

2018.10.24

创业板估值底在何处？

——存量与边际系列之八

本报告导读：

外围美股暴跌、市场整体表现低迷，多数经济数据不及预期，A股普遍下跌。目前创业板估值已达历史低位，“年化波动率-BETA值”体系可供后续寻底观测。

摘要：

- “存量与边际”系列，旨在建立并默认市场存量基础上，跟踪可能的边际变化，并判断这些边际变化的背后是趋势性的拐点机会 or 阶段性机会。我们从估值、基本面、流动性、风险偏好和利率五个维度追踪市场变化，分别从“总量”和“结构”两方面分析，关注超预期变化指标，多角度展开追根溯源，分析可能的未来走势。本期要点为：1) 总量上，股市整体大跌，多数板块估值触底；结构上，板块集体下跌。2) 旧动能方面，总量 PMI 不及预期，消费保持低位，CPI 上升。结构上，各城市房地产销量有所下降，下游土地成交面积减少，汽车市场继续疲软。新动能方面，机器人销售明显下滑。3) 流动性方面，外资撤离，资金供给端收紧，需求端+央行定向降准适度缓解资金流动性压力。4) 风险偏好方面，总量上风险溢价率上升，市场避险情绪明显。5) 利率方面，存贷款利率和债券到期收益率小幅下降，货币偏宽。
- 十月之问：估值——创业板估值底在何处？以史为鉴，2012 年的估值底如何产生？基本面和交易的共同结果。估值底部在核心驱动的转向之后，再经交易产生。从交易角度，“年化波动率-BETA 值”联立是个可跟踪的指标体系，核心逻辑在于刻画交易的底部特征，包括较长时间的低波动率和指数低位继续破位。测试发现，创业板和申万小盘指数符合此指标体系。往后看现在的创业板，基本面角度，经济触底过程仍在继续，但是此次经济触底过程伴随价格的高位（CPI 和 PPI），同时货币政策处于偏松的周期之中，基本面是否触底逆转。暂就基本面不论，从交易层面看，波动率并非在低位震荡，反而是在回升（回升的原因是创业板大幅破位），BETA 值未明显抬升（市场普跌）。综合基本面和交易情况，创业板估值底部仍未出现，需要等待。
- 行情与估值：股市整体大跌，多数板块估值触底。美股暴跌，A股受挫，多数板块估值触底；海外指数普遍降低，受中美贸易战不确定影响，亚洲股市领跌，但预计对 A 股的负面影响已经边际钝化。
- 基本面：投资数据不及预期，需求拉低进口数据。三驾马车中，制造业 PMI 下降至 50.8%，低于市场预期；消费社零持续保持低位；进口同比增速 14.3%，环比降低 5.6%；下游 100 大中城市成交土地占地面积降幅明显，中游短期内 PTA 需求改善程度有限，走势难获较大提振。
- 流动性：资金供给端收紧，需求量大幅降低。陆股通净流入 25.84 亿元，上上周合计 63.93 亿元，减少 38.09 亿元，美股下跌带动外资迅速撤离；需求量大幅降低+央行定向降准，缓解资金流动紧张情况。
- 风险偏好：风险溢价率上涨，信用利差总体呈现反弹趋势。市场风险溢价率 5.38%，较上上周均值增加 1.1 个百分点，市场避险情绪显著。
- 利率：利率小幅下降，货币政策保持稳健中性。本周 DR007 利率 2.608%，较上上周下降 40.0BP，市场利率降幅较小，基本保持稳定，资金面维持适度的宽松。

报告作者



李少君（分析师）



010-59312705



lishaojun@gtjas.com

证书编号

S0880517030001



陈显顺（研究助理）



021-38032683



chenxianshun@gtjas.com

证书编号

S0880117090066

相关报告

《风险的交汇口(1): 风险溢价尚显不足》

2018.07.14

《美国内不满情绪发酵，但贸易政策并未转向》

2018.07.13

《不确定性中，以静制动》

2018.07.12

《等待投资主线浮出水面》

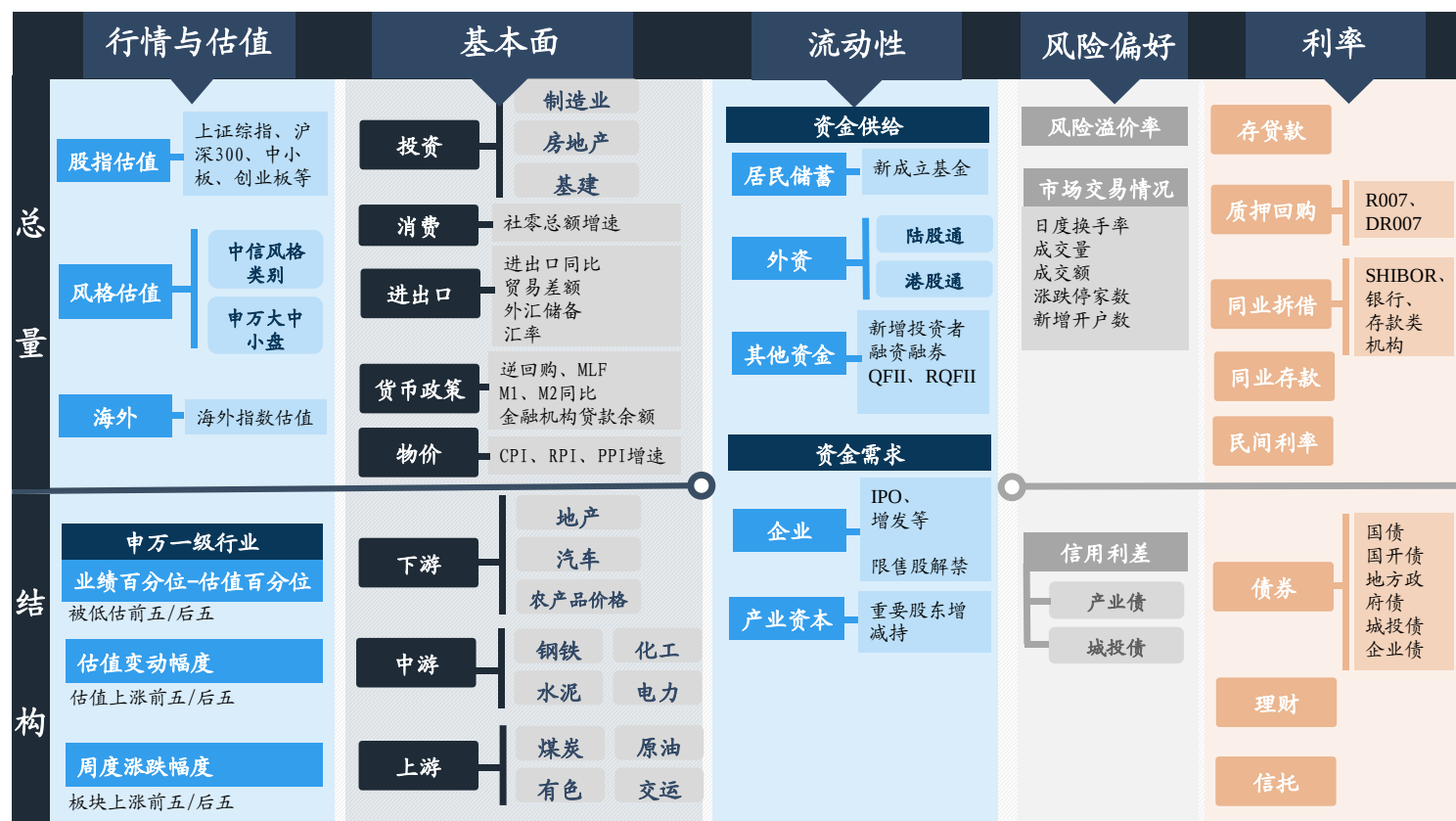
2018.07.08

《主题迎来短暂活跃》

2018.07.01

1. “存量与边际”追踪框架（频率：半月）

图 1: 五维市场数据跟踪框架



数据来源：国泰君安证券研究

“存量与边际”系列，旨在建立并默认市场存量基础上，跟踪可能的边际变化，并判断这些边际变化的背后是趋势性的拐点机会 or 阶段性机会。我们从估值、基本面、流动性、风险偏好和利率五个维度追踪市场变化，分别从“总量”和“结构”两方面分析，关注超预期变化指标，多角度展开追根溯源，分析可能的未来走势。

- 1) 估值：**总量上从国内外重要指数、风格指数估值变动展开关注市场估值情况；结构上，关注申万一级行业业绩估值匹配度，估值变动和市场表现的变动。
- 2) 基本面：**总量上自上而下从“三大需求”和货币政策、物价体系展开关注分子端经济增长情况，结构上，经济旧动能关注上中下游的量的关系，新动能着眼于制造业中 TMT 表现。
- 3) 流动性：**从资金供需展开，供给端关注基金、外资、杠杆资金、QFII 和 RQFII 等变动，需求端关注一级市场 IPO、增发和限售股解禁、产业资本增减持。
- 4) 风险偏好：**总量上关注风险溢价率和换手率、成交量、涨跌停数量反映的市场情绪变动，结构上关注各个品种的信用利差。
- 5) 利率：**总量上关注存贷款、银行间利率，结构上落脚于债券、理财、信托收益率等各类产品。

2. 十月之问：估值——创业板估值底在何处？

截至 10 月 19 日,创业板的估值和申万小盘指数的估值已达到历史新低。其中,创业板指的 PE 为 28.49,突破了 2012 年底的 30.95;申万小盘指数的 PE 为 18.17,大幅突破了 2007 年大牛市的前夜——2006 年年初的 26.62 以及 2012 年底的 27.13。那我们不禁问:底在何方?

