

## 期指无明显单边机会 推荐关注“多 IC，空 IF”套利机会

股指期货月报  
2019年7月28日

郭远爱  
宏观高级研究员  
执业编号：F3021290  
投资咨询号：Z0013488  
电话：0571-28132630  
邮箱：guoyuanai@cindasc.com

吴昕岚  
宏观和股指研究员  
执业编号：F3062655  
电话：0571-28132630  
邮箱：wuxinlan@cindasc.com

信达期货有限公司  
CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物物资大厦1125室、1127室、12楼和16楼  
全国统一服务电话：  
4006-728-728  
信达期货网址：www.cindaqh.com

### 报告摘要

#### ● 股指单边趋势性机会尚未显现

二季度宏观经济较一季度明显下一个台阶，鉴于上半年偏弱的宏观环境，预计上市公司的中报业绩依然不容乐观，上市公司业绩改善的不确定性使得市场短期而言仍不具备单边上涨的条件。但全球流动性宽松的局面叠加国内偏积极的宏观经济政策，有利于提振市场的风险偏好，从而对股市形成支撑。因此，市场仍难摆脱5月以来的下有支撑、上难突破的震荡困局。

#### ● 科创板映射发酵叠加业绩趋势性改善预期，中小创优势显现

截至7月15日，创业板上市公司半年报预告已经披露完毕。从半年报预告披露结果来看，二季度单季度净利润实现增长，创业板已确认业绩改善趋势，以创业板为代表的中小风格指数业绩拐点有望先于主板确认，市场风格转向中小创存在一定的业绩支撑。此外，科创板已正式开板交易，类比创业板，科创板对中小创具有高强度映射，有望发挥示范效应，为市场风格转向中小创提供催化剂。此外，以中证500指数为代表的中小风格指数经过前期充分调整过后，其绝对估值和相对估值均处于历史低位，低估值为市场风格转换提供安全边际。

#### ● 策略建议

八月趋势性的单边做多机会不明显，推荐关注“多 IC，空 IF”跨品种套利机会，具体配比可参考合约价值（1:1），时间窗口期先看7月下旬至8月底。

**投资评级：短期看震荡**

**风险提示：经济下行超预期；中美贸易摩擦恶化；利好政策不及预期**

敬请参阅报告尾页重要声明及信达期货投资评级标准说明

## 一、七月市场仍未摆脱5月以来的震荡格局

4月以来，随着股指行情由第一阶段的估值修复驱动转向第二阶段的盈利驱动，由于企业业绩条件尚难接力，加之外部贸易战的反复及外资的阶段流出等因素影响，指数出现了一波较大幅度的回调。从7月行情走势看，G20中美领导人大阪会晤后中美正式进入谈判缓和期，受此利好刺激七月股市迎来开门红。但是宏观经济下行压力仍未消除，半年报业绩承压叠加市场对科创板“抽血效应”的担忧，市场情绪低迷。整体来看，7月市场仍未摆脱5月份以来的弱势震荡的困局，陷入一种下有支撑、上难突破的尴尬境地。

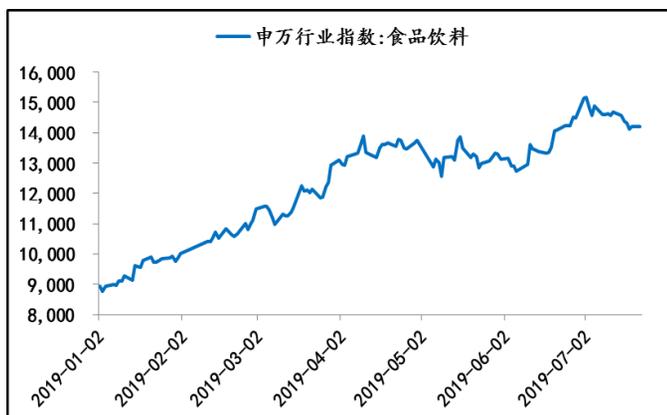
从市场风格来看，正是由于股指的核心交易逻辑回归企业业绩，企业盈利修复、中美贸易摩擦反复、美联储降息进程等因素的不确定性使得核心资产的防御属性进一步强化，在大盘弱势调整畏缩不前的同时，以食品饮料板块为代表的核心资产却屡创新高。然而近期市场对于白马股业绩无法支撑其估值的担忧引发白马股回调，市场出现风格转变的迹象。

