

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

2018 年股指期货半年报
——近忧暂缓，远虑仍存

陈畅 霍柔安

一德期货期权部



■ 内容摘要

回首整个二季度，市场在内外不确定性阴霾的笼罩中每况愈下，中美贸易摩擦升温、上市公司债务违约、五月宏观经济数据不及预期等事件更加重了投资者对于经济增速下行、信用风险暴露的担忧。随着悲观情绪的快速宣泄和政策层面的利好频出，三季度前半段市场有望形成阶段性底部，近忧暂缓。但是考虑到对外的中美贸易争端和对内的去杠杆政策，三季度后半段可能出现冲高回落，远虑仍存。详见报告分解。



陈畅

金融衍生品分析师

期货从业资格号：

F3019342

投资咨询从业证书号：

Z0013351

2542141169@qq.com



霍柔安

金融衍生品分析师

期货从业资格号：

F3045696

huorouan0730@hotmail.com

一德期权部

电话：(022) 23303538-6821

■ 核心观点

- 上市公司一季报显示，创业板指盈利增速出现了明显改善，这预示着今年的市场风格趋向于均衡，不太可能重现类似 2016 年和 2017 年的极端分化。
- 2005 年以来各板块三季度较沪深 300 指数的超额收益情况显示，除非利率大幅上行或外围导致市场波动增加，预计在七八月份 IC 表现将强于 IF 和 IH。九月随着周期股的走弱和金融板块的崛起，风格将偏向于 IF 和 IH。
- 随着行情的接连走弱，政策面的宽松预期和当前较低的绝对估值水平为市场提供了一定的安全边际。但考虑到中美贸易争端仍存、中长期去杠杆政策主线无法动摇，投资者仍需警惕事件促发型风险（如民营上市公司信用债违约、中小市值公司股权质押问题）对微观流动性的冲击。
- 今年以来 A 股指数和外围市场的联动性大大增加，在更多境外增量资金入市的同时，与外盘的联动性也会进一步加强。当前美股估值和波动率居高不下，建议投资者密切关注美股的运行情况以及对 A 股可能造成的联动影响。
- 三季度前半段可博企稳反弹，后半段可在反弹高点试空。关注期间存在的结构性机会。

目 录

1. 温故：一波未平一波又起.....	1
1.1 指数波幅增大.....	1
1.2 风格趋向均衡.....	2
1.3 成交额集中化.....	2
2. 知新：迷雾未散，风险仍存.....	3
2.1 短期的安全边际.....	3
2.1.1 政策导向趋于宽松.....	3
2.1.2 估值水平相对较低.....	4
2.2 中期的潜在隐忧.....	4
2.2.1 内忧：微观流动性掣肘仍存.....	4
2.2.2 外患：外部联动性不容忽视.....	6
3. 思辨：从不确定中寻找确定.....	11
3.1 基本面分析：一季报“分水岭”效应.....	11
3.2 季节性规律：金秋时节聚焦 IC 弹性.....	1
4. 核心观点与风险提示：.....	2
4.1 核心观点：近忧暂缓，远虑仍存.....	2
4.2 风险提示：关注微观流动性和外部联动效应.....	2
4.3 操作建议：步步为营，把握阶段性机会.....	3
免责声明.....	4

1. 温故：一波未平一波又起

伴随6月29日交易的收官，2018年上半年的行情终于落下帷幕。对每一个市场参与者而言，过去的119个交易日是史无前例、刻骨铭心的：上证综指“十一连阳”的最强开年刚刚唤醒人们对牛市的记忆，随后由微观流动性引发的非理性下跌又使得投资者情绪降至冰点。俗话说“屋漏偏逢连夜雨，船迟又遇打头风”。市场尚未从一季度“小概率大涨”叠加“小概率大跌”的过山车中缓和，转而又陷入事件促发型风险的泥淖。无论是中美贸易摩擦的升温，亦或是上市公司的信用危机，都令脆弱的市场情绪“雪上加霜”。其中前者直接导致上证综指在5月30日和6月19日出现两个跳空“烙印”，而后者所带来的“债务违约、股权质押”等问题无疑对市场的疲弱起了推波助澜之势。在内外交困的背景下，二季度市场的震荡中枢较一季度进一步下移，由3300点回落至3000点（见图1.1）。从上半年的走势来看，2018年的市场呈现出三大特征：1、指数波幅增大，2、风格趋向均衡，3、成交额集中化。

图 1.1：上证综合指数



资料来源：wind，一德期权部

1.1 指数波幅增大

2016年以来随着市场振幅的缩小，指数的运行日趋平稳，但今年以来行情的波动却明显增大。数据显示，2017年上证综指、深证成指、万得全A全年振幅分别为13.98%、21.93%和17.29%，而2018年上半年上述三个指数的振幅分别为24.33%、23.26%和22.50%，波动幅度远超过去一年。

表 1.1：各主要指数振幅

	2016	2017	2018 H1
上证综指振幅	25.44%	13.98%	24.33%
深证成指振幅	29%	21.93%	23.26%
万得全 A 振幅	30.54%	17.29%	22.50%

资料来源：wind，一德期权部

1.2 风格趋向均衡

不仅市场的波动超出预期，价值与成长风格的转换也在加剧。以上证 50 和创业板指为例，从下表可以看出今年上半年二者之间的轮动非常剧烈。但从整体来看，今年的市场风格较 2017 年趋向于均衡，成长股略胜一筹。

表 1.2：上证 50 与创业板指涨跌对比

	2018 年 1 月 1 日 至 1 月 24 日	2018 年 1 月 25 日至 2 月 9 日	2018 年 2 月 12 日至 3 月 30 日	2018 年 4 月 2 日 至 5 月 21 日	2018 年 5 月 22 日至 6 月 29 日	2018H1
上证 50 涨幅	11.18%	-11.64%	-3.13%	0.87%	-9.68%	-13.30%
创业板指涨幅	3.46%	-12.17%	19.34%	-2%	-13.73%	-8.33%
二者涨幅之差	7.72%	0.53%	-22.47%	2.87%	4.05%	-4.98%

资料来源：wind，一德期权部

1.3 成交额集中化

自 2015 年以来，A 股市场成交额的马太效应愈发显著，绝大部分成交额集中在少数公司，而相当部分的中小公司伴随着股价的不断下跌，成交额也不断萎缩。从下表可以看出，从 2015 年到 2018 年上半年，沪深两市日均成交额从 1.2 万亿下降至 4389 亿元，个股平均成交额从 4.32 亿元下降至 1.25 亿元；成交 1 亿元以上的个股数量从 2658 只下降至 1180 只，占两市个股数量的比例从 94.93% 下降至 33.60%。

