

板块 ☒ 股指

看多泛制造业：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

泛制造业：趋势周期共舞 业绩估值双击

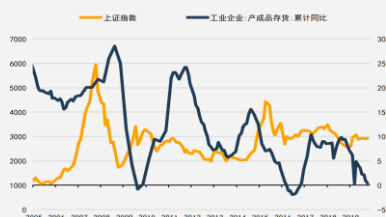
报告摘要

- 在房地产投资减速的背景下，制造业将趋势性回暖。较高的居民杠杆率将对整体估值和流动性造成压力，股市可能以局部行情为主。
 - 制造业业绩和估值有望在 2020 年周期性改善。主要有以下几个原因：1 制造业库存周期有望在一季度末见底，预计 PPI 将反弹，工业企业利润阶段性修复，利好汽车，房地产后周期制造业。2 部分基建相关制造业可能从悲观预期修复。3 公募基金对于制造业配置仓位不足。
- 宏观及股指回顾与展望
 - 泛制造业趋势和周期并存
 - 机会与风险提示



Sector ☒ Equities

Long Pan Manufacture sector:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Rohee Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3056946

Analyst: Xiaofan Huang

Tel: 021-68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

Pan Manufacture sector: Secular and cyclical opportunities, may see a modest uplift in both profits and valuation

Abstract

- Manufacture sector may see a secular uplift taken the seemingly inevitable slowing down of real-estate sector. High consumer leverage mounts pressure on both valuation and liquidity, thus a sector-based bull market seems more likely.
 - Pan manufacture sector may see cyclical uplifts in both profits and valuation as well, based on: 1 Manufacture sector product inventory would trough around the end of 1Q2020, accompanied by a rebound in both PPI and industrial sector profits, which would benefit sectors such as automobile and home appliance. 2 Some infrastructure related manufacture industries have a fair chance to recover from pessimistic expectation. 3 Mutual fund has a relatively lower exposure on manufacture sector.
- Review and Outlook of Macroeconomics and Equity market
 - Pan Manufacture sector: Secular vs. Cyclical
 - Opportunities and Risks

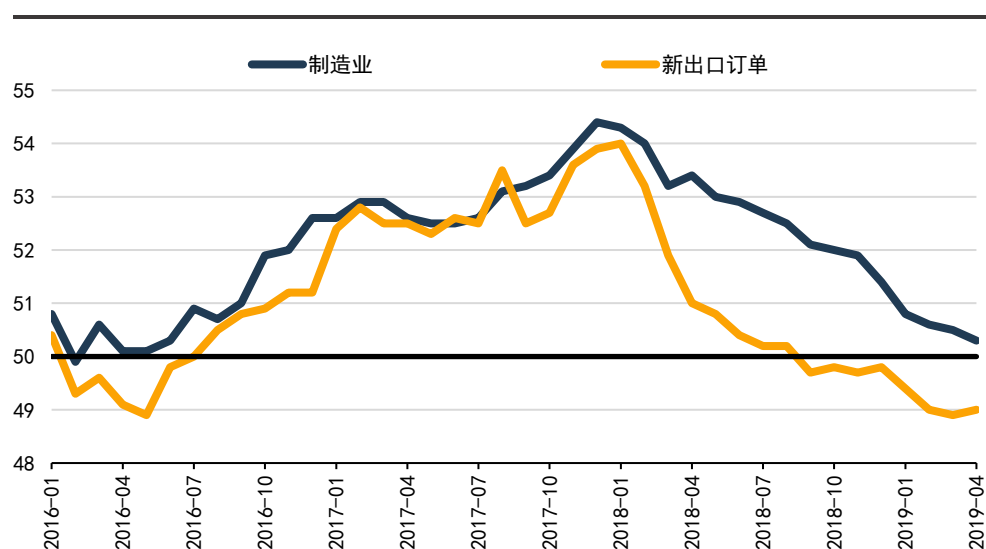
一、宏观回顾和展望

（一）全球宏观回顾和展望

1 中美贸易战拖累全球经济增长

中美两国贸易冲突波及全球，影响超出预期。世界银行 6 月份在其《全球经济展望》中指出，贸易冲突升级，导致全球贸易不确定性增加，全球投资和信心降低，全球制造业指数和新出口订单下滑严重。

