

牛市的形成需要哪些条件？

核心观点

❖ 从A股历史数据看，2000年以来，A股共经历了三轮牛市，分别为2005年7月-2007年10月，2008年11月-2009年8月，以及2014年7月-2015年6月。

❖ **宏观基本面：景气度不处于快速下行阶段，利率和通胀相对低位。**股市表现与增长趋势关系不明确，但牛市开启至少需要宏观环境保持大致稳定。从动态趋势上看，07年牛市开启于景气度开始上行阶段，09年牛市开启于景气度见底反弹阶段，14年牛市开启于相对平稳阶段。此外国债收益率均处于单边快速下行阶段，通胀绝对水平较低。

❖ **微观企业层面：盈利处于上升通道或阶段性高位。**在历次市场触底过程中，除2008年的行情，历次牛市形成都有良好的盈利支撑。2008年市场呈现“V型”反转，得益于“四万亿”计划带来的极为宽松的流动性。从上市公司现金流与A股市场的关系来看，投资性现金流增速与上证综指波动的一致性更强。

❖ **流动性：信用扩张与股市相关性更强。**央行货币政策对于股市不存在显著一致影响，信用扩张与股市流动性之间的同步关系更为明显。M1增速-M2增速的差与上证综指的同步性较高，略滞后于上证综指。商业银行资产配置偏好和主动负债变化影响信用扩张。从资产端来看，商业银行的资产配置偏好会影响股市流动性和行业现金流。从负债端来看，商业银行主动负债指标可作为观察信用是否趋于宽松的辅助指标。

❖ **情绪指标：活力指数、赚钱效应等均处于高位。**牛市期间市场活力指数通常处于80%以上高位。短期赚钱效应持续较强，赚钱股票占比维持50%以上。

❖ **牛市来了吗？（1）宏观景气度各类指标尚不具备支持牛市确立的条件。**从目前来看，OECD综合领先指标仍在100分界线水平以下，且仍处于2018年以来的下行通道中。国债收益率和CPI同比增速已经处于历史较低水平，且展望后市，预计仍将维持。（2）**A股的盈利增速仍处于持续下行的通道中，可能于二、三季度见底。**而通过投资性现金流的数据来看，2018年三季度已经呈现触底回升的趋势，趋势确认仍有待2018年报和2019年一季报出台后持续观察。（3）**M1-M2增速的差仍持续下行。**银行资产端，国债收益率下调快于贷款利率，债贷利差收紧对股市仍有一定压制，但三月份贷款和社融数据超预期，贷款结构也呈初步改善；银行负债端，商业银行主动负债增速企稳，但未见回升拐点。（4）**个股处于震荡趋势的极端高位，但其持续时间仍相对较短，股市已呈现小牛格局，但不宜过快过猛。**当前市场活力指数约87%，已持续一个月在70%以上高位震荡。

❖ **风险提示：盈利增长不及预期；宏观环境发生重大变动。**

证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部

报告类别 | 策略深度

报告时间 | 2019/4/17

分析师

邓利军

证书编号：S1100517110001
021-68595193
denglijun@cczq.com

联系人

邢妍妹

证书编号：S1100118060010
021-68595195
xingyanshu@cczq.com

邵兴宇

证书编号：S1100117070008
010-66495651
shaoxingyu@cczq.com

梁燕子

证书编号：S1100117090002
021-68595121
liangyanzi@cczq.com

卓越

证书编号：S1100118060012
021-68595160
zhuoyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、以史为鉴，牛市形成需要哪些条件？	4
1.1 宏观基本面：景气度非快速下行阶段，利率和通胀相对较低	4
1.2 微观企业层面：盈利处于上升通道或阶段性高位	8
1.2.1 盈利增速是牛市开启的一个驱动条件	8
1.2.2 投资性现金流与上证综指波动有较强一致性	8
1.3 流动性：信用扩张与股市相关性更强，商业银行扮演重要角色	9
1.3.1 央行货币发行与市场并无显著一致性，信用扩张更为重要	9
1.3.2 商业银行资产配置偏好和主动负债变化影响信用扩张	11
1.4 情绪指标：活力指数、赚钱效应等均处于高位	12
二、牛市来了吗？	14
2.1 宏观景气度指标尚不支持牛市，但价格指标已经接近	14
2.2 盈利增速仍处于下行通道	16
2.3 信用改善仍未显现	16
2.4 情绪指标已经处于高位区域，但持续时间较短	17
风险提示	18

图表目录

图 1:	A 股历史上的三次牛市	4
图 2:	实际 GDP 与上证综指关系不明, 但名义 GDP 在牛市起点企稳或出现拐点	5
图 3:	商品房销售增速略滞后于上证综指	5
图 4:	汽车销量增速一般领先上证综指	5
图 5:	三次牛市起点阶段景气度差别较大	6
图 6:	牛市开启点均对应利率下行过程	6
图 7:	利率中枢为牛市开启提供必要条件	7
图 8:	牛市起点往往通胀绝对水平较低	7
图 9:	牛市起点与通胀动态趋势关系不明确	7
图 10:	企业盈利出现拐点或处于相对高位	8
图 11:	整体市场估值处于历史底部区域	8
图 12:	筹资现金流>投资现金流>经营现金流	9
图 13:	经营现金流好转领先上证指数	9
图 14:	历次调整存准率对股市的影响	10
图 15:	央行资产对于股市的影响	10
图 16:	M1 与 M2 增速的差与上证综指同步性较高	10
图 17:	银行的 FTP 定价机制	11
图 18:	债贷利差走势与股市走势总体较为一致	11
图 19:	银行相关产业资金约占 A 股资金 50%	12
图 20:	商业银行主动负债增速领先指数回归	12
图 21:	200 日均线以上个股占比	12
图 22:	创业板 200 日均线以上个股占比	12
图 23:	上证综指 250 日偏离度	13
图 24:	创业板指 250 日偏离度	13
图 25:	涨幅超 5% 个股占比	13
图 26:	赚钱个股占比	13
图 27:	涨幅前 5% 个股成交额占比	14
图 28:	涨幅前 10% 个股成交额占比	14
图 29:	景气度指标仍处于下行过程中	14
图 30:	商品房和汽车销量增速仍在下行	14
图 31:	国债收益率已处于较低水平	15
图 32:	CPI 有抬升趋势	15
图 33:	CPI 出现类似 2015-2016 年情况的概率较大	15
图 34:	盈利增速仍处于下行通道	16
图 35:	投资性现金流开始回升	16
图 36:	货币政策进一步宽松空间有限	17
图 37:	M1-M2 增速仍在持续下行过程中	17
图 38:	债贷利差缩窄压制股市	17
图 39:	商业银行主动负债增速尚未见拐点	17
图 40:	个股位置已经处于震荡趋势的极端高位	18
图 41:	指数超跌的修复已相对充分	18

