

三季度报盈利加速修复，推荐多 IH 空 IC 策略

2020 年 11 月 4 日 星期三

兴证期货·研发中心

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询资格号：Z0012908

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

目前 A 股市场基本面与 2010 年类似，我们认为在经济基本面向好，货币政策边际收紧以及 A 股机构化加速的情况下，未来上证 50 指数走势将强于中证 500 指数。

现阶段中证 500 与上证 50 的比价在 1.9 附近，我们建议在比价 1.9-2.0 区间内逐步建仓多 IH 空 IC 策略，盈利第一目标位 1.65，第二目标位 1.4，比价达到 2.05 止损。

● 我们的逻辑

目前国内宏观环境与 2010 年初相似，都处于危机后的复苏阶段。A 股市场未来的上涨动力也将从前期的估值提升转为由企业盈利推动。

中小盘股票对流动性相对更加敏感，未来随着货币政策的逐步边际收紧，中证 500 受到的影响更大。从企业盈利改善的角度来看，上证 50 走势将强于中证 500。

与美股机构化发展最迅速时期受到资金追捧的“漂亮 50”相似，A 股的 50 指数成份股具有同样的增长稳定、ROE 较高和行业集中度提升的特点。外资的持续流入有利于上证 50 延续相对中证 500 更强的走势。

在人民币趋势性升值的大背景下，外资对于 A 股的配置意愿也逐步加强，在进入相对陌生的海外市场时，资金会选择该国最优质最稳定的资产，作为我国 A 股最核心资产的上证 50 将持续获得外资的增持。

今年基金发行火热，国内市场机构化进程加速。与海外机构相似，国内机构投资者同样青睐上证 50 成份股。

● 风险提示

外围风险上升、经济复苏不及预期，国内政策转向。

目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1. 目前宏观环境与 2010 年初相似..... | 4 |
| 1.1 相似的经济复苏 | 4 |
| 1.2 不同的通胀背景 | 4 |
| 2. 经济持续复苏，货币政策边际收紧 | 5 |
| 2.1 货币政策回归常态化 | 5 |
| 2.2 国债收益率反弹 | 6 |
| 3. 企业盈利持续改善..... | 6 |
| 3.1 市场走势同步企业盈利走势 | 6 |
| 3.2 三季度企业盈利大幅改善..... | 7 |
| 4.机构化进程加速，50 受到青睐..... | 8 |
| 4.1 北向资金持续流入..... | 8 |
| 4.2 中国“漂亮 50”受到追捧 | 9 |
| 4.3 汇率升值提高人民币资产吸引力..... | 10 |
| 4.4 国内市场机构化进程加快..... | 10 |

图目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1: GDP 与 M2 增速 | 4 |
| 图 2: CPI 与 PPI 增速 | 5 |
| 图 3: 十年期国债到期收益率 | 6 |
| 图 4: 市场走势同步企业盈利 | 6 |
| 图 5: 2020 年三季度归母净利润增速 | 7 |
| 图 6: 历年归母净利润增速走势 | 7 |
| 图 7: 外资占 A 股流通比例 | 8 |
| 图 8: 陆股通前十大重仓股 | 8 |
| 图 9: 人民币兑美元中间价 | 10 |
| 图 10: 股票型基金发行统计 | 12 |

表格目录

| | |
|---------------------|---|
| 表 1: 近期货币政策表述 | 5 |
|---------------------|---|

1. 目前宏观环境与 2010 年初相似

目前国内宏观环境与 2010 年初相似。2008 年前后我国遭遇金融危机影响，宏观经济出现显著回落，上证综指也从 2007 年底最高的 6124 点一路下跌至 2008 年底的最低 1665 点，经历了腰斩之后再腰斩的大幅下跌。而之后随着海外扰动的逐步消退和国内“四万亿”扩内需、稳增长的政策刺激下，A 股市场也完成了牛熊转换，上证综指在 2009 年上涨幅度达到 80%。

对比今年，受新冠肺炎的影响，我国经济同样遭遇了短期的大幅下滑，而随后在良好的疫情防控和宽松的货币财政政策支持下，经济出现了明显的持续复苏，而 A 股市场也经历了探底之后大幅回升的走势。而与 2010 年初类似，目前我国经济在出现复苏后，货币政策短期没有继续扩大的必要，而在明年则有着回归正常化的预期。我们认为 A 股市场未来的上涨动力也将从前期的估值提升转为由企业盈利推动。

1.1 相似的经济复苏

从 GDP 与 M2 增速来看，目前市场与 2010 年初类似，经济处于危机后的修复阶段，市场流动性相对宽松。不过今年由于外部不确定性较大，以及国内经济复苏情况显著好于海外，所以我国央行货币并没有出现大水漫灌的情况。

