

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

2019 年股指期货半年报
——步伐暂缓，以待来日

陈畅

一德期货期权部



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

一德期权部

电话：(022) 23303538-6821

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路 188 号信达广场 16 层

邮编：300042

■ 内容摘要

回首一季度，A 股市场在信用和货币双宽松的背景下出现了全面性的估值修复。进入二季度，随着三月经济金融数据全面超预期（PMI、CPI、贸易数据、社融数据、一季度 GDP 等宏观指标均超预期），投资者开始担心四月货币政策没有进一步宽松的余地（边际改善预期降低）。而 4 月 15 日央行货币政策委员会第一季度例会再次提到“把好货币政策总闸门”（去年四季度并未提及），加上 4 月 19 日中央政治局会议态度的微妙转变强化了这一担忧，市场对于分母端宽松预期出现了折返跑。五月伊始，中美贸易谈判突然生变，风险偏好急剧降温，市场进入全面杀估值的阶段。展望三季度，A 股将何去何从？详见报告分解。

■ 核心观点

- 在中美贸易摩擦暂时缓和、企业盈利暂无明显改善迹象的背景下，分母端宽松的力度（尤其是宽信用再一次加码）依然是决定后续市场演化的核心和关键，流动性环境和市场风险偏好大概率较二季度改善。
- 三季度结构化、定向化的宽松政策值得期待，一旦政策落地，将很大程度上有利于中小指数估值的提升。
- 风险偏好方面，贸易摩擦和美股走势很可能对 A 股阶段性的风险偏好造成影响。
- 对大指数来说，需警惕抱团绩优股短期估值过高、业绩不及预期、北上资金大幅外流所引发机构抛售行为。
- 对小指数而言，个股业绩地雷和商誉减值状况依然值得重视。一旦大指数大幅下跌，警惕其连带作用给小指数带来的负面影响。
- 在政策面出现明显宽松信号推动市场风险偏好提升之前，边走边看，注意科创板开闸初期可能给 A 股市场造成的资金分流压力。

目录

1. 温故 2019Q2： 由波澜壮阔到一波三折.....	1
2. 知新 2019Q3： 政策推手仍是重中之重.....	2
2.1 企业盈利暂无继续改善迹象.....	2
2.2 关注政策对分母端提升力度.....	3
2.2.1： 宽松货币趋向于结构化、定向化.....	3
2.2.2： 警惕外部冲击的突发性、联动性.....	5
3. 思辨： 结构演化等待新的驱动	6
4. 核心观点与风险提示：	10
4.1 核心观点： 外因有扰动， 内因是本质.....	10
4.2 风险提示： 不确定性因素仍存， 小心驶得万年船.....	10
4.3 操作建议： 边走边看， 把握阶段性机会	11
免责声明	12

1. 温故 2019Q2： 由波澜壮阔到一波三折

时光如梭，转眼之间 2019 年已行将过半。回想 2019 年初，随着去杠杆政策实质性转向、中美贸易谈判峰回路转、人民币汇率贬值压力减轻，市场对 2018 年过度悲观的预期得到快速修复。在此背景下，国内和国外双重流动性共同发力，演绎出一场波澜壮阔的春季攻势。进入二季度，情况似乎发生了改变。

进入四月，随着经济金融数据全面超预期（PMI、CPI、贸易数据、社融数据、一季度 GDP 等宏观指标均超预期），投资者开始担心货币政策没有进一步宽松的余地（边际改善预期降低），而 4 月 19 日中央政治局会议的召开强化了这一担忧。加上四月份是上市公司公布年报和一季报的重要时间窗口（4 月 30 日是全部上市公司年报和一季报披露的最后关口），个股业绩地雷频发，市场风偏不断下降，上证综指由月初的 3288 点回落至月末的 3052 点。

五月伊始，中美经贸谈判很大程度上影响甚至改变了 A 股的市场节奏。而包商银行信用风险事件的突发，使得信用分层现象趋向极端化，资金面结构性压力剧增。随着央行频频发力对中小银行流动性进行呵护，包商事件所带来的短期冲击已经逐渐被 A 股市场 price in，但从“15 家银行公告延期披露 2018 年年报或今年一季报，其中农商行达 12 家”的消息来看，其中长期影响依然不容忽视。在内外风险事件冲击下，上证综指的震荡中枢进一步下降至 2900 点。

整个六月，内外风险事件逐渐被消化，而政策面暖风频吹（专项债可用于重大项目资本金、央行持续呵护中小银行资金面、G20 峰会中美谈判出现转机、上市公司重大资产重组管理办法公开征求意见等）又阶段性提升了市场风险偏好，上证综指的震荡中枢开始止跌回升。截止六月末，上证综指重回 3000 点，上证 50 更是完全回补 5 月 6 日跳空缺口。