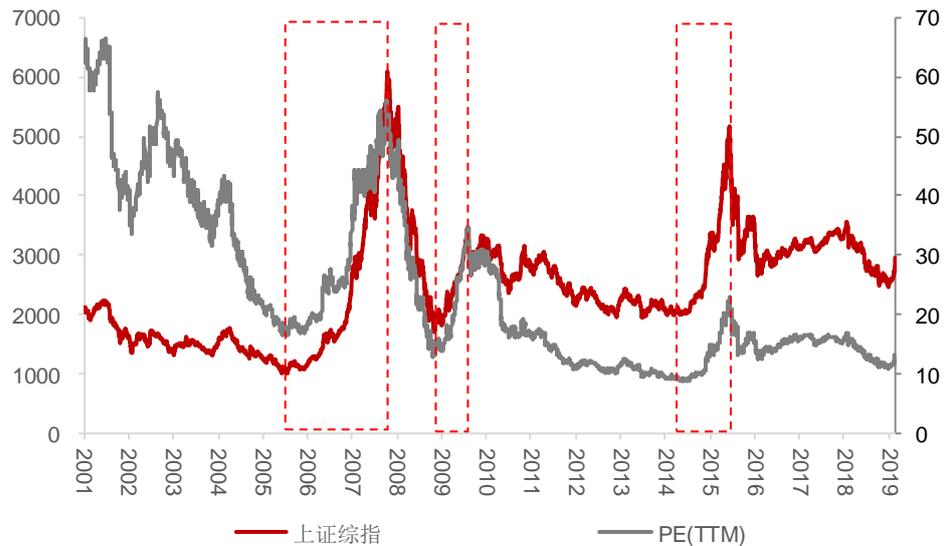
一、以史为鉴，牛市形成需要哪些条件？

从 A 股历史数据看，2000 年以来，A 股共经历了三轮牛市，分别为 2005 年 7 月-2007 年 10 月，2008 年 11 月-2009 年 8 月，以及 2014 年 7 月-2015 年 6 月。根据 DDM 定价模型，

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 * \prod_{i=1}^t (1 + g_i)}{(1 + r_f + r_m)^t}$$

股价的影响因素主要有三个方面，分别是处于分子端的成长性 (g_i) 和处于分母端的流动性 (r_f)、市场的风险偏好 (r_m)。而成长性又可以由两个方面决定，分别是宏观基本面和企业自身盈利水平。我们分别从这四个方面来分析历次牛市形成所需要的条件有哪些。

图 1： A 股历史上的三次牛市



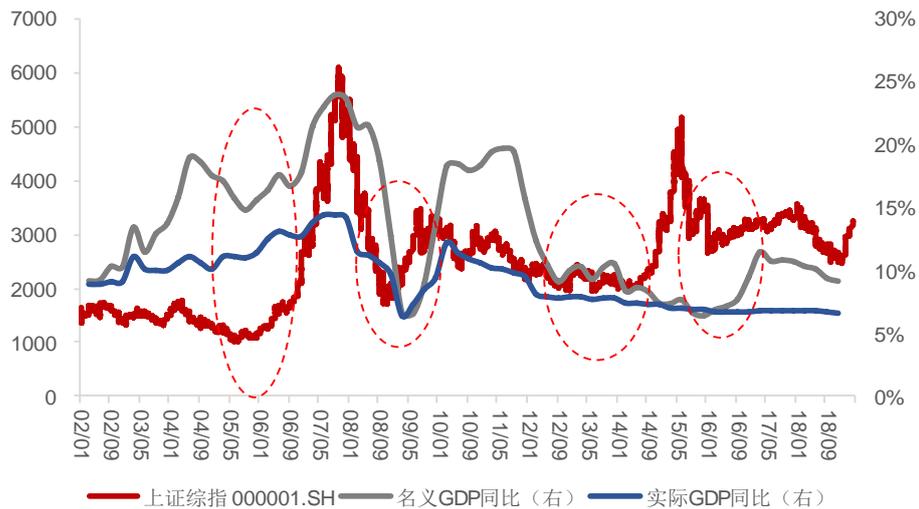
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.1 宏观基本面：景气度非快速下行阶段，利率和通胀相对较低

实际 GDP 增速与上证综指波动关系不明，但名义 GDP 一般在牛市起点企稳或出现拐点。实际 GDP 在 2012 年后基本走平，与 A 股市场行情的相关性难以显现。但 2005 年和 2014 年两次牛市行情的开启阶段，都伴随着名义 GDP 止跌企稳或触底回升拐点的出现。商品房销售面积增速和汽车销量增速可以从侧面印证宏观经济的景气程度。尤其是 2008 年底，GDP 增速触底回

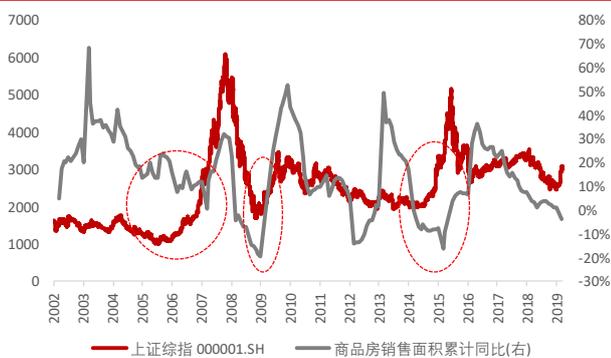
升滞后于上证综指，但商品房销售面积增速和汽车销量增速回升的拐点与上证综指一致性较高。整体来看，商品房销售累计同比增速触底回升的拐点滞后于上证指数回升的拐点，但汽车销量累计同比增速则可视为一个相对领先的指标。

