

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

股指期货：政策春风静待花开 长牛迈开前进步伐

摘要

2019年回顾 2019年的A股表现有些虎头蛇尾，但涨幅仍是自2015年牛市以来最大的一年，并成为了国内表现最优的资产，这与2019年宏观基本面展现的超强韧性以及资本市场改革有着密不可分的关系。受益于经济回暖预期、货币稳健宽松、改革等因素的影响，进入第30个年头的A股，有望继续成为国内具备长期投资价值的重要资产。

宏观基本面 纵观2020年中国经济，在外部宏观环境对国内经济的负面影响预计将有所减弱的情况下，政策将有望进一步聚焦于国内经济结构的调整。2020年是全面建成小康社会的决胜之年，也是十四五规划开篇之年，相对稳定的政策预期（货币、财政-稳增长），将有助于A股市场稳健运行。值得注意的是，2020年或是新老动能的交替之年，基建投资将继续对经济提供支撑，同时战略新兴产业等新动能加速成长，将使经济稳步增长的后劲更强。

资本市场改革 国家层面对资本市场改革的关注度几乎达到前所未有的高度。“深改12条”也将在2020年继续加速推进，包括注册制推广、改善信披质量、优胜劣汰、基础制度完善、引导中长期资金入市等改革将助力资本市场快速成长，推动市场资源合理分配，亦将令牛短熊长的局面发生改变。

估值/盈利 在经历了一轮估值的修复后，目前A股估值仍徘徊在近十年的低位附近，经济、业绩、风险偏好等因素将有望支撑2020年估值重心的稳步抬升。不过动能预计将更多来源于中小创及中证500指数，过去三个季度中小创业绩回暖和2018年年报低基数，以及当前政策营造的环境，将使得上述指数估值更加具备弹性。

2020年展望 综上，预计2020年A股市场仍将保持向上震荡的态势，上半年沪指及各大指数或有望借助两会、年报、经济改善的利好推动，突破2019年一季度的阶段性高点。随后预计将维持平台震荡整理的格局，等待经济回暖的进一步确认。因此期间可回调介入，静待下半年市场进一步上行。

股指期货策略：IC合约偏多操作为主，指数回踩5130-5030介入多单，次选IF合约；亦可选择多IC空IH策略。

板块投资主线 5G、战略新兴产业、军工，或相对应基金，以及创业板50、中证500ETF。（需留意注册制对创业板个股带来的分化影响）

风险提示 经济下行及稳杠杆超预期、贸易问题变化

目 录

摘要.....	2
2019 年回顾：内忧外患 无碍 A 股崛起.....	4
一、改革提速 A 股显露锋芒.....	4
二、形似但神不似.....	5
宏观展望：稳为前提 新动能加速形成.....	6
一、全球开启降息潮 维持经济景气.....	6
（一）各国推出刺激措施.....	6
（二）贸易摩擦缓和 稳定预期.....	7
二、基建扛起重任 期待制造业回暖.....	10
（一）财政加码 基建回升.....	10
（二）地产保持稳定.....	12
（三）消费回升面临阻力.....	15
（四）货币环境稳健宽松.....	19
（五）经济企稳关键--制造业投资.....	22
市场改革：风雨漂泊三十载 A 股步入新时代.....	26
一、资本市场改革提速.....	26
（一）注册制推广.....	27
（二）提高上市公司质量.....	28
（三）退市迎加速期.....	29
（四）并购周期开启.....	30
（五）做空机制逐步完善.....	31
二、增量资金来源.....	32
（一）境外资金.....	32
（二）商业银行理财资金.....	34
（三）保险资金.....	35
（四）养老金投资.....	37
业绩估值：春江水暖鸭先知 中小盘估值迎修复.....	39
一、A 股业绩面临分化.....	39
二、ROE 拆解.....	40
三、A 股估值具备回升基础.....	42
（一）估值所处位置.....	42
（二）过去十年的 3000 点.....	43
（三）大小盘估值比修复.....	44
2020 年股指期货总体观点.....	46
免责声明.....	47

2019 年回顾：内忧外患 无碍 A 股崛起

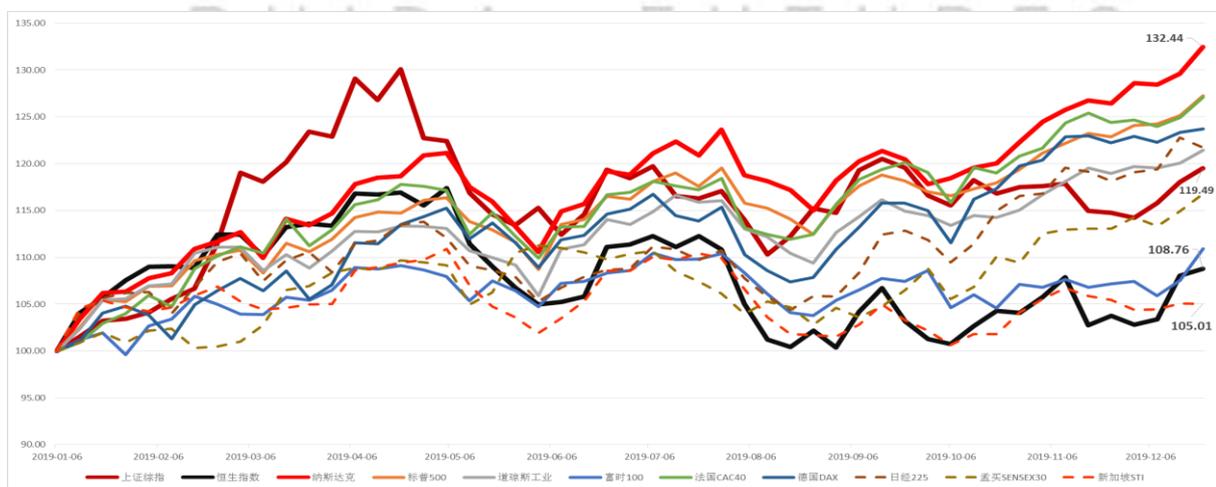
一、改革提速 A 股显露锋芒

A 股 2019 年走势可以用“冲高回落，区间整理”八个字来简单形容，但 2019 年对股市以及整个金融市场来说，注定是不平凡的一年。从年初中共中央政治局第十三次学习金融供给侧改革，到中央多次会议单独提及金融市场，决策层对金融市场的重视程度可能是市场逐步开放以来最高的，并将它提升到国家核心竞争力、国家安全、社会基础性制度的高度。

过去一年，外部环境变幻莫测以及国内经济结构性转型升级带来的阵痛，令经济下行压力明显增大，也成为了压在 A 股市场上的一座大山。尽管面临诸多挑战，特别是在特朗普态度翻脸比翻书还快的背景下，进入二季度的中国股市和经济一样，依然展现出了超强的韧性和定力，经济平稳运行，沪指则保持在 2850 点到 3050 点的区间内上下波动。中长期资金入市、对外开放显著提速、科创板试验田成功开辟、市场基础制度建设持续完善等一系列中国资本市场改革措施加速推出，A 股迎来了“质”的提升。2020 年市场结构优化和改革仍将继续推进，A 股牛短熊长的窘境将有望获得改观，类似成熟市场的长牛行情或可期待。

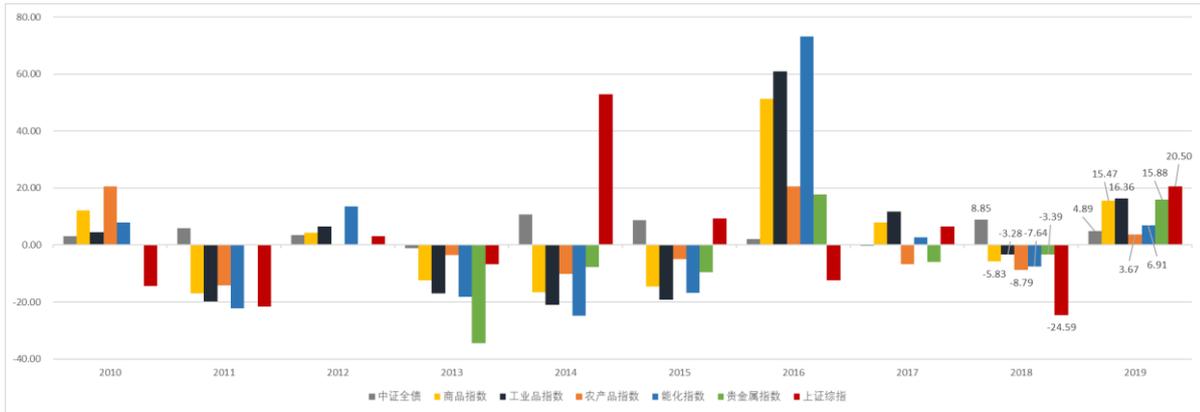
2019 年 A 股表现放眼全球并非是最出色的，在全球股市持续上涨的背景下，上证指数始终纠结在 3000 点，让人颇感乏味。不过中国经济展现出的韧性以及当前市场较低的估值，相对全球股市而言，A 股仍是最具潜力的新兴股票市场，这一点在 2019 年一季度的行情中已经显现；对于国内资产而言，货币政策保持稳健宽松，理财收益持续下行，同时地产调控仍在持续，逐渐成长的 A 股有望在 2019 年后继续成为国内具备长期配置价值的资产。

图表 1 全球主要指数 2019 年走势



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 2 国内股债商过去十年表现（%，年度）



资料来源：瑞达期货、Wind

二、形似但神不似

从技术上，08 年金融危机后股指走势与 2016-18 年“形”似，都处在牛熊转折后的修复期，而 2019 年似乎用更短的时间完成了熊市的收尾工作，这两个区间分别耗时六年和三年。11-13 年与过去的 19 年，相同点在于，它们都处在经济增速放缓和资本市场并购周期，同时也是新一轮创新发展和信息技术（4G/5G）的新周期。

不同的地方在于，首先，产能过剩逐步获得解决后新动能快速积累并逐渐形成，将推动经济回暖的提速，也将为市场带基本面的支撑；其次，面对美国咄咄逼人的态势，国内自主可控行业和战略新兴产业崛起的紧迫感更强，新经济的发展速度将明显快于过往任何时候；最后，资本市场新时代的到来，投资者结构已然发生明显的变化，而这也将进一步缩短熊市并拉长牛市的周期。

图表 3 熊周期提前结束



资料来源：瑞达期货、Wind

宏观展望：稳为前提 新动能加速形成

“稳”字当选年度国内字。2019年中国经济面对内部经济结构转型升级以及波澜起伏全球形势的挑战，“六稳”继续成为2019年中国经济最重要的工作，一系列改革和政策稳步推进，助力中国这艘经济巨轮稳步前行。关于国内经济2020年会否“破6”的争论已然升温，我们认为破与不破并不重要，在全面建成小康社会的决胜之年，更重要的是在于经济稳中有进、改革稳步推进、新动能稳健成长、民营经济行稳致远，为经济的新一轮发展奠定基础。2019年是国内经济政策密集出台的一年，而2020年在外部环境趋稳以及政策进一步优化的背景下，或将是政策成果收获的一年。

一、全球开启降息潮 维持经济景气

（一）各国推出刺激措施

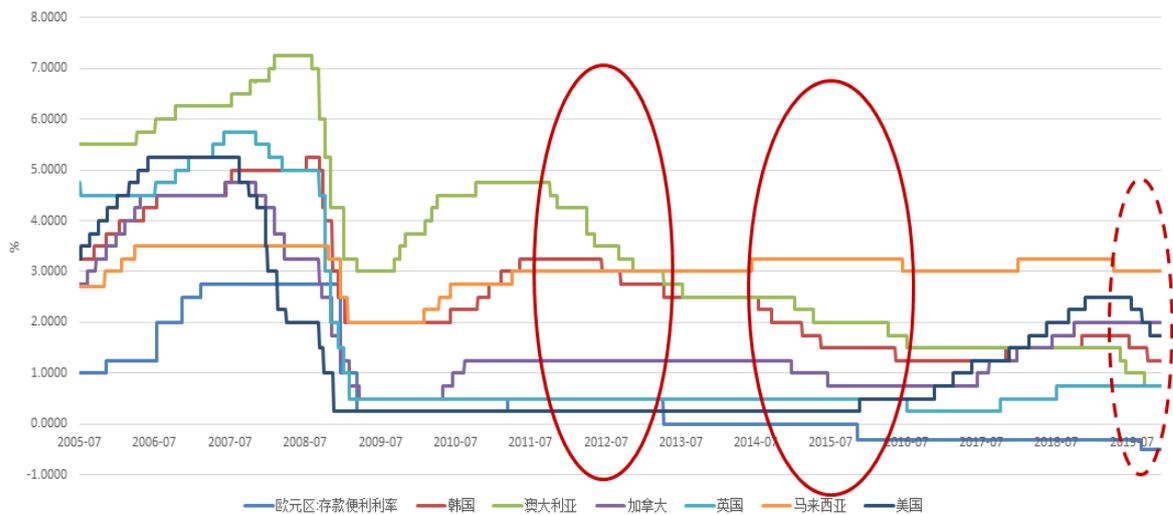
随着全球经济下行压力加大，贸易摩擦增大经济不确定性，通胀疲软，主要经济体制造业 PMI 纷纷降至荣枯线下方。在美联储释放鸽派信号后，各国央行相继出台应对措施。全球降息的高潮在2019年下半年到来，包括中国、欧洲、美国在内的15家央行在七月份后采取降息操作，频度远超上半年。此外，欧洲央行九月重启量化宽松政策、美联储七月份开启扩表行动、日本政府十二月推出大规模经济刺激计划，这也是自三个经济体自2016年以后首次出台应对措施，这也令市场对于经济衰退的担忧有所缓解，3M与10Y美债收益率倒挂现象消失，重回上升轨道。2012年和2014年央行开启的两次降息周期以及2012年美联储重启扩表后，全球制造业 PMI 重新回到扩张区间，在2020年全球央行延续较为宽松政策的背景下，全球经济有望在2019年年末触底后迎来回升。

图表4 美联储净资产及回购国债数量

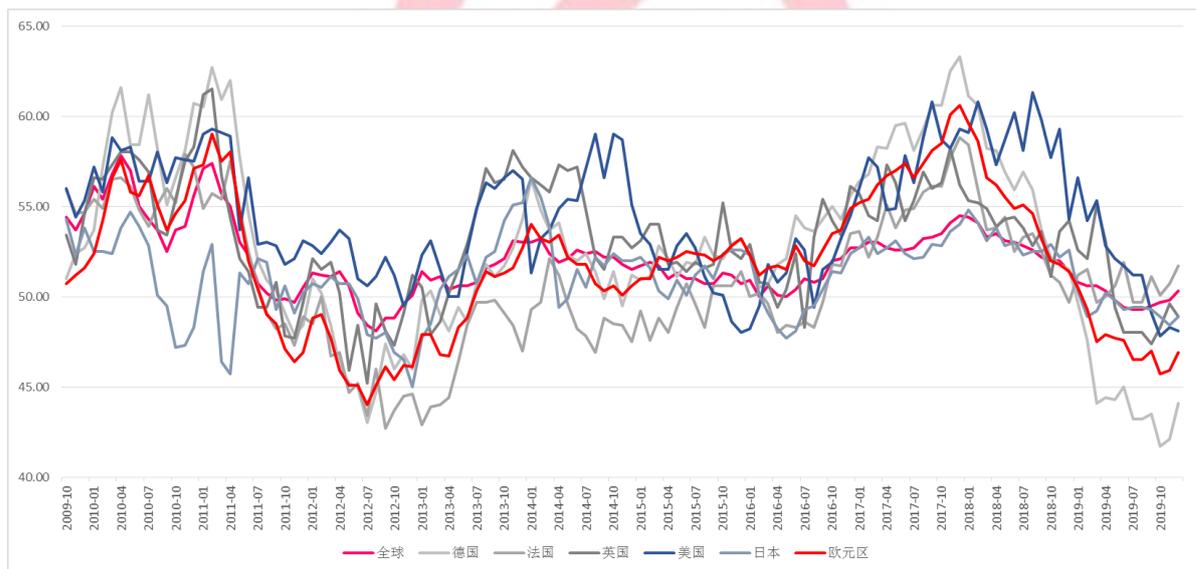


资料来源：瑞达期货、Wind

图表 5-6 宽松周期下，经济有望保持景气（各国利率及制造业 PMI）



资料来源：瑞达期货、Wind

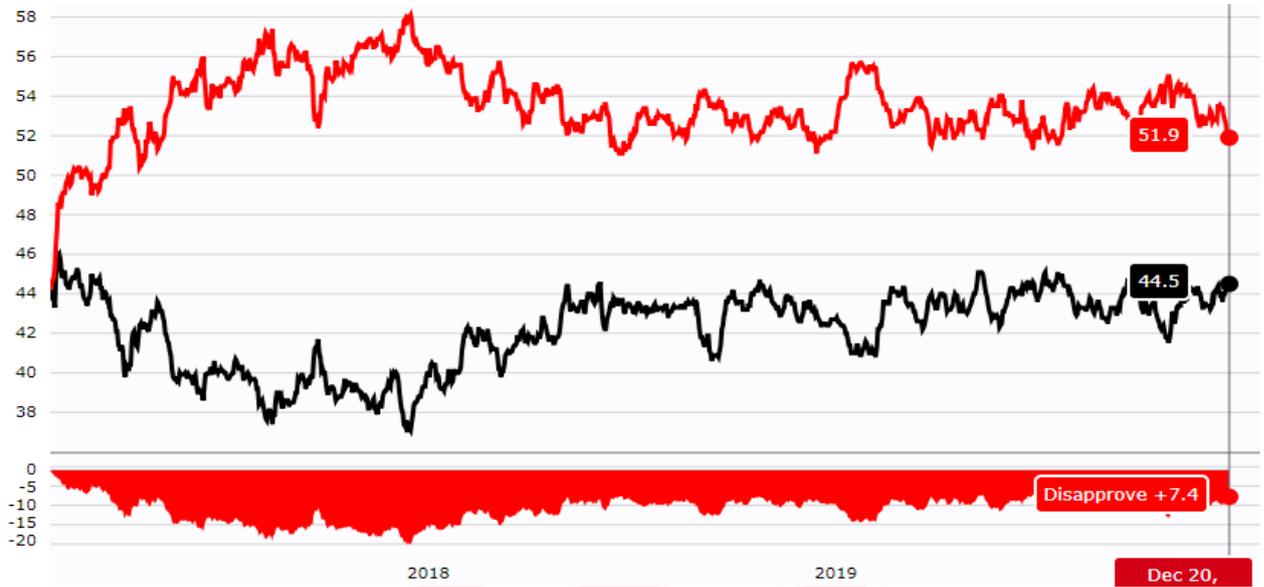


资料来源：瑞达期货、Wind

（二）贸易摩擦缓和 稳定预期

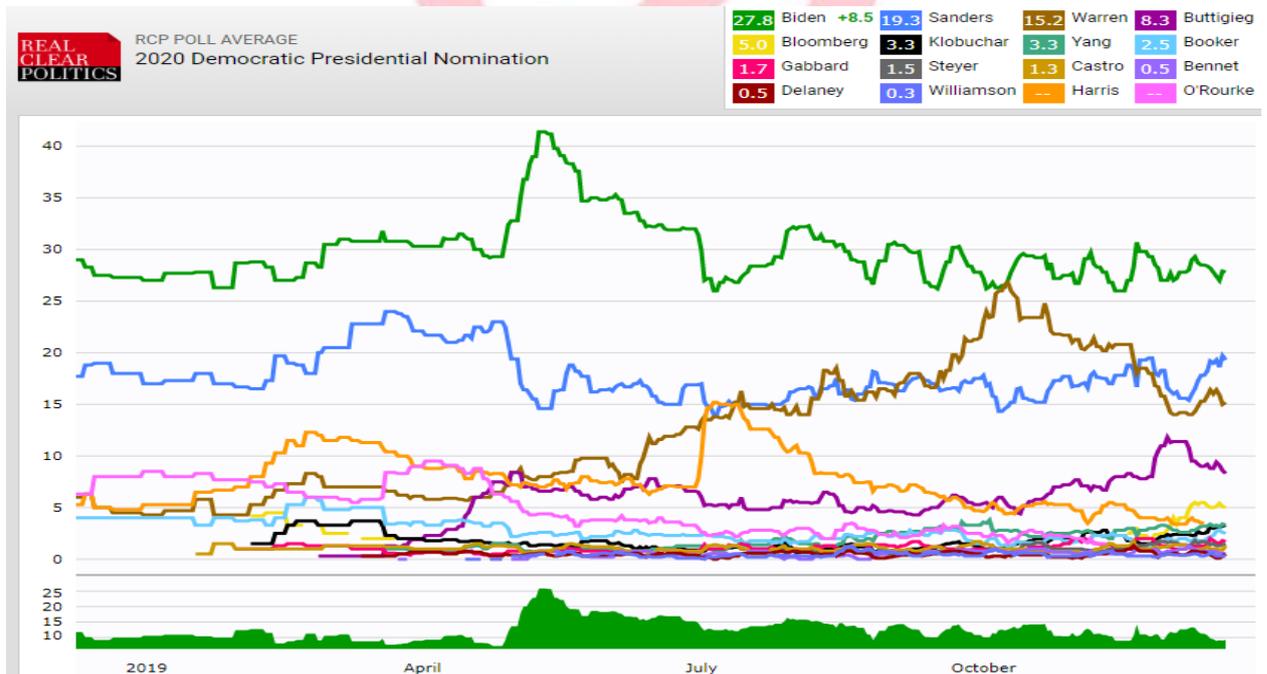
在西方传统的圣诞假期结束前，持续了一年多的中美贸易谈判最终达成了第一阶段的协议。在取消关税方面与市场的预期有所差距，但协议的达成避免了中美贸易摩擦进一步升级。协议的落地将加快中国改革开放的进程，有助于稳定资本市场和企业的预期。此外，2020 年美国将迎来大选年，从党内支持率、民调显示以及历史数据来看，特朗普在 2020 年获得连任的概率依然较高。在面临经济下行、民主党弹劾、贸易摩擦四处开花等问题的背景下，在取得与中国达成阶段性贸易协议这一政绩后，处于大选年的特朗普或将更加侧重于保持国内经济增长和市场活力。

