

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

从业资格号：F3056946

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com

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

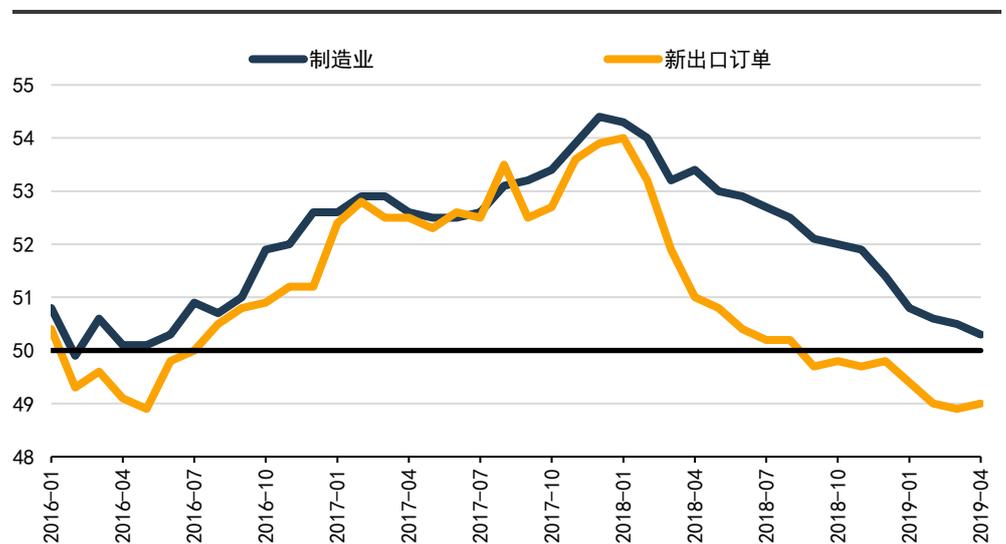
一、宏观回顾和展望

（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

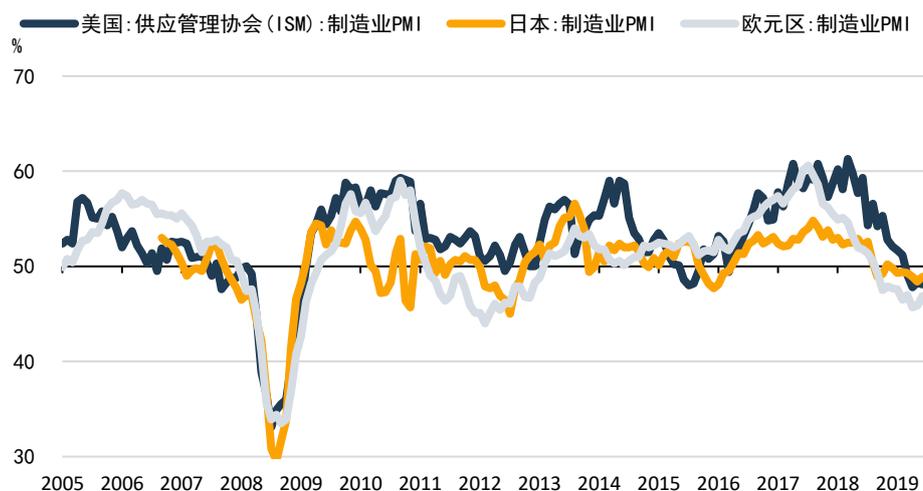


数据来源：World Bank, 前海期货

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

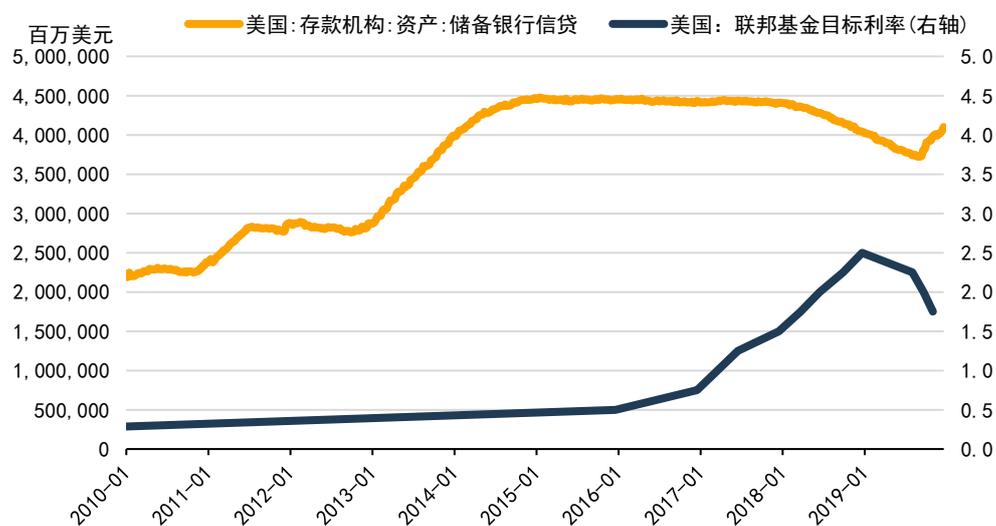


数据来源：Wind，前海期货

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 年期国债和 2 年期国债收益率年中短暂倒挂



