

我们对 A 股不悲观的几点理由

主要结论：

- **第一，分子端企业盈利边际改善，对 A 股构成最大支撑。**判断企业盈利企稳有三点原因：一是减税降费带来企业成本端的下降。数据上可以看到，工业企业管理费用率、三费率、应缴税费均有所下降；工业企业盈利累计同比为负但底部迹象明显，未来边际改善概率较高。二是行业集中度提升。总量弱势的情形下，行业出清的逻辑依然存在，小企业经营困难最终将市场份额让予大企业（特别是上市公司），因此这个过程中，上市公司反而能够更进一步扩大市场份额，改善收入。三是名义 GDP 上行，意味着利润改善。实际 GDP 代表实际需求量的变化，名义 GDP 更多是利润的同步指标。未来看，四季度实际 GDP 企稳概率上升，GDP 平减指数大概率上行，从而拉动名义 GDP 同比继续上升，对企业利润形成贡献。
- **第二，无风险利率震荡，长期中枢向下，支撑整体估值向上。**从基本面来看，潜在增长率下行约束自然利率中枢下移，通胀构成短期波动。从短端利率来看，降低银行负债端成本仍有必要，进一步引导实际利率下行单纯依靠压缩银行利差较难实现；而向上的因素在于通胀，四季度到明年一季度 CPI 和 PPI 将整体上行，带动名义利率向上。整体来看，无风险利率短期震荡、长期中枢向下。
- **第三，风险偏好处于低位，未来可能改善。**对 ROE 和无风险利率对上证指数进行回归分析后，我们得到了剔除企业盈利和无风险利率后风险偏好的影响。结果显示，2019 年一季度风险偏好显著回升，二季度下滑，三季度处于低位。未来看，随着中美贸易摩擦缓和、降息预期升高、汇率升值、北上资金流入等因素，风险偏好将得到改善。
- **第四，股债相对估值（风险溢价）角度看，股票配置价值高于国债。**利用 1/PE-10 年期国债收益率来衡量股债的相对估值。该指标处于高位时，意味着股票配置价值相对国债较高；该指标出现倒挂时，意味着国债配置价值较高。目前，该指标处于阶段性高点，意味着 A 股的配置价值较 10 年期国债较高。
- **中观层面，10 月生产依然偏弱。**从需求来看，10 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比转负；10 月以来 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；10 月乘用车汽车零售同比跌幅扩大。从生产来看，10 月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大；全国高炉开工率均值下降。从价格来看，10 月以来水泥价格均值上升，钢铁、有色、原油和煤炭价格均值下降，预计 10 月 PPI 环比为正，PPI 同比跌幅扩大；10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计 CPI 环比依然为正，CPI 当月同比上升。
- **金融市场方面，资金价格上升，债券收益率上升，人民币兑美元升值，全球股市分化，工业品价格下跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金 2300 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率上升，期限利差走扩，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格持平前值，原油价格下跌，国内工业品价格下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

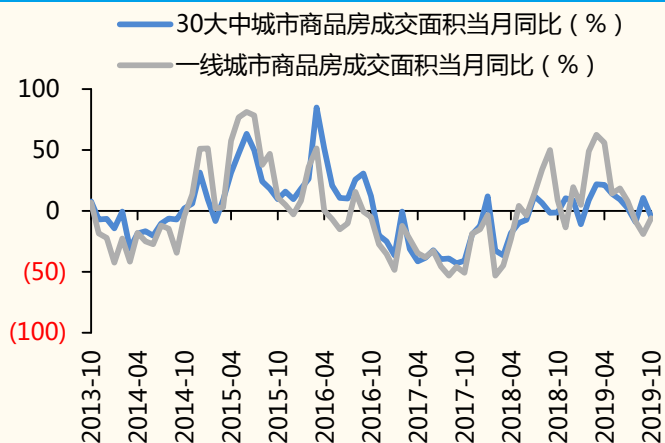
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，10月生产依然偏弱

