

黑夜缠绕星辰，静待春风拂晓

——股指期货 2019 年年度策略报告

东海期货 2019 年年度策略报告 | 金融期货篇

研究所 金融期货策略组

于伟 研究员

从业资格证号：F0210052
投资分析证号：Z0000603
联系电话：0519-88055586
邮箱：yuw@qh168.com.cn

刘洋洋 联系人

联系电话：021-68757089

投资要点

- 2019 年，需求端继续向下的趋势较为明确，房地产接替基建投资下行，制造业投资高增长难以持续，投资增速整体承压；消费仍受制于居民杠杆高位，但受益于减税和汽车拖累的减弱，整体走势或将趋稳；受全球经济动能放缓和中美贸易争端等因素的拖累，出口将承压。预计 2019 年实际 GDP 全年增速在 6.3% 左右。
- 金融监管政策微调，“稳杠杆”的态势将延续。预计市场利率仍存在一定的下行空间，宏观资金面将保持合理充裕。
- 目前，沪深两市估值已经接近 2012-2013 年水平，中小板和创业板已经低于 2013 年底部区间水平，预计将存在一定的修复和提升空间。
- 2019 年险资和社保入市或是较为明确的资金增量，回购、沪深港通将继续带来增量资金，纾困资金也将对市场资金面有所支撑，虽然面临着科创板以及市场融资压力，但预计整体资金面情况将有望较 2018 年有明显改善。
- 综上所述，2019 年笼罩在经济下行的黑夜中，三大股指期货震荡偏弱的格局难改，静待政策之风吹散黎明前的黑暗。由于前期资金抱团蓝筹股，沪深 300 股指期货和上证 50 股指期货走势好于中证 500 股指期货，部分获利盘存在调仓需求；且后续经济增长点在于创新经济，中小创的业绩增速或将逐步体现出来，2019 年或可关注中证 500 股指期货的表现。
- **风险提示：**国内外经济下行超预期、金融监管力度超预期、市场流动性环境急剧恶化、再融资明显加速等。

一、2018 年 A 股市场回顾

对于2018年的A股市场，总体走势仍然低迷，呈现出震荡回落的弱势格局。具体来看，年初大盘在银行、地产等权重股带动下出现一波反弹，上证指数最高上探至3500点之上。随后受到金融降杠杆，资金面处于偏紧格局，大盘陷入较长时间的回调。步入下半年，由于中美贸易争端、国内经济数据持续回落、美联储加息等事件的陆续发酵，同时资金面受到IPO与定增融资、大小非净减持以及股东股票质押风险导致的被动减持等因素影响，主要指数一路震荡下行，上证综指最低下探2449点，跌破2016年的最低点2638点，创出2015年以来的调整新低，随后市场逐步进入横盘震荡整理格局。

2018年主要指数均出现不同程度的下行，截止到11月30日，上证指数较年初下跌21.74%，沪深300指数下跌21.29%，深成指下跌30.42%，创业板指数下跌24.15%，中小板指数下跌32.66%，上证50指数下跌15.12%。

图 1：重要板块指数走势

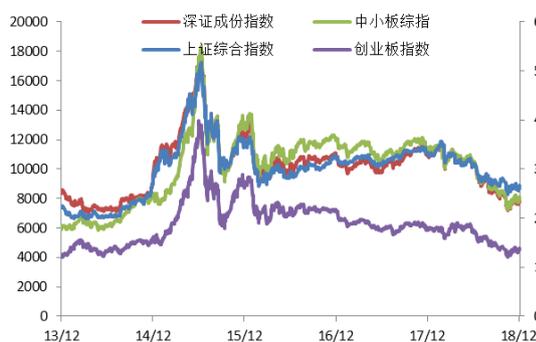
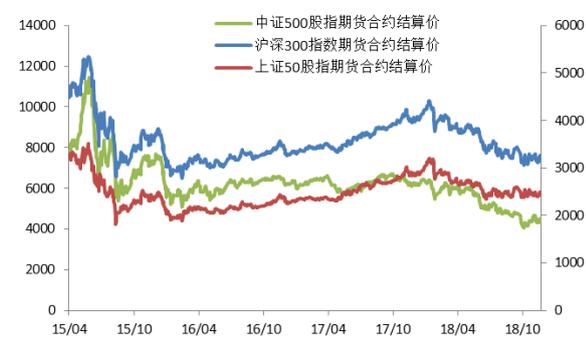