图 2: 创业板的估值已达历史新低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 申万小盘指数估值已达历史新低



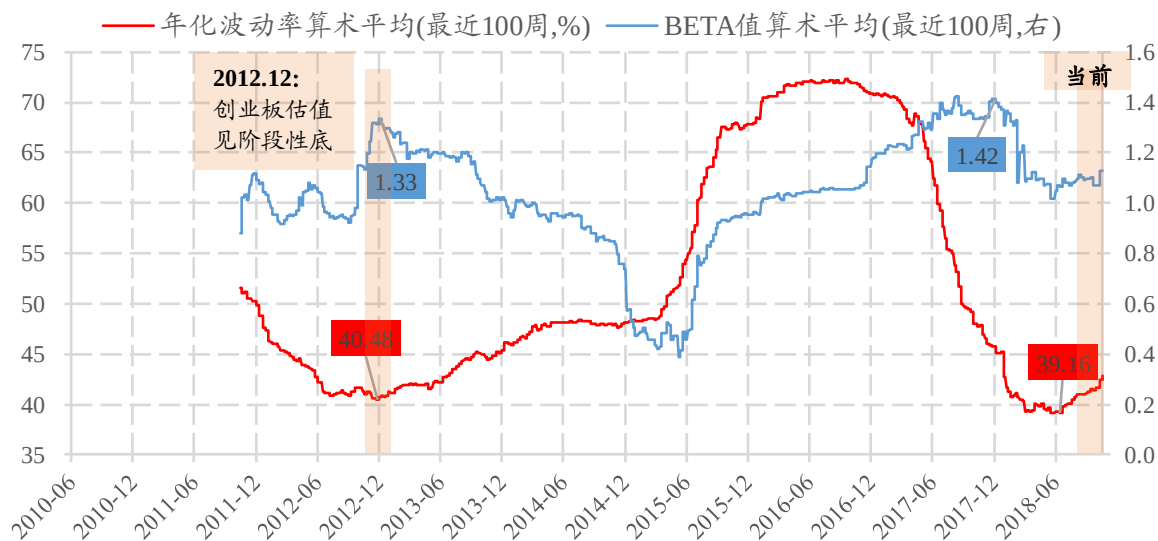
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2012 年的估值底如何产生? 依据历史经验,估值底往往在核心驱动逆转后的中途交易产生。第一,流动性由紧张转向宽松。2010 年到 2011 年,央行共上调存款准备金率 12 次,这一趋势在 2012 年才出现拐点,2012 年 2 月和 5 月存款准备金率分别下调 0.5%。第二,经济基本面由弱走稳。一方面 GDP 增速由 2011 年的 10%一路下滑至 2012 年第三季度的 8%,而后反弹;另一方面 CPI 和 PPI 等价格指数也在 2012 年三季度触底走稳,而后反弹。

也就是说,创业板的估值底部是滞后核心驱动变化而出现的。那么首先我们就解决了一个问题:估值底部不是基本面变化而形成,更多的是交易形成。那能否有及时跟踪底部出现的核心指标?

从交易角度,“年化波动率-BETA 值”联立是个可跟踪的指标体系。从逻辑上说,在考虑是否交易底部出现的前提是基本面底部或政策底部已经出现。而对应的交易底部的特征包括几点:较长时间的低波动率、指数低位继续破位。按此逻辑,我们选取年化波动率(近 100 周)和 BETA 值(基准选定沪深 300,近 100 周)作为对应的参考变量。根据历史数据上看,“年化波动率低点+BETA 值高点”的双击对应了 2012 年估值底部。反过来看,为什么会有这样的结果,原因有两个:第一,2012 年下半年以来,创业板经历了长达半年的低波动,底部交易充分换手,为后续提供微观结构基础;第二,2012 年 11 月底,创业板指数在本就低位的基础上持续破位,达到 585 点,BETA 值显著拉升,跌幅较沪深 300 更为明显。因此,我们认为低波动率是底部基础,而陡升的高 BETA 是底部反转的信号。

图 4: 估值底部具备低波动和高 BETA 双重属性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

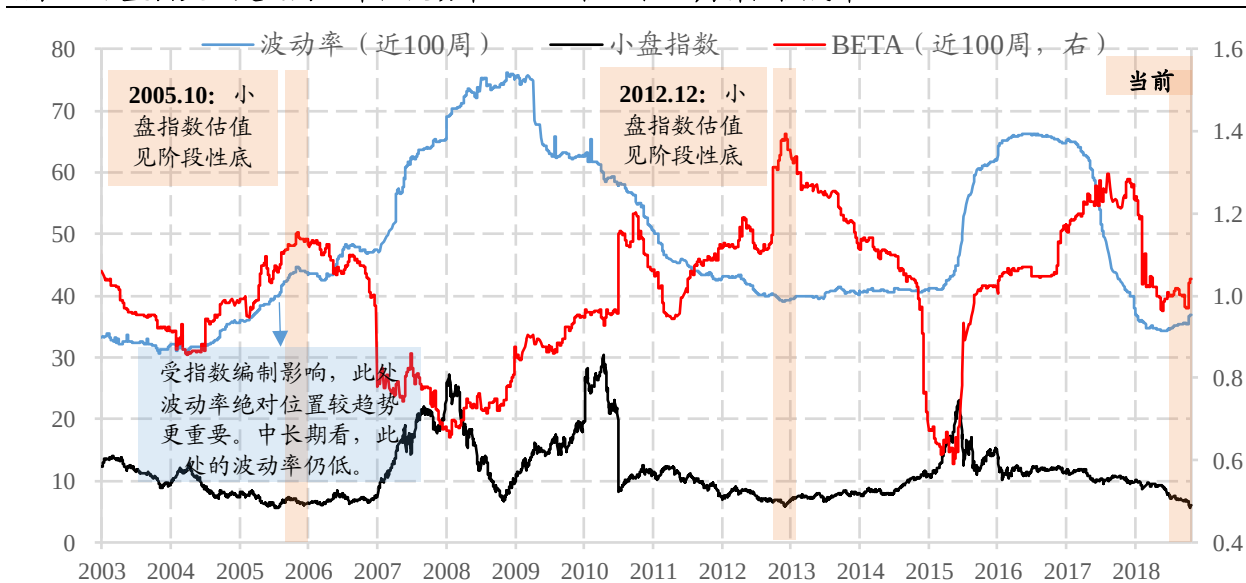
图 5: 2012 年底, 创业板经历了一波显著下行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

由于创业板 2010 年开通, 可用历史数据较短, 为避免偶然性结论, 我们引用申万小盘指数进行进一步分析。2003 年以来, 小盘指数经历了两个底部, 一个是 2005 年年底, 另一个是 2012 年底 (同创业板)。针对 2005 年年底情况, 我们校对 BETA 值和波动率两方面指标, 发现 BETA 值达到阶段性高点, 符合前文分析, 波动率上升, 不符合前文分析。我们认为, 此处的波动率的绝对值意义较趋势意义更大。受指数编制方面原因及 2003 年交易政策影响, 股票市场的交易群体范围正在扩充阶段, 波动率逐步上升, 但是从绝对值上看仍处于中长期低位。因此, 我们认为“年化波动率-BETA 值”联立方式观测估值底部具有一定可行性。

图 6: 小盘指数也是适用“年化波动率-BETA 值”联立判断估值底部



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

那从现在往后看, 创业板的底部何时能出现? 我们可以从基本面和交易维度进行分析。从基本面角度看, 经济触底过程正在经历, 难言拐点, 但是此次经济触底过程伴随价格的高位 (CPI 和 PPI), 同时货币政策处于偏松的周期之中, 基本面难言向上或向下。暂就基本面不论, 从交易层面看, 波动率并非在低位震荡, 反而是在回升 (回升的原因是创业板大幅破位)。从 BETA 值上看, 近半年来 BETA 值趋于稳定, 并未明显上升, 这意味着创业板的估值性价比较沪深 300 还未凸显。因此, 我们认为创业板底还未出现, 仍需观察。

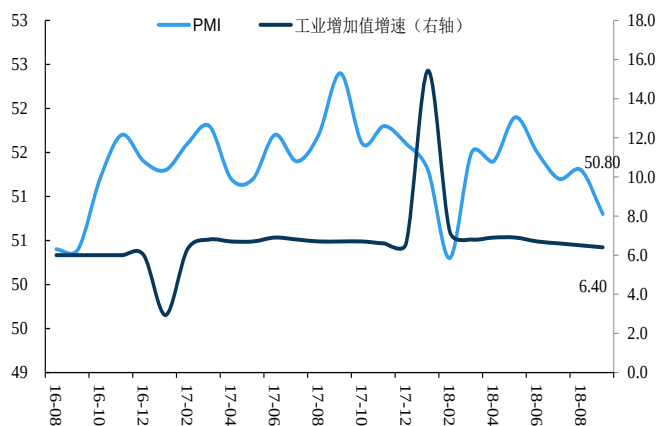
3. 本期边际概览

在本报告期, 市场中最显著的边际变化在于:

- ① 总量上, 股市整体下跌, 消费板块跌幅缩小; 结构上估值驱动趋势明显, 部分行业低估情况尚未改善。
- ② 旧动能方面, 投资不及预期, 消费低位徘徊, 贸易后续走向不定, 经济下行压力逐步显现。下游 100 大中城市成交土地占地面积降幅明显, 汽车消费依然疲软; 中游高炉开工率小幅改善, 但 6 大发电集团耗煤量依旧低于均值, PTA 市场价、产业链负荷率下跌, 水泥价格有所上涨; 新动能整体向好, 未来持续看好通信发展。
- ③ 流动性方面, 陆股通资金净流入 25.84 亿元, 上上周合计 63.93 亿元, 减少 38.09 亿元, 外资撤离+其他资金支持力度有限, 资金供给端紧张; 需求量大降低+央行定向降准, 缓解资金流动紧张情况。
- ④ 风险偏好方面, 风险溢价率上涨, 市场交易量减少, 避险情绪显著; 信用利差近期小幅降低, 总体呈现反弹趋势。
- ⑤ 利率方面, 总量上, 市场利率小幅下降, 资金面保持适度宽松; 结

