升。从经济驱动上来看，制造业将会随着中美贸易摩擦的缓和和内外需的改善，以及企业去库存周期的结束，企稳回升。但是考虑到中国经济驱动力房地产受到政策压制，且目前房地产周期已经持续整整4年，预计地产投资预期处于平稳下行中，从而会导致企业补库存不足，经济企稳回升力度较弱，然而政府也将会加大基建投资力度，使基建将会代替房地产发挥经济托底的作用。

展望2020年，因信用周期和弱库存周期的开启，上市公司本身盈利将会逐渐改善，基本面的好转将驱动股指走出上行走势。从信用周期来看，2019年社融增速开始拐头向上，社融规模回暖对宏观经济和A股上市公司盈利产生积极影响。LPR的改革疏通了货币政策的传导机制，未来央行可更加精准了引导金融机构加大对小微企业的支持，以此来降低实体企业的融资成本，对上市公司的盈利起到积极作用。从库存周期来看目前所处的第六轮库存周期已经持续43个月，已经超过库存周期平均时长。因整体宏观环境不佳，2020年库存周期或为弱库存周期。在行业上来看，因为供给侧改革抑制了产能投放，传统行业去库存反应较为滞后，新兴产业先于传统行业见底，新一轮库存周期或由新兴产业或率先开启。对标股指，中证500指数或因新兴产业成分股占比较大，上涨趋势或得到延续，在2020年，股指投资风格或将由蓝筹白马转变为成长小票。

从资金面上来看，2020年资金供给端较为中性，而需求端偏负面。从供给端来看，2020年，除了富时罗素最后一步提高A股纳入

创元期货投资咨询部

国债研究员：陆跃健

邮箱：luyj@cyqh.com.cn

电话：0512-68656937

股指研究员：刘钊含

邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

电话：0512-68656937

因子外，其他两家尚未有进一步纳 A 的时间表，被动资金增量将会有所减弱。从资金的需求来看，新修订的证券法明确全面推行注册制。注册制的推行将使得公司融资速度将大幅加快，从而刺激上市公司高管和股东减持，利空 A 股的流动性。而在限售股解禁方面，2020 年限售股解禁规模为 3.64 万亿元，其中 1 月解禁规模最大，当月限售股解禁市值达到 7004 亿元，对市场的心理冲击较大，对流动性影响负面。

整体来看，2020 年股指情况较为乐观，A 股基本面的改善将会驱动股指震荡向上，而在扰动因素上来看，主要有三点，第一点货币政策，相比 2019 年宽松的货币政策，2020 年货币政策因 CPI 的走高与美联储暂停降息，使得无风险利率下行幅度或小于预期，因而 A 股估值幅度上升有限。而这也左右 A 股上半年的走势，第二点资金面需求利空，第三点则为中美关系，虽然目前中美关系偏暖，第一阶段协议已基本确定签署，但第二阶段协议更多的是涉及 2025 中国制造等，后续中美关系依旧存在各种不确定性。全年股指走势预期一季度股指走强，二季度股指走势相比一季度有所偏弱，且在二季度末或三季度初时有所回落，三季度和四季度维持震荡走势，股指机会或集中在上半年。而三大股指当中，中证 500 成分行业中新兴产业占比最高，有望提前开启库存周期分享未来经济转型的红利，叠加丰厚的贴水收益，IC 更具有长期的配置逻辑。

年度策略：中长期看好 IC，滚动操作每月 IC 主力合约，可享每月贴水收益。关注多 IC 空 IF 或 IH 的套利。

风险因素：CPI；资金需求端；中美贸易

目录

一、2019 年市场回顾	4
1.1 行情回顾	4
1.2 三大股指持仓与基差	5
二、宏观基本面	8
2.1 全球步入降息潮以应对经济增速下滑	8
2.2 2020 年国内经济将逐步企稳	10
2.3 弱库存周期将开启	12
2.4 信用周期开启	15
三、货币政策和财政政策	16
3.1 CPI 走高掣肘货币政策	16
3.2 无风险利率下行提升 A 股估值幅度有限	17
3.3 财政政策发力	18
四、资金面	19
4.1 资金供给	19
4.2 资金需求	20
五、中证 500 极具长线配置价值	21
六、后市展望	23

一、2019 年市场回顾

1.1 行情回顾

2019 年，A 股呈现冲高回落后转震荡走势。在全球经济下行的大背景下，国内货币政策、财政政策，另外还有中美贸易摩擦，这几个主要因素交织，对 A 股市场产生了不少影响。整年 A 股走势基本上可分为五个阶段。

第一阶段（年初至 4 月下旬）：国内经济运行整体好于预期，央行 1 月 4 日货币宽松，2 次定向降准倒是市场流动性宽松预期抬升，财政政策如减税降费也齐发力，加上因 2018 年 A 股大幅杀跌使得年初 A 股估值处于低位，三者共振下，促成了这段时间 A 股由最低 2440 点急速上涨至 3288 点。

第二阶段（4 月下旬至 6 月下旬）：国内经济下行压力加大，4 月 19 日的中央政治局会议重提结构性去杠杆强化了市场对政策收紧的预期，另外 5 月初的中美贸易摩擦升级带来利空，人民币持续贬值至破 7 边缘，北上资金持续出逃，上证综指处于回调休整。

第三阶段（6 月下旬至 8 月初）：整体宏观数据不佳，经济继续下行。全球经济衰退信号增多，美国 10 年期国债收益率和 2 年期国债收益率出现倒挂，而英国等国债收益率也出现倒挂，8 月特朗普加征关税，中美贸易摩擦再次升级，人民币汇率破 7，A 股在这段时间跌破 2800 点。

第四阶段（8 月初至 9 月）在经济数据全面下滑下，政府利好政策频出维稳股市，8 月底开始，金融委国常会等政策会议密集召开，市场对政府逆周期调节预期升温，国庆节前维稳行情出现，8 月 17 日 LPR 改革落地，9 月 6 日降准落地，上证综指最高上涨至 3042，9 月下旬，央行表示不会大水漫灌，货币继续宽松预期降温，股指回落。

第五阶段（10 月至 12 月）因猪周期，猪肉价格快速上涨，10 月公布的 9 月 CPI 破 3，央行表示不会急于做出与其他国家央行比较大的降息，货币政策保持稳健取向，因 CPI 的掣肘，市场更多关注在于央行对于降息和稳增长之前的权衡，降息预期降温。在经济继续下探的背景下，央行通过下调 MLF，逆回购利率以及 LPR 来引导利率下降以此来维持货币政策偏宽松运行。年底，中美贸易消息偏暖，经济数据有所企稳，而 A 股在这段时间维持震荡走势。

整年来看，创业板走势明显强于主板，申万 28 个行业当中，电子板块涨幅最大，食品饮料、家用电器防御类板块涨幅其次。从 2015 年 7 月到 2018 年以来以大蓝筹大消费为核心的筹码抱团出现松动，股指风格逐渐向成长转换。

1.2 三大股指持仓与基差

2019 年三大股指期货的成交量与持仓量相比 2018 年有了提高。特别是在今年 4 月 22 日之后，股指期货经历第四次松绑，股指期货市场的成交量和持仓量出现明显的回升，其中 IC 的成交量和持仓量回升速度更快。在市场结构上看，三大股指全年基本上维持贴水市场结构，年初因市场对未来行情看好，一度出现升水，但是很快收敛。年底因经济数据有所企稳，中美贸易谈判偏暖，三大股指近月合约不同程度维持一定时间的升水结构。全年来看，IC 的贴水幅度整体最大，且贴水的时间最多，可关注 IC 未来的贴水收益，如从 2015 年开始每月展期做多 IC，截至至 12 月 26 日，累计收益为 1.41。

图 1. 上证指数走势



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 2. 沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 3. 上证 50 指数走势



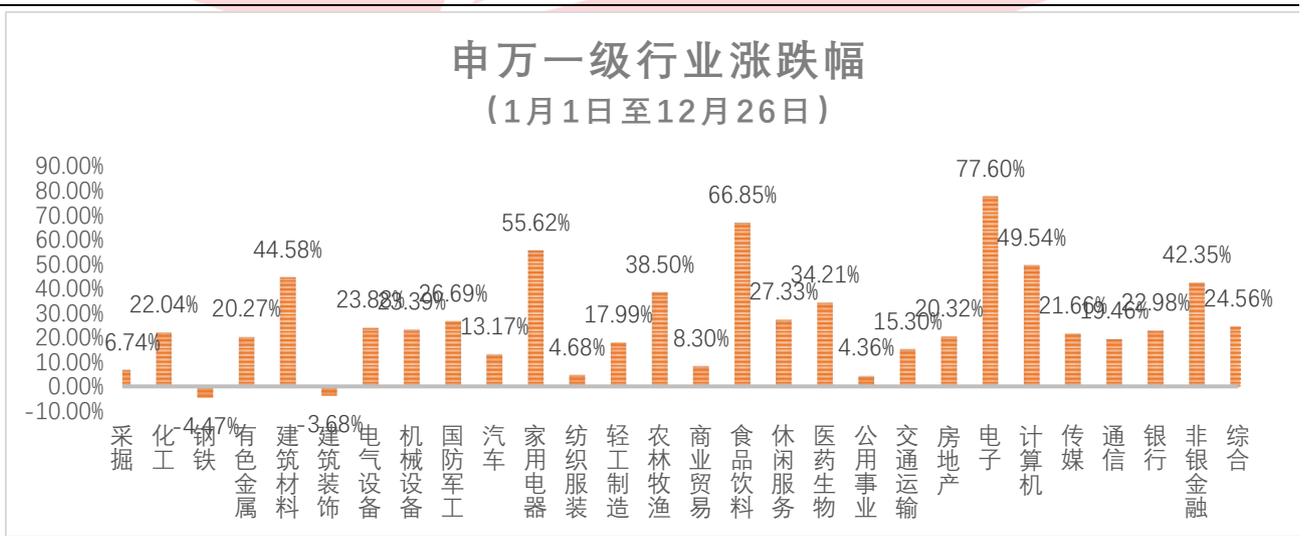
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 4. 中证 500 指数走势



