

基建+补库存，A股慢牛延续！

——2020年股指期货市场展望

2019年12月25日

要点提示：

- 1、制造业补库存
- 2、宽财政利好基础设施建设
- 3、中美磋商达成第一阶段协议，提高投资者风险偏好

华安期货

投资咨询部

金融期货研究组

鲍峰 分析师

从业/投资咨询证号

F3037342/Z0014770

曹晓军 高级分析师

从业/投资咨询证号

F3008012/Z0010934

电话：0551-62839161

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

市场展望与投资策略：

随着库存周期进入末期叠加宽财政政策主线和专项债的提前下发，2020年基建将逐步发力，进而带动制造业全面的补库存，微观企业将受益并且利润将提高。外部环境，随着中美贸易和谈第一阶段达成。整个权益市场的投资者情绪将得到修复。上述三点将是支撑2020年行情上涨的主要因素，但反观利率端，央行表述货币政策整体保持稳健是主基调。当前CPI仍处于高位，回落将在一季度之后。随着补库存的进行，投资端数据将整体回暖，微观企业盈利将得到改善，因此货币政策的空间并不是太大，根据经济运行实际情况将在“稳增长”和“调结构”之间切换。

对于2020年股指期货市场，整体维持乐观情绪，慢牛延续。一季度或将在基建复苏和制造业补库存的带领下，有一波凌厉的上涨。而市场是否能延续上涨，则需要关注货币政策在“稳增长”和“调结构”之间切换，进而做出的调整，后续可关注月度报告策略！

投资策略：

- 1、做多上证50、中证500、沪深300指数期货远月合约，目前可选择2006合约。到期日进行移仓。当对应指数标的突破前期压力区间后逐渐加仓。
- 2、购买IO-2012-C-4000等沪深300股指期权！

一、2019 年行情回顾

回顾2019年股指期货市场走出了小牛市，库存周期末期，“政策助力”成为贯穿全年的主线。截至12.23日：沪深300指数年度涨幅31.77%、上证50指数年度涨幅30.14%、中证500指数年度涨幅21.98%。年内4月19日，股指期货迎来了第四次松绑，日内非套保交易手数提高到500手，交易手续费和保证金相应调低，自从大幅松绑后，股指期货日内交易量和持仓量逐渐放大，日均总持仓从年初日均19万手上涨到目前的33万手。年内另一个亮点是，外资流入金额逐渐加码，截止12.23日，北上资金全年净流入额3427.96亿元。

全年股指期货走势可以分为三个阶段！

第一阶段：高速反弹阶段（2019.1.1-2019.4.30），受积极的财政政策和宽松货币政策助力，叠加18年的大跌后市场估值偏低，在大金融板块带领下，三大股指期货走出了一波凌厉的上涨。5月的时间，沪深300指数涨幅20.41%、上证50指数涨幅26.0%、中证500指数涨幅26.58%。

第二阶段：回调震荡阶段（2019.5.1-2019.7.30），此阶段因货币政策表述阶段性收紧和美国升级贸易争端的影响，三大股指进入了回调震荡阶段，但伴随着股指期货松绑，其交易量和持仓量双双放大。

第三阶段：窄幅震荡蓄势阶段（2019.8.1-2019.12.24）此阶段库存周期处于末期，制造业补库存将逐步启动。中美贸易争端仍在谈判，政策加码仍在继续。多空因素合力，三大股指呈窄幅震荡走势，但上证50和沪深300走势要强于中证500走势。