图 2：股指期货价格走势



资料来源：Wind，东海期货

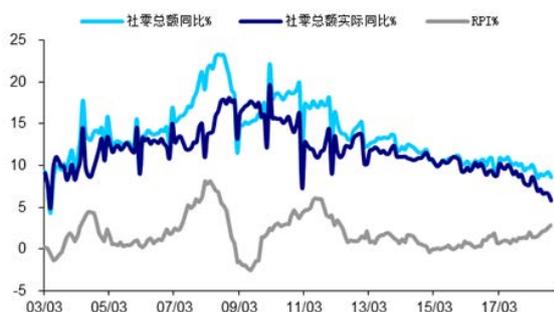
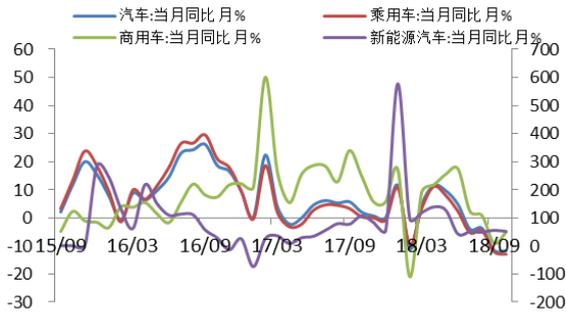
二、2019 年宏观环境与政策因素分析

2018 年全球经济延续复苏，但主要经济体增长出现分化。美国经济复苏强劲，欧元区经济增长势头趋缓，日本经济增长动力仍然不足，新兴市场国家经济增长延续复苏，但受困于自身经济结构及货币贬值压力。步入 2019 年，在经济杠杆率普遍较高和贸易争端冲击下预计全球经济出现同步放缓。11 月美国经济数据见顶后初显疲态，美股连续下跌，美联储或放缓加息节奏，预计欧央行和日本央行结束宽松政策的概率将降低。

在国内经济方面，2018 年经济运行主要指标大概实现，但两大经济问题凸显：去杠杆背景下，基建投资大幅回落，实体融资需求疲弱；中美贸易争端加大外需回落的压力。步入 2019 年，受内外需求疲弱的影响，经济增速或将再下一个台阶。“稳增长稳就业”的诉求增加，宏观调控政策将着力于扩大内需、改善融资环境和减税降费。

1. 消费弱势趋稳

2018 年消费增速明显下行，前 10 个月同比增长 9.2%，大幅低于去年同期水平，比去年全年下降 1 个百分点。消费具有较明显的顺周期性但本身波动较小，伴随着 2019 年上半年经济继续探底，预计消费增速将持续承压。首先，伴随着房地产市场调控政策的持续，商品房成交面积增速仍将保持在低位，持续利空未来地产后产业链商品消费，例如建筑装潢材料、家具、家电等居住类消费的增长。其次，由于前期居民大幅加杠杆，导致居民负债规模扩张，叠加消费贷监管趋严，对消费的挤压效应显现。再次，随着房价出现波动，和棚改货币化安置比率的边际弱化，居民的财富效应下降将在一定程度上抑制消费。步入 2019 年，政策将逐渐加码促消费稳内需，个税改革将进一步实施，以及继续出台鼓励消费的各项政策，有助于消费增速的企稳。