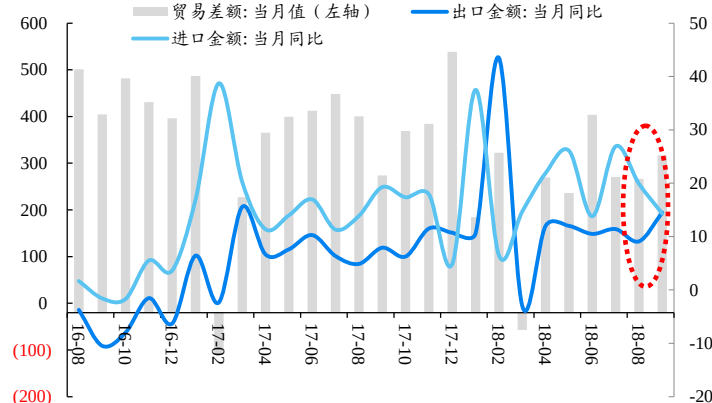
构上，利率债、信用债收益率均有所下降，考虑到货币政策 8 月以来受稳汇率的制约，目前保持较低水平的中美利差、国债期限利差将制约国债利率进一步下行。

图 7：制造业 PMI 数据不及市场预期



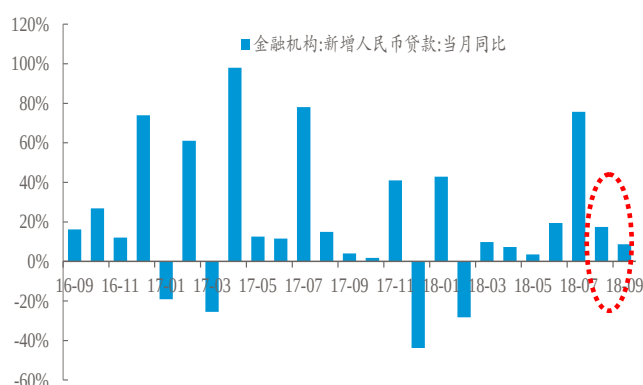
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：进口需求放缓，出口回暖，贸易顺差基本稳定



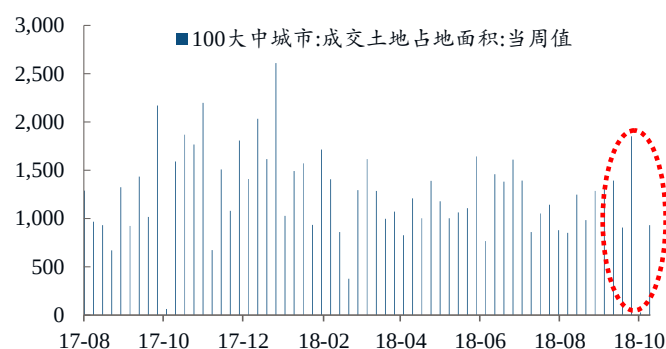
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：新增人民币贷款增速减少，适度宽松基调不变



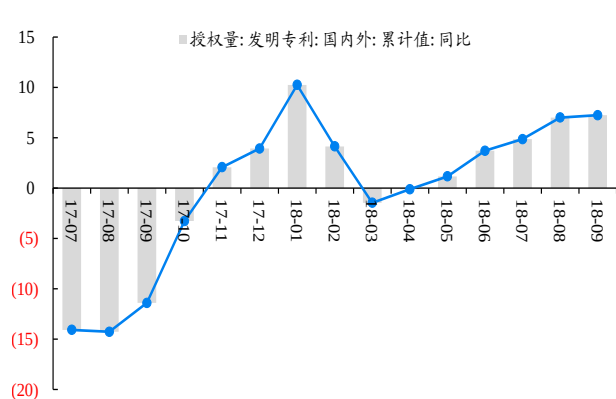
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：房地产-100 大城市土地成交面积降幅明显



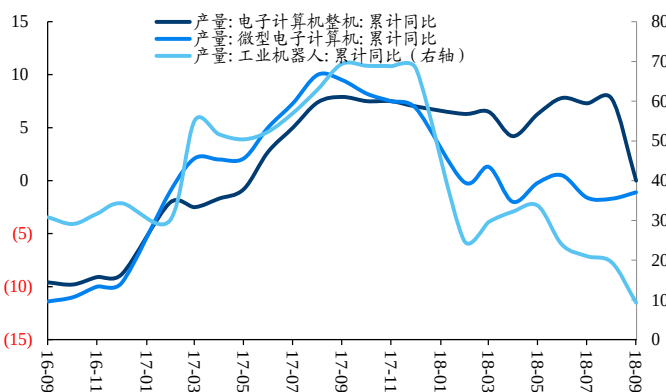
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 11：发明专利保持小幅上升



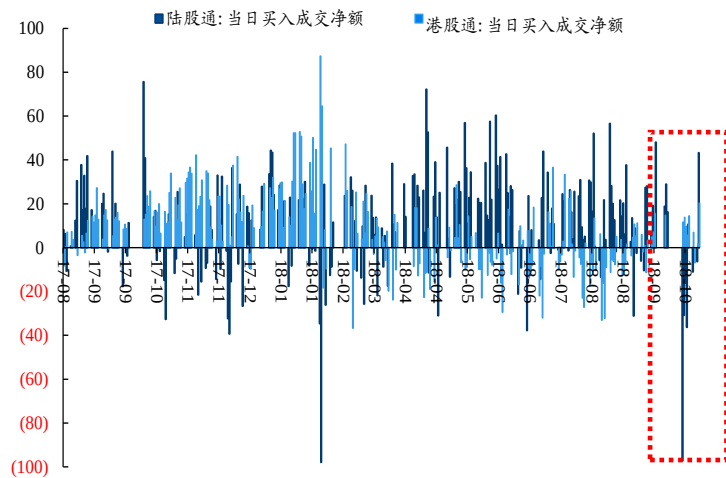
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12：工业机器人累计同比持续下滑



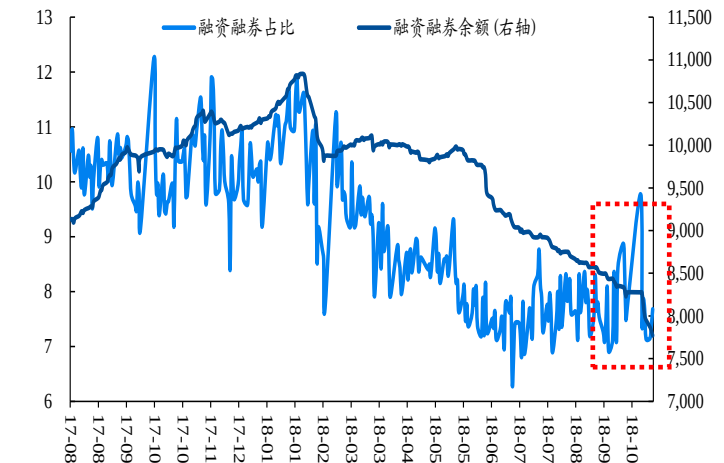
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 13: 美股下跌扰动全球市场, 外资撤离



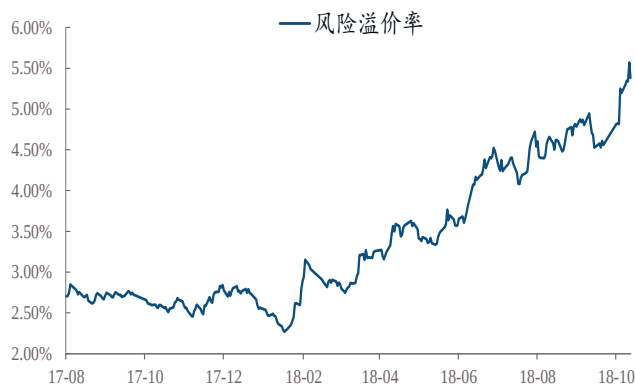
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 融资融券余额下降



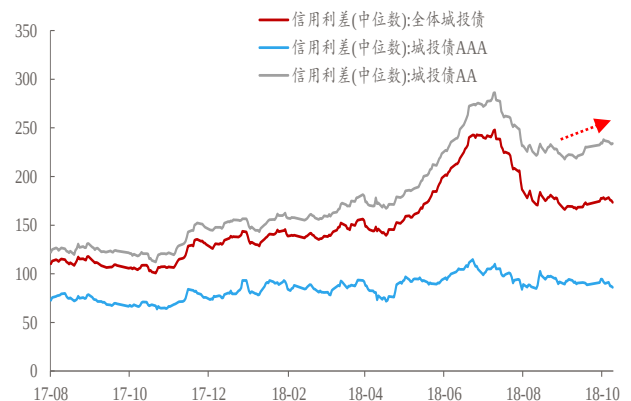
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 风险溢价率上升, 风险偏好降低



