

2020 年度报告·股指

盈利弱复苏，估值中枢仍有抬升动力

—2020 年股指期货年报

分析员：何慧
电 话：021-60281622
邮 箱：hehui@zhqh.com.cn
咨询证号：Z0011420

目 录

摘 要	2
1 经济基本面：盈利弱复苏，或成为驱动股市显性变量	3
1.1 国内经济：经济复苏动力显露端倪	3
1.2 价格通胀：CPI 持续反弹，“类滞胀”特征显著	7
1.3 国内政策：稳增长、扩大对外开放、深化资本市场改革协同发力	8
2 资金流动性：中长线资金持续流入	11
2.1 宏观流动性：疏通货币传导，降低企业融资成本	11
2.2 股市流动性：杠杆资金和外资持续净流入	12
3 市场情绪：全球央行掀起降息潮，提升市场偏好	14
3.1 全球经济：全球经济放缓带来降息潮，经济积极信号显露	14
3.2 市场环境：外围环境对国内资本市场影响趋弱	15
4 逻辑与策略：指数稳步上行、注重结构轮动	18
4.1 运行逻辑：业绩增速向上，估值中枢仍有抬升动力	18
4.2 操作建议：中长线偏多思路，回调做多	19

摘要

2019 年良好的开局令经济下行的担忧明显缓和，股市伴随乐观情绪的激活出现显著反弹，然而 5 月中美贸易争端再度加剧以及“调结构”关注度的抬升，令经济的疲弱再度席卷而来，股市也随之进入区间震荡。进入 12 月，经济数据的阶段性改善以及企稳预期成为 A 股行情的催化剂。

从经济基本面来看，考虑到土地库存向新开工面积的传导、新开工面积向竣工面积的传导，房地产韧性仍在；在逆周期调节过程中，基建投资的重要性进一步加强；私营企业受制于融资渠道收窄，现金流大幅恶化，经营状况随之转弱，制造业投资增速承压，导致大量社会就业人员工资性收入下滑，居民消费能力减弱，随着政策支持实体经济的不断落实，制造业投资和居民消费进一步下行空间有限；中美博弈仍是出口最大不确定因素，出口增速或维持低位徘徊。目前企业处于加速去库存阶段，库存增速降至低位，基于补库存逻辑，市场对经济弱复苏产生了期望，叠加 PPI 见底初现，企业利润增速有望进一步小幅抬升，或将成为驱动股市的显性变量。

货币方面，2020 年元旦，央行决定于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 多亿元，此次降准从流动性和经济基本面两个角度利好股市。一方面，释放出流动性宽裕的信号，降准既可以对冲春节前的流动性缺口，又可以为一季度地方专项债的发行创造稳定的融资环境；另一方面，体现了逆周期调节，降准不仅可以有效增加金融机构的稳定资金来源，又可以降低金融机构资金成本，通过银行传导可降低社会融资实际成本，直接支持实体经济，进一步稳定经济预期。

财政方面，在经济内生性需求不足下，政府成为补足需求的支柱，以基建投资为抓手的财政支出加力在 2020 年是最需重点关注的因素，且随着财政乘数的下降，未来进一步通过政府、特别是中央政府的加杠杆行为稳增长将不可避免。在需求扩张乏力的情况下，货币政策的逆周期调节更多地是为积极的财政政策提供助力，以提升财政刺激效果。

鉴于 A 股的国际地位和估值水平，以及全球流动性放松的大环境，未来外资持续流入依然可期。此外，监管层不断引导社保、养老金、年金等长线资金入市，对于改善 A 股市场估值结构，提升市场长期价值导向有积极的改善作用。

回顾 2019 年，估值修复和风险偏好改善是推动 A 股超跌反弹的两个关键因素，金融市场扩大对外开放、A 股国际化进程加速、外资持续加码；资本市场深化改革有序推进，科创板开板、新版证券法颁布；在多重政策利好及各路活跃资金的共同助推下，2019 年 A 股赚钱效应较过去几年明显增强，IF、IH、IC 加权指数年度涨幅分别为 37.36%、34.53%、27.75%。2020 年元旦，央行实施全面降准，进一步稳定经济改善预期，从估值和盈利两方面助推股指继续反弹。

展望 2020 年，企业盈利企稳叠加风险偏好抬升，股指在 2020 年将缓步上行。A 股虽然在 2020 年继续承受经济的下行压力，但在库存周期开启、逆周期调节加码和头部公司盈利改善的预期下，业绩压力有望缓解。估值维度看，市场整体估值处于底部区域，历经反弹后安全边际仍在。未来增量资金来自于外资和居民、机构长线配置资金。此外，市场利率中枢仍有下行空间，推动风险偏好稳步回升。IF、IH、IC 分别参考 4000、3000、5000 一线的支撑。

1 经济基本面：盈利弱复苏，或成为驱动股市显性变量

1.1 国内经济：经济复苏动力显露端倪

2019 年我国 GDP 增速延续了 2018 年以来的震荡下行格局。从三大需求分析，资本形成对于 GDP 的拉动力继续减弱，对比 2018 年，其贡献率下降也较为明显；净出口对 GDP 增速的贡献回正，这主要是由于 2018 年的基数效应以及我国出口结构的调整；最终消费对 GDP 的贡献率和拉动率都是最强的一项，但对比 2018 年也呈现走弱迹象。净出口的正向拉动不敌消费与投资的下行幅度，我国 GDP 同比增速下台阶，前三季度 GDP 同比分别为 6.4%、6.2%、6.0%。

进入 12 月份，经济数据的阶段性改善以及企稳预期是 A 股行情的催化剂。一方面，国内相继公布的 PMI 制造业、信贷社融、工业增加值、消费、利润等宏观数据均出现超预期改善。经济阶段性复苏，有利于提升市场对经济相关行业的风险偏好。另一方面，市场对经济弱复苏产生了期望，目前企业处于加速去库存阶段，1-11 月工业企业产成品库存同比增长 0.3%，库存增速降至低位，下方空间不大，叠加 PPI 见底初现，企业利润增速有望进一步小幅抬升，或将成为驱动股市的显性变量。

图 1：实际 GDP 和名义 GDP

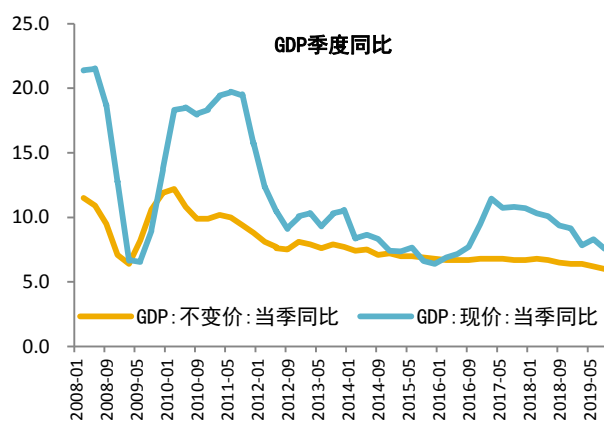
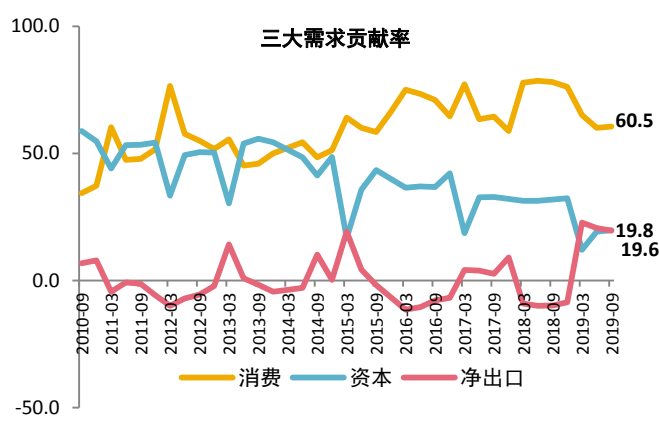


图 2：三大需求对 GDP 贡献率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.1.1 投资：房地产韧性仍在，基建逆周期支撑力度将进一步加强

从 GDP 的结构进行各项数据的考察，首先从投资的角度，分析房地产、基建和制造业投资增速。

图 3：全社会固定资产投资和民间固定资产投资

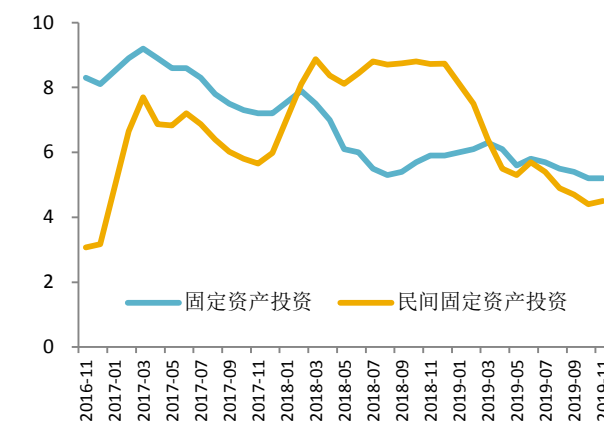
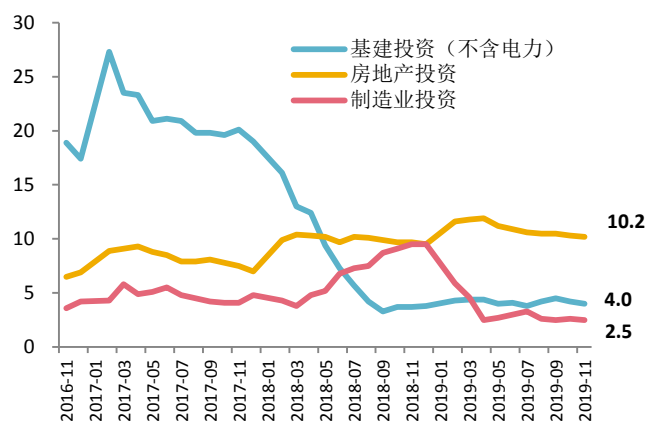