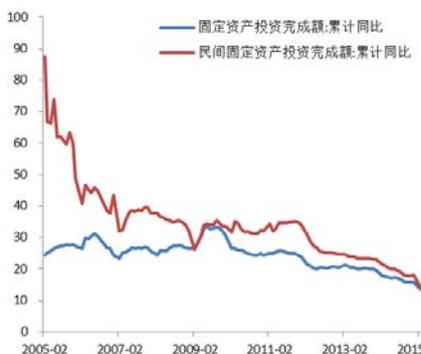
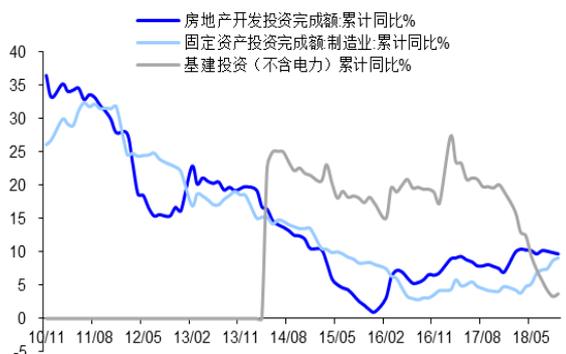
图 3：社会消费零售总额同比

图 4：汽车消费放缓明显


资料来源：Wind，东海期货

2. 基建稳地产降

2018 年投资增速大幅下行，前 10 个月累计同比增长 5.7%，增速比去年全年回落 1.5 个百分点，成为拖累经济增速下行的原因之一。在房地产投资方面，由于房地产限购限价与低库存的组合，“地产周期”弹性下降，虽然房地产销售明显回落，但 2018 年房地产投资增速先升后降。1-10 月地产销售面积累计增速延续回落趋势，从其他先行数据方面来看，10 月份多数出现下行迹象，前期地产投资的重要支撑土地购置费已于近两月明显放缓，预示 2019 年地产投资将延续下行态势。在基建投资方面，1-10 月基础设施投资累计同比增速大幅回落，对经济的拖累效果明显。2019 年基建投资或将企稳反弹，但不具备大幅上行的基础，预计全年增速在 7% 左右。一方面，2018 年公共财政收入当月同比增速下行，在政府广义收入上存在一定约束，实际财政赤字率可能再次回升；另一方面，地方债务监管和金融监管并没有实质性的放松，资金压力仍然较为明显。在制造业投资方面，1-10 月制造业投资出现了较大幅度的回升。2019 年，预计制造业投资的高增速难以持续。一方面，在需求端疲弱的背景下，工业品价格将回落明显，去产能和环保限产带动工业品价格上涨、工业企业利润修复的逻辑将减弱，对制造业支撑将回落；另一方面，随着中美贸易争端的演进，关税的落地后贸易摩擦不确定性降低，外贸“抢跑效应”也将消退。结合当前企业中长期贷款疲弱，虽然宽信用和定向政策助力解决中小企业融资难的问题，但银行出于对风险的控制以及贷款额度的限制，流动性主要停留在银行间，宽信用对实体经济并未形成预期的支撑，制造业投资高增速或难持续。

综上所述，我们认为在房地产投资增速的下行压力将进一步释放，制造业投资高增速难持续，在积极财政政策和宽信用的刺激下，基建投资增速边际回暖但力度有限，预计 2019 年固定资产投资或在整体上保持稳中趋降的态势。

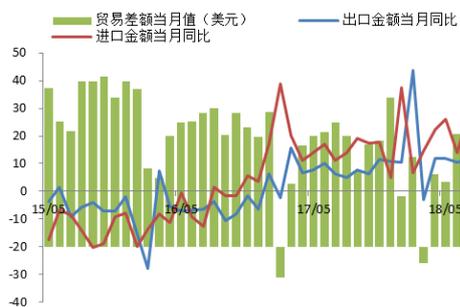
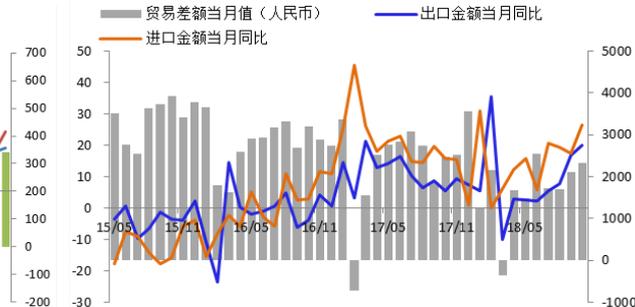
图 5：全国固定资产投资数据