图 2： 实际 GDP 与上证综指关系不明，但名义 GDP 在牛市起点企稳或出现拐点



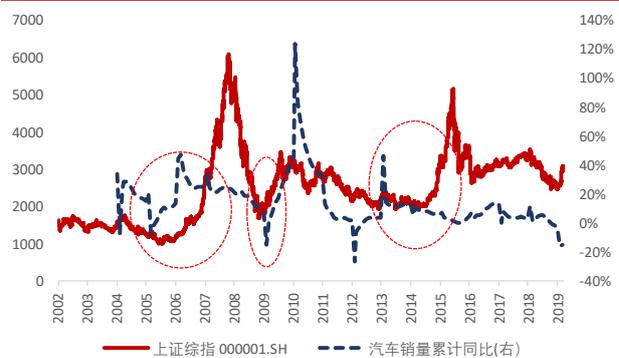
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 商品房销售增速略滞后于上证综指



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 汽车销量增速一般领先上证综指



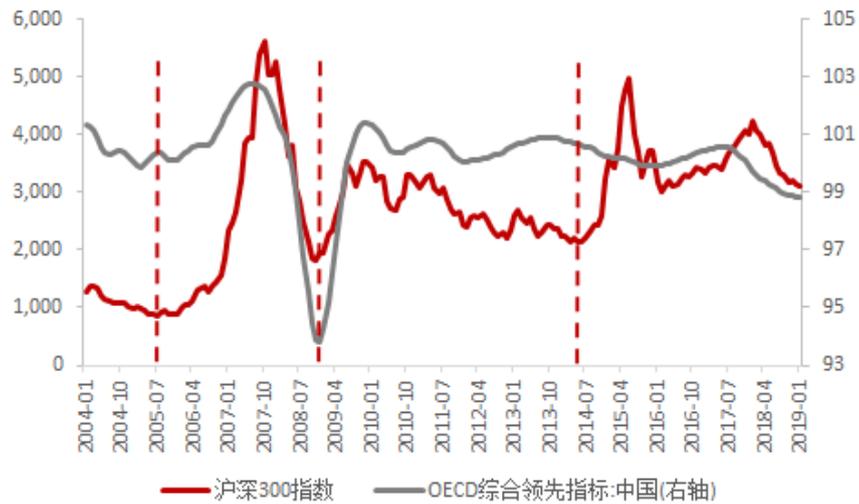
资料来源：Wind，川财证券研究所

宏观环境景气度保持相对平稳或处于上行阶段是牛市开启的一个必要条件。从绝对水平看，三次牛市起点景气度绝对水平高低不一，以 OECD 指数看，两次在 100 分界线水平以上而一次在 100 以下。从动态趋势上看，07 年牛市开启于景气度开始上行阶段，09 年牛市开启于景气度见底反弹阶段，14 年牛市开启于相对平稳阶段。但就目前可见的三次牛市情况而言，尚未出现一次牛市是在景气度迅速下行阶段开启的，这或许表明股市牛市开启至少需

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

要宏观环境保持大致稳定。

图 5: 三次牛市起点阶段景气度差别较大



资料来源: Wind, 川财证券研究所

牛市的开启需要相对较低的利率予以配合。回顾 A 股市场，如果以 2005 年 7 月、2008 年 11 月和 2014 年 7 月为例，则不难发现，每轮 A 股牛市启动的同时，国债收益率均处于单边快速下行阶段。第一轮牛市开启于 2005 年 7 月，国债收益率自 2004 年 12 月达到最高点 5.41% 后开始下行，延续至 2005 年 10 月达到最低点 2.9%，期间十年期国债收益率下行幅度超过 200BP，这也是国债自 2002 年有可查数据以来最大幅度单边下行过程；第二轮牛市启动点正处于利率中枢自开启于 2008 年 8 月的下行过程，至 2009 年 1 月见最低点 2.7%，期间下行 180BP；第三轮国债收益率下行阶段开启于 2013 年 11 月，至 2016 年 10 月见低点 2.7%，下行幅度超过 200BP，也是国债十余年来维持时间最长的单边下行过程。从这一点上讲，尽管在一轮牛市的进程中股债关系可能会发生逆转（如 2007 牛市中就出现了利率快速下行后反弹上行），但单就牛市开启的时点而言，需要利率相对较低予以配合。

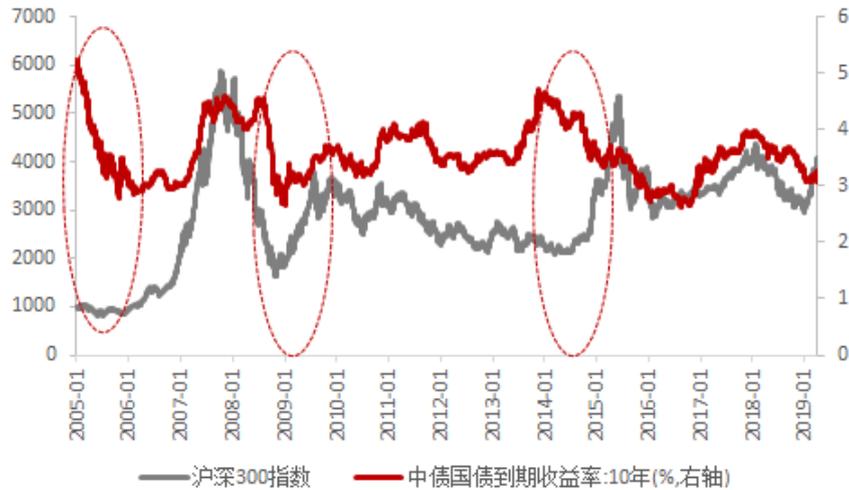
图 6: 牛市开启点均对应利率下行过程

	股票牛市开启时间	利率表现	利率持续时间	利率变动幅度
第一轮	2005年7月	下行	2004年12月-2005年10月	250BP
第二轮	2008年11月	下行	2008年8月-2009年1月	180BP
第三轮	2014年7月	下行	2013年11月-2016年10月	200BP

