

见微知著，守正待时

——股指期货 2020 年年度策略报告

东海期货 2020 年年度策略报告 | 股指篇

研究所 宏观策略组

投资要点

贾利军

从业资格证号: F0256916
投资分析证号: Z0000671
联系电话: 021-68757181
邮箱: jialj@qh168.com.cn

陈炳宜 联系人

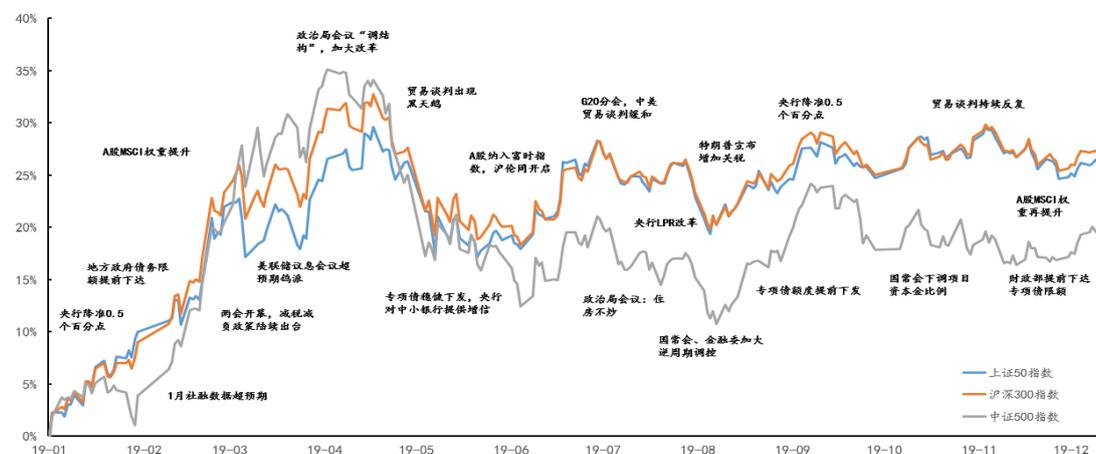
联系电话: 021-68757089

- **地产:** 相比较前几轮调控, 19 年最大的特点就是没搞一刀切, 监管方向锁定在地产开发商融资端, 居民端购房并没有收到影响, 相反还出现了一定的利好。在“三稳”以及“住房不炒”的前提下, 地产行业明年不会出现过度的涨和过度的跌。虽然 19 年对地产融资进行了全面有效的监管, 但我们也看到许多三四线城市开始陆续降低购房门槛甚至取消此前的限购政策, 因此在政策观察指标没有出现大幅偏离的情况下, 地产投资明年中性下行的趋势仍然会持续。
- **制造业:** 价格波动是企业库存变化的结, 在没有外界情况干扰的情况下, 库存水平的驱动因素主要是来自于融资水平, 也就是 M1 的变化。近期公布的 M1 数据虽然有小幅上涨, 但仍处于低位波动阶段远没有开启新一轮周期, 企业库存方面显示当前依然处于去库末端, 离主动补库还有一段时间, 因此不应过度期待一季度制造业投资的表现。
- **基建:** 19 年基建投资总体保持低位增长, 主要受“结构性去杠杆”以及财政“硬”约束影响, 地方政府融资受限明显, 投资动力不足。2020 年, 专项债可作为项目资本金的影响将会逐步显现, 另外四季度专项债申报项目已经开始推进, 相比较去年节奏明显加快, 如果新增额度在 Q1 全面落地, 专项债同比增速将达到 50%。
- **政策:** 今年两次政治局和中央经济工作会议内容来看, 逆周期调控的总思路依然是贯穿明年的工作重心, 积极的财政政策和稳健的货币政策将继续实施。财政总思路可以理解为在总量和结构之间寻找一个新平衡, 而地方政府债务“控总量、调结构”则是新平衡重要的落脚点; 货币政策的核心仍是“稳”, 一方面疏通货币政策传导机制, 另一方面要增加制造业中长期融资并解决融资难融资贵的问题。
- **操作建议:** 一季度基建投资将率先出现反弹, 地产投资是否会增速还需要看后续监管力度, 制造业投资改善还需要等待 M1 的修复, 短期可谨慎采取多头策略或做多 500 和 50 之间波动性, 另外要警惕海外黑天鹅事件冲击, 做好相应风险对冲准备。
- **风险因素:** 贸易谈判超预期、国内经济增长超预期

年度行情回顾:

回顾 2019 年,经济走弱趋势仍未明显改善,内需、通胀、贸易谈判相互交织构成了全年资产价格波动,在此背景下,财政政策持续发力,全年减税降费规模超万亿;货币政策坚持“不搞大水漫灌”,并通过改革的方式疏通利率传导机制,激发市场活力,全年逆周期调控节奏加强,A股市场波动加剧风格切换明显。年初受到资金情绪带动以及社融、信贷数据大幅改善,市场预期明显转向,上证综指有低位 2440 点一路飙升至 3200 点,但进入二季度,整体经济数据并未达到预期叠加贸易谈判出现一定的恶化,大盘迅速下跌;接下来的 3 个月时间,在市场情绪得到宣泄的基础上,大盘走势趋于平缓整体处在区间波动过程;3 季度在谈判再次出现超预期的情况,股市迎来一波修复,随后央行开始 LPR 改革,并在货币报告中明确表明要引导利率下行,市场情绪得到全面提振,迅速上涨到年内次高点;年末降至,受到业绩考核等因素大盘走势总体震荡。