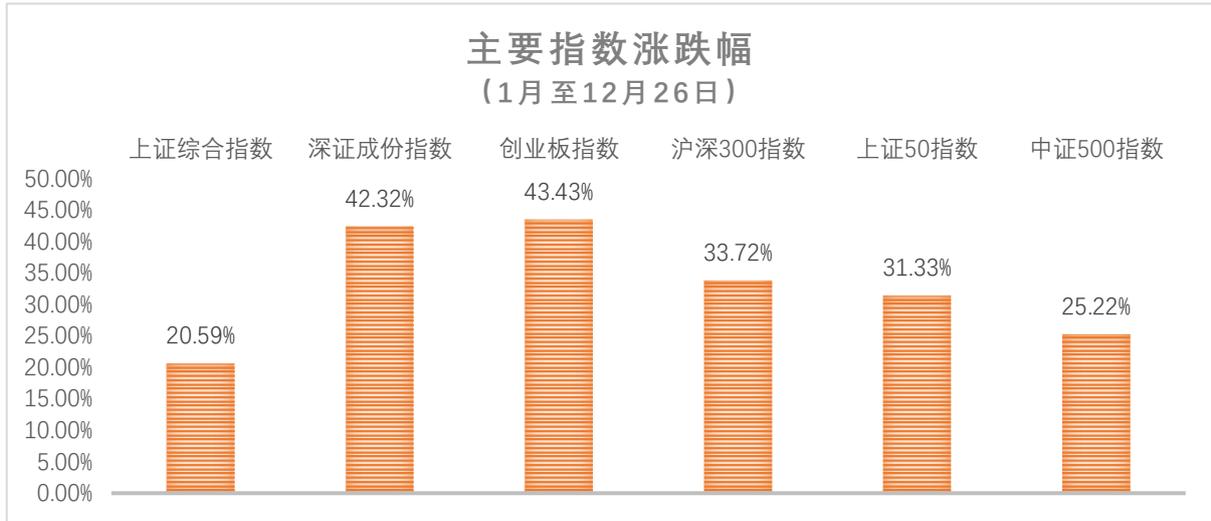
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 5. 申万一级行业涨跌幅



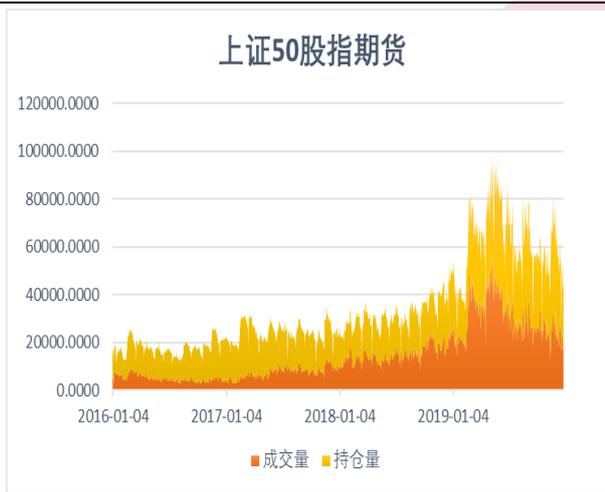
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 6. 主要指数涨跌幅



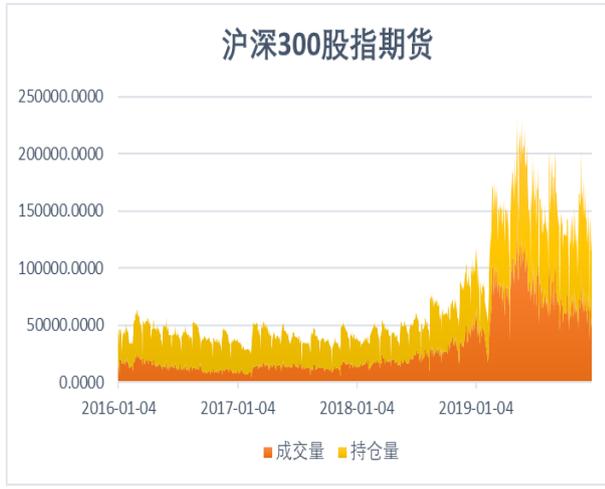
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 7: 上证 50 成交量持仓量



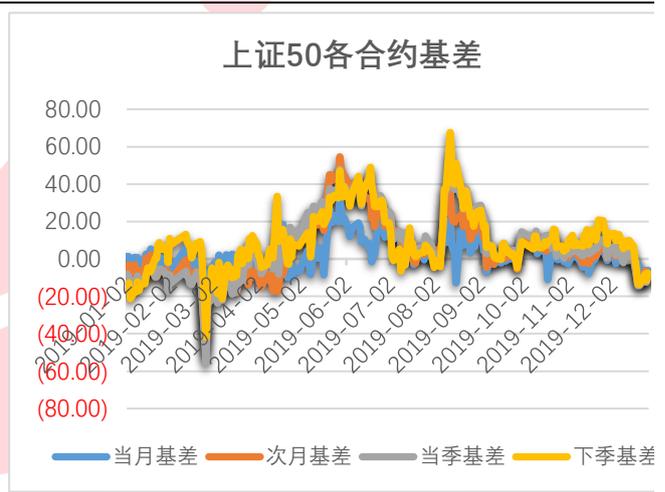
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 9: 沪深 300 成交量持仓量



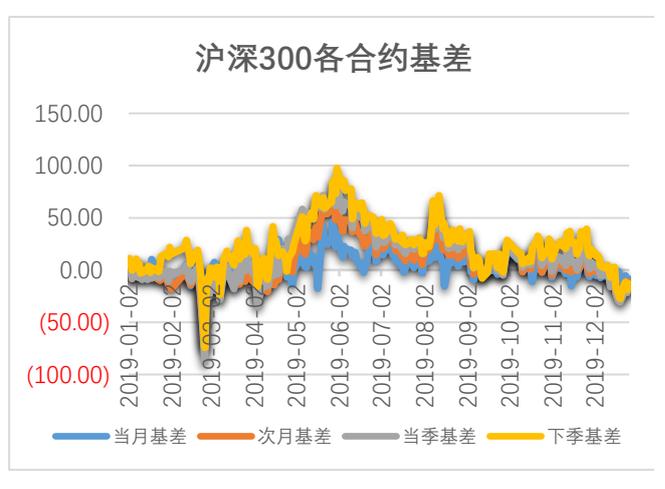
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 8: 上证 50 基差



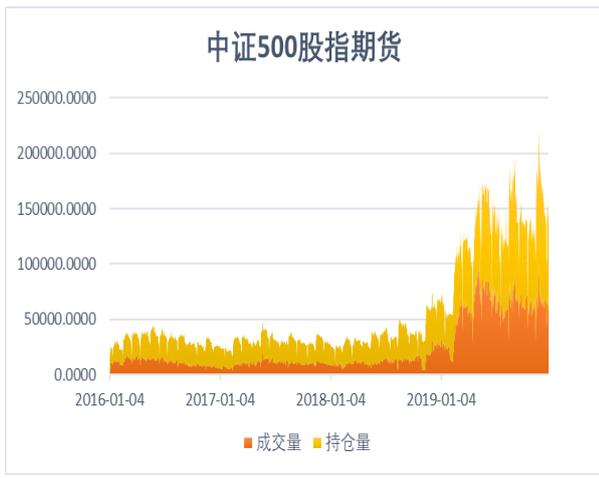
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 10: 沪深 300 基差



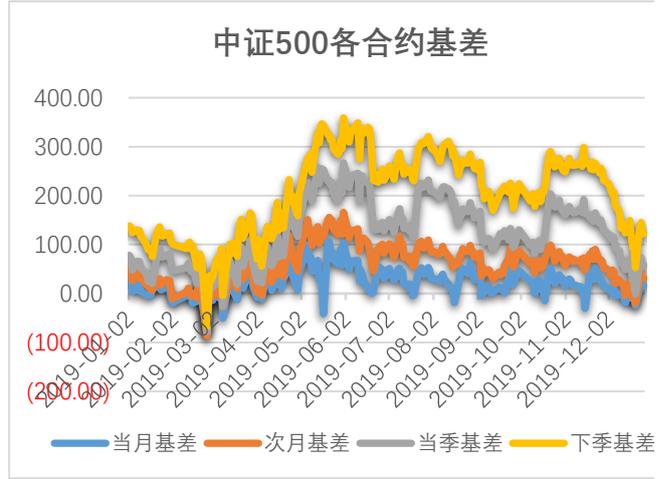
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 11: 中证 500 成交量持仓量