数据来源：Wind，前海期货

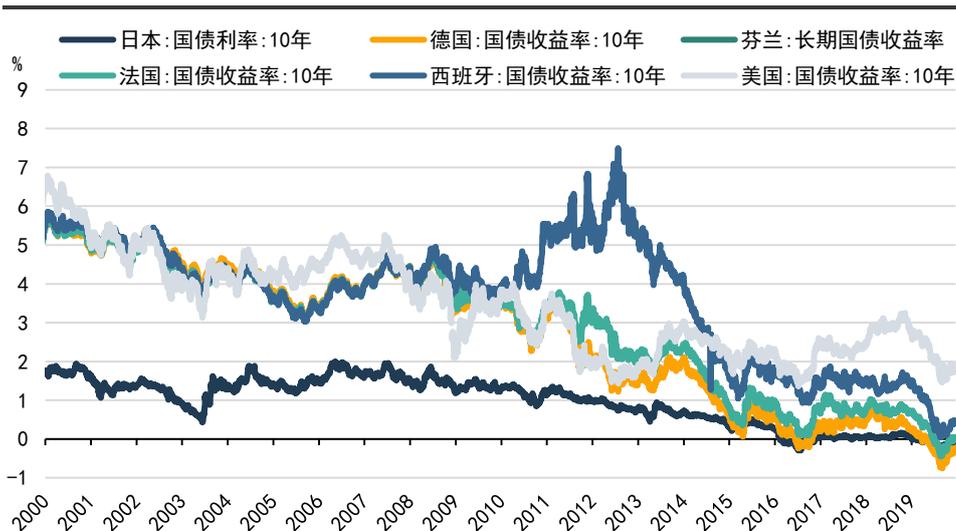
3 负利率流沙陷阱继续蔓延

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

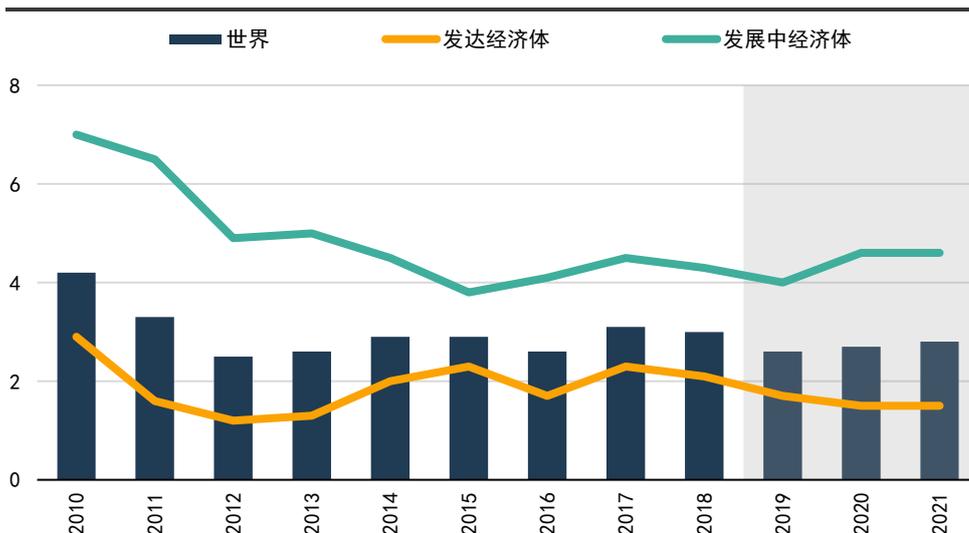


数据来源: Wind, 前海期货

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

数据来源：新闻整理，前海期货

在多个发达国家陷入负利率陷阱的大背景下，中国的金融开放适逢其时。按照较悲观的估算，即使中国 GDP 在 2030 年减速到 4.0%左右，该增长仍能够提供足够的利率，对于负利率发达经济体的主权基金有足够的吸引力。**中国已经成为全球不多的能够同时提供有吸引力的回报率和承接足够体量资本的经济体。**长期中国和美国的国债利差在 2019 年迅速走阔至 1.8%左右，而美国已经是发达经济体中唯一一个国债利率显著高于 0%的经济体，美国欧洲的利差仍在继续扩大，中国相对于发达经济体的吸引力在不断增加。