图 1.1： 上证综指走势图

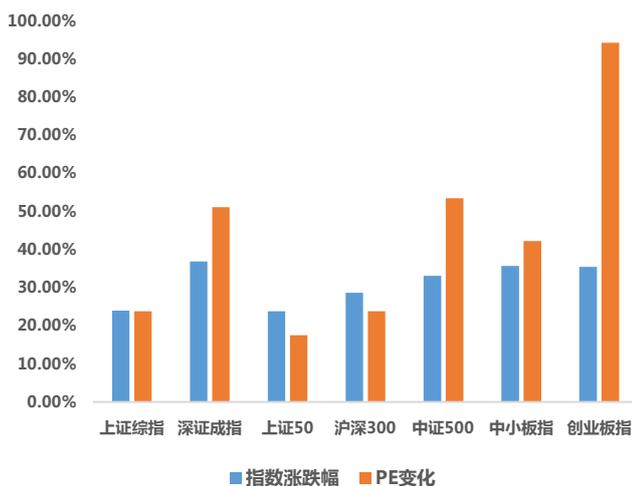


资料来源：wind

2. 知新 2019Q3：政策推手仍是重中之重

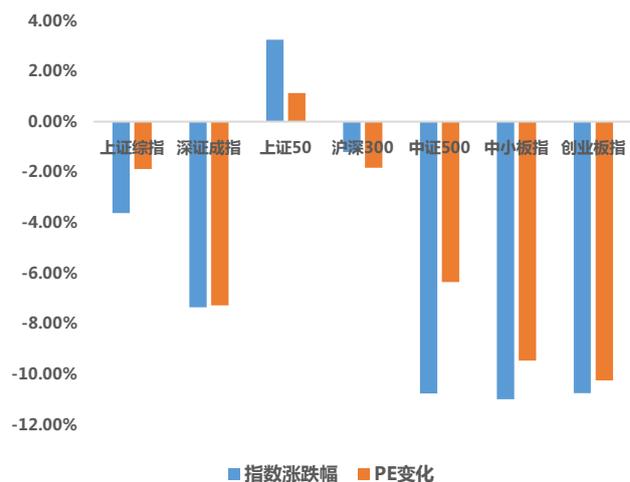
回首一季度，A股市场在信用和货币双宽松的背景下出现了全面性的估值修复。进入二季度，随着三月经济金融数据全面超预期（PMI、CPI、贸易数据、社融数据、一季度GDP等宏观指标均超预期），投资者开始担心四月货币政策没有进一步宽松的余地（边际改善预期降低）。而4月15日央行货币政策委员会第一季度例会再次提到“把好货币政策总闸门”（去年四季度并未提及），加上4月19日中央政治局会议态度的微妙转变强化了这一担忧，市场对于分母端宽松预期出现了折返跑。五月伊始，中美贸易谈判突然生变，风险偏好急剧降温，市场进入全面杀估值的阶段。展望三季度，在中美贸易摩擦暂时缓和、企业盈利暂无明显改善迹象的背景下，我们认为分母端宽松的力度（尤其是宽信用再一次加码）依然是决定后续市场演化的核心和关键，流动性环境和市场风险偏好大概率较二季度改善。

图 2.1：2019Q1 主要指数涨跌幅及 PE 变化



资料来源：wind，一德期权部

图 2.2：2019Q2 主要指数涨跌幅及 PE 变化



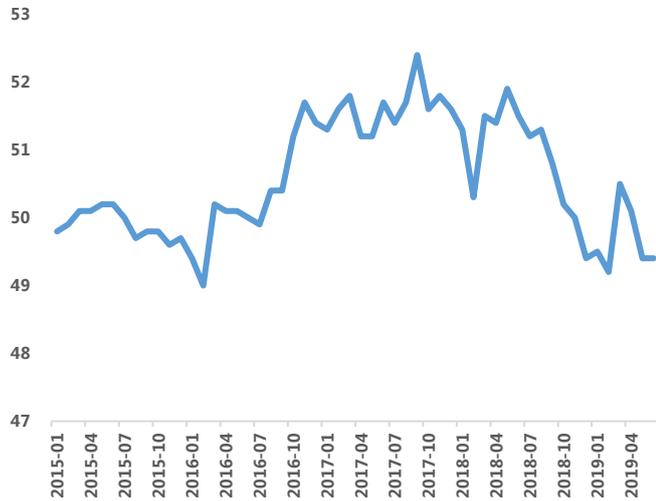
资料来源：wind，一德期权部

2.1 企业盈利暂无继续改善迹象

四月伊始，在三月经济金融数据全面超预期影响下，市场对于盈利和经济触底反弹的预期非常强烈。相当一部分投资者认为在分子端经济和盈利企稳回升的背景下，分母端宽松状况将终结。但是随着二季度月度经济数据的陆续出炉，之前经济触底回升的预期被逐渐证伪，基于分母端是否不再宽松的讨论只是预期与实际状况的折返跑。目前来看，三季度宏观经济并没有出现太多改善的信号，而股票市场已经很大程度上将该因素 price in。相较于分子端的盈利和经济，投资者更为关注分母端是否再次出现宽松信号及压制市场风险偏好的因素是否出现改