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 12: 中证 500 基差



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 13. 中证 500 期货移仓换月贴水累计收益



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

二、宏观基本面

2.1 全球步入降息潮以应对经济增速下滑

2019 年初开始, 全球经济迅速放缓, 地缘政治不稳定, 美国推行贸易保护主义动摇全球价值链肌理, 全球经济增长陷入低点。美国 ISM 制造业 PMI 8 月跌破荣枯线, 德国制造业 PMI 自今年 1 月开始就处于荣枯线以下, 日韩贸易争端也拖累日本制造业 PMI, 中国制造业 PMI 也在荣枯线附近徘徊。全球主要经济组织纷纷下修全球经济增长预期, 8 月美国 2 年期与 10 年期国债收益率出现 2007 年以来首次倒挂后, 引发市场对经济衰退的担忧。各国央行也开启了降息周期, 如美联储在今年降息 3 次、印度今年降息 5 次。降息潮也使得负利率再次进入视野,

其中欧元区、瑞典、日本因本国经济基本面转下，负利率程度进一步加深。在全球利率延续宽松的趋势下，年底部分国家经济有企稳的迹象，11月德国、法国、英国、日本PMI环比好于预期，全球PMI也有所企稳，加上贸易争端有所缓和，投资者对未来经济走出谷底的信心有所提振。展望2020年，因经济下行压力依旧较大，全球利率延续2019年宽松的格局依旧不会变。做为全球产业链的重要一环，中国央行逆趋势的概率较小。另外利率周期一般领先经济周期，而中国作为全球经济复苏的领先指标，后续经济的复苏也将支撑股市走强。而根据国际经合组织综合领先指标OECD显示，中国OECD已经在2019年3月出现拐头向上。

图 14：主要国家 GDP



图 15：全球制造业 PMI

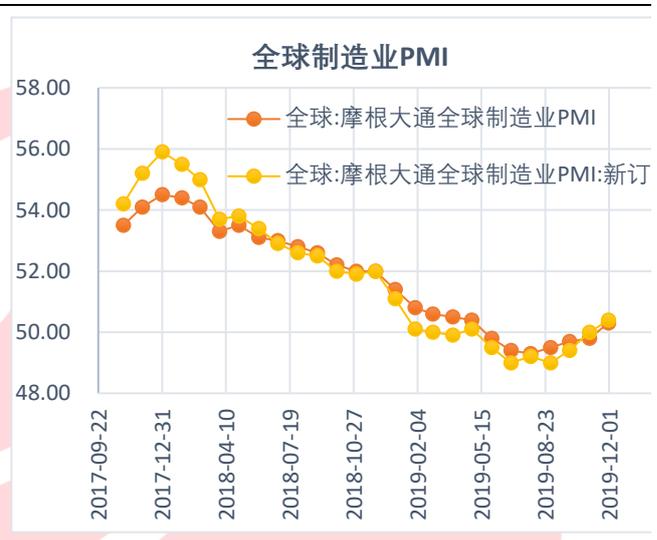


图 16：主要央行官方利率

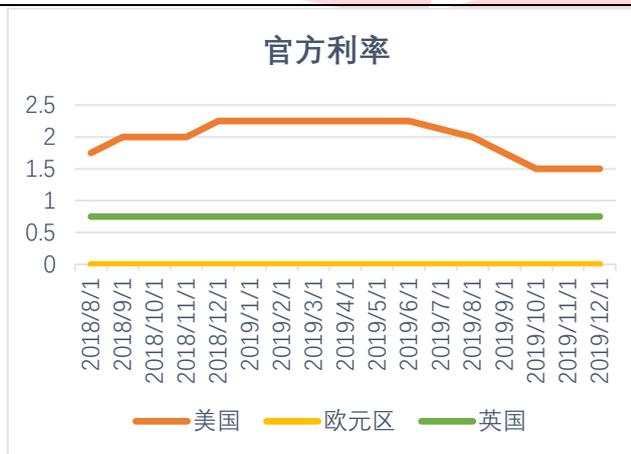
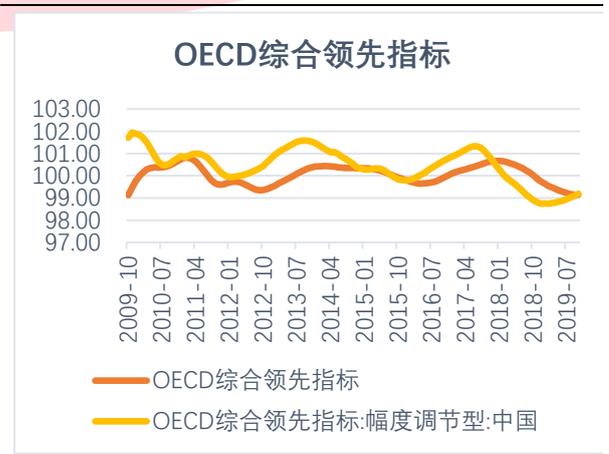


图 17：OECD 综合领先指标



2.2 2020 年国内经济将逐步企稳

2019 年我国面临的经济下行压力相比 2018 年更盛，且呈现较为明显的季初、季中平稳，季末反弹的季节性特征。一季度整个经济数据好于预期的背景下，二季度经济下行压力有所显现，经济在 6 月出现短回升后在 7 月出现一个再度回落，生产明显放缓，需求也步入下行，三季度 GDP 创下了新低，降至 6%。四季度因外部环境好转，经济也有所回暖，11 月工业增加值大幅增加，创 5 个月以来新高，大幅超出市场预期，PMI 也重回荣枯线以上，新订单指数回升 1.7%至 51.3，是 8 个月以来的最高水平。

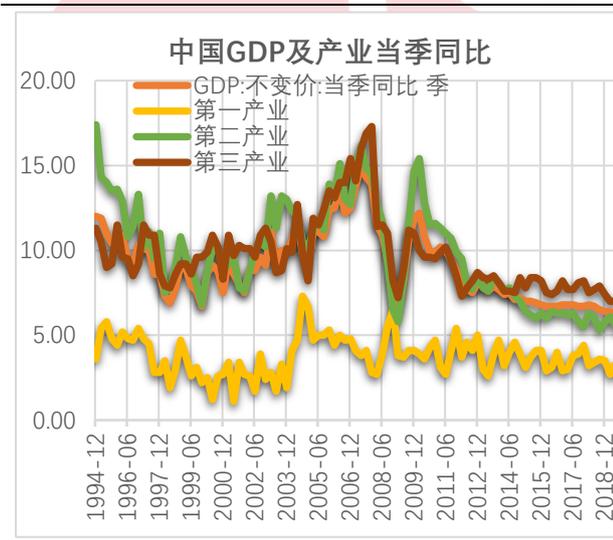
从需求端来看，2019 年三驾马车表现偏弱。根据目前公布的最新经济数据来看，1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，增速与 1-10 月相比持平。从分项上来看，地产、基建、制造业同比增速分别为 10.2%、4%、2.5%，相比 1-10 月均回落 0.1%。制造业依旧是拖累整体固定资产投资的主要因素，目前虽然所处低位，但已有企稳迹象，房地产虽面临政策收紧，但表现依旧有韧性，而基建投资增速则一直弱于预期，未能有效对冲固定资产投资的下行压力。对于房地产来说，2019 年 5 月一行两会先后出台政策，开始收紧房地产企业的融资途径，房地产投资回落。7 月政治局会议上也是强调在住房不炒的原则下，不将房地产作为短期刺激经济的一个手段，这也是对房地产调控的一个定位，即使经济再面临困难也不会再刺激房地产来拉动经济。而从房地产周期来看，从 15 年开启的周期截至到目前已经持续 4 年整，为历史上最长周期，预期 2020 年地产投资增速高位震荡，但是依旧处于下行通道当中。对于基建来说，11 月 13 日国常会决定降低部分基础设施项目最低资本金比例要求，11 月 27 日财政部提前下达 2020 年地方政府专项债 1 万亿额度，预计 2020 年全年额度相比 2019 年 2.15 万亿基础上进一步增加，基建投资将保持继续回升，代替房地产发挥经济托底的作用。对于制造业来说，自 2018 年底制造业投资大幅下滑后，2019 年制造业投资增速一直处于低迷的状态，后续随着中美贸易摩擦的缓和，内外需的改善，企业去库存周期的结束，叠加政府逆周期政策力度加大，和企业盈利的改善，2020 年制造业投资数据或有望企稳回升。

在消费方面，11 月社会消费品零售同比名义增长 8%，较 10 月回升 0.8%。从分项上看，商品零售和餐饮收入分别增长 7.8%和 9.7%。另外由于 11 月为电商的促销节，打折力度较大，1-11 月全国网上零售额同比快速增长，实物商品网上零售额增长 19.7%，特别与双十一促销相关商品增速明显加快。作为占比消费比重最大的分项，11 月汽车零售额同比增长-1.8%，跌幅较 10 月收窄 1.5%。整体来看，2019 年消费数据保持在较为平稳的状态，其中汽车消费数据的

下行拖累整体消费增速，而在政策上来看，2019 年政府针对刺激消费的逆周期政策相对偏少，11 月 15 日发改委发布刺激消费等讲话，市场对明年刺激消费政策出台预期大增，展望 2020 年，在汽车行业景气拐点将至的前提下，汽车对整体消费的拖累将会减少，在政策刺激的情况下，消费增速将有望稳步回升。