图 1：2019 年 7 月大盘弱势调整



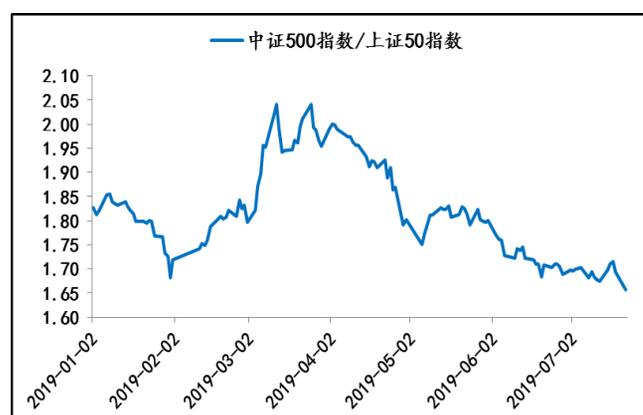
资料来源：博弈大师，信达期货研发中心

图 2：年内食品饮料板块创新高



资料来源：wind，信达期货研发中心

图 3：4 月以来市场风格转向大盘风格



资料来源：wind，信达期货研发中心

## 二、股指单边趋势性机会尚未显现

### （一）经济增长虽有韧性，但下行压力仍未消除

在“宽信用”的政策环境下，社融存量增速稳步回升。信贷改善向经济改善逐步传导，经济增长表现出韧性，6月经济数据也出现多处亮点，6月投资、消费和工业生产增速均超预期强劲。但是经济持续改善仍有隐忧，制造业PMI仍然处于荣枯线以下，房地产投资自4月以来呈现高位下滑的趋势，房地产销售偏弱叠加政策端对房企融资的约束，房地产投资前景不容乐观。中美贸易摩擦反复压制企业家信心，出口、制造业投资、工业生产的持续改善仍然存疑，6月经济数据是短期波动还是经济企稳上行的信号仍然存在较大的不确定性。