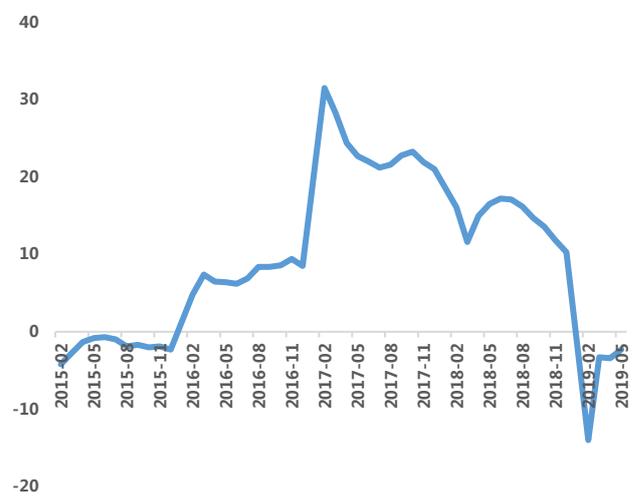
善。这点从 6 月 29 日中美贸易谈判峰回路转（分母端利好）和 6 月 30 日 PMI 数据公布（分子端利空）后下一交易日（7 月 1 日）A 股市场表现就可见一斑。

图 2.3：PMI 数据



资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：工业企业利润总额累计同比



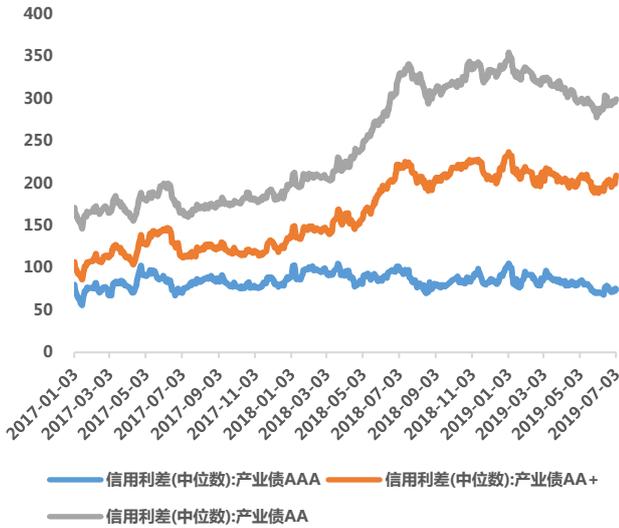
资料来源：wind，一德期权部

2.2 关注政策对分母端提升力度

2.2.1：宽松货币趋向于结构化、定向化

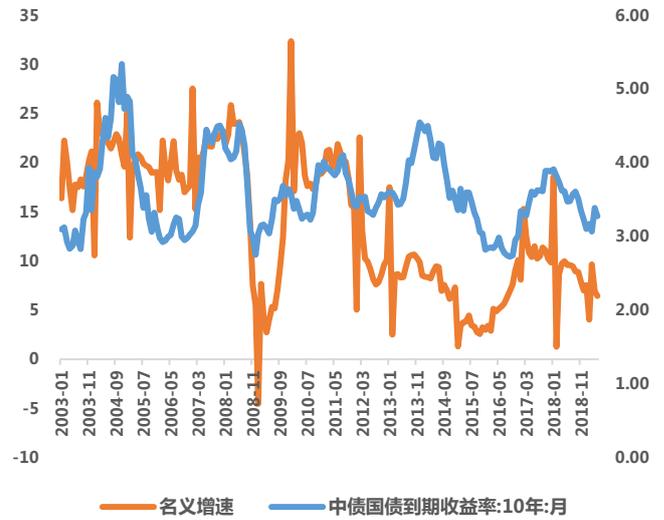
经过二季度实际情况与预期的折返跑之后，市场逐渐意识到在稳增长压力和紧信用现实的双重作用下，货币政策的宽松并没有终结。从产业债信用利差可以看出，在一季度宽松货币政策的作用下，信用利差一直在小幅的稳步回落，这也是当时股票市场整体走强的基础。但是这里面出现了一些结构上的问题：AAA 级别的信用利差已经回落到去杠杆政策推行之前的位置，甚至逼近过去十年历史低位；反观 AA+与 AA 级别，虽有回落，但仍处于高位震荡，近期甚至出现了抬头的迹象。在中小企业的信心情况尚未完全恢复、融资成本没有回归到 2018 年初的合理区间以前，宽货币向宽信用的传导依然要继续。央行在 2019 年第二季度例会上指出，要“适时适度实施逆周期调节加强宏观策略协调”，措辞的调整为下半年的货币政策留下遐想的空间。只是相对于一季度的全面宽松，未来货币政策的宽松可能会更趋向于结构化和定向化。这是因为只有当名义经济增速触及阶段性新低时，流动性才会出现全面的宽松，对应十年期国债收益率会跌至 3% 以下，这在 2009 年初和 2016 年 3 月时尤为明显。今年以来，十年期国债收益率维持在 3.06%-3.44% 之间，整体流动性较为宽裕。加上名义经济增速并没有出现加速回落，因此全面宽松的必要性和紧迫性降低。