图 1：主要指数走势图

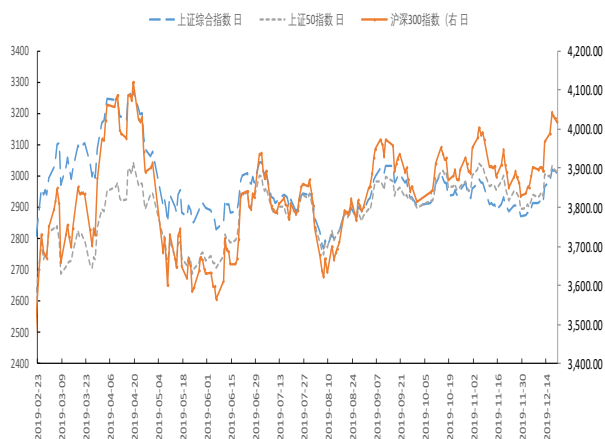
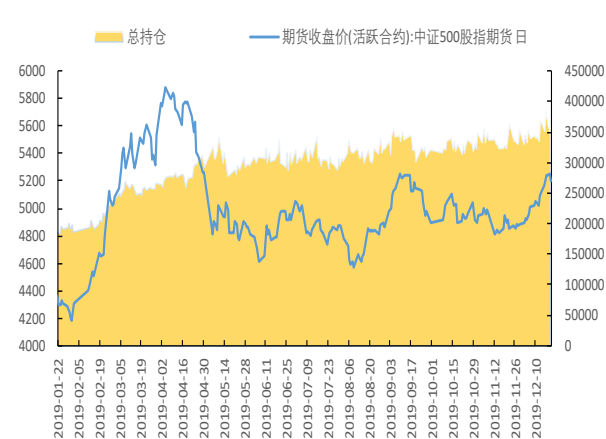
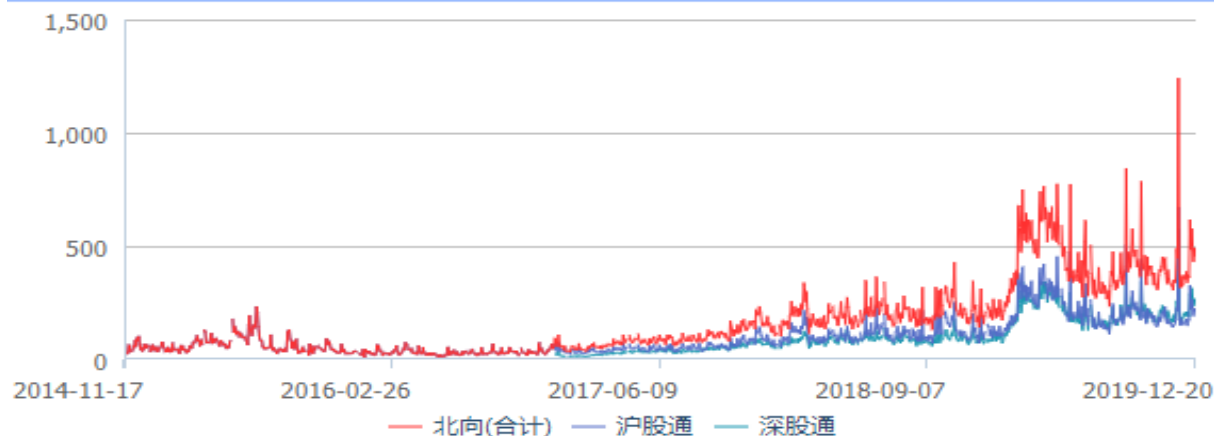


图 2：股指期货走势图



资料来源：华安期货投资咨询部；Wind

图 3: 北上资金净流入



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

二、2019年重要经济事件梳理

2.1、中美第一阶段经贸协议达成一致！

12月13日，期待已久的中美经贸磋商取得进展。中方关于中美第一阶段经贸协议的声明显示，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。双方将分阶段取消加征关税！

华安点评：随着12月13日公告的发出，预示着为期1年零9个月的中美贸易争端暂时告一段落。对整个资本市场而言是重大利好。第一、随着加征关税的逐步取消，将助推我国进出口走出低迷，随着外需的增加，将助力经济更有“韧性”，进而提高微观企业的盈利能力。第二、资本市场的投资者的风险偏好将提高，前期因外部环境动荡，而对A股估值造成的影响，将在后期逐步的修正。