图9 中美、美欧国债利差持续扩大，中国的金融开放适逢其时

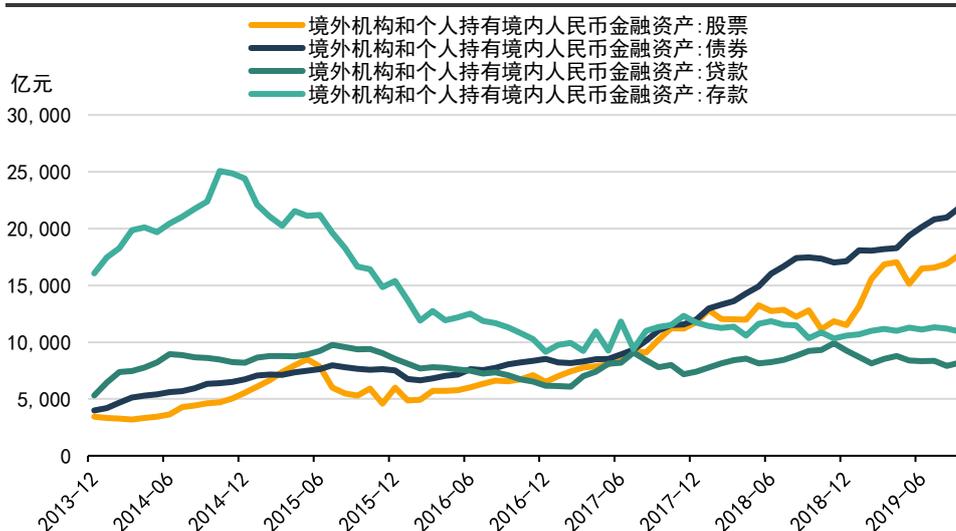


数据来源：Wind，前海期货

2 2019 年，境外机构大量增持中国债券和股票

2019 年，中国债券资产持续得到外资增持且稳定性很强。除了传统债券，房地产 Reits 也获得大量增持。据美国地产咨询公司 CBRE 数据显示，2018 年外资在中国商业地产的投资已经激增 68%，超过 850 亿元。2019 年一季度，国内商业地产交易额超过 530 亿元，其中外资成交约 260 亿元，占比由 32% 提升至 50%。

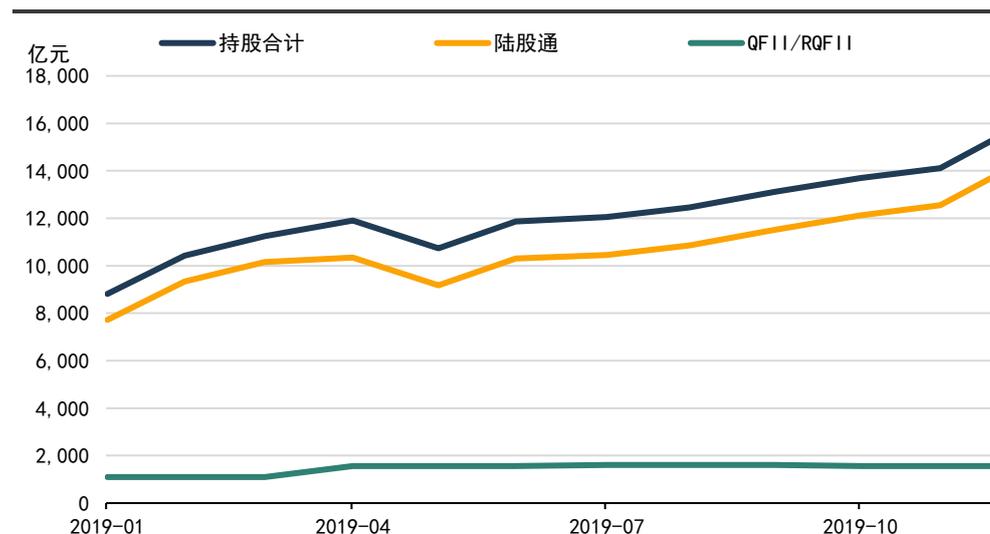
图 10 2019 年中国债券和股票被境外机构大量增持



数据来源：Wind，前海期货

股票市场中，外资增量以陆股通为主。目前外资持股总市值约为 15.36 万亿元人民币，比去年同比增长 93% 左右，绝对值市值增长 7437 亿元，超过三大股指纳入导致的 800 亿美元增量，符合数据逻辑。按照中金公司测算，外资在 2018 年底按市值占 A 股投资者比例为 2.7%，已经超过公募基金的 2.5%。2019 年，测算外资占比可能已经接近 A 股总市值的 5%。