图表 7 特朗普民众满意度



资料来源: Real Clear Politics、Wind

图表 8 共和党参选人支持率

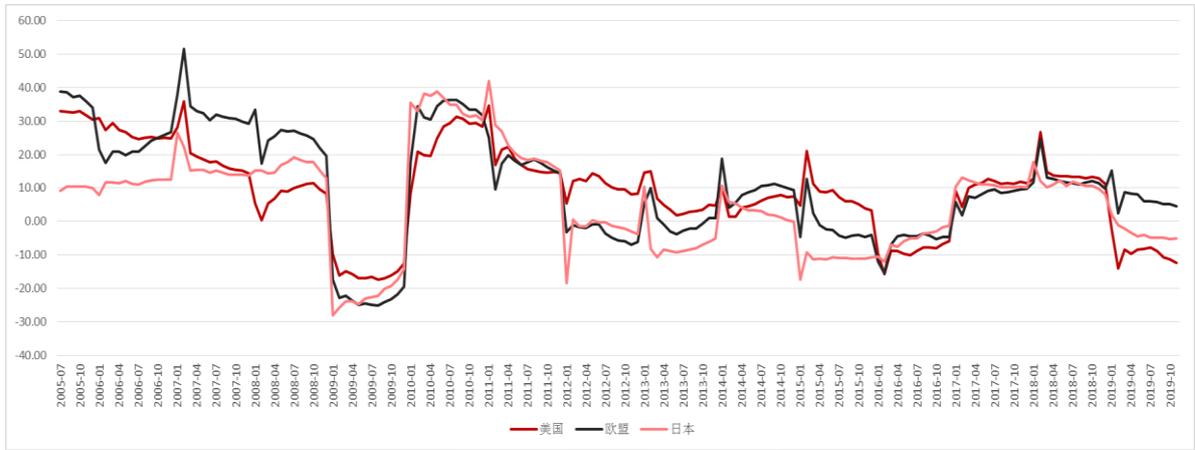


资料来源: Real Clear Politics、Wind

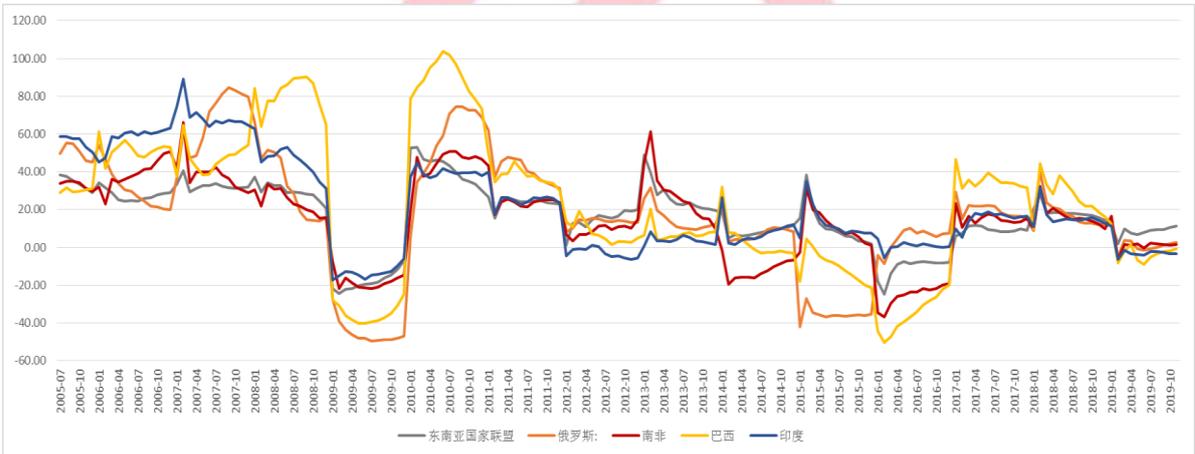
中美对抗出现了暂停和缓和的迹象，但美国对华加征的关税仍未取消，同时对中国金融（中资银行调查）、科技领域（制裁华为、海康等）、主权问题的施压仍在持续。不过一纸协议对于经济增长持续下行，需求疲软的中国而言，为中国经济结构的调整和转型提供更多的时间窗口。在全球货币政策进入宽松周期以及贸易摩擦暂缓，将有望为 2020 年出口增速的企稳温和回升提供支撑，而 PMI 新出口订单指数自 19

年2月份触底后，呈现回升的态势。

图表 9-10 中国对美日欧、东盟及金砖国家出口增速

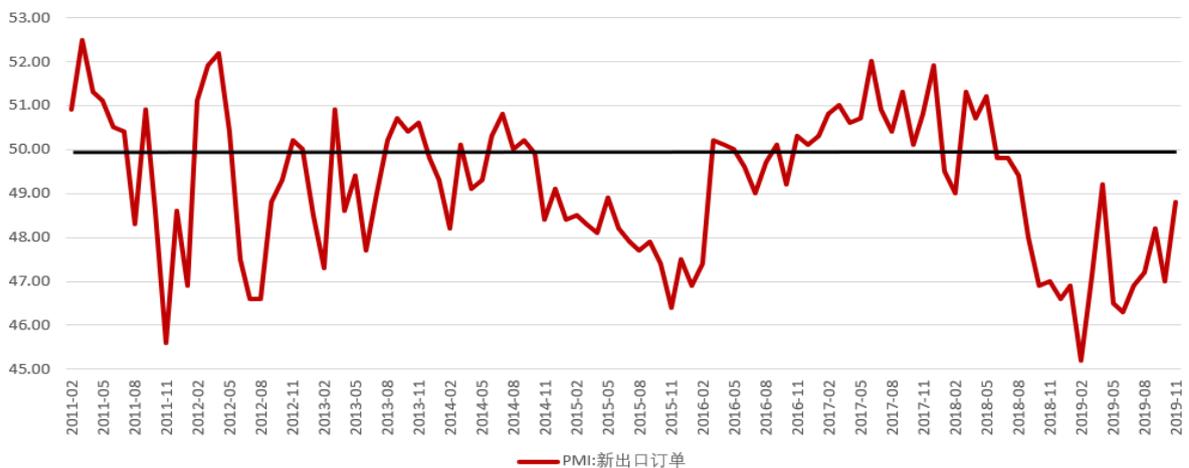


资料来源：瑞达期货、Wind



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 11 PMI 新出口订单逐步回升



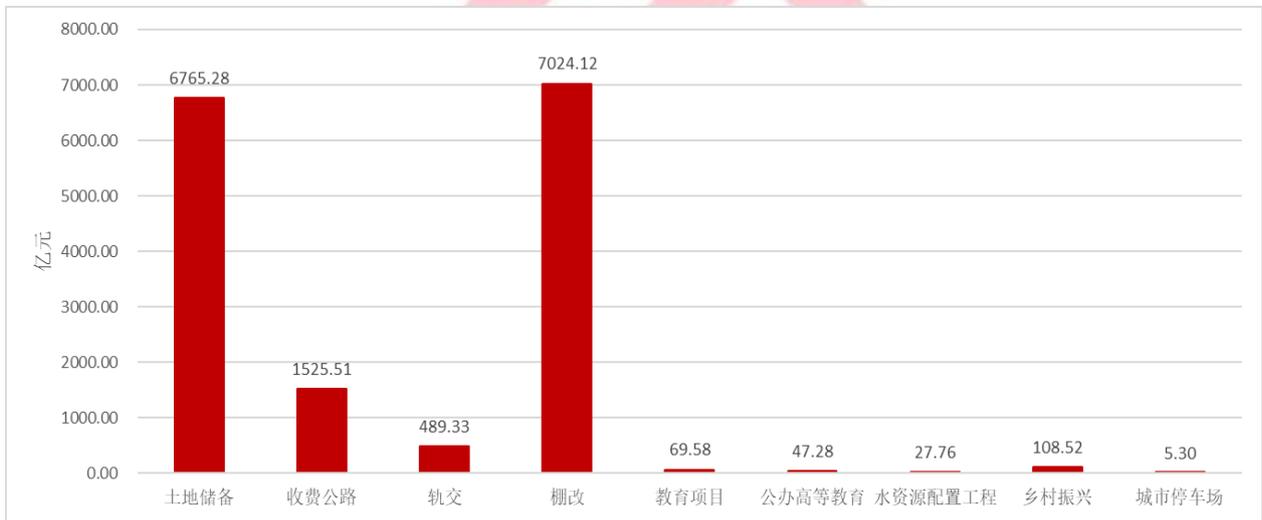
资料来源：瑞达期货、Wind

二、基建扛起重任 期待制造业回暖

(一) 财政加码 基建回升

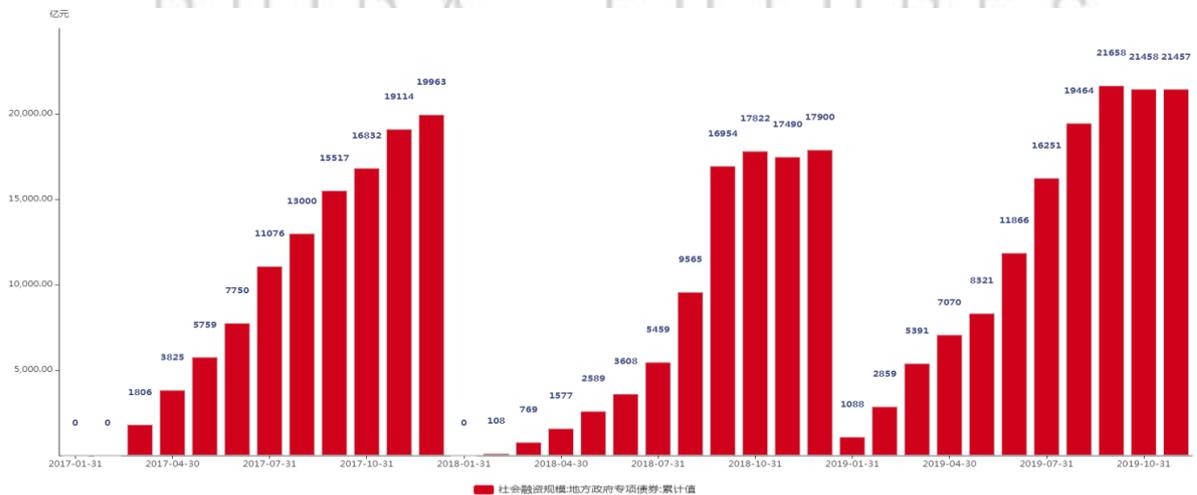
基建投资数据自 2018 年九月份探底后呈现稳步回升的态势，成为过去一年投资增速保持稳定的重要因素，但总体来看，对于经济增速的支撑并未完全显现出来。通过下表可以发现，2019 年已发行的政府专项债券有较大的一部分用于土地储备以及棚改，反之用于公路、轨交等基建项目的资金相对较少，这也成为基建增速反弹较为乏力的重要因素，不过这一现象在 2020 年有望得到改观，为在转型过程中的中国经济提供稳增长的动能。

图表 12 2019 年专项债投向



资料来源：瑞达期货、Wind

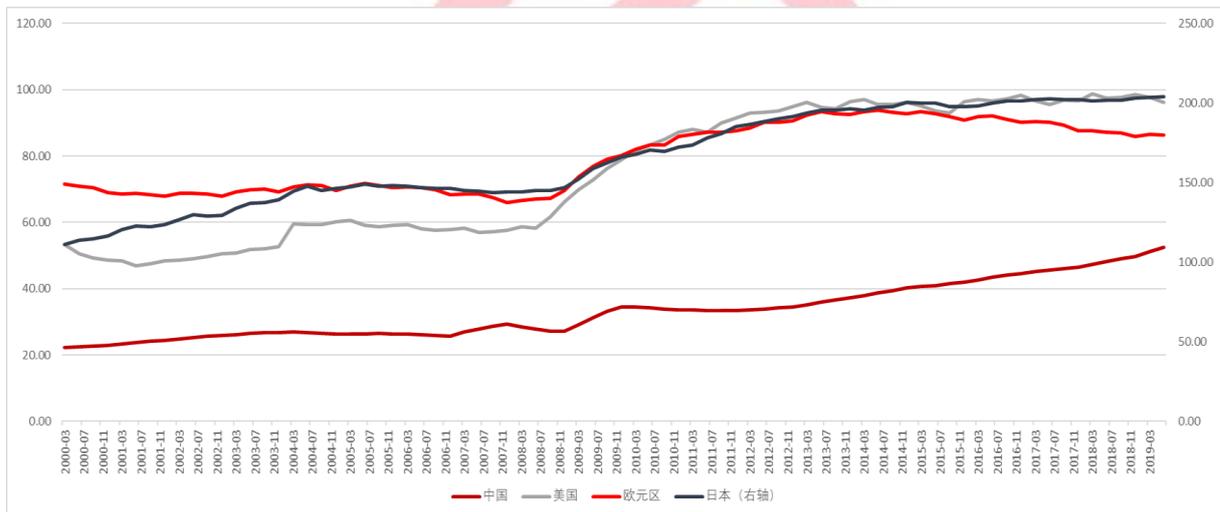
图表 13 2017-2019 年专项债发行情况



资料来源：瑞达期货、Wind

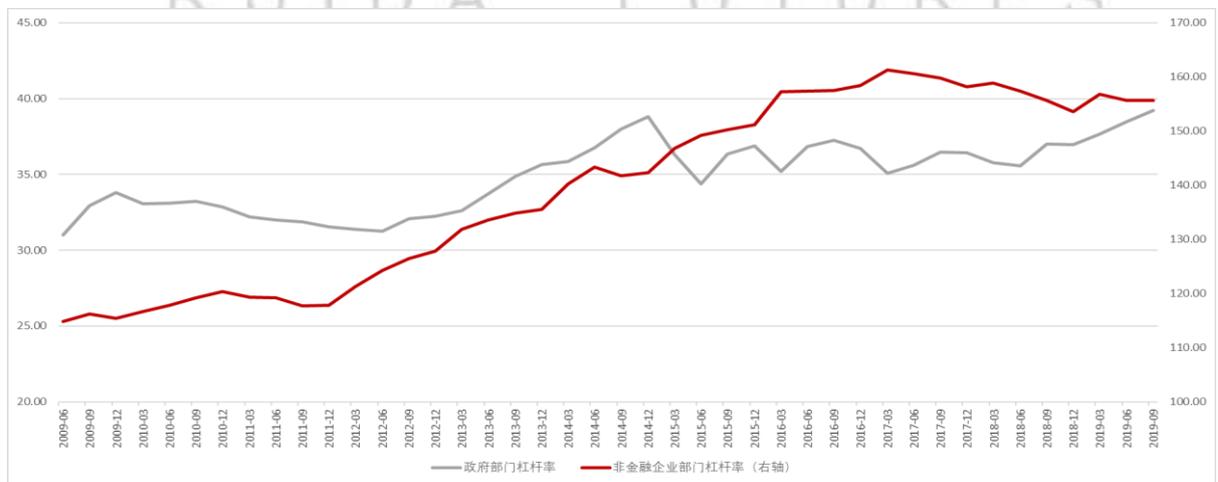
六月中旬，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，专项债融资得到进一步保障；此外，九月份国务院会议确定加快专项债发行使用措施，明确专项债的使用范围，相关政策指引的出台有望令基建投资在 2020 年发挥更大的影响力。首先，1 万亿元专项债额度已提前下达，占 2019 年新增额度的 47%，预计效果将在上半年逐渐显现；其次，明确专项债资金不得用于土地储备和房地产领域，所释放的资金预计将向铁路、公路、水利、通信网络、停车场等方面倾斜，财政提质增效将愈加明显；最后，年底《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》出台，公路、铁路、城建等补短板基础设施项目，可适当下调资本金比例不超过 5 个百分点。目前我国政府部门杠杆率与发达国家相比仍保持低位，在非金融企业杠杆率平稳下行的背景下，政府加杠杆以及财政赤字率的上升将在 2020 年继续发力，助力经济保持平稳增长。

图表 14 中国政府部门杠杆率维持低位



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 15 延续政府加杠杆，企业稳杠杆



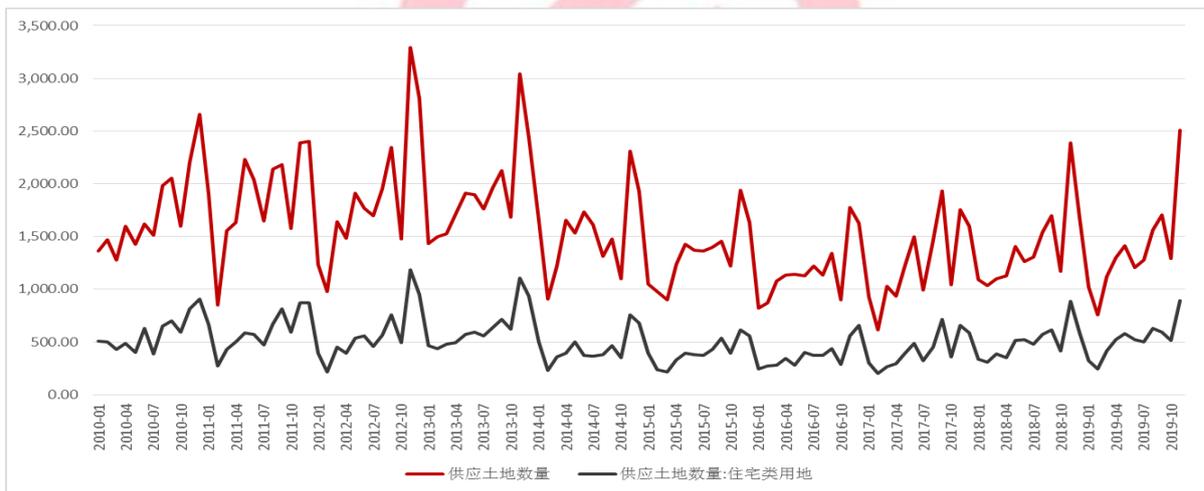
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 地产保持稳定