表 1.3：2015 至 2018 上半年个股日均成交额情况

	2015	2016	2017	2018H1
日均成交额（亿元）	12082	6105	5328	4389
交易股票数量	2800	3028	3461	3512
个股平均日成交额（亿元）	4.32	2.02	1.54	1.25

个股数量	日均成交额 5 亿以上	602	157	151	152
	日均成交额 2-5 亿	1244	862	547	435
	日均成交额 1-2 亿	812	1185	921	593
	日均成交额 1 亿以下	142	824	1842	2332

资料来源：wind，一德期权部

2. 知新：迷雾未散，风险仍存

回首整个二季度，市场在内外不确定性阴霾的笼罩中每况愈下，中美贸易摩擦升温、上市公司债务违约、五月宏观经济数据不及预期等事件更加重了投资者对于经济增速下行、信用风险暴露的担忧。随着悲观情绪的快速宣泄和政策层面的利好频出，三季度前半段市场有望形成阶段性底部，近忧暂缓。但是考虑到对外的中美贸易争端和对内的去杠杆政策，三季度后半段可能出现冲高回落，远虑仍存。

2.1 短期的安全边际

2.1.1 政策导向趋于宽松

随着行情的接连走弱，政策面的宽松预期逐渐兴起。自六月初以来，央行、证监会、银监会等监管机构频频发声，旨在缓和市场的悲观情绪。

表 2.1：政策面消息梳理

发布日期	发布机构	具体信息
2018 年 6 月 1 日	央行	扩大 MLF 担保品范围
2018 年 6 月 19 日	证监会官网	小米集团推迟 CDR 发行
2018 年 6 月 21 日	监管层窗口指导	大额股权质押强制平仓需要监管层同意
2018 年 6 月 24 日	央行	定向降准
2018 年 6 月 26 日	沪深交易所、证券业协会	股权质押风险总体可控
2018 年 6 月 26 日	银行业协会	做好股票质押融资业务风险管理
2018 年 6 月 28 日	央行货币政策委员会	流动性表述由“合理稳定”变为“合理充裕”
2018 年 7 月 2 日	——	阿里巴巴发行 CDR 进程推迟

资料来源：wind，一德期权部

MLF 担保品扩容，缓解了民营上市公司信用风险；定向降准叠加限制强平，锁住了“下跌—爆仓—进一步下跌”的恶性循环和负向反馈；小米和阿里巴巴 CDR 发行的放缓，减轻了短期股票市场资金面冲击。对于 IPO 提速和独角兽借助 CDR 回归，应以辩证的视角来看待：在存量博弈的背景下，上市公司数量的增加势必会分流市场的微观流动性，引导 A 股的估值中枢下移。但是从长期来看，加大直接融资比例对于降低企业杠杆率、重构中小企业的估值体系有深远的意义。

2.1.2 估值水平相对较低

随着行情的接连走弱，市场的估值水平也在不断降低。截止 6 月 29 日全部 A 股 PE 值为 15.99 倍，低于 2016 年 1 月 27 日的 17.67 倍，各主要指数的 PE 值也纷纷降至历史均值和中位数以下，证明市场不存在被系统性高估的风险。

表 2.2：主要指数 PE (TTM) (2009 年至今)

板块	上证综指	上证 50	沪深 300	中证 500	中小板指	创业板指
PE (TTM)	12.85	9.89	11.89	22.41	27.47	38.87
历史最大值	34.50	27.59	31.91	92.75	64.62	137.86
历史最小值	8.90	6.94	8.01	21.19	20.03	28.81
历史 PE 均值	15.52	11.69	13.96	41.02	32.58	53.24
历史中位数	14.84	10.48	13.05	35.03	32.42	50.74
PE (TTM) 分位	50.20%	47.89%	49.75%	31.32%	61.61%	35.64%

资料来源：wind，一德期权部

虽然较低的估值对应的较高的安全边际，但是估值底不等同于市场底。实际上无论市场处在任何时点，都有乐观和悲观的理由。投资者更应该关注每个时点相对量的改变，即边际预期的变化，而非绝对量的情况。从长期角度（一年以上）来看，在宏观经济平稳的背景下，较低的绝对估值水平为价值投资者提供了不可多得的进场良机。但就短期而言，改变估值上和下的因素，比估值本身更为重要。

2.2 中期的潜在隐忧

2.2.1 内忧：微观流动性掣肘仍存

站在当前时点来看，我们认为市场的症结在于微观流动性。微观流动性不仅是造成上半年行情一蹶不振的导火索，也将是困扰下半年市场走势的主旋律，唯有边际预期的改善才会引导行情演化趋向乐观。

回首上半年，一季度美股大跌引发北上资金大幅外流，在其率先抛售之后，国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓，致使抱团蓝筹股的趋势派发生“多杀多”的激烈踩踏，行情由此急转直下。二季度中美贸易摩擦升温、民营上市公司信用债违约、中小市值公司股权质押问题频出等事件性促发风险的暴露，致使市场出现集体规避风险的金融恐慌，行情因此接连走弱。展望下半年，在中长期去杠杆政策主线无法动摇的情况下，紧信用所引发的微观流动性趋紧依然是制约市场走强的掣肘。

紧信用对股市的冲击可分为两个层面：第一层面是个别信用风险事件对市场情绪的压制；第二层面是若信用风险集中爆发会导致信用利差扩大，一旦发生挤兑则可能造成债市流动性趋紧，对利率债造成冲击，进而导致无风险利率上行、股市估值降低。从下图中我们可以看出，2017年年初至今信用利差曾多次走阔，但绝大多数情况下股票市场的无风险溢价并未出现明显上升。然而五月伊始，民营企业信用债违约事件频繁发生，神雾环保、ST中安、凯迪生态等上市公司也牵涉其中。东方园林十亿的债券发行，仅以发行0.5亿元、95%的流标率宣告结束，受此影响股价大跌。信用利差的增长带动市场风险溢价大幅飙升，令市场情绪雪上加霜。

图 2.1：信用利差与市场风险溢价



资料来源：wind，一德期权部

一般情况下，当实体企业无法通过经营现金流或者借新还旧的方式来偿还债务的时候，会出现以下几种情况：

情景一：企业通过变卖流动性好的资产（包括股票、债券、银行理财、房地产等）来对债务进行偿还。

情景二：如果情景一失效，债务违约就会实质性的发生。包含相关企业债券和股票的产品面临大量赎回，从而导致金融机构在抛售劣质资产的同时也不得不变卖流动性好的资产，来应对赎回需求。