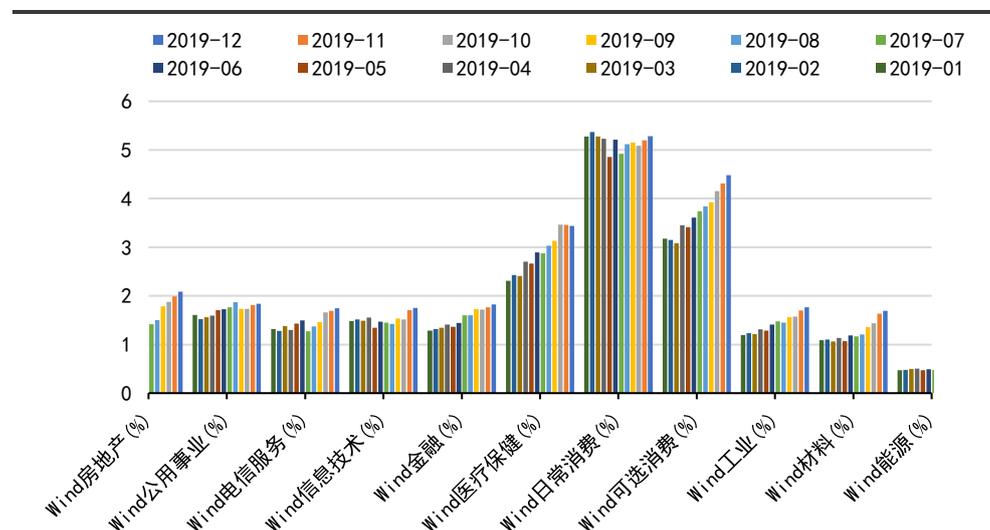
图 11 外资增量持股方式以陆股通为主



数据来源: Wind, 前海期货

外资投资风格以被动指数为主，也兼顾主动价值。日常消费一直占据外资的第一大仓位。

图 12 2019 下半年外资配置风格向复苏区间转换



数据来源: Wind, 前海期货

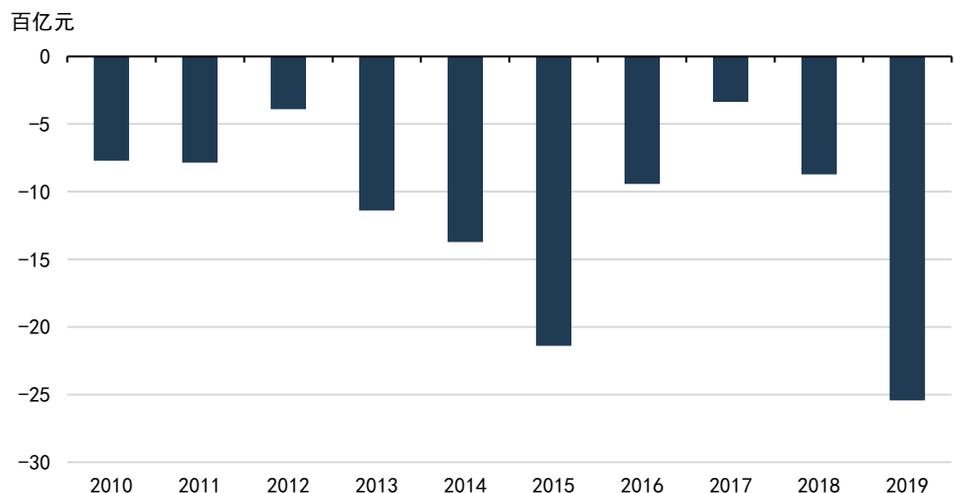
2019 年下半年,经济企稳的信号增强,可以看到外资在可选消费、房地产、电信服务、金融、材料、工业和医疗保健板块显著加仓,配置风格明显向经济复苏区间转换。

3 外资增量对冲产业资本减持

2019 年,产业资本减持约为 2500 亿,而陆股通增量将近 6000 亿,外资增量显然占据主导地位,A 股流动性是显著改善的。

本年度,A 股充分发挥了融资的功能。在一级市场上,科创板成功推出,A 股 IPO 金额接近历史较高水平,IPO 堰塞湖和股东股权质押问题得到初步解决,金融风险得到初步处置。在二级市场上,2019 年产业资本减持力度较大,已超过 2015 年水平,是有史以来减持力度最大的一年。

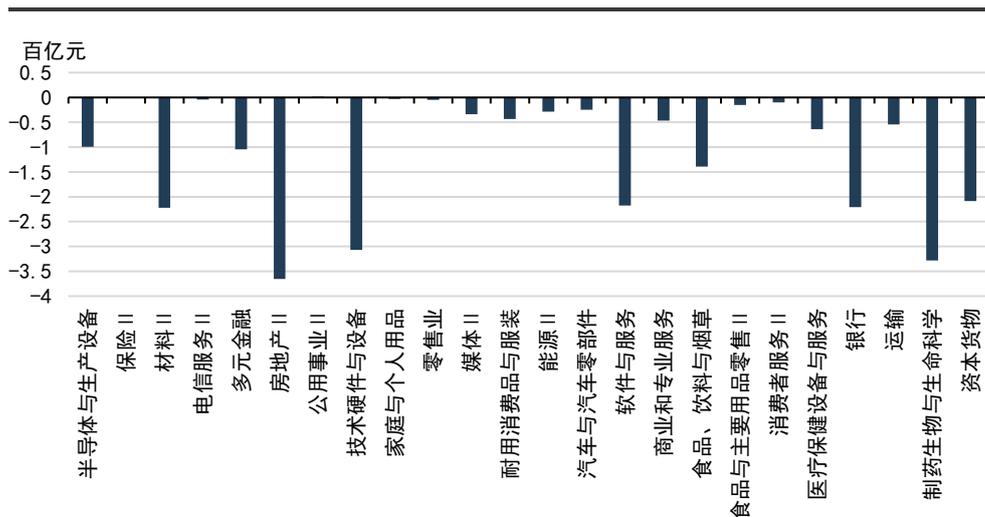
图 13 截至 2019 年 12 月中旬,产业资本净减持力度超过 2015 年



数据来源: Wind, 前海期货

产业资本净减持力度最大的前 3 个行业为: 房地产、技术硬件与设备和制药,生物与生命科学。需要注意的是房地产板块的减持集中在万科单只股票上,缺乏普遍意义。另外,产业资本减持的板块和外资增持的板块有显著重合。可以认为,外资的增持给产业资本创造了较舒适的估值。