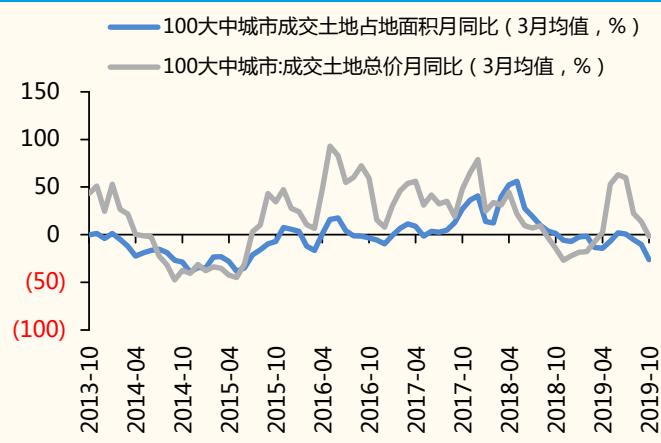
- 10月以来30大中城市商品房日均销售面积同比转负。内部结构上，一线城市跌幅收窄，二线城市涨幅收窄，三线城市同比均由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-4.78%（前值10.8%）。一线城市同比-6.0%（前值-19.1%）、二线城市同比3.5%（前值17.1%），三线城市同比-15.8%（前值24.3%）。北京商品房销售面积同比跌幅收窄，上海跌幅扩大，广州、深圳同比上涨。
- 10月土地成交面积同比跌幅较大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比跌幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-55.9%（前值-11.4%），土地成交总价同比为-43.7%（前值为28.6%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-47.2%（前值-3.6%），工业用地成交面积同比为-67.0%（前值为-24.0%）。
- 10月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，截止10月13日，乘联会汽车零售同比为-13.0%（前值-7.0%），乘联会汽车批发同比为-10.0%（前值-7.0%）。

图表1：10月以来商品房日均销售面积同比转负



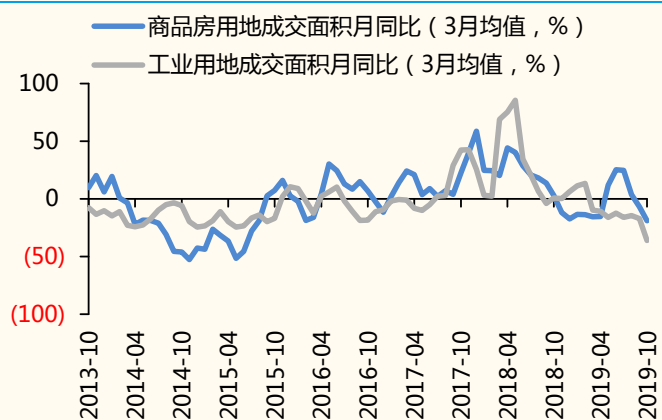
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：10月土地成交面积同比跌幅扩大



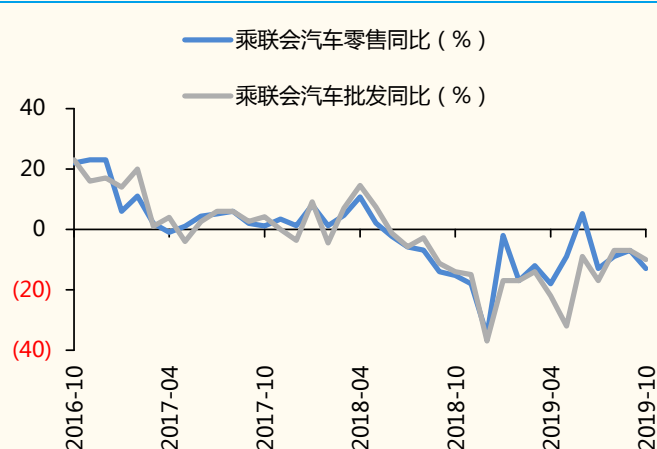
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：10月商品房用地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

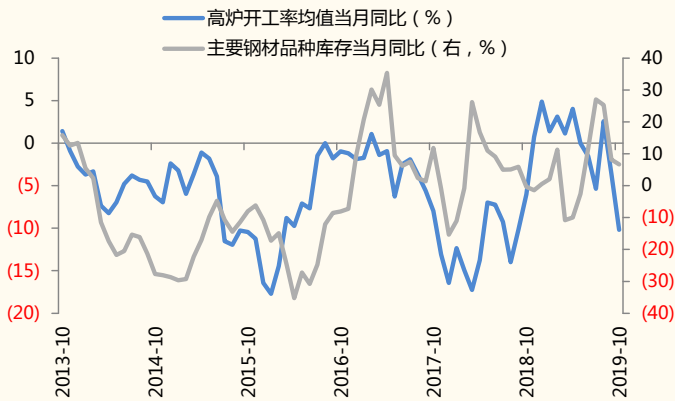
图表4：10月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