情景三：随着债务违约的大面积爆发，流动性被不断的从优质的金融资产中抽离，形成恶性循环。

上述情景正是五六月间市场从缓慢下跌到暴跌过程的最好描述：先是企业部门为应对信用收缩变卖流动性好的资产应对债务问题和保持正常经营，同时金融机构面对资管新规和即将出台的银行理财新规，到期的诸如委外、

股权质押、员工持股等资管产品几乎不再展期，于是二者给市场带来不断的被动型抛压。在此过程中，股权质押的爆仓成为压死骆驼的最后一根稻草，于是市场从缓慢下跌切换到暴跌模式。

短期来看，监管层试图通过一些表态，加上窗口指导以及降准来稳住市场情绪，这些举措的叠加，确实有利于恢复市场信心和情绪，锁住了“下跌-爆仓-进一步下跌”的恶性循环和负向反馈所带来的风险。但在中长期去杠杆政策主线无法动摇的情况下，微观层面流动性的问题得到实质解决仍然需要一个过程，市场反弹的幅度取决于去杠杆政策趋缓的程度。

2.2.2 外患：外部联动性不容忽视

2018年6月1日凌晨，A股正式加入MSCI新兴市场指数，首次纳入比例为2.5%，9月该比例将会提升至5%。至此，A股“入摩”的靴子正式落地。参考台湾、韩国股市国际化的经验，台湾在2000年全面取消外资持股比例上限之后，外资持股比例显著上行，由2000年的8.8%提升至2007年的25%。韩国从1992年纳入MSCI指数起至2000年完全放开限额期间，外资持股比例从4%提高到13.8%。随着6月1日A股被纳入MSCI新兴市场指数，这意味着2018年将至少有1000亿左右人民币的海外资金必须进行A股的配置。

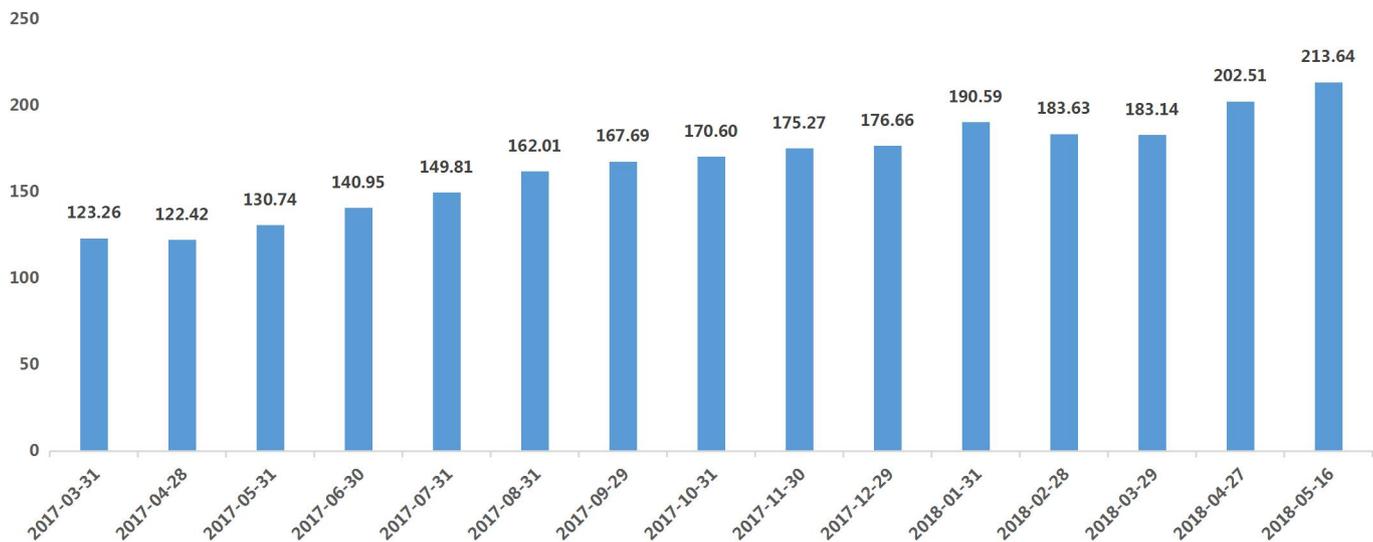
表 2.3：A股纳入MSCI后外资增量预测

指数	跟踪资金规模 (万亿美元)	A股权重（按纳入比例划分）				增量资金（亿人民币，按纳入比例划分）			
		5%	20%	50%	100%	5%	20%	50%	100%
新兴市场	1.5	0.73%	2.86%	6.85%	12.82%	751.9	2945.8	7055.5	13204.7
亚洲（除日本）	0.2	0.83%	3.24%	7.72%	14.34%	114.0	445.0	1060.2	1969.4
中国	0.014	2.50%	9.30%	20.41%	33.90%	24.0	89.4	196.2	325.9
全球市场	2.8	0.08%	0.34%	0.84%	1.66%	153.8	653.7	1615.0	3191.6
总增量（亿人民币）						1019.7	4044.5	9730.8	18365.7

资料来源：wind，一德期权部

事实上，自2017年6月21日A股闯关MSCI成功后，外资已经开始逐渐加大对A股的投资力度。陆股通持股系统显示，北上资金持有MSCI个股数量已经由2017年3月31日的123亿股增加至现在的213.6亿股。上市公司季报数据显示，MSCI个股QFII持股数量也由2017年一季度的52.26亿股增加至2018年一季度的60.94亿股。从央行发布的境外资金持有A股规模数据可以看出，虽然在2018年2月至3月期间上证综指出现大幅回调，但境外资金持有A股的金额始终维持在12000亿元以上，处于历史最高水平。