在进出口方面，以美元计，11 月出口同比下降 1.1%，前值降 0.9%，进口同比增长 0.3%，前值降 6.5%，贸易顺差 387.3 亿美元，前值 425.4 亿美元。从结构上来看，我国对美国等发达经济体出口依旧较弱，对美出口下降 23%，对欧盟出口下降 3.8%，对日本出口下降 7.8%，这与贸易摩擦和全球经济不景气等因素相关，而对于新兴市场如东盟，出口则因部分贸易转移和借道出口而延续增长。2019 年以来，因贸易摩擦的升级，进出口增速出现加速下滑的态势，经济依靠外需拉动的作用开始转弱。为应对出口转弱，我国政府也积极出台一系列稳外贸的政策，9 月商务部钟山表示，要在政策推动外贸政策尽快落地，同时要在在优化市场布局上下功夫，要以共建“一带一路”为重点，鼓励企业开拓新兴市场，完善国际营销网络。另外 10 月开始中美贸易有所缓和，12 月中美贸易磋商取得实质性进展，但双方尚未在取消已加征关税方面达成共识。展望 2020 年，因加征关税的影响逐渐显现，短期出口仍有一定下行压力。

图 18：中国 GDP 及产业当季同比



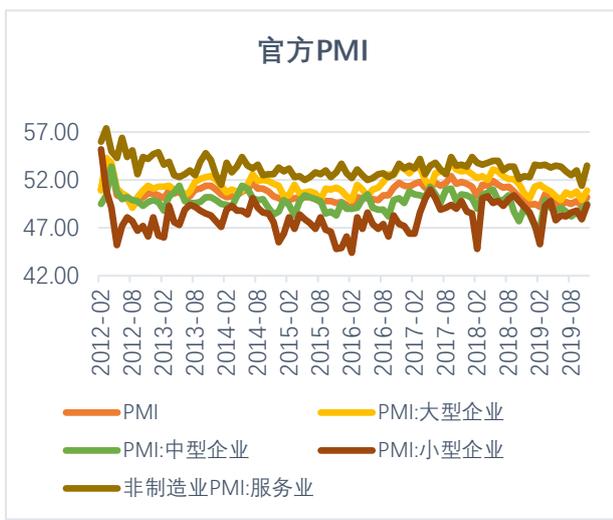
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 19：三驾马车



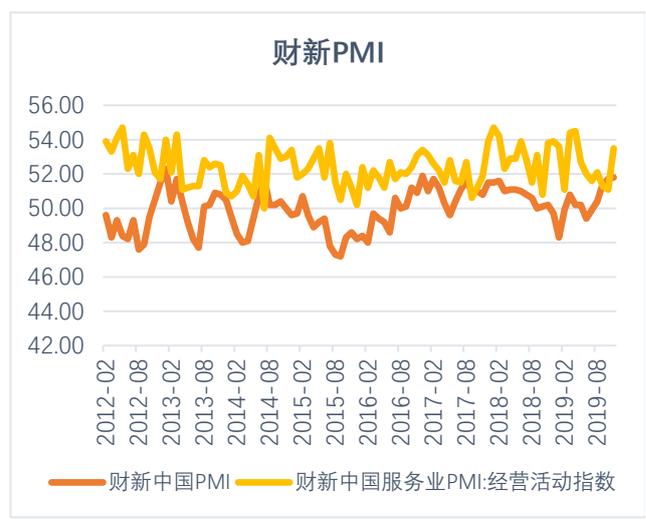
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 20: 官方 PMI



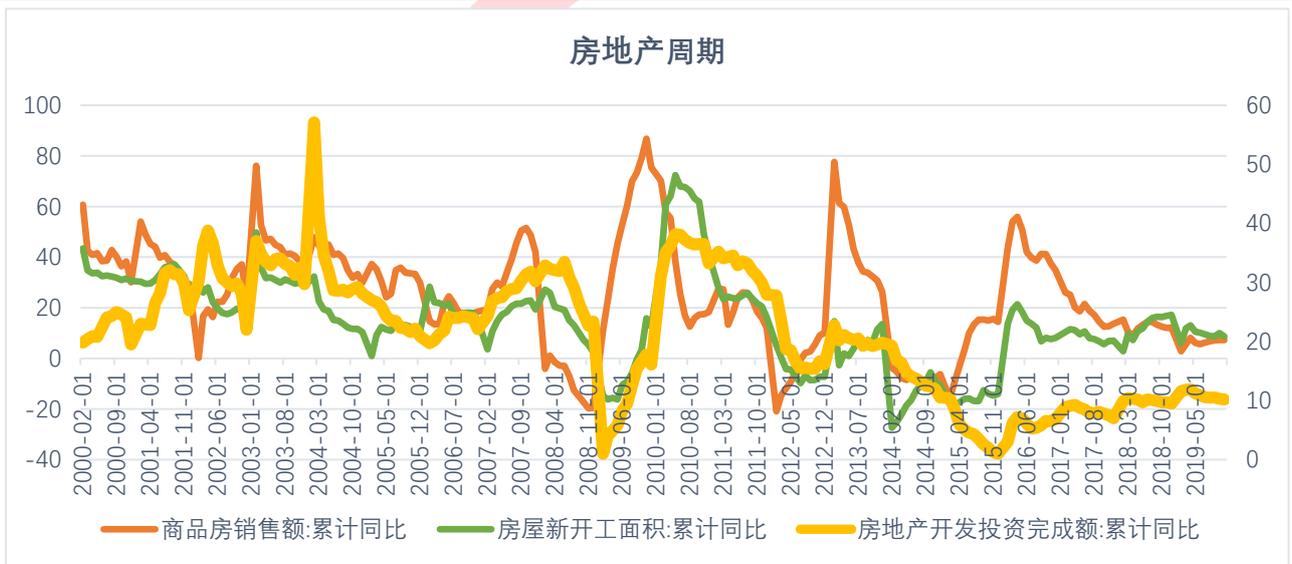
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 21: 财新 PMI



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 22. 房地产周期



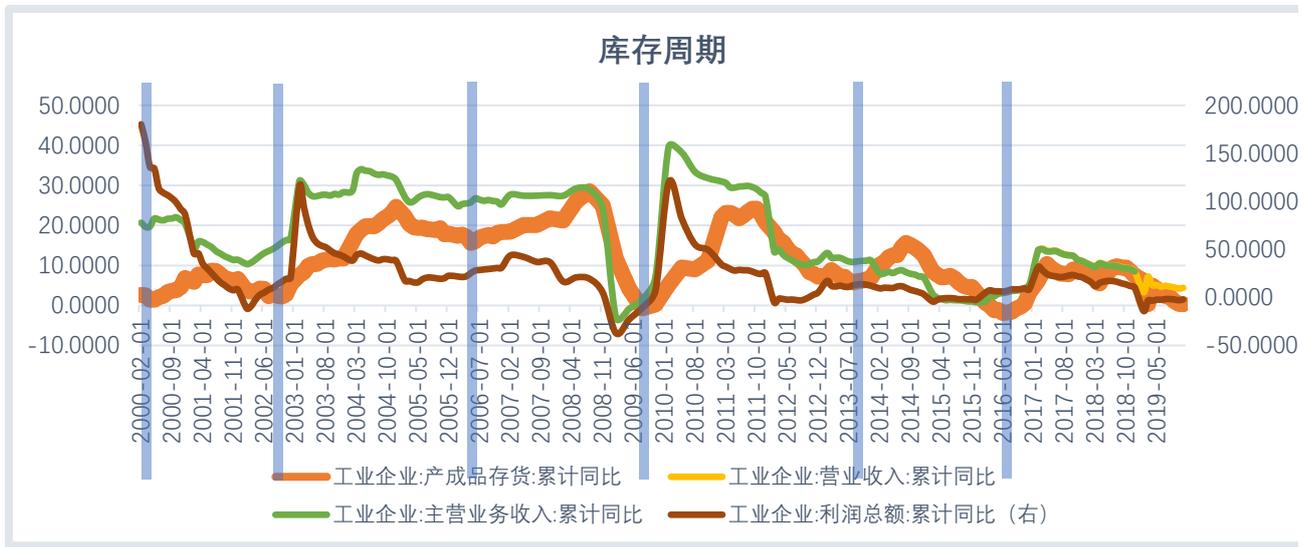
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

2.3 弱库存周期将开启

从历史上来看, 2000 年之后中国一共经历过 2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016 年完整的五轮库存周期, 目前正处于由 2016 年 6 月开启的第六轮库存周期, 从过去 5 轮库存周期来看, 平均时间持续 38 个月左右, 最短 29 个月, 最长 47 个月, 而补库时间一般占据三分之二的时, 截至 12 月, 目前所处的第六轮库存周期已经持续 43 个月, 已经超过库存周期平均时长。而 11 月工业企业产成品累计库存为 0.3%, 已经处于底部, 下探空