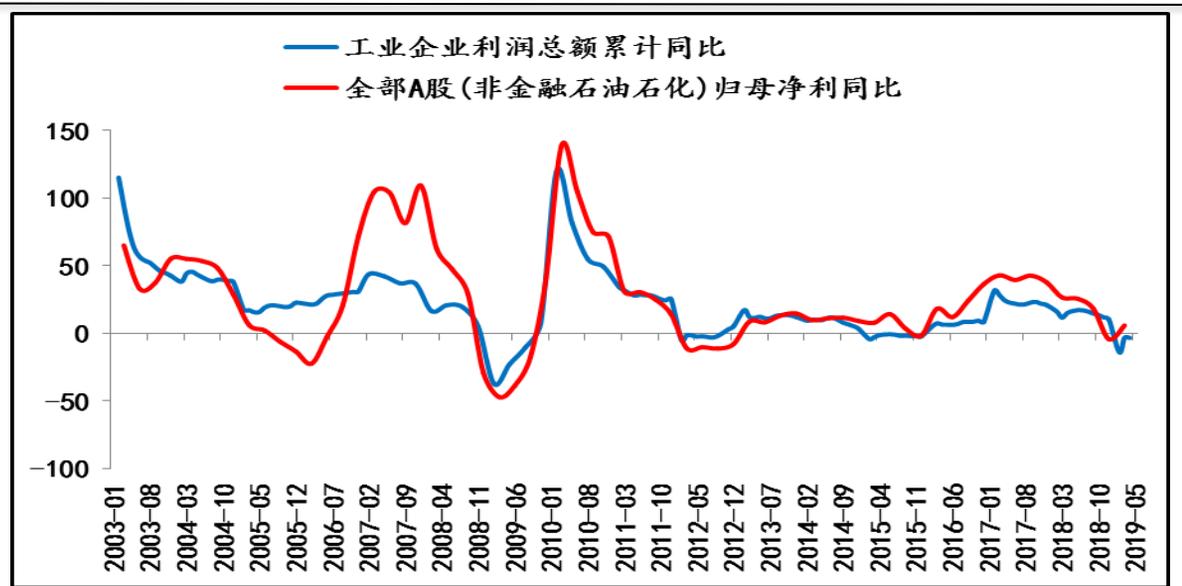
图 4：经济增长表现出韧性，但仍存有隐忧

2019年6月 VS 5月宏观经济数据对比一览				
经济指标	变动情况	6月（同比）	5月（同比）	2018年同期
官方制造业PMI	↓	49.4% (仍低于荣枯线)	49.4% (再度跌破荣枯线)	51.50%
工业增加值	↑	6.3% (2018年6月以来新高)	5% (不及市场预期)	6.00%
固定资产投资	↑	5.8% (超市场预期)	5.6% (不及市场预期)	6.00%
房地产投资	↓	10.90%	11.20%	9.70%
制造业投资	↑	3.00%	2.70%	6.80%
基建投资	↑	4.10%	4.00%	7.30%
消费	↑	9.8% (2018年4月以来新高)	8.6% (显著回升)	9.00%
出口（人民币）	↓	6.1% (不及市场预期)	7.7% (大幅超市场预期)	2.50%
社融增量	↑	22629亿元 (超市场预期)	14074亿元 (略低于市场预期)	14877亿元
社融存量增速	↑	10.92%	10.60%	11.10%
新增人民币贷款	↑	16600亿元 (略低于市场预期)	11800亿元 (略低于市场预期)	18400亿元
M2	—	8.50%	8.5% (略低于市场预期)	8%
CPI	—	2.70%	2.7% (创15个月新高)	1.90%
PPI	↓	0.00%	0.60%	4.70%

资料来源：汇通网，国家统计局，信达期货研发中心整理

鉴于上半年偏弱的宏观环境，预计上市公司的中报业绩依然不容乐观。与全部A股（非金融石油石化）的归母净利同比相关性较大的工业企业利润累计同比也反映出了8月31日前披露的A股市场上市公司中报盈利增速不容乐观。上市公司业绩改善的不确定性从根本上决定了A股市场短期而言不具备单边上涨的条件。

图 5：工业企业利润累计同比显示上市公司半年报业绩不容乐观

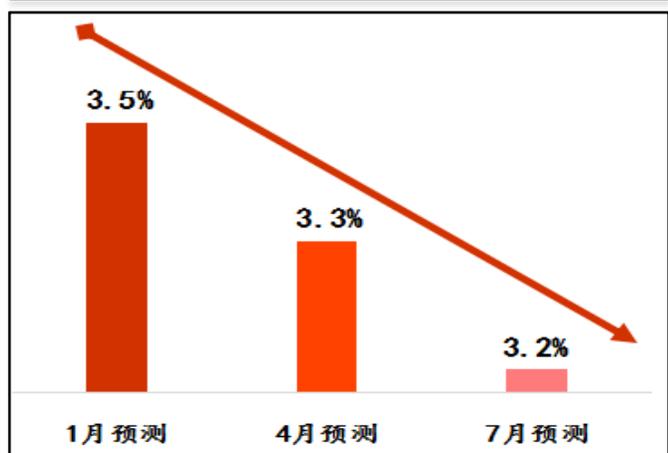


资料来源：wind，信达期货研发中心

## (二) 全球流动性宽松的格局对股市有一定支撑

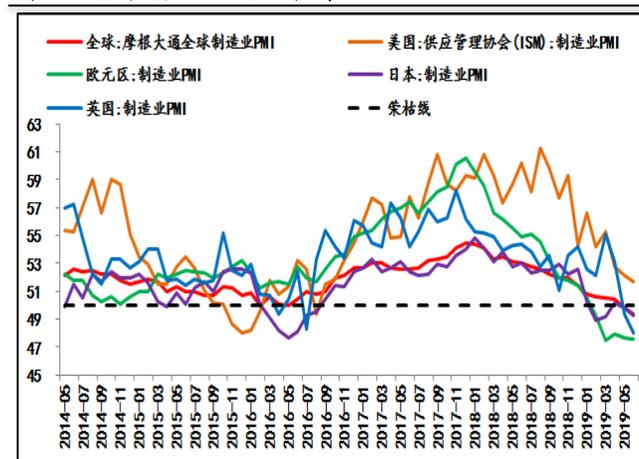
贸易摩擦背景下，全球环境错综复杂、风险加大，全球经济增长预期愈发悲观。IMF 持续下调全球经济增长预期，全球制造业 PMI 下滑，花旗经济意外指数显示全球经济增长长期表现不及市场预期，等等迹象尽显全球经济下行压力之大。在这样的背景下，全球央行开启降息潮。早在 2 月 7 日，印度就已进入降息周期，之后越来越多的国家加入到降息的行列中来，截至目前已有 18 个国家。其中，新西兰和印度已经分别降息 2 次和 3 次。

