

三大角度告诉你期指接下来怎么走

广州期货研究所 郭子然 F3041437

2018年7月17日

上半年A股走势分析



2018年A股高开低走，年初在美股创历史新高及上市公司2017年总体利润增速回升影响下一度走出十一连阳走势，冲高至3587点刷新两年新高，随后受美股暴跌引发共振影响，A股出现一轮深度回调，不仅抹去了年初涨幅甚至下探至3100点关口。随后国内春节期间外围股市普遍反弹，A股迎来短暂的修复行情，但在“去杠杆”大环境下，市场的流动性明显下降，短暂回升后A股横盘了将近一个月，然后跨入了影响至今的“至暗时刻”——中美贸易战，从3月22日特朗普签署总统备忘录拟对从中国进口的500亿美元商品加征关税开始，每一次中美贸易之间的博弈就让A股下一个台阶，加上国内信用明显收缩，上市公司出现债务违约潮，大盘走势从6月开始连续创下两年半新低，不断逼近“股灾”以来的低点，成为今年全球表现最差的股市。总体看，2018年上半年是“外忧内患”的半年，外围的中东、新兴国家的局势动荡以及涉及中美“国运”之间的贸易较量，内部“去杠杆”带来的不良反应，令市场情绪较为悲观。

三大角度看期指走势

(一) 宏观经济：内外风险犹存，货币政策向宽松微调，政策底逐渐显现

外部因素：中美贸易战仍是外围影响A股走势的主要因素

继7月6日特朗普政府对340亿美元商品加征关税后，7月10日特朗普政府再次发布了一份针对中国2000亿美元商品加增关税的计划，目标产品清单涉及服装、电视零件和冰箱，加征的关税约为10%，扩大了卷入两国贸易争端的商品的类型，这份计划将于8月20日至8月23日举行听证会，并可能在8月30日公众咨询结束后生效。当天北京时间下午商务部就美方公布拟对我2000亿美元输美产品加征关税清单发表谈话，表示将不得不作出必要反制，双方在贸易问题上再次出现剑拔弩张的紧张态势。据我们测算美方对中方每1000亿美

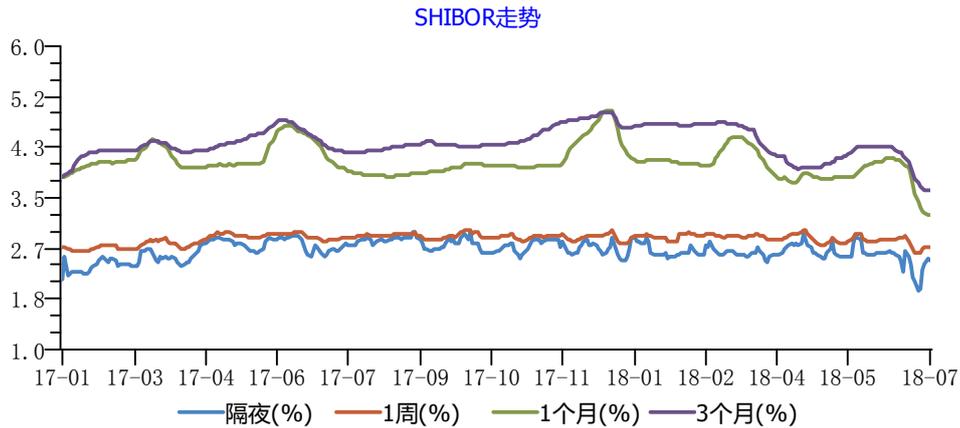
元的商品加征 10% 的关税将对我国 GDP 增速带来 0.1%-0.2% 的影响，假如对 5000 亿美元的中国商品全部加征关税将对我国 GDP 增速带来 1% 左右的影响，从目前加征关税的节奏看，即使中美贸易战全面开打，在今年内完成对全部从中国进口商品加征关税的可能性不大，因此对国内经济的影响不宜过度悲观。下半年关注三个重要时点对 A 股走势的影响，一是 7 月 20 日美方对从中国进口 160 亿美元加征关税落地情况，二是 8 月底的 2000 亿美元中国商品的听证会以及生效情况，三是中方对 2000 亿美元从美国进口商品加征关税清单的公布。自特朗普履行竞选中的贸易保护政策以来，民意调查支持率不断走高，在如今贫富差距不断拉大的美国，“民粹主义”盛行为特朗普赢得了大量的选票，临近美国中期选举关键的 8 月以及 11 月，贸易战仍是特朗普竞选筹码之一，贸易战出现缓和的信号更可能在 11 月以后。

内部因素：国内仍处债务到期高峰，但违约潮将有所减退，经济放缓压力增加

年初以来上市公司债务违约数量明显增多，原因在于 2018 年是 2017-2020 年债务到期高峰，其中 2018 年 Q1 达到峰值 5814 亿元，Q2-Q4 逐季回落，分别为 5348 亿、5107 亿、4986 亿，2019 年开始债务到期量大幅减少仅为 2018 年一半，加上在“去杠杆”大环境下，民企信用利差不断走扩，偿还债务压力较大，从违约企业性质看，民营企业占比 51.5%，地方国企 19.8%，中央国企 8.1%。债务违约数量的增加，除了目前处于债务到期高峰外，也与“紧信用”导致企业融资难、经营环境不佳脱不开关系。6 月社融与 M2 同比增速双双创下历史新低，表外转表内的压力不断增大，中小微企业融资目前正处于较困难时期，表外融资的收缩也反映在了二季度经济运行中，二季度 GDP 同比增速 6.7%，较一季度 6.8% 小幅放缓，同时也与基建投资同比增速大幅下行和工业增加值增速放缓有关。6 月建筑安装工程固定资产投资同比增速从 3.6% 放缓至 3%，基础建设投资则从 9.4% 大幅下行至 7.3%，但制造业固定资产投资同比增速从 5.2% 上升至 6.8%，其中高技术制造业投资保持 13.1% 的高增速，显示高端制造业领域投资动能较强。三季度贸易战对经济的影响将逐渐显现，未来经济下行压力增加，预计仍会继续出台相关政策减轻中小微企业融资压力，民营企业经营环境将改善，高技术行业可能继续加大资本投入，对冲传统制造业的下行压力，另外经济周期底部规律也更利于成长股走势，关注七月底中央政治局会议政策出现微调的可能。