2.2、宽财政+稳货币的大环境！

财政政策方面：

11月27日，财政部发布消息：为贯彻落实党中央、国务院决策部署，加快地方政府专项债券发行使用进度，带动有效投资支持补短板扩内需，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，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，控制在依法授权范围之内。同时，要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

华安点评：专项债的提前下达，预示着财政政策整体偏积极。中央经济工作会议明确指出“积极的财政政策要大力提质增效”。并且2020年基建投资将成为

重要的发力点，主要政策依据是 2019 年几轮的基建政策，第一轮是年初财政支出节奏前移，进度为近年同期最快；第二轮是 6 月专项债新政，9 月放宽重大项目认定标准；第三轮是 11 月下调基建项目最低资本金比例，并允许通过其它权益性资金筹措部分资本金。可见基建投资将作为主动补库存的重要发力点。

货币政策方面

8 月 17 日：央行 8 月 17 日，央行发布重磅消息，决定改革完善市场报价利率（LPR）形成机制来深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本。此次改革的几大要点包括：报价频率、报价方式、期限品种、报价行数量、新 LPR 在贷款定价中的应用，以及新 LPR 应用情况纳入宏观审慎评估体系（MPA）考核。

11 月 5 日，央行公告称，当日人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作 4000 亿元，与当日到期量基本持平，期限为 1 年，中标利率为 3.25%，较上期下降 5 个基点。这是 MLF 利率自 2018 年 3 月后的首次调整。

11 月 18 日，人民银行以利率招标方式开展了 1800 亿元逆回购操作，中标利率为 2.50%，较上期下降 5 个基点。央行逾四年来首次下调 7 天期逆回购中标利率。公告发布后短时间内，银行间现券收益率普遍下行 4-5bp，10Y 国债活跃券收益率跌破 3.20%。

12 月 24 日，《国务院关于进一步做好稳就业工作的意见》中指出加强对企业金融支持。落实普惠金融定向降准政策，释放的资金重点支持民营企业和小微企业融资。鼓励银行完善金融服务民营企业和小微企业的绩效考核激励机制，增加制造业中小微企业中长期贷款和信用贷款。

华安点评：整个 2019 年货币市场从 2018 年的收紧走向宽松，下半年央行推出 LPR 形成机制，化解金融同业和信贷二元定价问题，引导实体融资利率中枢下移。展望 2020 年，宽信用+稳货币的主基调仍将延续，但随着补库存周期的临近，下游制造业的全面回暖，货币政策继续加码的力度不大，但受制于稳增长预期，货币政策不至于收紧，因此对明年的货币环境持中性观点。

三、宏观经济分析

3.1 库存周期接近尾声，制造业补库存来临。

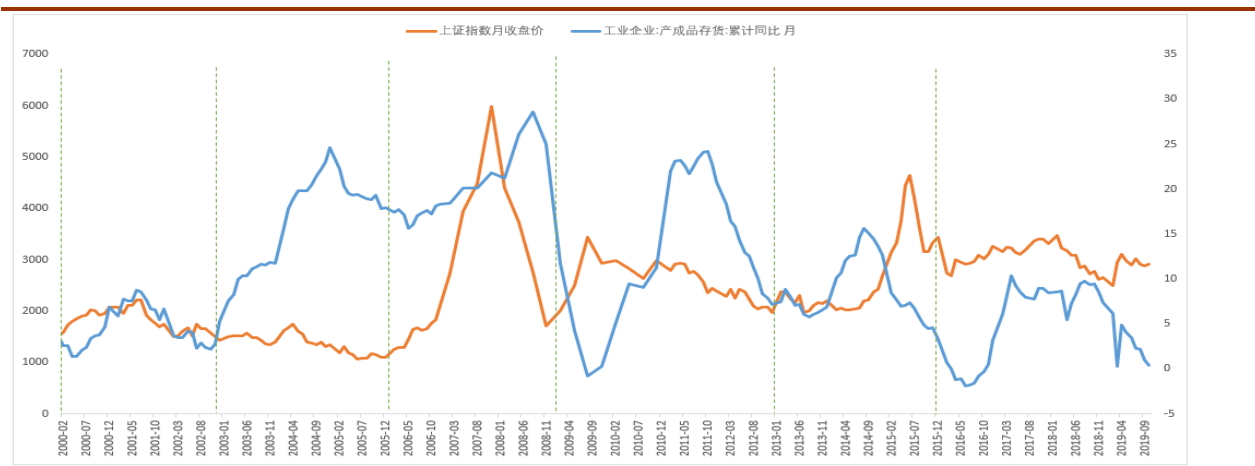
进入到 2019 年年尾，本轮库存周期面临尾声。2019 年 10 月份工业企业产成品库存累计同比为 0.4%，为历史第三低点。前两次低点分别为 2009 年 7 月和 2016 年的 6 月，累计同比增速为 -0.76% 和 -1.9%。