图 4：三大固定资产投资



数据来源：wind, 中辉期货研发部

从房地产新开工、竣工面积的增速对比，我们发现二者自 2018 年开始出现明显的分化。剪刀差的扩大，源于房地产开发商的经营模式转变，其更加重视通过加快推盘提升周转，进一步加速回款缓解资金压力。我们从房地产开发商资金来源也可以看到，来自于定金和预收款的增速维持相对高位，成为缓解房地产资金来源的重要渠道。

这种经营模式在 2019 年继续延续，但随着预售的房屋面临交付压力加大，施工进度开始加快。2019 年下半年开始，新开工和竣工面积的增速差开始减小。与此对应的是，房屋的施工面积增速逐步回升，进入 2019 年下半年之后，竣工面积维持在 8% 以上的增速。

考虑到土地库存向新开工面积的传导、新开工面积向竣工面积的传导，都会对地产投资增速形成一定支撑，我们认为 2020 年上半年增速温和放缓的概率较大，下半年下行压力或有所加大。

图 5：房地产开发商资金来源压力相对可控 (%)

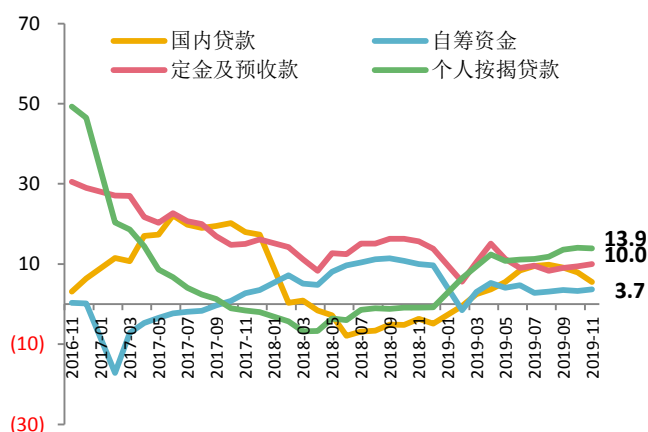
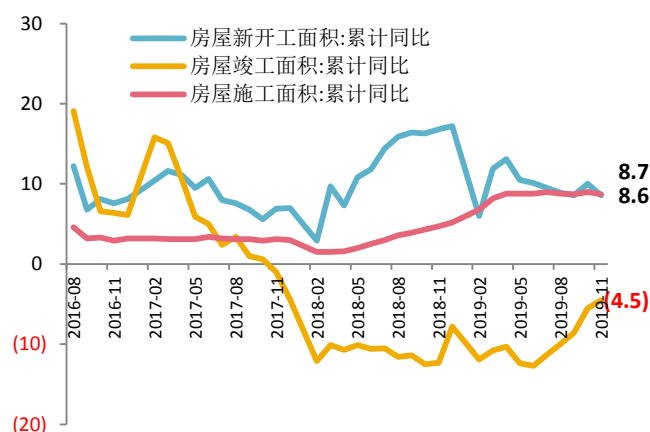


图 6：房地产新开工面积与竣工面积背离 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

随着 GDP 增速压力的加大，政策逐步加重逆周期调节力度，在逆周期调节过程中，基建投资的重要性突显。从政策角度分析，2019 年先是财政支出进度的大幅度前倾，再是年中出台政策指出专项债可用于资本金，最近的国常会要求调降部分基建项目资本金要求，从政策的推出进度看，政府部门对基建投资的倾斜逐渐增强。预计 2020 年的财政赤字率大概率从 2.8% 上升至 3%，专项债额度也可能扩张到 3 万亿的水平。但在严控地方政府债务风险的前提下，反弹空间不会过高。可以确定的是，基建投资增速在未来几个季度将逐步修复，增速回到 6-8% 的水平还是可以预期的。

图 7：基建投资将持续修复 (%)

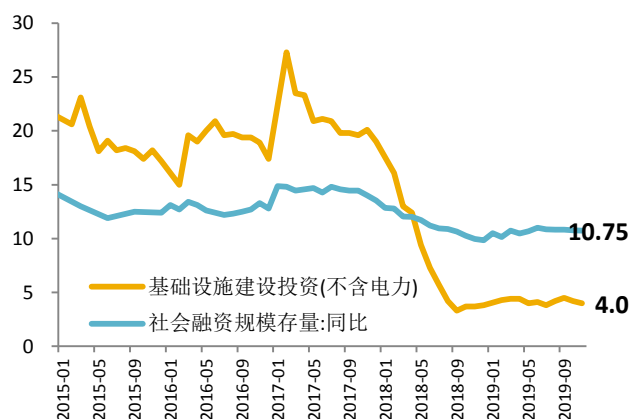
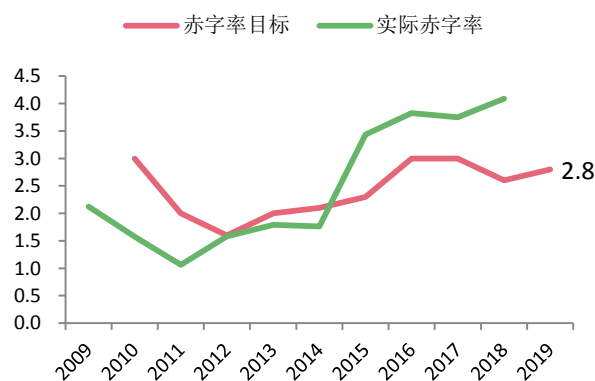


图 8：2020 年财政赤字率或将上升至 3% (%)



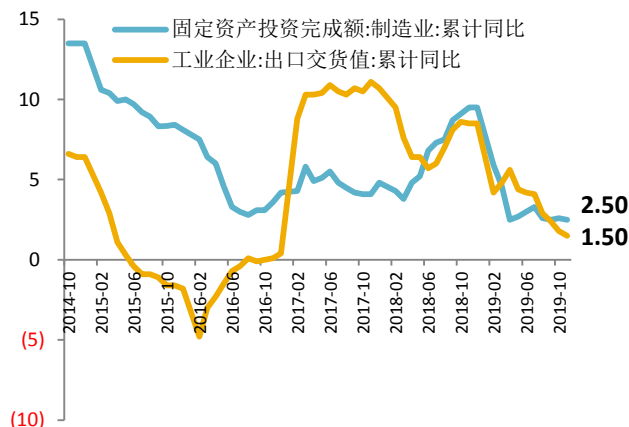
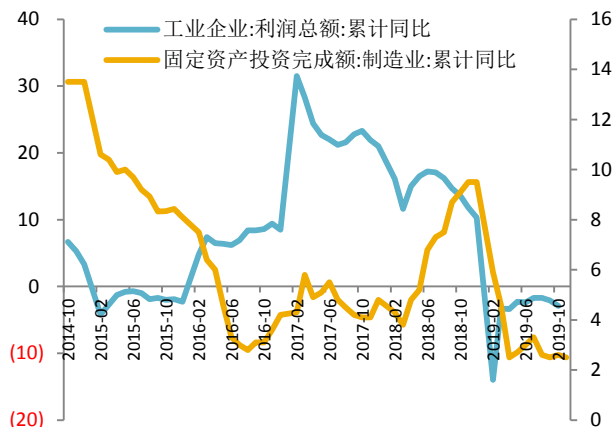
数据来源：wind, 中辉期货研发部

从工业企业利润增速对制造业投资的领先性来看，制造业投资增速或继续承压。但仍然维持在相对较高水平的地产投资增速、进一步发力的逆周期调控政策，都对制造业投资有所拉动，我们认为在未来两个季度，可以观察到制造业投资增速的反弹。

制造业的投资亮点在于，我国正处于产业结构转型升级的关键时点，外部不确定风险加大的背景下，高端制造发展的战略地位不言自明，其在未来一段时期都将是制造业投资的重要驱动力。

图 9：工业企业利润领先制造业投资 1 年左右 (%)

图 10：出口增速下滑拖累制造业投资增速 (%)



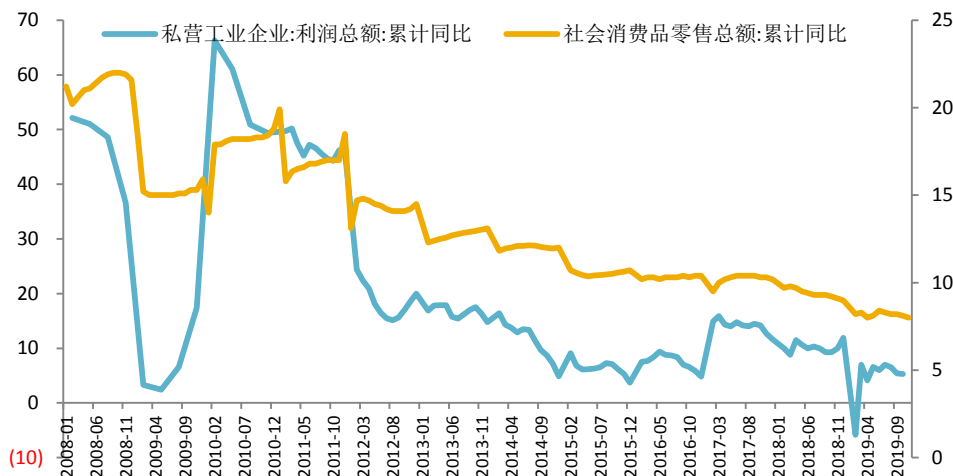
数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.1.2 消费：企业效益下降压低消费，增速大幅下降概率较小

从企业经营效益出发，将私营工业企业利润同比增速与社会消费品零售总额增速进行对比，发现前者领先后者大概 2 个月，二者相关系数高达 0.79。由此得出结论，私营工业企业利润与消费从理论上具备一定的相关性。

回顾 2018-2019 年，私营企业受制于融资渠道收窄，现金流大幅恶化，经营状况随之转弱，导致大量社会就业人员工资性收入下滑，居民消费能力减弱，2018-2019 年消费增速出现明显放缓。当前，私营、民营企业融资渠道仍不畅通，且他们受贸易摩擦影响也相对较大，这两方面因素将继续压制消费增速。积极的因素是最近国务院密集出台了一系列政策以提振消费，汽车、智能服务等消费领域可能迎来积极的变化。