图 1 19 年全球制造业和新出口订单同步下滑

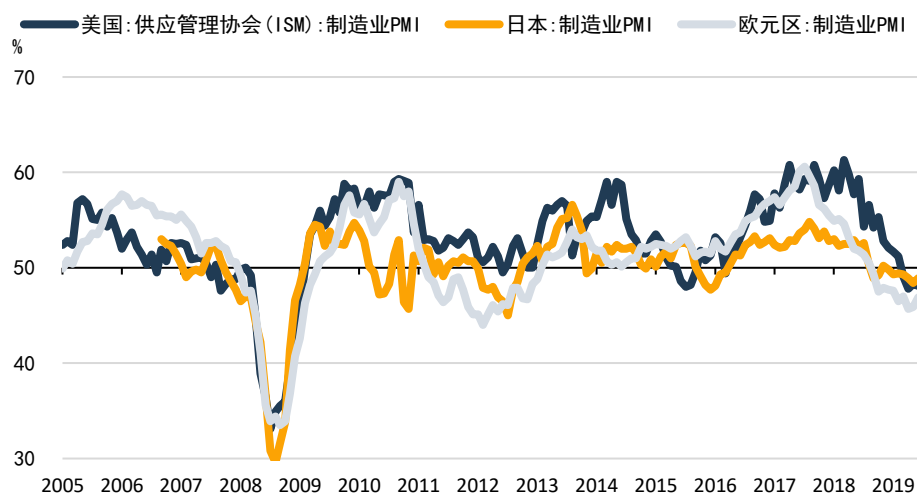


数据来源: World Bank, 前海期货

主要发达经济体 PMI 在 2019 年全部跌破 50。从图 2 可以看到，本轮全球制造业降速高度一致，类似 2008 年金融危机，虽然截至目前，衰退幅度远逊于前者。

受到德国经济疲软、法国政治动荡的影响，加上出口逊于往年，欧元区 PMI 最早滑入衰退。日本半导体化学产业受到日韩贸易战冲击较大，日本 PMI 在 2019 年下半年迅速减速。美国经济在 2019 年表现出强悍的韧性，一直到中美贸易战升温后才显著降速，是所有发达经济体中最后跌破 50 的。

图 2 19 年全球主要发达经济体 PMI 下滑严重

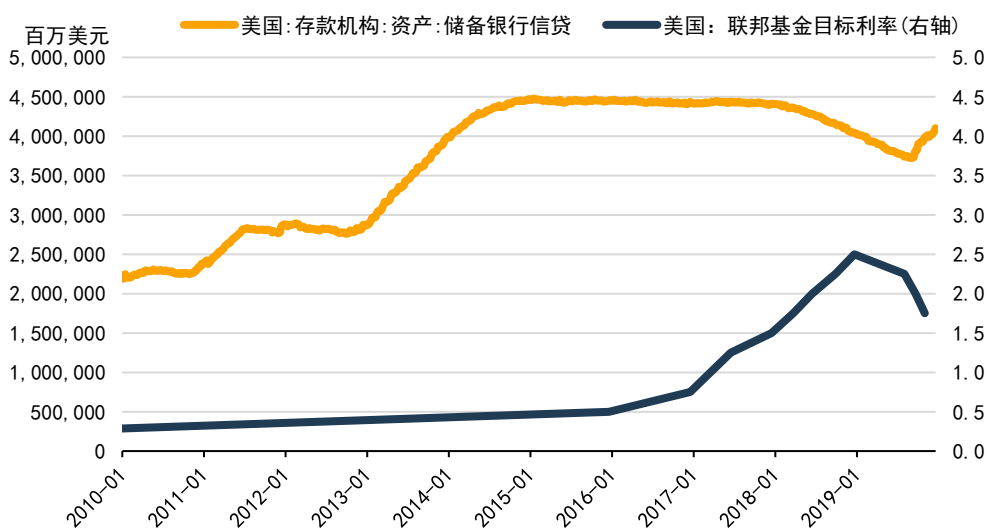


数据来源：Wind，前海期货

2 全球央行降息对抗经济下行压力

全球主要央行在 2019 年进行了一系列的降息动作，试图刺激经济。美联储分别于 2018 年末、2019 年 8 月和 10 月连续降息 3 次。后两次降息有明显的对冲中美贸易战对于美国经济造成的负面影响的意味。另一方面，外国投资者持有美债规模不足以支撑经济扩张，美联储从 19 年 9 月底开始间接购买美元债券，即“扩表”。