货币政策向宽松微调，对成长股走势更有利



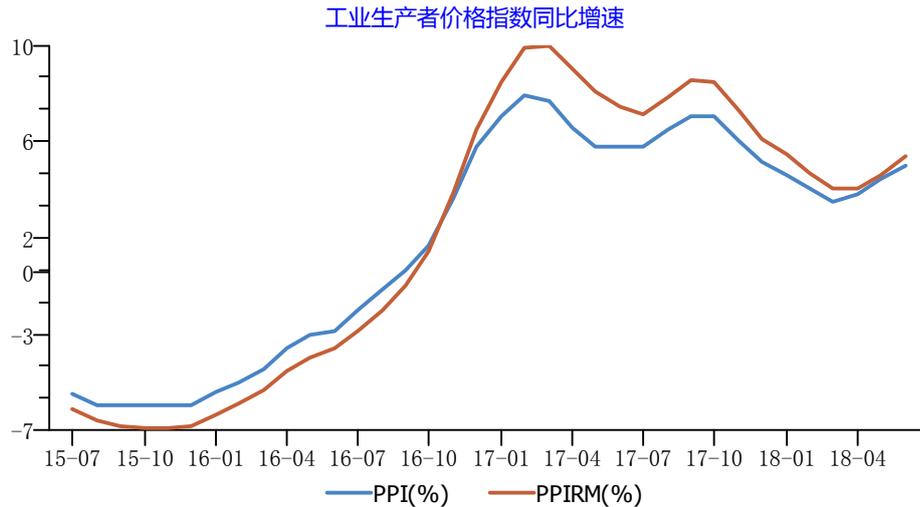
在内外不确定性因素并存下，央行的货币政策延续向宽松思路微调，年初以来已进行了三次定向降准操作，二季度甚至出现两次定向降准，这在历史上都是不多见的。在央行二季度货币政策执行报告中措辞从“合理稳定”转向“合理充裕”，经过7月5日第三次定向降准后，银行间资金明显宽松，SHIBOR 短端、长端利率下行至三年来的低位，从6月的金融数据看，社融增速跌破10%再度刷新新低，M2 增速不及预期，M1 与 M2 的剪刀差继续收窄，显示资金向实体经济传导路径不通畅，预计年内仍有1-2次的降准空间，甚至有对民营企业结构性降息的可能，利率下行利于成长股的相对走势。

政策底逐渐显现

除了货币政策从“合理稳定”转向“合理充裕”、“去杠杆”转向“稳杠杆”外，7月初的理财新规可能延后，以及在收紧棚改货币化安置引发市场担忧后，监管层立即现身表态只是结构性收紧，棚改目标不会改变，加上个税起征点上调等措施，从各个政策层面正在验证“政策底”的逻辑。另外，在高科技核心领域也看到产业扶持的力度在增加，6月底财政部发布公告将针对中国制造2025 退还增值税留抵税额，国外权威媒体透露我国目标在2020年芯片自产率达到40%，并通过减税、加大产业基金支持、加紧收购日本、台湾半导体企业、吸引全球专家等方式扶持国内半导体企业，在经济增长模式急需转型的今天后续继续出台关键产业扶持政策是大概率事件，预计三季度大盘以及成长股走势较二季度乐观。

(二) 成长股与权重股业绩增速差或扩大

根据过往经验，一季度财报对全年业绩表现指导意义较大，一季度创业板业绩增速改善明显，从17Q4的-16.4%的净利润同比增速大幅回升至18Q1的28.7%，主板则从17Q4的19.8%放缓至18Q1的13.7%，另外沪深300指数成分股净利润同比增速与PPI同比增速高相关，PPI同比增速18年Q1开始放缓，Q2由于低基数效应与原油价格创两年新高影响出现回升，从目前已披露的中报来看同样验证此逻辑，主板的业绩表现相对于中小创表现更好，但下半年PPI出现回落是大概率事件，一是由于低基数效应消失，2017年三季度PPI环比跳升1%，二是原油价格冲高后回落，布伦特原油价格上冲至80美元后回调至70-80美元平台横盘，下半年继续突破80美元的可能性小，成长股则在融资环境改善、产业政策扶持以及经济周期底部规律支撑下将出现改善。



(三) 大盘估值处于历史底部，成长股估值优势明显

经历二季度的连续回调，目前大盘估值已进入历史底部水平，目前甚至比2016年初的前低2638点更便宜，分指数看上证综指PE(TTM)为12.48，上证50为9.68，沪深300为11.5，中证500为21.44，中小板指为25.48，创业板为38.09，从估值百分位数看，上证综指17%，上证50为22%，沪深300为24%，中证500为2%，中小板指为13%，创业板为15%，成长股估值优势明显。



综合宏观经济、业绩以及估值角度，我们认为三季度A股走势将比二季度乐观，以中证500、中小创为代表的成长股相对于权重股走势更好，期指方面，或可在主力合约及季月合约上进行波段式的多IC空IH套利操作。

*风险提示：1) 新兴市场危机爆发 2) 宏观经济下行超预期 3) 债务违约数量超预期增加 4) 独角兽上市速度加快

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供

参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。