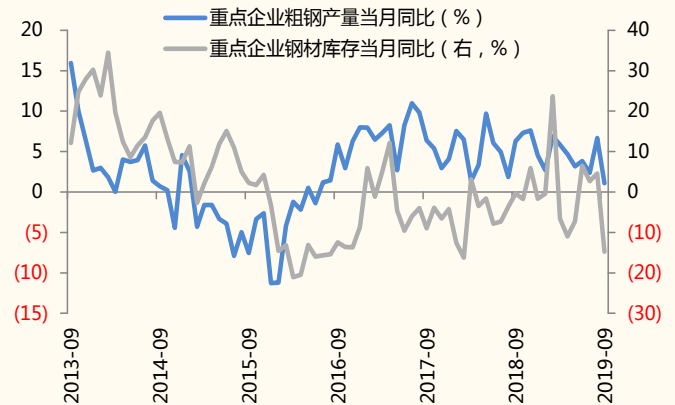
- 10月以来高炉开工率均值下降，钢铁社会库存涨幅收窄。具体来看，10月以来高炉开工率均值为61.4%（前值65.5%）。10月以来钢铁社会库存同比为6.7%（前值8.2%）。
- 10月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅扩大。具体来看，10月以来六大发电集团日均煤耗同比为19.9%（前值5.2%）。

图表5：10月以来高炉开工率同比跌幅扩大



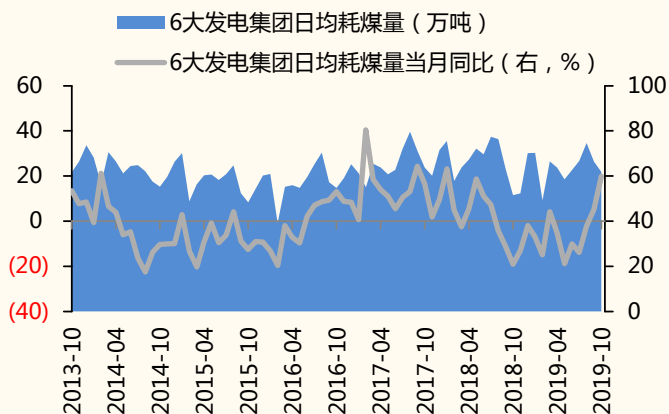
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：9月重点钢铁企业粗钢产量同比下行



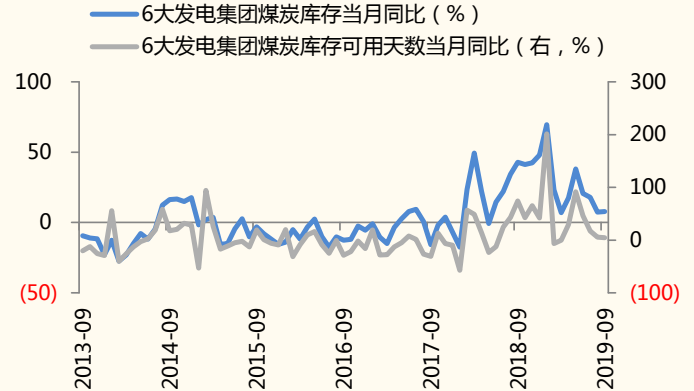
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：10月以来6大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

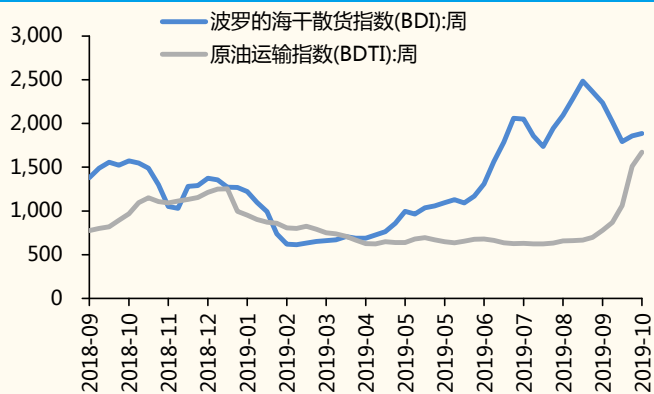
图表8：9月6大发电集团煤炭库存同比上行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