间有限。

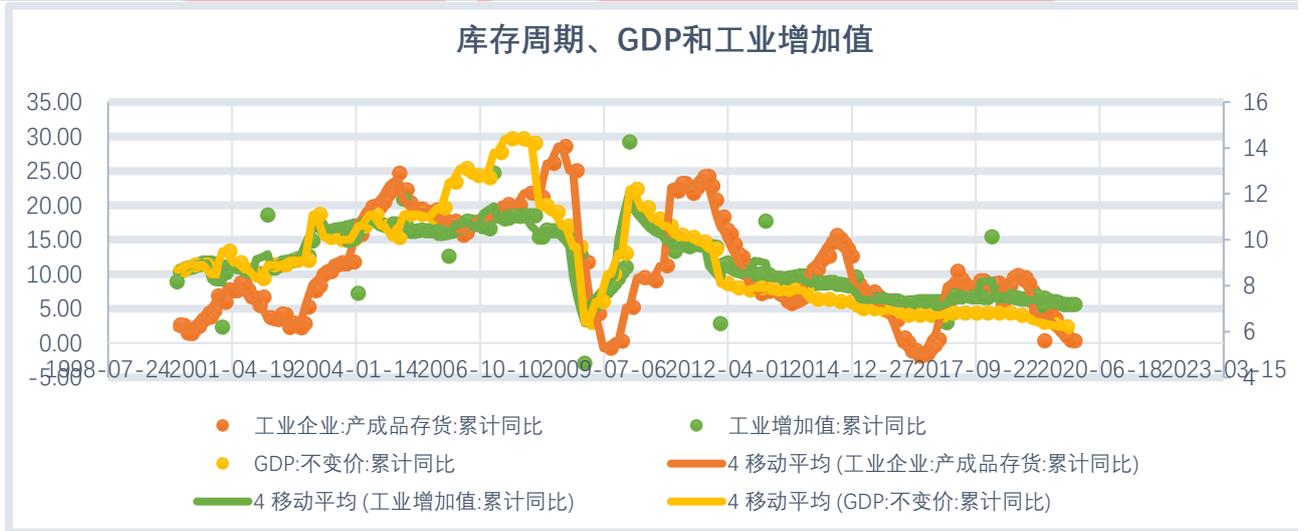
图 23. 库存周期



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

从工业企业产成品库存和 GDP、工业增加值的关系我们可以看到，库存周期对经济景气度有着很明显的解释。在补库存阶段，GDP 和工业增加值同步回升，在去库存阶段，GDP 和工业增加值同步下降。相比 GDP 和工业增加值，工业企业产成品库存走势更为稳定，具有一定规律性且公布频度较高，因此用库存周期做经济周期推演有一定可靠性。

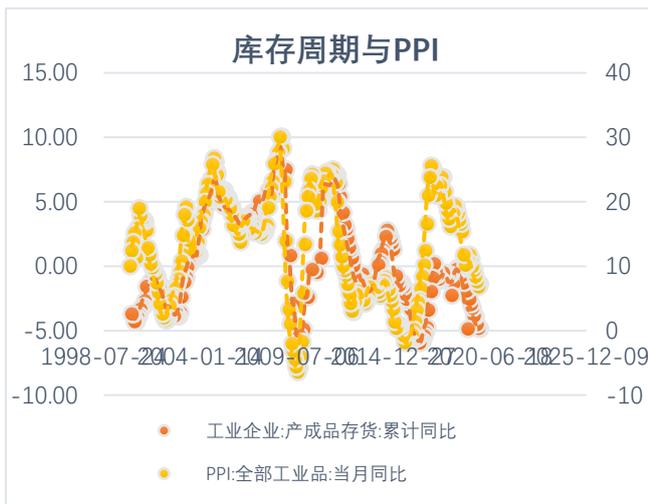
图 24. 库存周期、GDP 和工业增加值



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

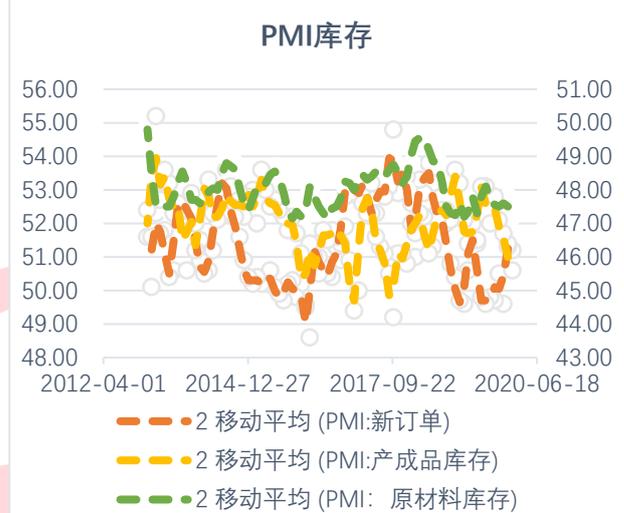
另外我们从 PPI 和 PMI 来看。11 月 PPI 同比已经开始企稳回升，并且从 PMI 来看，12 月库原材料库存指数下降 0.5%至 47.2%，产成品指数下降 0.8%至 45.6%，均为 2019 年最低水平，PMI 新订单已经连续两月位于荣枯线之上，2020 年企业补库存周期或将启动，但因整体宏观环境不佳，此轮库存周期或为弱库存周期。

图 25：库存周期与 PMI



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

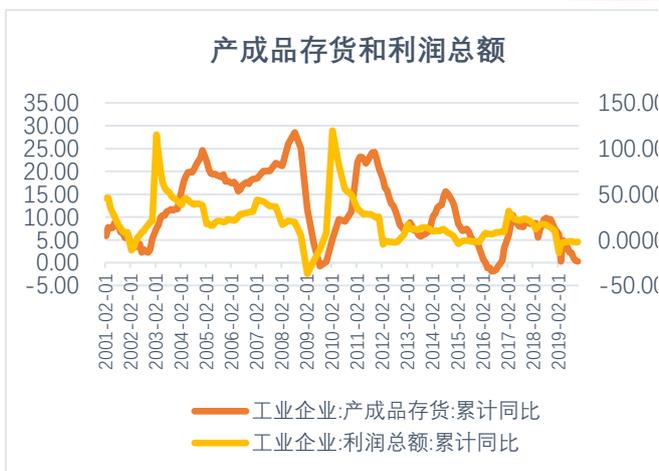
图 26：PMI 库存



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

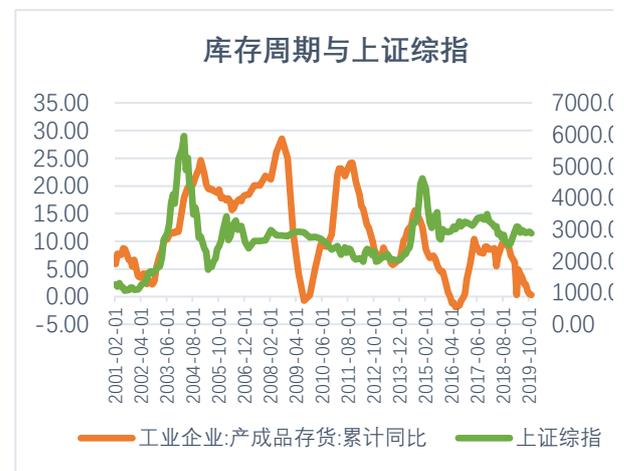
从历轮补库周期来看，除了 2009-2013 年第四轮库存周期，其他库存周期与上证综指走势基本呈现同涨同跌的走势。根据历史数据，如果我们把工业企业产成品库存与工业企业利润总额累计同比增速对比来看，我们发现，工业企业利润总额增速提前于库存周期。因下一轮库存周期为弱周期，随着补库周期开启，企业盈利改善，2020 年股指或迎来缓慢上涨的慢牛行情。

图 27：产成品存货和利润总额



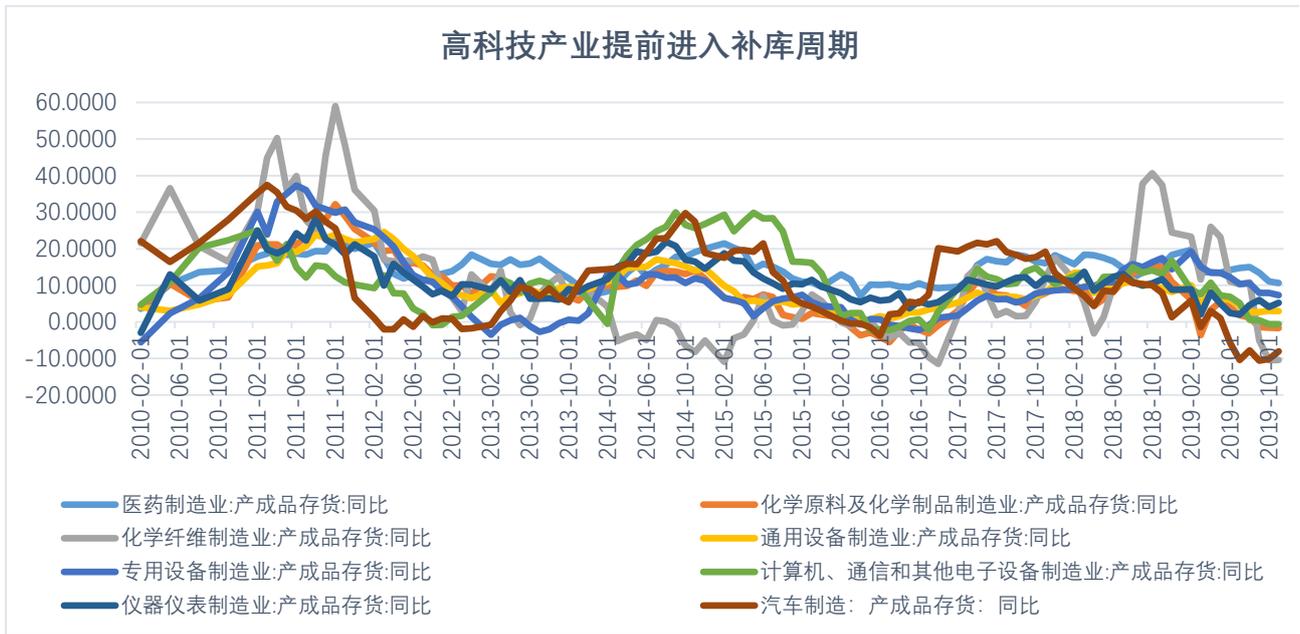
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 28：库存周期与上证综指