图 14 产业资本减持集中在高科技行业

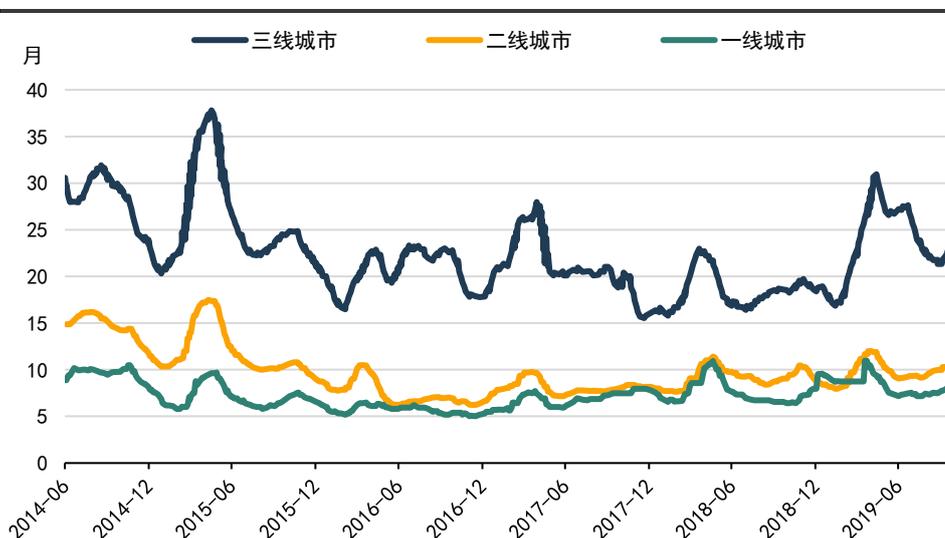


数据来源: Wind, 前海期货

4 2020 年房地产预计将出现分化

房地产仍是中国经济乘数效应最明显的行业。2019 年,住房价格基本稳定。截至 2019 年 11 月,70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增加 7.3%, 去年同一时期同比增速为 10.3%, 新建商品住宅价格拐点已现。70 个大中城市二手住宅价格指数当月同比增加 3.8%, 去年同一时期同比增速为 7.6%, 减速更为明显。从 2016 年以来,棚改政策和因城施策实质上造成了一二线城市和三四线城市周期错位。

图 15 各城市房地产库存去化出现明显分歧



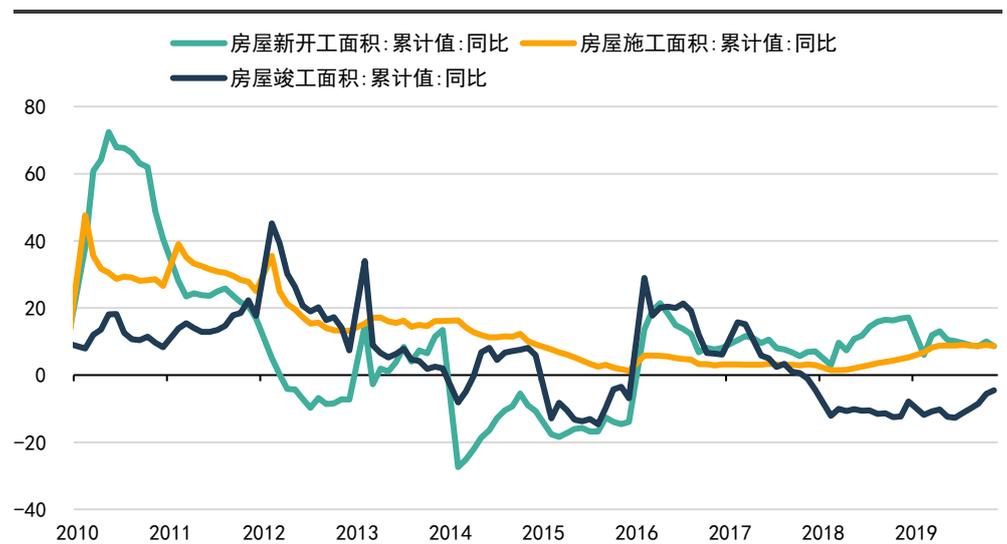
数据来源: 国家金融与发展实验室, 前海期货

据国家金融与发展实验室统计，2019年，各线城市房地产库存相对于2015年高点都有明显降低。分城市来看，一二线城市库存处在历史较低水平，三四线城市库销比明显处在历史较高水平。

2020年，如果棚改货币化政策延续2019年的衰减趋势，三四线城市可能由于改善型需求减少造成需求下降，引发房价加速下行。而一线城市房地产价格有一定底部特征，2020年下跌压力不大，甚至个别城市有一定上涨压力。

另外，预计2020年房地产投资和新开工增速将延续2019年减速的趋势，集中在房地产开工端的商品需求将继续衰减，例如螺纹钢、水泥等。由于三四线城市对于商品的需求绝对量远大于一二线城市，部分商品需求端衰减速度可能超出预期。