图 6：固定资产投资分项数据


资料来源：Wind，东海期货

3. 外贸的负面影响逐步显现

1-10 月我国进出口总值 3.8 万亿美元的商品，比去年全年增速上涨 4.66 个百分点，外贸表现出较强的韧性，关税的影响滞后。2019 年外贸的负面影响或将逐步显现，一方面，全球经济复苏或将持

续放缓，加大外贸压力。另一方面，关税的滞后影响将在 2019 年逐步显现。贸易争端对经济基本面的实质性影响在年内还未显现，在“贸易抢跑”因素和全球经济复苏的支撑下今年出口增速表现较好，2019 年以上两因素的负面拖累作用将逐步显现。即使中美贸易争端有所缓和，但中国加大自美进口是必要选择，净出口对经济的拉动作用将减弱。同时考虑到“贸易抢跑”因素的透支影响，2019 年出口增速预计出现下滑。

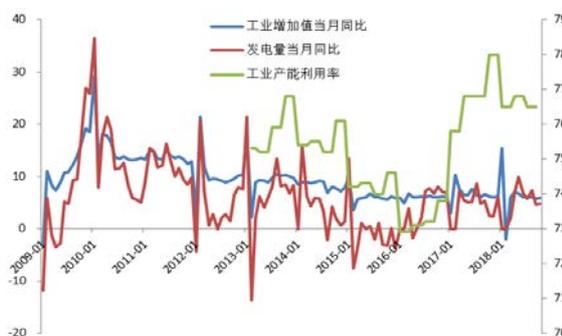
图 7：进出口贸易数据（以美元计）

图 8：进出口贸易数据（以人民币计）


资料来源：Wind，东海期货

4. 工业增加值中枢进一步回落

2018 年工业增加值小幅下滑，1-10 月规模以上工业增加值累计同比增速 6.4%，比去年同期水平回落 0.3 个百分点。步入 2019 年，影响生产端的主要因素有两方面：1.需求端的拉动将继续减弱，2018 年投资增速下行，消费增速大体平稳，出口增速或将继续改善，但不抵投资端的下滑，需求端大概率将有所走弱，对生产端的支持力度有所减弱；2.政策因素带来的供给端收缩边际放缓，从今年下半年陆续发布的文件来看，环保限产政策边际趋松。同时考虑到上游行业对中下游行业利润的挤压，以及民营企业融资难等问题的叠加，2019 年工业增加值中枢进一步回落。供给侧改革将步入下半场，或将更关注降低企业的成本。

图 9：制造业增加值增速回落

图 10：规模以上工业增加值回落


资料来源：Wind，东海期货

5. 金融监管微调，有望迎来改革利好

从金融监管来看，2018 年上半年整体趋严，下半年随着经济下行压力显现、美联储加息加剧人民币贬值、中美贸易争端加剧等因素影响，7 月中央政治局会议首次强调经济下行压力加大，部署六“稳”；常务会议多次指出，缓解小微企业融资难融资贵问题，并决定设立民营企业债券融资支持工具；央行、证监会、银保监会以及各部委相继出台的一系列政策，相继金融监管政策微调，去杠杆的节奏和力度有所趋缓，“稳杠杆”的态势明显升温。特别是在 10 月份随着股票质押风险的逐步暴露，管理层加大了缓解融资压力，解决股票质押风险方面的政策支持力度，管理层引导的纾困基金积极发力。预计加大金融政策对于实体经济的支持力度，特别是对中小微企业的支持将会在 2019 年延续，有望迎来改革利好。

2018 年在资本市场制度建设上进一步完善，下半年相继推出退市、回购、停复牌等关键制度修订，

对资本市场基本制度建设起到良好的促进作用，推动资本市场健康稳步运行。11月5日国家主席习近平在中国国际进口博览会上宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，进一步完善了资本市场的基础制度。