地产领域已经成为近几年高层关注的焦点，“房住不炒”、“因城施政”、“长效机制”、“稳地价、稳房价、稳预期”等房地产调控举措的热门词汇已经深入人心。在经历了四年从行政到土地再到金融等调控手段的陆续推出和实施，地产市场逐步回归到较为平稳的发展阶段。由于地产涉及产业繁多，稳健仍将是 2020 年调控的主旋律，预计地产投资增速仍将保持平稳。

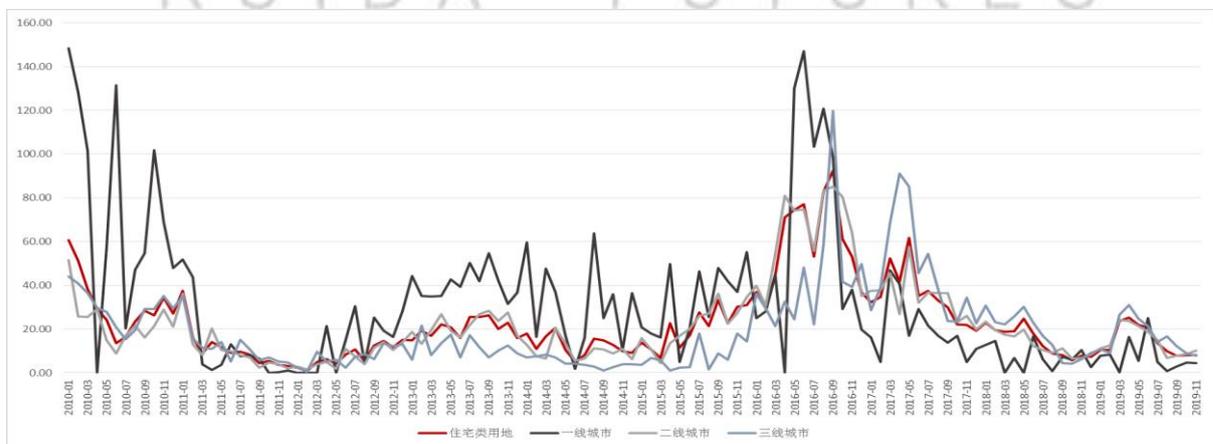
从土地角度来看，在减税降费的背景下，地方财政收入面临较大压力，这在一定程度上促使土地财政的又一次回归。稳地价效果逐渐显现，在成交土地溢价率保持低位运行的情况下，每月土地供应量呈现上行趋势，相对应的国有土地使用权出让收入增速逐步回升。从过去一个周期，土地出让收入增长见底领先地产投资，土地购置费则在随后回升，土地供给的逐步释放，将有助于地产投资保持平稳增长。

图表 16 土地供应量逐渐增加



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 17 住宅类用地土地溢价率回落



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 土地出让收入回升



资料来源：瑞达期货、Wind

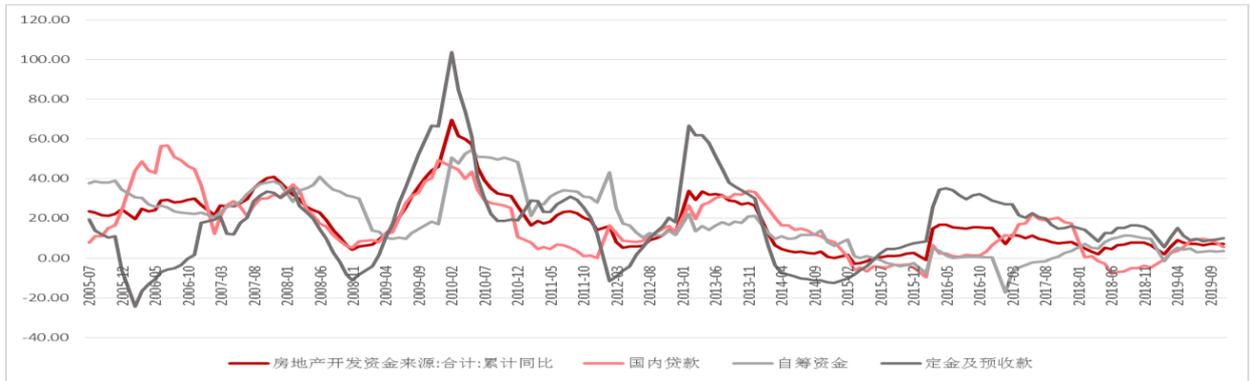
图表 19 土地交易回暖



资料来源：瑞达期货、Wind

自五月份 23 号文下发后，对房地产信托、债券、贷款等融资渠道的监管相继加强，地产融资领域迎来新一轮融资收紧期，过去一年房地产开发资金来源总体保持较低水平增长。央行 2019 年多次释放资金呵护流动性，但国内贷款这一重要资金来源则呈现增速放缓的态势；与此同时，受到监管限制的信托资金，投向房地产领域的资金在三季度出现下滑，管控资金流向地产领域的常态化监管思路并未改变。在此背景下，地产融资或将成为地产投资增长的不确定性因素，但 2020 年作为防范和化解金融风险的最后一年，预计整体的管控思路将更加灵活，融资增速保持平稳增长。

图表 20 地产开发资金来源 (%)



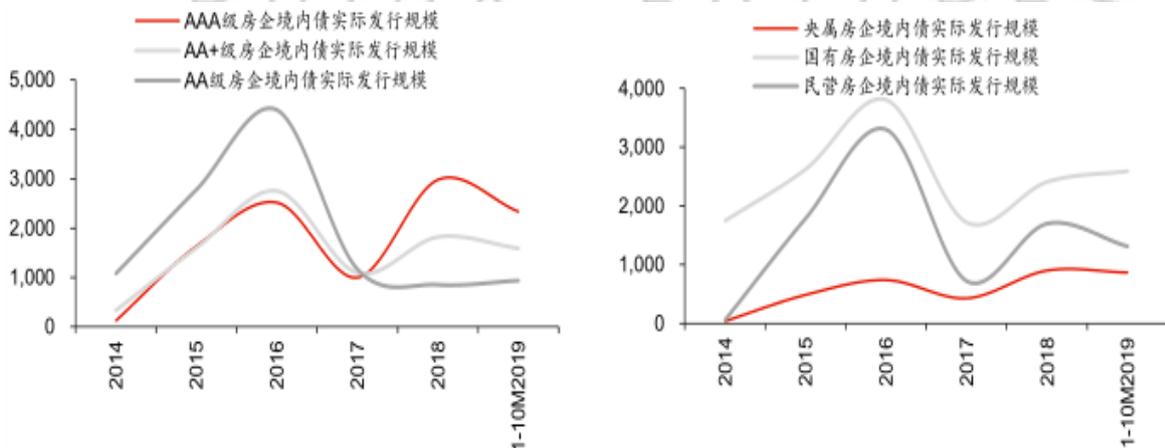
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 21 房产信托管控加码



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 22 房企发债情况

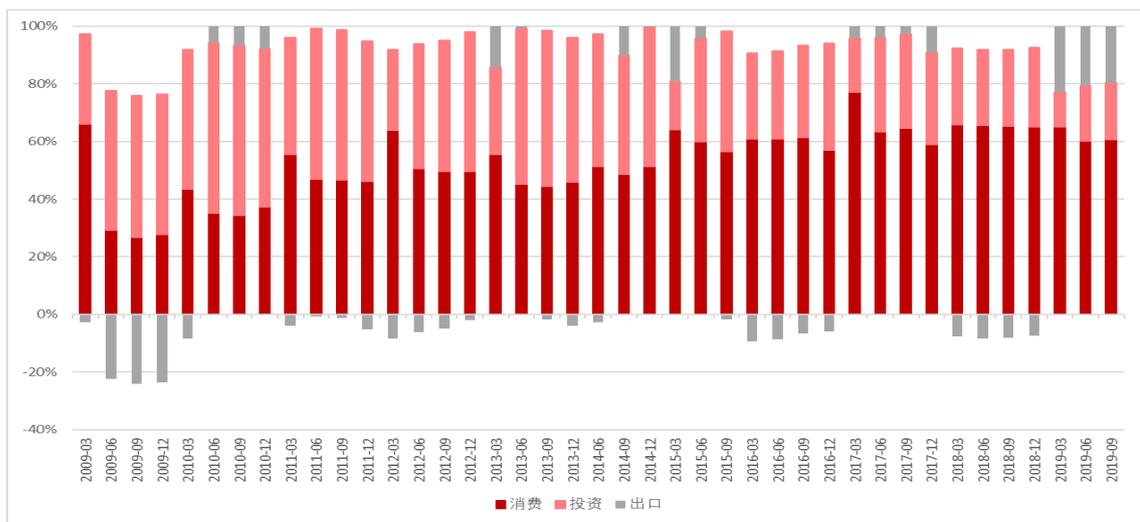


资料来源：瑞达期货、华泰证券

(三) 消费回升面临阻力

2019 年社会消费品零售总额增长呈现平稳下行，前十一个月增速放缓至 2003 年五月份时的最低水平，对经济增长的贡献亦回落至 60.1%，为 2015 年以来的最低值。过去一年，包括个税改革、促销费措施、消费品进口关税减让、家电下乡等举措，政策的力度明显增强，但面对居民杠杆率攀升带来的消费支出意愿下降，政策对整体消费增长趋势的影响相对有限。

图表 23 消费贡献下滑



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 24 社会消费品零售总额增速 (%)

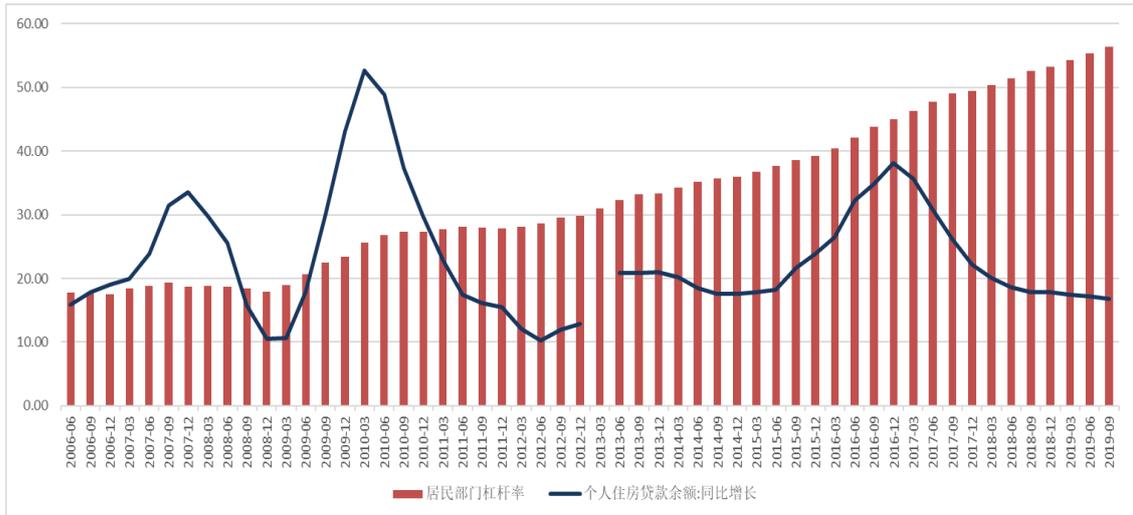


资料来源：瑞达期货 Wind

尽管经历了四年的房地产调控周期，个人住房贷款增速放缓至开启快速上升前的水平，但居民部门杠杆率上升的脚步仍未出现明显放缓，较 18 年末上升 3.3 个百分点至 56.31%。房贷周期通常在 10 年至 30 年

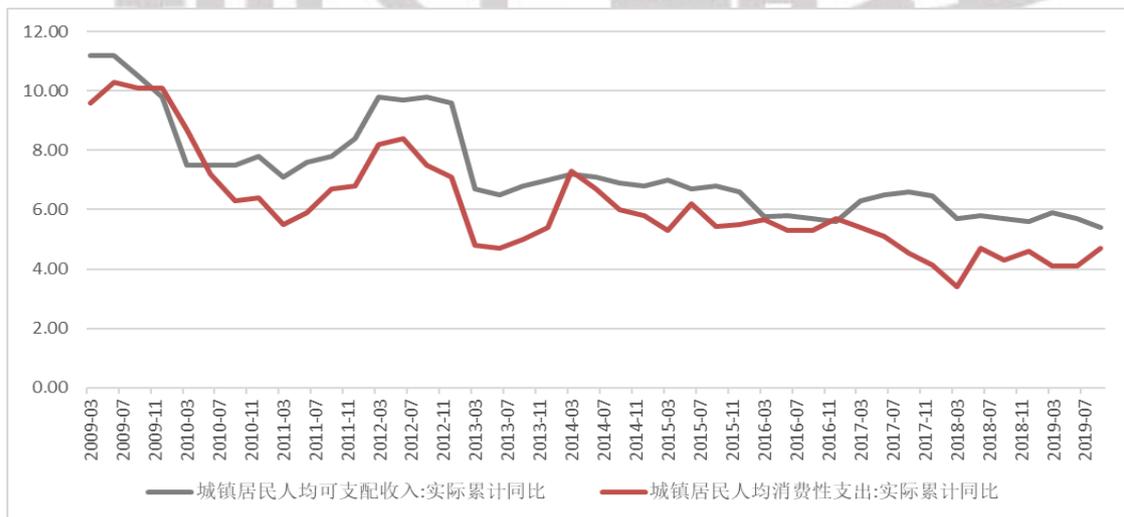
不等，对于一般的工薪阶层房贷是整个家庭成长初期中重要的负债来源，而在的可支配收入增速继续放缓的大背景下，这使得杠杆率与促进消费的矛盾在短期内较难出现改变。在此矛盾与理财、信托、资管、货基规模缩水的背景下，权益类资产配置或将逐渐上升，同时保险、大投行等专业财富管理机构的出现，有望成为保证居民财富稳健增长以及未来新一轮推动消费增长的重要途径。此前，证监会主席易会满曾发表署名文章，表示“满足人民群众日益增长的财富管理需求，是新时代资本市场发展的重要使命”。

图表 25 居民杠杆率与房贷增速 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 26 居民人均收入与消费支出增速



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 27 2000 年至今金融资产规模



资料来源：瑞达期货 兴业证券

对于 2019 年进入寒冬的汽车市场，多项促进汽车消费的政策出台并未能对汽车消费形成明显的推动。预计汽车消费在 2020 年因基数以及政策的影响将会有所起色，但回升的幅度将难以对社零增速提供较强的支撑。除了居民杠杆率因素，一方面在于，2009 年购置税减免政策、2015 年第二轮购置税优惠政策、2016 年优惠政策延期至 2017 年底，2019 年三季度机动车保有量增至 3.4 亿辆，而 2009 年一季度时仅为 1.7 亿辆，此前的刺激消费措施，在一定程度上提前透支了居民对汽车的需求。另一方面，过去十年间与汽车消费同样快速发展的是公共交通系统的逐步完善，而道路拥堵加剧以及较大的停车位缺口，也在逐渐对汽车消费的增长产生负面影响，抑制居民购车需求。

图表 28 汽车消费增速 (%)



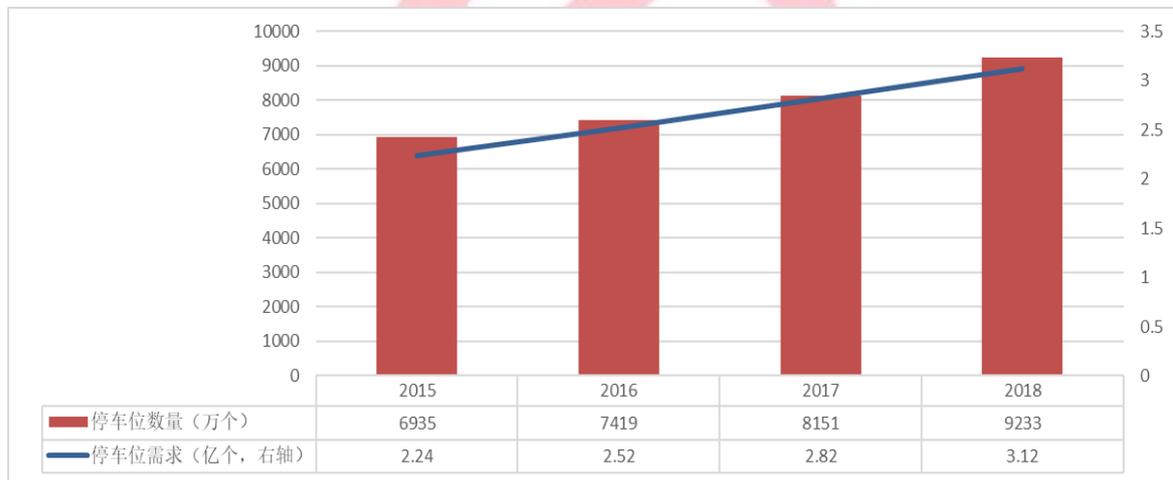
资料来源：瑞达期货 Wind

图表 29 国内汽车保有量



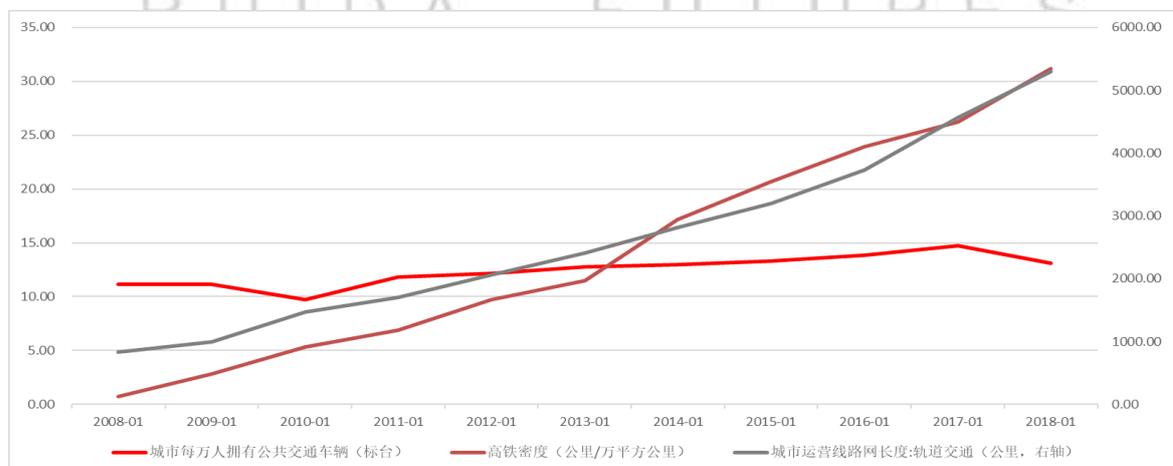
资料来源：瑞达期货 Wind

图 30 车位数量与需求悬殊



资料来源：瑞达期货 前瞻产业研究院

图表 31 公共交通快速发展



资料来源：瑞达期货 Wind

（四）货币环境稳健宽松

2019 年面对错综复杂的国内外经济环境，央行货币政策的总体上保持稳健宽松的基调。在货币政策实际的操作过程中，通过降准、定向降准、TMLF、MLF 和 OMO 等多样化的结构性货币政策工具，对流动性进行管理，进一步提升“通渠引流”的效果，加大对实体经济的支撑。

2019 年社融增速在经历了自 2017 年末以来的下行周期后，存量增速较 2018 年整体有所加快，并保持在较为合理的水平内运行。不过在经济下行压力加大的背景下，银行惜贷、企业贷款意愿不强的现象仍然存在，叠加表外业务管控以及债券违约事件频出，融资难问题依然突出，使得通常滞后社融拐点半年的名义 GDP 增速拐点并未在 2019 年到来，但随着逆周期调节力度的加码，经济阶段性的拐点或有望显现。