图 16 新开工减速，竣工加速



数据来源: Wind, 前海期货

(三) A股回顾及展望

1 2019年A股涨幅全球居前

截至2019年12月16日，沪深300指数年内上涨32.45%，在全球综合类指数中仅次于俄罗斯RTS指数。在计入人民币美元汇率变动后，涨幅依然有30.33%，超过大多数股指。在A股内部，科技股收益显著超越大盘。创业板指和创业板50指数年收益分别为42.37%和48.37%，明显跑赢沪深300。

表 2 2019 年 A 股涨势喜人

	简称	19 年涨幅	市盈率	市净率	股息率	上市以来年化收益率
亚洲	上证综指	19.67%	13.81	1.38	2.28	10.93%
	深证成指	40.31%	25.38	2.62	1.25	8.75%
	上证 50	30.79%	10.76	1.21	2.85	6.81%
	沪深 300	32.45%	13.34	1.47	2.31	9.39%
	中证 500	23.94%	23.14	1.81	1.36	7.39%
	万得全 A	29.95%	18.34	1.67	1.77	10.76%
	中小板指	37.19%	27.95	3.42	1.10	10.69%
	创业板指	42.37%	54.56	5.28	0.61	6.33%
	创业板 50	48.37%	59.61	5.83	0.39	2.03%
	恒生指数	6.43%	9.97	1.06	3.40	10.29%
	恒生中国企业指数	6.46%	9.12	1.00	3.05	2.48%
	台湾加权指数	22.74%	19.36	1.78	3.86	
	日经 225	19.67%	19.11	1.83	1.89	
	韩国综合指数	6.23%	16.85	0.85	2.17	
	富时新加坡 STI	4.48%	12.14	1.08	3.98	
	孟买 SENSEX30	13.50%	28.92	2.95	1.20	
	澳洲标普 200	21.31%	20.27	2.21	4.43	
	新西兰 NZ50	27.41%	25.53	2.30	3.22	
美洲	标普 500	27.31%	23.70	3.49	1.79	6.82%
	道琼斯工业指数	21.04%	21.54	4.82	2.14	
	纳斯达克指数	32.84%	37.48	4.72	1.01	9.16%
	多伦多 300	19.08%	17.23	1.81	3.02	
	墨西哥 MXX	6.52%	17.17	2.12	3.10	
欧洲	富时 100	11.76%	17.97	1.73	4.79	
	法国 CAC40	26.66%	22.15	1.75	3.04	
	德国 DAX	26.98%	22.95	1.66	2.94	
	欧洲 STOXX50	23.58%	19.82	1.79	3.24	
	俄罗斯 RTS	41.96%	6.50	1.02	6.27	
中东	以色列 TA100	21.63%	43.96	1.54	2.27	

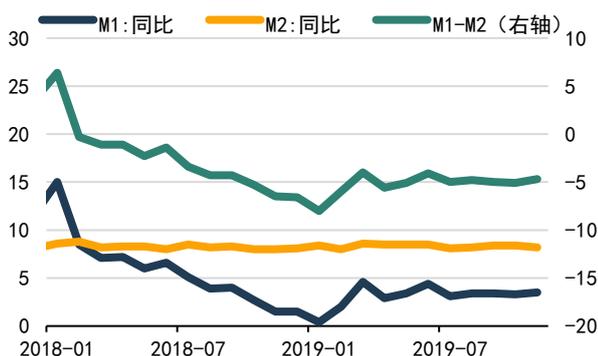
数据来源：Wind，前海期货

截至 2019 年 12 月 16 日，标普 500 的收益率为 27.31%。从 2015 年以来 5 年的收益率分别为：-0.73%，9.54%，19.42%和-6.24%，2019 年收益为 5 年来最高。科技股在美股内部同样跑赢了同期大盘指数。截至 2019 年 12 月 26 日，以高科技为代表的纳斯达克指数涨幅则为 32.84%，超过标普 500 指数，以 Facebook, Apple, Netflix, Google, Alibaba 等科技巨头构建而成的 FANG+指数涨幅为 51.09%，更是显著跑赢标普 500。

2 货币政策先松后紧，股市前高后低

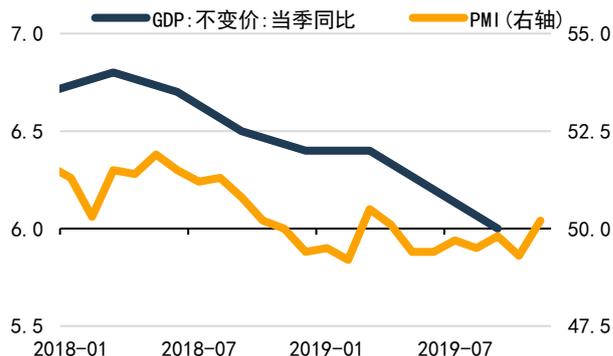
从具体时点上看，国内货币政策经历了先松后紧的过程，经济数据同步表现为前高后低。M1 同比增速在进入 2019 年后显著回升。PMI 也伴随着 M1 同步回升。2019 年 3 月，M1 同比增速达到全年高点，为 4.6%，PMI 也达到 50.50，为全年高点。