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 7： 利率中枢为牛市开启提供必要条件



资料来源：Wind，川财证券研究所

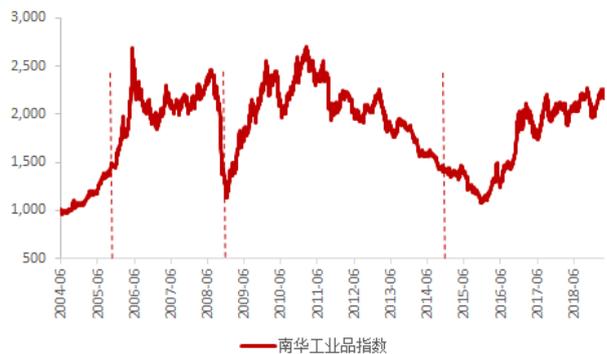
牛市的开启客观上需要通胀维持一个相对较低的绝对水平，与通胀动态趋势的关系则不明确。从静态绝对水平上看，2005 年 7 月第一轮牛市开启时 CPI 为 1.7%，通胀水平直至 2007 年方才抬升到 3 以上水平；2008 年 12 月第二轮牛市开启点通胀为 2.4%，接下来的 2009 年中共有 9 个月 CPI 为负值，至 2010 年 5 月过 3%，2014 年 7 月第三轮牛市开启时通胀为 2.3%，且至今未能再度破 3。从这一点上看，牛市开启需要一个低通胀环境。但从动态趋势上看，三轮牛市分别对应了通胀上行过程中、通胀见底和通胀下行过程中，通胀与股市的关系不明确。

图 8： 牛市起点往往通胀绝对水平较低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 牛市起点与通胀动态趋势关系不明确



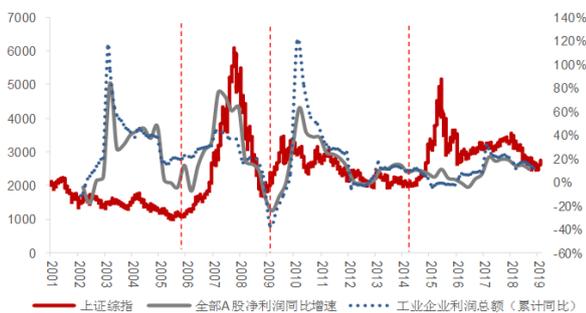
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 微观企业层面：盈利处于上升通道或阶段性高位

1.2.1 盈利增速是牛市开启的一个驱动条件

企业盈利增速虽然在历次牛市开启时往往滞后于市场底，但盈利处于上升通道，或在阶段性高位维持平稳，是市场上涨的一个驱动因素。在历次市场触底过程中，除 2008 年的行情，历次市场底都有良好的盈利支撑：2005 年虽然企业盈利增速较前期有所回落，但 2003-2004 年全部 A 股的净利润累计同比增速长期保持在 30% 以上，且 2005 年经历二、季度的下滑后，全年盈利增速回升至 14.4%。2014 年下半年牛市启动前，全部 A 股的盈利增速长期保持在 10% 左右，相较 2012 年和 2015 年，都处于阶段性的高位。2008 年市场呈现“V 型”反转，得益于“四万亿”计划带来的极为宽松的流动性。而市场触底时，无论是工业企业利润总额，还是全部 A 股的盈利增速均处于下行通道中。结合历史上三次牛市期间的微观企业盈利情况，若非处于流动性极为宽松的背景下，盈利增速长期保持在相对高位，仍可视作牛市启动的一个必要条件。

图 10：企业盈利出现拐点或处于相对高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：整体市场估值处于历史底部区域



资料来源：Wind，川财证券研究所

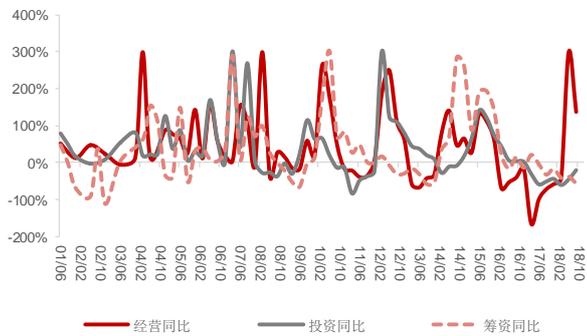
1.2.2 投资性现金流与上证综指波动有较强一致性

一般而言，公司筹资现金流领先于投资现金流领先于经营现金流，投资性现金流增速与上证综指波动的一致性更强。一般来说，公司吸收投资或取得借款，带来筹资活动产生的现金流量净额增加；公司进行投资扩产，投资活动产生的现金流下降；投资扩产建成投入使用，经营性现金流上升。根据我们统计的全部 A 股上市公司现金流量情况，筹资现金流同比增速领先投资现金流两年左右，而投资现金流同比增速略领先于经营现金流。这与我们的一般认知相契合。从上市公司现金流与 A 股市场的关系来看，投资性现金流增速与上证综指波动的一致性更强。2000 年以来的三次牛市，都伴随着投资性现

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

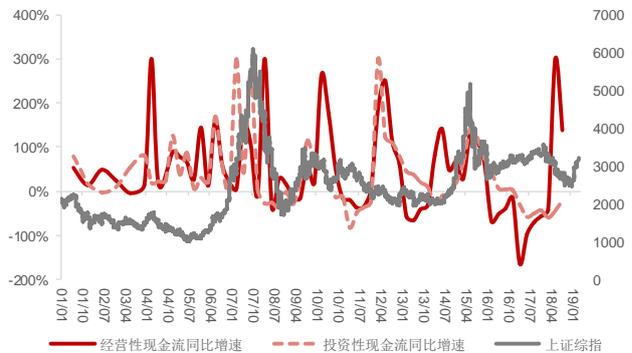
金流增速回升，即上市公司前期投资扩产活动结束、收回投资。

图 12: 筹资现金流>投资现金流>经营现金流



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 经营现金流好转领先上证指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.3 流动性：信用扩张与股市相关性更强，商业银行扮演重要角色