三、2019年市场因素分析

1. A股的盈利与估值

据A股全部上市公司发布的三季度业绩报告来看，全部A股净利润同比增速为13.4%，今年以来增速连续三个季度下行。以大盘蓝筹为主体的上证50指数成分股和沪深300成分股今年三季度净利润累计增速分别为13.4%和13.9%，均较二季度增幅回落。中小板成分股三季度净利润增速为25.2%，较二季度大幅回落15.3个百分点，但增幅居前。综合来看，A股上市公司盈利同比增速在2018年上半年见顶后出现回落，2019年受出口放缓、房地产市场降温等影响需求端或将继续放缓，预计公司盈利大概率延续下行趋势。2017年业绩增速主要由大盘蓝筹股贡献，今年股市走势也体现了蓝筹股涨势好于中小创。但随着供给侧改革步入下半程，政策着力于减税降费，后续经济增长点在于创新经济，则中小创的业绩增速或将逐步体现出来。

图 11：A 股重要板块净利润增幅

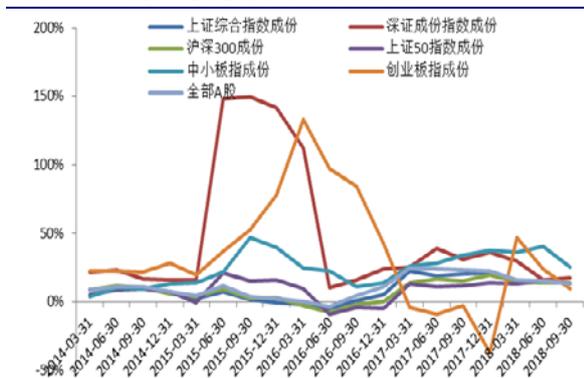
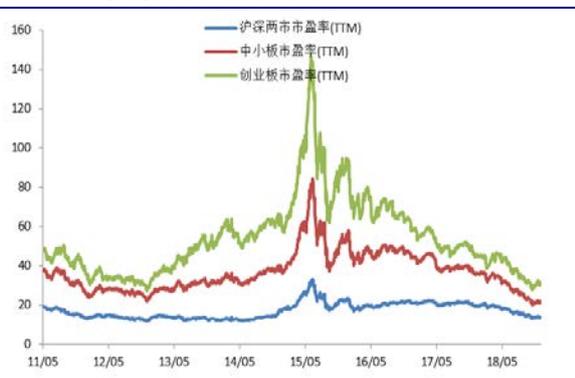


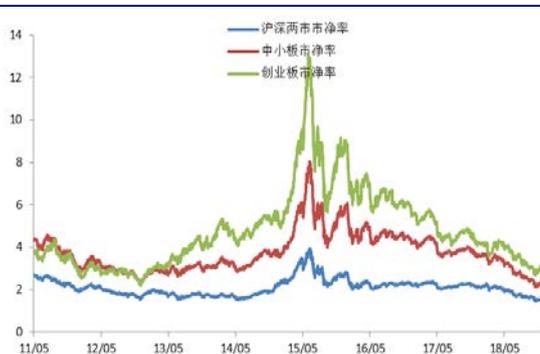
图 12：重要板块市盈率水平



资料来源：Wind，东海期货

在估值水平方面，从市盈率（TTM）中值和市净率水平来看，2013年6月沪深两市市盈率约12倍，市净率约1.56倍；中小板市盈率约27.5倍，市净率约2.64倍；创业板市盈率约41.7倍，市净率约3.24倍。经过2018年的调整之后，2018年11月底沪深两市市盈率约14倍，市净率约1.55倍；中小板市盈率约21.8倍，市净率约2.30倍；创业板市盈率约31.5倍，市净率约3.06倍。沪深两市估值已经接近2012-2013年水平，中小板和创业板已经低于2013年底区间水平，预计将存在一定的修复和提升空间。