根据近期的经济复苏情况和货币政策描述来看，未来货币政策存在一定收紧预期。我国三季度 GDP 当季增速已经达到 4.9%，接近正常水平，而从 M2 增速与 GDP 增速的差值来看，随着超常规宽松货币政策的退出和经济的持续复苏，未来差值有望进一步回落。对于 A 股市场来说，未来市场上涨的动力也很难再依靠前期流动性宽松带来的估值提升逻辑，而需要靠经济恢复带来的企业盈利回升来推动。

图 1: GDP 与 M2 增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 不同的通胀背景

不过与 2010 年初所不同的是，目前我国 CPI 和 PPI 均处于低位，不会对货币政策产生掣肘，更不会出现高通胀倒逼货币政策收紧的情况出现。并且今年的货币政策宽松力度较小，转向也

更为提前。而反观 2010 年初，我国 PPI 达到 7% 的高位，而 CPI 也由降转升，并一路涨到 11 年中 6% 以上才停住脚步。目前我国不存在通胀的压力，再加上经济仍处于修复中，所以也就不会出现当年货币政策大幅放松后再大幅缩紧的风险。

图 2: CPI 与 PPI 增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 经济持续复苏，货币政策边际收紧

2.1 货币政策回归常态化

从近期央行的货币政策执行报告和相关高层的发言中我们可以看到，国家对于整个实体经济恢复的进展还是较为满意的，并且对于未来经济能够继续恢复也保持着信心。所以这也使得整个货币政策短期没有继续扩大宽松的的必要，再加上目前海外疫情依然严重和中美关系依然复杂，所以留有一定的政策空间也是央行需要考虑的情况。不过我们同样可以看到，目前货币政策也同样不存在大幅收紧的预期，央行仍然希望保持流动性合理充裕。所以我们预计整个四季度整体货币政策将中性偏紧，明年则有着回归常态化的预期。

表 1: 近期货币政策表述

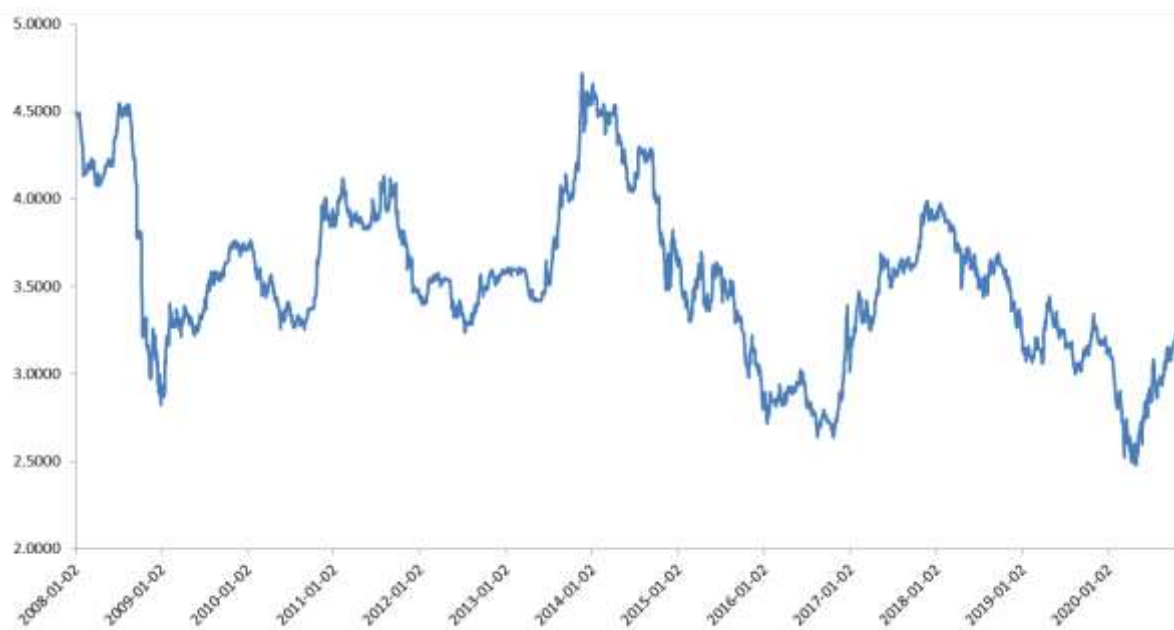
| 时间 | 事件 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 8月7日 | 央行8月发布了2020年二季度货币政策执行报告，报告对我国经济形势的判断由一季度的“短期面临的巨大挑战”转为“明显好于预期”，货币政策的相关表述删除了“强化逆周期调节”。 |
| 9月19日 | 央行货币政策委员会委员、清华大学金融与发展研究中心主任马骏表示，预计经济复苏的任务或将在明年一季度基本完成，宏观政策也将在那时开始回归常态。 |
| 9月25日 | 央行三季度例会指出，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。相比二季度本次例会删除了“加大宏观政策调节力度”的表述。 |
| 10月10日 | 央行行长易纲在《中国金融》上撰文指出，尽可能长时间实施正常货币政策，促进居民储蓄和收入合理增长。 |
| 10月21日 | 央行行长易纲在2020金融街论坛上发表讲话，提出货币政策需把好货币供应总闸门。 |