图 1、三大指数 19 年累计回报

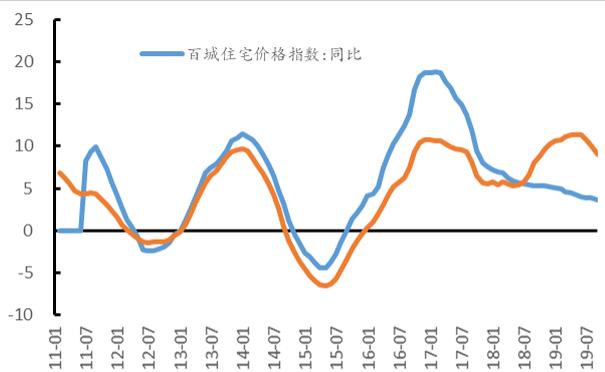


资料来源:Wind、东海期货研究所

地产: 投资中性回落

过去 10 年中国地产行业总体经历了三轮小周期,分别是 09-12, 13-15, 16-至今,前两轮走势较为平稳,周期长度约为 3 年左右,行业数据指标之间的相关性也都较为稳定。但从 16 年之后,地产行业的数据开始出现较为明显的偏离,比如土地购置和建安费用之间的偏离,开工与竣工偏离等等,这些偏离的影响相互交织共同刻画了 16 年到现在地产行业各种奇怪的走势。回溯历史不难发现,这些偏离背后的时间点往往都伴随着监管政策的调整。理解背后偏离可以帮助我们更好的修正数据中的误差以为投资做判断。16 年上半年,国内商品房价格经历了一轮明显上涨,70 城口径累计涨幅 5%,百城口径累计涨幅超 10%,与此同时销量也一路高歌猛进,前 5 个月累计销售面积超过 30%。在此背景下,国内许多地方监管部门迅速出击,在国庆假期内密集出台了一系列限制措施。相比较以往两轮“限购”调控,本次最大的特点在于“限价”,即限制新建商品房价格,虽然只有一字之差,但其背后的影响却千差万别。在 16 年 7 月,土地购置经历了长达 20 个月之久的回落,开发商土地补库存行为近在咫尺,可随着“限价”政策的出台,开发商前期购买的土地被套,如果按照现价政策执行,那利润将会被大打折扣甚至出现亏损。除此之外在前几轮地产调控中,即使开发商在高位拍得土地,但只要“抗”过一轮周期都是可以成功解套并获利的,因此在利润和经验的驱动下,地产开发商选择停工并将当前销售回款继续进行土地购置,由此带来的结果是施工面积长期低位增长,竣工面积大幅回落,投资总额相对保持稳定,但大幅将建安费用腾挪到土地购置上,导致土地购置面积大幅上升,从而造就地方“地王”频发的现象。

图 2、百城和 70 城价格指数同比增速



资料来源: Wind、东海期货研究所

图 3、地产投资分项同比增速

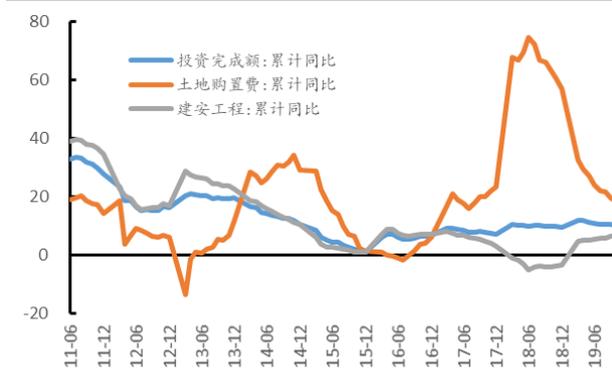
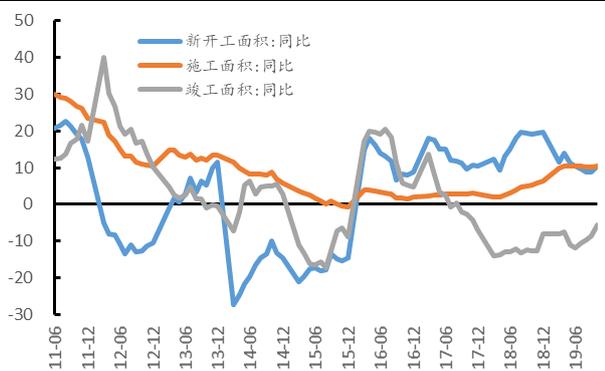