1.3.1 央行货币发行与市场并无显著一致性，信用扩张更为重要

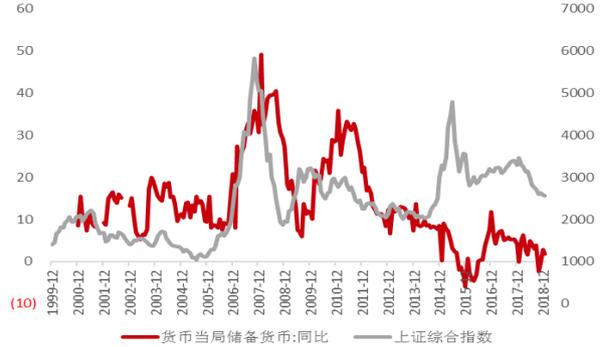
央行基础货币和央行资产与股市的关系不存在显著一致性。从数据上来看，除了 2008 年底开启的小型牛市紧密跟随央行连续降准，2005 年和 2014 年牛市的开启都明显滞后于央行降准。这主要是由于二级市场是一种高流动性高存量的金融资产，具有一定的价格发现功能，呈现明显的顺周期性。而二级市场的稳定并不是核心货币政策目标，央行调控又主要以逆周期调控为主，所以央行货币政策对于股市的影响不存在显著一致影响。基础货币的变化，由于需要商业银行的扩表配合，方能顺利传导至实体经济和股市，所以央行资产与股市指数之间的之间关系也不明确。从 1999 年以来的数据统计来看，央行缩表对于 A 股流行性的影响强于扩张期的影响，这主要是由于扩张性货币政策难以完全抵消经济下行带来的影响。

图 14: 历次调整存准率对股市的影响



资料来源: Wind, 川财证券研究所

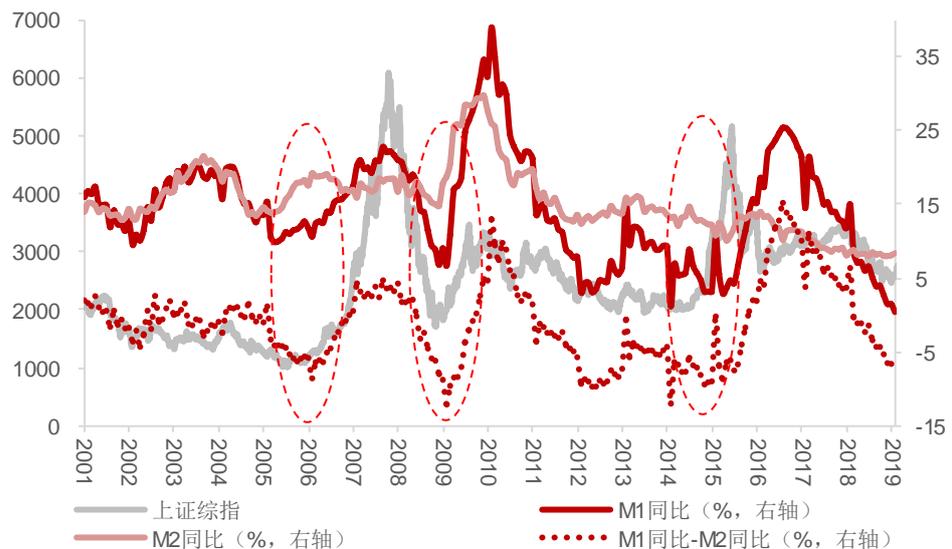
图 15: 央行资产对于股市的影响



资料来源: Wind, 川财证券研究所

信用扩张与股市流动性之间的同步关系更为明显。M1 与 M2 的差可以用来衡量央行投放货币是否真正传递到市场，在一定程度上代表实体经济的活跃程度。从数据上来看，2005 年、2008 年和 2014 年的三次牛市，都伴随着 M1 增速-M2 增速的差触底回升或止跌企稳，M1 增速-M2 增速的差与上证综指的同步性较高，略滞后于上证综指。同时我们也注意到，M1 增速的波动性明显高于 M2 增速，因此 M1-M2 增速的差值与 M1 增速的变化更为相关。而 M1 增速的波动略领先于 M1-M2 增速的差值，M1 增速出现拐点也可作为判断信用传导是否畅通的一个辅助指标。

图 16: M1 与 M2 增速的差与上证综指同步性较高

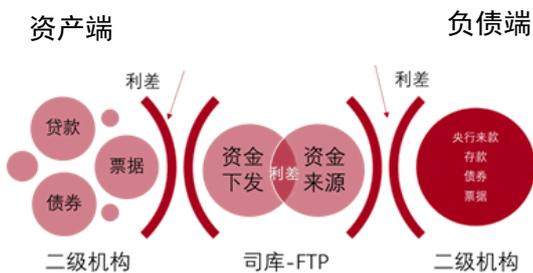


资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.3.2 商业银行资产配置偏好和主动负债变化影响信用扩张

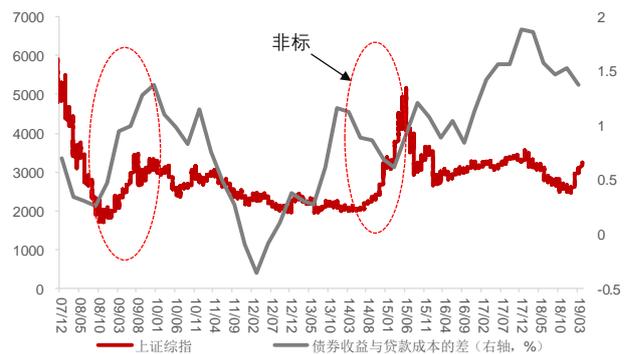
从资产端来看，商业银行的资产配置偏好会影响股市流动性和行业现金流，债贷利差走势与上证指数相关性较高。商业银行在央行投放的基础货币向实体经济和不同市场传导的过程中扮演了重要角色。虽然银行资金并不会直接大规模配置权益资产，但是一方面银行对于国债的偏好会直接影响到长期利率中枢，从而直接影响到股市流动性配置；另一方面，银行对于贷款的偏好会影响到行业现金流的变动。银行会根据资金成本的不同来选择配置资产。在流动性充裕的情况下，银行贷款成本低于同期国债收益的幅度越大，银行越偏重于配置国债，从而导致债券收益率下行，利率中枢下降，股市配置价值升高。由于一般贷款加权成本的数据开始于2007年12月，我们可以观察到2008年和2014年开启的两次牛市，2008年债贷利差领先上证综指约一个季度，与上证综指回升有较好的对应关系；而2014年二者走势出现背离，主要是非标高速增长对银行资产配置带来扰动。