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 29. 高科技产业提前进入补库周期



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

在行业上来看,因为供给侧改革抑制了产能投放,第六轮库存周期去库存与往年不太一样,呈现梯形下降走势,传统行业去库存反应较为滞后,新兴产业先于传统行业见底,新一轮库存周期或由新兴产业或率先开启。另外从行业上来看,汽车的生产品库存已经跌至历史新低,因2020年政府逆周期刺激消费政策预期,汽车制造业补库存或将开启。

对标股指,中证500指数或因新兴产业成分股占比较大,上涨趋势或得到延续,在2020年,股指投资风格或将由蓝筹白马转变为成长小票。

2.4 信用周期开启

信用周期对宏观经济周期有一定的领先性,这种领先型在经济由衰退转向复苏时表现得更加有规律性。而信用周期的开启对上市公司盈利传导也具有积极作用。2019年社融增速开始拐头向上时,预计2020年社融增速也将延续此趋势,而A股的盈利也将会有所改善,股指也会因基本面的驱动而迎来一波行情。

图 30：信用周期领先于宏观经济



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 31：A 股累计净利润增速与上证综指



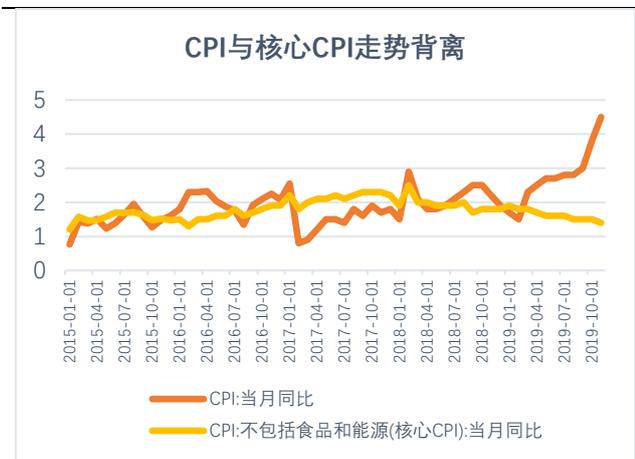
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

三、货币政策和财政政策

3.1 CPI 走高掣肘货币政策

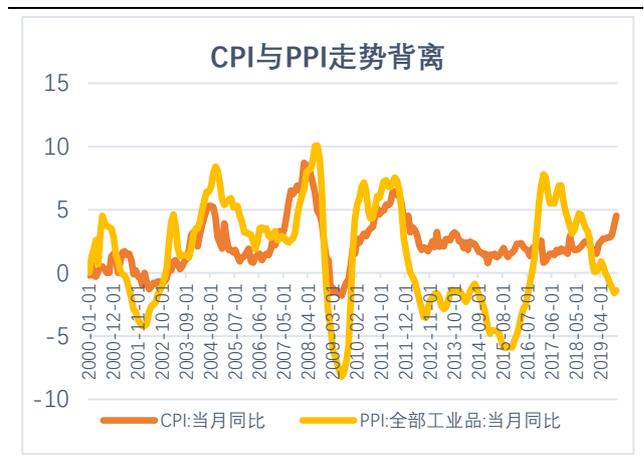
2019 年因猪周期，猪肉价格不断上涨，9 月 CPI 破 3%，随后一路走高，11 月 CPI 达到 4.5%，但是我们发现不含能源和食品的核心 CPI 走势却一路走低，而 PPI 与 CPI 走势相反，在 7 月转负，在 10 月达到年度最低点-1.6%。刨去猪肉影响，目前的经济环境应该为通货紧缩，或者也可称为“类滞涨”，在经济不景气状况下，预计 2020 年依旧维持较为宽松的货币政策，而猪肉价格预期将在 2020 年年中回落，随后 CPI 将不会掣肘货币政策。

图 32：CPI 与核心 CPI 走势背离



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 33：CPI 与 PPI 走势背离



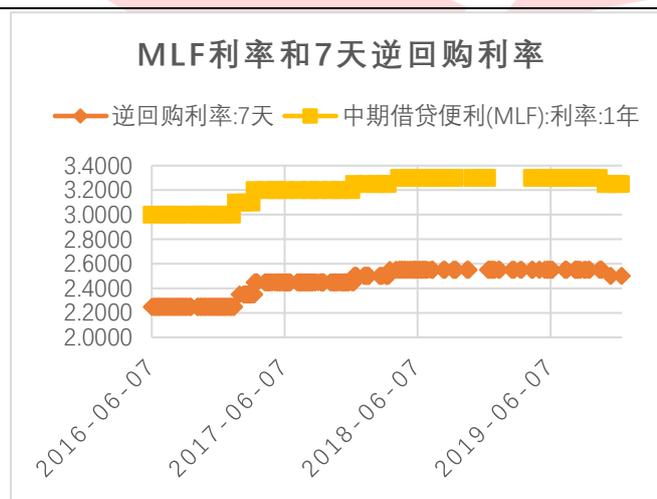
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

3.2 无风险利率下行提升 A 股估值幅度有限

因国内经济结构调整，加上中美贸易摩擦升级，我国面临的经济下行压力加大，央行货币政策也逐渐转向宽松。2019 年 1 月 4 日，央行宣布全面降准 1%，9 月进行第二次全面降准。8 月 17 日央行推出贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革，新的 LPR 与 MLF 利率挂钩，以 MLF 为基础加点形成，除了原有的 1 年期的期限品种，增加了 5 年期以上的期限品种，报价频率降低至每月一次，实现市场利率和贷款利率并轨。LPR 改革后一共经历 5 次报价，8 月 20 日央行发布首次贷款市场利率报价，其中 1 年期 LPR 为 4.25%，较前期下调 6BP，5 年期以上 LPR 为 4.85%；9 月 20 日 1 年期 LPR 下调 5BP，5 年期保持不变，10 月 LPR 维持不变，11 月 20 日 1 年期与 5 年期 LPR 均下调 5BP，另外在 11 月 5 日，央行下调一年期 MLF 利率 5BP 至 3.25%，为 2016 年 2 月以来首次下调。11 月 18 日央行下调 7 天逆回购利率 5BP 至 2.5%，为 2015 年 11 月以来首次下调，当月 MLF 以及 7 天逆回购利率下调皆为引导当月 LPR 下调；12 月 20 日 1 年期与 5 年期 LPR 与 11 月报价持平。

而在 12 月底，央行发布就存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 有关事宜公告，银行资产端推进利率市场化改革，存量房贷利率挂钩 LPR。此次改革也是为了更好形成价格型货币政策工具，实现定向调控、精准调控。为解决小微企业融资难融资贵的问题，LPR 的改革可更加精准了引导金融机构加大对小微企业的支持，以此来降低实体企业的融资成本。

图 34: MLF 利率和 7 天逆回购利率



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 35: LPR



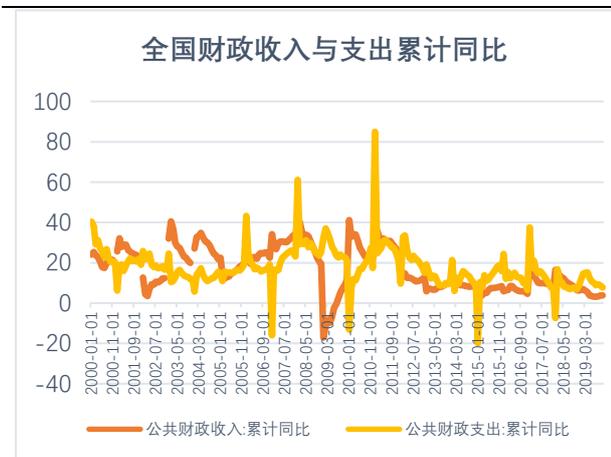
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

另外，因国内经济继续下行，市场对 2020 年初降准期待颇高，年底李克强在程度考察时表示国家将进一步研究采取降准和定向降准等措施推动小微企业融资难融资贵的问题。降息降准会带来经济下行企稳的预期，也会给权益市场带来更多的资金，从历史上看，降息降准后股市后续均有良好表现。但从目前央行的动作来看，央行的货币政策依旧是疏通货币传导机制为主，而非大水漫灌，后续降低利率也主要是通过降低实体融资利率为主而非资本市场利率，预计 2020 年整年的无风险利率或小幅下降，A 股估值或有所提高，但幅度有限，A 股的走势更多的是受上市公司盈利端的驱动，只要整体经济不发生宏观性系统风险，A 股有望走出慢牛走势。