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 国债收益率反弹

从国债收益率走势我们也可以看出近半年来货币政策边际收紧的变化。今年我国 10 年期国债到期收益率最低点为 4 月初的 2.5% 左右，之后开始出现趋势性上升，到 10 月底收益率已经上升到 3.2% 附近，近半年回升达 70 个 BP。这同样与 2009 年和 2010 年类似，当时国债收益率也由于超常规宽松的货币政策退出而出现明显反弹。

图 3：十年期国债到期收益率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

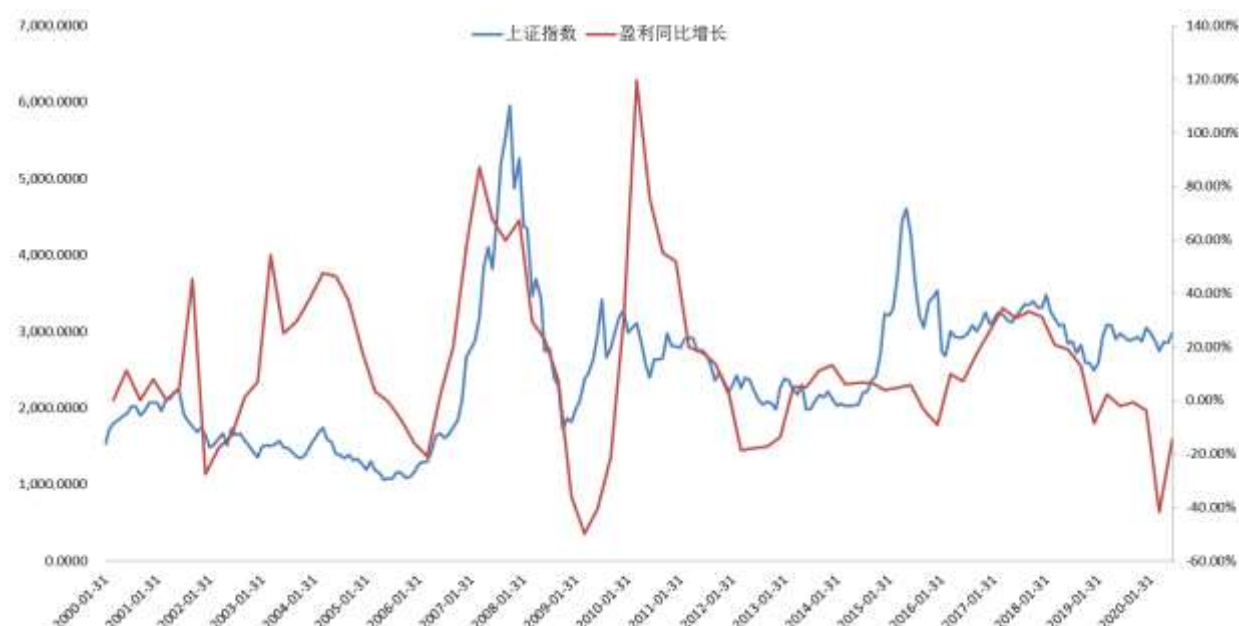
3. 企业盈利持续改善

3.1 市场走势同步企业盈利走势

货币层面的边际收紧使得 A 股难以再出现流动性宽松式的上涨，未来 A 股上涨的动力将来源于企业盈利的改善。根据最新的 A 股三季报盈利情况来看，随着我国经济的持续复苏，目前市场盈利也在稳步转好。

从历史上看 A 股的走势与市场整体企业盈利的走势相一致。由于中小盘股票对流动性相对更加敏感，未来随着货币政策的逐步边际收紧，我们认为中证 500 受到的影响更大。所以从企业盈利改善的角度来看，我们认为上证 50 走势将强于中证 500。