图 2.5：产业债信用利差（AAA、AA+、AA）



资料来源：wind，一德期权部

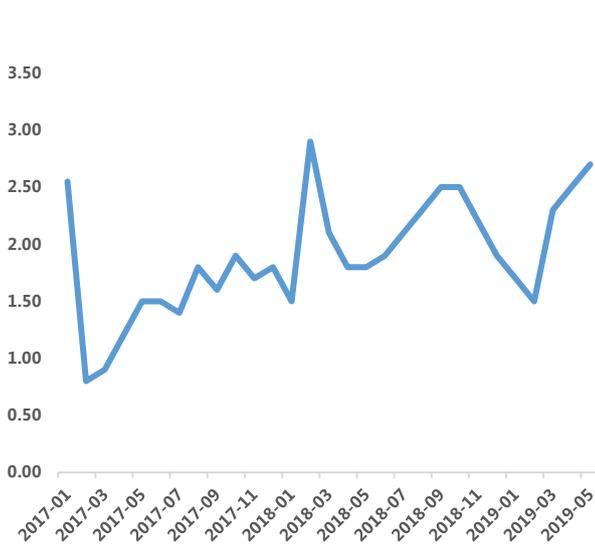
图 2.6：十债收益率与名义经济增速



资料来源：wind，一德期权部

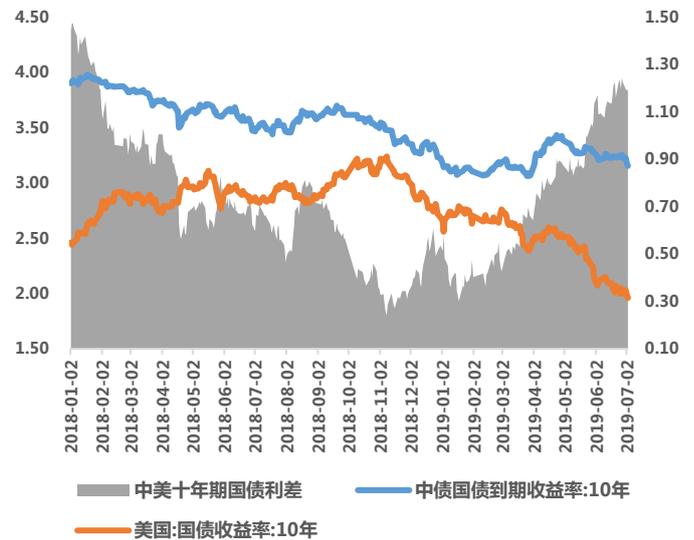
此外，相较二季度而言，三季度制约流动性宽松的内外问题都在缓解：国内方面，通胀在经过二季度的连续抬升后，有望在三季度出现缓解；国外方面，美联储降息的预期愈演愈烈，对国内货币政策空间的打开也越来越有利。因此我们认为，三季度结构化、定向化的宽松政策值得期待，一旦政策落地，将很大程度上有利于中小指数估值的提升。

图 2.5：产业债信用利差（AAA、AA+、AA）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：中美十年期国债利差



资料来源：wind，一德期权部

2.2.2: 警惕外部冲击的突发性、联动性

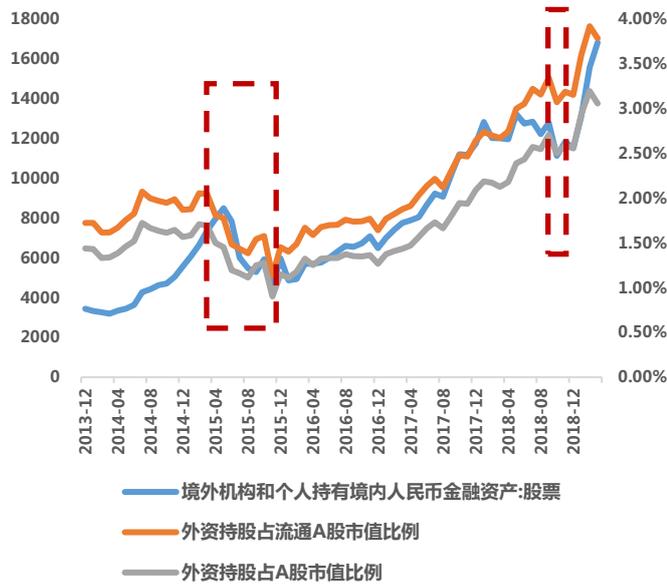
随着 2019 年 5 月 28 日 A 股在 MSCI 中的权重提升至 15%、6 月 21 日富时罗素纳入 A 股正式生效，A 股已“跑步”融入全球资本市场。在国际化浪潮中，外围环境和内外盘联动的影响更加不容忽视。站在当前时点来看，三季度有两个重要的外围因素很可能对阶段性的风险偏好造成影响，那就是贸易摩擦和美股走势。