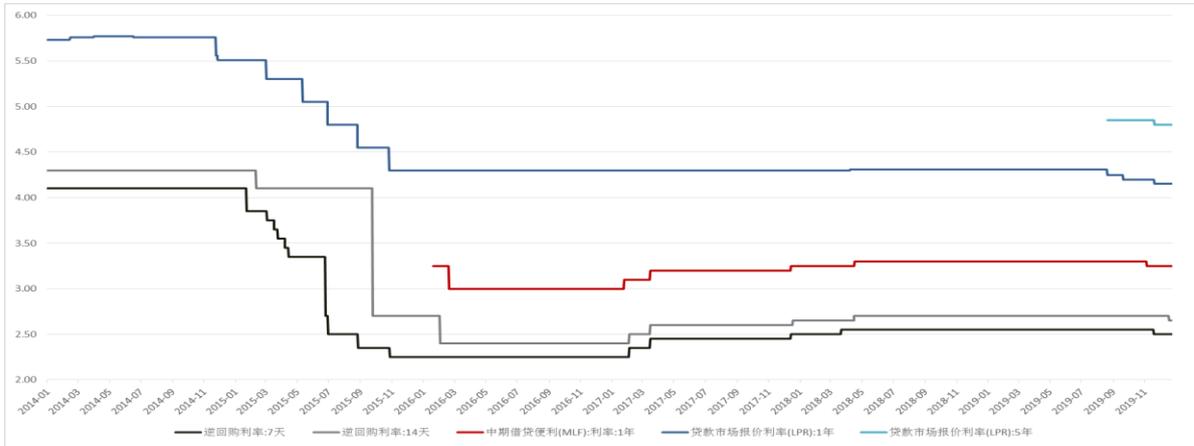
图表 32 名义 GDP 与社融存量增速 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind

下半年央行年内通过下调存款准备金率、MLF 与 OMO 操作利率以及多次调降 LPR 基准利率，推动整体贷款加权平均利率下行，降低企业融资成本。在此前降低融资成本效果有限的情况下，央行调整利率主要集中于八月份以后，贷款利率的变化仍有待四季度数据的进一步确认。现阶段 MLF 与 OMO 利率相较于 2017 年开启的上升过程，仍有一定的回落空间，且现阶段十年期国债收益率在经历了一年的震荡后，仍处在半山腰上。

图表 33 货币工具利率逐步回落



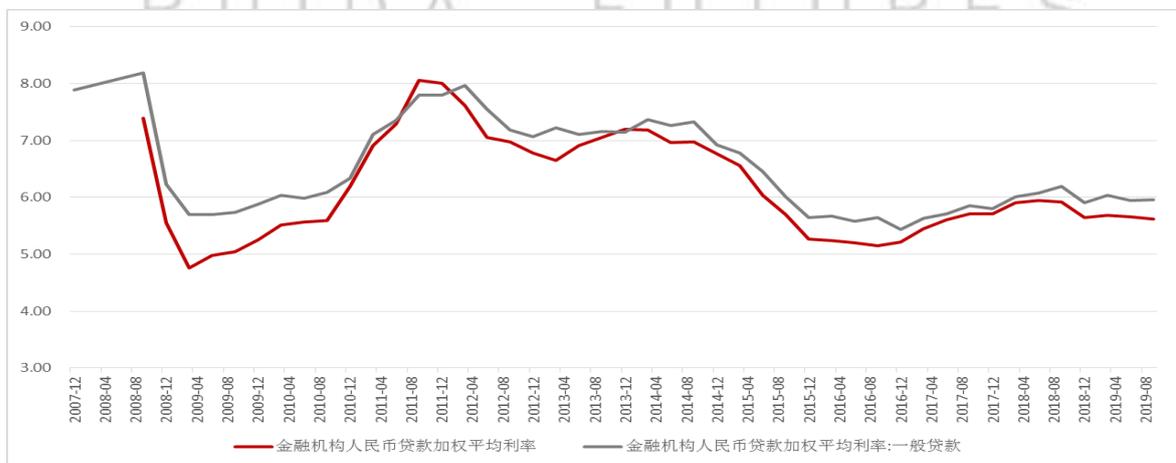
资料来源：瑞达期货 Wind

图表 34 10 年期国债收益率变化 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 35 金融机构贷款平均利率



资料来源：瑞达期货 Wind

猪肉价格的大幅上涨，成为 2019 年关注的焦点。2019 年 11 月 CPI 同比上涨至 4.5%，创下 2012 年 1 月份以来新高，其中猪肉价格同比大涨 110%，推动食品价格同比增长 19.1%，成为通胀大幅上升的重要因素。若观察非食品 CPI 及核心 CPI 指标不难看出，整体趋势保持向下，而其余分项衣着、生活用品、交通和通信、医疗保健等，下行趋势依然明显，通胀维持在较低的水平。在多数 CPI 指标保持回落态势的背景下，央行利率在年底进一步调整货币工具利率，说明在当前的经济形势下，并非因需求端引起的猪肉价格波动并不会对央行政策的实施形成制约。2020 年随着猪肉供给增加以及基数原因，食品 CPI 预计将逐季回落，而伴随着需求端的缓慢回升，全年 CPI 仍将稳定在 3%左右的水平。

在“灵活适度”的货币政策（中央经济工作会议）基调下，2020 年稳增长与解决民营企业融资难、融资贵的需求较强，使得相对审慎的政策调整空间可能更大。随着利率传导机制的继续完善以及 LPR 报价机制的逐步推广，2020 年仍将保持量稳价降的格局。

图表 36 CPI 加速上扬



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 37 核心 CPI 与食品 CPI 分化明显

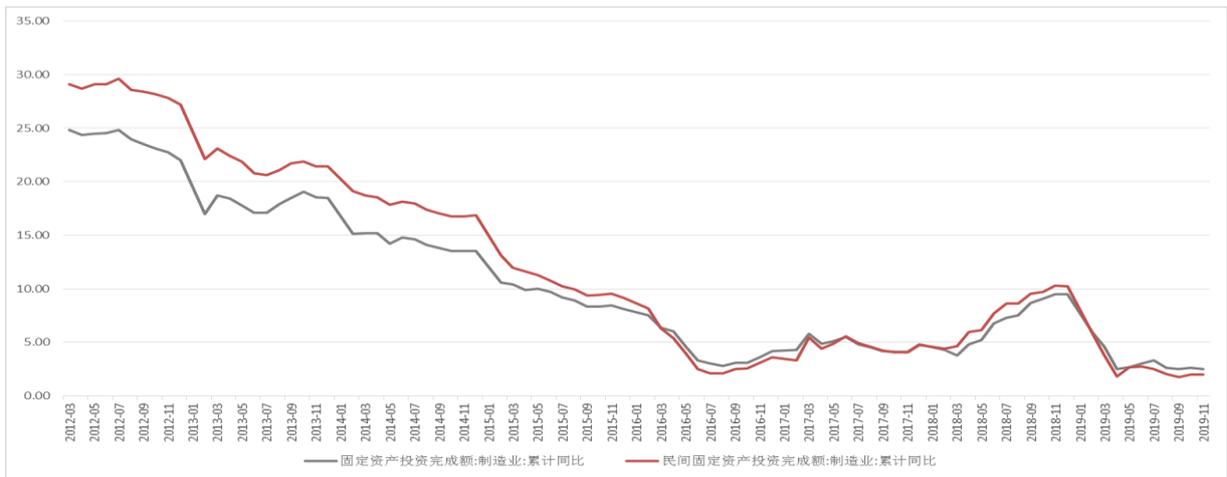


资料来源：瑞达期货 Wind

(五) 经济企稳关键--制造业投资

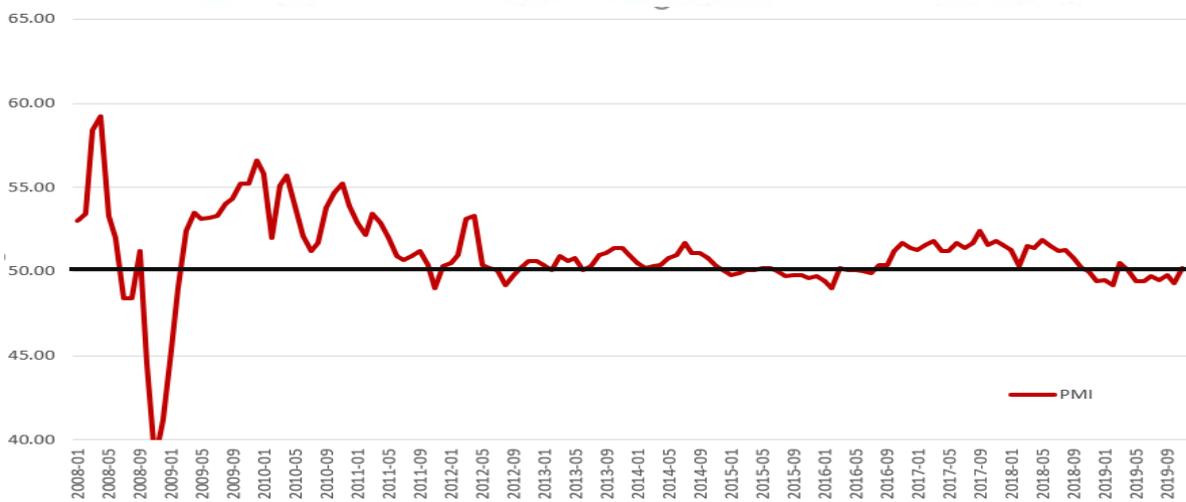
制造业以及基建投资增速下行是固定投资增速持续放缓的重要因素，2019 年前者增速回落至历史低位，仅有 2.5%，且制造业 PMI 2019 年多数时候维持在荣枯线下方运行。在制造业投资中占比达到 85%的民营制造业投资同步下行，则是制造业投资下滑的主要因素。

图表 38 制造业与民间投资增速同步下行 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind

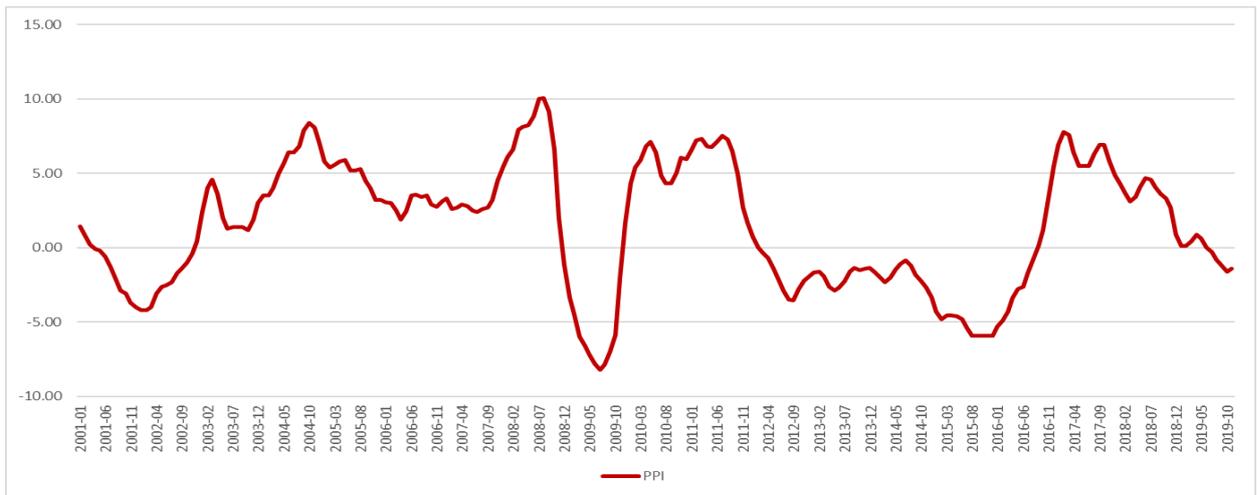
图表 39 制造业 PMI



资料来源：瑞达期货 Wind

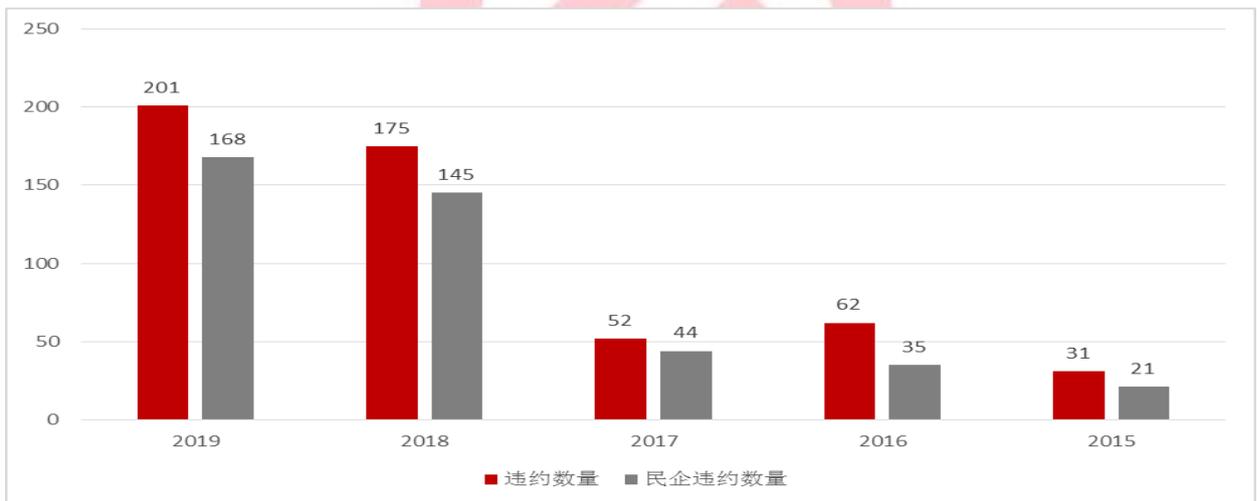
供给侧改革去产能达到阶段性目标，且产能利用率持续保持高位，但在经济增速下行过程中，对外贸易及国内消费等需求端低迷表现，推动 PPI 增速持续下行并步入通缩区间，对企业盈利能力形成一定的冲击。另一方面，在盈利能力下滑、企业债券违约数量陡增的背景下，金融机构对民企经营前景的担忧依然存在，融资贵、融资难问题依然明显。

图表 40 PPI 步入通缩



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 41 民企债券违约数量仍处高位

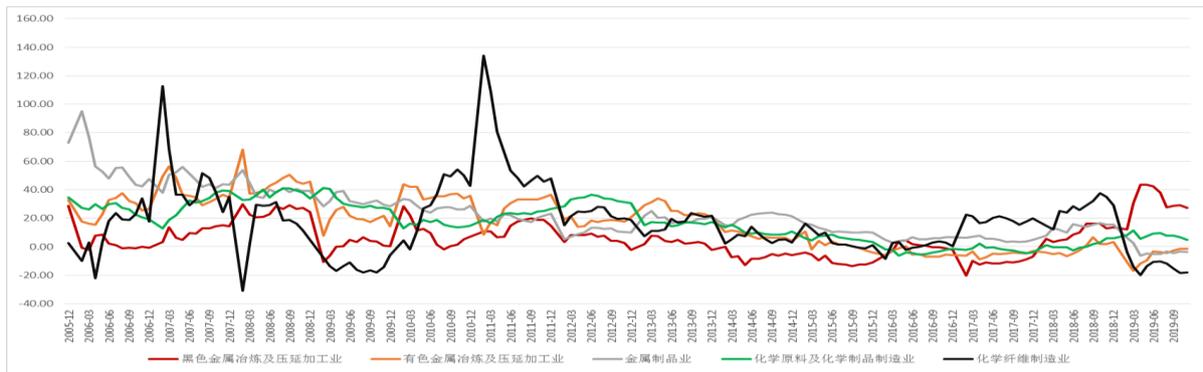


资料来源：瑞达期货 Wind

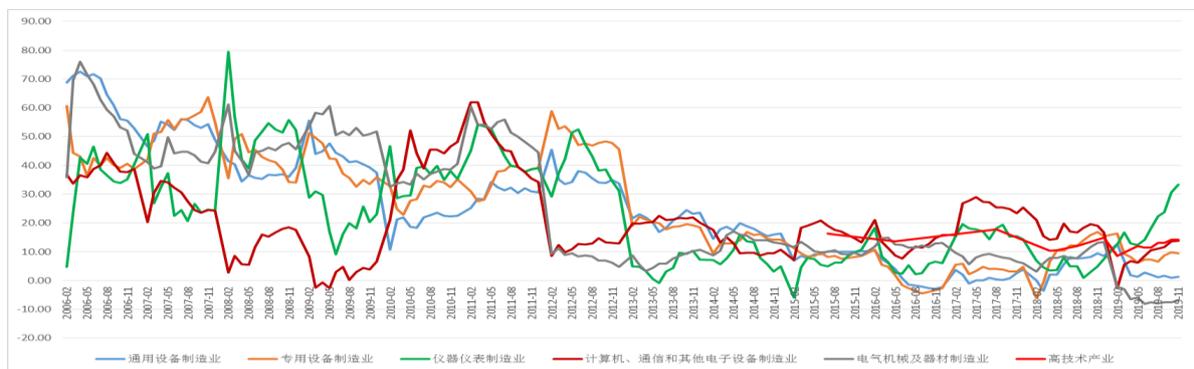
不过中央近两年对民营企业关注度明显提高，从 2018 年末民企座谈会到 2019 年底《中共中央 国务院关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》，一系列改善民营经济的政策及意见出台；与此同时，新一轮基建补短板、刺激消费、稳定出口、减税降费、降低融资成本等举措最终目标在于提振市场需求，将有助于提升企业盈利能力，改善民企生存环境以及企业家信心，推动新一轮库存周期到来，带动投资回暖。

值得注意的是，在 2018 年 GDP 增加值占比达到 16% 的新经济，在过去一年中投资增速已出现回升迹象，这也与政策逐渐向现代化产业链、战略性新兴产业倾斜有关，而 5G 商用化、集成电路产业基金及战略性新兴产业发展基金、科创板推出，提升企业融资能力及盈利预期，新经济投资的发力有望成为 2020 年制造业投资增长的重要引擎。

图表 42-43 投资新动能逐渐崛起



资料来源：瑞达期货 Wind



资料来源：瑞达期货 Wind

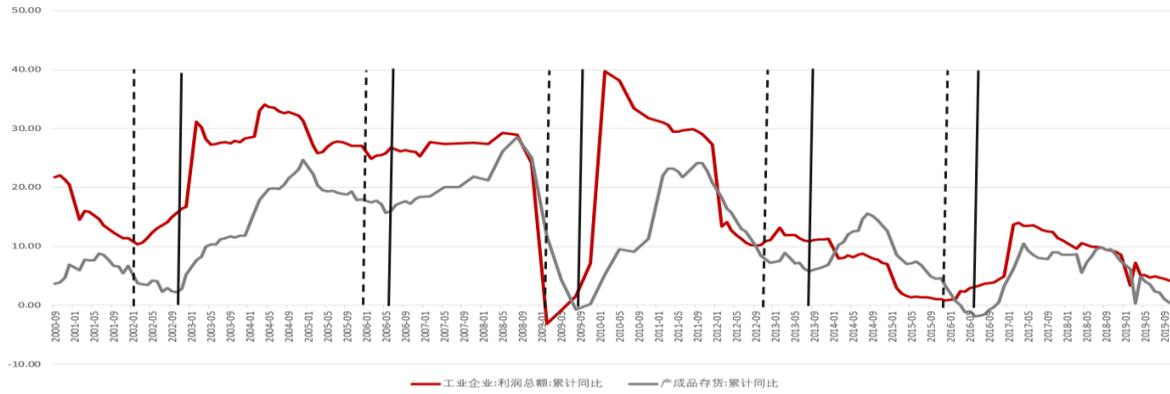
通常情况下，一个制造业投资周期开始扩张的初期，当营收回暖速度快速库存增长时，企业必须充实其库存。同样的在过去 20 年，我国工业企业营收及利润增速先于库存增速见底，通常领先六个月到一年的时间。从整个工业企业营收/利润增速上升到回落通常以四年为一个周期，自 2016 年以来的营收/利润周期至今已接近四年。以此类推，三年半到四年的库存周期有望结束。伴随着稳增长举措发力、民营企业营商环境改善以及结构性改革红利的释放，在经历被动去库存后，下半年经济或有望迎来一轮全新的库存周期，带动制造业投资回暖，居民收入增加，进一步推动消费增长。