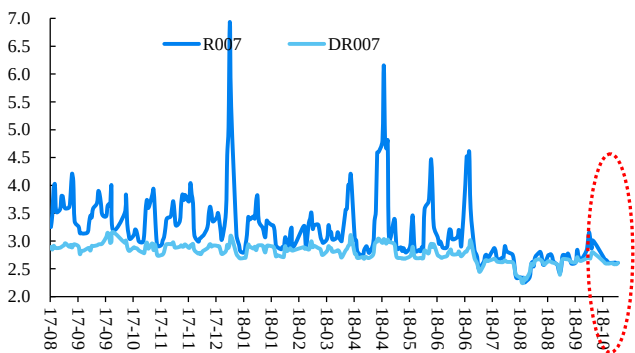
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 城投债 AA 利差近期呈上升趋势



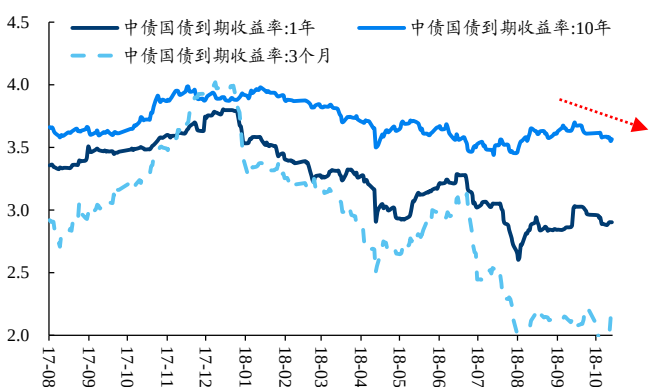
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 市场利率普遍稳中有降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 国债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 行情与估值: 股市下跌维持低位, 市场普遍存在低

估情形

4.1. 总量：股市整体大跌，多数板块估值触底

外围扰动+内部经济数据不及预期，股市整体大跌，多数板块估值触底。在美股下跌、中美贸易战局势仍不明朗的外围因素和 9 月公布的 PMI、社会融资规模等经济数据不及预期的共同作用下，股市整体大幅下跌。从股指上看，上证综指下跌 15.1%，PE（TTM）为 11.4，处于历史 12% 分位；沪深 300 下跌 3.6%，PE（TTM）为 10.8，处于历史 17% 分位；中小板指下跌 26.2%，PE(TTM)为 19.9，处于历史 2% 分位；创业板指下跌 41.9%，PE（TTM）为 28，处于历史 0% 分位。从风格上看，变动幅度数值上，金融(-6.0%)>消费(-13.7%)>稳定(-16.7%)>周期(-31.0%)>成长(-41.5%)；大盘(1.6%)>中盘(-31.4%)>小盘(-47.0%)。板块普跌的情况下，金融板块保持相对稳定；政策层面对于提振消费的强调为相关板块带来积极催化，消费板块较之前表现有所好转；大盘指数相对稳定，中小盘指数跌幅明显，估值处于历史最低位。

表 1：沪深交易所核心股票指数估值情况

	2018/10/19	PE(TTM)				PB(LF)				行情		
		现值	百分位	上上周值	变动	现值	百分位	上上周值	变动	现值	上上周值	变动
股指估值	上证综指	11.4	12%	12.55	-9.0%	1.31	2%	1.44	-9.0%	2550.47	3004.70	-15.1%
	上证180	9.9	15%	10.61	-7.0%	1.22	5%	1.32	-7.1%	7075.65	6958.50	1.7%
	上证50	9.6	21%	10.21	-6.0%	1.20	12%	1.28	-6.1%	2446.32	2177.35	12.4%
	深证成指	16.5	26%	18.83	-12.2%	1.98	9%	2.26	-12.0%	7387.74	10567.58	-30.1%
	沪深300	10.8	17%	11.69	-7.9%	1.34	6%	1.46	-8.0%	3134.95	3253.28	-3.6%
	中证500	16.9	0%	19.80	-14.5%	1.54	0%	1.79	-13.7%	4127.99	6328.09	-34.8%
	中小板指	19.9	2%	22.57	-12.0%	2.78	1%	3.17	-12.3%	5009.14	6783.59	-26.2%
	创业板指	28.0	0%	35.75	-21.6%	3.33	13%	3.55	-6.0%	1249.89	2149.90	-41.9%
	创业板综	39.4	15%	45.04	-12.6%	2.76	6%	3.09	-10.4%	1485.76	2725.81	-45.5%
	万得全A	13.4	10%	14.96	-10.3%	1.47	0%	1.64	-10.2%	3263.78	4247.65	-23.2%

注：时间区间如下，上证综指、深证成指为 2000/1/4-至今，其余指数为成立至今；标红部分表示变动幅超过 5%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 2：风格板块指数估值情况

风格指数估值	金融	8.0	13%	8.50	-5.8%	1.05	2%	1.11	-5.9%	5961.97	6340.69	-6.0%
	周期	16.4	11%	18.53	-11.7%	1.47	1%	1.66	-11.6%	2664.88	3860.72	-31.0%
	消费	20.8	0%	23.64	-11.9%	2.64	13%	2.99	-11.7%	6476.01	7501.14	-13.7%
	稳定	13.4	9%	14.73	-9.0%	1.24	4%	1.36	-9.0%	2091.14	2510.74	-16.7%
	成长	33.0	10%	38.36	-14.0%	2.35	8%	2.72	-13.8%	3592.60	6142.99	-41.5%
	大盘指数	11.4	11%	11.81	-3.9%	1.53	4%	1.59	-3.8%	2643.01	2601.68	1.6%
	中盘指数	15.5	1%	17.18	-9.8%	1.58	1%	1.76	-10.2%	2682.18	3912.69	-31.4%
	小盘指数	17.2	0%	19.64	-12.3%	1.48	0%	1.69	-12.4%	2929.30	5522.35	-47.0%

注：分类采用中信风格类别指数和申万大盘、中盘、小盘指数；时间区间从成立至今；标红部分表示变动幅超过 5%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19: 风格板块估值-PE(TTM)



数据来源: 国泰君安证券研究

美股大跌+美联储加息, 海外指数集体下跌。从部分海外股指上看, 纳斯达克指数下跌 4.1%, PE (TTM) 为 45.20, 处于历史 93%分位; 标普 500 下跌 6.0%, PE (TTM) 为 21.98, 处于历史 64%分位; 富时 100 下跌 3.9%, PE (TTM) 为 15.70, 处于历史 15%分位; 德国 DAX 下跌 4.6%, PE (TTM) 为 13.60, 处于历史 1%分位; 日经 225 下跌 5.5%, PE (TTM) 为 16.25, 处于历史 8%分位; 韩国综指下跌 5.0%, PE (TTM) 为 10.37, 处于历史 1%分位。美股大跌引起全球股市风暴、美联储加息收紧市场流动性的情况下, 海外市场集体下跌。同时, 受中美贸易战波及, 亚太市场担忧情绪不断蔓延, 跌幅居前。

表 3: 部分海外股票指数估值情况

	2018/10/8 -2018/10/19	PE (TTM)				PB (LF)			
		现值	百分位	上上周值	变动	现值	百分位	上上周值	变动
海外 指数 估值	纳斯达克指数	45.20	93%	47.14	-4.1%	4.28	97%	4.37	-1.9%
	标普500	21.98	64%	23.37	-6.0%	3.15	94%	3.23	-2.7%
	富时100	15.70	15%	16.34	-3.9%	1.71	8%	1.71	0.0%
	德国DAX	13.60	1%	14.25	-4.6%	1.68	35%	1.72	-2.6%
	日经225	16.25	8%	17.19	-5.5%	1.71	50%	1.73	-1.6%
	韩国综合指数	10.37	1%	10.91	-5.0%	1.06	80%	1.08	-1.7%

注: 时间区间如下: 【PE】标普 500 从 2011/4/1 至今, 其余指数从 2015/9/11 至今; 【PB】标普 500 从 2011/9/23 至今, 其余指数从 2015/11/16 至今; 标红部分表示变动幅超过 5%。

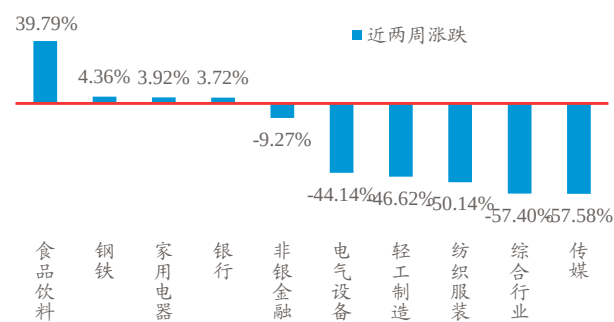
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.2. 结构: 板块集体下跌, 市场存在普遍低估情形

板块集体下跌, 部分行业估值上涨带动效应明显。观测期内, 行业上涨前 5 为: 食品饮料 (39.79%)、钢铁 (4.36%)、家用电器 (3.92%)、银行 (3.72%)、非银金融 (-9.27%); 下跌前 5 为: 传媒 (-57.58%)、综合行业 (-57.40%)、纺织服装 (-50.14%)、轻工制造 (-46.62%)、电气设备 (-44.14%), 板块集体下跌。再看估值变动幅度, 部分行业 (食品饮料、家用电器、银行等) 估值上涨的带动效应较为明显, 综合行业估值