五一假期以来，中美贸易摩擦突生变局始终压制着 A 股的神经，制约着市场风险偏好的回升。实际上自 2018 年 3 月至今，贸易摩擦的几番来回，曲折走向超越绝大部分人的预期。通过对过去一年半贸易谈判情况的跟踪和梳理，我们发现逆向思维或许是评估贸易摩擦不确定性的最好方法：当贸易谈判进展严重受挫时，对未来的情况就要乐观一些；当贸易谈判进展顺利时，反而要保持冷静、多一分警惕。毋庸置疑的是，当前贸易谈判情况的缓和，的确给三季度的 A 股市场提供了一个有利于风险偏好提升的窗口期。但我们建议投资者在谈判正式尘埃落定之前，对此预期不宜过高，继续关注中美关系未来的演化，并警惕可能引发的风险。

除了悬而未决的中美贸易谈判，美股走势也值得我们重视。回顾历史数据我们可以发现，外资持股占流通 A 股市值比例与美股走势高度吻合。这是因为外资在做全球市场配置时，更加关注权益资产的总体持仓，而对各个市场的择时关注相对较少。一旦美股发生剧烈调整，外资在收缩风险资产配置的同时也会收缩 A 股的配置。因此我们看到 2014 年至今，外资一直在趋势性增加 A 股配置比例，期间只有 2015 年 4 月至 11 月和 2018 年年初及四季度出现过持股占比下降，而这两次下降均伴随着美股的大幅调整。

虽然从资金层面来看，当前中美利差的再度走扩一定程度上减缓了外资出逃的动力，但是需要注意的是，如果美股在持续新高后一旦出现大幅回调，无疑会对全球风险偏好产生剧烈冲击。这很可能引发外资整体降低权益仓位，从而导致市场重演 2018 年 2 月和 10 月的内外盘负向联动。因此我们提请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。

图 2.7：央行口径外资配置 A 股规模



资料来源：wind，一德期权部

图 2.8：外资持有 A 股占比 vs 标普 500 指数



资料来源：wind，一德期权部

综上所述，我们认为在经济和盈利预期较弱的背景下，三季度政策面宽松的力度（尤其是宽信用再一次加码）依然是决定后续市场演化的核心和关键。外因（中美贸易摩擦和美股波动）可能会给市场节奏带来阶段性的扰动，但内因（政策面是否宽松）是决定市场走势的重中之重。因此建议投资者重点关注政策面信号、中美贸易谈判及美股走势对市场风险偏好和行情演化可能造成的影响。

3. 思辨：结构演化等待新的驱动

回首上半年，一季度在货币信用全面宽松、中美贸易磋商向好、人民币贬值压力减轻的背景下，A 股市场“全面开花”，大小指数接连上演了一出又一出波澜壮阔估值修复行情。进入二季度，随着投资者对货币宽松预期出现“折返跑”，加上年报&一季报业绩地雷、中美贸易谈判再生变局压制了市场风险偏好，资金自然倾向于选择具有业绩确定性的大指数进行避险和防御，这使得二季度期间“二八分化”格局较为明显。展望三季度，未来的市场风格将如何演化？我们认为以下两点需要投资者重点关注。

表 3.1 2019 年前两季度各大指数涨跌幅统计

	上证综指	深证成指	沪深 300	上证 50	中证 500	中小板指	创业板指
2019Q1	23.93%	36.84%	28.62%	23.78%	33.10%	35.66%	35.43%
2019Q2	-3.62%	-7.35%	-1.21%	3.24%	-10.76%	-10.99%	-10.75%

资料来源：wind，一德期权部

首先对于大指数（IF 和 IH）来说，外资流动影响和自身估值水平不容忽视。外资方面，统计数据显示截止 2019 年一季度，境外机构及个人持有 A 股金额已达 1.68 万亿，与公募基金 1.95 万亿的持股规模已经非常接近。从投资特性来看，外资在大盘绩优指数成分股中持股比例较高。例如上证 50 和沪深 300 的前三大成分股中国平安、贵州茅台和招商银行，外资（北上资金+QFII）持股市值分别占其流通市值的 7.45%、9.74% 和 4.06%。对于上证 50、沪深 300 和中证 500 而言，外资持股市值分别占其流通市值的 2.98%、3.27% 和 1.47%。一旦美股大跌、人民币汇率大幅贬值引发北上资金大幅外流，将对外资筹码相对集中的蓝筹股、白马股造成不利，从而给上证 50 和沪深 300 等大指数带来负面影响。