从分项来看制造业已经进入库存回补阶段，率先开启库存周期，而目前中游一些比较重要的行业比如汽车、化工、通用设备、电气机械、电子通信、纺织服装等库存仍然处于底部区域，其中截止 10 月份汽车制造产成品库存累计同比为-10.20%处于历史最低位。

纵观 2019 年基建投资完成额累计同比数据，仍维持在 4% 上下，和前些年数据相对比处于历史低位，结合上文财政政策分析可知 2020 年基建投资的复苏将是确定性线索。

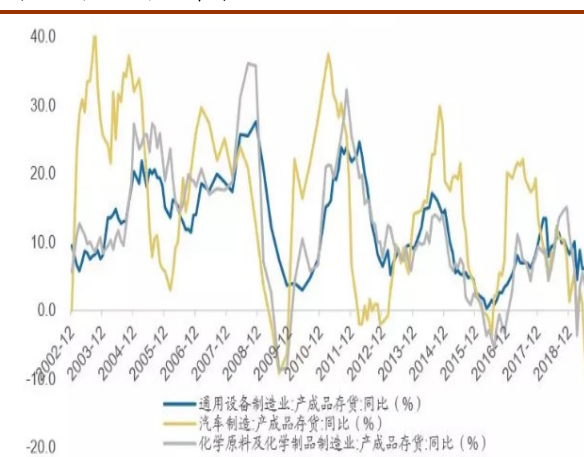
随着基建加码，带动制造业进入主动补库存阶段。将促使制造业出现复苏，进而推动微观企业的盈利，最终将提高对应企业净利润，直接表现便是股票估值端的提高。通过下图可知，上证综指一般领先库存周期 7 个月左右。

图4：上证指数与库存周期走势



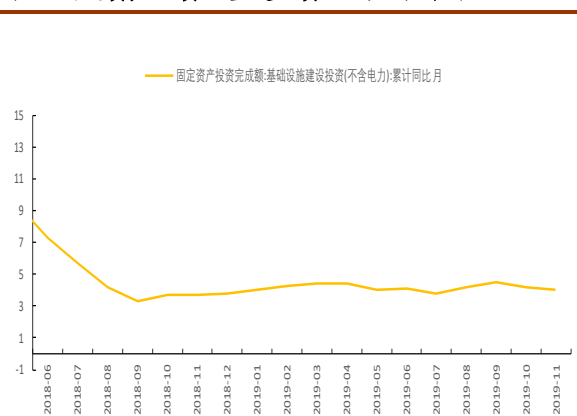
资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图5：制造业分项库存数据



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图6：固定资产投资：基建投资完成额累计同比



3.2 2019 PMI 数据全年呈前低后高走势

纵观全年PMI数据指标，可以发现官方PMI和财新PMI数据皆呈现前低后高走势，以财新PMI数据更为直观，2019年上半年1-7月份，财新PMI数据均值维持在49.88，

随着政策的助力和中观行业进入库存周期末期，补库的需求出现，进而反应在PMI数据上的走高。截止2019年11月份，财新PMI数据为51.80、官方PMI数据为50.2，纷纷位于荣枯线上，财新数据高于历史同期水平。