图 6：IMF 连续下调全球经济增长预期



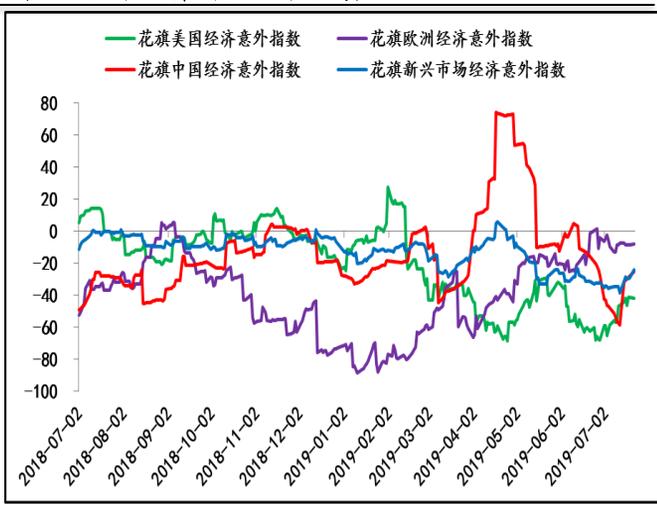
资料来源：IMF，信达期货研发中心

图 7：全球制造业 PMI 下滑



资料来源：wind，信达期货研发中心

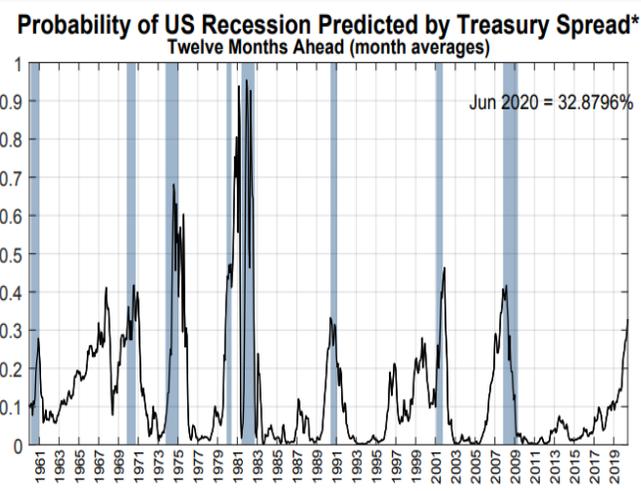
图 8：全球经济增长低于预期



资料来源：wind，信达期货研发中心

美国经济下行压力加大，纽约联储显示 2020 年美国衰退的概率已经超过 30%，逐步接近 2008 年次贷危机时的高点，市场对美联储后续启动“预防式降息”的预期也在不断升温，CME 美联储观察工具显示美国 7 月降息的概率已达 100%。美国经济的下行压力以及美联储降息进程的开启，均意味着美元将见顶步入熊市。美元进入熊市有利于资金流向新兴市场国家，利好新兴市场国家股市，A 股作为全球权益市场的“估值洼地”更将从中受益。

图 10：美国进入衰退的概率上升至高位



资料来源：纽约联储，信达期货研发中心

### (三) 中央政治局会议来袭，利好政策的出台有利于市场风险偏好的修复

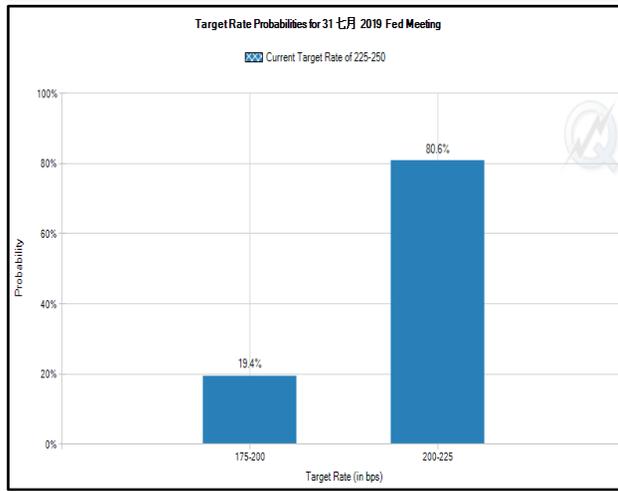
即将召开的年中中央政治局会议会对下半年的经济工作进行部署，从而释放一些重要的政策信号。2018

图 9：全球进入降息周期

国家	降息时间	国家	降息时间
印度	2月7日	乌克兰	4月25日
	4月4日		7月18日
	6月6日	阿塞拜疆	4月26日
埃及	2月14日	马来西亚	5月7日
吉尔吉斯斯坦	2月26日	新西兰	5月8日
格鲁吉亚	3月13日	菲律宾	5月9日
牙买加	3月19日	斯里兰卡	5月31日
巴拉圭	3月22日	澳大利亚	6月4日
尼日利亚	3月26日	韩国	7月18日
哈萨克斯坦	4月15日	印尼	7月18日
		南非	7月18日