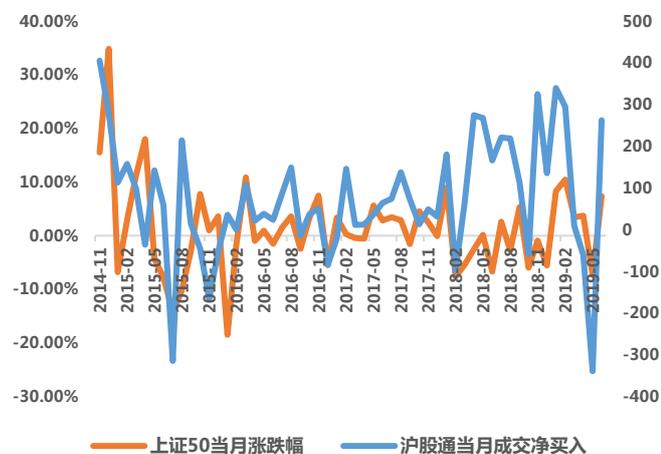
表 3.2 期指标的指数数据统计

	沪深 300	上证 50	中证 500
陆股通标的	289	全部	423
MSCI 概念成分股（435）	251（57.7%）	45（10%）	157（36%）
MSCI 市值占比	86.8%	46%	10%
富时罗素概念成分股（1005）	262（26%）	46（4.6%）	376（37.4%）
富时罗素市值占比	72.6%	37%	15.5%
外资持股市值占比	3.27%	2.98%	1.47%

资料来源：wind，一德期权部

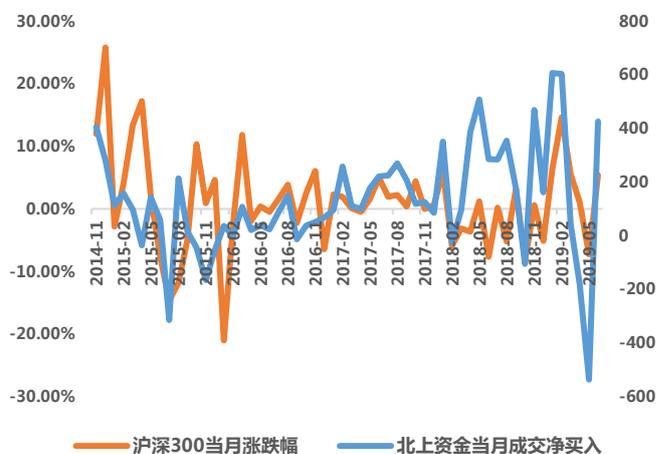
注：MSCI 市值占比指代 MSCI 概念中所包含的各指数成分股市值与 MSCI 概念总市值之比，富时罗素市值占比计算方法同 MSCI 市值占比。外资持股市值占比指各指数所有成分股外资持股市值（QFII 与陆股通合计）与该指数流通市值之比，其中陆股通持股数据采用 6 月 28 日陆股通系统数据，QFII 持股数据采用 2019 年一季报披露数据。

图 3.1：上证 50 涨跌幅与沪股通成交净买入



资料来源：wind，一德期权部

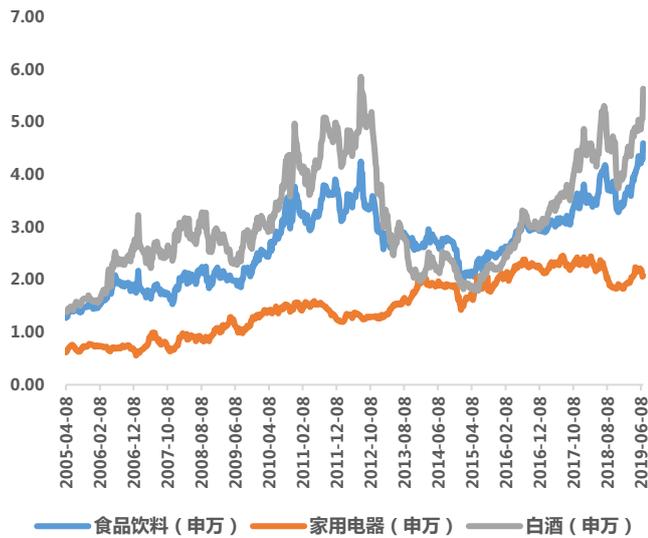
图 3.2：沪深 300 涨跌幅与北上资金成交净买入



资料来源：wind，一德期权部

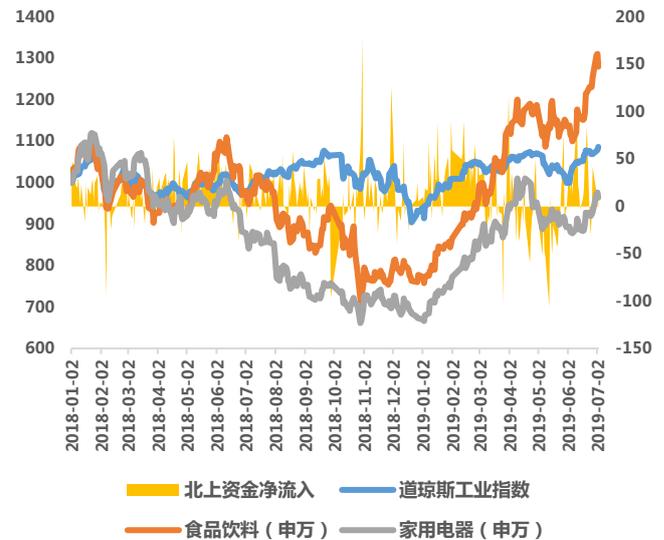
估值方面，自 2015 年二季度起，白酒（申万二级行业）、食品饮料（申万一级行业）、家用电器（申万一级行业）相对沪深 300 指数的 PB 不断提升。特别是当前白酒相对沪深 300 的 PB 值已经接近历史最高点，这说明白马股短期估值过高，存在较为严重的机构抱团现象。此外，从白马股较为集中的食品饮料和家用电器行业的指数走势可以看出，自年初以来上述两个行业（尤其是食品饮料）几乎没有经历大的调整，并且其与道琼斯指数相关性较高。一旦后续美股下跌引发资金大幅流出，很容易导致核心资产重演类似去年二月和十月的踩踏现象。