图 4、新开工、施工、竣工同比增速



资料来源: Wind、东海期货研究所

图 5、新开工与竣工同比增速之差



16-17 年之间, 另一个因素的影响正在悄然发生作用, 那就是棚改货币安置。棚改最开始是 05 年在辽宁试点, 08 年全国推广, 在 15 年之前棚改都是实物安置, 货币安置比例较低, 不到 30%, 但进入 16、17 年, 货币安置比例明显提高, 分别达到 49% 和 60%。从过去两轮地产周期来看, 每次调控后, 价格指数和销量会在短期内大幅下滑, 比如 09-11 年销量增速从高点回落到 0 附近用了 2 年; 12-14 年用了 1.5 年, 但本次地产周期却用了 4 年, 偏离现象明显。背后的原因主要来自货币安置比例大幅提高, 大量资金进入地产市场, 导致地产销售并没有出现以往迅速回落, 价格水平也在前后 12 个月内维持这个水平增速 (70 城平均增速超过 5%, 百城接近 7%), 这还是在调控限价背景下产生的。随着 18、19 年棚改货币安置比例不断降低, 对地产行业数据的扰动也将逐步, 前期透支居民消费购买的影响将持续发酵, 预计 2020 年地产销售总量将会出现进一步的下滑。

图 6、货币安置比例

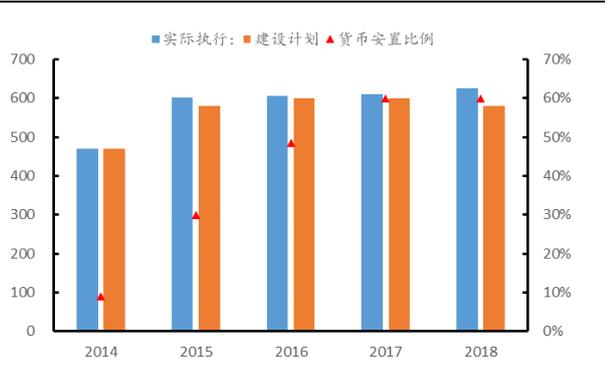
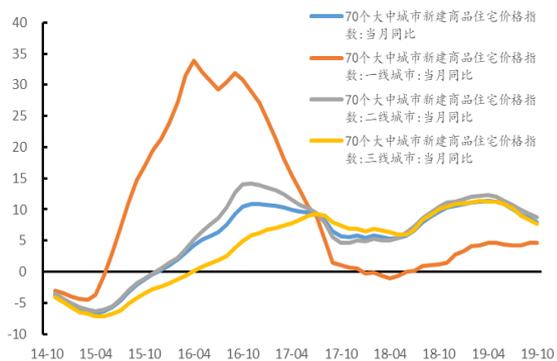


图 7、商品房销售增速



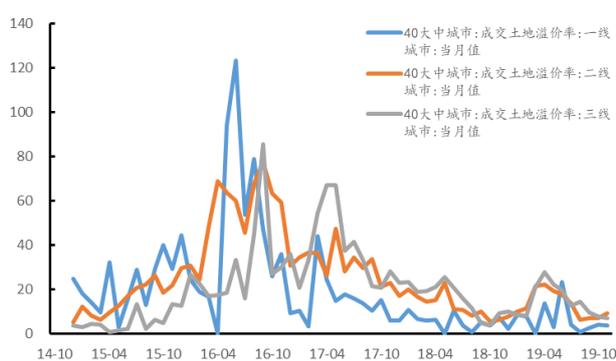
资料来源：Wind、东海期货研究所

图 8、不同城市价格指数同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

图 9、不同城市土地溢价率



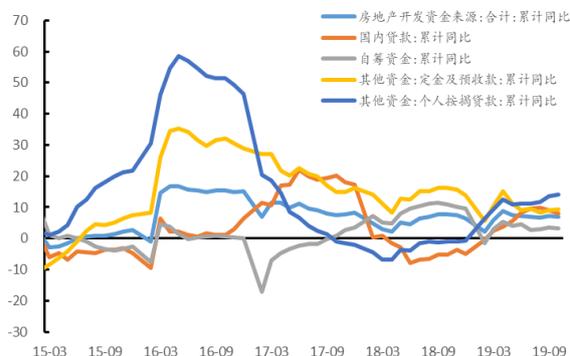
18 年 9 月，地产政策出现了调整，住建委在 3 季度首次提出“稳地价、稳房价、稳预期”。从“限”到“稳”一方面体现了政策调整思路出现了根本转变，另一方面也预示受限价政策扭曲的价格将得到逐步修正。18 年四季度开始，地产开发商停止了此前“疯狂”囤地行为，并加快将土地转化成商品房，数据上的体现就是竣工、施工面积持续回暖，前期被抑制的房价也在出清的过程中得到了有效释放，具体体现为 70 城价格指数从 18 年四季度开始出现了一轮幅度不小的上涨行情。与此同时，出清的背后在潜在支撑销量的下滑，导致整体销量依然维持正增长，没有看到断崖式回落。迈入 19 年一季度，监管层开始对地产融资端进行了全面收紧，从银行贷款到信托，从增量到总量，从国内融资到国外融资，在融资渠道全面受到监管的情况下，开发商采取的策略就是加速推盘，在牺牲一定价格的基础上提高销售量，加快资金回流，由此带来的结果就是新开工增速中枢开始出现下行，竣工和施工面积同比增速不断创新高，与此同时土地购置与建安费用继续出现分化，地产投资增速出现明显的下行趋势相比较前几轮调控，19 年最大的特点就是没搞一刀切，监管方向锁定在地产开发商融资端，居民端购房并没有收到影响，相反还出现了一定的利好。在“三稳”以及“住房不炒”的前提下，地产行业明年不会出现过度的涨和过度的跌。虽然 19 年对地产融资进行了全面有效的监管，但我们也看到许多三四线城市开始陆续降低购房门槛甚至取消此前的限购政策，因此在政策观察指标没有出现大幅偏离的情况下，地产投资明年中性下行的趋势仍然会持续。