资料来源：信达期货研发中心整理

图 11：市场预期美联储 7 月降息概率已达 100%

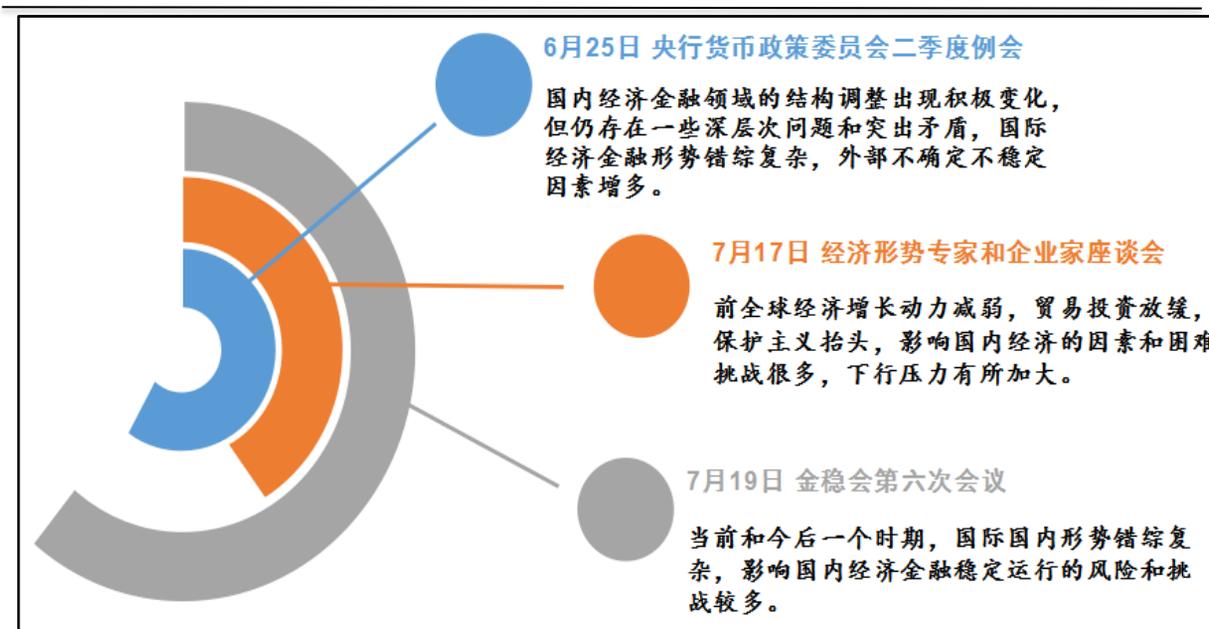


资料来源：CME，信达期货研发中心

年7月31日召开的中央政治局会议首次提出“六稳”，2018年宏观经济逆周期性调节的大幕由此拉开。

上半年国内经济运行总体平稳，但是在国内外形势错综复杂、风险因素较多，国内经济下行压力仍未消除的背景下，宏观经济有赖逆周期性政策的进一步出台和落实。从近期召开的一些会议来看，各会议也都表明国内经济面临诸多风险和挑战，经济下行压力依旧很大。因此，我们对国家逆周期调节政策发力的预期不变，相关政策措施的进一步出台和落实将有效提振投资者的市场风险偏好。