图 2.2：MSCI 概念股陆股通持股数量（亿股）



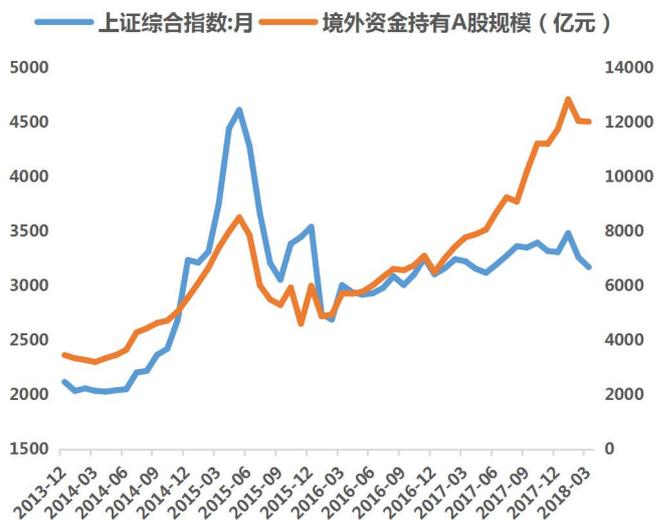
资料来源：wind，一德期权部

图 2.3：MSCI 概念股 QFII 持股数量（亿股）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：境外资金持有 A 股规模



资料来源：wind，一德期权部

毋庸置疑的是，随着 A 股在 MSCI 纳入比例的不不断提升、QFII、RQFII 本金锁定期要求和 QFII 每月 20% 汇出上限的双双取消，能够吸引外资增加对 A 股的配置，加速中国资本市场国际化进程，利好人民币国际化。但与此同时，在国内资本市场与全球金融市场融合的过程中，也会对国内的投资者结构、交易风格、资金的行为模式和产品生态产生一系列的影响。

2018 年市场与 2016 年、2017 年有所不同，年初至今 A 股指数和外围市场的联动性大大增加。回顾 2016 年

和 2017 年，A 股的调整更多源于金融监管趋严背景下利率上行、市场情绪偏紧，即使在 2016 年 6 月 24 日当天受英国脱欧、恐慌情绪升温（VIX 指数上涨）影响出现下跌，然而市场在极短的时间内就自动消除了外部冲击的影响、继续上涨。2016 年 11 月 VIX 指数再次大涨，依然没有改变 A 股向上的趋势。但是今年以来美股波动加剧却导致 A 股主要指数在技术形态上出现很多跳空缺口，在过去两年极为少见。

统计数据显示，2016 年年初至 2018 年 6 月 27 日期间道琼斯指数跌幅超过 1% 的交易日共有 47 个，下一交易日上证综指收跌 28 次，收涨 15 次，休市无交易 4 次。我们进一步对数据进行分析发现，2016 年（除 1 月）和 2017 年期间道琼斯指数下跌对下一交易日上证综指收盘影响并不显著，但是 2018 年年初至今两者相关性却骤然增加。

表 2.4：2016 年至 2018 年 A 股与美股相关性统计

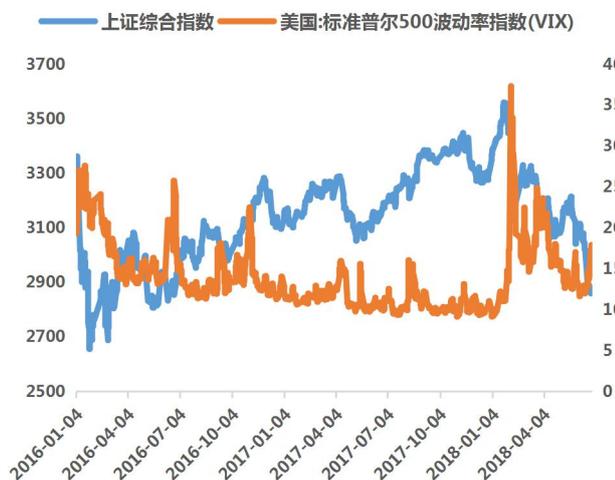
	2016	2017	2018
美股跌幅超 1% 次日 A 股下跌次数	13	2	13
道琼斯指数跌幅均值	-1.39%	-1.46%	-2.05%
次日上证综指跌幅均值	-2.30%	-0.48%	-1.50%
美股跌幅超 1% 次日 A 股上涨次数	8	2	5
道琼斯指数跌幅均值	-1.88%	-1.16%	-1.77%
次日上证综指涨幅均值	1.04%	0.02%	0.40%

资料来源：wind，一德期权部

注：2018 年统计截止 6 月 27 日。2016 年 13 次下跌中有 6 次属于 1 月，道琼斯指数跌幅均值 1.38%，上证综指跌幅均值为 4.20%；其余 7 次道琼斯指数跌幅均值 1.41%，上证综指跌幅均值仅为 0.67%。

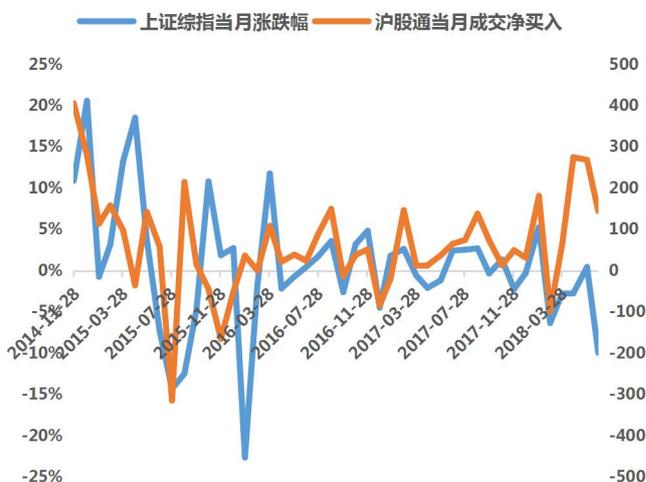
我们认为，这种现象的产生与以陆港通为代表的境外资金流入流出息息相关。自 2016 年底陆股通全面开通后，A 股与港股、美股的联动性已经明显上升，这源于陆股通北上资金作为边际增量资金对 A 股定价影响不断增加。从图 6 可以看出，2017 年以来沪股通当月成交净买入额与上证综指当月涨跌幅呈现显著正相关关系。

图 2.5：上证综指与 VIX 指数



资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：上证综指涨跌幅与沪股通净买入



资料来源：wind，一德期权部

北上资金主要来自海外投资者，受到海外市场情绪影响较大。2018 年初，在北上资金持续流入的背景下，大小指数延续 2017 年“冰火两重天”的分化格局。兴全合宜概念股的火爆恰恰反映出当时存在的普遍现象：2017 年抱团蓝筹的基金普遍业绩好→新发产品快速募集到大量资金→新产品对老产品仓位进行锁仓，继续抱团蓝筹。1 月 29 日至 2 月 2 日，中小创部分公司年报业绩预告“地雷频发”加之信托配资监管从严，导致中小板指、创业板指大跌，中小创个股质押强平风险骤然增大。2 月 5 日至 2 月 9 日，美股大幅下跌，北上资金开始大幅流出。短短一周时间内沪股通净流出达 120.73 亿，为沪股通开通以来单周流出次高，仅次于 2015 年 7 月第二周。由于北上资金持仓大多集中在消费白马、金融等大盘蓝筹股，在其率先减仓之后，国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓，从而导致以上证 50 为代表的大盘蓝筹股一蹶不振。虽然道琼斯指数在 2 月 6 日出现大幅反弹，但依然改变不了上证 50 2 月 7 日至 9 日跌跌不休的态势。