图 11：私营工业企业利润同比增速领先社会消费品零售总额增速两个月 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.1.3 出口：中美博弈仍是出口最大不确定因素，出口增速或维持低位徘徊

2018 年中美之间开始出现贸易裂痕，随后经过数轮的协商。目前中美双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，并讨论了后续磋商安排，同意共同朝最终达成协议的方向努力。

中美经贸磋商的复杂局面，不能简单地用乐观或者悲观来判断，目前双方对峙的局面其实没有彻底改观。除了中美经济的发展情况，美国政治动态，也将成为推动中美博弈的关键因素，例如 3 月初民主党初选和美国大选的进程。从对进出口的影响来看，在低基数下 2019 年出口增速有所反弹，2020 年或进一步延续该局面，但大概率维持在低位，出口结构将进一步调整，目前我国对美国 and 东南亚国家的出口显著背离。

图 12：我国进出口金额累计增速 (%)

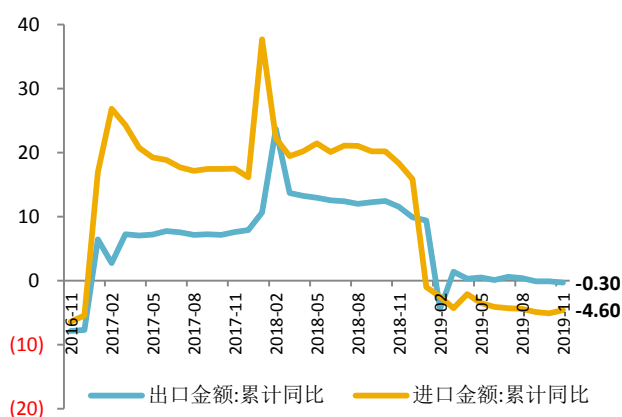
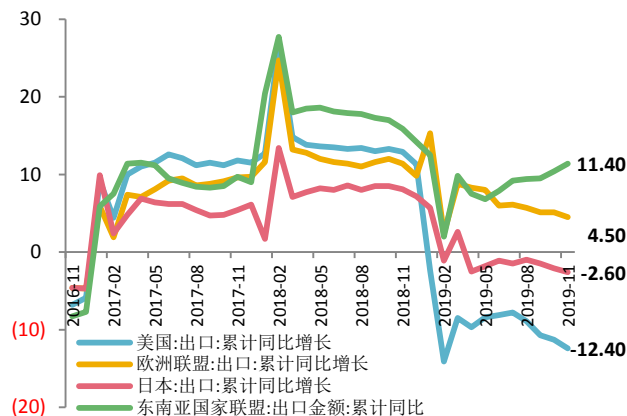


图 13：我国对不同国家和地区的出口增速 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.1.4 工业企业利润：库存和 PPI 支撑下，企业盈利增速见底

2019 年，随着宏观经济增速的下移，总需求萎缩影响企业的生产销售，叠加 PPI 负增长以及中美贸易摩擦等影响，工业企业利润增速持续在负增长区间徘徊，10 月份利润增速负增长进一步扩大至 -9.9%，为年内最低点。从边际角度来看，2019 年前三季度，规模以上工业企业利润总额的当季同比分别为 -3.3%、-1.9%、-1.8%，降幅呈逐季缩窄态势，边际上有所修复，企业盈利增速见底初现。11 月规模以上工业企业利润同比增长 5.4%，由负转正。

图 14：工业企业利润由负转正 (%)

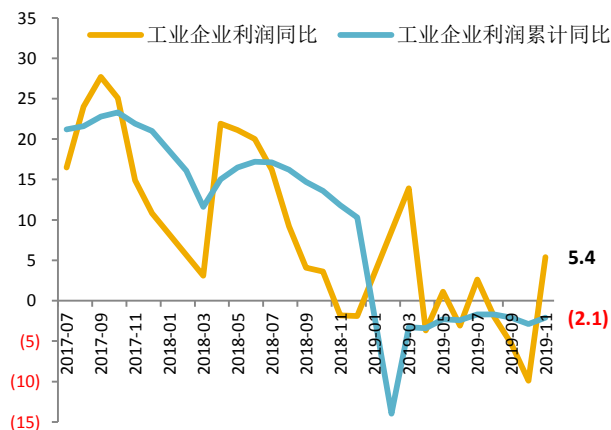
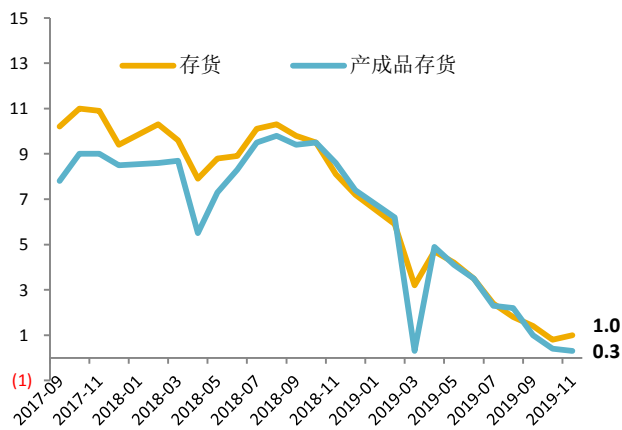


图 15：工业库存持续下降，去库存接近尾声 (%)



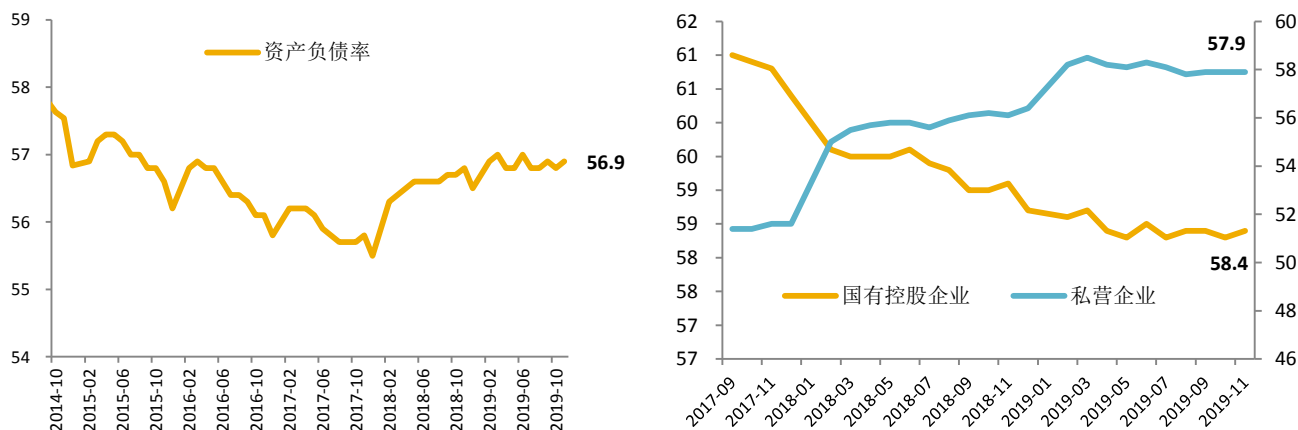
数据来源：wind, 中辉期货研发部

11 月 27 日，财政部发布消息称，提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。随着 2020 年年初专项债的落地，以及中美经贸关系缓和背景下对美

出口贸易降幅的企稳收窄，基建修复和制造业补库存有望推动企业利润进一步修复。随着政策从去杠杆到稳杠杆，工业企业的资产负债率也开始稳定，对企业盈利能力的支撑开始加强。此外，在政策不断引导资金流入实体经济的背景下，工业企业的融资成本将逐步下降，也有利于企业利润的修复。

目前企业处于加速去库存阶段，1-11月工业企业产成品库存同比增长0.3%，库存增速降至低位，继续向下的空间不大。除了需求逐步企稳外，库存周期也会对企业盈利形成支撑。此外，目前的低库存状况在需求回升的带动下，也会加大未来工业品价格PPI的回升幅度，企业利润增速有望进一步小幅抬升，或将成为驱动股市企稳的显性变量。

图 16：工业企业资产负债率逐步稳定 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.2 价格通胀：CPI 持续反弹，“类滞胀”特征显著

2019年11月居民消费价格指数(CPI)同比4.5%，反弹至阶段性高点，非洲猪瘟影响从幕后走向台前，猪肉价格同比上涨110.4%，预计在2020年1月春节期间见顶的概率较大；工业生产者出厂价格指数(PPI)仍处于通缩状态，主要受国内外需求不足的拖累，但11月同比-1.4%，已出现触底拐头迹象，后续翘尾因素影响大幅减弱，降幅将明显收窄。工业出厂价格与居民消费价格二者之间的剪刀差持续扩大，PPI-CPI从2017年2月的7.0下滑至目前的-5.9。

图 17：CPI 持续反弹，PPI 如期回落

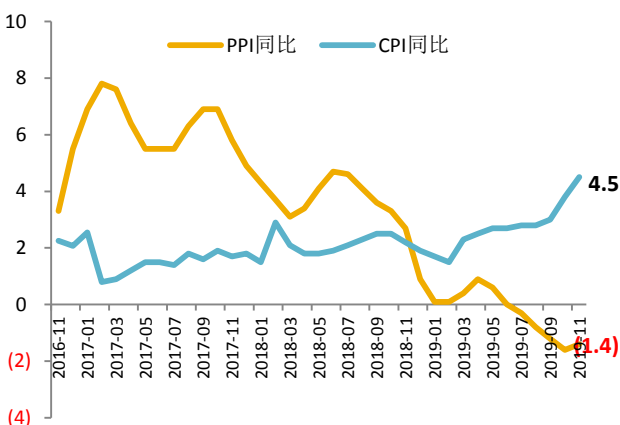
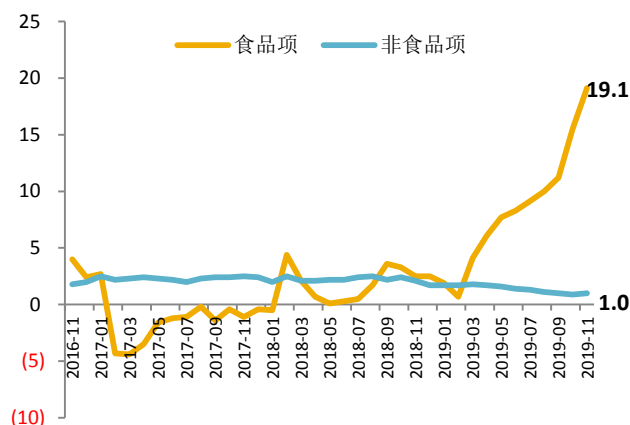