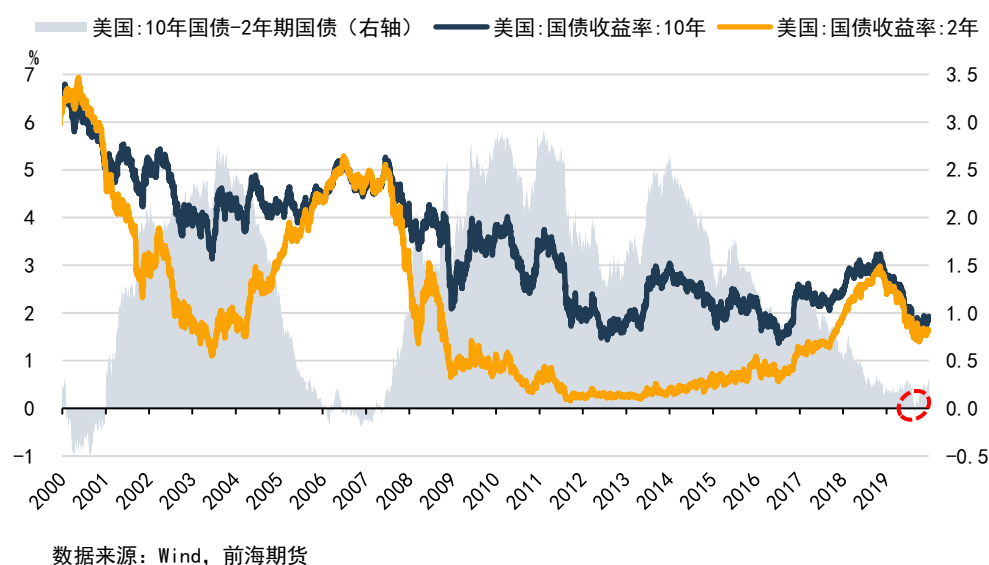
图 3 美联储连续三次降息并主动扩表



数据来源：Wind，前海期货

美国 10 年期国债和 2 年期国债到期收益率年中短暂倒挂。该收益率被认为是最稳定的关于经济前景的信号。3 月国债和 1 年期国债收益率和 10 年期国债分别在更早时候发生了收益率倒挂。收益率短暂倒挂后，伴随着联储连续两次降息，以及三季度以来中美贸易冲突缓和，长短端利差迅速走阔。不能排除 2020 年美国国债收益率曲线再次倒挂的可能。

图 4 美 10 年国债和 2 年国债收益率年中短暂倒挂



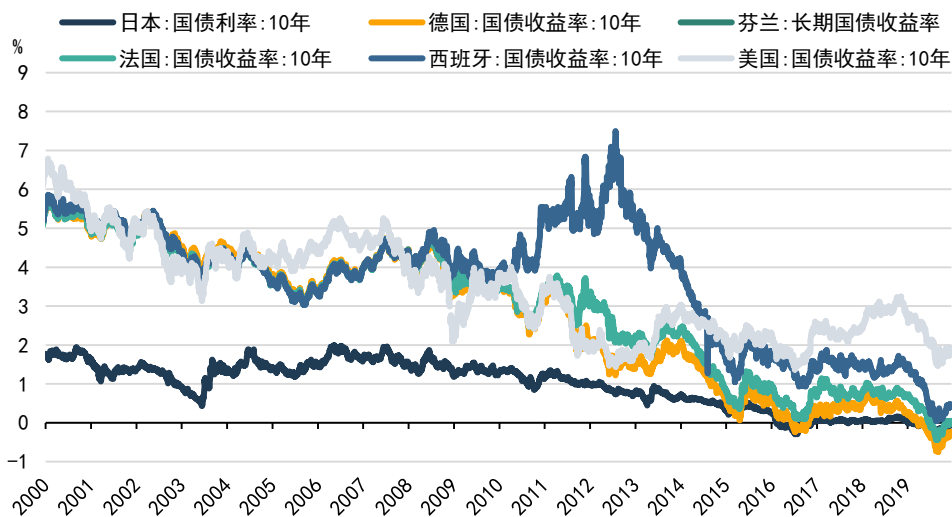
3 负利率流沙陷阱继续蔓延

2019 年，负利率流沙陷阱继续蔓延，以欧洲国家为代表的多个发达经济体负利率程度加深。德国和阿根廷分别成功发行了超长周期的负利率债券，负利率在全球范围内似乎正在成为常态。

我们认为，负利率的大行其道，主要是经济周期和人口老龄化两个因素共同作用造成的。在经济周期方面，全球化进入调整期，新科技周期尚未开启，全球经济陷入周期性的低潮，发展中经济体尤其低迷。在人口老龄化方面，主要体现在发达国家和地区人口持续老龄化，消费意愿降低。发达地区占有的金融资源远大于发展中经济体，投资无法有效转移。

前者的影响是周期性的，后者的影响是长期的，不可逆的。两者合力导致最近 20 年发达经济体长期国债利率顶点不断下移，从 2013 年后尤为明显。在新科技周期出现之前，负利率流沙陷阱范围可能会扩大。

图5 2019年多个欧洲发达经济体滑入负利率

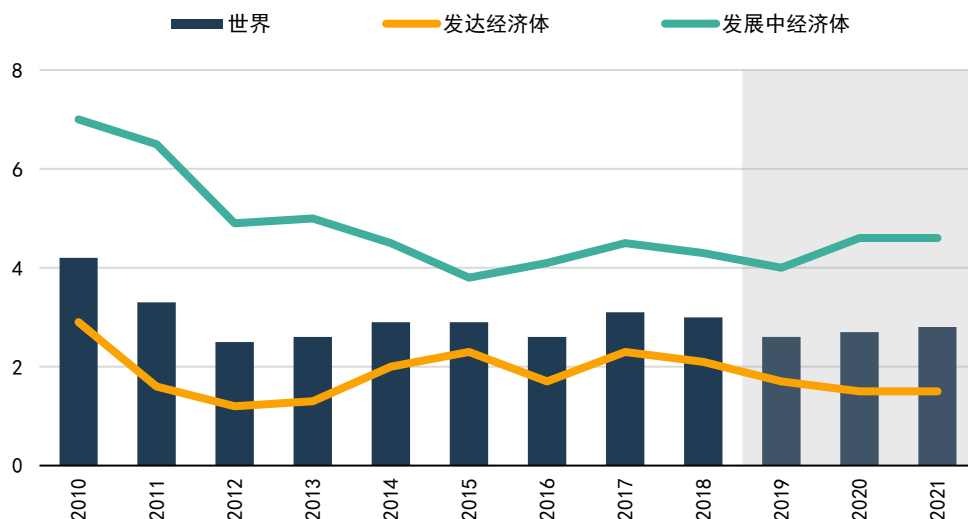


数据来源：Wind，前海期货

4 2020年预计全球出现同步复苏，发展中经济体将强于发达经济体

世界银行在其年中报告中预计2019年和2020年全球经济增速分别为2.6%和2.7%，比1月份的预测值分别下调0.3和0.1个百分点。世界银行同时预计2019是发展中经济体增速拐点，2020-2021年会回速至4.6%。

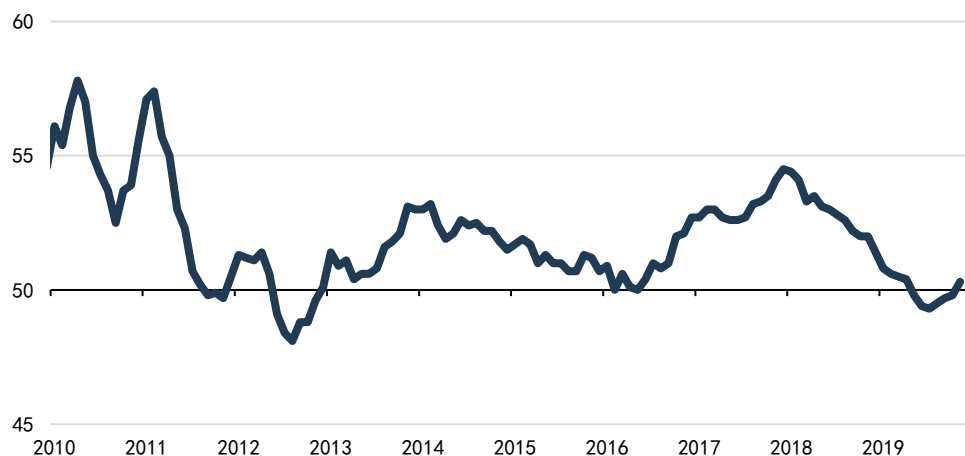
图6 世界银行预计19年是发展中经济体增速拐点



数据来源：World Bank，前海期货

2019年下半年，随着中美贸易战的冷却，全球经贸前景明显改善，中欧经济出现了同步复苏。全球制造业都有不同程度的好转。截止2019年12月底，中美贸易第一阶段框架已经明了，全球贸易复苏可能性增加。

图7 摩根大通全球 PMI 在 19 年下半年出现明显反弹



数据来源: Wind, 前海期货

目前美元指数处在相对高位, 2020 年发展中经济体边际改善将强于发达经济体, 美元可能开启新一轮贬值周期, 利多大宗商品。

图8 美元指数处在相对高位



数据来源: Wind, 前海期货

(二) 中国宏观经济回顾及展望

1 中美、欧美国债利差持续扩大, 中国的金融开放适逢其时

今年以来, 中国央行、政府今年在多个场合表示要以金融开放服务供给侧结构性改革和经济高质量发展, 通过引入境外金融机构业务、产品在全球范围

内优化资源配置，增加金融的有效供给。

2018 年以来，金融对外开放的步伐显著加快，总体分为两个方面：一是机构层面的开放，股权准入、业务准入逐步放开，更多外资机构，包括商业银行、非银行机构、中介服务机构以及机构投资者等主体可以更加便利地参与国内金融市场。另一方面是金融市场层面的对外开放，加大境内外金融市场的互联互通，具体品种涉及债券、股票、Reits、外汇等。

在沪港通、深港通启动之后，沪伦通也顺利推出，境内外市场的资金双向流动和联通水平大幅提高。以 MSCI 为首的国际指数大幅调高中国股票纳入因子。据测算，2019 年由于三大股指（MSCI、富时罗素、标普道琼斯）纳入 A 股因子带来的资金增量约为 800 亿美元，这深刻的改变了中国股市的生态环境。由于目前纳入因子仅为 25%左右，未来几年，外资增量仍然非常可观。

表 1 中国 2019 年金融市场开放力度空前

	债券	股票	政策引导
开放措施	境外机构投资者投资境内债券市场取得的债券利息收入，可于 2018 年 11 月 7 日起至 2021 年 11 月 6 日止，免征企业所得税与增值税。	2018 年 6 月起 MSCI 将合格中国 A 股纳入其主要全球指数体系，2019 年以来 MSCI 将 A 股纳入因子从 5%升至 20%，2020 年时间表未确定	2019 年 6 月，证监会发布公告，原则上批准上交所开展沪伦通业务
	2019 年 4 月纳入彭博巴克莱全球综合指数	2019 年 6 月起富时罗素正式开启合格中国 A 股纳入其旗舰指数富时全球股票指数系列，A 股纳入因子为 15%，下一步调整将于 2020 年 2 月 21 日公布，有望增加至 25%	2019 年 7 月，国务院总理李克强在夏季达沃斯论坛致辞指出将原来规定的 2021 年取消证券、期货、寿险外资股比限制提前至 2020 年
	2020 年 2 月将被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数	2019 年 9 月，合格中国 A 股被纳入标普道琼斯全球指标指数，A 股纳入因子为 25%	2019 年 8 月，为便利境外机构投资者，债券交易结算周期可延长至 T+3
	2020 年 3 月将被评估是否纳入花旗富时全球政府债券		2019 年 9 月，取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7971