表 2.5：上证 50 与创业板指涨跌对比

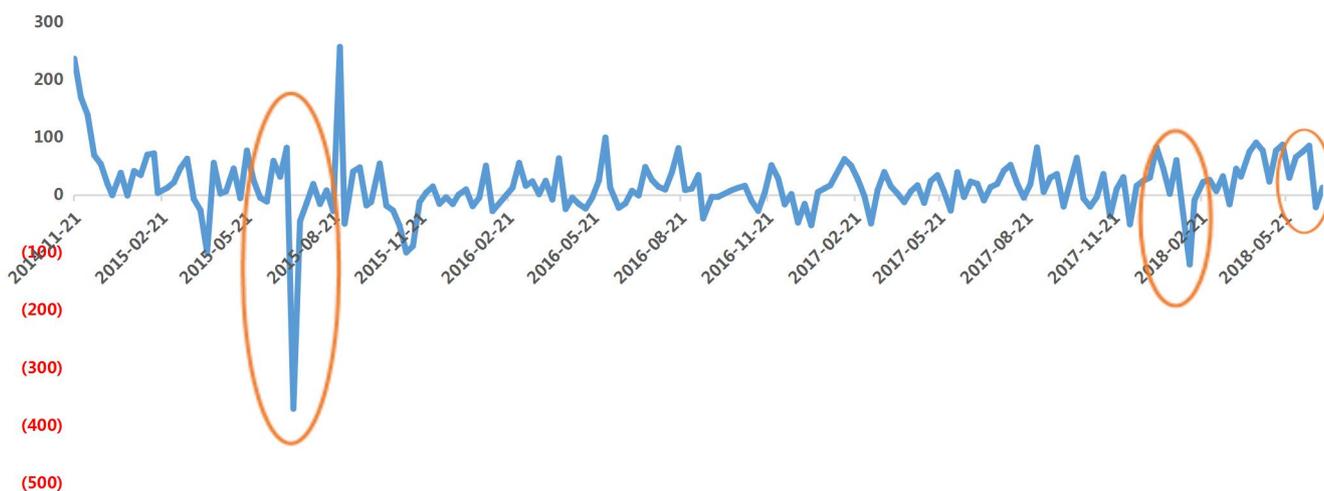
	上证综指	上证 50	沪深 300	中小板指	创业板指
2018 年 1 月 29 日至 2 月 2 日	-2.7%	-0.73%	-2.51%	-5%	-6.3%
2018 年 2 月 5 日至 2 月 9 日	-9.6%	-10.78%	-10.08%	-6.8%	-6.46%

资料来源：wind，一德期权部

3 月 22 日特朗普签署备忘录，称将根据“301 调查”对价值 500 亿美元的中国商品征收关税，中美贸易摩擦正式拉开帷幕。整个二季度，贸易争端的阴云将市场笼罩在不确定之中，在此期间国内机构出于避险需求不断对蓝筹股进行大规模调仓减持。但耐人寻味的是，在内资机构纷纷抛售蓝筹股之时，三月末至六月中旬沪股通却呈

现持续大规模净流入，此时的“迎难而上”与二月的“夺路而逃”截然相反。究其原因，除了对蓝筹股进行价值投资外，MSCI的预期也起到至关重要的作用。在北上资金的对冲作用下，3月22日至6月15日上证50的走势相对平稳，一直在2604点至2803点的箱体中窄幅波动。端午假期期间中美双方宣布于7月6日开始互征关税，加之人民币汇率大幅贬值，不确定性的再度升温引发内外资机构同时进行降仓避险，由此导致六月下旬A股的走势积弱难反。

图 2.7：沪股通成交净买入金额统计（2014 年 11 月至 2018 年 6 月）



资料来源：wind，一德期权部

当前美股居高不下的估值和波动率使得投资者对其未来走势颇为关注。从宏观角度来看，美股和国债收益率之间存在一个明显的统计关系，如果美国十年期国债收益率与两年期国债收益率的期限利差跌破 0，则美股见顶。反之，如果期限利差高于 2.5%，意味着美股大概率见底。我国情况正好与美国相反，国债期限利差和上证综指呈现正相关，一旦收益率曲线发生倒挂，往往带来大盘的下跌。

图 2.8：道琼斯指数与美国国债期限利差

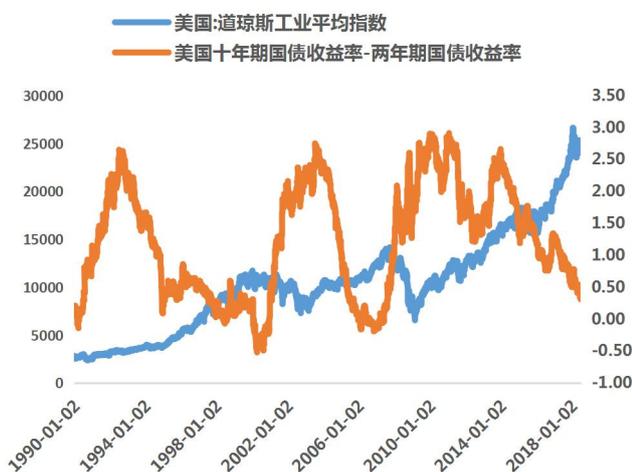
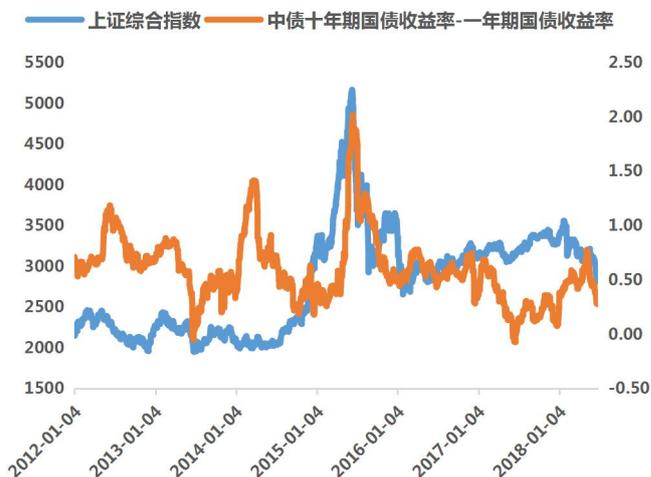