图 17： 银行的 FTP 定价机制



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18： 债贷利差走势与股市走势总体较为一致

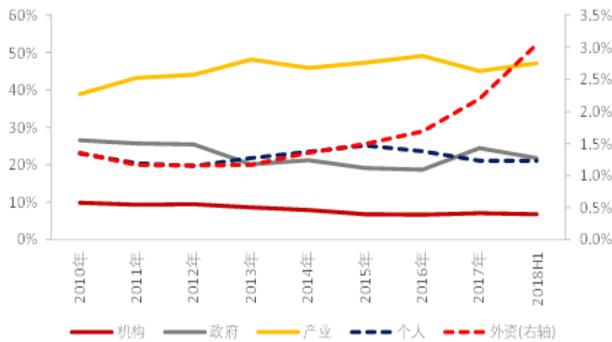


资料来源：Wind，川财证券研究所

从负债端来看，表外理财占比较高对负债端分析有较大干扰，但商业银行主动负债指标可作为观察信用是否趋于宽松的辅助指标。根据我们测算的A股市场的资金来源，与银行相关的产业资金占比约50%，而其他50%主要来自于居民和政府部门，而银行表外理财的资金构成又较为复杂，所以要想结合表外理财，从银行资金供给端的变动来推算其与A股市场波动的对应关系比较困难。但我们可以参考商业银行主动负债增速这一指标，来观察银行主动创造流动性的积极程度，从而判断信用是否趋于宽松。从数据来看，历次牛市开启时，商业银行主动负债往往先于市场回升，这可能是由于商业银行，尤其是大型金融机构更具政策敏感性。

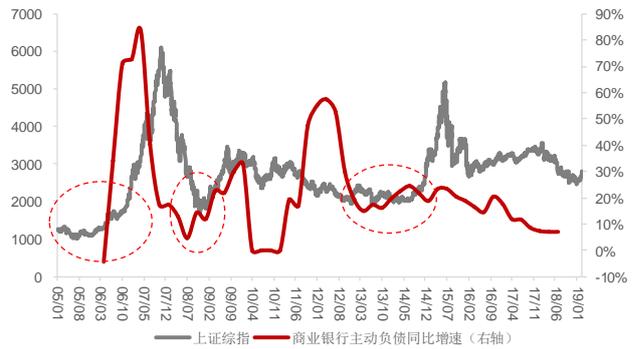
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 19: 银行相关产业资金约占 A 股资金 50%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 商业银行主动负债增速领先指数回归



资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.4 情绪指标: 活力指数、赚钱效应等均处于高位

牛市期间市场活力指数通常处于 80% 以上高位, 指数 250 日偏离度往往在牛市期间突破 20%。从历史经验来看, 如 2005-2007 年、2008-2009 年、2015 年的牛市期间, 市场活力指数 (200 日均线以上的个股占比) 均有效突破并维持 80% 以上的极端高位, 甚至一度达到 100%; 震荡市期间市场活力指数也可能处于 70%-80% 的高位区域, 甚至短期突破 80%, 但是短期内会迅速回落。此外, 牛市期间上证综指 250 日偏离度均高于 20%, 而市场下跌偏离度低点均在 -20% 左右, 仅 2008 年明显跌破 -20%。

图 21: 200 日均线以上个股占比



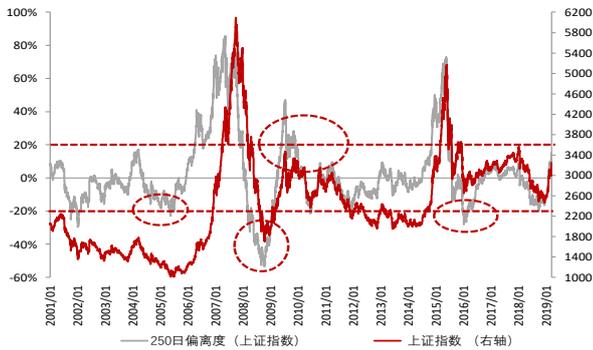
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 创业板 200 日均线以上个股占比



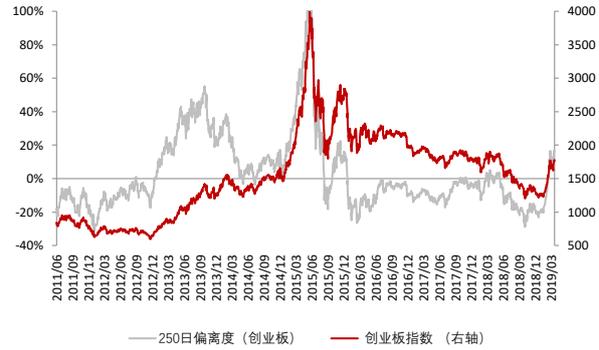
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 上证综指 250 日偏离度



资料来源: Wind, 川财证券研究所

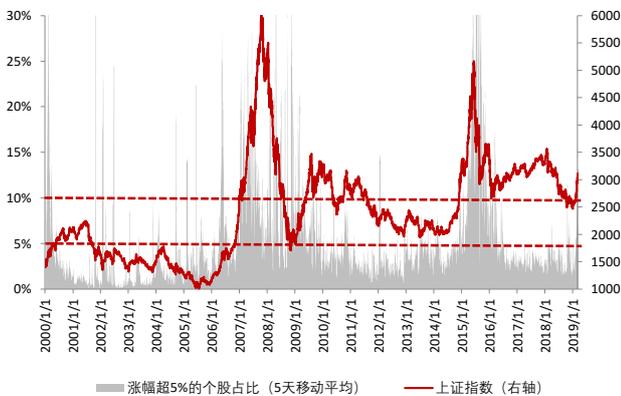
图 24: 创业板指 250 日偏离度



资料来源: Wind, 川财证券研究所

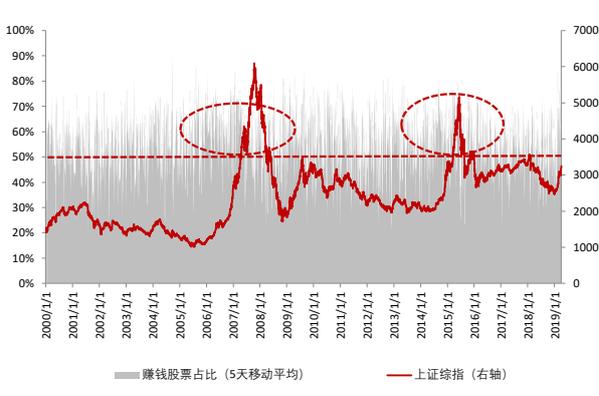
短期赚钱效应持续较强，赚钱股票占比维持 50% 以上。牛市期间，赚钱股票占比在 50% 以上的频率有所上升；涨幅超 5% 个股占比持续高于 5%，甚至持续高于 10%，表明牛市期间市场赚钱效应维持，且个股表现较强。3 月以来，赚钱股票占比均值约 60%，涨幅超 5% 个股占比均值约 9%，市场赚钱效应持续较强。