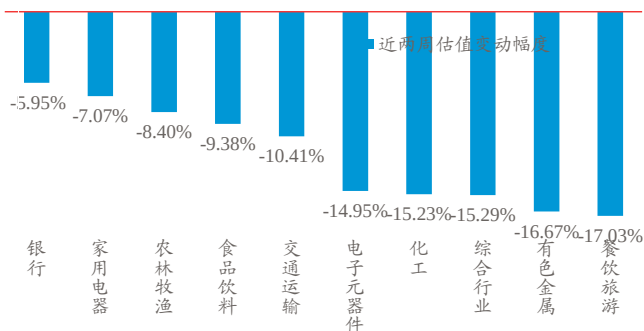
下杀显著的同时拉低股价。

图 20：行情-近两周板块涨跌幅前五与后五



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

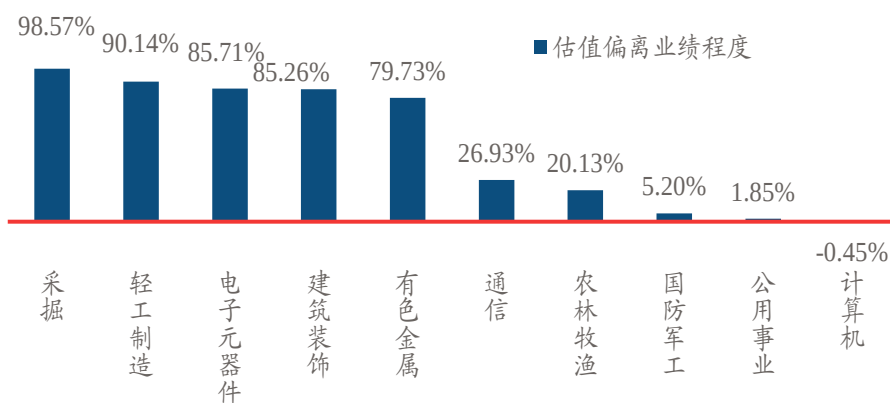
图 21：估值-近两周估值变动前五与后五



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

投资者情绪持续谨慎，市场存在普遍低估情形。从业绩-估值匹配角度，我们用最新业绩分位数（单季净利增速）减去估值分位数，被低估的前 5 行业为：采掘（98.57%）、轻工制造（90.14%）、电子元器件（85.71%）、建筑装饰（85.26%）、有色金属（79.73%）；被高估的前 5 行业为：计算机（-0.45%）、公用事业（1.85%）、国防军工（5.20%）、农林牧渔（20.13%）、通信（26.93%）。在股市持续探底的情况下，投资者情绪持续谨慎，市场上各行业均存在被低估情形。其中，采掘、轻工制造、电子元器件、建筑装饰等长期处于低估前位的行业依旧未得反转；由于业绩存在不确定性，我们关注的制造业中的 TMT 仍然存在被高估的情况，但高估幅度有所缓解。

图 22：匹配度-估值偏离业绩程度前五与后五



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 基本面：投资数据不及预期，需求端持续放缓

5.1. 总量：投资消费持续低迷，需求放缓拉低进口数据，经济下行压力逐步显现

表 4：宏观经济基本面一览表

基本面			现值	边际	边际说明
投资	制造业	工业增加值增速	6.4	-0.10	现值-上月值
		PMI	50.8	-0.5	
		财新中国 PMI	50	-0.6	
	房地产	地产开发增速	9.9	-0.2	
	基建	基建投资增速	14.9	-0.9	
消费	社零总额增速		9.3	0	现值-上月值
	其中限额以上企业增速		6.9	-0.2	
进出口	进口同比		14.3	-5.6	环比
	出口同比		14.5	5.4	
	贸易差额净值		316.90	18.91%	
	外汇储备（亿美元）		30870.3	-0.73%	现值-上上周五
	汇率：美元兑人民币		6.9387	0.0595	
货币政策	逆回购（亿元）		300	1300	现值-上上周值
	MLF（亿元）		53830	5.18%	环比
	M2同比		8.3	0.1	现值-上月值
	M1同比		4	0.1	
	金融机构贷款余额同比		13.2	0	
物价	CPI增速		2.5	0.2	现值-上月值
	RPI增速		2.6	0.3	
	PPI增速		3.6	-0.5	

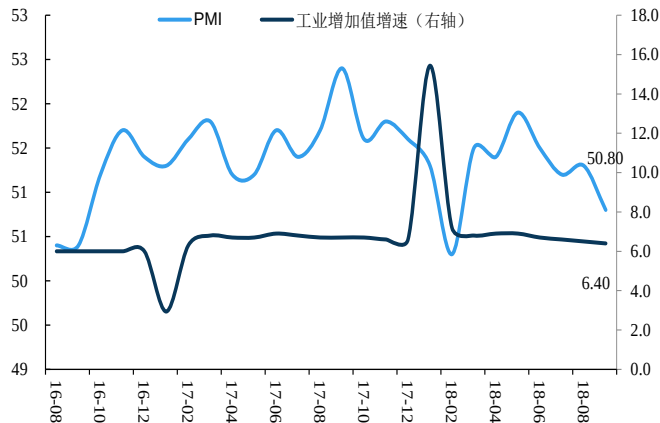
注：标红为边际利多，标蓝为边际利空，下同。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

- **投资不及预期，消费低位徘徊，贸易后续走向不定，经济下行压力逐步显现。**9月工业增加值累计同比 6.4%，下降 0.1 个百分点；受就业指数下跌 1.1 个百分点的影响，制造业 PMI 下降至 50.8%，低于市场预期；制造业、房地产、基建投资均呈现边际减少态势，市场相对低迷。消费社零总额增速 9.3%，保持低位水平。进口同比增速 14.3%，环比降低 5.6%，国内需求放缓构成主要原因；出口回暖，增速 14.5%，较上月增加 5.4%，外需相对保持平稳；总体来看，9 月整体贸易差额净值维持稳定，但中美贸易战局面仍然存在较大的不确定性，预计四季度出口数据或将承压，贸易后续走向不定。
- **MLF 增速进一步放缓，定向降准符合适度宽松基调，货币政策依旧保持稳健中性。**9 月 MLF 边际增速放缓，约为 5.18%；近期央行宣布 10 月 15 日起将下调人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，强调货币政策依旧保持适度宽松。
- **纳入地方专项债，社融增速继续下滑，表外资产较上月进一步收缩。**为了更加全面反映实体经济从金融体系中获得融资支持情况，9 月将地方政府专项债券纳入社融，新口径下的社融存量为 197.3 万亿元，同比增长 10.6%，增速较上月进一步下滑，下行过程中流动性压力加剧波动；从社融结构看，新增人民币贷款同比增加 8.66%，占比 65.03%，较上月小幅降低，表外资产（包括新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）较上月进一步收缩，占比小幅下降。
- **CPI 连续第四个月上涨，环比创近五年同期新高，PPI 同比增长，环比略有回落。**9 月 CPI 同比增速 2.5%，较上月增加 0.2%，其中食品价格强势上涨 2.4%，拉动 CPI 上涨约 0.46 个百分点，构成 CPI

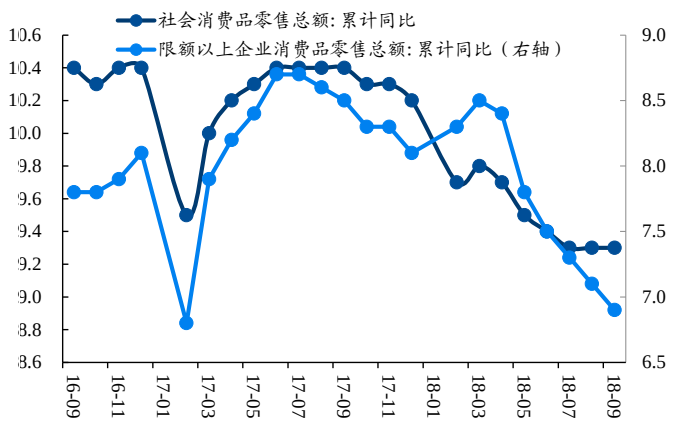
上涨的主要原因；9 月 PPI 同比上涨 3.6%，较上月环比回落 0.5 个百分点，在主要行业中，涨幅回落的主要有非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业，合计影响 PPI 同比涨幅回落约 0.32 个百分点。

图 23: 制造业 PMI 数据不及市场预期



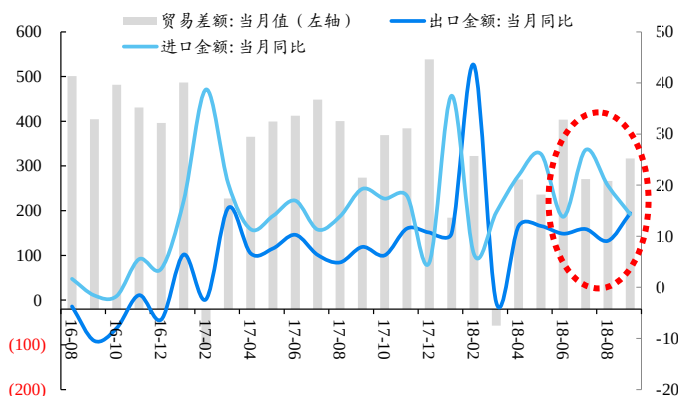
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 24: 社零总量保持低位水平



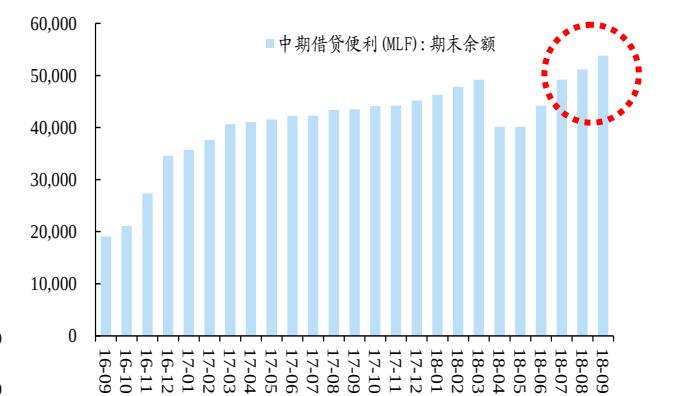
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25: 进口需求放缓，出口回暖，贸易顺差基本稳定