图 10、新开工-竣工同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

图 11、地产融资分项同比增速



制造业：投资修复还在前方

统计局口径下，制造业投资共有 33 个子行业，剔除个别较小的行业共 27 个，在这些子行业中又可以细分为上游、中游和下游，比如上游行业（金属冶炼和加工）、代表中游行业的装备制造以及代表下游行业的医疗家具等。在整个产业链中的位置不同，不同的行业政策影响以及弹性特征也都不太一样（供给侧对上游影响显著，中、下游几乎没有影响），为了更好的反映整个制造业波动情况，以装备制造为分析对象。一般库存周期可以分为四个阶段，分别是主动去库存、被动去库存、主动补库存和被动补库存，可以根据增加值（产量的概念）和库存来具体区分，比如去库阶段伴随的是库存同比增速降低，在降低的过程中又有分为主动、被动之分，如果在此阶段产量有所下降代表企业主动去库，反之则是被动去库存。从过去十年制造业数据可以发现以下几个现象：一、制造业产成品库存和 PPI 同步波动；二、企业增加值与库存交织并行；三、投资上升往往发生在主动补库阶段；四、M1 同比增速领先库存和价格周期。

图 12、M1 主要构成

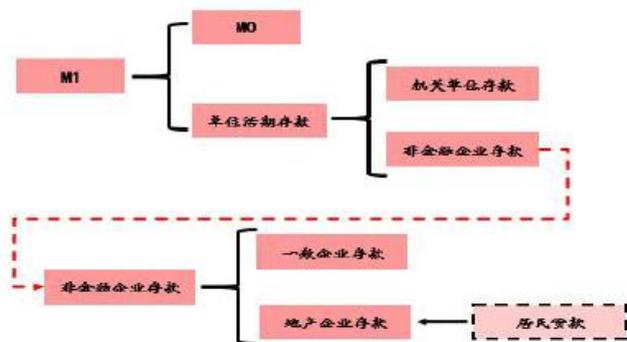
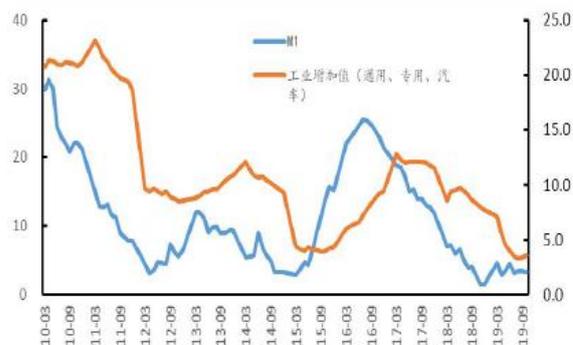


图 13、M1 和投资同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

图 14、库存和 M1 同比增速



图 15、M1 和投资同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

从上述归纳出来的规律大致可以得到这样一个逻辑，价格波动是企业库存变化的结，在没有外界情况干扰的情况下，库存水平的驱动因素主要是来自于融资水平，也就是 M1 的变化（M1 反映企业存款的波动，可以印证企业资金环境的改善）。为什么要在这里强调是在没有外界干扰的情况呢？一个明显的例子就是 16 年四季度，此时 M1 正处于历史高位，表明企业资金环境已经全面改善，预示着接下来将过渡到企业补库过程，但是在 17 年受到金融体系强监管的影响（资管新规、银行“三三四十”等），银行体系对企业部门融资全面收紧，库存并没有预期的那样在二、三季度继续增长，而是保持水平增

长，从而最终导致主动补库过程并不明显。回到制造业投资，其领先指标可以参考 M1 代表企业融资情况的改善，然后再根据增加值和库存的变化来判断主动补库存是否出现。站在 19 年年末，11 月公布的 M1 数据虽然有小幅上涨，但仍处于低位波动阶段远没有开启新一轮周期，企业库存方面显示当前依然处于去库末端，但产量方面已经率先出现改善，制造业投资有望在上半年出现改善。