图 2.9：上证综指与我国国债期限利差

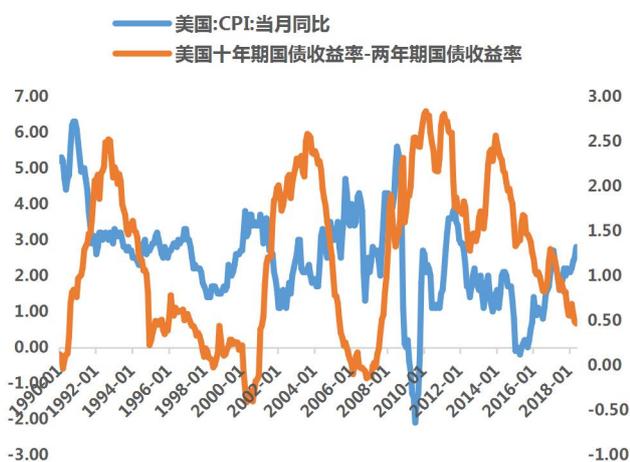


资料来源：wind，一德期权部

资料来源：wind，一德期权部

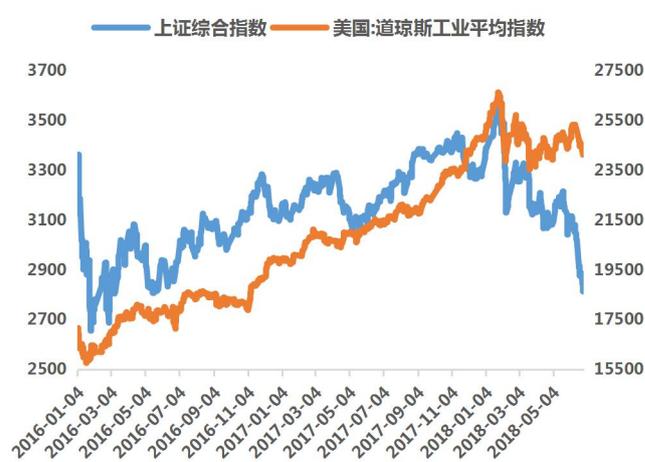
那么什么情况下期限利差会触及 0 呢？一般来说，收益率曲线完全的平坦化有两种可能：短端利率的上升幅度超过长端利率，或者长端利率的下降幅度超过短端利率，其中第一种情况往往意味着央行态度偏向紧缩。如果我们将美国的 CPI 数据与美国国债期限利差绘制在同一表格，就可以明显看出规律：当美国的 CPI 同比增速高于 3%，国债期限利差基本触底。也就是说，当美国 CPI 同比增速高于 3% 时，美联储会加大货币紧缩力度，以阻碍通胀的进一步上行，这种紧缩的力度会超过企业盈利上升的速度，从而最终抑制美国经济过热，甚至于刺破繁荣的泡沫，带来萧条。

图 2.10：美国 CPI 与美国国债期限利差



资料来源：wind，一德期权部

图 2.11：上证综指与道琼斯指数



资料来源：wind，一德期权部

当前美国五月 CPI 同比为 2.8%，十年期国债与两年期国债的期限利差收缩至 0.3% 附近，收益率曲线面临着平坦化、甚至倒挂的风险。在此背景下，我们建议投资者密切关注美股的运行情况以及对 A 股可能造成的联动影响。

3. 思辨：从不确定中寻找确定

在经历了上半年行情的剧烈波动和风格的快速转换后，像 2017 年一样锚定大指数赚取 β 收益、追求“稳稳的幸福”似乎变得遥不可及，风险事件所带来的不确定性更让三季度市场的演化变得破朔迷离。如何在规避 β 负面影响的同时抓取 α 、怎样在“不确定”中寻找“确定”成了眼下的当务之急。

3.1 基本面分析：一季报“分水岭”效应

DDM 模型显示，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风

险偏好，只不过在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。就今年而言，虽然央行在上半年两次实施了定向降准，但货币政策稳健中性的大背景意味着盈利依然是决定市场趋势和风格的核心变量。此外，今年市场的风险偏好不仅受到国内政策面的影响，外围市场的扰动也同样不容忽视。错综复杂的内外环境使得 DDM 分母端影响偏向负面，这就意味着若分子端盈利继续保持较高增速，则市场表现不会太差；反之，则难言乐观。

从 2018 年一季报发布情况来看，全部 A 股无论是净利润同比还是扣非净利润同比都出现了一定程度的下滑，但整体增速依然保持在两位数。

表 3.1：全部 A 股 2017 年年报及 2018 年一季报归母净利润累计同比

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
净利润累计同比	1.64%	-2.62%	4.78%	7.07%	22.94%	18.63%	20.05%	19.01%	14.91%
扣非净利润同比	-0.31%	-3.74%	4.06%	10.48%	25.73%	23.22%	23.69%	22.57%	15.48%

资料来源：wind，一德期权部

分指数看，除创业板指归母净利润累计同比大幅回升外，其余指数（尤其是主板指数）的盈利状况都出现了不同程度的下滑，而中证 500 的下滑幅度最大，主板和创业板相对业绩变化的分水岭已经出现。