分项指标来看，生产和新订单指标走势高度相同，也呈前低后高走势。11月份，生产指标为52.6、新订单指标为51.3，同比提高0.7和0.9个百分点，预示着下游整体需求的好转。产成品库存指标年内则呈现前高后地走势，11月份46.4，同比降低2.2个百分点。结合起来看，PMI数据领先与库存周期3-4个月，随着生产和新订单指标的走高，产成品库存的走低，也预示着主动补库存周期的来临。

图7: PMI数据

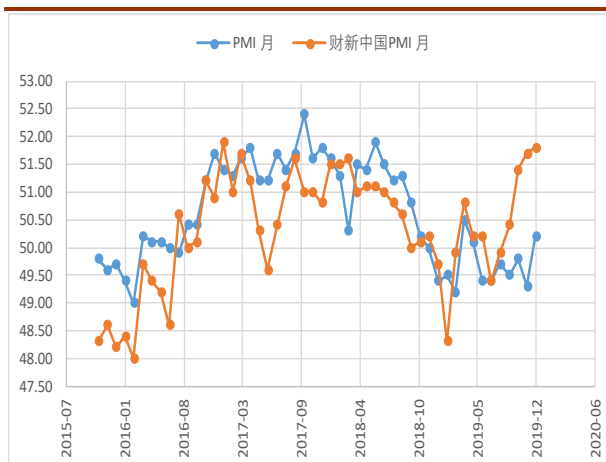
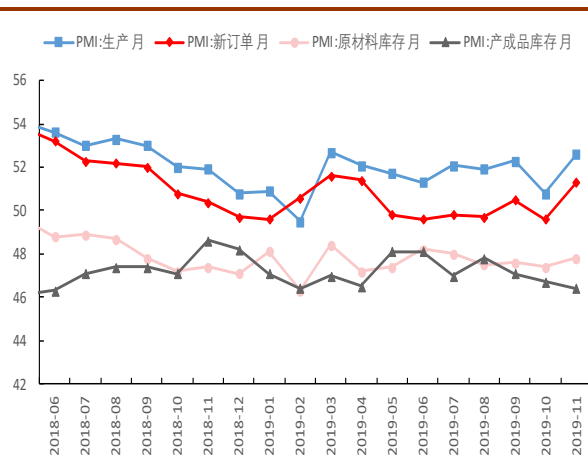


图8: PMI分项指标



资料来源：华安期货投资咨询部,Wind

3.3 2020 CPI 大概率前高后低，PPI 企稳反弹

CPI 方面：

11 月份 CPI 数据同比增长 4.5%，环比增长 0.7 个百分点，CPI 来到历史高位水平。随着猪肉价格高企抬升 CPI 引发市场高度关注，未来市场担心猪肉的上涨是否会全面引发价格通胀，但反观剔除掉食品和能源价格的核心 CPI 价格走势却在 2019 年“屡创新低”，11 月份同比增长仅为 1.4%，年内环比逐渐下台阶。

全面的通货膨胀，其本身是一种货币现象。而货币超发是造成通货膨胀的主因，结合上面的货币政策分析可知，2020 年货币政策将大概率维持稳定。因此全面通货膨胀的根本基础不存在。随着国家对生猪问题的调控加码，预期 2020 年 CPI 将逐步回归正轨，对货币政策的掣肘将不会存在。