图 16、几轮制造业投资上升特征

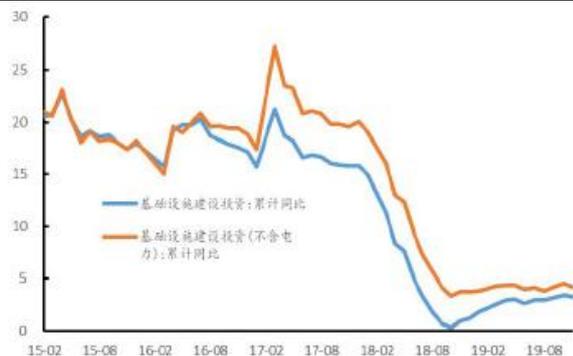
持续时间	月数	增加值	PPI	库存	主动补库	状态
2010.7-2012.4	18	上升	上升	上升	主动补库	量价齐升 价库齐升
2013.7-2013.10	4	上升	上升	上升	主动补库	量价齐升 价库齐升
2015.5-2016.3	9	下降	下降	下降	主动去库	量价齐跌 价库齐跌
2016.11-2018.11	20	上升	上升	上升	主动补库	量价齐升 价库齐升

资料来源：Wind、东海期货研究所

基建：一季度有望发力

19 年基建投资总体保持低位增长，虽然专项债发行方面较往年相比出现了较为明显的“前倾”，但整体基建投资表现并没有市场预期的那样显著上涨，分项来看除了环保相关投有较快增长外，其余投资如铁路公路均在 0 附近徘徊，部分月份甚至出现负增长。我们认为主要有以下三方面的原因：一、金融监管影响整个金融体系加杠杆收到限制；二、“开正门、堵偏门”财政硬约束下地方政府整体负债水平收到约束；三、逆周期调控以及降低中小企业融资难的政策驱动下，银行在配置信贷资源的时候会有一定的倾斜。基建投资很大部分是来自于融资，从资金来源来看，自筹资金占比接近 60%，其中很大一部分是来自专项债和其他产业债方面的融资，剔除自筹资金据大部分都是来自银行贷款和补充抵押贷款。因此在融资需求，融资渠道、融资条件等方面收到限制的背景下，地方政府主动增加投资动力并不是很足，总而最终导致基建全年增速始终维持在 5% 以下。

图 17、基建投资同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

图 18、基建投资分项同比增速



图 19、地方政府债务环比变化

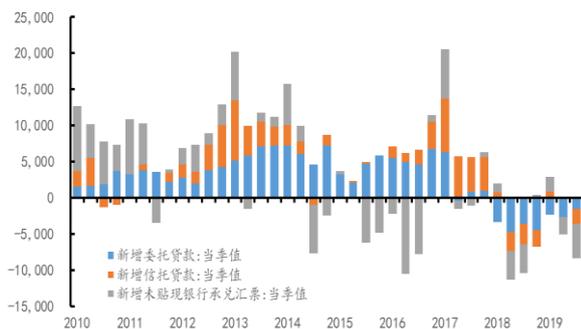
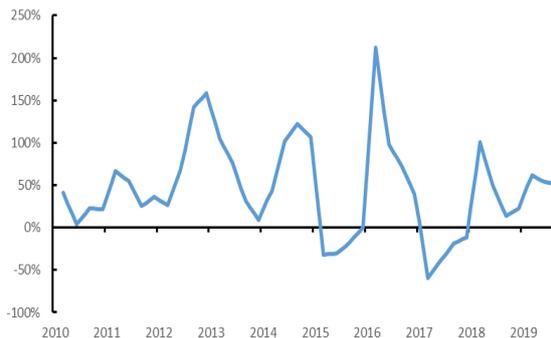


图 20、城投债券融资同比增速



资料来源：Wind、东海期货研究所

2020 年一季度基建投资有望出现较为明显的上升，主要有以下几方面支撑：一、明年是十三五规划收官之年，按照十八大提出的经济目标到 2020 年中国经济总量较 2010 年要翻一番，结合本次经济普查结果（18 年 GDP 上调 0.1 个百分点），明年经济增速应该保底要达到 6% 才能实现，因此作为逆周期调控重要抓手，基建投资仍有进一步上升空间。二、19 年 6 月和 9 月分别发布了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》和《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》允许符合规定的专项债可以作为资金本金，从而吸收全社会资本提高财政资金使用效率；从今年前三季度专项债发行来看，符合条件的项目（专项债可做项目资本金）占比不断增大从 6.5% 上升到 14.8%，考虑到杠杆融资存在一定的滞后性，预计将陆续在明年逐步显现。三、根据第十三届全国人大常委会第七次会议审议决定授权，经国务院同意，近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，虽然新增额度占比较前年出现了一定的下滑，但在项目进度和节奏的把控上较去年相比有所加快，四季度发改委已下发关于组织申报地方政府专项债项目通知，这使得地方政府有充裕的时间进行项目申报，如果新增额度在 Q1 全面落地，专项债同比增速将达到 50%。