3.3 财政政策发力

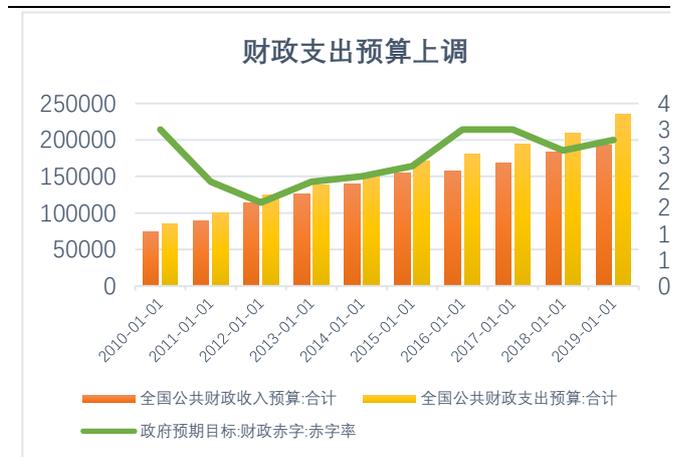
我国实施积极财政政策主要通过减税降费政策和专项债的发行。2019 年 1 月，因新个税法的实施，小微企业迎来普惠性减税；4 月下调增值税税率；5 月降低社保费率；7 月清理规范行政事业性收费和政府性基金。全年前 10 月，全国实现减税降费 19688.94 亿元，其中减税 16473.26 亿元，降低社保费用 3215.68 亿元。其中制造业等主要行业税负明显降低，4-10 月制造业及批发业增值税减税 4598.83 亿元，减税幅度达到 25.7%；前 10 月小微企业减税 1860.89 亿元，民营企业各项政策合计减税 10511.84 亿元，占全部减税数额比例 63.8%。受减税降费的影响，地方财政收支压力增大，截至 2019 年 11 月，全国地方财政收入同比累计增长 3.8%，去年同期为 6.5%，全国地方财政支出同比累计增长 7.7%，去年同期为 6.8%。为给 2020 年实施更大规模的减税降费政策以对冲宏观经济下行，2020 年财政赤字率预期将继续增加至 2.8% 以上，或达到 3%，按照目标 GDP 100 万亿计算，财政赤字或达到 3 万亿。

图 36：全国财政收入与支出累计同比



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 37：财政支出预算上调



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

2019年专项债发行规模为2.15万亿，基本与减税降费规模相当，2020年预计规模有望超过3万亿。2019年9月4日国务院常务会议要求提前下达2020年的专项债部分新增额度，确保年初可使用见效。11月27日财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。19年政策性金融债也延续增长态势，1-10月政策性银行累计发债31912亿元，预计2020年依旧延续增长。

2020年为全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，宏观经济稳定离不开财政的支撑，未来政策张力较大，经济增长有底线思维。

四、资金面

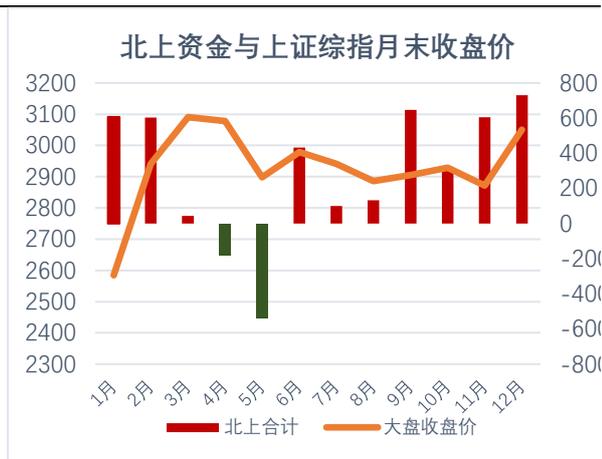
4.1 资金供给

2019年，富时罗素、MSCI、标普道琼斯等股票指数都加快了纳A进程，其中MSCI于2019年5月、8月和11月分三步将A股纳入因子从5%上调至20%。富时罗素在6月和9月完成了纳A的第一阶段前两步，第三步则在2020年3月进行，最后纳入比例为25%。标普道琼斯指数也在9月将A股纳入指数中，纳入因子为25%。2020年，除了富时罗素最后一步提高A股纳入因子外，其他两家尚未有进一步纳A的时间表，被动资金增量将会有所减弱。从2019年的北上资金来看，全年净流入3517.43亿元，且在MSCI扩容当月外资净流入并未显著高于其他月份，因此2019年整年外资流入主要还是主动资金配置A股需求占优。展望2020年，在少了指数被动资金流入下，主动流入的北上资金将成为判断资金流向的核心，并且在我国加大金融业对外开放的前提下，外资参与我国资本市场的障碍越来越少，长期外资流入趋势将不变。

在两融余额方面，2019年8月证监会修订了《融资融券交易实施细则》，首先，取消了最低维持担保比例不低于130%的统一限制。其次，券商可将现金、债券、股票以外的其他证券资产作为补充担保物。最后，两融标的由950只扩大至1600只，中小创股票比例增加，在实行新的细则之后，融资余额在12月重返万亿大关。

从政策上来看，目前监管层大力鼓励发展权益类公募基金，并引导外资、保险、社保基金、养老金等中长期资金入市，增量资金仍有入市潜力，2020年A股流动性有望进一步改善。

图 38：北上资金



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 39：融资融券



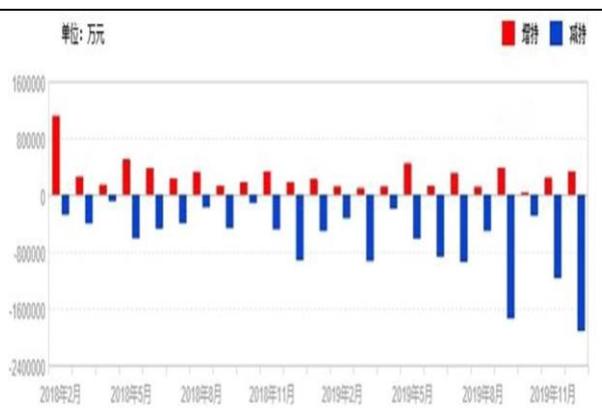
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

4.2 资金需求

12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议全体会议审议通过了新修订的证券法，修订后的证券法将于2020年3月1日起施行。新修订的证券法明确全面推行注册制。将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”，同时，大幅度简化公司债券的发行条件，取消发行审核委员会制度。注册制的推行使得公司融资速度将大幅加快，从而刺激上市公司高管和股东减持，利空A股的流动性。

在限售股解禁方面，2019年解禁规模为3.3万亿，2020年限售股解禁规模为3.64万亿元，其中1月解禁规模最大，当月限售股解禁市值达到7004亿元，对市场的心理冲击较大，对流动性影响负面。从2020年整年来看，限售股解禁市值较大的月份分别为1月、3月、7月、11月、12月，而限售股套现概率分别在4月、6月、9月、12月较大。而在3月中，为规避19年财报补充带来的招股书重新审核压力，3月可能会出现新股发行的高峰期，新股发行与限售股解禁叠加，预计3月份限售股解禁对市场的冲击也会相对突出。

图 40：两市高管持股变动



资料来源：东方财富，创元期货投资咨询部

图 41：限售股解禁



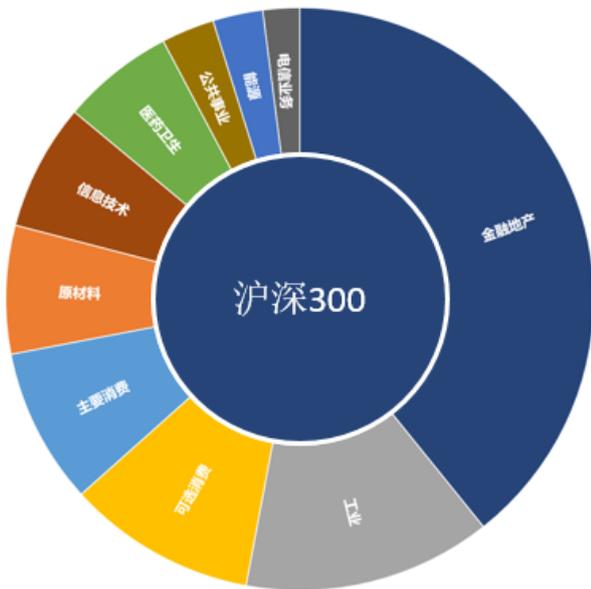
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

五、中证 500 极具长线配置价值

中证 500 指数是在全部 A 股中剔除沪深 300 指数成分股及总市值排名靠前的前 300 名股票后，由剩余总市值排名靠前的 500 只股票组成。从中证 500 的成分板块来看，成分股主要来自中小板和创业板，从行业来看，相比沪深 300 和上证 50，银行和非银金融占比较大，行业分布集中，中证 500 指数行业分布较为分散，其中电子元器件、医药、计算机行业占比最高，有望分享未来经济转型的红利，因此成长风格的中证 500 更具有长期配置逻辑。