图 25: 涨幅超 5% 个股占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 赚钱个股占比

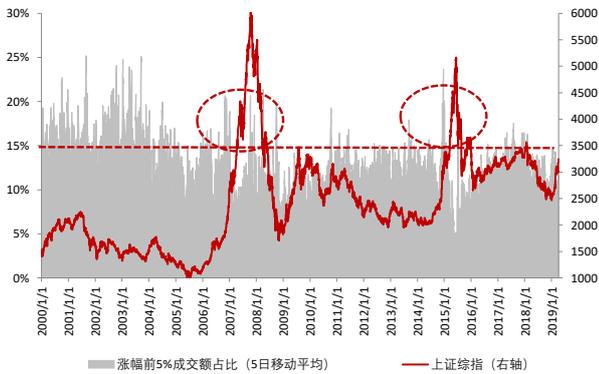


资料来源: Wind, 川财证券研究所

牛市前期，市场资金较为集中；进入牛市中后期，市场资金集中度下降。从 2007 年和 2015 年历史经验来看，牛市前期，市场资金较为集中，涨幅前 5% 个股成交额占比约 15%，最高可超过 20%，涨幅前 10% 个股成交额占比约 20%，最高可超过 30%。进入牛市中后期，市场资金集中度逐渐下降。当前涨幅前 5% 个股成交额占比约 10%，涨幅前 10% 个股成交额占比约 18%，市场资金相对分散。

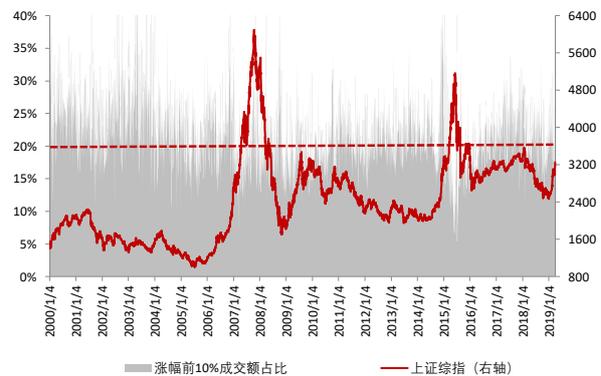
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27: 涨幅前 5% 个股成交额占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28: 涨幅前 10% 个股成交额占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、牛市来了吗？

2.1 宏观景气度指标尚不支持牛市，但价格指标已经接近

宏观景气度各类指标尚不具备支持牛市确立的条件。从目前来看，OECD 综合领先指标仍在 100 分界线水平一下，虽然下行的趋势有所放缓，但仍处于 2018 年以来的下行通道中。此外，虽然 2018 年以来房地产投资增速持续上升，甚至在 2019 年 2 月达到 10% 以上，但地产领域销售、新开工、竣工、到位资金、施工成本、土地成交均出现不同程度下落，唯一支撑地产投资因素来自于施工面积上行。地产投资的高增速能否持续尚且存疑。根据 2019 年 2 月的最新数据，商品房销售面积累计同比下行至 -14.9%，汽车销量累计同比也转负。

图 29: 景气度指标仍处于下行过程中



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 30: 商品房和汽车销量增速仍在下行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国债收益率和CPI同比增速已经处于历史较低水平，且展望后市，预计仍将维持。3月底以来，国债收益率和通胀水平有所回升。但从绝对水平来看，目前国债收益率已低于2014年牛市开启时的绝对值，接近2005年、2008年牛市开启时的水平。CPI当月同比增速虽然高于2005年、2008年牛市开启时的历史极低水平，但与2014年牛市开启时的水平已经较为接近。展望后市，在当前总需求疲弱情况下上游工业品难以出现系统性抬升，但同时猪价上涨也是大概率事件。从历史经验上看，CPI尚未出现过在去库存周期中全面抬升的情况。我们认为，更可能出现的情况是类似2015-2016年，即PPI下行而食品项上行，CPI整体保持平稳。根据我们简单测算，假定PPI保持在0附近，则非食品项整体应在1.5-1.7%之间，同时假定猪价带动食品项同比上行至6%，则CPI仍将维持在3%警戒线以下水平。

图 31： 国债收益率已处于较低水平



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： CPI 有抬升趋势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33： CPI 出现类似 2015-2016 年情况的概率较大



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 盈利增速仍处于下行通道

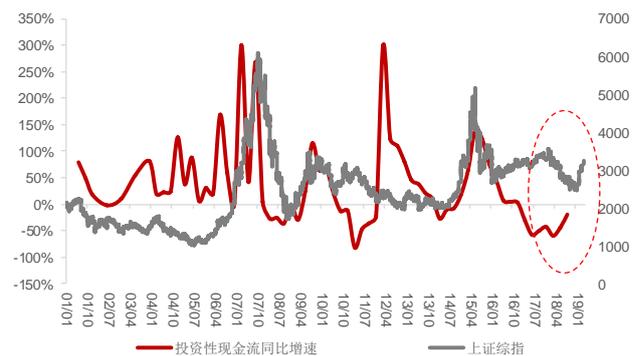
A 股的盈利增速仍处于持续下行的通道中，但投资性现金流 2018 年三季度已经呈现触底回升的趋势。目前全部 A 股 2018 年的财务报表尚未披露完毕，我们在测算 2018 年报盈利增速时，结合业绩快报披露数据。根据自上而下的盈利测算模型进行预测，2019 上半年全部 A 股剔除金融后的盈利增速为-8%，主板整体盈利增速约为-4%。A 股的盈利增速仍处于持续下行的通道中，可能于二、三季度见底。而通过投资性现金流的数据来看，2018 年三季度已经呈现触底回升的趋势。但鉴于 2018 年报中小创企业盈利增速在商誉等资产计提减值情况下，大幅发生下滑。投资性现金流以及经营性现金流的回升趋势是否间接受到影响仍有待 2018 年报和 2019 年一季报出台后持续观察。

图 34: 盈利增速仍处于下行通道



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: 投资性现金流开始回升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