图 13：重要板块市净率水平



资料来源：Wind，东海期货

2. A 股流动性与资金面

2018年初，为应对资本泡沫和高杠杆等问题，货币政策中性偏紧主要以“防风险”和“降杠杆”为主要目标。在紧信用环境下，融资需求大幅萎缩，经济下行压力显现，叠加外部环境的变化，2018年下半年货币政策操作发生了明显的变化，目前年内已经完成4次降准操作，并加大金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度。

2019年在经济下行压力加大的背景下，货币政策会稳中偏松，降准仍有空间。同时，经历前期降杠杆，目前我国宏观杠杆率走稳，金融风险下降，叠加目前融资需求低迷，不排除央行会通过降息来降低融资成本，刺激投资和消费。整体来看，2019年市场利率仍存在一定的下行空间，宏观资金面将保持合理充裕。

图 14：两融余额

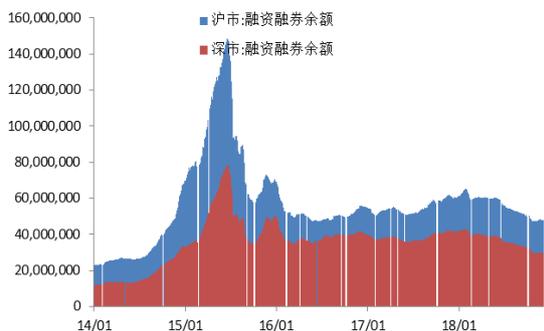


图 15：沪深港股通资金流入统计



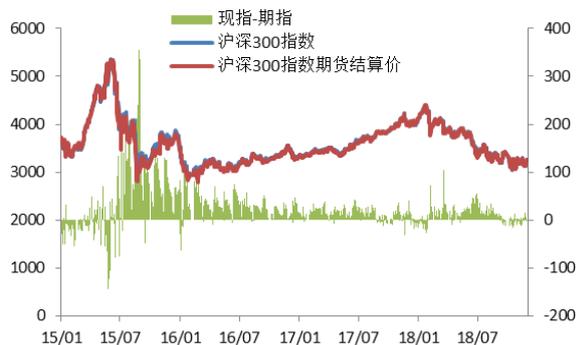
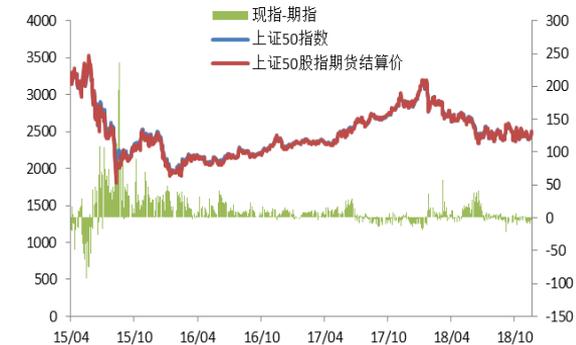
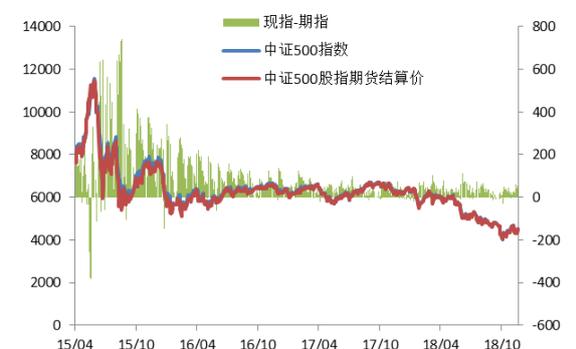
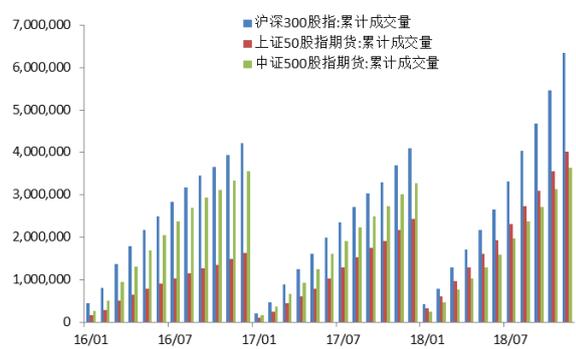
资料来源：Wind，东海期货