图 18：CPI 主要受到食品价格的推动



数据来源：wind, 中辉期货研发部

本轮猪肉价格的上涨主要源自两方面，一是环保政策导致个体养殖户以及小规模养殖户退出，养殖规模大幅压缩；二是猪瘟疫情的持续发酵之下，猪肉供给进一步收缩。根据母猪繁育规律，母猪怀孕到育肥出栏大致需要10个月左右的周期，而出栏量决定猪肉供给，与猪肉价格增速呈负相关性。从能繁母猪存量增

速的领先性看，猪肉价格还将继续上升。

虽然 CPI 同步变化有上行压力，但是目前的通胀属于供给端推动。没有需求支撑的通胀难以持续，而紧缩的货币政策对于供给推动的通胀也难言有实质效果。因此，在稳增长压力依旧严峻的背景下，高企的通胀数据，或在短期内会影响货币政策释放宽松信号的时机和窗口选择，但不会改变货币政策的方向。

图 19：核心 CPI 下滑指向需求偏弱

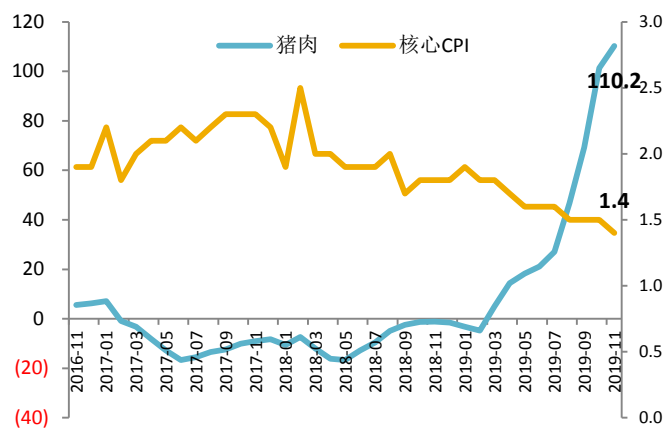
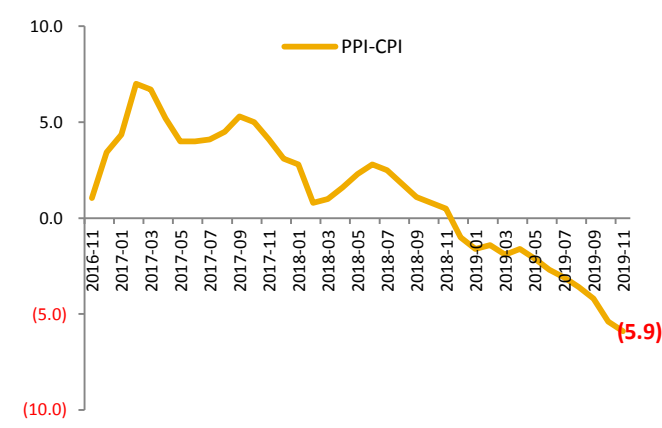


图 20：剪刀差下滑，农产品强于工业品



数据来源：wind, 中辉期货研发部

10 月份以来，市场关注的焦点围绕“滞胀”展开，滞胀预期本质上是“盈利-估值”性价比的问题，“滞”对应增长和盈利、“胀”对应货币政策和估值。2019 年前三季度国内经济数据走弱，叠加不断高企的结构性通胀，使得货币政策仍需在“稳增长”与“控通胀”中寻找动态平衡。

在“类滞胀”背景下，股债均难有亮眼表现，但仍存在一定差异。从定价原理来看，股债的价值均来自未来现金流的贴现，不同之处在于债券的现金流是固定的，而股票的现金流是可变的。一般来说，通胀的上升必然会蚕食未来的固定利息，从而导致债券价值缩水，而通胀高企的过热阶段，通常会伴随着企业盈利的增长，那么企业未来的现金流也随之增加，股票通常还会上涨。因此，“胀”是债券的天敌，股票对通胀具有一定的免疫力，反而受经济“滞”的影响较多。从国内积极出台的稳增长政策角度来说，“滞”相对“胀”更为乐观一些，目前股债相对回报率围绕历史 80 分位波动，股相对债的性价比和安全边际更高。

1.3 国内政策：稳增长、扩大对外开放、深化资本市场改革协同发力

2019 年年初的政府工作报告中，国内生产总值增长的目标为 6.0%-6.5%，三季度 GDP 增速触及政策底线反过来也将加速多方面政策综合发力，对外开放和资本市场自身改革超预期的同时，稳增长力度持续提升。财政政策方面国务院提前下达了 2020 年专项债额度，货币政策方面则同时推动了利率市场化改革和降准操作，积极的财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望减缓经济下行压力。

回顾 2019 年，金融市场扩大对外开放、A 股国际化进程加速、外资持续加码；资本市场深化改革有序推进，科创板开板、新版证券法颁布；在多重政策利好及各路活跃资金的共同助推下，2019 年 A 股赚钱效应较过去几年明显增强，IF、IH、IC 加权指数年度涨幅分别为 37.36%、34.53%、27.75%。2020 年元旦，央行实施全面降准，进一步稳定经济改善预期，从估值和盈利两方面助推股指继续反弹，节后首日，三大期指高开高走。

2020 年或是金融开放实施落地的关键一年。金融开放倒逼内地金融机构提升经营效率，有利于打开优质机构的估值空间。多项深化资本市场改革举措陆续落地，都将在一定程度上激活资本市场功能，为中长期资金入市保驾护航。

表 1：金融开放以及资本市场改革相关政策

时间	相关政策与会议
5 月	银保监会从取消外资股比限制、放宽市场准入条件、拓宽商业存在和扩大业务范围等方面，提出 12 条银行业、保险业新开放政策措施。
6 月 13 日	科创板正式开板，中国资本市场迎来历史性的一刻。7 月 22 日，科创板首批 25 家公司鸣锣上市，标志着设立科创板并试点注册制这一重大改革任务正式落地。截至 12 月 30 日，科创板挂牌公司数量已达 70 家。
7 月	国务院金融稳定发展委员会办公室宣布推出“放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求”等 11 条金融业对外开放措施。
8 月 25 日	证监会有关负责人召开会议，研讨细化资本市场改革总体方案。目前，资本市场深化改革方案已经基本成型，A 股市场即将在一系列基础制度改革、法治保障、上市公司质量、长期资金入市等方面迎来一连串重磅利好。
9 月 10 日	国家外汇管理局发布公告，决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。中长期有望吸引更多外资入市，同时进一步完善国内股市投资者结构。
9 月 10 日	证监会在全面深化资本市场改革工作座谈会上提出“ 深改 12 条 ”，要加快推进资本市场高水平开放。随着 A 股对外开放进程加速，外资增配 A 股是大趋势。
10 月	《中华人民共和国外资保险企业管理条例》和《中华人民共和国外资银行管理条例》修改版出台。同期证监会宣布自 2020 年 12 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。其中，基金管理公司的外资股比限制自 2020 年 4 月 1 日起正式取消。
11 月	国务院印发进一步做好利用外资工作的意见，其中包括“减少外国投资者投资设立银行业、保险业机构和开展相关业务的数量型准入条件”。
12 月 6 日	银保监会修订发布了《中华人民共和国外资保险企业管理条例实施细则》，规定外国保险公司与中国的公司、企业合资在中国境内设立经营人身保险业务的合资保险公司，其中外资比例不得超过公司总股本的 51%，较前期 50% 的比例有所放宽。
12 月 6 日	银保监会发布《关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》，自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达 100%。
12 月 13 日	央行、外管局就《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。12 月 14 日，分拆子公司上市试点规则落地，资本市场改革红利正在加速释放。
12 月 23 日	沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期权等共 3 只期权新品种上市交易。上交所、深交所各推出一只沪深 300ETF 期权，中金所推出沪深 300 股指期权。沪深 300 股指期权也是境内首个股指期权产品。
12 月 24 日	李克强表示中国正在推进金融领域开放，并将原来规定的 2021 年取消证券、期货、基金、寿险外资股比限制提前至 2020 年。
12 月 28 日	第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称新证券法），将于 2020 年 3 月 1 日起施行。

资料来源：中辉期货整理

表 2：稳增长及逆周期调节相关政策

时间	相关政策与会议
8 月 16 日	第 60 次国务院常务会议提出运用市场化改革的办法推动降低实际利率水平，缓解企业融资难问题。
8 月 17 日	为贯彻落实国务院决策部署，央行宣布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，对股市投资者而言，货币政策的宽松预期进一步增强，短期有利于提升市场风险偏好。
8 月 18 日	中共中央、国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》。受政策刺激影响，A 股全线上涨，尤其是深圳股市表现亮眼。
9 月 4 日	国常会提出三个核心政策，提前下达明年专项债部分新增额度，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具
9 月 5 日	金稳委会议强调要加大逆周期调节力度
9 月 6 日	央行宣布“全面+定向”降准，共释放长期资金约 9000 亿元
9 月 9 日	中央全面深化改革委员会第十次会议审议通过了《统筹监管金融基础设施工作方案》、