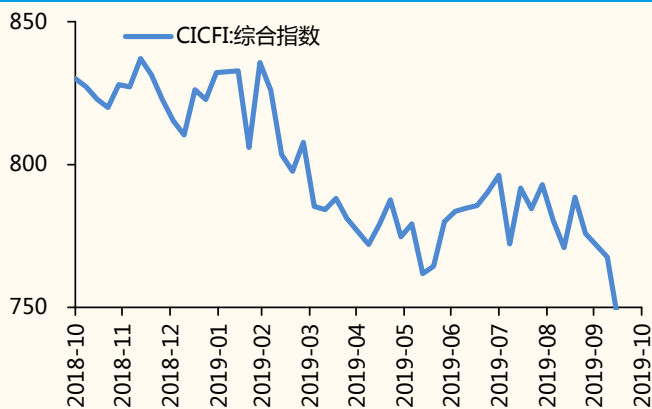
- 上周BDI、BDTI上升；CICFI、CCFI下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升，港口库存上升。上周焦炭港口库存下降，企业库存上升。

图表 9: 上周 BDI、BDTI 上升



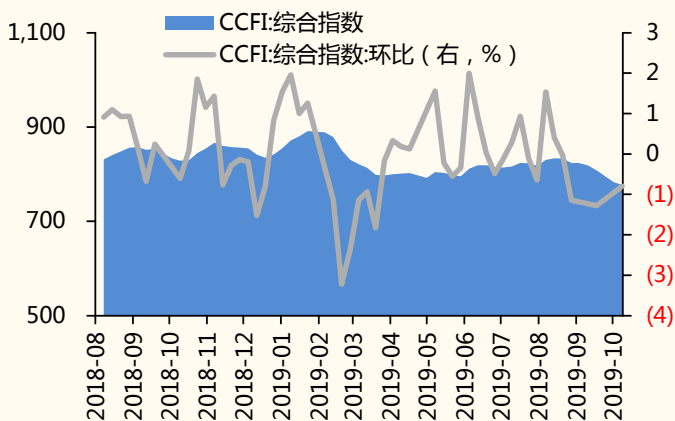
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 下降



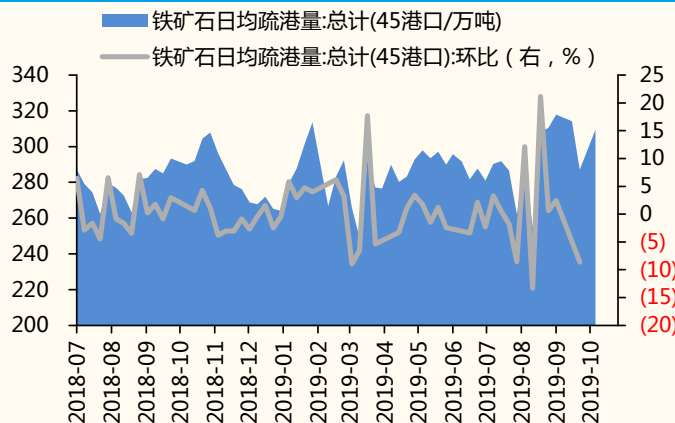
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



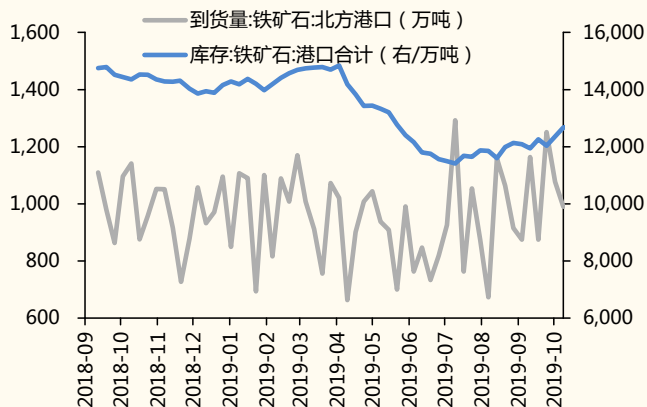
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



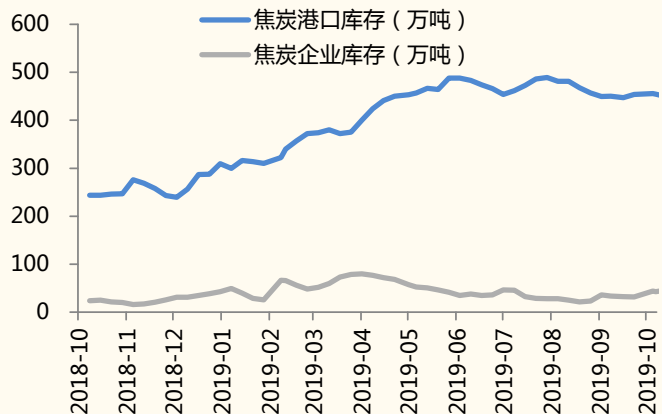
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存上升, 港口库存下降

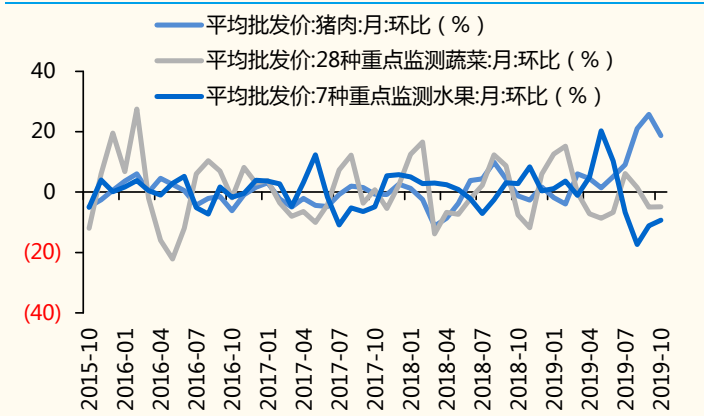


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小, 蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌, 水泥价格均值上升, 煤炭、钢铁、有色金属、原油价格均值下降。农产品方面, 10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小 (18.7%, 前值 25.7%), 蔬菜价格均值下跌 (-4.9%, 前值-5.0%), 水果价格均值下降 (-9.3%, 前值-11.2%); 工业品方

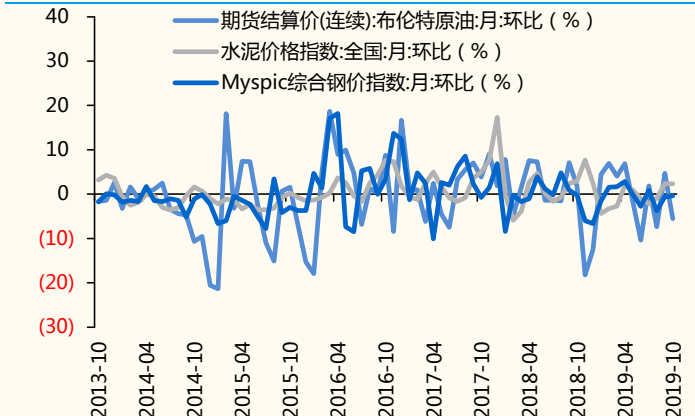
面，煤炭价格均值下降（-0.4%，前值-0.4%），原油价格均值下跌（-5.5%，前值 4.7%），水泥价格均值上涨（2.3%，前值 2.4%），钢铁价格均值下跌（-0.4%，前值-0.6%），有色金属价格均值下跌（-1.5%，前值 3.3%）。

图表 15：10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：10 月以来钢铁下降，水泥价格均值上升

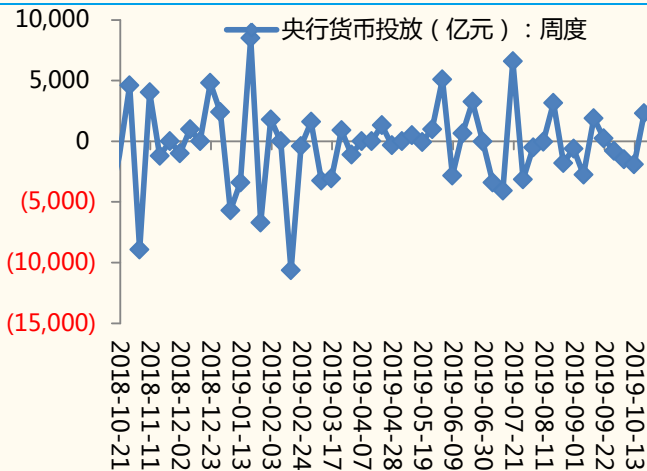


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率上升，人民币兑美元升值，全球股市分化，工业品价格下跌

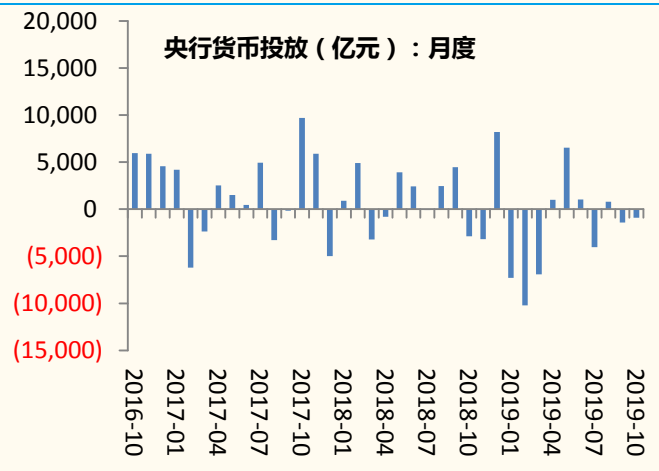
- 货币市场方面，上周央行净投放资金 2300 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 2300 亿元，其中 7 天逆回购 300 亿元，MLF 投放 2000 亿元。资金价格上升，资金面有所收紧。具体来看，上周 R001 上行 75bp，R007 上行 37bp；DR001 上行 71bp，DR007 上行 35bp。R001-DR001 上行 4bp，R007-DR007 上行 1bp，表明银行资金融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率上行，期限利差走扩，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率上行 1bp，1Y 国开债到期收益率持平前值；10Y 国债到期收益率上行 3bp，10Y 国开债到期收益率上行 1bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 1bp、1YAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAA 到期收益率上行 3bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下行，美元兑日元持平前置，美元兑欧元、英镑贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格持平前值，原油价格下跌，国内工业品价格下跌。国内股市方面，上证综指下跌 1.2%；创业板指下跌 1.1%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 0.2%，纳斯达克指数下跌 0.4%，德国 DAX 上涨 1.0%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 2.8%，铁矿石价格下跌 6.4%，焦炭价格下跌 4.5%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格持平前值；ICE 布油价格下跌 2.7%，LME 铜上涨 0.3%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 10月以来央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 10/14-10/18 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.67	75	(8)	14
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.80	37	(7)	(34)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.62	71	(4)	14
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.70	35	(15)	(34)
R001-DR001(bp)	5	4	(4)	(0)
R007-DR007 (bp)	10	1	8	0
SHIBOR:隔夜	2.62	71	(2)	6
SHIBOR:1周	2.69	14	(15)	(21)
7日年化收益率:余额宝	2.28	(2)	4	(34)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.98	13	(0)	(41)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.99	0	5	(73)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.32	(104)	(37)	17

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 10/14-10/18 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.19	2.53	2.57	1	0	(3)
中债国债到期收益率:10年	3.19	3.16	3.19	3	5	(4)
中债国开债到期收益率:1年	2.73	2.69	2.73	0	0	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.58	3.55	3.58	1	4	(7)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.13	3.11	3.13	1	1	(46)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.25	4.24	4.24	3	7	(9)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.41	3.39	3.39	(1)	(5)	(74)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.31	5.30	5.30	3	7	(12)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	64	60	62	2	4	(1)
中债国开债期限利差	89	83	85	1	4	(5)
中债企业债期限利差(AAA)	113	111	111	2	6	37
中债企业债期限利差率(AA)	191	189	191	4	12	62
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	58	56	56	(0)	0	(43)
中债企业债信用利差(AAA):10年	109	105	105	0	2	(5)
中债企业债信用利差(AA):1年	86	82	82	(2)	(6)	(71)
中债企业债信用利差(AA):10年	215	211	211	0	2	(8)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.0%	-0.1%	0.3%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.0%	-0.2%	0.3%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 10/14-10/18 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.10	7.05	7.08	-0.2%	-0.8%	3.2%
美元兑离岸人民币	7.11	7.05	7.07	-0.2%	-1.0%	2.9%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	56	-99	-99	18	-129	-143
即期询价成交量: 美元兑人民币			317.5	41.3	50.7	37.3
USDCNY: NDF 1年			7.16	-0.1%	-0.7%	3.7%
CFETS人民币汇率指数			91.33	0.0%	-0.2%	-2.1%
巨潮人民币实际有效汇率指数	117.99	116.91	116.94	-0.4%	-0.9%	-1.6%

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_9537