图 12：各会议定调国内经济下行压力仍然比较大



资料来源：信达期货研发中心整理

### 三、科创板映射发酵叠加业绩趋势性改善预期，中小创优势显现

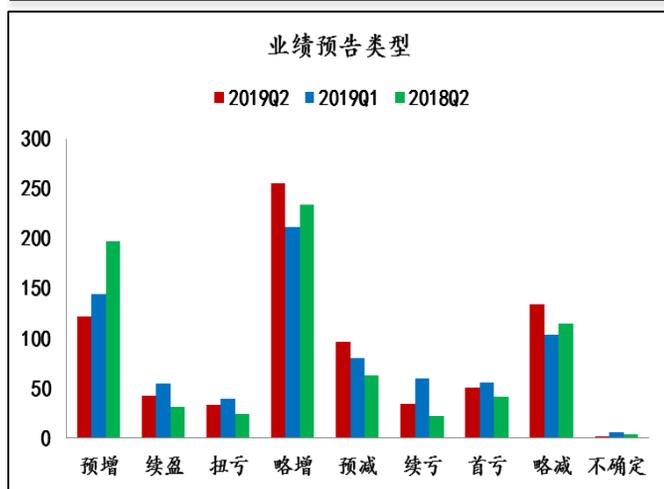
#### （一）以创业板为代表的中小风格指数业绩拐点有望先于主板确认

截至7月15日，创业板上市公司半年报预告已经披露完毕。从业绩预告类型来看，二季度有望实现盈利增长的公司占比达58.93%，该比重较2019年一季度的59.73%和2018年二季度的66.58%均有所下降。但是净利润大幅改善（累计同比大于100%）公司家数和净利润大幅下滑（累计同比小于-100%）公司家数的比重有所下滑。从净利润同比增速的上下限来看，2019年二季度创业板净利润累计同比的区间为-13.24%—4.68%，上下限均值为-4.28%，较一季度跌幅显著缩窄，即二季度单季度净利润实现增长。此外，对比发生并购企业和未发生并购企业的半年报业绩，可以发现发生并购企业净利润同比由一季度的大幅下滑转为正增长，其改善幅度明显高于未发生并购企业。

对于全部A股而言，二季度GDP同比下滑至6.2%，较一季度明显下一个台阶，鉴于上半年偏弱的宏观

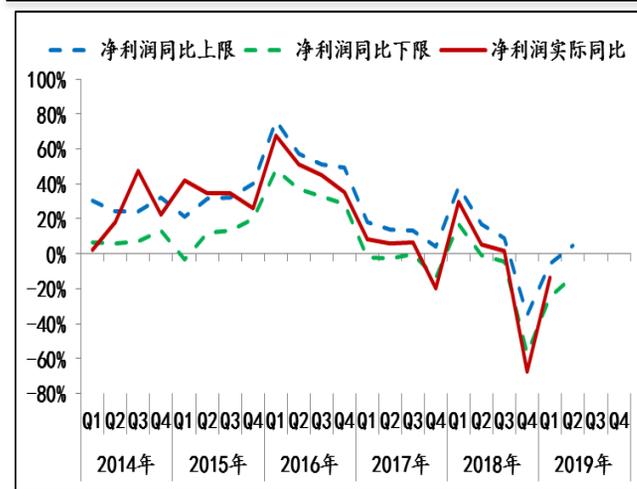
环境，预计上市公司的中报业绩依然不容乐观。近期也出现了一批白马股业绩不及预期的现象，东阿阿胶的业绩爆雷更是一个典型的实例。整体来看，并购重组政策助力中小创业绩修复，以创业板为代表的中小风格指数业绩拐点有望先于主板确认，市场风格转向中小创存在一定的业绩支撑。