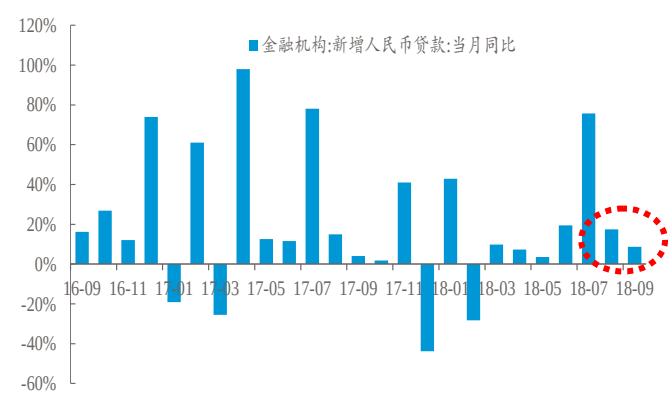
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 26: MLF 增速放缓，货币政策保持稳定



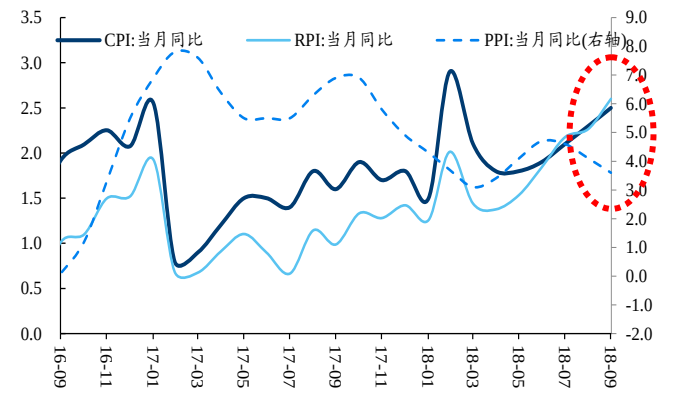
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 27: 新增人民币贷款增速减少，适度宽松基调不变



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 28: CPI 环比增速创新高，PPI 同比回落符合预期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5.2. 结构：土地成交面积降幅明显，PTA 利润空间逐步缩小

表 5：上中下游行业基本面一览表

上游行业——价格					
		本周均值	较上上周均值涨跌	较今年均值涨跌	较去年均值涨跌
煤炭	市场价: 动力煤 (元/吨)	590.00	1.72%	-0.72%	-3.64%
	煤炭库存: 6大发电集团(万吨)	1541.82	2.31%	14.92%	33.18%
原油	WTI 原油 (美元/桶)	70.53	-6.12%	4.92%	38.84%
有色	长江有色市场平均价: 铜(元/吨)	50406.00	0.06%	-1.05%	2.42%
	期货官方价: LME3个月铜(美元/吨)	6216.50	-0.39%	-6.35%	0.36%
	总库存: LME铜(万吨)	15.98	-17.26%	-42.89%	-41.18%
交通运输	QCFI: 综合指数	834.70	0.78%	-0.93%	-12.05%
	全国主要港口: 货物吞吐量(同比)	6.96		2.31%	0.46%
	民航客运量(同比)	12.00		-0.47%	-1.02%

中游行业——量、价、库存、利润率					
	钢铁 (元/吨)	本周均值	较上上周均值涨跌	较今年均值涨跌	较去年均值涨跌
钢铁	价格: 螺纹钢: HRB400 20mm (元/吨)	4633	2.27%	9.58%	17.19%
	高炉开工率: 全国	68.65	0.56%	1.39%	-5.17%
	盈利钢厂占比	83.44	0.00%	-0.98%	-0.02%
水泥	库存: 线材 (万吨)	135.63	-11.60%	-25.22%	-3.75%
	水泥价格指数: 全国	146.09	1.71%	4.07%	30.15%
化工	市场价(中间价): PTA华东	7468	-4.87%	3.58%	#DIV/0!
	PTA产业链负荷率	71.854	-11.71%	-3.80%	1.71%
电力	6大发电集团耗煤量 (同比)	-21.32	-5.95%	-27.19%	-35.36%
	全社会用电量(同比)	8.82		1.89%	1.25%

		下游行业——需求			
		本周均值	较上上周均值涨跌	较今年均值涨跌	较去年均值涨跌
地 产	100大中城市成交土地占地面积	930. 71	-49. 74%	-19. 49%	-22. 28%
	30大中城市商品房成交面积	357. 44	-1. 54%	15. 14%	1. 77%
	房屋新开工面积(累计同比)	16. 40		5. 25%	7. 75%
	房屋竣工面积(累计同比)	-11. 40		-0. 51%	-16. 35%
汽 车	汽车(库存)	138. 90		5. 14%	8. 79%
	汽车销量周度同比	-12. 70	-12. 70%	-12. 99%	-16. 09%
农 产 品	平均价: 猪肉	23. 54	0. 47%	6. 31%	-8. 42%
	平均价: 活鸡	19. 31	0. 89%	3. 59%	11. 63%
商业贸易	义乌中国小商品价格指数	100. 26	0. 15%	0. 00%	0. 00%
基 建	固定资产投资完成额: 铁路运输(累计同比)	-10. 50		-2. 74%	-14. 18%
	固定资产投资完成额: 基建(累计同比)	14. 93		-2. 06%	-3. 27%

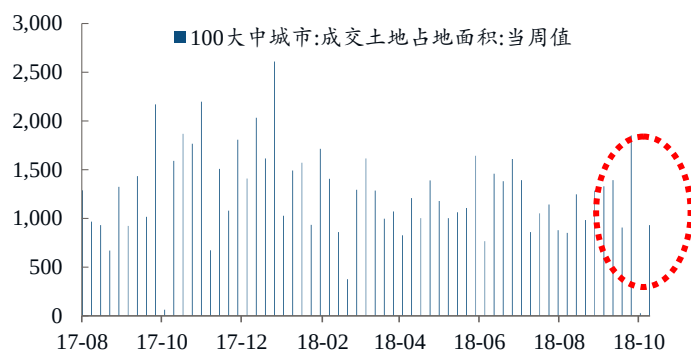
注：日频数据的本周情况为周度均值，周频数据的本周情况为当周值，月频数据的本月情况为上月值，灰底数据表示本周(上月)数据未更新，标红/蓝部分表示涨跌幅超过10%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

经济旧动能方面：下游 100 大中城市成交土地占地面积降幅明显，汽车消费依然疲软；中游高炉开工率小幅改善，但 6 大发电集团耗煤量依旧低于均值，PTA 市场价、产业链负荷率下跌，水泥价格有所上涨；上游动力煤价格小幅上涨，LME 铜总库存量减少。

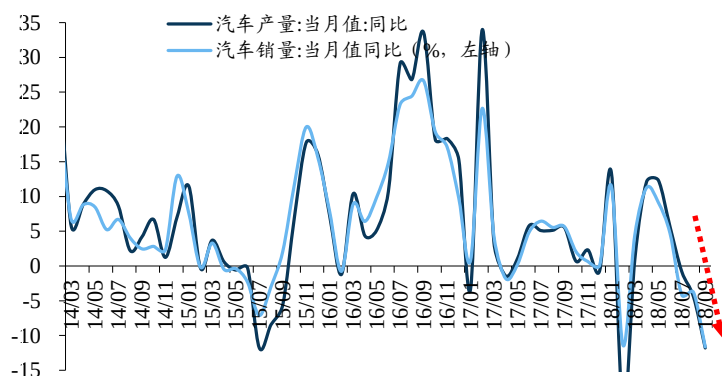
- **土地成交面积：**9 月以来地产销量增速下滑转负，其中一二线销售转弱，三四线销量跌幅扩大，土地市场同样低迷，成交占地面积较上上周均值下跌 49.74%。
- **汽车产销量：**“金九银十”期待落空，汽车市场依然疲软。9 月汽车产量同比减少 11.79%，销量同比减少 11.63%，乘用车产销量跌幅加剧，产量同比减少 11.90%，销量同比减少 12.00%。
- **6 大发电集团耗煤量：**高炉开工率较上上周小幅上涨 0.56%，但 6 大发电集团耗煤量同比下跌 21.32%，实体经济信用并未出现明显改善，需求持续走弱带动生产面放缓，经济下行压力持续。
- **PTA 市场价：**7 月以来 PTA 价格快速上涨，利润空间增加，近期下游企业陆续减产降负，PTA 市场价下跌，较上上周均值下跌 4.87%，利润率逐渐被挤压；预计短期内 PTA 需求改善程度有限，走势难获较大提振。
- **LME 铜总库存量减少：**上游动力煤价格小幅上涨至 590 元/吨；受国内经济下行、进出口景气程度回落、中美贸易摩擦持续发酵等影响，LME 铜总库存量较上上周均值降低 11.60%，

图 29: 房地产-100 大城市土地成交面积降幅明显



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 30: 汽车市场依旧疲软, 产销量同比持续下跌



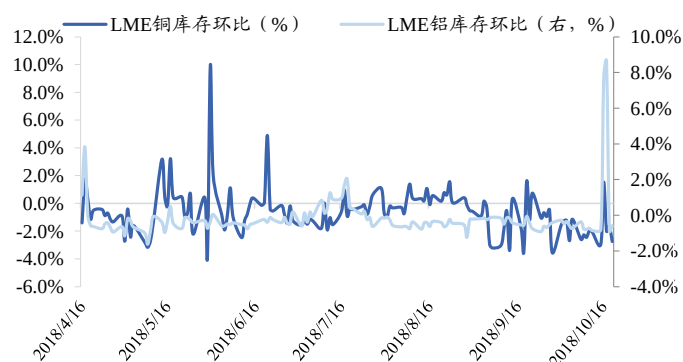
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 6 大发电集团耗煤量减少, 生产面放缓