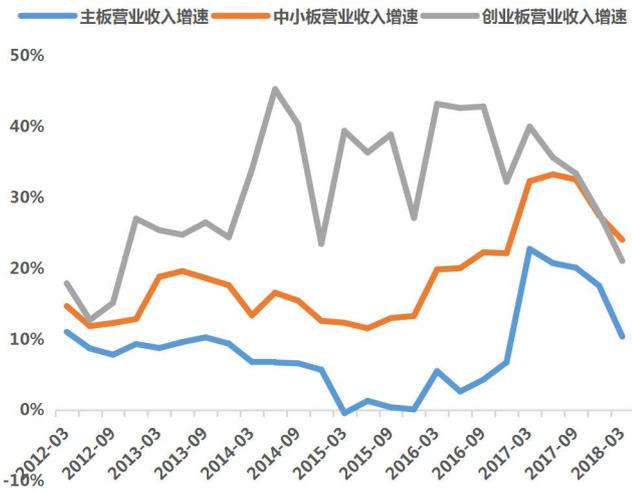
表 3.2：主要指数业绩与行情概况

指数名称	成分股数	PE (TTM)	ROE (TTM)	平均市值	上半年表现	18Q1 增速	17Q4 增速	17Q3 增速
上证综指	1464	12.85	10.69%	209.29	-12.08%	12.47%	18.62%	17.39%
上证 50	50	9.89	11.60%	2841.88	-9.11%	12.37%	14.85%	13.62%
沪深 300	300	11.89	11.61%	936.06	-10.17%	12.88%	16.27%	15.41%
中证 500	500	22.41	8.77%	141.07	-17.74%	15.89%	32.63%	34.17%
中小板指	100	27.47	12.85%	383.39	-14.11%	14.43%	20.80%	25.88%
创业板指	100	38.87	9.92%	190.59	-11.73%	36.67%	-7.42%	0.69%

资料来源：wind，一德期权部

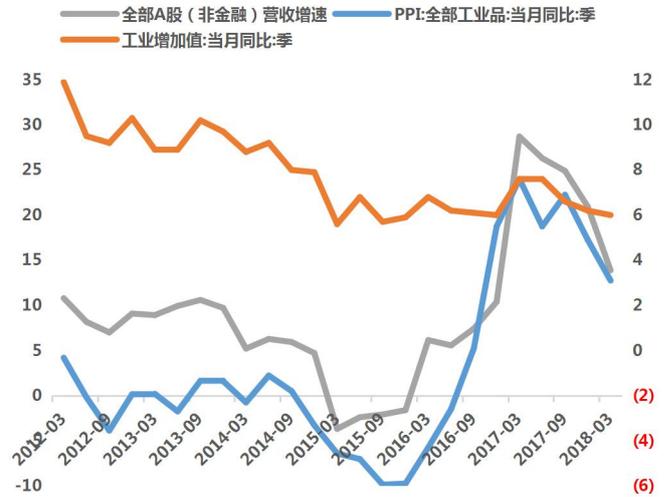
我们认为造成此现象的原因有两点：一是基数的改变。2017 年一季度主板盈利基数较高，而创业板则相对较低。二是在需求放缓、价格下跌的背景下，周期类行业的营业收入和净利润受到较大冲击。2017Q4 和 2018Q1 的财报数据显示，全部 A 股的营收增速分别为 18.75%和 11.78%，其中主板为 17.55%和 10.32%、中小板为 27.46%和 24.04%、创业板为 27.75%和 21.05%。中小创营收增速略有回落，但主板的回落非常明显。营业收入主要取决于产量和价格，如果我们用工业增加值和 PPI 分别代表产量和价格可以发现，一季度工业增加值增速趋缓、PPI 下降明显，反应到企业层面上就表现为整体营收增速走低。在此过程中，主板受影响较大，而中小创受影响较小。由于中证 500 成分股中周期股占比较高，一定程度对其业绩增速造成了拖累。

图 3.1：主板、中小板、创业板营业收入增速



资料来源：wind，一德期权部

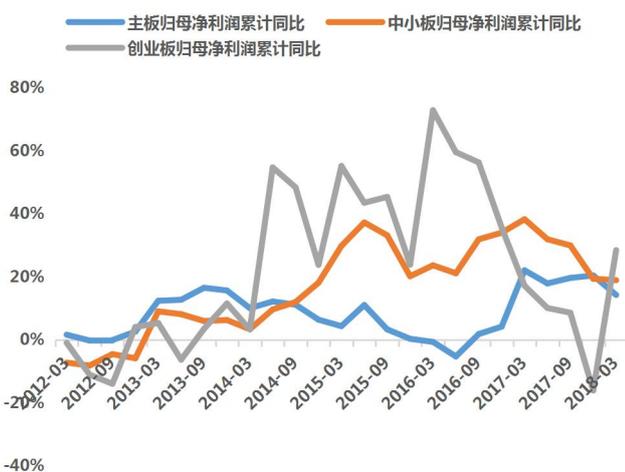
图 3.2：全部 A 股营收增速及 PPI、工业增加值



资料来源：wind，一德期权部

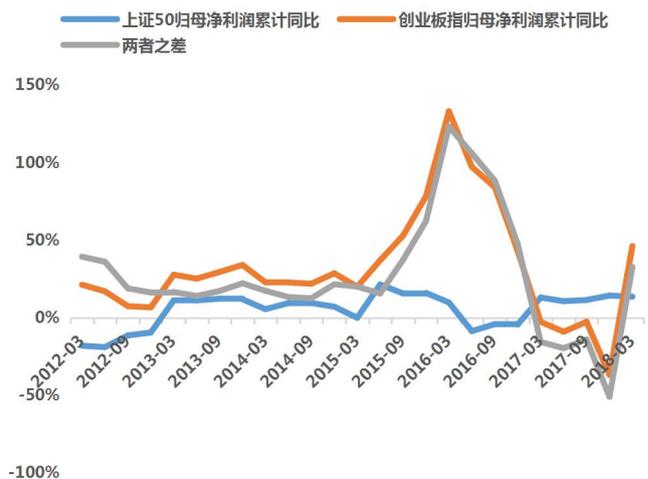
随着创业板指盈利的见底回升，其与上证 50 净利润同比的差额也随之出现大幅反弹。相对业绩的变化一定程度上预示着今年的市场风格很难再现漂亮 50 的“一枝独秀”，而更趋向于有业绩支撑个股的“全面开花”。尽管未来的市场风格趋向均衡，但业绩为王的主导思想并未发生改变，依然要重视业绩与估值的匹配度。结合各板块 6 月 29 日 PE 值进一步分析发现，上证 50、沪深 300 的 PEG 小于 1，上证综指和创业板指的 PEG 接近于 1，业绩和估值匹配度较为均衡。

图 3.3：主板、中小板、创业板归母净利润累计同比



资料来源：wind，一德期权部

图 3.4：上证 50vs 创业板指归母净利润累计同比



资料来源：wind，一德期权部

3.2 季节性规律：金秋时节聚焦 IC 弹性

通过对 2005 年以来各板块三季度较沪深 300 指数的超额收益情况进行统计，我们发现：历史上绝大多数行业在七月和八月表现较好，其中消费板块和周期板块大概率能够跑赢沪深 300。进入九月周期股表现趋弱，金融板块和科技股出现表现机会。从期指三大指数行业分布来看，上证 50 和沪深 300 权重排前三位的行业都是金融股和消费白马，而中证 500 的行业分布则相对分散，在兼顾了周期行业的同时也兼顾了成长行业。从这个角度来看，除非利率大幅上行或外围导致市场波动增加，预计在七八月份 IC 表现将强于 IF 和 IH。九月随着周期股的走弱和金融板块的崛起，风格将偏向于 IF 和 IH。