图 13：创业板二季度业绩预喜的公司占比略有下降



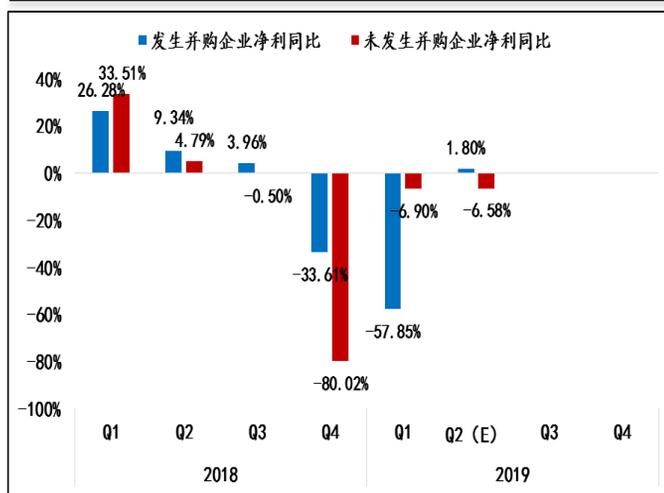
资料来源：wind，信达期货研发中心

图 14：创业板半年报预告确认业绩改善趋势



资料来源：wind，信达期货研发中心

图 15：并购重组政策助力中小创业绩修复



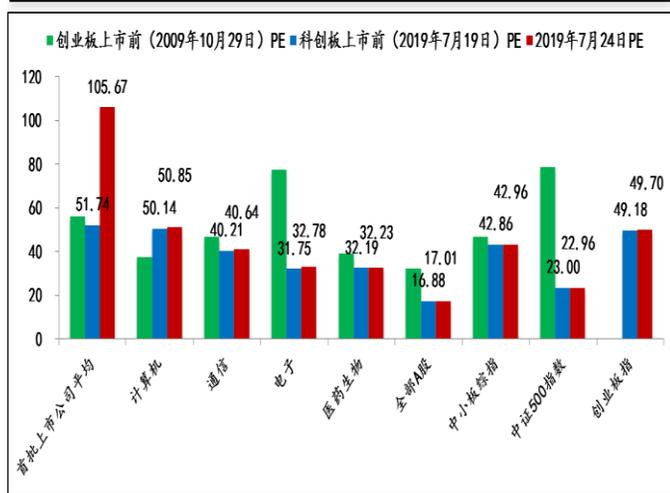
资料来源：wind，信达期货研发中心

## (二) 科创板开市为市场风格转换提供催化剂

科创板已正式开板交易，科创板上市企业的性质与创业板存在一定的类似性，创业板上市初期对于 A 股市场的影响能够为科创板上市对市场的影响提供一定的借鉴参考。

创业板首批上市企业的首发市盈率普遍要高于当时同行业的估值水平，出于对创业板高估值的预期，在其上市之后，与其相关性更高的中小板出现明显的正向变动。历史经验看，创业板的推出对同行业板块及相关的指数有较明显的引领作用。类比于2009年10月底上市的创业板，科创板首批上市公司相对于同行业的公司也体现出一定的估值溢价，估值要明显高于行业平均水平。科创板开市后，经过资金的追捧个股估值均实现了较大幅度的提升，截至7月24日，科创板个股平均估值已经超过A股相关行业板块和中小风格指数估值的一倍。参考创业板上市的经验，科创板有望带动A股同行业公司估值的提升。对应到指数上，我们预计科创板对中证500指数的映射强度要大于沪深300和上证50指数，后续中证500指数估值提升的幅度会更大。