图 42：沪深 300 行业权重分布

图 43：中证 500 行业权重分布



资料来源：东方财富，创元期货投资咨询部

资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

从估值水平来看，目前 A 股估值水平较低。上证 50，沪深 300、中证 500 估值均显著低于历史均值，其中中证 500 优势最显著，目前中证 500 的市盈率为 24.96，低于历史中位数 31.59，位于历史分位数 13.67% 的位置。并且相对于其他指数，中证 500 的市净率为 1.85，低于中小板指 3.5 和创业板指 5.35，市盈率低于创业板指 49.88 和中小板指数 26.61。

图 44: 上证 50 市盈率



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 45: 沪深 300 市盈率



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 46: 中证 500 市盈率



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 47: 创业板指市盈率



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

从三大股指的价差来看, 目前上证 50 和中证 500 以及沪深 300 和中证 500 的价差有所修复, 从长期来看, 股指风格将继续切换, 中证 500 相对强于沪深 300 的周期已经逐渐开启。

从北上资金来看, 北上资金的主动配置逐渐往成长性行业倾斜, 当然 11 月 MSCI 将中盘 A 股, 包含符合条件的创业板标的一次性以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 新兴市场指数, 也起到了不少的影响。整年来看, 医药、计算机等这些行业, 外资净流入资金相比 2018 年大幅增加, 而这两个恰恰是中证 500 占比较大的成分行业。由此来看, 在全球经济不景气, 但中国经济依旧保持韧劲的情况下, 中国核心资产配置价值凸显, 外资也逐渐看到 A 股成长股的潜力, 且中

证 500 相对于其他股指更具配置价值。

最后则是 IC 相对于 IF 和 IH 贴水幅度较大的天然优势，长期看多 IC，且每月不断移仓，不仅能够得到高贴水的安全垫且能在股指上涨过程中，得到弹性更大的上涨收益。

图 48. 三大股指价差



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

六、后市展望

2019 年，A 股呈现冲高回落后转震荡走势。在全球经济下行的大背景下，国内货币政策、财政政策，另外还有中美贸易摩擦，这几个主要因素交织，对 A 股市场产生了不少影响，其中货币政策宽松程度对 A 股影响最大，而中美贸易摩擦虽扰动 A 股走势，但影响已经呈现边际递减。

从宏观基本面上来看，2019 年初开始，全球经济迅速放缓，地缘政治不稳定，美国推行贸易保护主义动摇全球价值链肌理，全球经济增长陷入低点，各国央行也开启了降息周期，转向宽松的货币政策。降息潮也使得负利率再次进入视野，其中欧元区、瑞典、日本因本国经济基本面转下，负利率程度进一步加深。在全球利率延续宽松的趋势下，年底部分国家经济有企稳的迹象，11 月德国、法国、英国、日本 PMI 环比好于预期，全球 PMI 也有所企稳，加上贸易争端有所缓和，投资者对未来经济走出谷底的信心有所提振。展望 2020 年，因经济下行压力依旧较大，全球利率延续 2019 年宽松的格局依旧不会变。

国内方面，2019 年我国面临的经济下行压力相比 2018 年更盛，且呈现较为明显的季初、季中平稳，季末反弹的季节性特征。一季度整个经济数据好于预期的背景下，二季度经济下行压力有所显现，三季度 GDP 创下了新低，降至 6%。四季度因外部环境好转，经济也有所回暖。11 月工业增加值大幅增加，创 5 个月以来新高，大幅超出市场预期，PMI 也重回荣枯线以上，新订单指数回升 1.7%至 51.3，是 8 个月以来的最高水平。2020 年随着政府的逆周期调控政策力度加大，如结构更为优化的减税降费政策和地方政府专项债的发行，国内经济将逐步企稳回升。从经济驱动上来看，2020 年制造业也将会随着中美贸易摩擦的缓和和内外需的改善，以及企业去库存周期的结束，企稳回升。但是考虑到中国经济驱动力房地产受到政策压制，且目前房地产周期已经持续整整 4 年，为历史上最长周期，2020 年预计地产投资预期处于平稳下行中，从而会导致企业补库存不足，经济企稳回升力度较弱，然而政府也将会加大基建投资力度，使基建将会代替房地产发挥经济托底的作用。

展望 2020 年，因信用周期和弱库存周期的开启，上市公司本身盈利将会逐渐改善，基本面的好转将驱动股指走出上行走势。从信用周期来看，2019 年社融增速开始拐头向上，社融规模回暖对宏观经济和 A 股上市公司盈利产生积极影响。LPR 的改革疏通了货币政策的传导机制，未来央行可更加精准了引导金融机构加大对小微企业的支持，以此来降低实体企业的融资成本，对上市公司的盈利起到积极作用。从库存周期来看，目前正处于由 2016 年 6 月开启的第六轮库存周期，截至 12 月，目前所处的第六轮库存周期已经持续 43 个月，已经超过库存周期平均时长。从高频数据来看，11 月工业企业产成品累计库存为 0.3%，已经处于底部，下探空间有限。11 月 PPI 同比已经开始企稳回升，并且 PMI 数据也有所改善，数据相互印证指向 2020 年企业补库存周期或将启动，但因整体宏观环境不佳，此轮库存周期或为弱库存周期。在行业上来看，因为供给侧改革抑制了产能投放，传统行业去库存反应较为滞后，新兴产业先于传统行业见底，新一轮库存周期或由新兴产业或率先开启。对标股指，中证 500 指数或因新兴产业成分股占比较大，上涨趋势或得到延续，在 2020 年，股指投资风格或将由蓝筹白马转变为成长小票。

从资金面上来看，相比 2019 年，2020 年资金供给端较为中性，而需求端偏负面。从供给端来看，市场资金 2019 年，国际三大指数富时罗素、MSCI、标普道琼斯等股票指数都加快了纳 A 进程，2020 年，除了富时罗素最后一步提高 A 股纳入因子外，其他两家尚未有进一步纳 A 的时间表，被动资金增量将会有所减弱。2020 年，在少了指数被动资金流入下，主动流入的北上资金将成为判断资金流向的核心，并且在我国加大金融业对外开放的前提下，外资参与我国

资本市场的障碍越来越少，长期外资流入趋势将不变。在两融余额方面，在 2019 年 8 月实行新的融资融券交易细则之后，融资余额一路上升，在 12 月重返万亿大关。从政策上来看，目前监管层大力鼓励发展权益类公募基金，并引导外资、保险、社保基金、养老金等中长期资金入市，增量资金仍有入市潜力，2020 年 A 股流动性有望进一步改善。从资金的需求来看，12 月 28 日，十三届全国人大常委会第十五次会议全体会议审议通过了新修订的证券法。新修订的证券法明确全面推行注册制。注册制的推行将使得公司融资速度将大幅加快，从而刺激上市公司高管和股东减持，利空 A 股的流动性。而在限售股解禁方面，2020 年限售股解禁规模为 3.64 万亿元，其中 1 月解禁规模最大，当月限售股解禁市值达到 7004 亿元，对市场的心理冲击较大，对流动性影响负面。从 2020 年整年来看，限售股解禁市值较大的月份分别为 1 月、3 月、7 月、11 月、12 月。

整体来看，2020 年股指情况较为乐观，A 股基本面的改善将会驱动股指震荡向上，而在扰动因素上来看，主要有三点，第一点货币政策，相比 2019 年宽松的货币政策，2020 年货币政策因 CPI 的走高与美联储暂停降息，使得无风险利率下行幅度或小于预期，因而 A 股估值幅度上升有限。而这也左右 A 股上半年的走势，第二点资金面需求利空，第三点则为中美关系，虽然目前中美关系偏暖，第一阶段协议也基本确定签署，但第二阶段协议更多的是涉及 2025 中国制造等，后续中美关系依旧存在各种不确定性。全年股指走势预期一季度股指走强，二季度股指走势相比一季度有所偏弱，且在二季度末或三季度初时有所回落，三季度和四季度维持震荡走势，股指机会或集中在上半年。而三大股指当中，中证 500 成分行业中电子元器件、医药、计算机行业占比最高，有望分享未来经济转型的红利，叠加丰厚的贴水收益，IC 更具有长期的配置逻辑。

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

研究员介绍及承诺：

陆跃健：股指期货研究员，华东师范大学数学硕士，投资咨询从业资格号：Z0002294。

本人具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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。

刘钊含：股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，期货从业资格号：F3050233。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部客服中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部技术部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68276109	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场三部	0512-68277139	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部产业发展部	0512-68362011	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部投资咨询部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部资产管理部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
南京分公司	025-85512205	南京市雨花台区南京南站西片区绿地之窗商务广场 B-2 幢 807 室 (210019)
上海营业部	021-68409339	上海市浦东新区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 316 (450000)
大连营业部	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号 房间 (116023)
日照营业部	0633-5511888	日照市威海路 123 号
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路 1 号帝都大厦 1805 室 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川区姚港路 6 号方天大厦 605 室 (226001)
常州营业部	0519-88055952	常州市广化街 20 号 1102 (213001)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市中山路 676-504 室 (214043)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215699)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市枫林路 27 号 5 幢 4 楼 (215500)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通金融大厦 1910 (215200)
淄博营业部	0533-2225776	淄博市张店区华光路 77 号联通营业厅西侧汇美福安综合楼五楼 (255000)
合肥营业部	0551-63658167	合肥市蜀山区湖东路与齐云山路交叉口百利中心北塔 611 室 (230031)