图表 44 制造业投资与产成品库存增速 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 45 企业营收与产成品库存 (%)



资料来源：瑞达期货 Wind



瑞达期货
RUIDA FUTURES

市场改革：风雨漂泊三十载 A 股步入新时代

从年初中央集体学习金融供给侧结构性改革，到科创板上市，再到“深改 12 条”出炉，最后到中央经济工作会议，标志着步入而立之年的中国资本市场迎来改革发展新时代，并且受到高层的格外重视。当前国内经济正处在转型升级的关键阶段，但伴随着经济下行压力加大，企业融资难融资贵的问题依然突出，为企业拓展多元化的融资渠道，服务实体经济，成为现阶段资本市场的重要任务。改革的推进将提高企业股权直接融资的效率，有助于企业降低债务端压力，稳定企业杠杆率，并且随着资本市场制度逐渐完善以及开放力度的持续加大，将为实体企业注入“新鲜血液”，也将进一步推动国内资本市场健康发展。

回望历史，如下图所示，细数历次资本市场重磅改革，总能为 A 股市场带来积极的影响，亦是市场开启新一轮上涨行情的关键节点（除 2001 年发行制度改革）。因此在资本市场改革明显提速的当下，改革的成果或将直接在 A 股市场上得以体现。

图表 46 A 股改革进程



资料来源：瑞达期货 Wind

一、资本市场改革提速

在中央年初提出金融供给侧结构性改革后，国内资本市场改革开放力度明显加大，QFII 额度取消限制、注册制试点取得积极成果、再融资规则迎来松绑等有助于资本市场发展的重要举措纷至沓来。在经历了半年多的调研、论证后，资本市场全面深化改革清单（深改 12 条）正式出炉，标志着新一轮改革全面提速，同时科创板这块中国资本市场改革试验田的推出，将 A 股带入全新的发展时代。

在改革框架确定后，未来一到两年内 12 条改革措施将逐步进入实施和见效阶段，上市公司质量提升及各类资金入场，将潜移默化的推动新一轮牛市的形成，并强化资本市场服务实体经济的能力。改革过程中

痛点和难点的推进，或将对 2020 年的走势产生一定的影响，但在稳字当头的环境下，负面的影响预计将较为有限。以下部分我们将对“深改 12 条”与日常投资息息相关的九条内容的推进情况进行分析，以便投资者更好的理解。

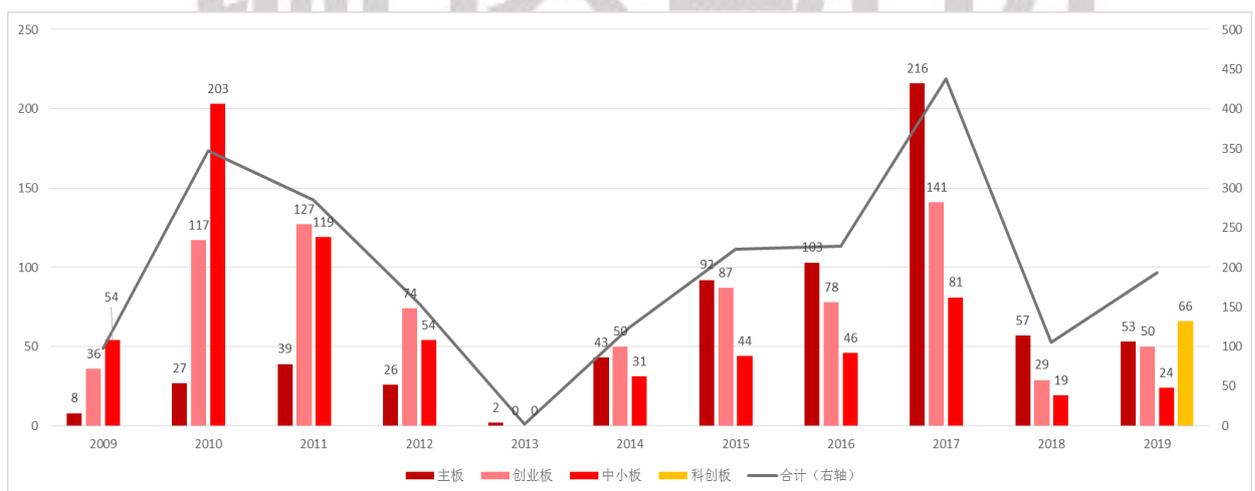
（一）注册制推广

随着科创板推出，这块中国资本市场的试验田开启了新一轮 A 股市场新股发行制度改革，为民营企业直接融资提供了更便捷的途径，也使得 2019 年 IPO 市场增长迅速。科创板注册制的推出对于资本市场而言，将进一步优化市场结构，壮大机构投资者的比重，并且采用由承销商、保荐人向客户询价的市场化定价模式，使之与成熟市场间的差距逐步收窄，一二级市场的价差逐渐缩小。

2020 年，科创板注册制试点将有较大概率推广到创业板，甚至是中小板，并且伴随着分拆上市的推进，将有望明显提升资本市场的融资效率和规模，为穿新兴和中小型企业融资提供支持。意味着 2020 年新股发行或将延续 2019 年的节奏，考虑到 IPO 可能将继续向中小民营企业倾斜，中小创及科创板 IPO 企业或将远超主板，但个股融资规模预计将较 2019 年有所下降，对市场内资金的影响有望逐渐弱化。

上市资格的不再稀缺，打新收益将继续下滑，几乎无风险的收益终将成为历史。此外，打新无风险收益每况愈下，或将减少部分投资者对于大盘股及打新底仓的配置需求，近几年来大强小弱的格局将有可能发生转变。此外，注册制试点的推广以及股票供应的加大，将推动市场自股权分置改革后的又一次估值重构，回到一个合理水平，同时也将推动优劣个股的进一步分化。

图表 47 IPO 发行数量



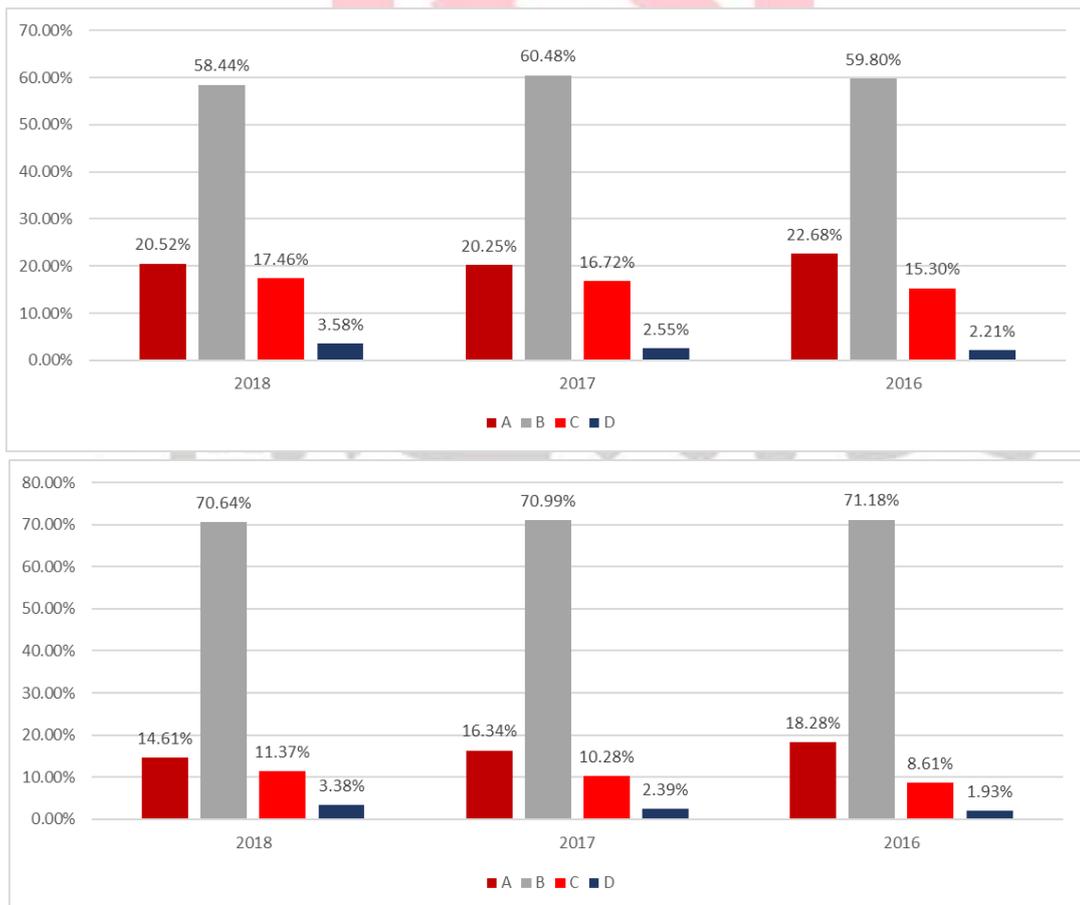
资料来源：瑞达期货 Wind

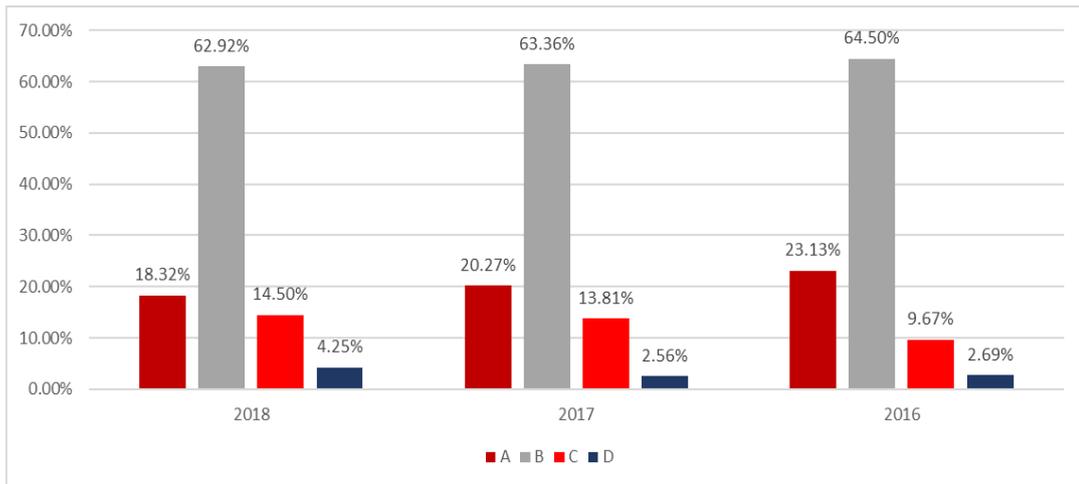
（二）提高上市公司质量

提高上市公司质量作为“深改 12 条”的关键内容，具体的方案及治理时间周期已经出炉，标志着上市公司整体面貌的改革进入实施阶段。提高信披质量、促进市场优胜劣汰、优化重组上市及再融资制度、化解金融风险等问题将有望逐步得到改善和解决。

信息披露及年报是投资者判断市场和上市公司投资价值的重要渠道。从近来沪深交易所披露的信披考评结果来看，四个等级的比重保持平稳，但公司总体信披质量有所下滑，C 级和 D 级上市公司比重在主板、中小创中均呈现上升态势。与此同时，年报审计中出现问题的比重也在近三年逐年上升，特别是中小板及创业板尤为明显。上述数据的变化，与 2018 年来监管层加大对信披质量的监管力度以及企业业绩下滑有所联系，随着监管力度加大以及更为完善的科创板信披规则逐步向各板块延伸，信披质量的上升，有助于增加资金的参与热情。

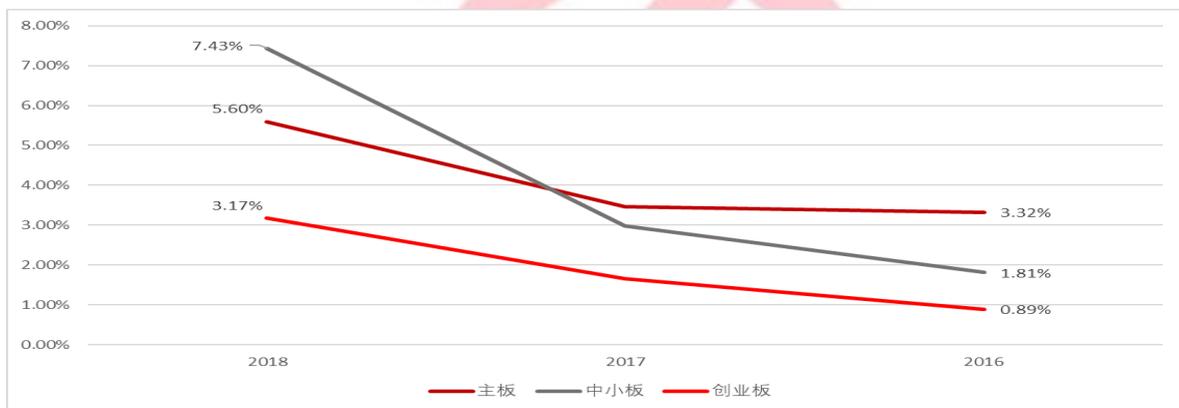
图表 48-50 主板、创业板、中小板信批质量评级分布





资料来源：瑞达期货 Wind

图表 51 未能获得“标准无保留意见”上市公司占比上升



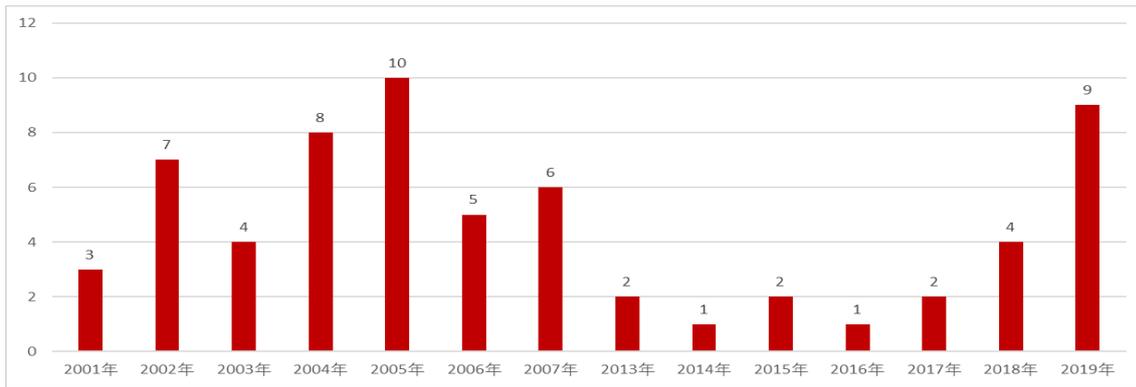
资料来源：瑞达期货 Wind

(三) 退市迎加速期

上文提到的注册制试点扩展将令 A 股市场规模逐步扩大，也将为市场带来质地更优的上市公司，不过 A 股劣币驱逐良币的现象，仍时常发生。这一现象虽然随着价值投资理念的逐渐普及以及退市力度的加大，有所减弱，但在推动中国资本市场发展和加大服务实体经济的过程中，加大退市力度及打击信披违规，推动上市公司以及投资回归本源，仍是解决当前市场供需矛盾的关键。

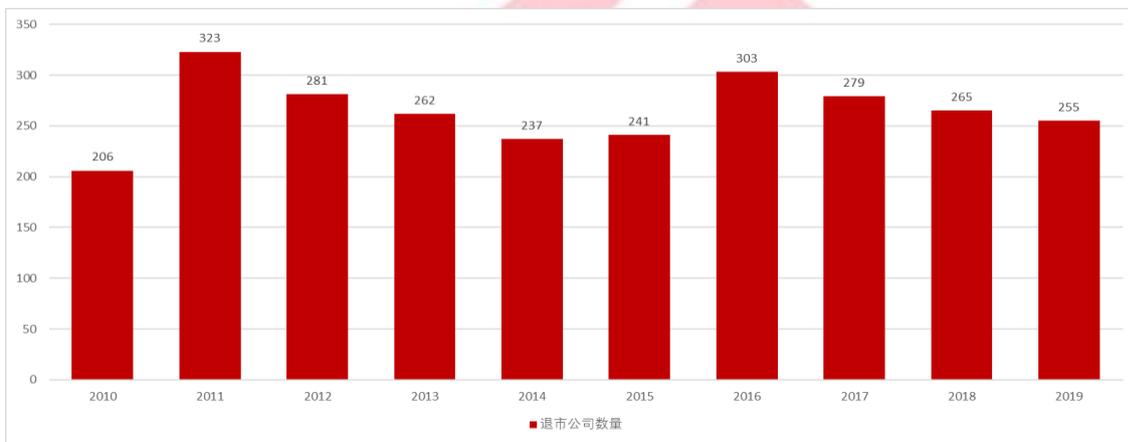
从统计数据来看，2000 年以来 A 股市场合计退市家数仅为 64 家（剔除吸收合并、私有化）。近两年随着监管力度加大，退市家数明显增加，达到近 10 年来的高峰。与 04-05 年因连续亏损所导致的退市潮相比，19 年更多则是因不符合上市条件，市场出清的速度逐渐加快，但与最为发达的美股市场相比，力度仍远远不够。科创板退市规则的改革中，简化退市程序，并新设组合性财务退市指标，将有助于市场加速出清，同时推动上市公司回归主业。这对于创业板和其他主板市场退市制度改革具有很强的借鉴意义，在退市力度加大的情况下，投资者也应提高优劣标的的甄别能力。

图表 52 A 股退市数量



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 53 美国上市公司退市数量（存量-IPO 发行数量）



资料来源：瑞达期货 Wind

（四）并购周期开启

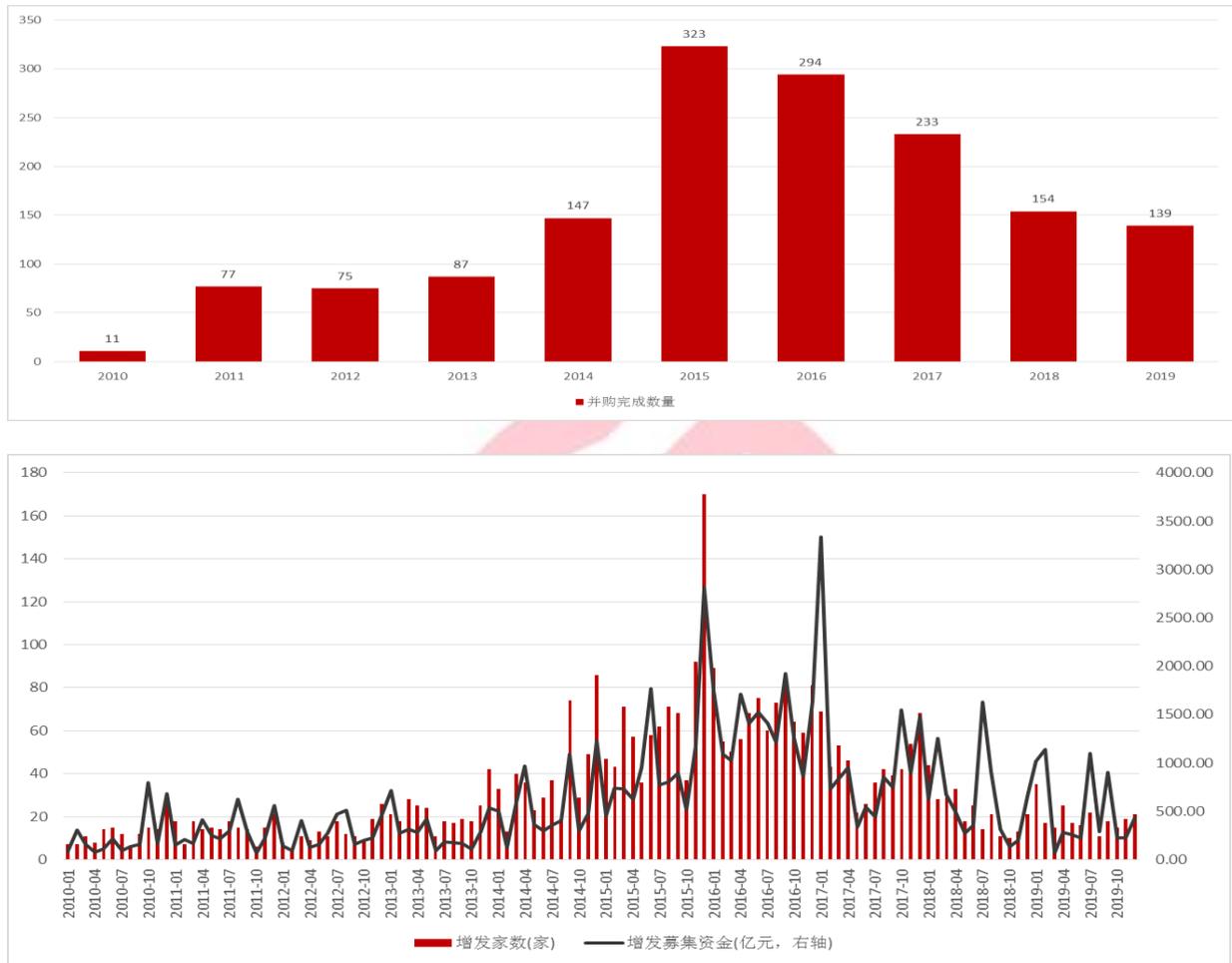
重组与再融资新规于年内均已落地，沉寂已久的再融资和并购市场有望重新焕发活力。从新规来看，并购重组取消净利润限制、累计首次原则缩短至三年、支持符合国家战略的新兴产业相关资产在创业板重组上市；与此同时，再融资制度在折价限制、减持流程、批文有效期、定价机制等多项制度上进行了优化。

在经历了大规模商誉减值的洗礼后，并购重组及定增迎来松绑，为符合融资条件的企业提供便利。科创板及创业板双线并进推动直接融资，强化金融服务实体经济的能力，深化金融供给侧改革，促进产业转型升级，推动经济高质量发展。

此外，并购重组的放松意味着业绩较差，遭遇增长瓶颈的公司将有望迎来新生。此外，一旦优质资产的介入，将极大提升创业板的质量，并在经济层面上起到稳就业、稳投资的作用。相对应的监管措施出台以及监管层对于欺诈发行和信披违规的强硬态度，将有望避免前几年并购重组及借壳上市乱象横生的局面。并购周期的重启，以及优胜劣汰格局的形成，正反馈将逐步形成，对于市场中长期的慢牛格局的形成将会

有着重要的意义，令市场变得更为健康，为长期牛市奠定基础。

图表 54-55 并购重组及增发情况



资料来源：瑞达期货 Wind

(五) 做空机制逐步完善

尽管做空机制的建设并未在“深改 12 条”中被提及，但对于逐渐走向成熟的 A 股市场而言，此项基础制度的建设仍是市场内的主要短板。现阶段，A 股仅能通过有限的融券标的及个股期权、股指期货及期权、ETF 期权，且较高的融券成本以及投资者资金门槛的要求，使得一般投资者并不能参与其中。

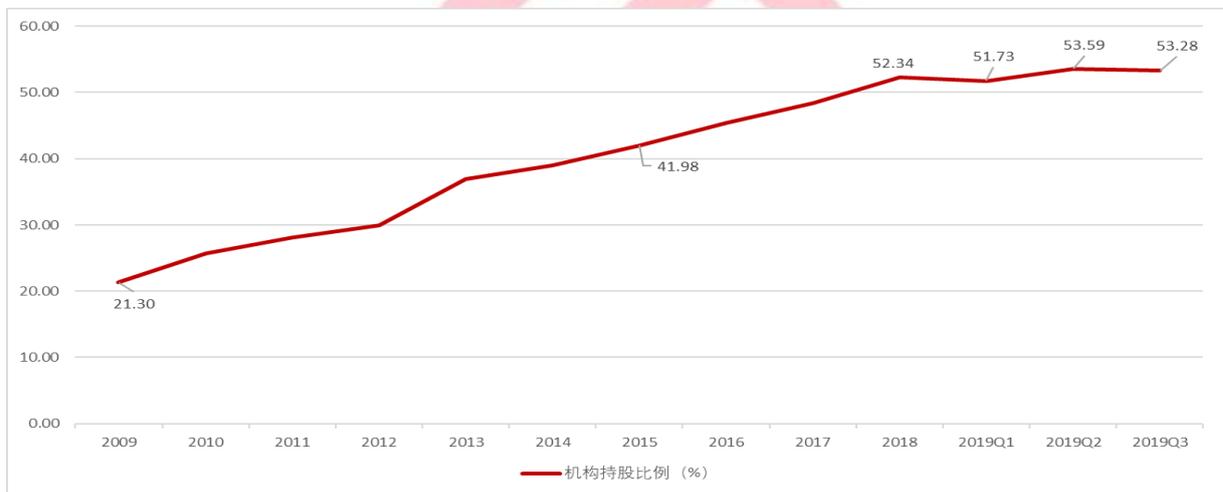
现有的做空机制尚无法完全发挥其对冲市场风险、提高市场效率、平抑价格波动、推动股价估值保持合理、改善上市公司治理等功能，因此进一步放开并健全期货和期权品种、放开融券标的的范围并降低融券成本，仍是 A 股改革和牛途中的必经之路，也是吸引长期资金入市的重要途径。

随着 A 股投资者的逐渐成熟，“谈空色变”已经逐渐成为历史。科创板这一全新市场的设立，以及其较为特殊的交易机制，有望作为 A 股市场做空机制的试验田，为机制的进一步完善提供参考。

二、增量资金来源

完善市场基础制度以及提升上市公司质量，最终带来的将是增量资金的持续流入，而这也是“深改 12 条”中的重要内容之一。下半年以来监管部门多次发声鼓励中长期资金入市，重视程度可见一斑。长期资金在提高股票价值和资产配置效率的同时，也将减轻股市扩容对流动性的冲击，缓解市场的担忧情绪。当前 A 股市场逐渐进入机构化时代，近两年对于市场投资风格的影响亦在逐渐显现。具体数据来看，过去十年间全部 A 股机构持股比例由 21.3% 上升到 2019 年三季度 53.28%，而与 2015 年牛市相比则上升了 11 个百分点，机构逐渐在 A 股市场中占据绝对话语权。随着监管部门对于机构资金的召唤以及对冲工具的扩容，将有利于包括外资、险资、养老社保、银行理财等机构资金的进一步介入。

图表 56 机构持股比例逐年上升

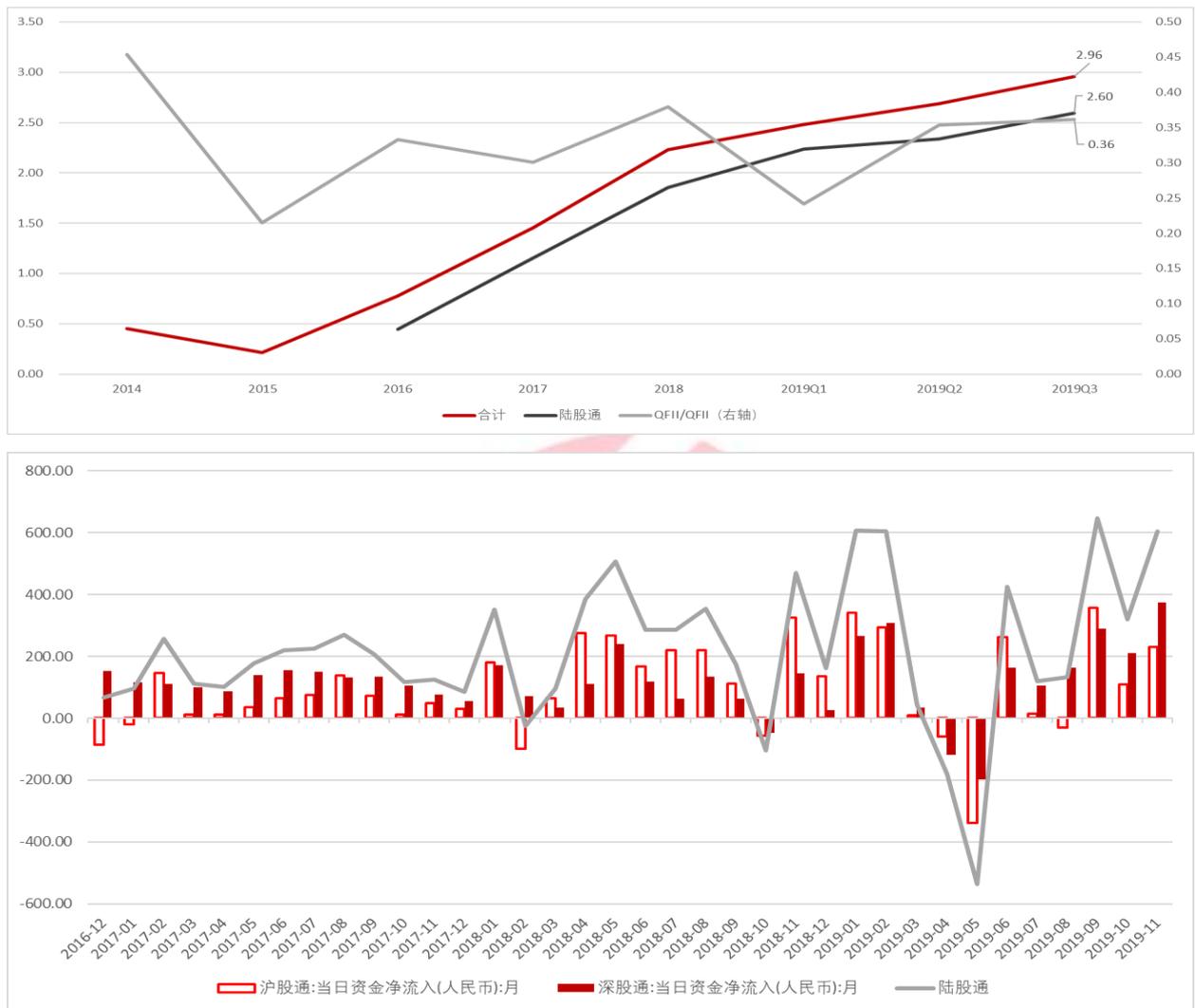


资料来源：瑞达期货 Wind

（一）境外资金

A 股相继纳入 MSCI、FTSE 及标普道琼斯指数并稳步提高纳入权重，同时 QFII/RQFII 取消一系列限制（额度、汇出比例、锁定期），标志着自 2000 年我国加入 WTO 后，资本市场国际化进程迎来又一次提速。截至 2019 年 9 月末，外资合计持有 A 股市值达到 1.3 万亿元，持有流通股比例升至 2.96%，与去年同期相比市值和比例分别上升 4675 亿元和 0.81%。陆股通资金成为外资流入的重要渠道，并且成为市场情绪的重要风向标，截至 12 月中旬，年内已净流入 3337.95 亿元，超越 2009 年的 2942 亿元。值得注意的是，境外持股比例达到警戒线的情况，在 2019 年已经发生两次，说明外资对于国内优质资产的偏爱。在 A 股市场逐步开放以及外资持续流入的背景下，现象发生的概率或将逐渐提高，对于外资投资的限制和约束预计将逐步放开。

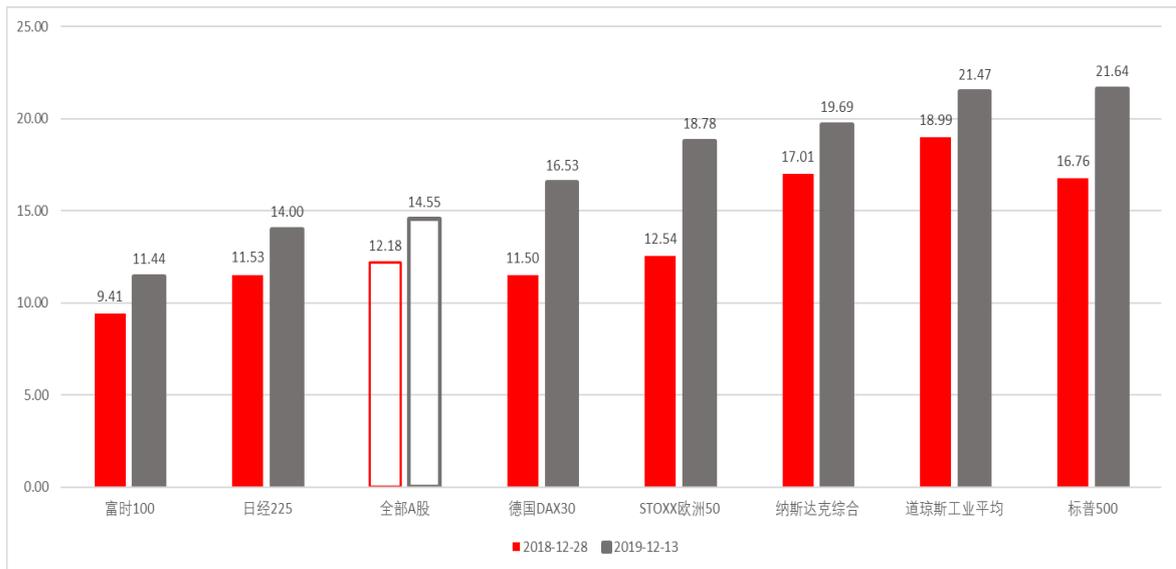
图表 57-58 外资持股比例 (%) 与陆股通流向 (亿元)



资料来源: 瑞达期货 Wind

2020 年目前仅有 FTSE 指数公布了三月份纳入计划, 指数纳 A 进程的放缓, 或将对海外增量资金的流入造成影响。不过随着我国资本市场开放水平的提高, 中国庞大的经济体量和潜力, A 股较为便宜的估值以及与国际市场越发紧密的联系, 外资对于中国市场的投资热度预计将保持平稳。

图表 59 全球主要指数市盈率



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 60 上证综指与美日英指数走势相关性

上证综指相关性

	近十年	近三年	近一年
日经 225	0.54	-0.163	0.483
纳斯达克	0.399	-0.429	0.645
标普 500	0.393	-0.378	0.616
富时 100	0.356	0.452	0.75

资料来源：瑞达期货 Wind

(二) 商业银行理财资金

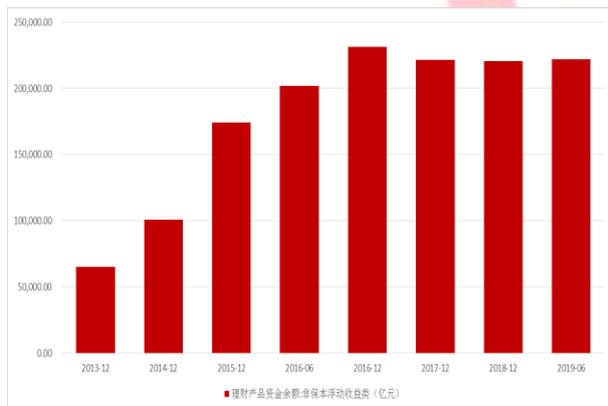
商业银行理财子公司进入人们的视野，截至九月下旬，已有 33 家银行公告将设立理财子公司，其中 13 家获批筹建并有 8 家正式开业。现阶段获准开业的理财子公司数量较少，且权益类投资专业要求较高，固收类产品仍将是一个阶段内的主流。根据《银行业理财市场年度报告（2019 上半年）》统计，22.18 万亿元非保本银行理财产品，仅有 9.25% 投资于权益类资产，债券占比达到 55.93%。但随着银行理财子公司规模壮大、国内资本市场的进一步成熟、MOM 产品新政落地、资管行业格局重构，以及客户对资产配置多样化的需求，银行理财资金将循序渐进，为 A 股带来增量资金。

图表 61 获批银行理财子公司名单

子公司名称	注册资本 (亿元)	获批日期	成立日期	2019 上半年非保本理财余额 (亿元)	2018 年非保本理财余额 (亿元)
徽银理财	160	2019-08-21		1474.67	1013.88
农银理财	50	2019-01-04	2019-07-22	1500.00	1556.00
杭银理财	10	2019-06-24		1881.46	1644.52
宁银理财	20	2019-06-26		2498.28	2347.05
光大理财	150	2019-04-16	2019-09-24	7045.06	6890.02
中邮理财	80	2019-05-28		8078.00	7575.00
交银理财	10	2019-01-04	2019-05-28	10081.34	9600.03
中银理财	120	2018-12-26	2019-06-24	10580.89	11572.01
信银理财	50	2019-12-06		10991.06	10589.07
兴银理财	50	2019-06-06		12064.11	12247.97
建信理财	50	2018-12-26	2019-05-20	18108.13	18410.18
招银理财	100	2019-04-16	2019-10-31	21098.49	20521.83
工银理财	80	2019-02-15	2019-05-20	23318.14	25758.57

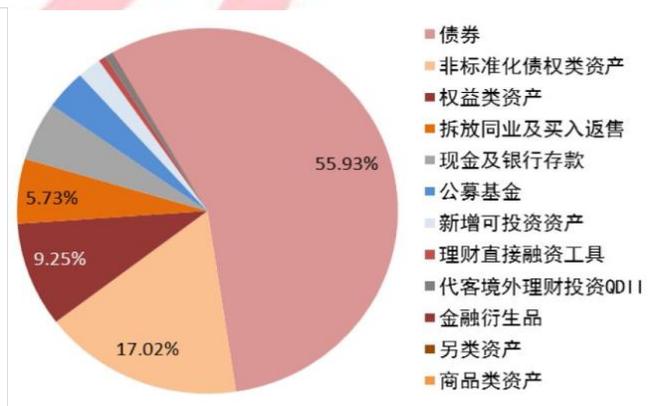
资料来源：瑞达期货 Wind

图表 62 非保本理财产品资金余额



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 63 非保本理财产品资产配置情况

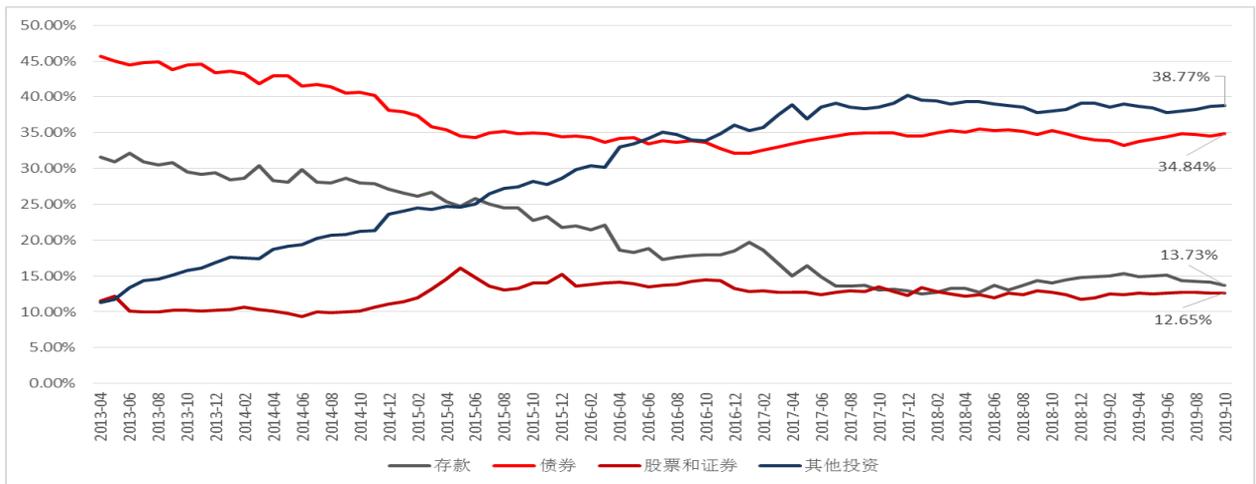


资料来源：瑞达期货 银行业理财登记托管中心

(三) 保险资金

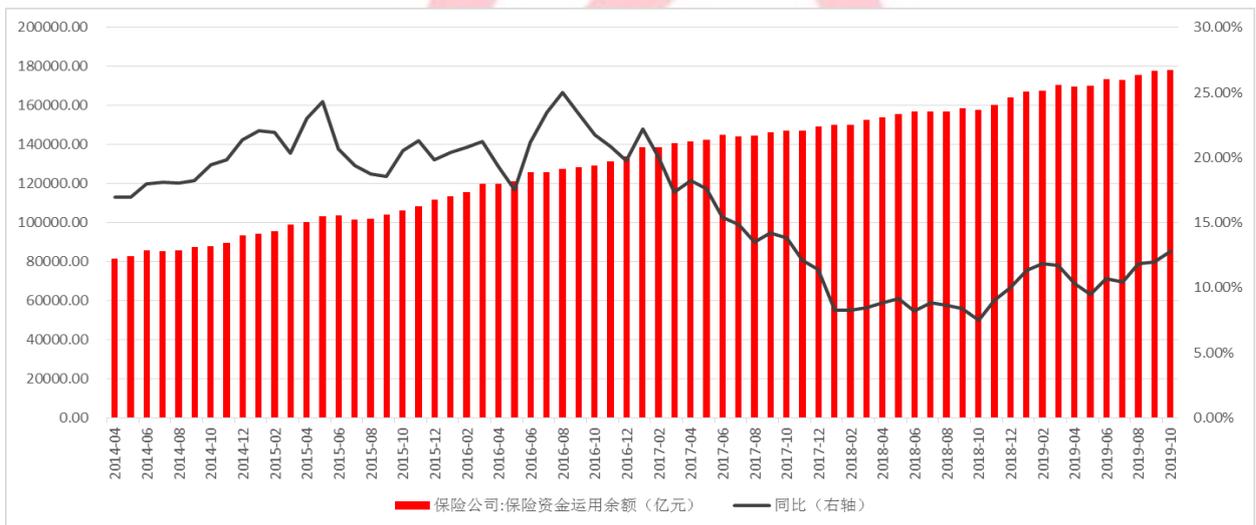
2018 年下半年以来，监管层多次发声并出台政策促进保险资金入市，并在近两年逐渐成为 A 股市场最大的机构投资者，险资 2019 年 Q3 持有 A 股市值 1.33 万亿元，占总市值的 2.5%。2019 年 10 月份，保险公司资金运用余额为 17.8 万亿元，同比上升 12.78%。固收类资产仍是险资首选，债券和存款占比为 48%，股票和证券投资占比则为 12.65%，与美国险企近 30% 资金投向权益类资产相比，仍有一定的上升空间。险资有望在一系列“组合拳”的推动下，保险资金投资股市比例上限有望提升，在 2020 年继续为 A 股带来较大体量的增量资金。

图表 64 保险公司资金投资分布



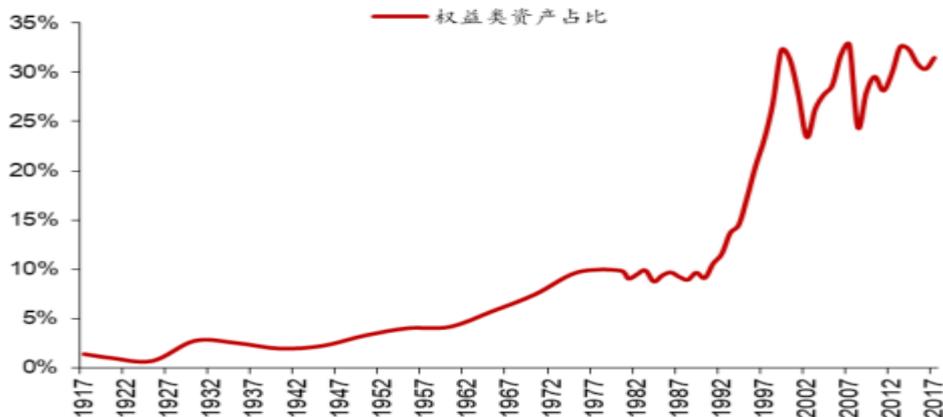
资料来源：瑞达期货 Wind

图表 65 保险公司投资余额



资料来源：瑞达期货 Wind

图表 66 美国保险公司权益类资产投资占比

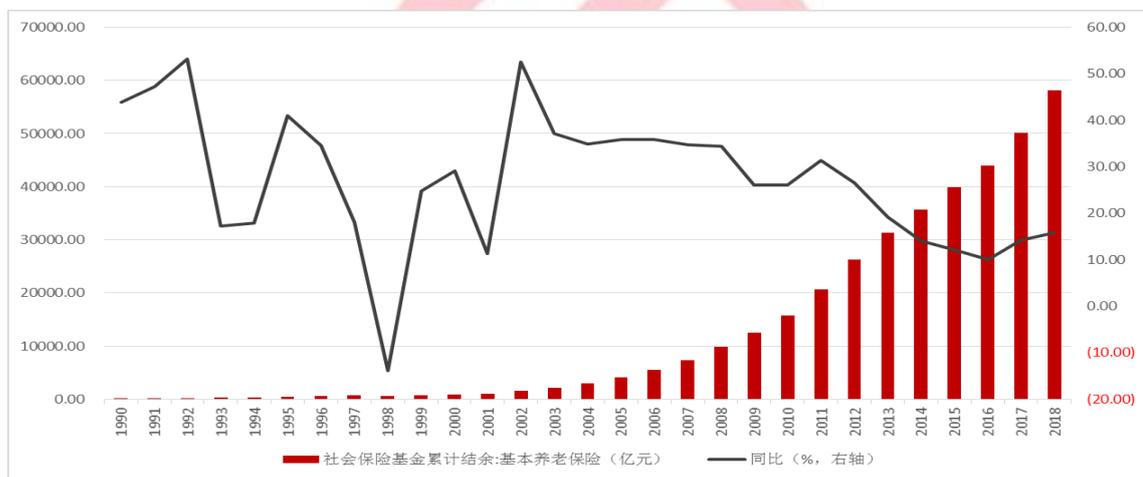


资料来源：国联证券 瑞达期货

(四) 养老金投资

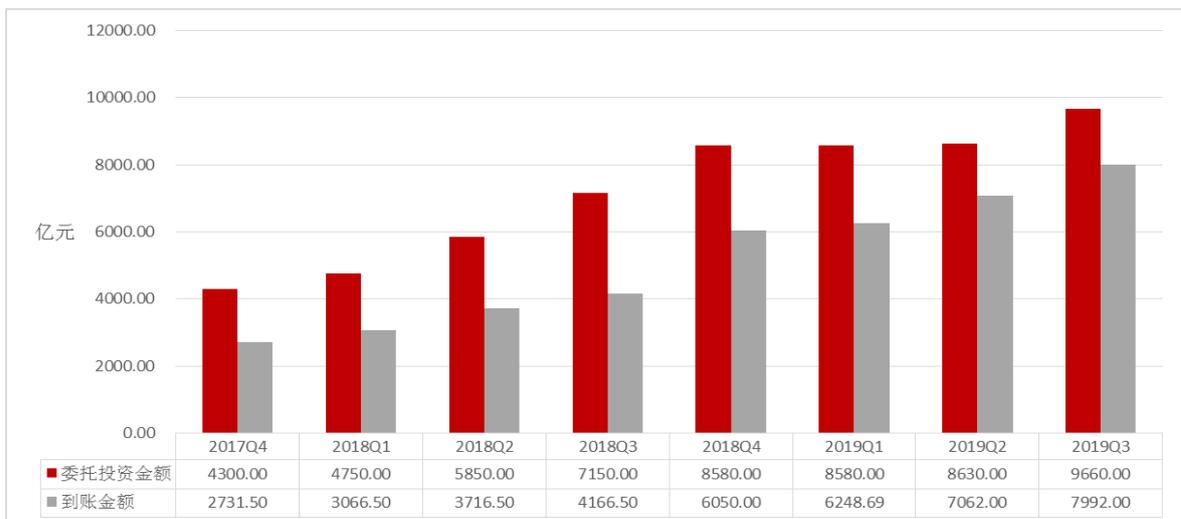
与目前相对成熟且体量较大的社保基金权益投资相比，国内养老基金虽在近两年已经取得了较快的发展，但体量依然较小。截至 2019 年三季度，养老保险基金委托投资总额为 9660 亿元，到账投资 7992 亿元，委托资金占 2018 年末基本养老保险结余 16.6%。其中前十大流通股股东中总计出现 25 只养老保险基金组合，持股市值 121.5 亿元，占到账额的 1.52%，2017 年末则为 6 只 7.52 亿元。从海外主要国家养老基金运作来看，养老金通过购买国债和共同基金的运作是主要方向，美国退休金账户投资计划以及日本养老投资基金，国内股票投资占比分别为 44%和 25.33%，国外股票为 14%和 23.55%，国内养老金账户投资仍有较大的增长空间。

图表 67 基本养老保险结余



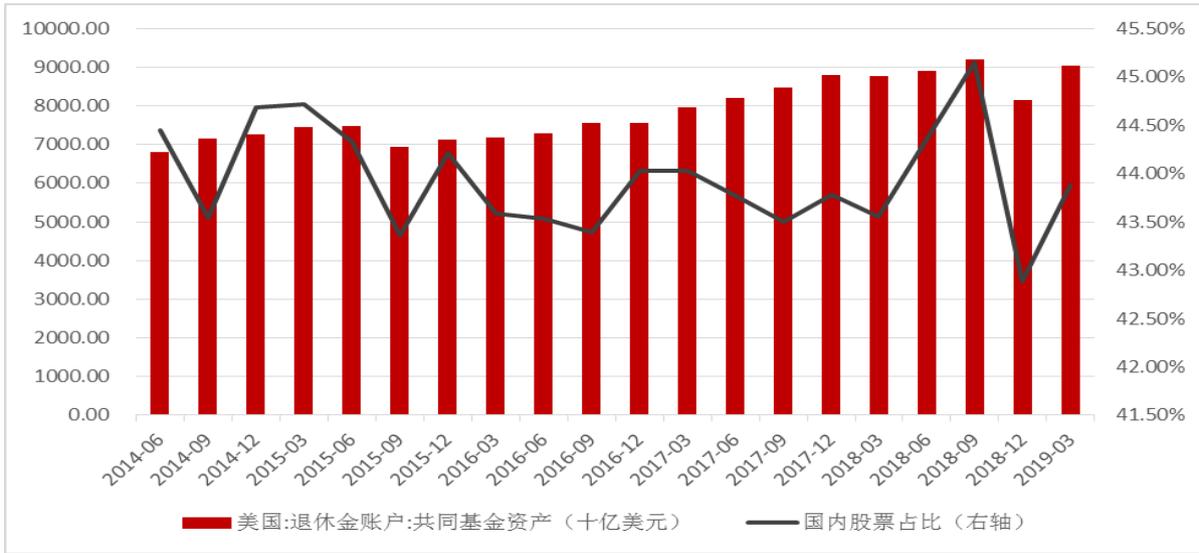
资料来源：瑞达期货 Wind

图表 68 养老金委托投资及到账金额

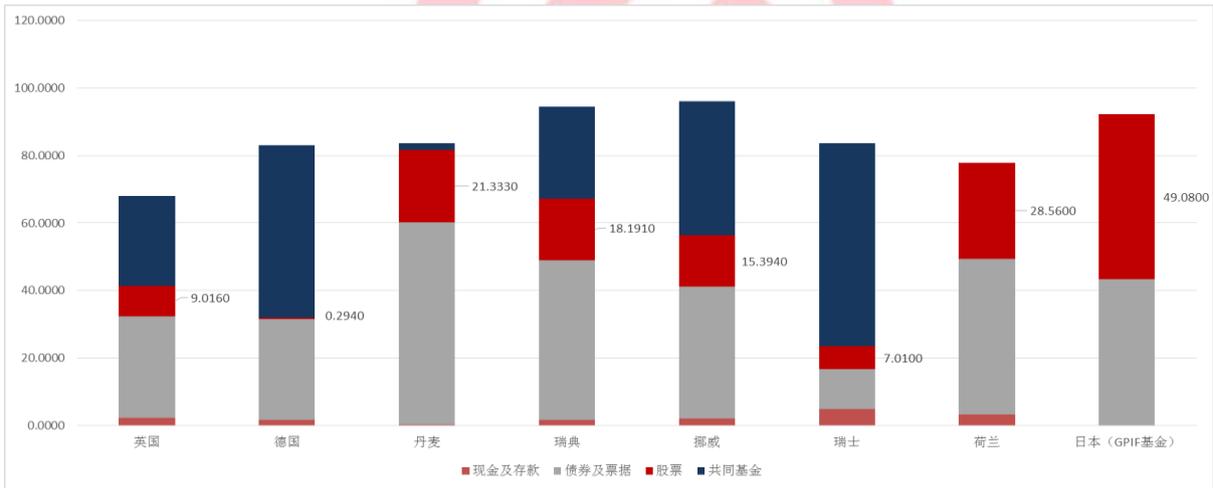


资料来源：瑞达期货 公开资料整理

图表 69-70 国外养老金投资状况（除美国、日本，其他国家共同基金无具体数据）



资料来源：瑞达期货 Wind



资料来源：瑞达期货 Wind 、GPIF

RUIDA FUTURES

业绩估值：春江水暖鸭先知 中小盘估值迎修复

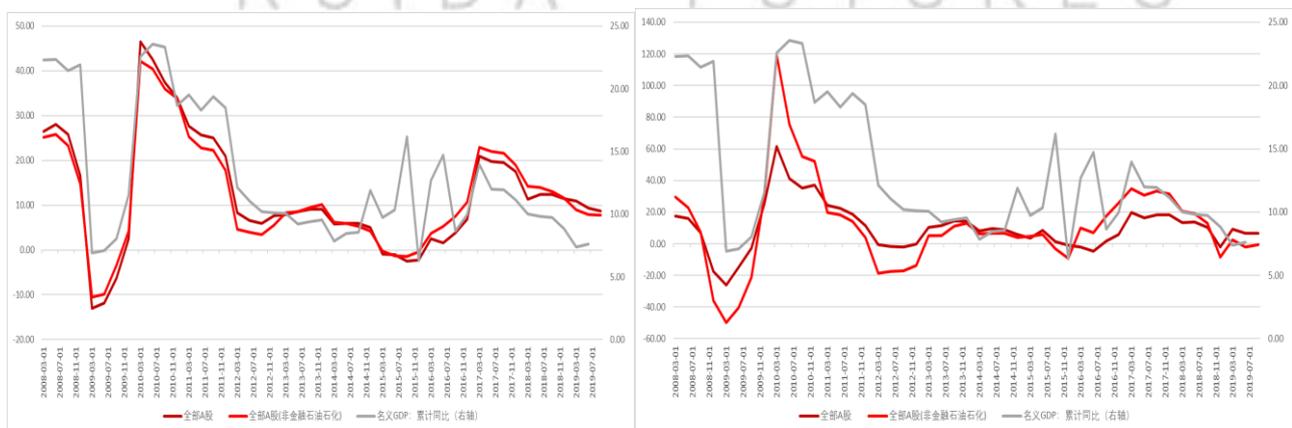
受到经济下行压力的影响，不管是一般企业还是上市公司，都面临着较大的经营压力，过去两年持续下行的 A 股营收及归母净利润增速足以体现，而这也成为 A 股估值回升路上的重要阻碍。对于资金偏好而言，估值固然重要，但盈利亦是资金流向的重要参考因素，而这也是过去一个周期，中小盘个股表现明显弱于大盘股的原因。2020 年随着政策的继续倾斜以及新动能的形成，同时伴随着经济的稳步回暖，此前表现较弱的中小创业绩回升力度预计将强于主板，而资金流向的变化或将更加明显。

一、A 股业绩面临分化

A 股业绩在经历了自 2015 年以来两年左右的扩张周期后，在 2017 年一季度达到顶点，并开始进入回落过程中。供给侧改革红利的释放结束以及需求端依然低迷的表现，现阶段增速回落的过程已经长达三年之久。2019 年前三季度 A 股盈利增速在经历了一季度的回升后保持平稳运行，全 A 和非金融两油上市公司归母净利润增速分别为 6.74%和-0.5%，利润贡献超过 50%的金融行业成为前者仍能保持平稳运行的重要因素，而营收增速则继续放缓至 8.65%和 7.77%。一季度业绩反弹后业绩再度进入下行通道，亦对 A 股整体风险偏好以及估值的回升产生负面影响。

年报 A 股归母净利润有望在 2018 年低基数、减税降费、宽松的货币环境影响下出现一定幅度的反弹。从过往名义 GDP 与上市公司业绩表现来看，宏观经济增速放缓对企业盈利的影响是显而易见的。由于 A 股上市公司仍以传统行业占主导，因此在经济周期下行中，A 股盈利增长下行较难避免。随着政策效果的显现，经济有望逐步企稳，有利于 A 股整体业绩的温和回暖。

图表 71-72 A 股营收/归母净利润增速



资料来源：瑞达期货、Wind

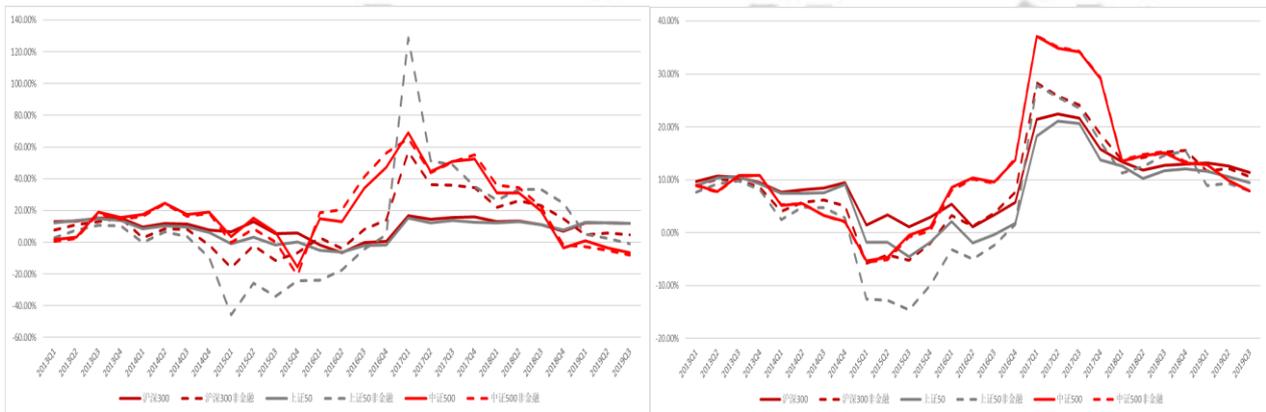
中国经济下行过程中，新旧动能也在逐步切换，不管是从前文的制造业投资还是三个板块业绩增长的分化，都预示着新兴产业的逐渐崛起，正在对经济增长产生影响，同时对 A 股整体业绩的影响从拖累向支撑转向。主板、中小板及创业板上市公司分别代表着传统企业、中小企业和科技企业。前三季度在主板及中小板非金融营收增速持续放缓，创业板则出现止跌迹象，Q3 增速回升至 9.42%；与此同时，若剔除 2018 年年报的异常值，中小板和创业板企业盈利增速已逐渐呈现反弹现象，主板下行趋势仍在延续。预计在政府加大的新兴产业及中小企业扶持力度加大的情况下，中小创业绩将有望延续回升，但受到主板业绩的影响，A 股整体较难实现大幅好转。

图表 73-74 营收/归母净利润增速（主板、中小板、创业板）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 75-76 三大期指现货指数营收/归母净利润增速



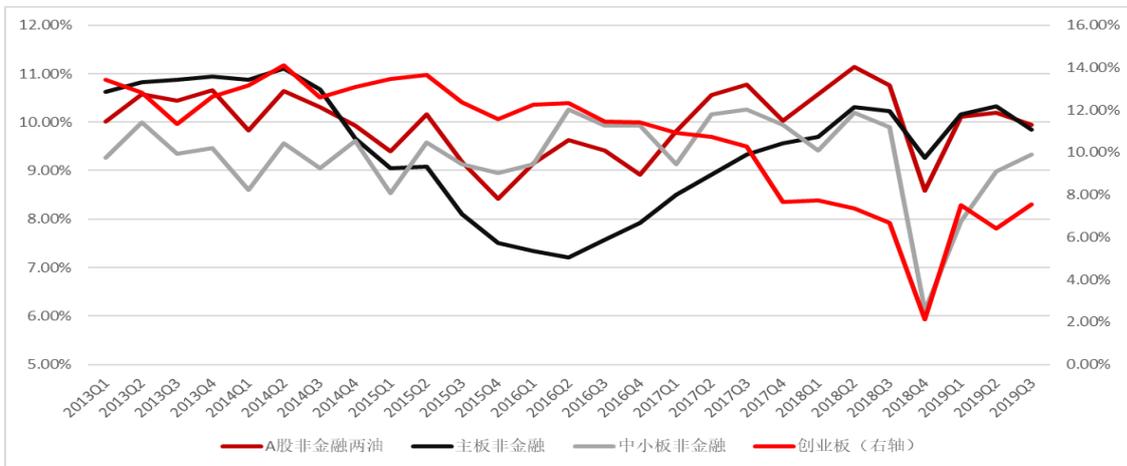
资料来源：瑞达期货、Wind

二、ROE 拆解

从 ROE 来看，在经历了 Q1 和 Q2 的平稳回升后，全 A 非金融及两油在主板非金融的拉动下回落，Q3 分别降至 6.35%和 5.66%。较为喜人的是，中小板非金融及创业板则维持了回暖的态势，基本恢复到过去几个季度的平均水平，分别达到 6.49%和 7.88%。2019 年到 2020 年上半年，A 股 ROE 预计仍是一个下探的过程，

但在中小创的支撑下，将会相对稳定。

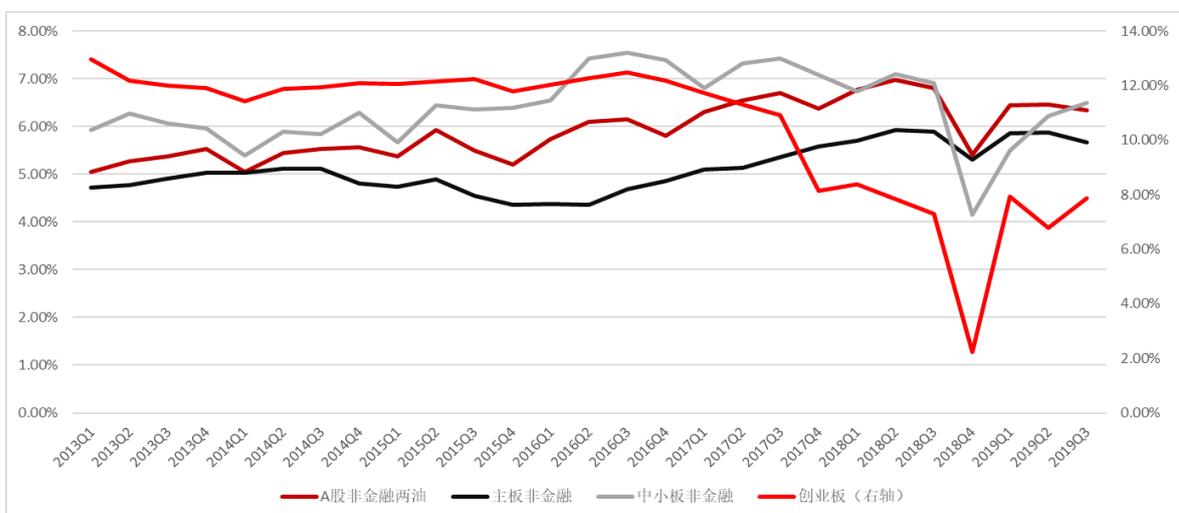
图表 77 ROE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

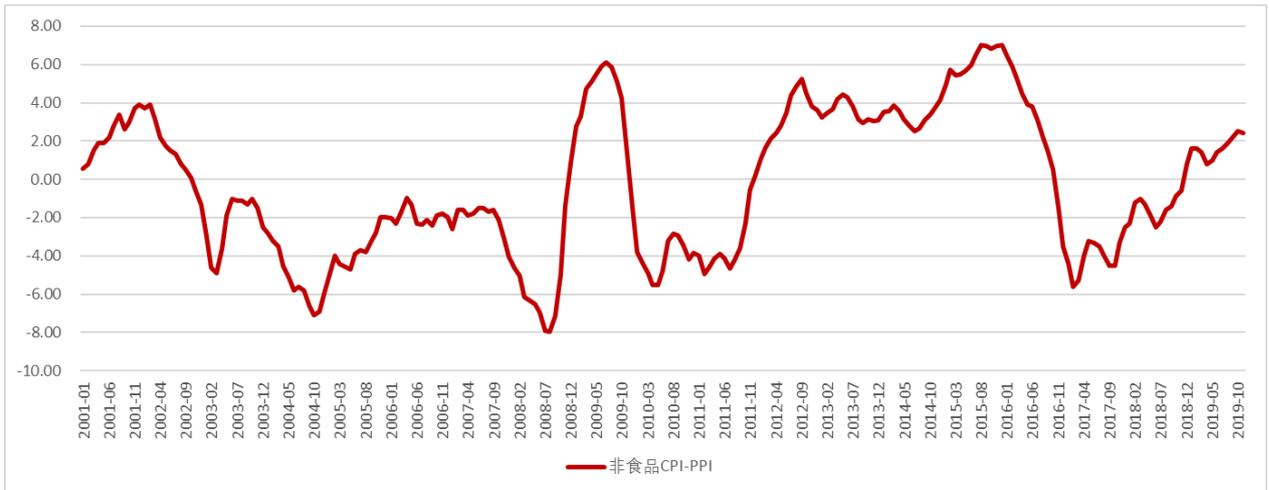
从 ROE 拆分的角度来看，全 A 非金融两油及主板非金融 ROE 下滑，同时受到销售净利率、净资产周转率及负债率回落的影响。原因在于主板中工业企业对整体营收及利润影响较大，当前 PPI 与非食品 CPI 增速差持续走扩，使得企业净利率持续受到制约。与此同时，需求端的低迷表现，使得收入下滑幅度要快于资产端的变化。上述两大因素成为 2019 年前三季度主板 ROE 继续回落的主要因素，而随着 PPI 的继续下滑，预计在 2019 年到 2020 年上半年对 ROE 继续形成拖累，而 2020 年在稳杠杆的背景下，主板杠杆率回升幅度预计较为有限，也将对 ROE 回升形成制约。相较之下，中小板及创业板净资产周转率亦维持重心平稳下行的态势，但杠杆率以及销售净利率的回升，对 ROE 回暖形成重要的支撑，从当前的趋势来看，“春江水暖鸭先知”的中小型企业，或有望率先对经济企稳做出反馈。

图表 78 销售净利率



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 79 非食品 CPI 与 PPI 差值



资料来源：瑞达期货、Wind

杠杆率方面，全部 A 股非金融两油及主板非金融资产负债率保持平稳，在 60%附近运行，与之相比，中小板及创业板上市公司负债率有所上升，但仍维持在较为安全的水平波动，仅有 52.41%和 44.4%。在国家整体政策重心逐渐向中小型企业转向的大环境下，中小创仍然具备着继续加杠杆的空间，但重点在于如何降低融资成本上。

图表 80-81 资产负债率



资料来源：瑞达期货、Wind

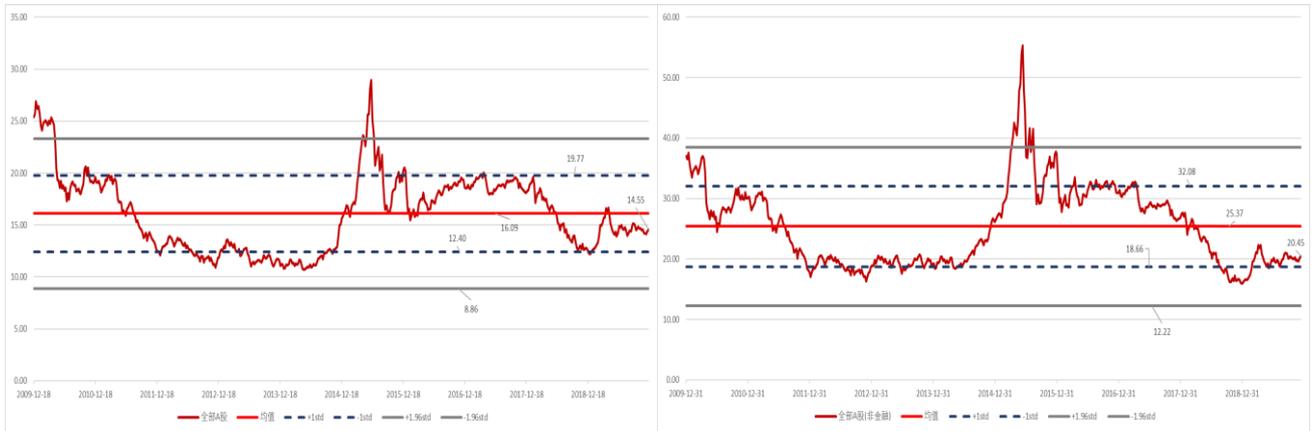
三、A 股估值具备回升基础

(一) 估值所处位置

2019 年一季度 A 股整体估值经历了久违的提升过程，风险偏好的回暖是主要原因。随着经济复苏预期的降温，市盈率水平逐渐回落一倍标准差下限与均值的区间内。相比之下，A 股非金融市盈率则继续维持在较低水平运行。截至 12 月 13 日，全 A 和全 A 非金融市盈率分别为 14.55 倍和 20.45 倍，较去年末上升 2.3

倍和 4.5 倍。

图表 82-83 全 A 及全 A 非金融 PE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

中小板和创业板在年初估值大幅抬升后，当前继续运行在相对较低的运行区间内，而当前的市盈率水平与 2012 年后估值回升所处的位置基本一致。如上文所述，随着新一轮新经济及业绩回升周期的到来，中小及科技创新型企业具备更大的业绩和估值弹性。

图表 84-85 全 A 及全 A 非金融 PE (TTM)

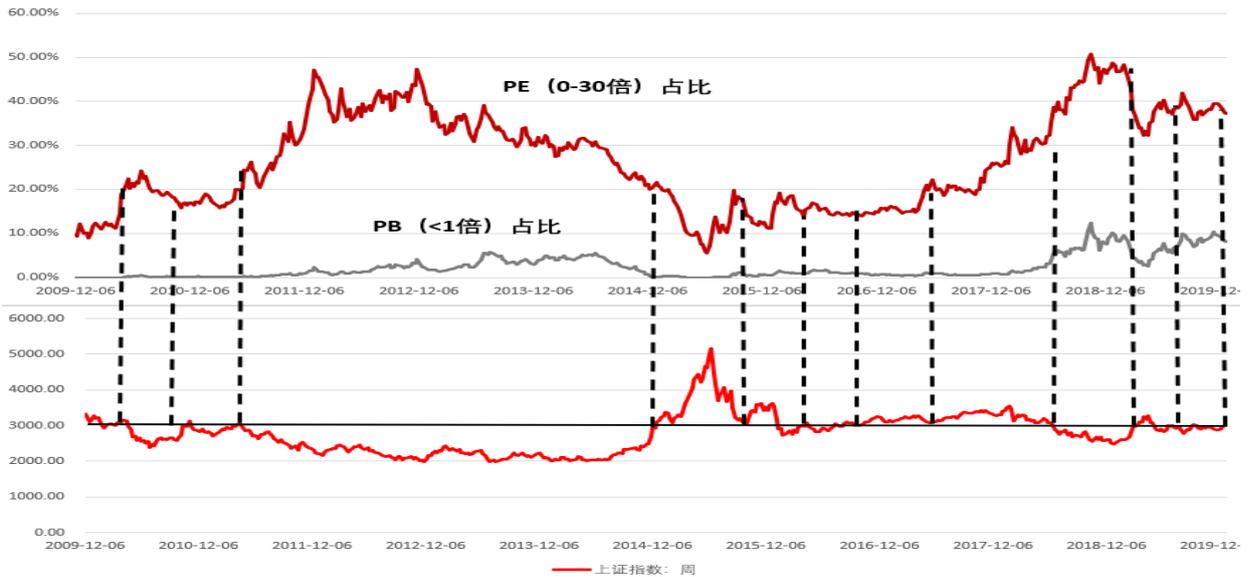


资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 过去十年的 3000 点

2019 年上证指数 3000 点似乎成为了一个无法逾越的门槛，周而复始的突破回落，也在消磨着市场资金的耐心。通过对过去十年市盈率在 0 至 30 倍以及市净率小于 1 倍的上市公司（除 2019 年上市）占比，可以较为清晰的发现，当前的估值较低股票的占比要远高于任何一个时刻的 3000 点。即便是经历了年初的修复行情，目前市场整体仍是处于较低的水平，仍然具备较强的投资价值。

图表 86 十年沪指 3000 点低估值股票占比

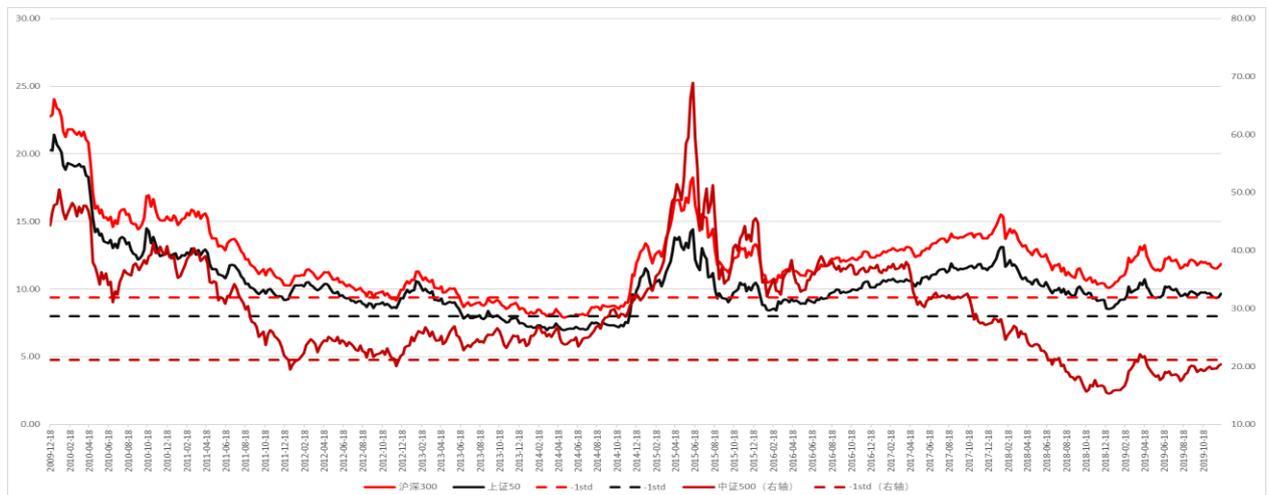


资料来源：瑞达期货、Wind

(三) 大小盘估值比修复

沪深 300/上证 50 与中证 500 指数分别作为市场内大小盘股的代表，在经过过去一年的波动后，两者估值均出现了抬升，但以一倍标准差下限作为参考，在经过过去一轮估值大幅修复的中证 500 指数估值相较于沪深 300 和上证 50 估值优势更为明显，2020 年估值回升的空间预计将超过后者。此外，上证 50 与中证 500 指数市盈率比值在 2018 年末达到峰值后保持回落态势，降至 0.5% 以下。根据上文提到的基本面逻辑、估值优势以及行情的趋势演绎，大盘股与小盘股估值间的比值预计将延续修复的过程。

图表 87 沪深 300、上证 50、中证 500 指数 PE



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 88 上证 50/中证 500 PE



资料来源：瑞达期货、Wind

瑞达期货
RUIDA FUTURES

2020 年股指期货总体观点

2019 年的 A 股有些虎头蛇尾，在一季度的上涨过后便开启了休整模式，波动率明显下降，这与宏观基本面的变化以及投资者结构的不断优化有着密不可分的关系。放眼全球 A 股的表现并非最佳，但纵观国内金融市场，权益类资产创下了过去几年最好的表现，也成为表现最优的国内资产。进入 2020 年，受益于经济回暖、货币稳健宽松、资本市场改革提速等预期的推动，进入而立之年的 A 股有望继续成为国内具备长期投资价值的重要资产。

国内经济在 2019 年面对的风险挑战明显上升，特别是外部贸易问题升温 and 内部经济结构性调整，令增长面临较大的下行压力，但整体上保持稳健，经济运行出现积极变化，新动能逐渐崛起。纵观 2020 年，在各国政府出台相应对策稳定经济增长以及中美双方基本上就第一阶段协议内容达成一致的背景下，外部环境变化对国内经济的负面影响预计将弱于 2019 年，将有助于出口预期的稳定。2020 年作为全面建成小康社会的决胜之年，以及十四五规划开编之年，国内层面，稳增长、调结构、防风险、保稳定的政策基调仍将延续，相对稳定的政策导向，将有助于 A 股市场的稳健运行。值得注意的是，2020 年或将是国内经济新老动能交棒的一年，基建投资仍将继续对经济增长提供支撑，同时战略新兴产业等新动能加速成长，叠加政策的持续发酵，将使经济稳步增长的后劲更强。

在经济有望保持稳健的同时，即将步入第三十个年头的 A 股正在迎来全新的发展机遇，国家层面对资本市场改革的关注程度几乎达到前所未有的高度。在经历了 2019 年改革的加速推进后，“深改 12 条”的推出令改革的路径愈加明确，注册制加速推广、信批质量改善、退市力度加大、基础制度的完善、并购周期重启、以及引导中长期资金入市等助力资本市场快速成长的政策，将为市场带来更多的资金，并且随着投资者结构的优化，进一步推动市场资源的合理分配，牛短熊长的局面亦将发生改变，走势也将更加稳健。

A 股估值在经历了一季度的修复后逐渐脱离 2018 年十月份的底部，并保持相对合理的估值区间内运行。在经济企稳预期、企业业绩逐渐回暖、市场风险偏好改善、A 股估值仍处较低水平等因素的情况下，A 股估值重心在 2020 年预计将继续呈现稳步抬升的过程。这样的抬升更多将是结构性的，动力将更多来源于中小创的发力。不管是从前三季度中小创业绩的反弹表现以及去年年报较低基数，还是从当前上证 50（大盘）与中证 500（中小盘）估值间的比值，中小创及中证 500 指数的估值弹性将会大于上证 50 与沪深 300 指数，但同时股票投资者仍需留意注册制带来的中小盘个股出现优胜劣汰的情况。

技术层面上，将上证指数 K 线拉长可以发现，上证指数正处于一个大三角形的震荡区间内，而目前下半年压制在市场上的 5178-3288 已逐渐被攻破，向上发展的空间或已逐渐被打开。从周线的 MACD 指标来看，在调整的三个季度里，始终保持在零轴上方运行，说明市场整体仍维持着较强的运行格局；目前指标

在零轴上方再度形成金叉，新一轮阶段性的是上升过程有望逐步开启。

策略上，建议投资者 2020 年偏多操作为主，预计上半年上证指数及各大指数或有望借助两会、年报、经济的利好推动，突破 2019 年一季度形成的阶段性高点。目前的市场格局较难形成一跃而上的牛市，更多将会是长牛缓慢攀登的过程。因此在突破前高后，市场或将保持高位休整，等待经济回暖进一步确认，期间可回调介入，静待下半年市场进一步的稳步上行。

股指期货以 IC 合约操作为主，指数回踩 5130-5030 介入多单，次选 IF 合约，同时亦可介入 IC 多单和 IH 空单进行套利操作。

股票层面可选择券商、战略新兴产业（通信、生物、新能源、新材料、高端装备制造）、军工等进行布局，亦可介入创业板 50、中证 500ETF 以及上述相关产业基金。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

瑞达期货
RUIDA FUTURES