图 16：科创板首批上市公司体现出一定的估值溢价



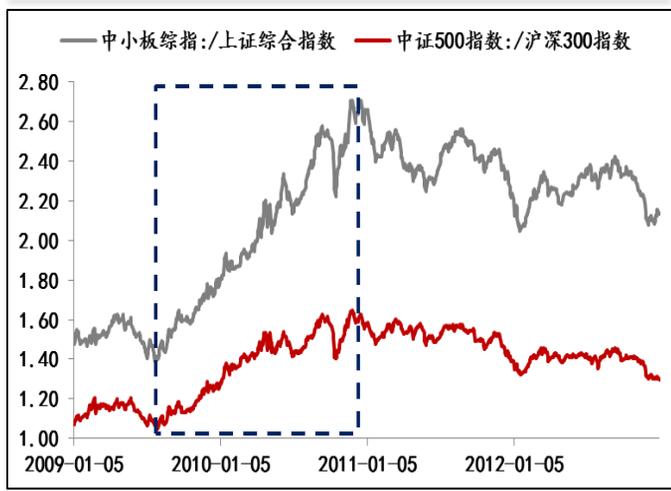
资料来源：wind，信达期货研发中心

图 17：创业板上市后带动 A 股同行业公司估值提升



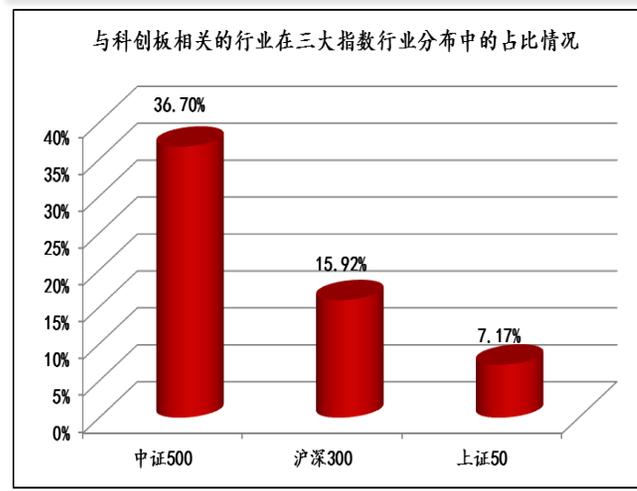
资料来源：wind，信达期货研发中心

图 18：创业板开市后中小风格指数走强



资料来源：wind，信达期货研发中心

图 19：科创板对中证 500 指数的映射强度更大

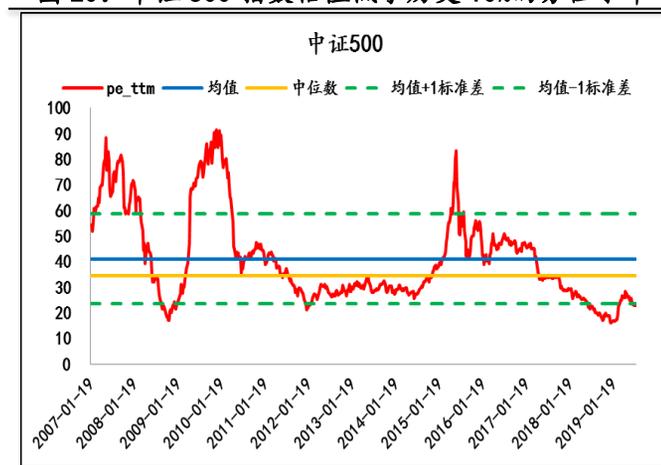


资料来源：wind，信达期货研发中心

### (三) 中小创前期充分调整后，低估值提供安全边际

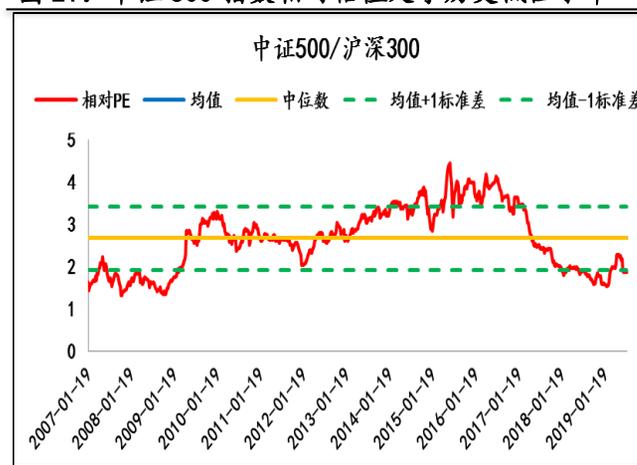
市场在经历第二季度的连续调整过后，相关指数的估值也有了较大的下降。尤其是在二季度白马股“抱团”的背景下，存量资金博弈下，小盘指数估值出现了更大幅度的下杀，中证 500 指数的估值低于历史 10% 的分位水平，其相对于沪深 300 和上证 50 指数的估值仅在历史 20% 左右的分位水平。因此，不论从绝对估值还是相对估值上来看，中小创前期充分调整后估值处于历史低位水平，为做多中小风格指数提供安全垫。

图 20：中证 500 指数估值低于历史 10% 的分位水平



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 21：中证 500 指数相对估值处于历史低位水平



资料来源：Wind，信达期货研发中心

## 四、策略建议

在宏观经济下行背景下预计企业业绩将继续承压，上市公司业绩改善的不确定性使得市场短期而言仍不具备单边上涨的条件。但是全球流动性宽松的局面叠加国内偏积极的宏观经济政策，有利于提振市场的

风险偏好，从而对股市形成支撑。从估值上来看，目前全部 A 股的估值处于历史底部区域，A 股向下空间也有限。因此，我们认为期指将延续平台震荡。考虑到科创板映射发酵以及中小创业绩改善预期，中证 500 指数有望获得相对收益，推荐关注“多 IC，空 IF”的套利机会，具体配比可参考合约价值，时间窗口期先看 7 月下旬至 8 月底。

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册(统一社会信用代码:913300001000226378)，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 14 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间 (咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 信达期货研发团队介绍

团队人员配备齐整，全部具备硕士及以上学历，研究覆盖国内外宏观，股指、国债等金融期货，黑色、能化、有色、农产品等大宗商品板块及商品期权。目前整个研发人员构造梯队鲜明，投研经验丰富。团队曾多次斩获大商所“十大投研团队”、期货日报“十大金牌研究所”等荣誉称号，多名研究员获得郑商所、大商所及期货日报“高级分析师”、“最佳宏观策略分析师”、“最佳工业品分析师”及“最佳金融期货分析师”等殊荣。

经过多年的沉淀与探索，信达研发已形成“立足大周期和产业链两大背景，基于驱动因素和安全边际两个维度，利用股票、债券、期货、期权四类金融工具，多维度实现研究落地与变现”的投研体系，致力于为客户提供专业化、个性化、精细化的研究服务。

## 信达期货投资评级标准说明

走势评级	短期（1个月内）	中期（3个月内）	长期（6个月内）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5%-10%	上涨 5%-10%	上涨 5%-10%
震荡	价格变动±5%	价格变动±5%	价格变动±5%
看跌	下跌 5%-10%	下跌 5%-10%	下跌 5%-10%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。