从资本市场资金面来看，2018年股市受到IPO与定增融资、大小非净减持以及股东股票质押风险导致的被动减持等因素影响，使得资金面处于相对偏紧格局。而从2019年来看，险资和社保入市或是较为明确的资金增量，回购、沪深港通将继续带来增量资金，纾困资金也将对市场资金面有所支撑，虽然面临着科创板以及市场融资压力，但预计整体资金面情况将有望较2018年有明显改善，资金面将呈现净流入态势，有望对市场资金面带来正面影响。

3. 三大股指基差走势

2015年开始实施股指期货限仓制度以来，市场流动性严重缺失，持仓以套保盘居多，而套保盘是天然的空头，因此期指长期处于贴水状态，且波动较小。随着股指期货的逐步松绑及市场情绪的稳定，三大期指主力合约的贴水状态逐步修复。

三季度末，IF 主力合约小幅贴水沪深300指数4点左右，二季度末这一数值为贴水12.5点；IH 主力合约小幅升水上证50指数4点左右，二季度末这一数值为贴水3.48点；IC 主力合约贴水中证500指数51点左右，二季度末这一数值为贴水23点。整体而言，相较于二季度末，三、四季度三大期指主力合约的贴水状态均出现修复趋势，但对股指期货的限制并未回归常态，基差波动幅度较小，期现套利机会甚少。

图 16: IF 期现价差

图 17: IH 期现价差

图 18: IC 期现价差

图 19: 三大股指期货成交量


资料来源: Wind, 东海期货

2015年对股指期货实施限制后, 2017年先后对股指期货的交易进行了两次调整, 2018年1-10月, IF、IC、IH 指数期货累计成交量分别达634.6万手、363.2万手、402万手, 同比分别增长72%、21%、84%。2018年以来股指期货迎来第三次松绑, 放开幅度远超前两次, 股指期货全面松绑或可期, 有利于股指期货成交量的抬升, 并关注基差修复可能带来的套利机会。

表 1: 股指期货的限仓

时间	保证金	平今仓手续费	单日开仓限额
2015 年限制前	IF/IH/IC: 10%	万分之 0.23	600 手
2015 年 9 月 2 日	IF/IH/IC: 40%	万分之 23	10 手
2017 年 2 月 17 日	IF/IH20%; IC30%	万分之 9.2	20 手
2017 年 9 月 15 日	IF/IH15%; IC30%	万分之 6.9	20 手
2018 年 12 月 3 日	IF/IH10%; IC15%	万分之 4.6	50 手

数据来源: WIND、东海期货研究所

四、2019 年股指期货走势展望

我们认为, 2019 年笼罩在经济下行的黑夜中, 三大股指仍将处于筑底阶段, 或难有趋势性上涨机会, 但整体估值水平较低下跌幅度也有限。目前金融监管力度微调, 政策助力股指企稳, 静待改革之风吹散黎明前的黑暗。

1. 受国内经济的拖累, 上市公司盈利增速的下行将是 2019 年市场的重要关注点。在全球经济趋于同步放缓, 内外需下行的背景下, 上市公司的盈利增速在短期内将延续下行;
2. 目前市场整体及很多行业估值已经很低; 且相较于 2018 年, 2019 年市场无风险收益率将下

行，将有利于市场估值的提升；

3. 中美贸易争端、去杠杆等因素在 2019 年对风险溢价的冲击或将边际减弱，但需警惕美国权益市场的大幅下跌，可能带来全球资本市场的波动，或将大幅提升股指期货的风险溢价水平；

综合来看，2019 年三大股指期货震荡偏弱的格局难改，但由于前期资金抱团蓝筹股，沪深 300 股指期货和上证 50 股指期货走势好于中证 500 股指期货，部分获利盘存在调仓需求；且后续经济增长点在于创新经济，中小创的业绩增速或将逐步体现出来，2019 年或可关注中证 500 股指期货的表现。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn