



2018.11.13

聪明钱：初探陆股通异动

——存量与边际系列之九

本报告导读：

外围扰动减弱，政策底出现，A股展开震荡反弹，陆股通资金大幅流入，抄底意愿明显，但PMI数据不及预期，消费继续低迷，盈利仍未修复，盈利底估值底仍需等待。

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) 板块、指数集体上涨，部分板块估值反弹。2) 旧动能方面，总量PMI不及预期，消费继续保持低位，CPI上升。结构上，各城市房地产销量有所下降，下游土地成交面积继续减少，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，外资回流，资金供给端紧张的缓解，需求端继续走低，市场流动性相对宽松。4) 风险偏好方面，风险溢价率小幅回落，市场避险情绪缓和。5) 利率方面，存贷款利率和债券到期收益率小幅下降，货币偏宽松。
- 十一月之问：陆股通资金异常流动意味着什么？11月1日和2日陆股通资金出现巨额资金净流入，1日创开通以来第二大单日净流入84.82亿元，而2日更是创下开通以来第一大单日净流入，流入金额高达173.85亿元，当周累计流入346.34亿元。本轮资金流动集中于消费、金融、家电等白马蓝筹股，截止8日北向资金持有市值前20个股均为市值超1000亿的行业龙头。我们认为本轮资金流入代表外资肯定了政策底的出现，白马蓝筹股短期内具有投资价值，预期会继续流入。但总体来看，政策底共识形成下，但距离市场底仍有距离，政策回暖和盈利下修的博弈仍在继续，趋势性机会尚未到来。
- 行情与估值：A股展开震荡反弹，多板块估值仍处于低位。在11月2日上证综指PE为11.8，处于历史第14%分位；创业板指PE为30.0，历史第1%分位，估值仍处于低位。
- 基本面：地产、基建投资不及预期，消费仍然低迷。当前，制造业PMI下降至50.2，消费社零持续保持低位。其中，9月商品房销售同比-3.59%、新开工累计同比16.4%，其间的矛盾核心在于土地库存与商品房库存的背离。因新开工强势，地产投资或不弱。
- 流动性：陆股通资金大幅增长，市场流动性相对宽松。11月2日陆股通净流入179.49亿元，上上周合计25.84亿元，增加153.65亿元；央行逆向回购+外资回流放松供给端，市场流动性紧张得到缓解。
- 风险偏好：风险溢价率下降，信用利差总体呈窄幅震荡上升。市场风险溢价率5.09%，较上上周均值下降0.29%，市场避险情绪缓和。
- 利率：利率保持平稳，货币政策保持稳健中性。本周DR007利率2.602%，较上上周均值上升1BP，市场利率变化幅度较小，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

《减税：刺激的希冀与实际》

2018.11.11

《沪伦通：解析 CDR 发行、估值、主体与分散风险》

2018.11.05

《沪伦通：解析 GDR 发行的择时、主体、估值等问题》

2018.11.05

《政策底已现，看好制造业中 TMT》

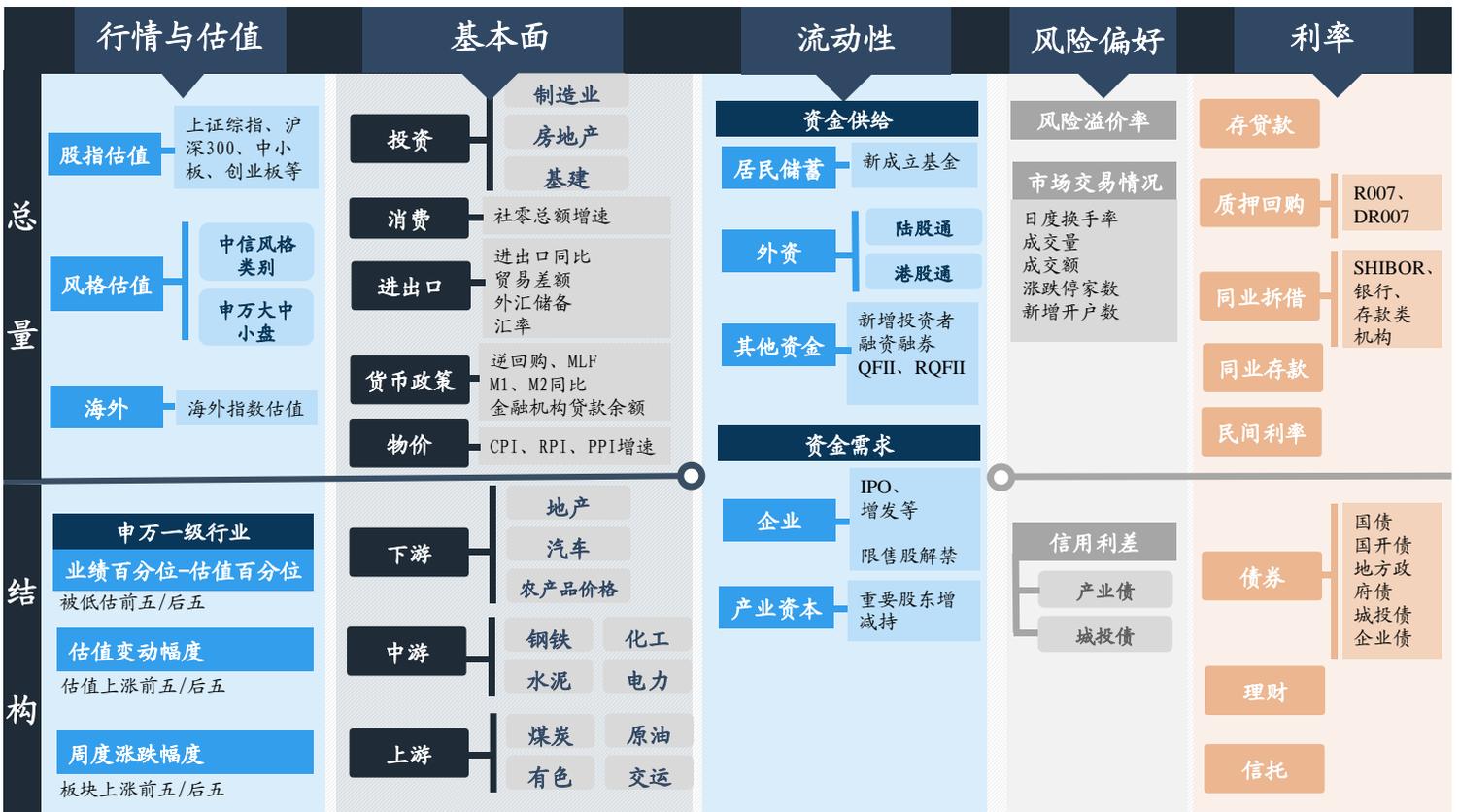
2018.11.04

《GDR 以及英国 GDR 市场概况》

2018.10.30

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价关系，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。

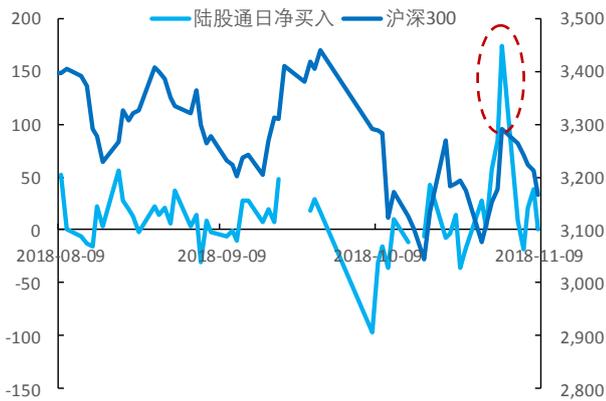
4) 风险偏好：总量上关注风险溢价率和换手率、成交量、涨跌停数量反映的市场情绪变动，结构上关注各个品种的信用利差。

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. 十一月之问：陆股通资金异常流动意味着什么？

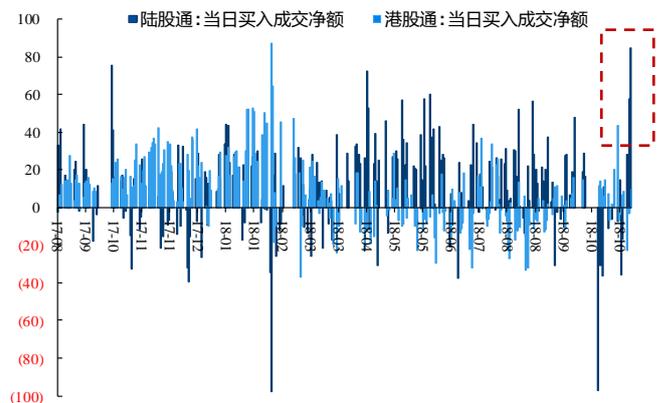
年初以来，由于沪深 300 指数表现不佳，北向资金以流出为主，10 月就出现了大量的净流出。然而，在 11 月的前两天陆股通资金出现巨额资金净流入，1 日创开通以来第二大单日净流入 84.82 亿元，2 日更是创下开通以来第一大单日净流入，流入金额高达 173.85 亿元，本周累计流入 346.34 亿元。如此突然的变动，让我们不禁思考在股市整体处于下行周期情况下，已经撤离的外资重新入场是否意味着什么？

图 2：近三个月沪深 300 走势与陆股通日净流入



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：陆股通净流入在 11 月 2 日迅速增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

从历史上来看，外资更青睐本土优势或特色产业，其偏好有持续性，且外资持续流入阶段，相关个股的价格走势与外资持股比例变化的契合度远高于与盈利的契合度。因此，我们通过分析本轮陆股通净流入资金的走向和外资持股组合来探究可能的投资策略。

外资集中流向白马蓝筹股，抄底意愿明显。11 月 1 日外资净买入前十的股票是贵州茅台（15.74 亿）、中国平安（7.45 亿）、洋河股份（5.90 亿）、五粮液（5.32 亿）、格力电器（5.16 亿）、美的集团（5.06 亿）、招商银行（3.80 亿）、恒瑞医药（3.38 亿）、中信证券（2.69 亿）、海螺水泥（2.53 亿）。11 月 2 日资金净流入前十名是贵州茅台（16.24 亿）、招商银行（13.27 亿）、中国平安（11.72 亿）、五粮液（9.02 亿）、美的集团（8.71 亿）、格力电器（8.16 亿）、海螺水泥（6.53 亿）、海康威视（5.06 亿）、伊利股份（3.73 亿）、兴业银行（3.68 亿）。两天资金的流入个股基本相似，集中于消费、金融、家电等白马蓝筹股。外资大幅回流白马股，一方面受股市回暖、市场情绪向乐观靠近的影响，另一方面也受到前期白马股回调的刺激，抄底意愿明显。

北向资金持股偏向于白马蓝筹股。截止 11 月 8 日，北向资金持有的前 10 大金额个股是贵州茅台、中国平安、美的集团、恒瑞医药、海康威视、伊利股份、格力电器、长江电力、招商银行、五粮液，全是市值超 1000 亿的行业龙头，说明北向资金偏好于持有白马蓝筹股。

图 4: 11 月 2 日北向资金前十大活跃个股 (左-沪股通; 右-深股通)

证券名称	净买入 (亿)	涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	证券名称	净买入 (亿)	涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)
贵州茅台	16.2372	6.55	23.68	7.36	美的集团	8.7079	6.11	13.49	3.29
中国平安	11.7241	4.74	12.05	2.33	海康威视	5.0586	10.02	24.26	7.76
招商银行	13.2655	4.41	9.72	1.46	五粮液	9.0215	8.14	17.08	3.50
恒瑞医药	6.1775	8.16	65.49	13.42	格力电器	8.1571	3.77	8.61	2.79
海螺水泥	6.5263	2.65	6.83	1.76	洋河股份	3.3379	6.83	18.77	4.65
伊利股份	3.7318	5.83	23.48	5.43	分众传媒	3.1329	9.72	14.41	7.34
中信证券	3.5001	2.48	19.92	1.41	万科 A	2.9795	0.82	8.78	1.94
兴业银行	3.6819	2.82	5.61	0.75	平安银行	1.2205	2.40	7.77	0.81
长江电力	-0.7350	0.71	15.31	2.50	大族激光	2.0873	10.00	20.64	4.29
工商银行	2.3489	1.26	6.75	0.89	招商蛇口	1.3014	-1.06	8.83	2.21

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 11 月 1 日北向资金前十大活跃个股 (左-沪股通; 右-深股通)

证券名称	净买入 (亿)	涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	证券名称	净买入 (亿)	涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)
贵州茅台	15.7417	2.57	22.22	6.91	五粮液	5.3235	3.12	15.79	3.23
中国平安	7.4485	1.05	11.50	2.23	洋河股份	5.8957	6.62	17.57	4.36
恒瑞医药	3.3810	1.49	60.55	12.40	格力电器	5.1587	1.68	8.30	2.69
中信证券	2.6868	1.17	19.44	1.38	美的集团	5.0584	4.27	12.71	3.10
海螺水泥	2.5262	2.66	6.65	1.72	海康威视	0.0912	5.21	22.05	7.06
招商银行	3.7979	0.48	9.31	1.39	万科 A	2.3674	0.78	8.71	1.93
保利地产	1.5350	1.90	9.01	1.35	分众传媒	-0.4548	2.83	13.13	6.69
伊利股份	0.5353	1.04	22.19	5.13	泸州老窖	1.1247	0.58	16.93	3.46
中国石化	0.3810	-0.79	10.42	1.05	平安银行	0.1804	-0.73	7.59	0.79
长江电力	-0.6804	-0.70	15.20	2.48	大华股份	-0.4310	2.95	13.75	3.00

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 截止 11 月 8 日北向资金持有市值前 20 个股

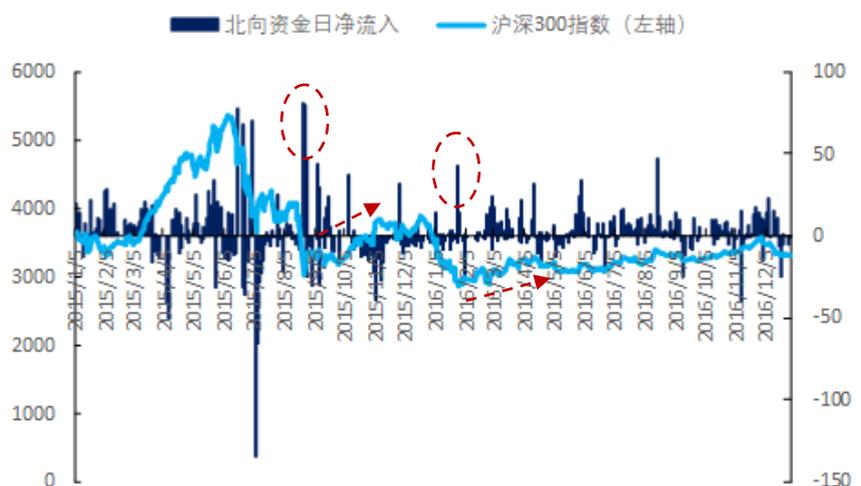
证券代码	证券简称	系统持股量	持股市值	占流通 A 股 (%) (公布)	占流通 A 股 (%) (计算)
600519.SH	贵州茅台	94,395,174.00	53,837,343,539.16	7.51	7.5144
601318.SH	中国平安	661,488,948.00	43,856,717,252.40	6.10	6.1064
000333.SZ	美的集团	900,200,457.00	36,575,144,567.91	13.54	13.8534
600276.SH	恒瑞医药	444,109,181.00	28,995,888,427.49	12.12	12.1277
002415.SZ	海康威视	837,479,689.00	22,561,702,821.66	9.07	10.5915
600887.SH	伊利股份	878,314,717.00	20,095,840,724.96	14.55	14.5576
000651.SZ	格力电器	497,008,208.00	19,477,751,671.52	8.26	8.3254
600900.SH	长江电力	1,118,395,214.00	16,977,239,348.52	9.72	9.7202
600036.SH	招商银行	552,365,989.00	16,576,503,329.89	2.67	2.6776

000858.SZ	五粮液	313,118,335.00	15,871,968,401.15	8.06	8.2491
600009.SH	上海机场	313,786,638.00	15,770,916,425.88	28.69	28.6962
600585.SH	海螺水泥	400,935,681.00	13,852,327,778.55	10.02	10.0241
601888.SH	中国国旅	222,648,956.00	12,642,007,721.68	11.40	11.4034
600104.SH	上汽集团	356,039,449.00	9,684,273,012.80	3.09	3.0951
002304.SZ	洋河股份	99,381,062.00	9,451,138,996.20	6.59	7.9885
603288.SH	海天味业	132,482,856.00	8,619,334,611.36	4.91	4.9124
601901.SH	方正证券	1,324,622,871.00	7,126,471,045.98	16.09	16.0909
600660.SH	福耀玻璃	290,055,454.00	6,549,452,151.32	14.48	14.4811
000538.SZ	云南白药	84,163,177.00	5,910,779,920.71	8.08	8.0818
600690.SH	青岛海尔	443,999,015.00	5,869,666,978.30	7.28	7.2818

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

以史为鉴，历史上外资多次成功入场。在 2015 年 8 月 24 日至 2015 年 8 月 27 日，沪股通资金流入 280 多亿，当时买入的是市盈率低的大蓝筹，随后沪指展开了 4 个月的反弹行情。2016 年 1 月 27 日沪指创出 2638 点低点的那天，当日沪股通流入 44.85 亿元，这个数字是当月最大的，当月资金流出最大为 6.36 亿元。2016 年 2 月 29 日，沪指二次探底 2638 点的时候，沪股通资金连续流入，可见这次入场也是相对成功的。本次外资流入抄底意愿明显，后续很有可能根据行情继续流入。

图 7. 2015.1-2016.12 北向资金与沪深 300 走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

最近 A 股的回暖很大部分是受政策的影响。上周证监会发布声明减少交易不必要干预，政治局会议再提“六个稳”，主席召开民企座谈会改善民营经济环境，出台企业纾困解难政策解决企业融资问题；国外方面，中日双方首脑通话，贸易战或迎来转机，投资者紧张情绪缓和。此次资金的异常波动体现了外部投资者认可目前政策底已经形成。白马蓝筹股在前一段时间受到股市普跌和业绩不达预期影响下跌幅明显，本次外资流入引起强势补跌，中长期仍有投资价值。但总体来看，政策底共识形成下，但距离市场底仍有距离，政策回温和盈利下修的博弈仍在继续，趋势性机会尚未到来。在股市震荡反弹，短期不会见顶的情况下，预期外资会继续流入消费、金融、家电等行业的白马蓝筹股。

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：

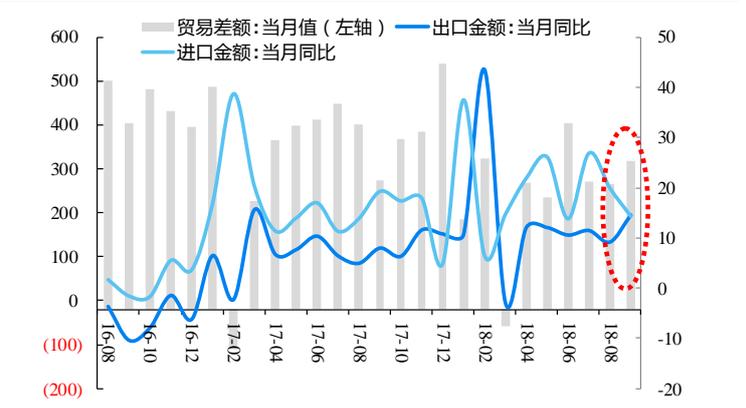
- ① 总量上，全球回暖+政策利好，股市总体上展开震荡反弹，市场下行风险得到控制，估值仍处于历史低位。结构上，板块集体上涨，部分行业估值反弹。
- ② 经济旧动能方面：下游 100 大中城市成交土地占地面积继续下降，汽车消费依然疲软；中游高炉开工率小幅改善，但 6 大发电集团耗煤量降幅收窄，PTA 市场价、产业链负荷率双双回暖，水泥价格继续上涨；上游动力煤价格小幅上涨，LME 铜总库存量减少。
- ③ 流动性方面，11 月 2 日陆股通资金净流入 172.49 亿元，A 股回暖引起外资回流，其他资金供给方小幅增长，资金供给端紧张缓解。需求量下降+企业纾困解难政策出台，市场流动性相对宽松。
- ④ 风险溢价率小幅回落，市场交易量上升，避险情绪缓和；信用利差总体保持稳定，呈现小幅反弹趋势。
- ⑤ 利率方面，总量上，场利率小幅回升，资金面继续保持适度宽松。结构上，利率债、信用债收益率继续下降，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 8：制造业 PMI 数据不及市场预期



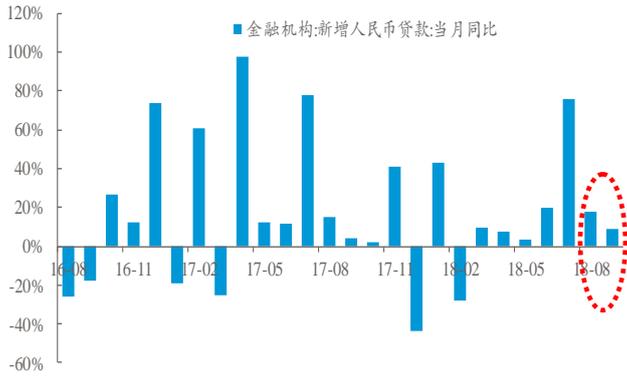
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：出口回暖，贸易顺差基本稳定



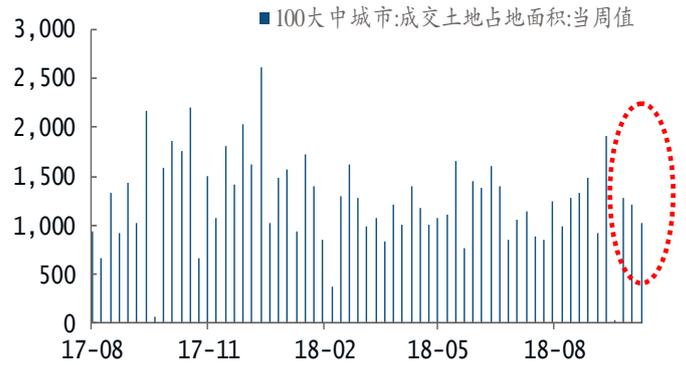
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10: 新增人民币贷款增速下降, 继续保持货币中性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 房地产-100大城市土地成交面积继续下降



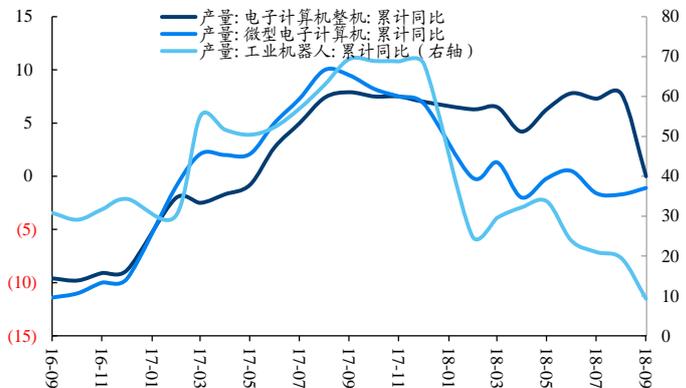
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 12: 发明专利保持小幅上升



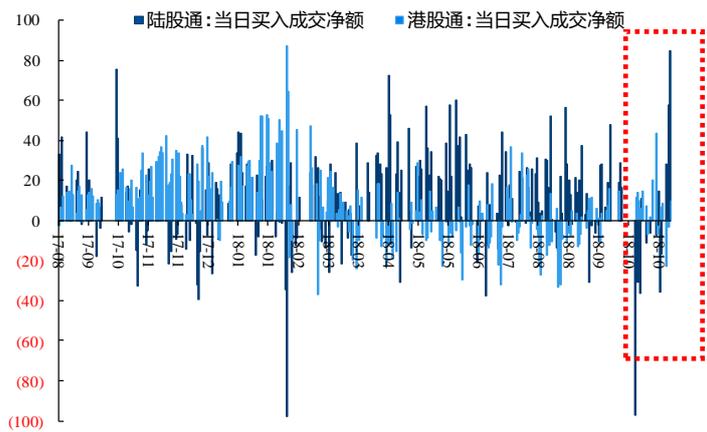
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 工业机器人累计同比持续下滑



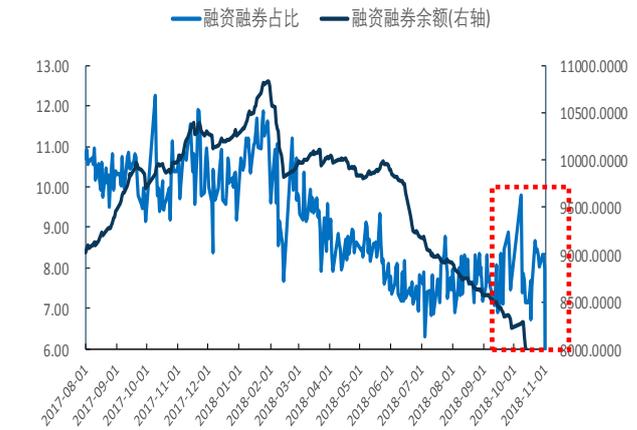
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 股市震荡反弹, 外资回流



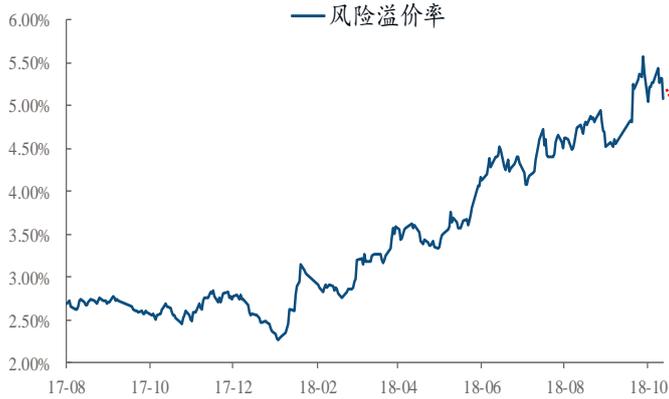
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 融资融券余额持续下降



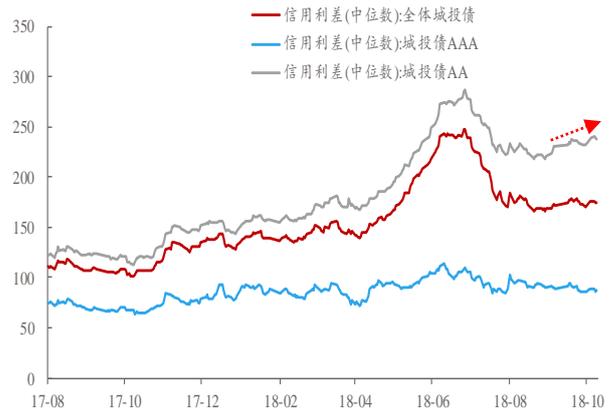
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 风险溢价率回落, 风险偏好增强



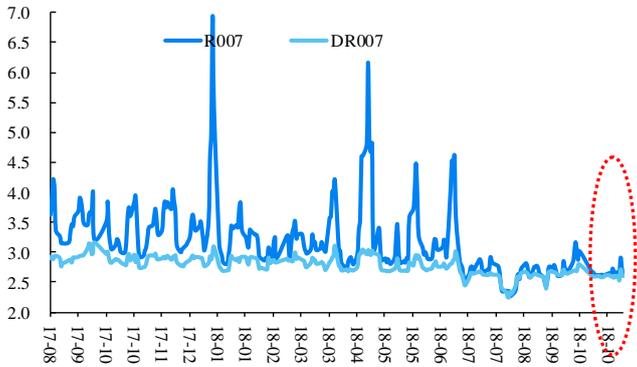
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 城投债 AA 利差近期呈上升趋势, 总体保持稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 市场利率小幅上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 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: 股市展开震荡反弹, 估值仍处于历史低位

4.1. 总量: 股市震荡反弹, 估值仍处于低位

全球回暖+政策利好, 股市总体上展开震荡反弹, 市场下行风险得到控制, 估值仍处于历史低位。在全球市场短暂回暖、国内政策利好不断、中美贸易战局势迎来转机和 10 月 PMI 不及预期, 经济形势微妙变化的共同作用下, 股市展开震荡反弹。从股指上看, 上证综指上涨 4.94%, PE(TTM)为 11.8, 处于历史 14%分位; 沪深 300 上涨 4.95%, PE(TTM)为 11.1, 处于历史 20%分位; 中小板指上涨 6.16%, PE(TTM)为 21.1, 处于历史 4%分位; 创业板指上涨 7.87%, PE(TTM)为 30, 处于历史 1%分位。从风格上看, 变动幅度数值上, 金融(11.72%)>成长(7.83%)>周期(7.71%)>稳定(7.22%)>消费(6.48%); 从估值上来看, 大盘(11.4)<中盘(16.0)<小盘(18.2)。市场回暖的情况下, 金融板块涨幅明显, 消费板块相对稳定; 大盘指数相对稳定, 中小盘指数涨幅明显, 估值仍处于历史低位

表 1: 沪深交易所核心股票指数估值情况

	2018/11/2	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
股指估值	上证综指	11.8	14%	11.42	3.3%	1.32	3%	1.31	0.8%
	上证180	10.1	17%	9.86	2.3%	1.22	4%	1.22	-0.7%
	上证50	9.7	23%	9.60	1.0%	1.19	10%	1.20	-1.3%
	深证成指	17.8	32%	16.60	7.4%	2.06	12%	1.99	3.5%
	沪深300	11.1	20%	10.77	2.8%	1.34	6%	1.34	-0.3%
	中证500	19.1	1%	17.01	12.1%	1.63	1%	1.55	5.5%
	中小板指	21.1	4%	20.03	5.4%	2.85	1%	2.80	1.9%
	创业板指	30.0	1%	28.03	7.1%	3.49	15%	3.33	4.7%
	创业板综	43.6	21%	39.45	10.5%	2.93	13%	2.76	6.0%
	万得全A	14.1	14%	13.44	4.7%	1.50	1%	1.47	2.1%

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

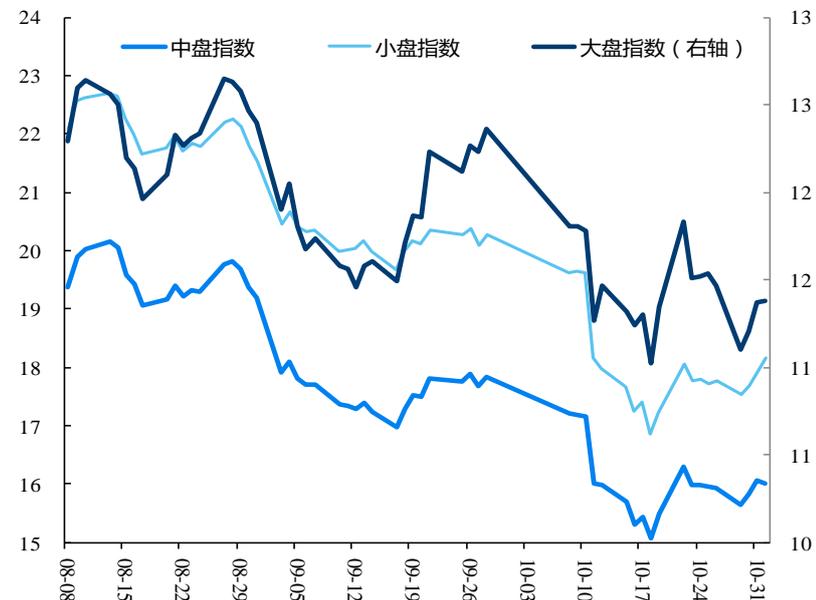
表 2: 风格板块指数估值情况

风格指数估值	金融	8.5	19%	8.00	5.9%	1.06	4%	1.05	1.3%
	周期	16.5	12%	16.36	0.8%	1.50	4%	1.47	2.4%
	消费	21.3	1%	20.82	2.4%	2.65	13%	2.64	0.3%
	稳定	14.1	12%	13.40	5.4%	1.26	6%	1.24	2.1%
	成长	36.6	15%	33.00	10.9%	2.46	10%	2.35	4.8%
	大盘指数	11.4	11%	11.51	-1.1%	1.48	2%	1.55	-4.5%
	中盘指数	16.0	1%	15.99	0.1%	1.60	2%	1.63	-1.8%
	小盘指数	18.2	1%	17.78	2.1%	1.52	0%	1.52	0.0%

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 20: 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, 海外指数继续下跌。从部分海外股指上看, 纳斯达克指数下跌 9.0%, PE(TTM) 为 40.9, 处于历史 80%分位; 标普 500 下跌 3.79%, PE(TTM) 为 21.1, 处于历史 61%分位; 富时 100 下跌 2.69%, PE(TTM) 为 15.30, 处于历史 15%分位; 德国 DAX 上涨 2.28%, PE(TTM) 为 14.0, 处于历史 6%分位; 日经 225 下跌 2.49%, PE(TTM) 为 15.8, 处于历史 4%分位; 韩国综指下跌 2.76%, PE(TTM)

为 10.1，处于历史 1%分位。上期美股大跌引起全球股市风暴、美联储加息收紧市场流动性导致海外市场集体下跌，本期继续小幅下跌。中美贸易战出现转机，亚洲市场表现相对良好。

表 3: 部分海外股票指数估值情况

海外指数估值	2018/11/2	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
	纳斯达克指数	40.9	80%	44.98	-9.0%	4.28	97%	4.37	-1.92%
	标普500	21.1	61%	21.98	-3.79%	3.15	94%	3.23	-2.70%
	富时100	15.3	15%	15.70	-2.69%	1.71	8%	1.71	0.04%
	德国DAX	14.0	6%	13.65	2.28%	1.68	35%	1.72	-2.59%
	日经225	15.8	4%	16.25	-2.49%	1.71	50%	1.73	-1.58%
	韩国综合指数	10.1	1%	10.37	-2.76%	1.06	80%	1.08	-1.66%

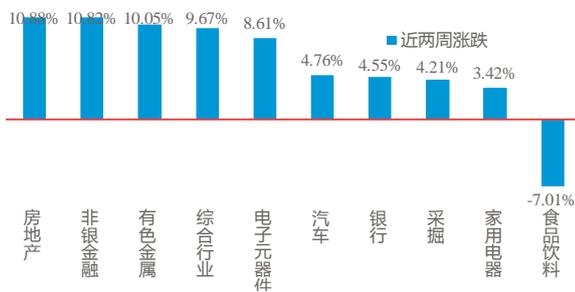
注：时间区间如下：【PE】标普 500 从 2011/4/1 至今，其余指数从 2015/9/11 至今；【PB】标普 500 从 2011/9/23 至今，其余指数从 2015/11/16 至今；标红部分表示变动幅超过 5%。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 结构：板块集体上涨，部分行业估值反弹

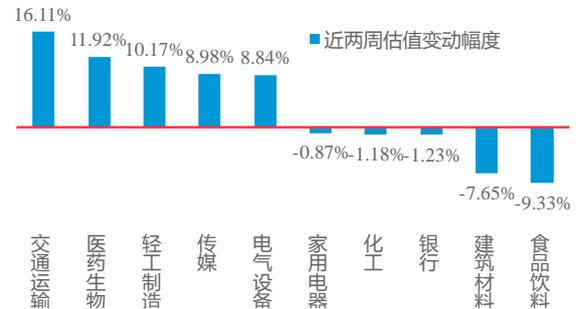
板块集体上涨，部分行业估值反弹。观测期内，行业上涨前 5 为：房地产 (10.88%)、非银金融(10.82%)、有色金属(10.05%)、综合行业(9.67%)、电子元器件(8.61%)；下跌前 5 为：汽车(4.76%)、银行(4.55%)、采掘(4.21%)、家用电器(3.42%)、食品饮料(-7.01%)，板块集体上涨。再看估值变动幅度，交通运输、医药生物、轻工制造、传媒、电气设备等行业受益于股市反弹估值显著上升，食品饮料迎来估值股价双杀。

图 21: 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

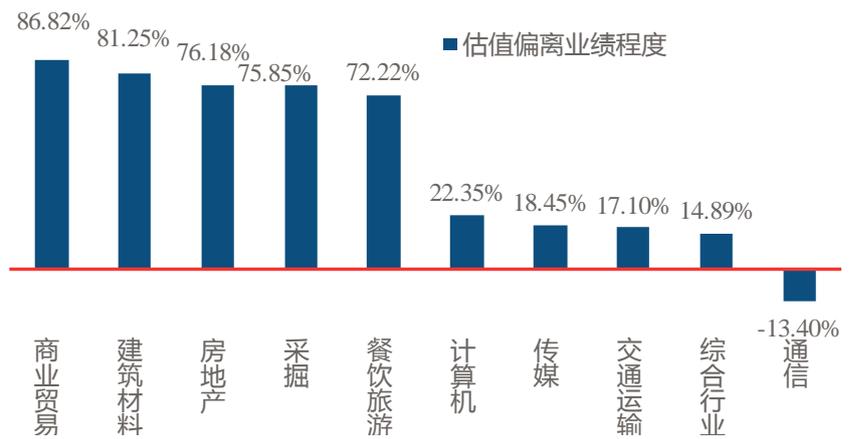
图 22: 估值-近两周估值变动前五与后五



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

投资者信心不足，避险情绪仍然高涨，市场低估现象普遍。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：商业贸易 (86.82%)、建筑材料 (81.25%)、房地产 (76.18%)、采掘 (75.85%)、餐饮旅游 (72.22%)；被高估的前 5 行业为：通信 (-13.40%)、综合行业 (14.89%)、交通运输 (17.10%)、传媒 (18.45%)、计算机 (22.35%)。在股市前景不明的情况下，投资者情绪持续谨慎，市场上大部分行业存在低估现象。其中，采掘、建筑装饰等长期处于低估前位的行业依旧未得反转，轻工制造和电子元器件行业低估程度得到缓解；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，但高估程度得到缓解。

图 23: 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: 投资缓慢弱修复, 消费持续低迷, 需求端持续放缓, 经济下行压力明显

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	PMI	50.2	-0.60	现值-上月值
		财新中国PMI	50.1	0.10	
	房地产	地产开发投资完成额增速	9.9	-0.20	
	基建	基础设施建设投资	14.93	-0.90	
消费	社零累计同比		9.3	0.00	现值-上月值
	限额以上企业 (累计同比)		6.9	-0.20	
进出口	进口金额		14.3	-5.60	环比
	出口金额		14.5	5.40	
	贸易差额净值 (亿美元)		317.02	18.94%	
	外汇储备 (亿美元)		30870.25	-0.73%	
	汇率: 中间价: 美元兑人民币		6.97	0.67	
货币政策	逆回购 (亿元)		4600	5200.00	现值-上上周值
	MLF (亿元)		49315	-8.39%	环比
	M2: 同比		8.3	0.10	现值-上月值
	M1: 同比		4	0.10	
	金融机构: 各项贷款余额: 同比		13.2	0.00	
物价	CPI 增速		2.5	0.20	现值-上月值
	RPI 增速		2.65	0.38	
	PPI 增速		3.6	-0.50	

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

- **PMI 数据继续低迷不及预期, 社零继续保持低位, 贸易战出现转机, 出口回暖, 经济形势产生微妙变化。**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 50.2%, 继续低于市场预期; 房地产、基建投资均呈现边际减少态势, 但在财政支出节奏加快、地方政府专项债务发行加快、及合规基建项目审批加快等的推动下, 基建投资有望企稳回升,

目前正在探底过程中。消费社零总额继续保持低位水平，国内需求不振导致进口增速下滑；出口上期增速 14.5%，较上上月增加 5.4%，受特朗普讲话影响，贸易战可能迎来转机，出口预期继续回暖。总体来看，中美双方领导人通话使得市场对贸易战摩擦的紧张情绪得到缓解，市场向乐观靠近，但经济前景仍不明朗，要静待后续的改革成果。

- **MLF 小幅回落，市场资金面仍较为宽松。** 10 月 MLF 小幅回落，余额 49315 亿；上周央行通过公开市场操作实现资金大幅净回笼 3700 亿元，但财政支出的增加有效对冲了对资金面的影响，同时本周公开市场操作货币预计投放 4900 亿，资金面仍较为宽松。
- **社融增速继续下滑，民企纾困政策密集落地，静待落地发力。** 本期社融增速继续下降，两次更改口径难掩社融低迷。人民币新增贷款当月同比增速下滑，信用宽松尚难。18 年来，去杠杆叠加贸易摩擦，民企流动性风险向信用风险演变，而如果股权质押风险爆发，无论是对市场情绪还是实体经济都将有负面影响。近期，民企纾困政策频出。随着多部门参与化解股权质押风险，市场担忧情绪将得到显著缓解，进而民企信用风险将有所降低，融资环境将得到改善，也将进一步缓解对经济增速的压力。
- **CPI 连续第四个月上涨，PPI 增速回落在预期之中。** 9 月 CPI 同比增速 2.5%，较上月增加 0.2%；9 月 PPI 同比上涨 3.6%，较上月环比回落 0.5 个百分点。结合 CPI 环比的历史季节性表现，预计 10 月通胀环比增加 0.2%、同比增加 2.5%，同比增速持平前值；10 月 PPI 环比增加 0.4%，同比增加 3.3%。

图 24: 10 月制造业 PMI 数据继续低迷



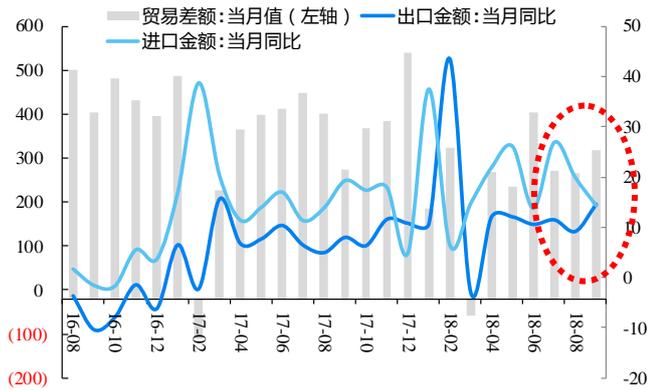
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 25: 社零总量继续保持低位水平



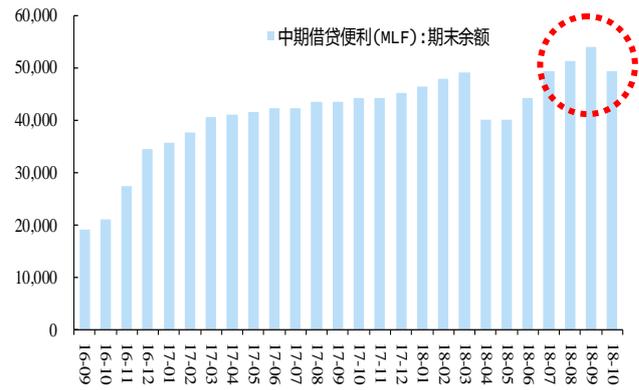
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 26: 出口回暖, 贸易差额保持稳定



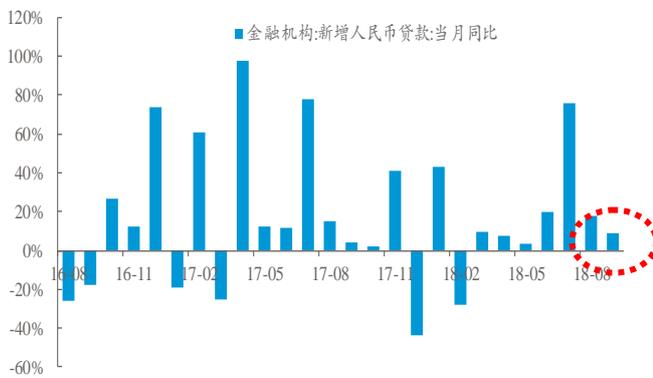
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 27: MLF 小幅回落, 货币政策保持稳定



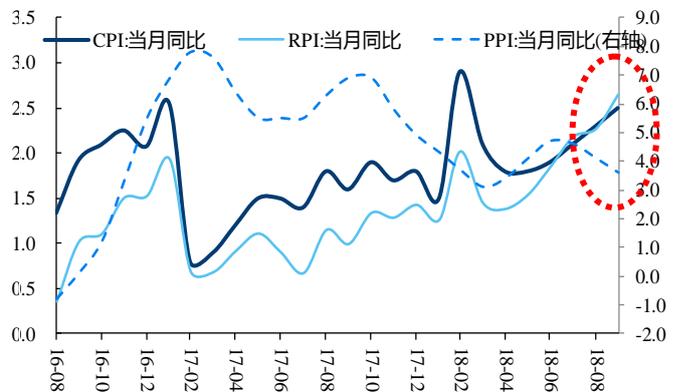
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 新增人民币贷款增速下降, 继续保持货币中性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29: CPI 同比增速上升, PPI 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, 汽车消费继续疲软

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	0.00%	-0.71%	-3.64%
	煤炭库存:6大发电集团(万吨)	1616.29	4.55%	21.84%	43.15%
原油	WTI	66.53	-5.88%	-3.16%	27.45%
	长江有色市场平均价:铜(元/吨)	49364	-1.88%	-3.19%	0.09%
有色	期货官方价:LME3个月铜(美元/吨)	6101.00	-1.86%	-8.61%	-2.36%
	总库存:LME铜(万吨)	13.92	-13.70%	-50.19%	-49.78%
交通运输	全国主要港口货物吞吐量 (同比)	5.33		2.31%	0.46%
	CICFI:综合指数	832.1	-0.55%	-1.42%	-12.54%
	民航客运量 (同比)	12		-3.73%	-5.19%

中游行业——量、价、库存、产能利用率					
		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)	4726.333333	1.98%	11.29%	19.60%
	高炉开工率:全国	68.65	0.28%	1.09%	-5.45%
	库存:线材 (万吨)	121.19	-19.67%	-38.89%	-22.68%
	盈利钢厂占比	83.44	0.61%	-36.52%	0.71%
水泥	水泥价格指数:全国	150.946	3.32%	10.11%	38.16%
	市场价(中间价):PTA华东 (元/吨)	7132.5	33.71%	11.92%	96.78%
化工	PTA产业链负荷率	73.3	1.45%	-1.88%	3.47%
	PTA工厂平均库存天数	3		-15.49%	5.06%
	全社会用电量 (同比)	6.82		0.94%	0.43%
电力	6大发电集团耗煤量 (同比)	-18.85	7.45%	-18.70%	-27.90%
	产量:挖掘机:	45.9		13.34%	-11.97%
机械	销量:液压挖掘机:主要企业	58.66		-7.16%	-50.20%

下游行业——需求					
		本期值	较上上周均值涨跌	较今年均值涨跌	较去年均值涨跌
地产	地产开发投资完成额增速	9.9		-0.19%	1.65%
	房屋新开工面积:	16.4		5.25%	7.75%
	房屋竣工面积	-11.4		-0.51%	-16.35%
	百城住宅价格指数同比	7.15		-3.92%	-9.37%
	100大中城市成交土地占地面积	1021.04	-20.32%	-12.50%	-14.74%
	30大中城市商品房成交面积	347.71	-2.72%	11.42%	-1.01%
汽车	汽车销量周度同比	-27.20	-14.50%	-26.28%	-30.59%
	库存:汽车 (万辆) (同比)	138.9		5.14%	8.79%
农产品	平均价:猪肉 (元/千克)	23.47	-0.30%	5.69%	-8.70%
	平均价:活鸡 (元/千克)	19.37	0.31%	3.73%	11.98%
商贸零售	义乌小商品价格指数	100.23	-0.03%		
基建	固定资产投资完成额(累计同比):基础设施建设投资	14.93		-2.06%	-3.27%
	固定资产投资完成额(累计同比):铁路运输业	-10.5		-2.74%	-14.18%

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%

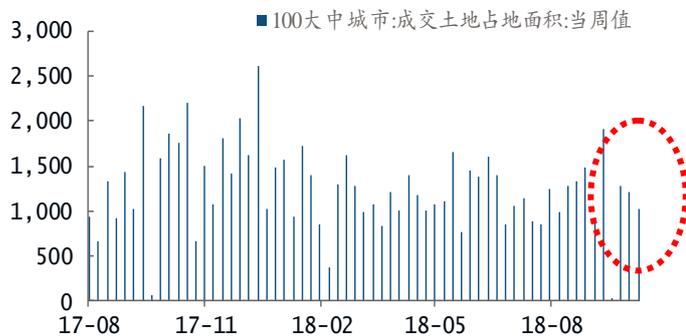
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

经济旧动能方面: 下游 100 大中城市成交土地占地面积继续下降, 汽车消费依然疲软; 中游高炉开工率小幅改善, 但 6 大发电集团耗煤量降幅收窄, PTA 市场价、产业链负荷率双双回暖, 水泥价格继续上涨; 上游

动力煤价格小幅上涨，LME 铜总库存量减少。

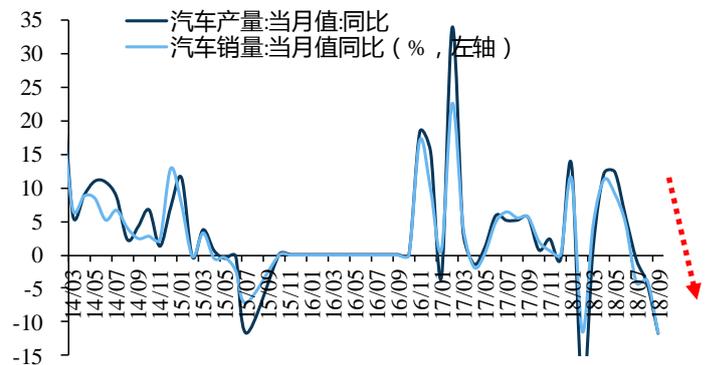
- **土地成交面积：**在调控政策持续作用下，房地产市场博弈加剧，10月商品房成交量继续下滑，其中一二线销售转弱，三四线销量跌幅扩大，土地市场同样低迷，百大城市成交占地面积较上上周均值下跌 20.32%。
- **汽车产销量：**上期汽车产销量双双下滑，本期下滑预期预计会持续兑现。10月乘用车当周日均零售销量同比减少 27.20%，较上上周跌幅达 14.5%，周日均批发销量同比减少 16.3%。产量数据尚未更新，但从截止 10月 26 日的数据来看，10月产销量下滑无疑。
- **6 大发电集团耗煤量：**高炉开工率较上上周小幅上涨 0.28%，但 6 大发电集团耗煤量同比继续下滑 18.5%，但降幅收窄，生产开始弱修复，但下游需求继续下滑，经济前景仍不明朗。
- **PTA 市场价：**受油价下跌、上游 PX 原料价格大幅上涨影响，PTA 市场价反弹，较上上周均值上涨 33.71%。供需方面，当前 PTA 动态供应偏紧，但随着前期检修装置重启，而下游开工率继续上升受限，后续动态供应趋向宽松。
- **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 13.70%。

图 30：房地产-100 大城市土地成交面积继续下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 31：汽车市场依旧疲软，产销量同比持续下跌



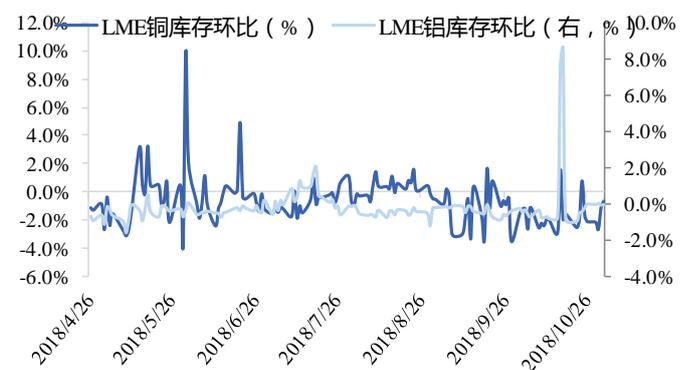
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 32：6 大发电集团耗煤量继续下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 33：LME 铜库存量环比下降