政策：寻找新的平衡

从今年两次政治局和中央经济工作会议内容来看，逆周期调控的总思路依然是贯穿明年的工作重心，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。但需要注意的是，两种逆周期调控政策表述却并不一致，对于财政政策要继续大力提质增效，要求更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出；对于货币政策而言则是要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。财政的总思路可以理解为在总量和结构之间寻找一个新平衡，而地方政府债务就是新平衡重要的落脚点，总量层面将进一步提高地方政府一般性债务和专项债的额度，满足地方合理融资需求，另一方面对以城投为主的其他融资渠道进行全面监控，防止隐形债务进一步上升；结构层面重点控制当前负债率过高的部分地方债务水平（一些东部沿海城市隐性负债率已超过 300%），对于债务比率相对较低的城市可以进行一定的放宽。货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。

两次中央经济工作会议内容比较

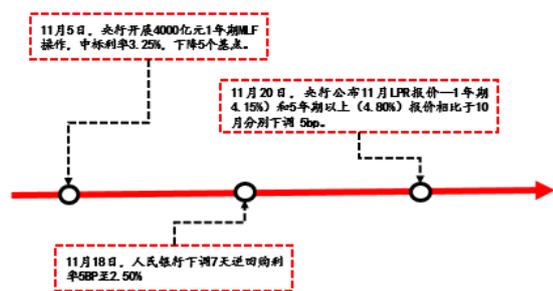
	2018	2019
形势判断	会议强调，在充分肯定成绩的同时，要看到经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。这些问题是前进中的问题，既有短期的也有长期的，既有周期性的也有结构性的。要增强忧患意识，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决。	会议强调，在充分肯定成绩的同时，必须清醒认识到，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。

<p>主要思路</p>	<p>会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。结构性政策要强化体制机制建设，坚持向改革要动力，深化国资国企改革，财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长。社会政策要强化兜底保障功能，实施就业优先政策，确保群众基本生活底线，寓管理于服务之中。</p>	<p>会议指出，实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。</p>
-------------	--	--

资料来源：Wind、东海期货研究所

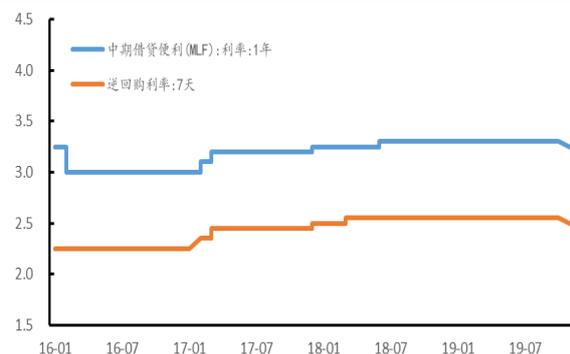
回顾过去一年货币政策，18年二季度政策转向以来，整体货币政策始终维持中性偏宽松的态势，银行流动性合理充裕，相继下调存款准备金利率释放长期资金。一季度社会融资和信贷数据创历史新高，居民、企业融资明显改善，4月末中央政治局会议中在此强调“结构性”和去杠杆，在此货币政策进入观察窗口期，略有边际收紧现象；步入五月，伴随着贸易谈判出现一定的恶化以及包商银行接管，导致货币政策又回归宽松，资金利率有所下调。在接下来的几个月时间，贸易谈判黑天鹅不断出现，市场整体进入避险情绪，在岸和离岸人民币价格纷纷跳水，贬值幅度一度超过7.15附近，于此同时央行也加快离岸人民币央票发行并设置为常态机制来保证人民币双向波动。8月末，央行宣布对LPR进行改革，改革后的LPR将锚定MLF利率并在次基础上进行加点，报价银行和报价机制也都较以前做了大幅改进，央行此举目的就是疏通利率传导机制有效降低企业融资成本。9、10两月，虽然银行间市场总体保持稳定，但企业融资利率却在货币政策宽松的背景下出现了小幅抬升，与目标出现背离，央行在11月初宣布降低MLF和7天逆回购利率0.5个百分点。

图 21、央行“降息”



资料来源：Wind、东海期货研究所

图 22、MLF 和 7 天逆回购利率



前三季度货币政策执行报告内容比较

1Q19	2Q19	3Q19
<p>一是通过降低存款准备金率、灵活开展公开市场操作等，保持流动性合理充裕，货币市场利率平稳运行，货币信贷和社会融资规模合理增长。</p>	<p>一是保持定力，有效应对国内外不确定因素影响。稳健的货币政策保持松紧适度，抓住银行是货币创造主体及货币政策传导中枢的关键，缓解银行信贷供给面临的流动性、利率和资本约束。灵活运用存款准备金率、中</p>	<p>一是畅通渠道，深化金融供给侧结构性改革，提高货币政策传导效率。8月17日中国人民银行宣布完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通市场化利率传导渠道，推动银行改进经营行为，打破贷款利率隐性下限，</p>