	《国有金融资本出资人职责暂行规定》等多份文件。
9月27日	金融委第八次会议上再次强调“加大逆周期调节力度”，同日，央行三季度例会上进一步确认“经济下行压力加大”，明确宏观调控转向“加大逆周期调节力度”。
12月13日	中央经济工作会议落地，进一步释放“稳增长”预期。
12月25日	中央办公厅发布《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，对300万以下城市落户限制取消，有利于促进人口流动，客观上也会释放新的购房需求，此外，广州、温州、南通等地也相继出台了人才新政和公积金贷款新政，对于2020年房地产市场的活跃有积极作用。受此消息影响，蓝筹股回暖，地产及相关产业链表现强势。

资料来源：中辉期货整理

表3：货币政策—央行调整LPR形成机制，5年期以上LPR首次下降

时间	相关政策与会议
8月17日	为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，央行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，自8月20日起，授权全国银行间同业拆借中心于每月20日（遇节假日顺延）9时30分公布贷款市场报价利率。
8月20日	新版LPR首次报价出炉，1年期LPR为4.25%，此前为4.31%；5年期以上LPR为4.85%。而在此前，自2015年10月24日以来，1年期、5年期以上贷款基准利率分别维持在4.35%、4.90%。
11月5日	央行下调一年期MLF的中标利率5个基点至3.25%；
11月18日	央行将7天期逆回购操作中标利率下调5个基点为2.5%
11月19日	央行以利率招标方式开展了中央国库现金管理商业银行定期存款操作500亿元，中标利率3.18%，降低2个基点。
11月20日	LPR报价迎来全面下调：1年期LPR为4.15%，5年期以上LPR为4.80%，均较10月下降5个基点。其中，5年期以上LPR在8月20日亮相后首次迎来下调。这意味着“宽货币”与“宽信用”联动明显，货币政策传导效率增强。下调5年期以上LPR能配合基建投资发挥托底经济的作用。
12月23日	国务院再度提及“进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种举措”，向市场释放积极的政策信号，市场对于降准预期开始发酵。
12月28日	央行公告，为深化利率市场化改革，进一步推动LPR运用，自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同；自2020年3月1日起，金融机构应将存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR。

资料来源：中辉期货整理

表4：财政政策—减税降费在积极推进过程中

时间	相关政策与会议
11月20日	李克强主持召开国务院常务会议，听取个人所得税改革情况汇报，确定有关税收优惠政策减轻纳税人负担。今年前三季度，全国累计新增减税降费17834亿元，目标已实现了近九成。减税降费促进了企业减负、居民增收和就业增加，为对冲经济下行压力、保持经济运行在合理区间发挥了重要支撑作用。
11月27日	财政部也就《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见，并发布消息称，近期提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，后续稳增长政策力度将进一步加大。在专项债资金投向基建比例提高的情况下，将有力提振基建投资增速，为基建燃起“加速度”。

资料来源：中辉期货整理

2 资金流动性：中长线资金持续流入

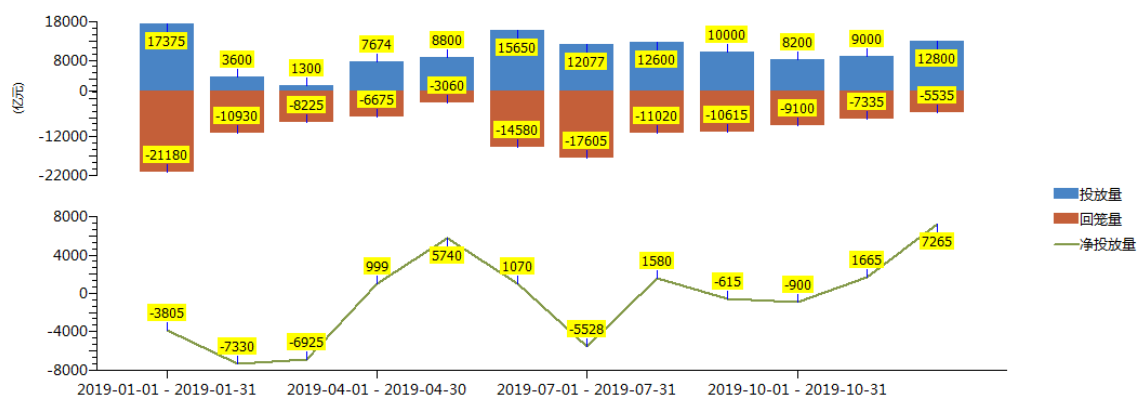
2.1 宏观流动性：疏通货币传导，降低企业融资成本

随着全球经济增长压力的加大，各国央行开始陆续进行流动性管理，美联储在 8 月至 10 月连续降息三次，其余部分国家和地区也开始降息释放流动性，以对冲经济下行压力。面对国内国际市场环境，我国流动性边际放松的空间仍在，但决策层的定力较强，大规模放水的概率较小。

2019 年下半年以来，我国公开市场利率逐步下调，MLF、OMO、LPR 的利率相继降低，这反映出决策层稳经济的动力较强，且在全球经济放缓背景带来的降息潮之下，未来市场利率有望进一步回落。值得注意的是，本轮下调市场利率的过程中，决策层防止房地产企业融资过度挤占银行信贷资源的态度十分明确，表明了监管层对信贷的控制。监管层在不断引导资金流入实体经济，流动性分层问题有望得到缓解，这不但有利于降低实体经济融资成本，改善企业盈利，也有望提升资本市场流动性，推升估值水平。

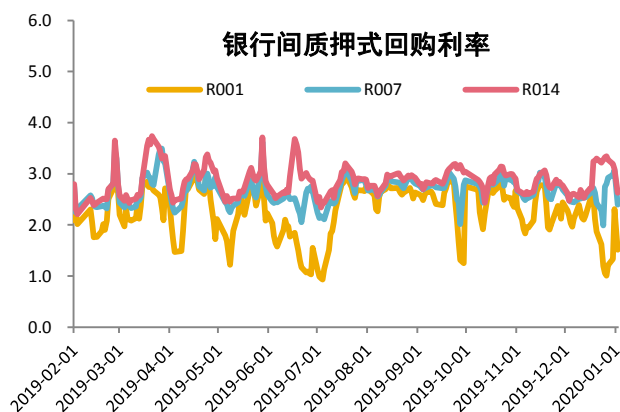
2019 年 8 月央行发布改革完善 LPR 形成机制后之后，1 年期 LPR 利率降低三次，降幅为 16BP，5 年期 LPR 利率降低一次，降幅 5BP。在稳增长的背景下，预期 2020 年货币政策仍有发力空间，LPR 处于下降通道，存量贷款利率与 LPR 挂钩，有利于进一步降低企业综合融资成本。

图 21：央行公开市场操作（单位：亿元）



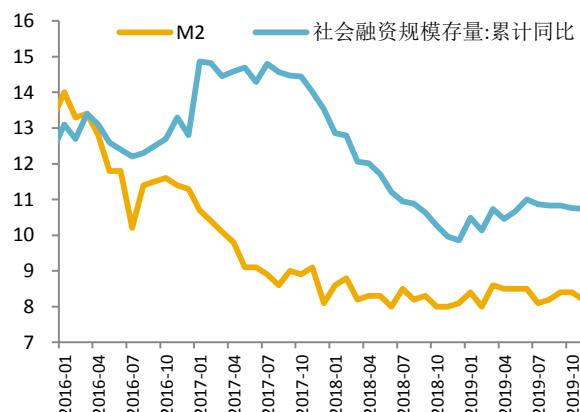
数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 22：银行间流动性



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 23：社融规模和货币供应 M2



2020 年元旦，央行决定于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 多亿元，此次降准从流动性和经济基本面两个角度利好股市，股票市场再次迎来做多窗口期。一方面，释放出流动性宽裕的信号，降准既可以对冲春节前的流动性缺口，又可以为一季度地方专项债的发行创造稳定的融资环境；另一方面，体现了逆周期调节，降准不仅可以有效增加金融机构的稳定资金来源，又可以降低金融机构资金成本，通过银行传导可降低社会融资实际成本，直接支持实体经济，进一步稳定经济预期。

2.2 股市流动性：杠杆资金和外资持续净流入

沪港通、深港通、沪伦通分别于 2014 年 11 月 17 日、2016 年 12 月 5 日、2019 年 6 月 15 日陆续开通，A 股国际化进程进一步加速。A 股先后被纳入 MSCI、富时罗素以及标普道琼斯等重要国际指数且权重不断增加，外资在 A 股的话语权大幅提高。沪港通开通之前，外资买入 A 股最主要的途径是 QFII，该方式限制条件多，过程繁琐；而互联互通机制的开通为外资买入 A 股提供了更加便捷的渠道，外资对 A 股的投资热情也在持续升温。自 2015 年以来，以陆股通为代表的北上资金持续流入，2015-2019 年的外资增加值分为 185.3、606.8、1997.4、2942.2、3517.4 亿元。

2019 年 MSCI 分三步将 A 股的纳入比例从 5% 提高到 20%：

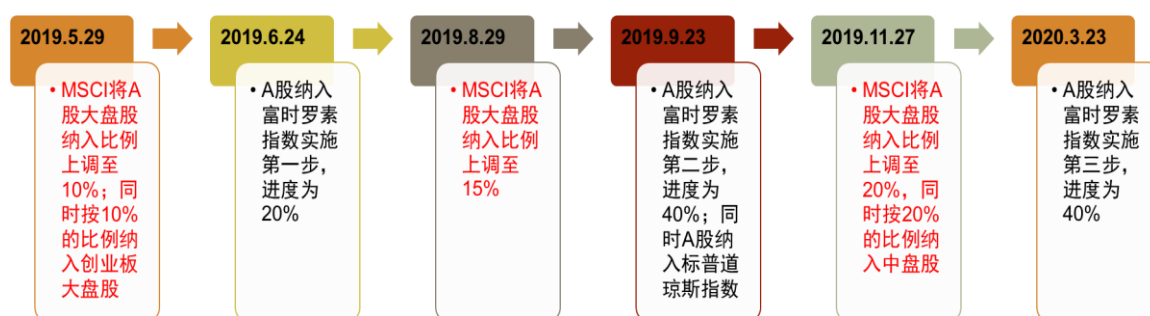
步骤 1：作为 2019 年 5 月半年度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的现有中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股。