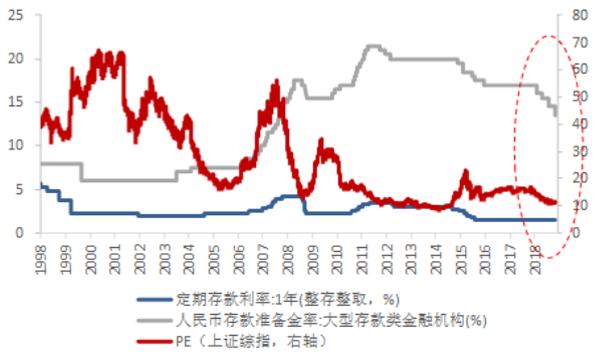
2.3 信用改善仍未显现

M1-M2 增速的差仍持续下行，债贷利差收紧对股市仍有一定压制，商业银行主动负债增速企稳，但未见回升拐点。目前来看，货币流动性已经足够宽松，进一步降准必要性下降。而人民币存款基准利率已经处于历史低位，进一步下调空间亦有限。虽然 2018 年以来 M2 增速已经企稳，但无论是 M1 增速-M2 增速的差，还是 M1 同比增速，均处于持续快速下行过程中，目前仍未看到下行趋势有所缓解的迹象。从数据来看，信用改善未现。从商业银行的资产配置偏好来看，一季度国债收益率的大幅下挫，快于贷款利率的下调，意味着银行对于信用仍存悲观预期，对于信用扩张保持谨慎，配置偏向于国债等低风险资产。债贷利差仍持续收紧，可能对股市继续上涨仍有一定

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

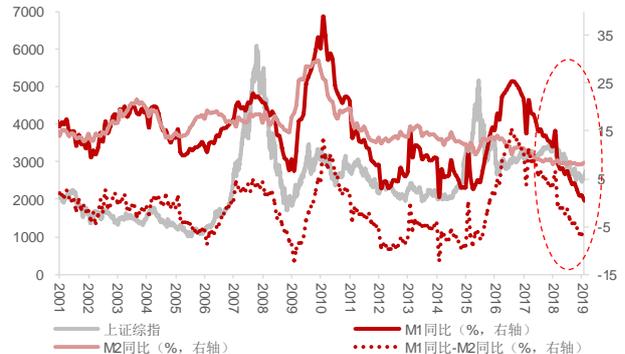
压制。在商业银行负债端，商业银行主动负债增速自 2018 年 6 月份以来已有企稳迹象，但仍未见回升拐点。此外，由于相关数据仅更新至 2018 年三季度，仍需持续观察 2018 全年和 2019 年一季度数据的变化情况。

图 36: 货币政策进一步宽松空间有限



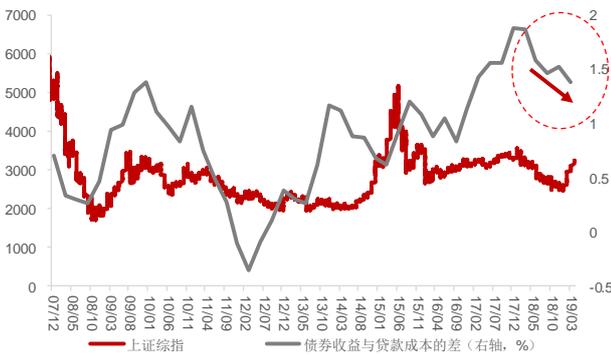
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37: M1-M2 增速仍在持续下行过程中



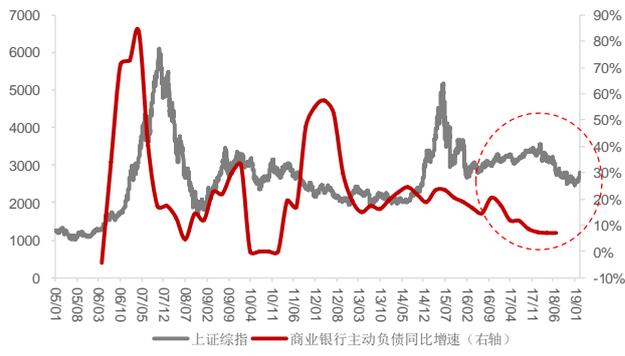
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 债贷利差缩窄压制股市



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: 商业银行主动负债增速尚未见拐点

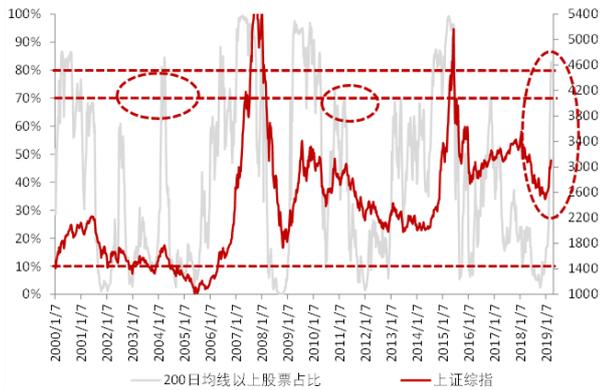


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.4 情绪指标已经处于高位区域，但持续时间较短

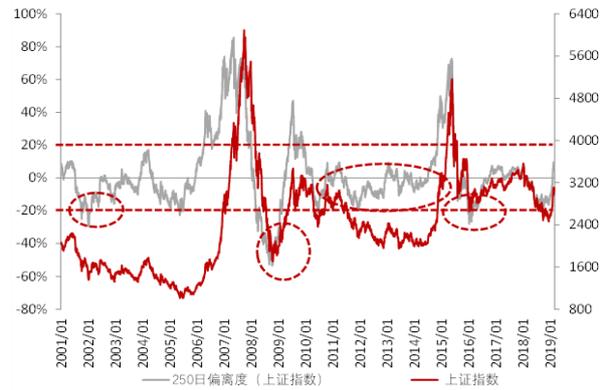
个股处于震荡趋势的极端高位，但持续时间较短。上证综指 250 日偏离度约为 17%，已自此前低点回升，未来短期再次回落至前期低点的概率较小，但尚未向上突破 20% 的限制。当前市场活力指数约 87%，已持续一个月在 70% 以上高位震荡，由于其持续时间仍相对较短，股市已呈现小牛格局，但不宜过快过猛。

图 40: 个股位置已经处于震荡趋势的极端高位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 41: 指数超跌的修复已相对充分



资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

1. 盈利增长不及预期;
2. 宏观环境发生重大变动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004