	期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具保持流动性合理充裕。 <u>引导市场利率整体下行，疏通货币市场利率向信贷利率的传导，缓解利率约束。</u> 以永续债为突破口补充商业银行一级资本，创设并开展央行票据互换操作予以支持。	<u>促进降低企业融资成本。</u> 以永续债为突破口补充银行一级资本，开展央行票据互换操作对永续债发行予以支持。
二是在保持总量适度的同时，运用和创新结构性货币政策工具，加强宏观审慎管理，促进信贷结构优化。调整普惠金融小微企业贷款考核口径，扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面；创设并按季开展定向中期借贷便利操作（TMLF）： <u>发挥好宏观审慎评估（MPA）的逆周期调节和结构引导作用，进一步加大MPA在引导信贷支持民营企业和小微企业等方面的作用；</u> 创设央行票据互换工具（CBS）并开展首次操作，为银行发行无固定期限资本债即永续债补充资本提供流动性支持。	二是精准发力，着力加大对实体经济的支持力度。 <u>发挥好再贷款、再贴现、定向降准和定向中期借贷便利操作等工具引导信贷结构优化的作用；</u> 推进金融供给侧结构性改革，构建“三档两优”存款准备金政策框架，引导中小银行回归基层、服务实体；调整普惠金融小微企业贷款考核口径，扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面； <u>扩大民营企业债券融资支持工具试点；在宏观审慎评估中增设制造业中长期贷款和信用贷款等指标，调整小微和民营企业贷款指标，引导金融机构加大对实体经济的信贷支持力度。</u>	二是调节闸门，保持流动性合理充裕，引导货币供应量和社会融资规模合理增长。9月6日宣布全面降准0.5个百分点，释放资金约8000亿元。灵活运用中期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具 <u>保持流动性松紧适度，保持货币市场利率平稳运行。</u>
三是继续深化利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制改革。 <u>稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，更好服务实体经济。</u> 人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，参考一篮子货币汇率变化，在合理均衡水平上保持了基本稳定。继续在香港发行中央银行票据，完善香港人民币收益率曲线。	三是继续深化利率市场化改革，完善人民币汇率市场化形成机制。推进贷款利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，参考一篮子货币汇率变化，保持了在合理均衡水平上的基本稳定。 <u>建立在香港发行中央银行票据的常态机制，完善香港人民币债券收益率曲线。</u>	三是精准滴灌，加大结构调整引导力度，支持民营、小微企业发展。继续发挥好再贷款、再贴现等工具引导信贷结构优化的作用。9月6日宣布对仅在省级行政区域内经营的城商行额外降准1个百分点，释放资金约1000亿元，发挥好宏观审慎评估（MPA）的作用，将定向降准城商行使用降准资金发放民营、小微企业贷款情况纳入MPA考核，引导中小银行回归基层、服务实体。
	四是坚守底线，防范化解重大金融风险。全面依法依规、稳妥有序地接管包商银行，最大限度保障了最大储户合法权益，有针对性地完善了再贴现、常备借贷便利、存款准备金和流动性再贷款四道防线，创新工具恢复同业信心，防范化解中小银行流动性风险，防范道德风险，有效维护市场稳定，切实防范风险外溢。	四是精准拆弹，稳妥有序推进包商银行风险处置，防范化解金融风险。包商银行接管托管工作进展顺利，制止了金融违法违规行为，遏制住风险扩散，既最大限度保护了客户合法权益，又依法依规打破了刚性兑付，促进了金融市场的合理信用分层。中国人民银行建立了防范中小银行流动性风险的“四道防线”，通过货币政策操作及时稳定了市场信心，对保持货币、票据、债券等金融市场平稳运行发挥了重要作用。
		五是 <u>以我为主，把握好内部均衡和外部均衡之间的平衡，有效应对外部冲击。</u> 8月5日，人民币汇率在市场力量推动下破“7”，发挥了自动稳定器作用。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。继续在香港常态发行中央银行票据，进一步丰富香港市场短期高等级人民币金融产品，离岸人民币货币市场发展，推动人民币国际化。

资料来源：Wind、东海期货研究所

央行在11月份竟然选择主动降低利率，我们认为这背后主要有以下几方面原因：一、下半年通胀指数大幅攀升虽然带动收益率一轮上涨，但从通胀结构来看仍然是部分肉类商品扰动的结果，需求端通胀指数并没有出现明显盖上也仍然处于下行空间；二、7月以来整体经济出现较为明显回落，三季度增速仅6%，三大投资均未出现明显改善，城镇失业率有所上升，在众多政策目标的权衡下降低利率的性价比比较高；三、部分肉类商品价格预计将在12月出现高点，未来对通胀的影响将会持续收缩，后续更多关心的是通缩而不是通胀。因此从上述央行一系列举措来看，不难发现当前货币政策仍然保持充足的战略定力，尤其在下行压力有所加大的背景并没有简单的通过“放水”来稳定经济增长。当前应对的核心还是根据当前经济边际变化给予动态调整，如果当前经济出现继续下行则加大货币逆周期调控，如果经济仍然维持在稳定区间内波动则继续维持中性策略，因此从投资角度来看，不应期待大规模宽松政策出台。