图9: CPI/PPI数据

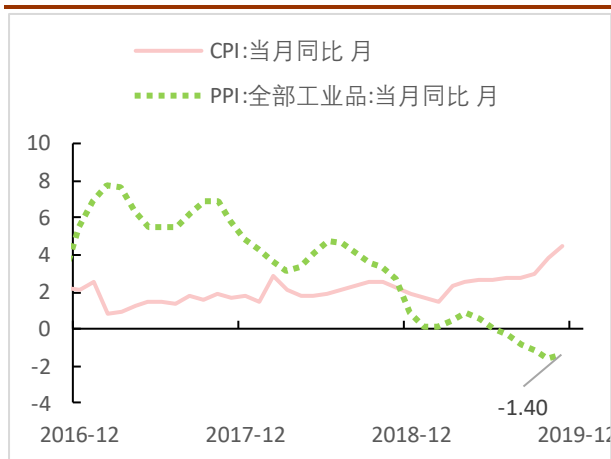
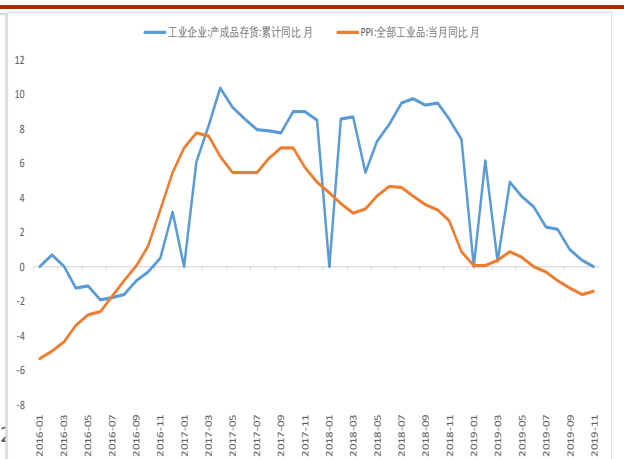


图10: 库存周期和PPI数据



资料来源: 华安期货投资咨询部;Wind

PPI 方面

纵观 2019 年 PPI 同比数据, 全年呈前高后低走势, 但进入 9 月份后 PPI 有企稳迹象, 9 月、10 月、11 月 PPI 分别为-1.2%、-1.4%、-1.6%。从分项指标中可以看出, PPI 生产资料全年呈下降趋势, 10 月份开始出现止跌迹象, 生活资料分项全年呈同比增长趋势。

因此随着库存本身已至周期底部区域; 二则需求端的线索已经形成: 包括基建扩张、汽车产业链的修复, 已经竣工周期的回升。制造业可能会出现一轮库存回补, 从而库存对于短期经济的拖累减弱, 导致短期经济企稳; 叠加补库存对于中上游价格的带动, 名义增长回升。

图11: 核心CPI数据

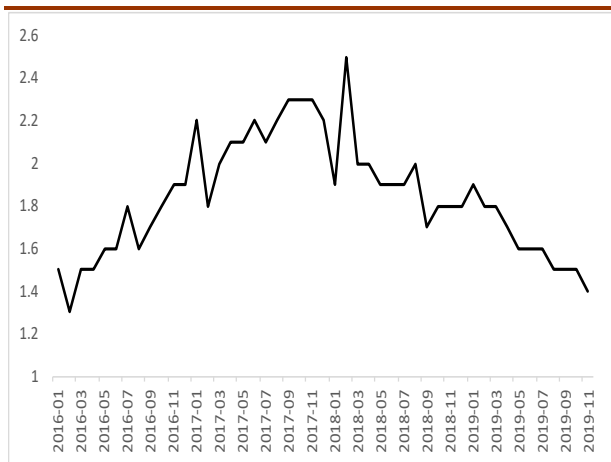
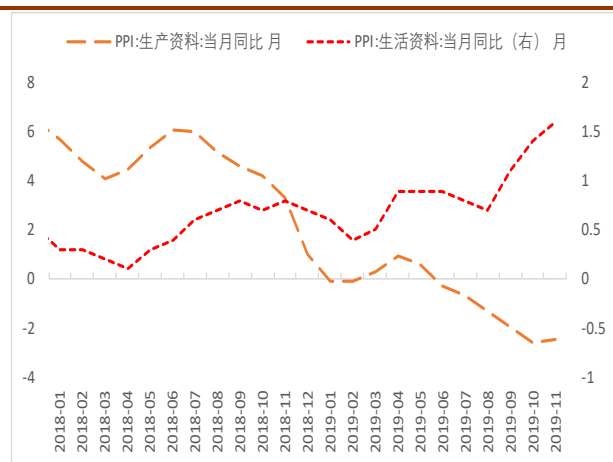


图12: PPI分项数据



资料来源: 华安期货投资咨询部;Wind

3.4 中美贸易和谈, 稳定 2020 年进出口!