图 17 中国 M1 同比增速一季度触顶



数据来源：Wind，前海期货

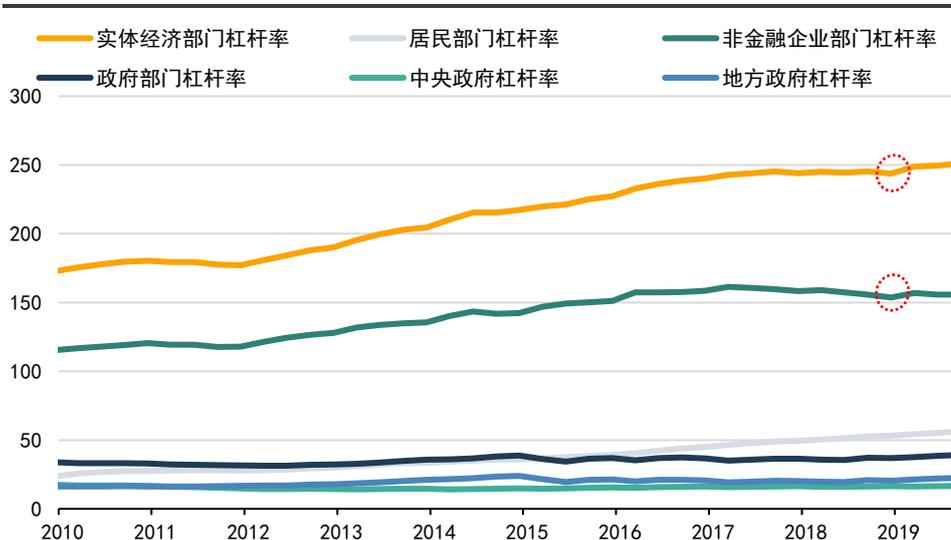
图 18 中国 PMI 增速一季度触顶



数据来源：Wind，前海期货

同样的政策松紧也可以在国家宏观杠杆率上得到佐证。在经历了 2018 年去杠杆后，2019 年一季度，宏观政策明显转变，实体经济杠杆显著提升。2019 年一季度后，进入稳杠杆过程，除了政府和居民部门杠杆率，其他主要杠杆率走平，实体经济杠杆率初步受到控制。

图 19 2018 年下半年开始，去杠杆进入稳杠杆



数据来源：Wind，前海期货

3 全面牛熊可能性较低

风险溢价是投资者要求对其自身承担风险的补偿，可以分解为市场综合PE的倒数与国债到期收益率之差。2018年，随着股指不断下行，投资者要求的风险补偿越来越高。2018年下半年，经济政策指引由去杠杆变为稳杠杆，同时M2增速快速回升，股市估值迅速从悲观预期修复。从图20可以看到，2019年一季度，风险溢价快速下行。但在二三季度，流动性并没有显著增加，因此全年表现为低波动震荡，股指的绝对收益集中在一季度。

图20 风险溢价一季度迅速下行后高位震荡



数据来源: Wind, 前海期货

从风险溢价分项上来看，由于房地产大概率仍保持高压，货币政策不太可能过度宽松，主要变量为风险偏好。目前估值水平比2019年有所回升，部分行业估值处在历史较高水平。鉴于居民房地产杠杆率风险尚未有效解除，金融风险仍存，较高的居民杠杆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，不太可能出现全面牛市。

按照东南亚权益市场开放经验，一般在开放权益市场后，5-6年内纳入因子将达到100%。鉴于目前纳入因子约为25%，未来几年仍有大量外资增量资金。因此，全面熊市似乎可能性更低。2020年市场特征可能是：局部牛市，行业轮动，择时择股会有显著超额收益。另外，类似2019年，春季躁动有可能重演。

二、制造业业绩和估值有望在 2020 年改善，趋势与周期并存

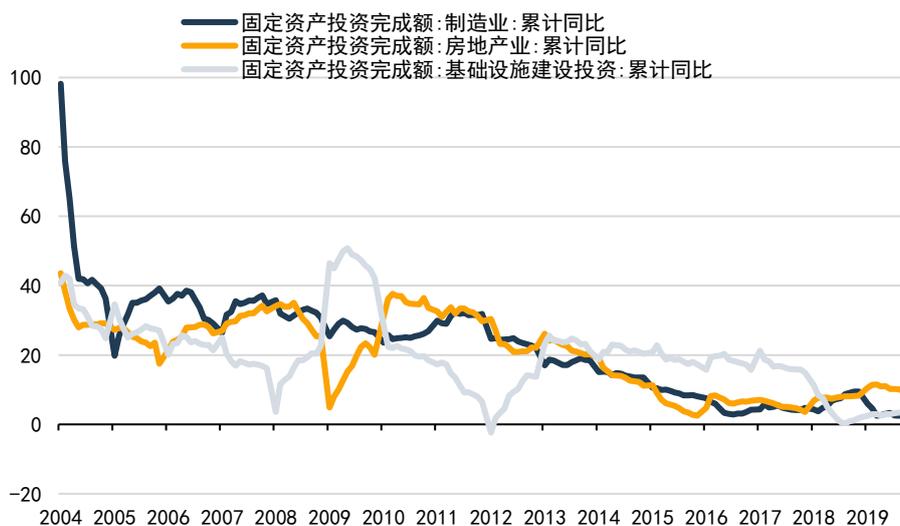
（一）制造业存在趋势改善机会

1 相对房地产，制造业可能出现长周期回暖

从传统的三大投资增速来看，基建扮演的角色更多的是逆周期的调节器，在地缘政治环境显著改善之前，比较难看到内发生长。未来房地产投资大概率缓慢下行，此消彼长，制造业可能出现长周期的趋势性回暖。