图 3.3: 白酒、家电、食品饮料 PB 相对沪深 300 比值



资料来源: wind, 一德期权部

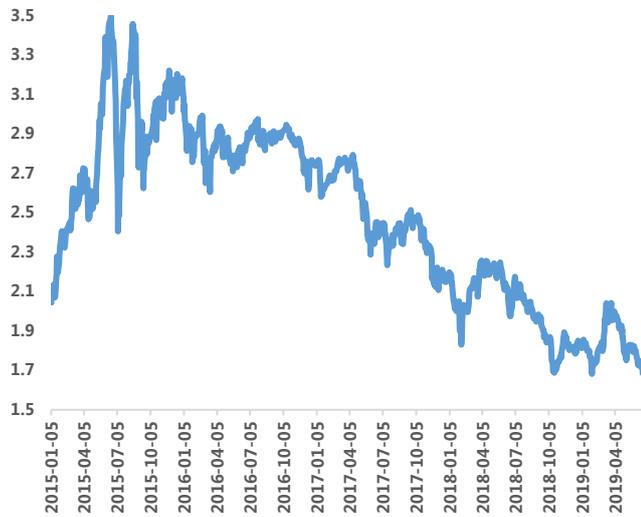
图 3.4: 北上资金净流入与美股及行业指数走势



资料来源: wind, 一德期权部

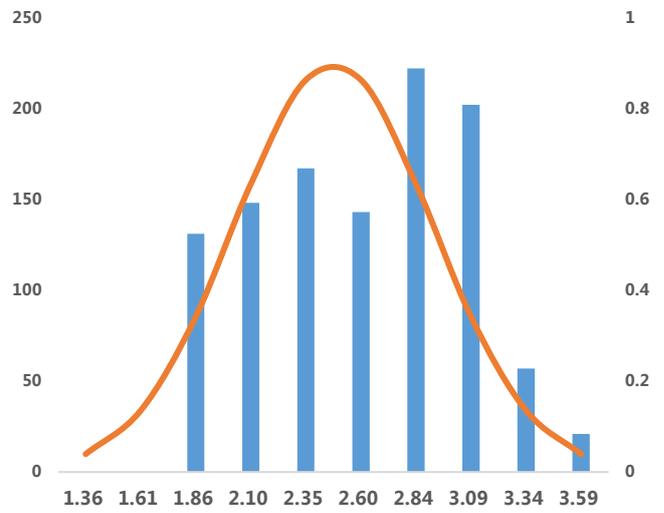
其次对于中小指数 (IC) 来说, 伴随三季度前期科创板开闸所带来的资金面挤出效应及情绪上示范效应值得重视。就整个股票市场来说, 科创板开闸初期很可能会造成 A 股市场资金的分流。但对科技类个股来说, 科创板的开闸及《上市公司重大资产重组管理办法》的公开征求意见, 可能给科技股带来情绪上的提振作用。历史数据显示创业板开板后, 中小板指和中证 500 的换手率提高, 上证综指与沪深 300 换手率略有下滑; 中小板指和中证 500 相比沪深 300 的换手率提高。当前中证 500/上证 50 的比价数据又来到 2015 年以来的最低值附近, 如果科创板的开闸配合宽信用的再一次加码, 将有利于中小指数估值的修复和提升。