资金：增量资金入场

2019年三季度市场基金份额及资产净值环比双双回升，从变化趋势看，2016年四季度至2018年上半年基金市场规模总体增长较为稳健，而去年三季度以来基金市场规模增长态势则有所放缓。根据Wind数据统计，截至2019年三季度市场共有基金5806只，基金份额共计129792亿份，资产净值总额136401亿元，环比分别增加247只、2049亿份、3537亿元。2019年三季度偏股型基金股票仓位环比小幅回升，由二季度的72.2%升至73.7%。其中股票型开放式基金仓位为87.7%，环比微幅下降0.5%，混合型开放式基金股票仓位为71.7%，环比上升2.0%。从变化趋势来看，自2018年全年受权益市场表现低迷影响，偏股型基金股票仓位显著下滑，但今年以来随着市场整体改善，偏股型基金股票仓位出现较大幅度的上升。从结构上看，股票型开放式基金和混合型开放式基金股票仓位当前均回升至历史高位。三大板块持股市值绝对值均有所提高，但主板持股市值占总持股市值比重有所下降，而中小创板块持股市值占比有所上升。具体来看，2019年Q3主板、中小板、创业板持股市值分别为5531亿元、1689亿元、1096亿元；环比分别增加503亿元、340亿元、140亿元，涨幅分别为10%、25%、15%。从结构上看，三季度基金主板持仓市值占比66.5%，环比下降2.1%，中小板持仓市值占比为20.3%，环比上升1.9%，创业板持仓市值占比13.2%，环比微幅上升0.1%。

图 23、公募基金股票持仓变化

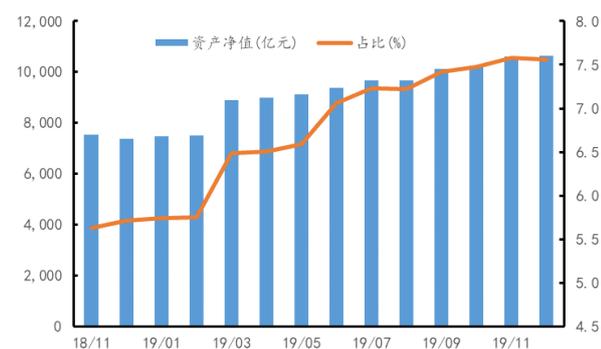


图 24、陆股通当日、累计买入



资料来源：Wind、东海期货研究所

11月A股再迎MSCI扩容，将带来有史以来最大规模增量。依照此前计划，MSCI第三步扩容，也是年内最后一轮扩容计划，将在2019年11月底之前生效。11月的MSCI扩容计划执行后，MSCI全球指数和MSCI新兴市场指数纳入A股权重将分别提升0.22%和1.44%，根据此前假设，此次扩容将带动跟踪资金合计约315亿美元，约合2200亿人民币，其中约20%跟踪资金为被动型资金，80%为主动型资金。由此带来的增量资金在扩容实际生效前陆续入场。MSCI有望实现A股板块全覆盖，核心资产与景气成长将同步受益。除2019年“三步”扩容的计划外，10月10日，明晟宣布在11月份评估会议中将考虑把符合条件的上海科创板股票纳入MSCI全球可投资市场指数(GIMI)，也就意味着此次扩容也将有望实现MSCI指数体系对A股主板、中小板、创业板和科创板的全覆盖，因此从边际影响角度来看，预计本轮中、小盘股将更为受益。

展望与操作建议

展望2020年，投资将是影响经济短期波动的主逻辑，**地产方面**，在“住房不炒”以及融资收紧的背景下，低库存驱动价格将淡出舞台，虽然19年对地产融资进行了全面有效的监管，但我们也看到许多三四线城市开始陆续降低购房门槛甚至取消此前的限购政策，因此在政策观察指标没有出现大幅偏离

的情况下，地产投资明年中性下行的趋势仍然会持续。**制造业方面**，近期公布的 M1 数据虽然有小幅上涨，但仍处于低位波动阶段远没有开启新一轮周期，企业库存方面显示当前依然处于去库末端，离主动补库还有一段时间，因此不应过度期待一季度制造业投资的表现。**基建方面**，专项债可作为项目资本金的影响将会逐步显现，四季度发改委已经已下发关于组织申报地方政府专项债项目通知，相比较去年节奏明显加快，如果新增额度在 Q1 全面落地，专项债同比增速将达到 50%。**政策方面**，今年两次政治局和中央经济工作会议内容来看，逆周期调控的总思路依然是贯穿明年的工作重心，积极的财政政策和稳健的货币政策将继续实施。财政的总思路可以理解为在总量和结构之间寻找一个新平衡，而地方政府债务“控总量、调结构”则是新平衡重要的落脚点，货币政策的核​​心仍是“稳”，一方面疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，另一方面要解决民营企业和中小微企业融资难融资贵的问题。一季度基建投资将率先出现反弹，地产投资是否会增速还需要看后续监管力度，制造业补库近在眼前，投资改善还需要等待 M1 修复。短期可谨慎采取多头策略或做多 500 和 50 之间波动性，另外要警惕海外黑天鹅事件，做好相应风险对冲准备。

免责声明：

本报告立足于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