

科创板上市获得成功 或开启市场风格转换

国元期货 许雯

自5月6日大盘跳空低开以来股票市场下移了一个箱体运行，上证指数一直在2800点至3000点之间震荡了3个月。在震荡过程中沪深300指数与上证50呈上升三角形趋势收敛整理，同时中证500明显走的更弱一些大部分时间在4700点与5100点之间的区间震荡。从期货市场来看，7月中旬以来股指期货的表现明显强于现货，主要体现在在震荡的过程中现货跌时期货不跟、现货涨时期货跟涨。从基差来看，三大股指期货各主力合约的基差较5、6月份回落至年初水平，期货市场情绪有所回暖。在目前的经济背景之下，其实股票市场发动全面行情是比较困难的，不过在22日科创板成功开板之后，有可能带起一波结构化行情。

从基本面来看，2019年二季度GDP增长6.2%，较一季度下降0.2个百分点，数据显示二季度经济仍在触底的过程之中。但同时相对于4、5月份的数据，6月份的数据有一定的跳涨，明显强于前两个月，也明显强于市场预期。分析认为6月份的数据的可持续性有一定的问题，7月份大概率回落。先从涨幅最大的消费数据来看，首先2019年5、6月份，CPI同比上涨都是2.7%，相对于一季度明显升了一个台阶，对消费的名义上涨有一定的助力。更重要的是另外6月份汽车销售出现异常回暖，6月汽车销售额同比增长17.2%，较5月的同比增速高15.1%。市场认为这是由于汽车行业政策导致的短期国五去库存行为造成的，不可持续，7月份回落的概率大。再从生产端看，2019年6月份，规模以上工业增加值同比增长6.3%，比5月份提高1.3个百分点。提速较快显示出经济韧性较强，但整体来看还不能够判断工业生产已经摆脱弱势。尤其是7月份六大集团发电耗煤较去年同期下滑幅度超一成，表示工业生产可能没有形成显著改善的趋势。整体来看，6月份经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。可市场对经济基本面能否持续向好还存有疑虑，且宏观政策上以托底经济为主而非拉动经济的逆周期调节思路。未来经济走向的不确定性较大，而这种不确定性在一定程度上会压制蓝筹股的估值。

一般地，从行业属性上来分析，受宏观经济影响最大的行业是金融、地产、周期类行业；从规模属性

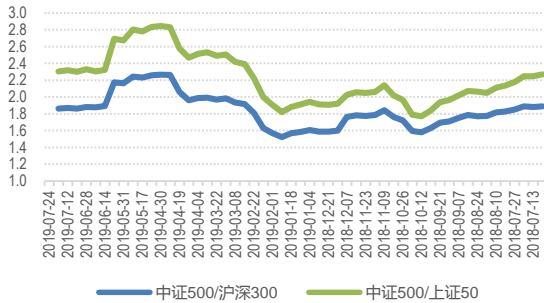
上来分析，部分超大型综合企业由于业务多元化其业绩受单一行业因素的影响较小，而受经济整体基本面的影响较大。沿着这个逻辑思路来分析三大标的指数的结构，7月末，金融地产行业约占上证50指数成份的61%，比2018年末还提高了1个百分点；约占沪深300指数成份的39%，约占中证500成份的9%，这些股票后市或面临较大的经济或政策压力。在各种不确定性形成的震荡中，各类资金总会寻找到出路，目前来看由于科创板上市获得成功，市场有进行风格转换发动结构化行情的可能性存在。

依照学术界的研究成果《资源配置、产业结构与全要素生产率：基于真实经济周期模型的分析》[刘伟、张立元 2018]，目前中国全要素生产率年均增长率处在较低水平。人均人力资本基准水平相同时，1979-2008年期间，中国经济产业结构的合理化程度始终在不断优化，但全球金融危机之后，趋势发生逆转，到2015年之前一直在降低。中国经济短期失衡和长期不可持续的深层次矛盾在产业层面的表现之一为各产业部门全要素生产率增长率较低甚至处在负值水平，进而产业结构高度及其合理化程度均不如预期。

在此背景下，科创板的推出有很高的经济学意义与政策期许，当然也会付出相当的社会成本，其意义与经验可能在多年之后才会被资本市场总结。就当下来说，对于创新领域、科技领域确实是政策偏暖的，这在一定程度上对于主办的科技板块也形成了利好。从指数成分来看，信息技术、医药卫生等能体现科技创新的行业占比最高的是中证500指数约占24%，因此对于中证500指数来说政策偏暖。同时科创板的高举高打走势也对主板对标股票形成示范效应，带动同类股票估值提震，而中证500指数成份股中这类股票亦不在少数。

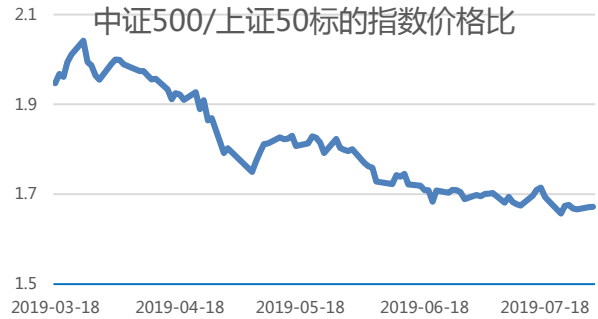
从技术上看，去年10月19日低点2449点与今年1月4日低点2440点形成的W型双底的上沿对市场有较强支撑，可以判断为阶段性底部。我们判断短期内经济基本面加速下行的概率较低，因此市场短期内跌破阶段性底部的概率也不高。再依据年中政治局会议的精神，后期虽然不将房地产作为短期刺激经济手段，大幅刺激的可能性不大，但减税降费、结构性的政策调整、逆周期政策措施可以理性期待。因此我们判断在发动全面行情有困难的环境下，市场有可能在科创板成功的带动下，启动部分板块的结构性行情，开启市场风格转换。

标的指数估值比率



数据来源: Wind 资讯, 国元期货

中证500/上证50标的指数价格比



数据来源: Wind 资讯, 国元期货

注意事项: 本报告中的信息均源于公开资料, 仅作参考之用。国元期货研究咨询部力求准确可靠, 但对于信息的准确性及完备性不作任何保证, 不管在何种情况下, 本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要, 不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。国元期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失, 敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归国元期货所有。