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	2018-09-30	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	-14.03	-10.66	-3.36%	-7.03%	27.01%
	移动互联网接入流量	201.90	203.40	-1.50%	5.20%	61.48%
	宽带接入用户数净增	17.53	20.07	-2.53%	21.48%	13.64%
高新	高新技术产品出口金额	15.50	16.30	-0.80%	-4.03%	7.46%
专利	国内外发明专利授权量	7.25	7.01	0.24%	3.16%	11.80%
	集成电路布图设计发证量	46.32	50.65	-4.33%	1.61%	13.45%
制造TMT 产量	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。

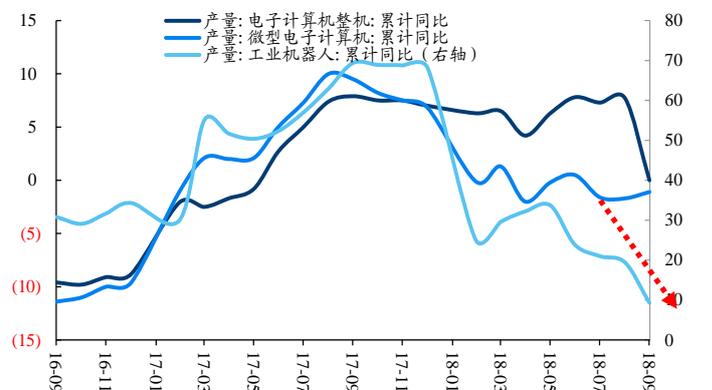
- 通信上，移动电话用户数较上月小幅下降 2.84%，移动互联网接入流量小幅上涨 1%，总体看来通信行业稳中向好，较去年均值保持正向增长趋势。
- 专利上，国内外发明专利授权量依旧保持小幅上升，高新技术产品出口金额和集成电路布图设计发证量小幅下跌。
- 制造上，9 月以来下游汽车销售量持续萎缩，减幅较之前进一步扩大，相关电子行业需求不振持续影响，工业机器人需求增速下降 10.10%；集成电路和微型电子计算机减幅有所放缓，基本保持相对稳定。

图 34：发明专利保持小幅上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 35：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：供给端紧张缓解，政策维持流动性宽松

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	172.4907	-17.39	上上周合计值
	港股通资金净流入本周合计	-19.37	22.20	
居民储蓄	新成立基金份额(亿份): 偏股型(股票+混合)本周总和	7.42	411.64	
其他资金	新增投资者数量	26	2.77%	较上上周环比
	融资融券余额(亿元)	7700.43	7828.58	上上周均值
	QFII(亿美元)	1002.56	0.10%	月环比
	RQFII(亿元)	6426.72	0.39%	
资金需求				
企业	集资金额合计	267.23	-45.38%	月环比
	IPO	98.71	-24.57%	
	限售股解禁: 本期开始流通市值	707.75	178.91%	较上上周环比
产业资本	重要股东增减持	-5.81	15.25	上期两周合计

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

- **外资回流+资金供给增加, 供给端紧张缓解。** 陆股通资金净流入 172.49 亿元, 上上周合计 25.84 亿元, 增加 146.65 亿元, 港股通净流出 19.37 亿元, 上上周合计净流入 22.20 亿元, 减少 41.57 亿元。总体看来, A 股回暖引起外资回流, 其他资金供给方小幅增长, 资金供给端紧张缓解。
- **需求量继续下降+企业纾困解难政策, 市场流动性相对宽裕。** 从资金需求端来看, 集资金额环比下降 45.38%, IPO 环比减少 24.57%, 限售股解禁规模增加 178.91%, 产业资本减少 138.10%, 资金需求量总体继续降低。同时, 11 月 5 日, 中国人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作 4035 亿元, 利率 3.30%, 与上期持平, 对冲当日 4035 亿元 MLF 到期量, 无逆回购操作。近期央行、证券业协会、银保监会等在内的监管机构纷纷推出各项措施, 通过加大再贴现再贷款额度、设立资管计划、允许符合条件的保险资产管理公司和养老保险公司发行专项产品等, 帮助上市企业纾解股权质押和流动性难题。

图 36: 股市震荡反弹, 外资开始回流

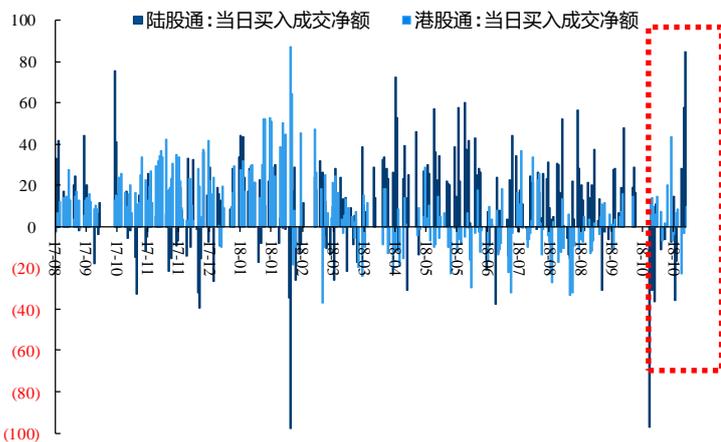


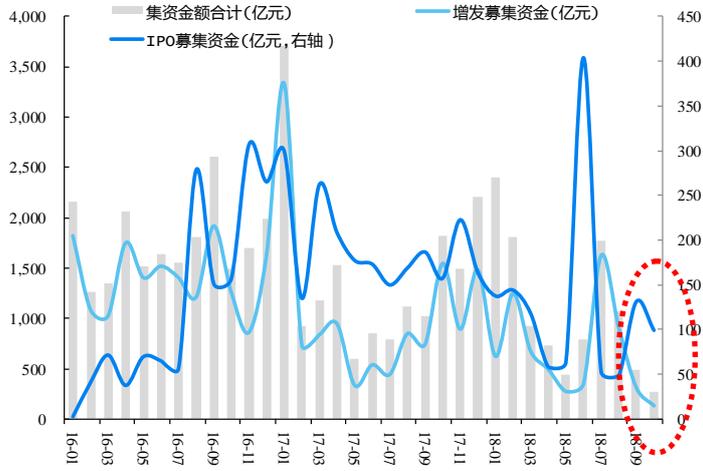
图 37: 融资融券余额持续下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

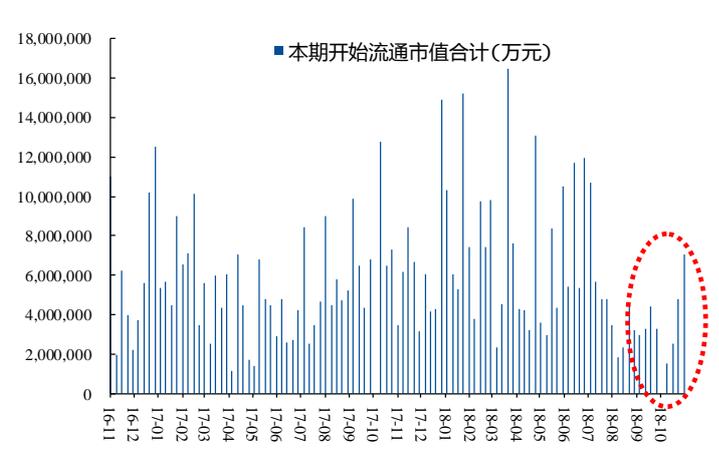
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 38：募集资金总需求回落



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 39：限售股解禁规模扩大，资金需求量上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

7. 风险偏好：风险溢价率小幅回落，利差整体呈反弹趋势

表 8：市场风险偏好一览表

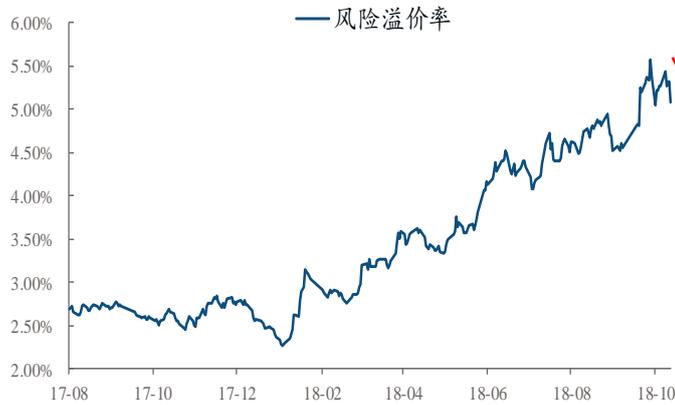
	风险偏好	现值	边际	边际说明
总量	市场情绪			
	上证A股账户新增开户数	137.61	-14.07%	月环比
	涨停家数	52.60	9.00	较上上周均值
	跌停家数	12.80	(58.40)	
	市场交易情况			
	上证综指日度换手率 (%)	0.6812	0.29286	较上上周涨跌
	上证综指成交额 (亿)	2078.62	83.60%	
风险溢价率				
	根据wind全A指数测算：风险溢价率 (%)	5.09	0.80	较上上周均值
结构	信用利差 (平均)			
	产业债	134.84	-1.526	较上上周均值
	城投债	174.49	0.942	
	信用利差 (AAA)			
	产业债AAA	82.54	-2.392	较上上周均值
	城投债AAA	87.54	0.278	
	信用利差 (AA)			
产业债AA	331.92	5.634	较上上周均值	
城投债AA	238.67	3.372		