步骤 2：作为 2019 年 8 月季度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%。

步骤 3：作为 2019 年 11 月半年度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，同时将中国中盘 A 股(包括符合条件的创业板股票)以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。

2019 年 6 月 21 日，富时罗素宣布将 A 股纳入其全球股票指数体系，并于 6 月 24 日开盘时正式生效。A 股纳入富时指数将基于陆股通部分，共分三批次进行，分别在 2019 年 6 月、9 月和 2020 年 3 月，进度为 20%、40%、40%。三步实施完毕后，A 股将完成按照可投资部分的 25% 比例纳入。

图 24：A 股纳入国际指数时间表



数据来源：wind, 中辉期货研发部

从杠杆资金来看，2019 年 8 月 8 日证金公司整体下调转融资费率 80 基点，8 月 9 日，沪深交易所发布扩大融资融券标的股票范围新规。在政策和行情的相互配合下，2019 年以融资余额为代表的杠杆资金净流入 2564.8 亿元，也创下近 5 年来的最大增量，年末融资余额达到 10054.69 亿元，再次站上万亿元关口。

杠杆资金和外资持续流入，是推动 A 股上涨的直接因素。我们把陆股通和融资余额二者的增量资金与 IF 加权指数的涨跌情况进行比较：从年度表现来看，2015 年-2019 年，外资和杠杆资金的增量之和分别为 1725.4、-1749.1、2857.0、216.2、6082.2 亿元，IF 加权指数的涨跌幅分别为 0.22%、-9.97%、23.53%、-25.86%、37.36%，显然资金的进出与股指行情呈现明显的正向关系；从 2019 年月度表现来看，其中 2 月、3 月、12 月的外资

和杠杆资金的增量之和分别为 1349.9、1210.8、1264.8 亿元，是年内前三大资金净流入，同时对应着股指相对较好的上涨月份，进一步说明资金与行情的正向关系。

表 5：外资、杠杆资金与 IF 涨跌的关系

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
外资增量	185.3	606.8	1997.4	2942.2	3517.4
融资增量	1540.1	-2355.9	859.6	-2726.0	2564.8
外资+融资	1725.4	-1749.1	2857.0	216.2	6082.2
IF 涨跌幅	0.22%	-9.97%	23.53%	-25.86%	37.36%

数据来源：wind, 中辉期货研发部

鉴于 A 股的国际地位和估值水平，以及全球流动性放松的大环境，未来外资持续流入依然可期。此外，监管层不断引导社保、养老金、年金等长线资金入市，对于改善 A 股市场估值结构，提升市场长期价值导向有积极的改善作用。

图 25：融资买入额（亿元）

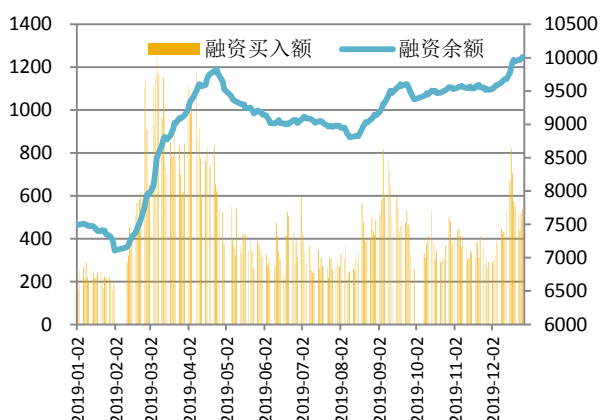
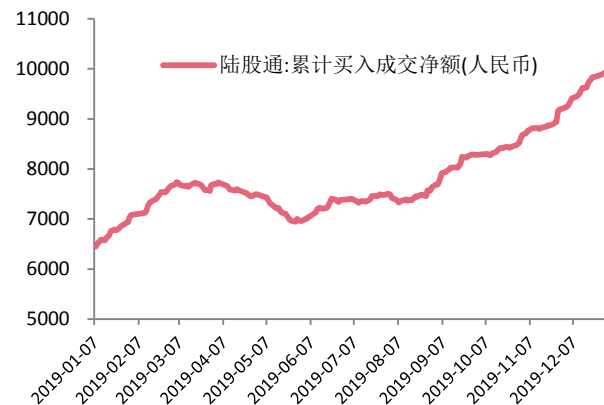
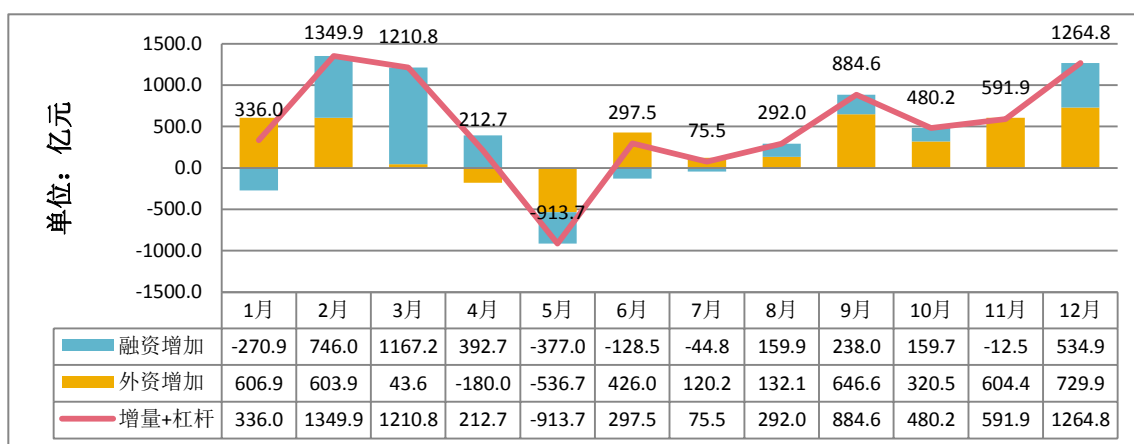


图 26：陆股通累计买入成交净额（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 27：2019 年增量外资和杠杆融资（亿元）



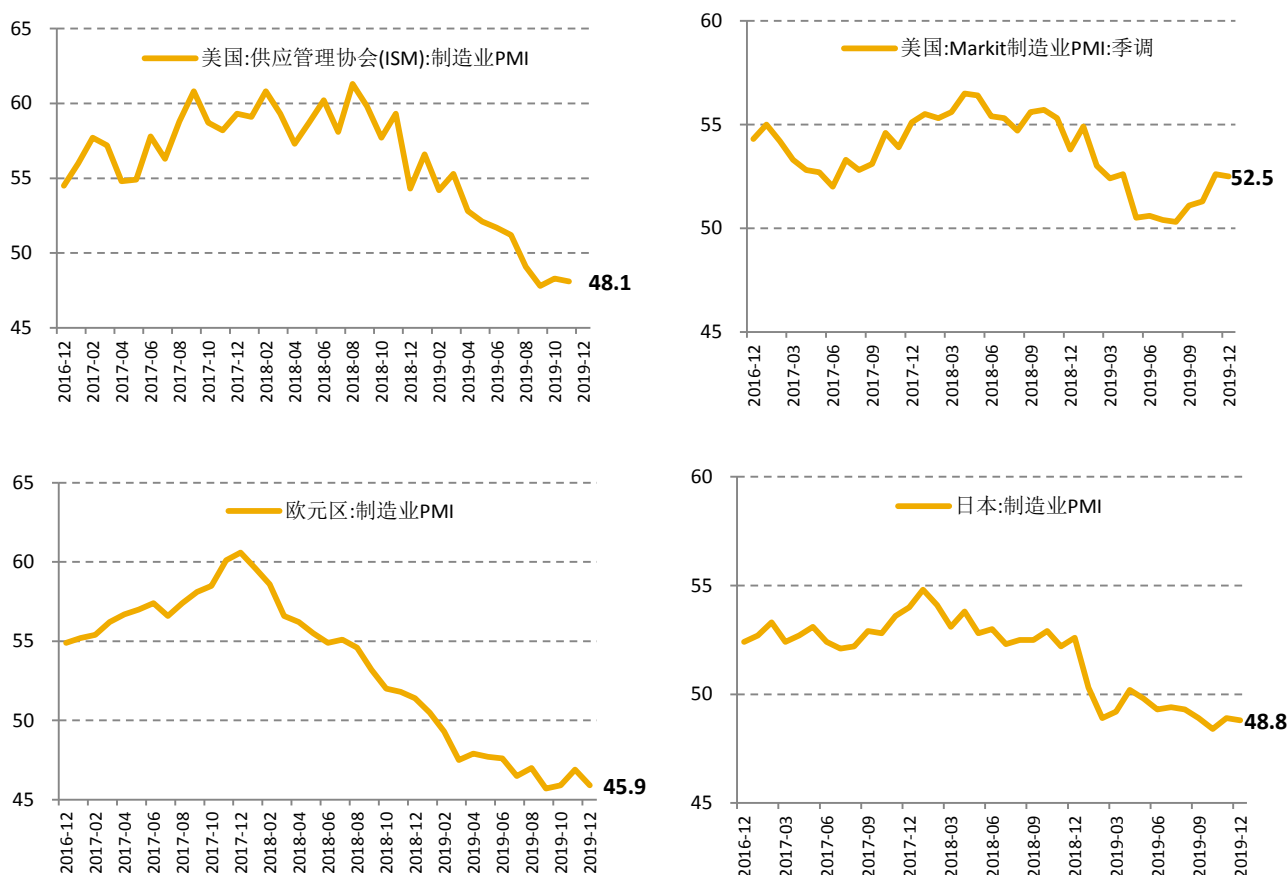
数据来源：wind, 中辉期货研发部

3 市场情绪：全球央行掀起降息潮，提升市场偏好

3.1 全球经济：全球经济放缓带来降息潮，经济积极信号显露

2018 年以来，全球经济放缓压力持续加大，各主要经济体制造业持续低迷，由制造业萎缩引发的利空效应正逐步波及各国经济的其他部门，也提升了外界对央行宽松货币政策的预期。2019 年欧元区 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 45.7，处于 2013 年以来低位，连续第九个月陷入萎缩区间；日本 10 月制造业 PMI 初值为 48.5，创三年新低，连续第六个月低于荣枯线。