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 32: LME 铜库存量同比下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 6: 经济新动能情况一览表

经济新动能						
	累计同比	2018-08-31	上月值	较上月变动	较今年均值变动	较去年均值变动
通信	移动电话用户数: 4G	-10.66	-7.83	-2.84%	-4.67%	30.38%
	移动互联网接入流量	203.40	202.40	1.00%	7.44%	62.98%
	宽带接入用户数净增	20.07	20.60	-0.54%	26.70%	16.18%
高新	高新技术产品出口金额	15.50	16.30	-0.80%	-4.03%	7.46%
	国内外发明专利授权量	7.25	7.01	0.24%	3.16%	11.80%
制造	集成电路布图设计发证量	46.32	50.65	-4.33%	1.61%	13.45%
	集成电路	11.7	13.4	-1.70%	-4.71%	-11.36%
	微型电子计算机	-1.1	-1.7	0.60%	-0.49%	-6.50%
	工业机器人	9.3	19.4	-10.10%	-14.98%	-48.39%

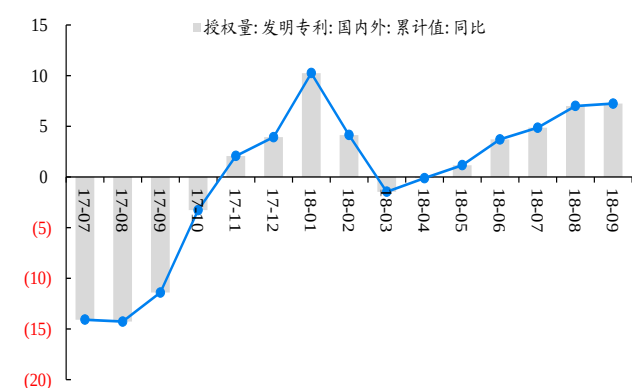
注: 灰底数据表示上月数据未更新, 标红/蓝部分表示涨跌幅超过 10%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

经济新动能上：通信稳中向好，移动互联网接入流量和宽带接入用户保持基本稳定；国内外发明专利授权量增加；制造 TMT 产量持续下滑，工业机器人跌幅较大。新动能整体向好，未来持续看好通信发展。

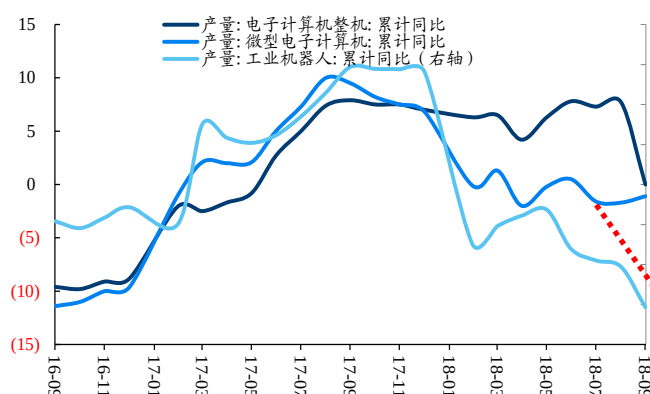
- 通信上，移动电话用户数较上月小幅下降 2.84%，移动互联网接入流量小幅上涨 1%，总体看来通信行业稳中向好，较去年均值保持正向增长趋势。
- 专利上，国内外发明专利授权量依旧保持小幅上升，高新技术产品出口金额和集成电路布图设计发证量小幅下跌。
- 制造上，9 月以来下游汽车销售量持续萎缩，减幅较之前进一步扩大，相关电子行业需求不振持续影响，工业机器人需求增速下降 10.10%；集成电路和微型电子计算机减幅有所放缓，基本保持相对稳定。

图 33：发明专利保持小幅上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 34：工业机器人累计同比持续下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

6. 流动性：供给端收紧，定向降准缓解资金流动情况

表 7：流动性情况一览表

流动性		现值	边际	边际说明
资金供给				
外资	陆股通资金净流入本周合计	25.84	63.93	上上周合计值
	港股通	22.20	14.76	
居民储蓄	新成立基金份额（亿份）			较上上周合计
	股票+混合型周总和	0.55	-96.34%	
其他资金	新增投资者（万人）	25.3	8.86%	较上上周
	融资融券余额	7770.3914	-6.46%	较上上周均值
	QFII（亿美元）	1001.59	-0.30%	月环比
	RQFII（亿元）	6401.72	2.02%	
资金需求				
企业	集资金额合计	132.46	-72.93%	月环比
	IPO(亿元)	73.94	-43.50%	
产业资本	限售股解禁(亿元)	253.75	-22.40%	较上上周
	重要股东增减持两周合计	15.00	-166.61%	较上期两周

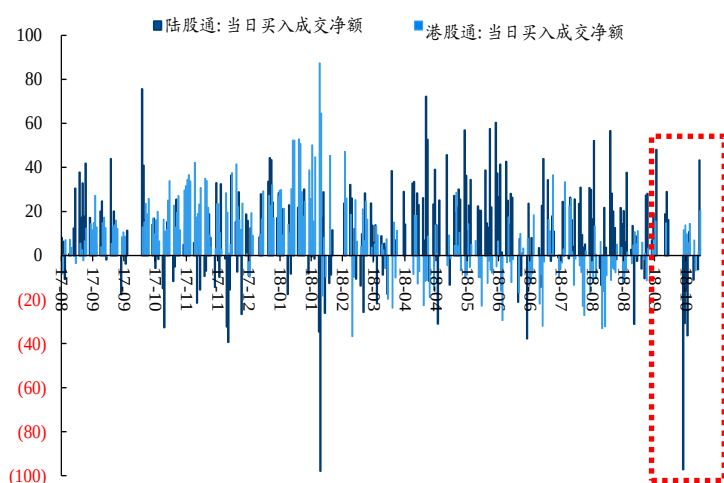
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

- 外资撤离+其他资金支持力度有限，资金供给端收紧。陆股通资金

净流入 25.84 亿元，上上周合计 63.93 亿元，减少 38.09 亿元，港股通净流入 22.20 亿元，上上周合计 14.76 亿元，增加 7.44 亿元，总体看来，美股下跌扰动全球市场，外资迅速撤离，A 股资金持续承压；新增投资者小幅增长，但 QFII、融资融券余额下跌，对资金流入支持力度有限，A 股资金供给端收紧。

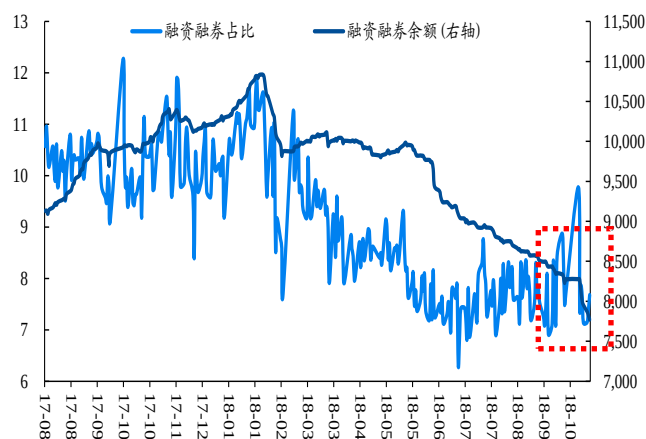
- **需求量大降低+央行定向降准，缓解资金流动紧张情况。**从资金需求端来看，集资金额环比降低 72.93%，IPO 环比减少 43.50%，限售股解禁规模减少 22.40%，产业资本减少 166.61%，资金需求量大降低。同时，央行宣布 10 月 15 日起将下调人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。除去此部分，预计降准还可再释放增量资金约 7500 亿元，预计将缓解资金供给端收紧的情况。

图 35：美股下跌扰动全球市场，外资撤离



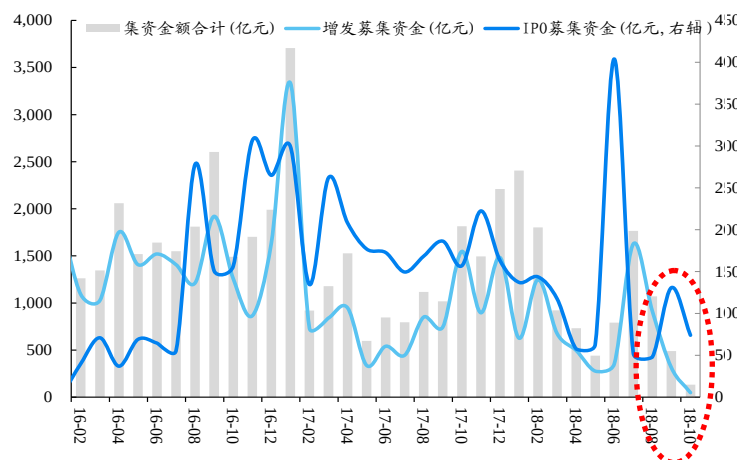
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 36：融资融券余额下降



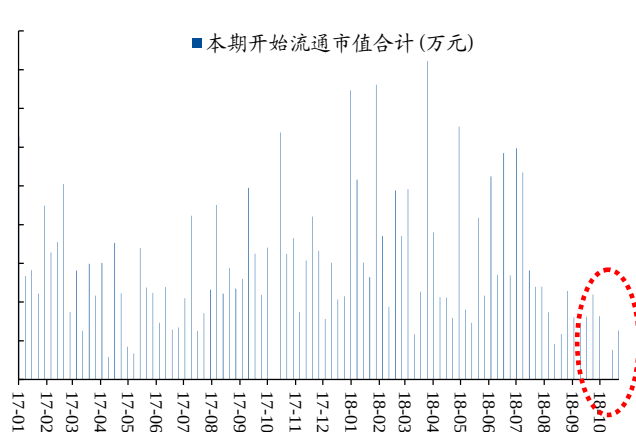
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 37：募集资金总需求回落