图 4：市场走势同步企业盈利

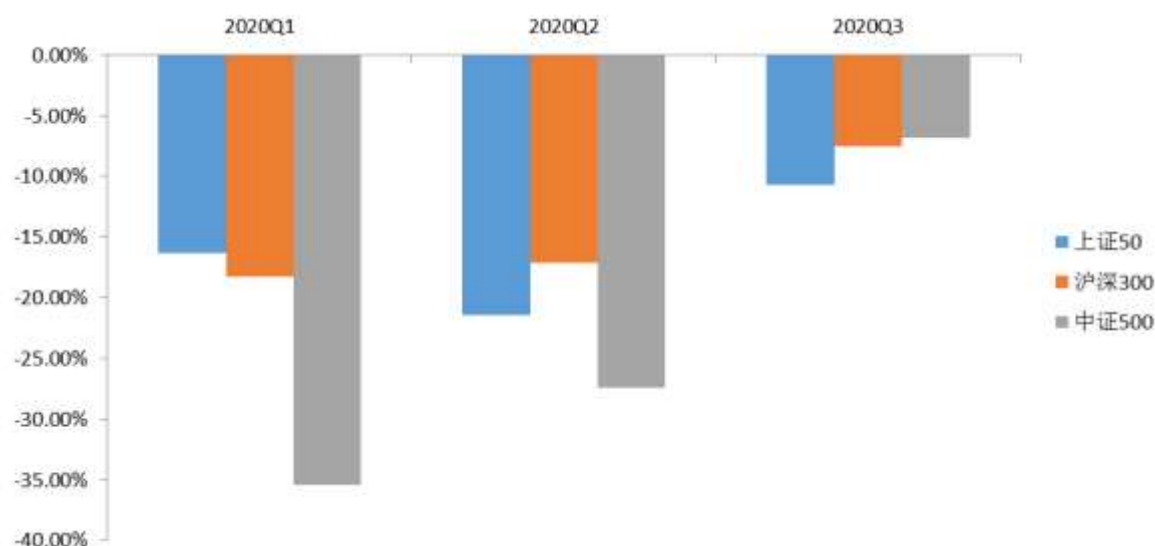


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 三季度企业盈利大幅改善

从最新公布的三季报来看，A 股归母净利润出现大幅改善。2020 年三季度全部 A 股（非金融石油石化）累计净利润增速同比为-2.86%，较二季度的-14.61%的降幅出现明显收窄。分指数来看，上证 50 累计同比增速为-10.74%，降幅相比二季度出现大幅收窄并扭转了此前的下降趋势，中证 500 和沪深 300 同样出现改善，累计同比增速分别为-6.87%和-7.59%。

图 5：2020 年三季度归母净利润增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

与 2010 年前后相似，A 股目前也处于利润增速快速修复的阶段。不过与当年不同的是，由于今年央行的货币政策更加克制，所以对于流动性更加敏感的中证 500 很难出现当年利润增速大幅好于上证 50 的情况。而未来随着宏观经济的修复和货币政策的逐步正常化，我们预计中证 500 的修复速度将趋缓，而上证 50 则将保持较快的利润修复速度。所以从利润增速改善的角度来看，我们认为未来上证 50 走势将强于中证 500。

图 6：历年归母净利润增速走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.机构化进程加速，50 受到青睐

4.1 北向资金持续流入

海外投资者青睐上证 50 成分股。目前外资是市场重要的增量资金之一，陆股通是其流入国内的主要渠道。2016 年后，陆股通开始加速流入 A 股市场，外资的持仓和成交在 A 股中的比例越来越高，影响也越来越大，而上证 50 指数也开始持续跑赢中证 500 指数。今年在疫情的影响下，北上资金仍然录得大幅的净流入。在全球流动性宽松和我国经济领先全球复苏的背景下，我们认为外资中长期流入的趋势不变。此外从新兴国家纳入 MACD 等指数的历史情况来看，在纳入的几年进程中，外资为持续流入的趋势。

图 7：外资占 A 股流通比例



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 中国“漂亮 50”受到追捧

从陆股通的持股结构来看，外资对于上证 50 的成分股具有很强的偏好。截止 10 月底，陆股通持有市值前十的股票均归属于上证 50 和沪深 300 指数，并且前十股票的持有市值占比达到陆股通持有总市值的 30% 以上。

与美股机构化发展最迅速时期受到资金追捧的“漂亮 50”相似，中国目前也进入了机构投资者占比快速提升的阶段，而 A 股的 50 指数成份股具有同样的增长稳定、ROE 较高和行业集中度提升的特点。未来随着我国金融市场开放的进一步深化和 A 股纳入海外指数比例的进一步提高，外资对于上证 50 中优质个股的买入趋势将持续，这有利于上证 50 延续相对中证 500 更强的走势。