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

风险溢价率小幅回落，市场交易量强势反弹，避险情绪缓和；信用利差

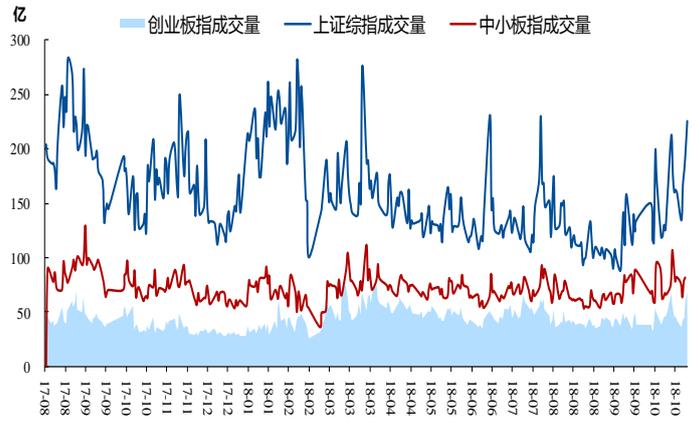
总体保持稳定,呈现小幅反弹趋势。总量上,本周市场风险溢价率 5.09%,较上上周均值减少 0.8 个百分点;市场交易强势反弹,上证综指成交额 2078.62 亿元,较上上周上涨 83.60%,市场避险情绪缓和。结构上,近期信用利差保持平稳,但 9 月以来总体呈反弹趋势,其中低评级产业债和信用债反弹幅度相对明显。

图 40: 风险溢价率回落, 风险偏好增强



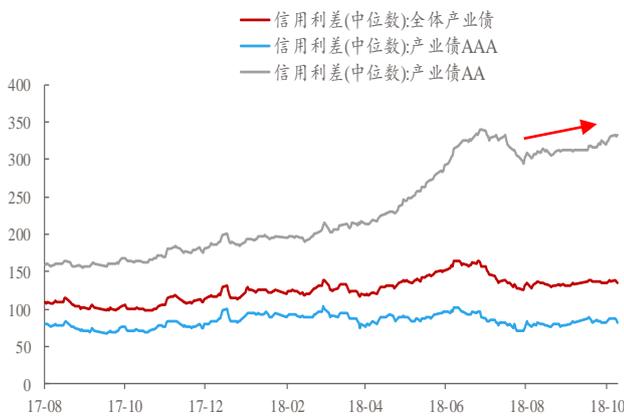
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 上证综指成交量震荡反弹



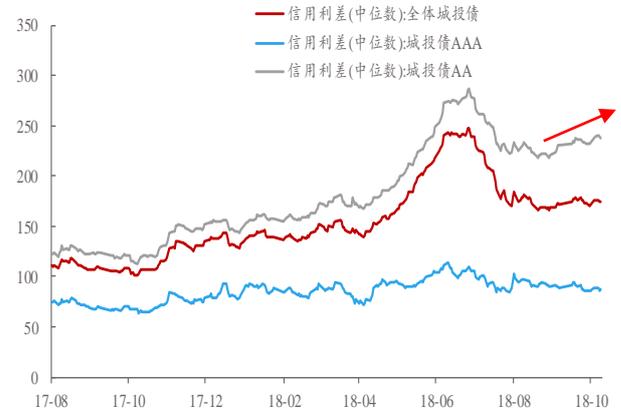
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 42: 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 43: 城投债 AA 利差呈上升趋势, 总体保持稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

8. 利率: 利率保持平稳, 货币政策保持稳健中性

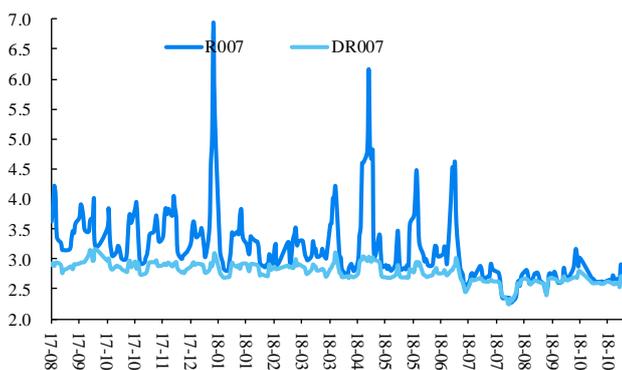
表 9: 国内市场利率一览表

利率		现值	上上周均值	边际	边际说明	
总量	同业存款利率:7天	2.114	1.982	0.124		
	同业存款利率:6个月	3.331	3.287	-0.026		
	银行间同业拆借加权利率:7天	3.399	3.119	0.235		
	存款类机构信用拆借加权利率:7天	2.841	2.704	0.043	较上上周五变动	
	R007	2.616	2.609	0.008		
	DR007	2.602	2.592	-0.006		
	温州地区民间融资综合利率	16.110	15.626	0.160		
结构	国债:3个月	2.298	2.046	0.095		
	国债:10年期	2.786	2.896	-0.116		
	国开债	2.882	2.926	-0.058	较上上周五变动	
	企业债(AAA)	3.634	3.615	-0.003		
	城投债(AAA)	3.706	3.754	-0.045		
	理财	理财产品预期年收益率:1年	4.640	4.632	0.008	较上上周变动
	信托	信托预期年收益率(一年内):权益类	7.200	8.167	-0.967	较上月变动
	信托预期年收益率(一年内):债权类	7.100	0.000	7.100		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

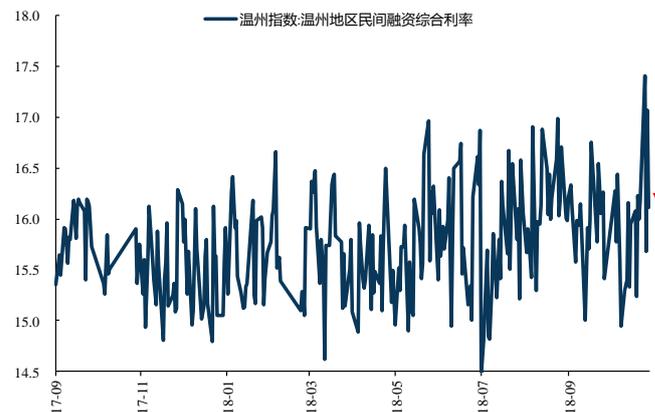
总量上, 市场利率小幅回升, 资金面继续保持适度宽松。本周 DR007 利率 2.602%, 较上上周上涨 1.0BP; R007 利率 2.616%, 较上上周上涨 0.8BP; 7 天同业存款利率 3.399%, 较上上周上涨 23.5BP; 民间利率 16.11%, 较上上周上涨 16.0BP。市场利率小幅回升, 基本保持稳定, 资金面维持适度的宽松。

图 44: 市场利率小幅回调, 总体保持稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

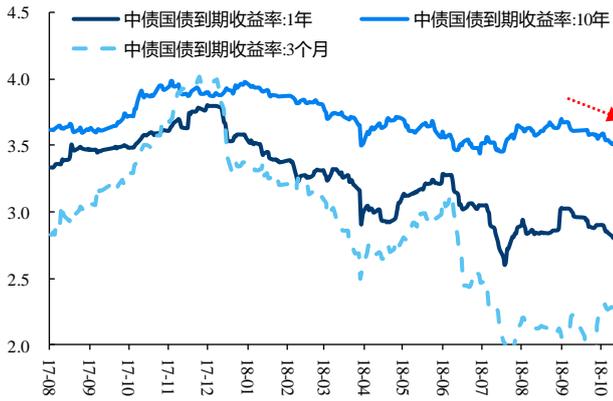
图 45: 民间利率继续下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

结构上, 利率债、信用债收益率均继续下降。本周 1 年期国债利率 2.79%, 较上上周下降 11.6BP, 一年期国开债利率 2.882%, 较上上周下降 5.8BP, AAA 级地方政府债较上上周下降 14.6BP, AAA 级城投债较上上周下降 4.5BP, AAA 级企业债较上上周下降 0.3BP。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 46: 国债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 47: 国开债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 48: 城投债到期收益率走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 49: 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		