据海关总署数据, 1-11月, 我国进出口总额28.5万亿元, 增长2.4%。其中, 出口15.55万亿元, 增长4.5%; 进口12.95万亿元, 与去年同期基本持平; 贸易

顺差2.6万亿元，扩大34.9%。从月度规模看，11月当月进出口总额2.86万亿元，为今年单月最高水平。从国际比较看，根据WTO最新数据，前三季度，我出口增速高于全球主要经济体平均增速。整体来看，2019年我国进出口数据因受制于贸易争端的影响，全年运行在低位，随着中美贸易谈判第一阶段达成一致，对2020年出口预期将向好，但受制于全球经济大环境影响，预期幅度不大。

图9：中国出口贸易同比月度数据（%）

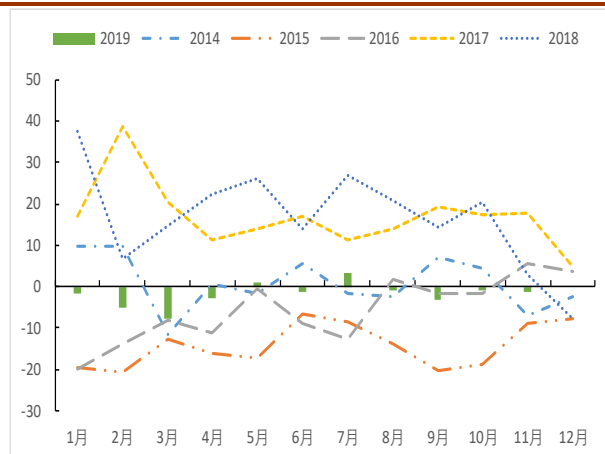
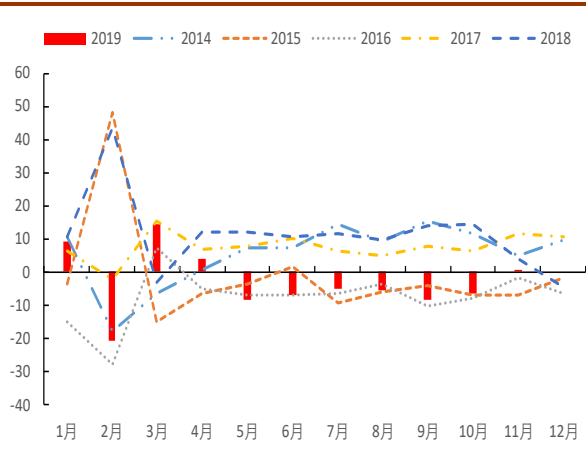


图10：中国进口贸易同比月度数据（%）



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

3.5 2020 居民贷款将保持稳定，企业贷款将保持增长！

回顾2019年社融方面，1-11月社会融资规模增量累计为21.23万亿元，比上年同期多3.43万亿元。11月份社会融资规模增量为1.75万亿元，比上年同期多1505亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增1331亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少249亿元，同比少减538亿元；委托贷款减少959亿元，同比少减351亿元；信托贷款减少673亿元，同比多减218亿元；未贴现的银行承兑汇票增加571亿元，同比多增698亿元；企业债券净融资2696亿元，同比少1222亿元；地方政府专项债券融资净减少1亿元，同比少减331亿元；非金融企业境内股票融资524亿元，同比多324亿元。

居民信贷方面：今年1-11月居民中长期信贷累计4.97万亿，仅比去年同期的4.64万亿多出3255亿元。二是短期贷款较为波动，高点时月度融资可达4294亿元（3月），低点时月度融资可缩至-2932亿元。中长期信贷较为稳定，月度新增融资规模与去年同期相比基本相差不多。