图 28：全球 PMI 趋弱

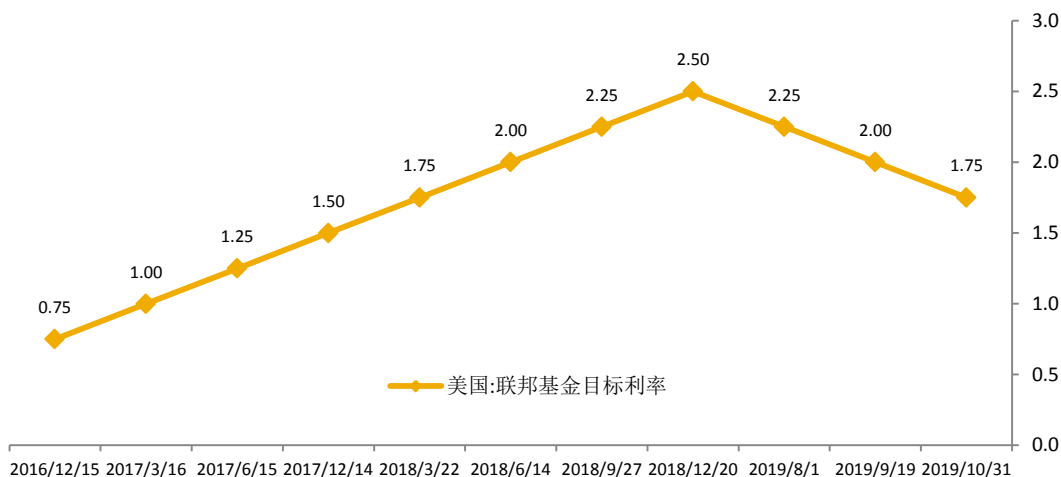


数据来源：wind, 中辉期货研发部

面对经济下行压力，全球货币政策宽松进程加快，多国央行加入降息行列。据不完全统计，2019 年以来，全球范围内已经有 30 家央行采取了降息举措，5 月至 10 月各央行密集展开降息，其中，美联储分别于 7 月 31 日、9 月 18 日、10 月 30 日进行了三次预防式降息。进入 11 月，全球货币宽松进入政策观察期，降息节奏放缓，风险偏好边际收敛。全球已经进入货币政策“数据验证”阶段，市场关注点将会逐渐转向对前期宽松政策的实效层面，经济数据将会成为重要线索。

进入 12 月，全球经济数据出现了积极信号，海外市场风险偏好回升。一方面，主要发达经济体美欧日 11 月 PMI 制造业均出现反弹，美国 11 月新增非农就业数据表现强劲，创近 10 个月新高，进一步降低美联储 12 月降息预期。12 月 12 日，美联储维持基准利率 1.50-1.75% 不变，暂停 7 月以来的降息周期，基本符合市场预期。目前 10 年期中美利差为 1.38，处于近几年的相对高位，外资流入 A 股的趋势有望进一步持续。另一方面，10 月以来的全球股市整体处于风险偏好上行窗口，美股更是连创新高，其中标普指数在四季度已上涨 5.54%，投资者情绪普遍出现改善。

图 29：美国开启降息



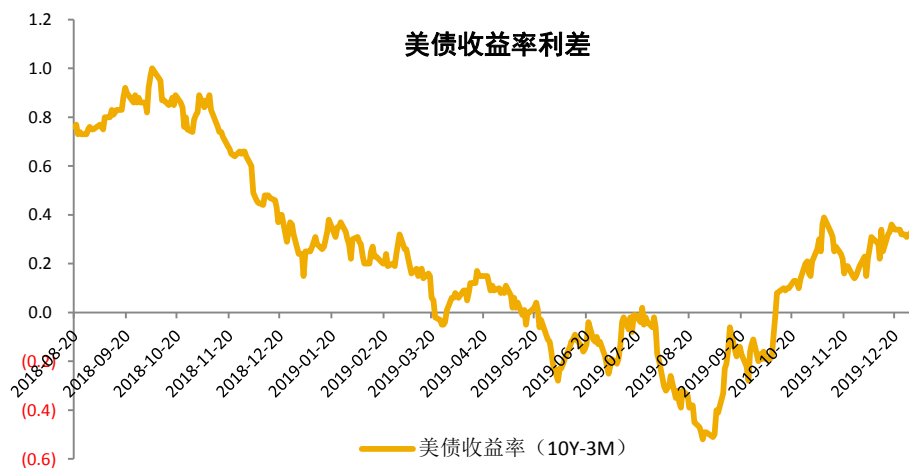
数据来源：wind, 中辉期货研发部

3.2 市场环境：外围环境对国内资本市场影响趋弱

自 2019 年 5 月中旬以来,10 年期和 3 个月的美国国债收益率持续倒挂,8 月 28 日二者利差扩大为-52BP,成为全球市场高度关注的热点。10 年期美债收益率创 20 个月以来最低水平,对美国经济预期形成向下动能。另外,关键的 10 年期与 2 年期美债收益率也出现倒挂,与此同时,英国、加拿大、德国等西方主要经济体收益率曲线都呈现倒挂趋势,市场对于全球经济见顶回落,未来步入衰退的预期显著加强。

从历史经验来看,收益率曲线倒挂与经济衰退之间有较高的相关性,这引发了投资者对于衰退风险的担忧,进而导致全球金融市场尤其是权益市场的普遍下跌。面对经济下行压力,各国央行纷纷加入降息浪潮。美联储自 7 月—10 月实施三次降息,推动短债收益率下降,与此同时,随着全球经济和贸易局势出现的乐观消息,提振了全球增长和通胀加速的前景,作为全球债市风向标的美国长债 10 年期国债收益率也出现上行。在两者的共同作用下,收益率曲线由负转正,截至 12 月 31 日,10 年期和 3 个月美国国债利差达 37 个基点,较 8 月倒挂 52 个基点的低点回升 89 个基点,也显示美国经济衰退的风险正减弱。

图 30：美债收益率利差曲线

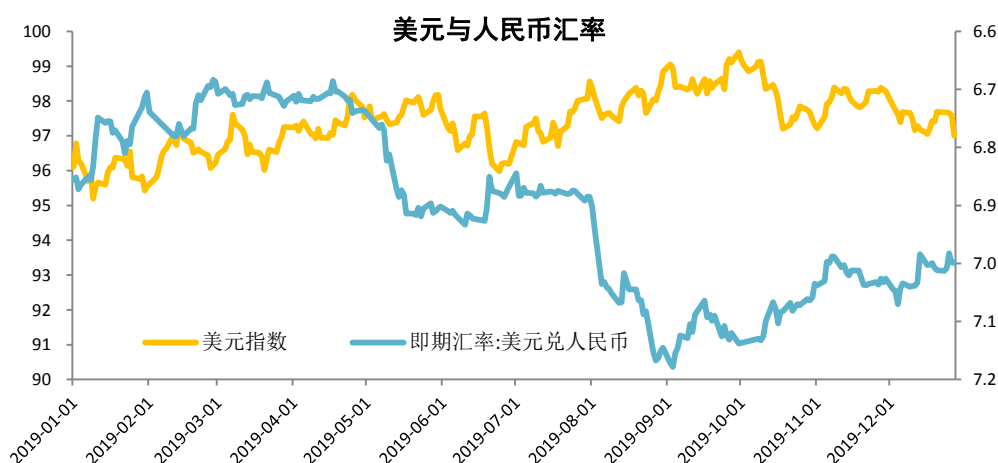


数据来源：wind, 中辉期货研发部

2019 年 1 至 2 月，人民币兑美元汇率总体上呈现升值趋势；2019 年 5 月初至 5 月下旬、2019 年 7 月底至 8 月底，人民币兑美元汇率出现过两次急速贬值；2019 年 3 至 4 月、2019 年 6 至 7 月以及 2019 年 9 至 10 月，人民币兑美元汇率均处于水平盘整态势。可以看出，尽管 2019 年年初至今人民币兑美元汇率总体上是贬值的，但绝大部分贬值主要在 2019 年 5 月与 8 月这两个月内完成。

2019 年，美元指数的确呈现出震荡上升态势，这或许是导致人民币兑美元汇率走弱的部分原因。然而，在 2019 年 5 月人民币兑美元汇率急跌之时，美元指数走势基本上是水平震荡的。而在 2019 年 8 月人民币兑美元汇率再次急跌之时，美元指数走势的升值也显著低于人民币兑美元汇率的跌幅。这说明，至少在 2019 年，美元汇率自身走势并非人民币兑美元汇率急跌的主要原因。

图 31：2019 年以来人民币兑美元汇率以及美元指数的走势

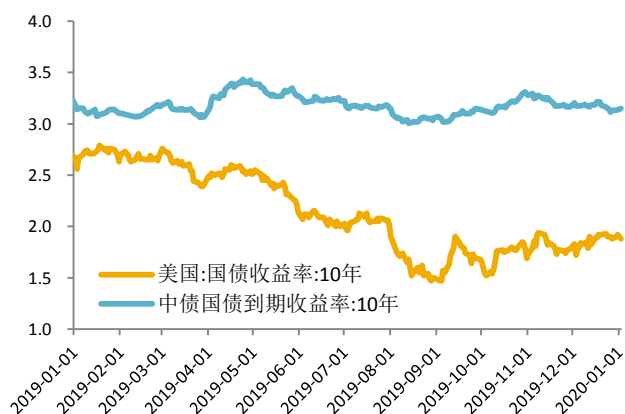


数据来源：wind, 中辉期货研发部

2019 年，中美 10 年期国债收益率之差总体上呈现拉大趋势，尤其是在 2019 年 5 月至 8 月期间。从理论上而言，中美 10 年期国债收益率之差拉大，应该推动人民币兑美元升值。这就意味着，中美利差变动不是近期人民币兑美元汇率的走势的主要原因。