图 8：陆股通前十大重仓股（截至 2020 年 10 月 28 日）

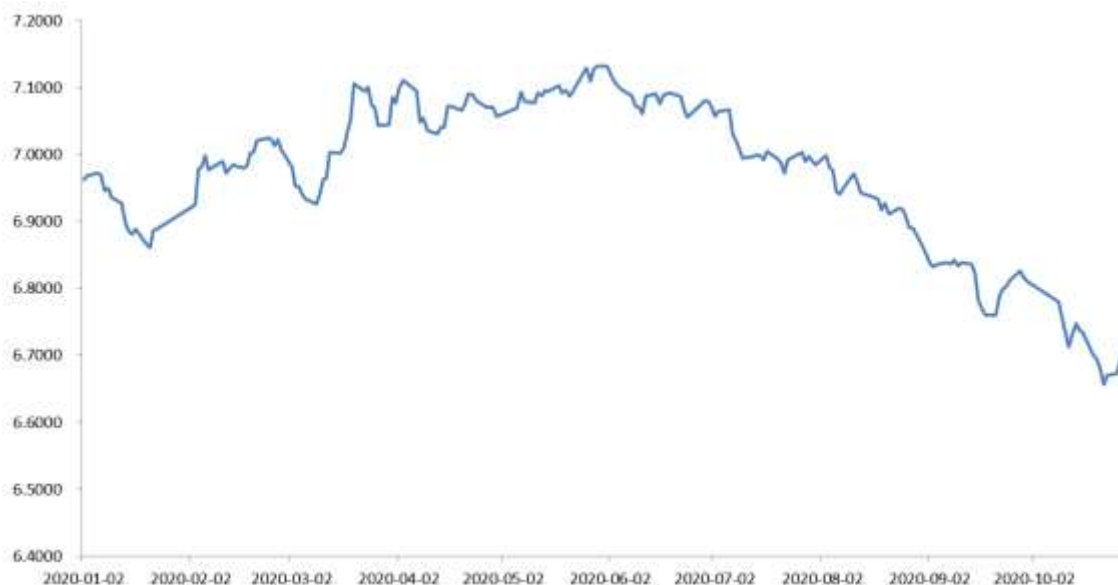
| 证券代码 | 证券简称 | 持股市值(亿元, 人民币) | 所属指数 |
|-----------|------|---------------|-------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1681 | 上证50 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 843 | 沪深300 |
| 000651.SZ | 格力电器 | 641 | 沪深300 |
| 601318.SH | 中国平安 | 606 | 上证50 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 582 | 沪深300 |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 562 | 上证50 |
| 600036.SH | 招商银行 | 399 | 上证50 |
| 601888.SH | 中国中免 | 387 | 上证50 |
| 603288.SH | 海天味业 | 345 | 沪深300 |

数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.3 汇率升值提高人民币资产吸引力

目前海外市场正在遭遇疫情的二次冲击，欧美多个国家单日新增人数创出新高，德法等国重启封锁，经济前景不确定性较高。而我国由于出色的疫情控制，目前经济持续复苏，人民币资产的吸引力持续上升，人民币汇率也处于上升趋势之中。人民币兑美元中间价从年中 7.13 左右的高点跌至 10 月中下旬的 6.7 以下。在人民币趋势性升值的大背景下，外资对于 A 股的配置意愿也逐步加强，而在进入一个相对陌生的海外市场时，海外资金也会选择该国最优质最稳定的资产，所以作为我国 A 股最核心资产的上证 50 也将持续获得外资的买入。

图 9：人民币兑美元中间价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.4 国内市场机构化进程加快

从今年基金发行火热的情况来看，国内市场机构化的进程正在加速。今年前 9 个月股票型基金总共发行了 182 只，发行份额 2900 多亿，远高于去年同期的 135 只和 1800 亿。与海外机构相似，国内机构投资者同样青睐上证 50 成分股，所以机构投资者相同的审美偏好有助于未来上证 50 走势继续强于中证 500。

图 10：股票型基金发行统计



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 总结

综上所述,我们认为在经济基本面向好,货币政策边际收紧以及 A 股机构化加速的情况下,未来上证 50 指数走势将强于中证 500 指数。而目前市场基本面与 2010 年类似,未来中证 500 与上证 50 的比价也有望走出红色方框中的走势。

目前中证 500 与上证 50 的比价在 1.9 附近,我们建议在比价 1.9-2.0 区间内逐步建仓多 IH 空 IC 策略,盈利第一目标位 1.65,第二目标位 1.4,比价达到 2.05 止损。

图 11：中证 500 与上证 50 比价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。本报告清晰准确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。