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 38：限售股解禁规模减少，资金需求量降低



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

7. 风险偏好：风险溢价率上升，利差整体呈反弹趋势

表 8：市场风险偏好一览表

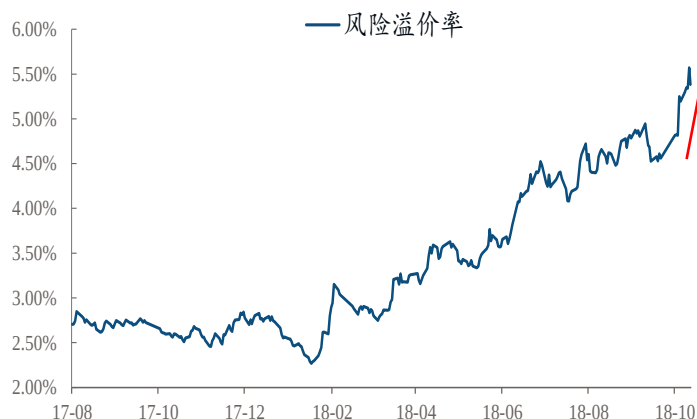
请务必阅读正文之后的免责条款部分

	风险偏好	现值	边际	边际说明
总量	风险溢价率			
	wind全A指数测算	5.38	1.10	较上上周均值
	市场交易情况			
	上证综指日度换手率	0.3061	-0.1207	
	上证综指成交额(亿元)	1026.66	-26.08%	较上上周均值
	上证综指成交量(亿)	1300.96	-24.47%	
	市场情绪			
	新增开户数(万户)	137.61	-14.07%	月环比
	涨停家数本周均值	44	15	较上上周增减
	跌停家数本周均值	71	58	
结构	信用利差(平均)			
	产业债国债利差	135.87	-1.78	
	城投债国债利差	175.29	-1.60	
	信用利差(AAA)			
	产业债	83.09	-3.34	较上上周均值
	城投债	86.07	-6.31	(BP)
	信用利差(AA)			
	产业债	321.91	4.95	
	城投债	233.21	-2.04	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

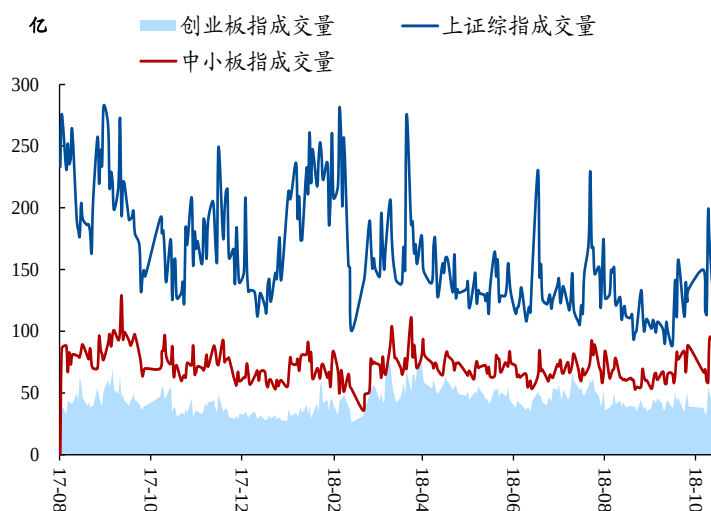
风险溢价率上升, 市场交易量减少, 避险情绪显著; 信用利差近期小幅降低, 总体呈现反弹趋势。总量上, 本周市场风险溢价率 5.38%, 较上上周均值增加 1.1 个百分点; 市场交易活跃程度不高, 上证综指成交额 1026.66 亿元, 较上上周下跌 26.08%, 市场避险情绪显著。结构上, 近期信用利差开始出现小幅下降, 但 9 月以来总体呈反弹趋势, 其中低评级产业债和信用债反弹幅度相对明显。

图 39: 风险溢价率上升, 风险偏好降低



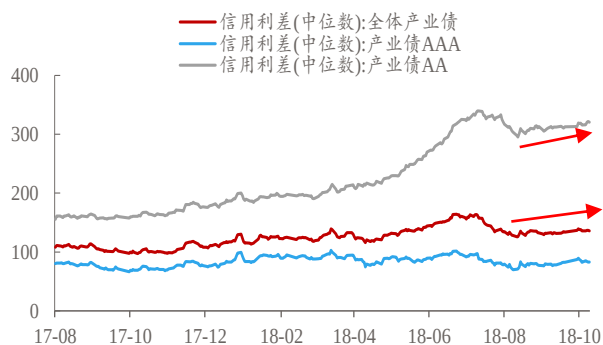
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 40: 上证综指成交额保持低位震荡



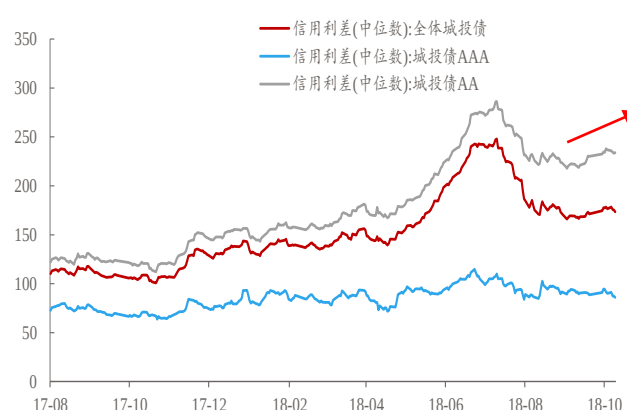
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 产业债利差小幅反弹, 总体保持平稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 42: 城投债 AA 利差近期呈上升趋势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

8. 利率: 利率小幅下降, 货币政策保持稳健中性

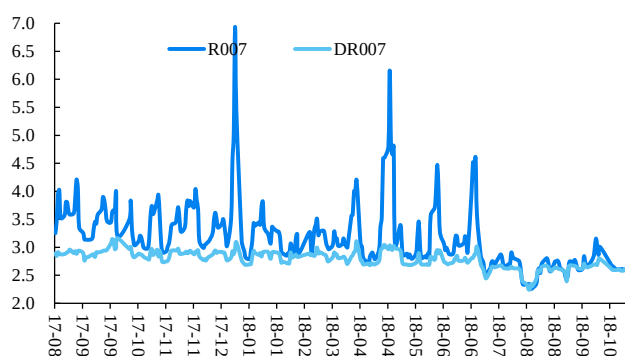
表 9: 国内市场利率一览表

	利率	现值	上上周均值	边际	边际说明
总量	DR007	2.608	3.008	-0.400	现值-上上周五
	R007	2.608	2.798	-0.189	
	7天同业存款	1.990	2.328	-0.338	
	6个月同业存款	3.356	3.279	0.078	
	银行间同业拆借	3.164	3.101	0.062	
	存款机构同业拆借	2.797	2.869	-0.072	
	民间利率	15.330	15.410	-0.080	
结构	一年期国债	2.903	2.966	-0.063	现值-上上周五
	一年期国开债	2.940	3.078	-0.139	
	债券 地方政府债 (AAA)	3.293	3.316	-0.023	
	城投债 (AAA)	3.761	3.781	-0.019	
	企业债 (AAA)	3.621	3.693	-0.072	
	理财预期收益	4.632	4.694	-0.062	本周值-上上周值
	信托 权益类	7.200	8.167	-0.967	现值-上月值
	信托 债权类	7.100	0.000	7.100	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

总量上, 市场利率小幅下降, 资金面保持适度宽松。本周 DR007 利率 2.608%, 较上上周下降 40.0BP; R007 利率 2.608%, 较上上周下降 18.9BP; 7天同业存款利率 1.990%, 较上上周下降 33.8BP; 民间利率 15.33%, 较上上周下降 8.0BP。市场利率降幅较小, 基本保持稳定, 资金面维持适度的宽松。

图 43: 市场利率普遍稳中有降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

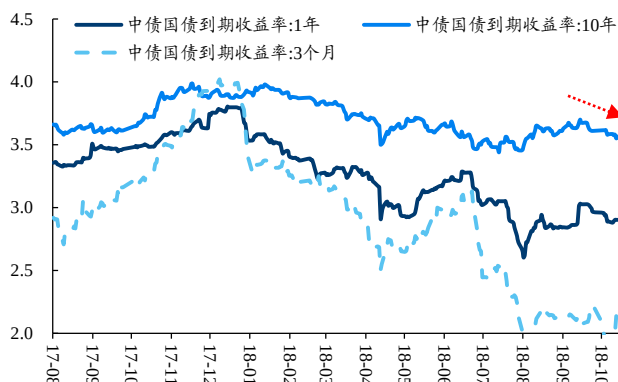
图 44: 民间利率小幅下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

结构上，利率债、信用债收益率均有所下降。本周一年期国债利率 2.903%，较上上周下降 6.3P，一年期国开债利率 2.940%，较上上周下降 13.9BP，AAA 级地方政府债较上上周下降 2.3BP，AAA 级城投债较上上周下降 1.9BP，AAA 级企业债较上上周下降 7.2BP。考虑到货币政策 8 月以来受稳汇率的制约，目前保持较低水平的中美利差、国债期限利差将制约国债利率进一步下行。

图 45: 国债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 46: 国开债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 47: 城投债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 48: 企业债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		