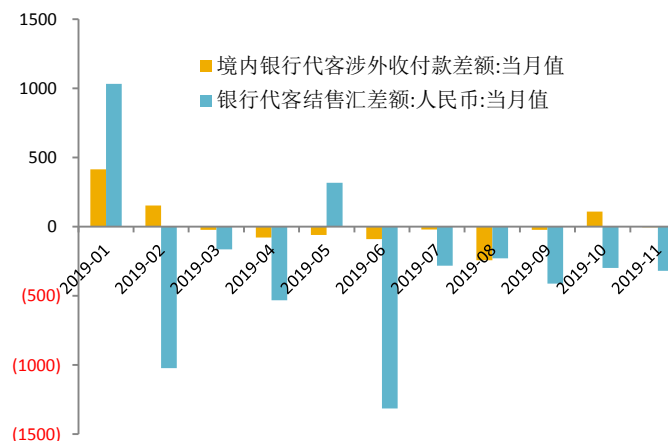
另外，短期资本流动的变化也并非人民币兑美元汇率变动的主要驱动因素。从 2019 年 3 月起，中国总体上面临短期资本外流的态势。但在 2019 年 5 月，短期资本流动与 4、6 月相比反而有所改善，这显然解释不了 2019 年 5 月人民币兑美元汇率的急跌。不过，在 2019 年 8 月，境内银行代客涉外收付款差额出现了前三个季度之内的最大逆差，这可能是导致该月人民币兑美元汇率急跌的原因之一。

图 32：中美 10 年期国债收益率走势



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 33：短期资本流动状况（亿美元）



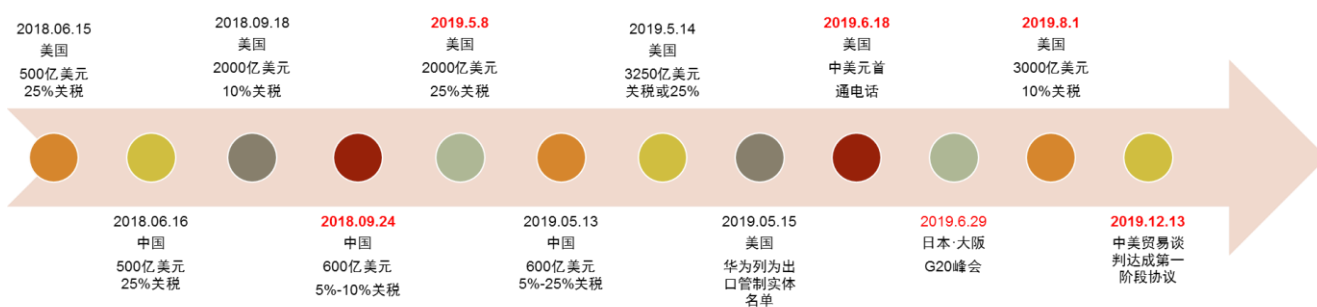
2019 年年初至今的人民币兑美元汇率走势既不是由美元汇率自身导致的，也不能由中美利差变动与短期资本流动变化等基本面因素来解释，而中美贸易摩擦的变动可能是当前人民币兑美元汇率走势的重要驱动因素。2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布，自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高至 25%。这可能是 2019 年 5 月人民币兑美元汇率急跌的主要原因。

2019 年 8 月 2 日，美国贸易代表办公室宣布，对于 2019 年 10 月 1 日将要生效的对约 2500 亿美元中国输美商品加征关税税率由 25% 上调至 30% 的行为向公众征求意见。这也可能是引发 2019 年 8 月人民币兑美元汇率急跌破 7 的主要原因。

2019 年 8 月美国方面再度升级了与中国之间的经贸摩擦，先是特朗普发文声称要在 9 月 1 日对 3000 亿美元中国出口美国产品征收 10% 关税，随后美国财政部将中国列入所谓的“汇率操纵国”，而美国白宫则禁止美国政府机构采购华为等 5 家中国科技企业的产品。紧张的贸易环境不仅对两国经济产生不利影响，也使得金融市场产生动荡，进而打压投资者信心，提升市场避险情绪。

8 月人民币汇率“破 7”主要是顺势而为，短期内出现超调。人民币汇率贬值或将抵消部分压力，随着中美经贸摩擦的升级，中国对美国出口的减少将减少人民币的需求，以及由此产生的汇率投机盘提前的风险释放，人民币均衡价格将继续趋于贬值，这部分将抵消部分加征关税的出口增长压力。

图 34：中美贸易摩擦事件进展时间表



数据来源：wind, 中辉期货研发部

虽然人民币兑美元汇率走势在 2019 年更多受到中美贸易摩擦演进的主导，但这并不意味着是中国央行在主动调整人民币兑美元汇率以对冲贸易摩擦加剧对中国的冲击，而是中美贸易摩擦加剧影响了外汇市场上的投资者情绪，从而通过市场供求变动影响汇率运动所致。

随着中美贸易摩擦达成阶段性协议，人民币兑美元汇率已经出现明显反弹，由 2019 年 9 月 3 日的 7.1785 反弹至 2019 年 12 月 31 日的 6.9662，这距离 2019 年 8 月 8 日人民币兑美元汇率破 7 将近 5 个月时间。

4 逻辑与策略：指数稳步上行、注重结构轮动

4.1 运行逻辑：业绩增速向上，估值中枢仍有抬升动力

宏观经济：增长压力不减，房地产韧性和基建逆周期支撑下仍存企稳动力。我国宏观总需求仍存韧性，房地产投资增速存下行压力但韧性依然较强，财政政策倾斜力度加码基建投资，2020 年增速回升至 6% 以上的可能性较高，高端制造是制造业投资的重要发力点。虽然企业盈利增速放缓拖了居民消费，但汽车景气度逐步回升叠加房地产竣工周期，消费增速降幅空间亦不高。中美博弈仍是出口的最大不确定性因素，叠加全球经济放缓，预计出口增速大概率维持低位运行。

流动性：全球经济放缓带来降息潮，我国市场的流动性有望逐步改善。随着全球经济发展压力的加大，各国央行开始陆续进行流动性管理，美联储连续降息三次，其余部分国家和地区也开始降息释放流动性。2019 年下半年以来，我国公开市场利率逐步下调，MLF、OMO、LPR 的利率相继降低，这反映出决策层稳经济的动力较强，且在全球经济放缓背景带来的降息潮之下，未来市场利率有望进一步回落。

在利率平稳的背景下，投资的天平已经开始向权益资产和信用债这一边倾斜。这是因为企业盈利在回升，风险偏好也在升温，政府引导资金流向实体经济、疏通利率传导机制，逆周期托底意识在增强，权益资产配置价值凸显。

估值与风险偏好：估值处于历史底部，市场风险偏好仍处低位。虽然 2019 年 A 股市场中枢抬升，但目前 A 股主要板块，及主要指数的市盈率，仍然处于历史底部区域，仍有抬升动力和空间。目前市场的风险偏好仍然处于相对低位。从资金的角度分析，2020 年股票的供给和需求都会有明显的提升，外资和国内机构长线资金仍将持续流入。

图 35：市盈率 PE

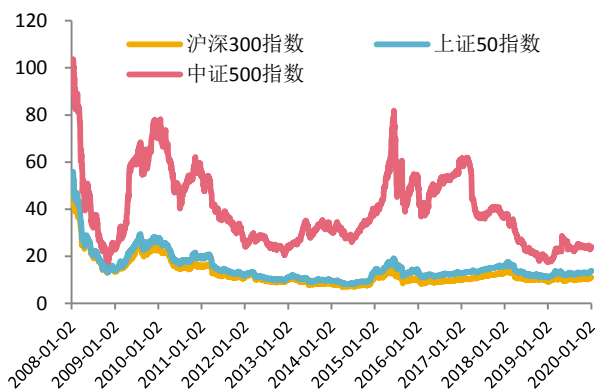
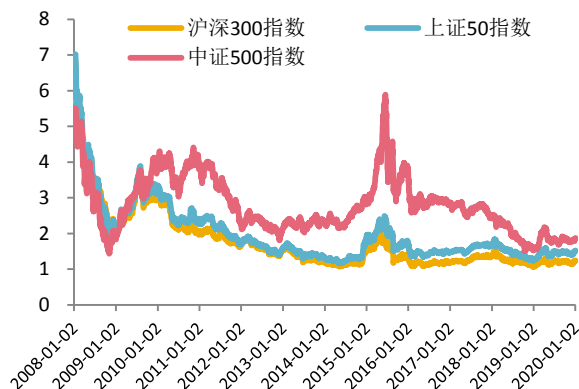


图 36：市净率 PE (LF)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

4.2 操作建议：中长线偏多思路，回调做多

图 37：沪深 300 股指期货加权指数价格走势



数据来源：文华财经, 中辉期货研发部

股指策略：

回顾 2019 年，估值修复和风险偏好改善是推动 A 股超跌反弹的两个关键因素，金融市场扩大对外开放、A 股国际化进程加速、外资持续加码；资本市场深化改革有序推进，科创板开板、新版证券法颁布；在多重政策利好及各路活跃资金的共同助推下，2019 年 A 股赚钱效应较过去几年明显增强，IF、IH、IC 加权指数年度涨幅分别为 37.36%、34.53%、27.75%。2020 年元旦，央行实施全面降准，进一步稳定经济改善预期，从估值和盈利两方面助推股指继续反弹。

展望 2020 年，企业盈利企稳叠加风险偏好抬升，股指在 2020 年将缓步上行、注重板块间的结构轮动。A 股虽然在 2020 年继续承受经济的下行压力，但在库存周期开启、逆周期调节加力和头部公司盈利改善的预期下，业绩压力有望缓解。估值维度看，市场整体估值处于底部区域，历经反弹后安全边际仍在。未来增量资金来自于外资和居民、机构长线配置资金。2020 年市场利率中枢仍有下行空间，推动风险偏好稳步回升。IF、IH、IC 分别参考 4000、3000、5000 一线的支撑。

风险提示：

经济基本面改善不及预期；改革不及预期；中美关系恶化。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉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。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688