图 3.5：2005-2017 年各行业三季度相对沪深 300 超额收益

2005-2017年各行业三季度相对沪深300超额收益							
行业大类	细分行业	7月		8月		9月	
		跑赢沪深300概率	相对沪深300涨跌幅	跑赢沪深300概率	相对沪深300涨跌幅	跑赢沪深300概率	相对沪深300涨跌幅
消费	家电	46.15%	-0.30%	38.46%	-0.85%	38.46%	-0.43%
	食品饮料	69.23%	1.12%	53.85%	0.98%	38.46%	0.07%
	白酒	76.92%	2.21%	53.85%	1.48%	46.15%	-1.10%
	汽车	53.85%	0.31%	46.15%	0.86%	84.62%	1.90%
	纺织服装	46.15%	0.13%	61.54%	1.06%	30.77%	-1.15%
	医药	61.54%	0.50%	53.85%	1.31%	76.92%	1.04%
	商贸零售	53.85%	-0.40%	69.23%	2.61%	61.54%	1.31%
	餐饮旅游	61.54%	1.06%	61.54%	2.71%	53.85%	0.57%
周期	农林牧渔	69.23%	1.56%	69.23%	1.95%	38.46%	-0.65%
	石油石化	53.85%	-0.08%	46.15%	0.07%	53.85%	0.25%
	煤炭	61.54%	1.72%	38.46%	-1.30%	46.15%	2.18%
	有色金属	69.23%	3.44%	61.54%	1.55%	46.15%	0.70%
	电力及公用事业	46.15%	-0.41%	46.15%	-0.51%	38.46%	-0.29%
	钢铁	61.54%	1.94%	46.15%	-0.06%	30.77%	-1.71%
	基础化工	61.54%	0.74%	61.54%	1.41%	46.15%	-0.15%
	建筑	46.15%	-0.45%	46.15%	0.68%	30.77%	-0.26%
	建材	53.85%	-0.09%	69.23%	1.47%	46.15%	-0.11%
	轻工制造	38.46%	0.63%	61.54%	1.83%	53.85%	-0.11%
金融地产	机械	23.08%	-0.91%	53.85%	0.65%	61.54%	1.39%
	国防军工	61.54%	1.80%	61.54%	1.75%	53.85%	1.16%
	银行	53.85%	1.15%	61.54%	1.39%	46.15%	-1.25%
	非银金融	46.15%	-0.75%	46.15%	-0.66%	61.54%	2.82%
	证券	46.15%	0.30%	38.46%	-1.70%	61.54%	3.46%
科技	房地产	69.23%	2.05%	46.15%	0.98%	46.15%	-1.42%
	电子元器件	38.46%	-0.51%	69.23%	1.70%	53.85%	-0.13%
	通信	46.15%	0.04%	46.15%	-0.21%	69.23%	2.93%
	计算机	30.77%	-0.69%	69.23%	2.06%	46.15%	0.69%
公用事业	传媒	46.15%	0.42%	46.15%	0.19%	38.46%	2.45%
	电力设备	38.46%	-0.95%	53.85%	1.22%	53.85%	1.90%
	交通运输	46.15%	-0.40%	38.46%	0.92%	38.46%	0.27%

资料来源：wind，一德期权部

表 3.3：期指标的指数权重排名前十行业（%）

上证 50		沪深 300		中证 500	
行业	权重	行业	权重	行业	权重
银行	34.09	银行	17.14	医药生物	11.67
非银金融	27.59	非银金融	15.68	计算机	8.55
食品饮料	13.04	食品饮料	8.08	化工	8.47

建筑装饰	5.21	医药生物	7.27	电子	7.09
房地产	3.32	家用电器	5.24	房地产	5.79
汽车	2.93	电子	4.88	电气设备	5.44
化工	2.86	房地产	4.75	有色金属	4.92
采掘	2.12	建筑装饰	3.54	公用事业	4.17
交通运输	1.96	汽车	3.5	食品饮料	4.16
钢铁	1.72	交通运输	3.39	机械设备	4.15
总计	94.84	总计	73.47	总计	64.41

资料来源：wind，一德期权部

4. 核心观点与风险提示：

4.1 核心观点：近忧暂缓，远虑仍存

回首整个二季度，市场在内外不确定性阴霾的笼罩中每况愈下，中美贸易摩擦升温、上市公司债务违约、五月宏观经济数据不及预期等事件更加重了投资者对于经济增速下行、信用风险暴露的担忧。随着悲观情绪的快速宣泄和政策层面的利好频出，三季度前半段市场有望形成阶段性底部。但是考虑到对外的中美贸易争端和对内的去杠杆政策，三季度后半段可能出现冲高回落。

对市场而言，当前制约行情走强的掣肘在于微观流动性。在中长期去杠杆政策主线无法动摇的情况下，微观层面流动性的问题得到实质解决仍然需要一个过程，市场反弹的幅度取决于去杠杆政策趋缓的程度。

4.2 风险提示：关注微观流动性和外部联动效应

1、在中美贸易争端仍存、中长期去杠杆政策主线无法动摇的背景下，警惕事件促发型风险（如民营上市公司信用债违约、中小市值公司股权质押问题）对微观流动性的冲击。

2、今年以来 A 股指数和外围市场的联动性大大增加，在更多境外增量资金入市的同时，与外盘的联动性也会进一步加强。当前美股估值和波动率居高不下，建议投资者密切关注美股的运行情况以及对 A 股可能造成的联动影响

4.3 操作建议：步步为营，把握阶段性机会

趋势性策略：三季度前半段可博企稳反弹，后半段可在反弹高点试空。

结构性策略：上市公司一季报显示，创业板指盈利增速出现了明显改善，这预示着今年的市场风格趋向于均衡，不太可能重现类似 2016 年和 2017 年的极端分化。2005 年以来各板块三季度较沪深 300 指数的超额收益情况显示，除非利率大幅上行或外围导致市场波动增加，预计在七八月份 IC 表现将强于 IF 和 IH。九月随着周期股的走弱和金融板块的崛起，风格将偏向于 IF 和 IH。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
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2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678