图 3.5：中证 500/上证 50 比价数据



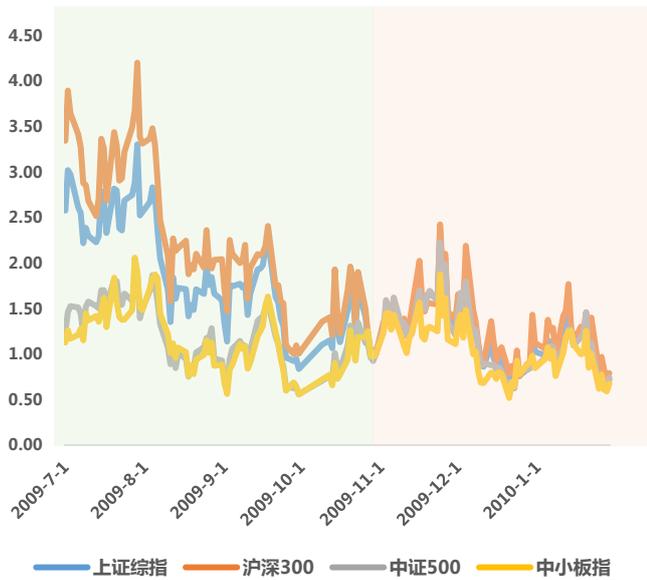
资料来源：wind，一德期权部

图 3.6：中证 500/上证 50 比价分布



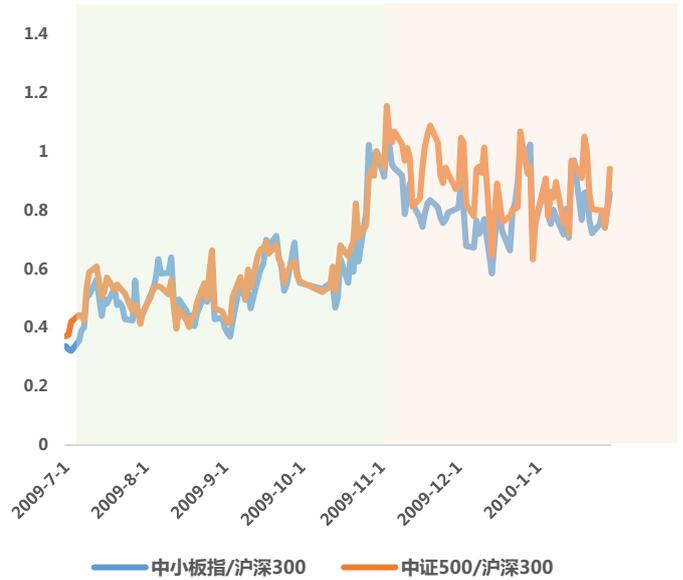
资料来源：wind，一德期权部

图 3.7：指数换手率（2009 年 10 月 30 日为基准）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.8：指数换手率比值（2009 年 10 月 30 日为基准）



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：外因有扰动，内因是本质

展望三季度，在中美贸易摩擦暂时缓和、企业盈利暂无明显改善迹象的背景下，我们认为分母端宽松的力度（尤其是宽信用再一次加码）依然是决定后续市场演化的核心和关键，流动性环境和市场风险偏好大概率较二季度改善。

流动性方面，在中小企业的信心情况尚未完全恢复、融资成本没有回归到 2018 年初的合理区间以前，宽货币向宽信用的传导依然要继续。此外，相较二季度而言，三季度制约流动性宽松的内外问题都在缓解：国内方面，通胀在经过二季度的连续抬升后，有望在三季度出现缓解；国外方面，美联储降息的预期愈演愈烈，对国内货币政策空间的打开也越来越有利。因此三季度结构化、定向化的宽松政策值得期待，一旦政策落地，将很大程度上有利于中小指数估值的提升。

风险偏好方面，贸易摩擦和美股走势很可能会对 A 股阶段性的风险偏好造成影响。当前贸易谈判情况的缓和，的确给三季度的 A 股市场提供了一个有利于风险偏好提升的窗口期。但在谈判正式尘埃落定之前，对此预期不宜过高。此外，虽然从资金层面来看，中美利差的再度走扩一定程度上减缓了外资出逃的动力，但是需要注意的是，如果美股在持续新高后一旦出现大幅回调，无疑会对全球风险偏好产生剧烈冲击。这很可能引发外资整体降低权益仓位，从而导致市场重演 2018 年 2 月和 10 月的内外盘负向联动。

外因（中美贸易摩擦和美股波动）可能会给市场节奏带来阶段性的扰动，但内因（政策面是否宽松）是决定市场走势的重中之重。建议投资者重点关注政策面信号、中美贸易谈判及美股走势对市场风险偏好和行情演化可能造成的影响。

4.2 风险提示：不确定性因素仍存，小心驶得万年船

第一，自七月中旬开始，沪深两市上市公司将陆续开始披露中报业绩预告。从一月末年报预披、四月年报&一季报公布的情况来看，中报的影响不容忽视。对大指数来说，需警惕抱团绩优股业绩不及预期所引发机构抛售行为。对小指数来说，个股业绩地雷和商誉减值状况依然值得重视。

第二，当前部分绩优白马股存在短期估值过高、机构抱团较为严重的现象。一旦美股大跌、人民币汇率大幅贬值引发北上资金大幅外流，将对外资筹码相对集中的大指数造成不利，甚至会在连带效应的作用下给小指数带来负面影响。

第三，7月22日科创板将正式开市交易，注意科创板开闸初期可能给A股市场造成的资金分流压力。

4.3 操作建议：边走边看，把握阶段性机会

趋势性策略：在政策面出现明显宽松信号推动市场风险偏好提升之前，边走边看。

结构性策略：在政策面宽松信号尚未出现之前，结构演化暂时不明朗。三季度初期，可关注科创板开闸对科技股的提振作用。

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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

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

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

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

天津滨海新区营业部 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

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

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

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

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: 0533-358 6709

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

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

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: 0535-216 3353/216 9678