展望2020，居民中长期信贷反映房地产需求仍将保持平稳，而居民短贷体现的是政策年内在地产调控方面的边际变化。未来房地产销售政策或有因城施策的边际调整，总体而言居民房贷需求依然稳健。这样来看居民中长期贷款或仍有稳健表现。

企业贷款；随着2020年宽财政政策继续推进，基建投资将重点发力。基建投资的资金来源中预算内财政资金是一块，然而规模上远小于预算外的城投贷款、债券

及非标融资。

图11: 社会融资总额数据

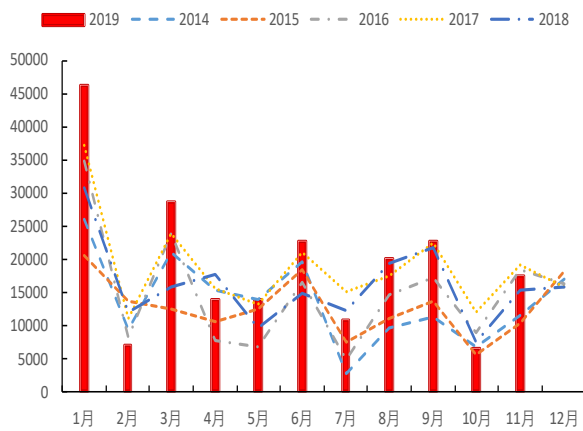
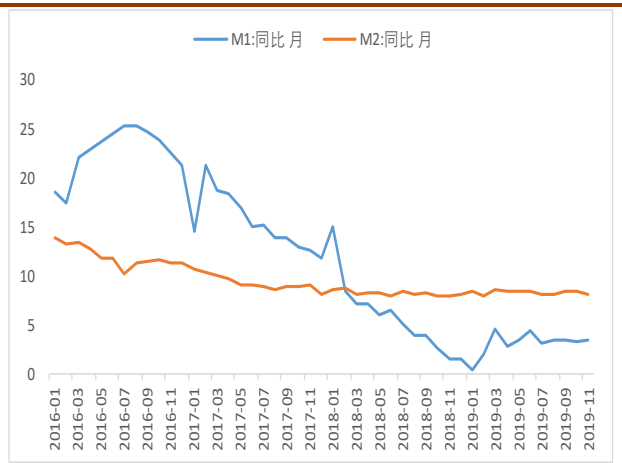


图12: M1/M2数据



资料来源: 华安期货投资咨询部;Wind

四、年度策略分析

因制造业主动补库存周期来临,将带动微观企业净利润的提高叠加中美贸易第一阶段达成都将促使 A 股估值的提高,进而整个策略是在小牛市的假设前提下制定的!

- 1、做多上证 50、中证 500、沪深 300 指数期货远月合约,目前可选择 2006 合约。到期日进行移仓。当对应指数标的突破前期压力区间后逐渐加仓。
- 2、购买 IO-2012-C-4000 等沪深 300 股指期权!

五、市场展望

随着库存周期进入末期叠加宽财政政策主线和专项债的提前下发,2020 年基建将逐步发力,进而带动制造业全面的补库存,微观企业将受益并且利润将提高。外部环境,随着中美贸易和谈第一阶段达成。整个权益市场的投资者情绪将得到修复。上述三点将是支撑 2020 年行情上涨的主要因素,但反观利率端,央行表述货币政策整体保持稳健是主基调。当前 CPI 仍处于高位,回落将在一季度之后。随着补库存的进行,投资端数据将整体回暖,微观企业盈利接得到改善,因此货币政策的空间并不是太大,根据经济运行实际情况将在“稳增长”和“调结构”之间切换。

对于 2020 年股指期货市场,整体维持乐观情绪,慢牛延续。一季度或将在基建复苏和制造业补库存的带领下,有一波凌厉的上涨。而市场是否能延续上涨,则需要关注货币政策在“稳增长”和“调结构”之间切换,进而做出的策略调整,后续可关注月度报告策略!