目前制造业增速已经创出历史新低。在发展中经济体试图跨越中产收入陷阱阶段，需要制造业保持相当增速。2020 年，房地产投资增速大概率缓慢下行，制造业可能开始长周期回暖。

图 21 在试图跨越中产收入陷阱阶段制造业需要保持一定增速，目前增速已经新低



数据来源：Wind，前海期货

对于股票市场，传统制造业企业整体估值也处在历史较低甚至极低水平，安全垫比较高。

2 东亚经济体工业成熟后，主导产业向科技制造业转型是普遍规律

中国、日本和韩国都处在东亚地区，文化、经济有相似性，地区经济发展

也有很强的兼容、转移规律。从日韩的工业化发展经验来看，在工业化成熟阶段，代表高科技制造业的电子电气、汽车都将超过中间产品行业成为支柱产业。进入后工业化时代后，半导体行业会逐渐发力，成为支柱产业。2017年，中央经济工作会议定调我国经济形势时指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。目前我国正处在工业化成熟阶段向后工业化时期过渡时期，预计高科技制造业将保持相对高速增长。

表 3 日本工业化进程与主导产业的演进

时间阶段	工业化阶段	特征
1945-1948	经济恢复期	农林水产、纺织、食品
1948-1955	准备阶段	纺织、农林渔、食品、普通机械、基础化工、轻工制造、电力
1956-1965	起飞阶段	钢铁、石化、机械、化工、汽车、有色、电气电子、家电、电力、纺织、轻工制造
1965-1974	成熟阶段	汽车、钢铁、电子电气、建筑地产、家电、石化、机械、化工、仪器、有色
1975-1987	后工业化时期	电子电气、汽车、精密仪器、家电、机械、钢铁、石化、化工

数据来源：南亮进（2008），陈淮（1991）、崔岩（2009），日本通商产业政策史，前海期货

韩国工业化规律和日本类似，但由于造船行业是韩国支柱产业之一，钢铁行业在后工业化时期仍保持了相当体量。

表 4 韩国工业化阶段和主导产业的演进

时间阶段	工业化阶段	特征
1955-1961	经济恢复期	农产品加工、纺织、化肥、水泥等
1962-1971	准备阶段	电力、煤炭、水泥、化工、钢铁
1972-1981	起飞阶段	钢铁、石化、电子、船舶、机械、汽车、有色金属
1982-1991	成熟阶段	电子、钢铁、石化、汽车、船舶、建筑地产、机械
1992-	后工业化时期	电子、钢铁、汽车、石化、船舶、建筑地产、机械、信息等

数据来源：郑德龟（2008），朴昌根（1998），陈龙山等（1997），前海期货

高科技制造业的确定性，叠加权益市场的开放，可能造成高科技制造业估值在中期保持较高水平。

3 外资配置偏好可能导致科技制造业维持偏高估值

相比 2018 年 12 月底，以申万电子为代表的高科技制造业市值增长在所有申万一级行业中排行第一，增幅为 188.27%。申子行业的涨幅主要来自估值修

复。2018 年下半年，智能手机初次遭遇销量萎缩，叠加中美贸易战，产业链估值大幅缩水。在下图红圈中，电子行业市盈率为 30 倍，比 2017 年估值降幅超过 50%。

图 22 申子行业涨幅主要来自 2018 年底以来的估值修复



数据来源：Wind，前海期货

2019 年，电子行业业绩变化较小，行业市值增长主要由估值修复贡献。根据 TrendForce 报告，中美关税争议、日韩贸易摩擦，加上 5G 导致消费者延后换机，将削弱全球智慧型手机下半年旺季表现，估计 2019 年第三季生产量按年下跌 4.4%，全年跌幅料达 5%。截至 2019 年第三季度，电子行业扣除非经常损益 ROE 为 5.03%，同比减少 0.41%。在所有申万一级行业中，电子行业扣非 ROE 变动幅度排名第 13，业绩改善并不突出。

从估值上来看，目前电子行业 PE 相对较高，PB 处在历史正常水平，有部分业绩释放前期特征，顶部特征并不明显。部分手机产业链估值已经修复到位，未来高科技制造业可能出现轮动。

（二）2020 年，制造业库存周期性有望在一季度末见底

按照现有去库速度，制造业库存周期性有望在 1 季度末见底。预计 PPI 将先于库存见底反弹，工业企业利润将阶段性修复，利好周期制造业：传统汽车，房地产后周期产业和部分基建细分子行业。

库存周期又称基钦周期，一般周期为 40 个月左右。它是由于上下游企业

信息不对等导致的，可以分为主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存四个阶段。

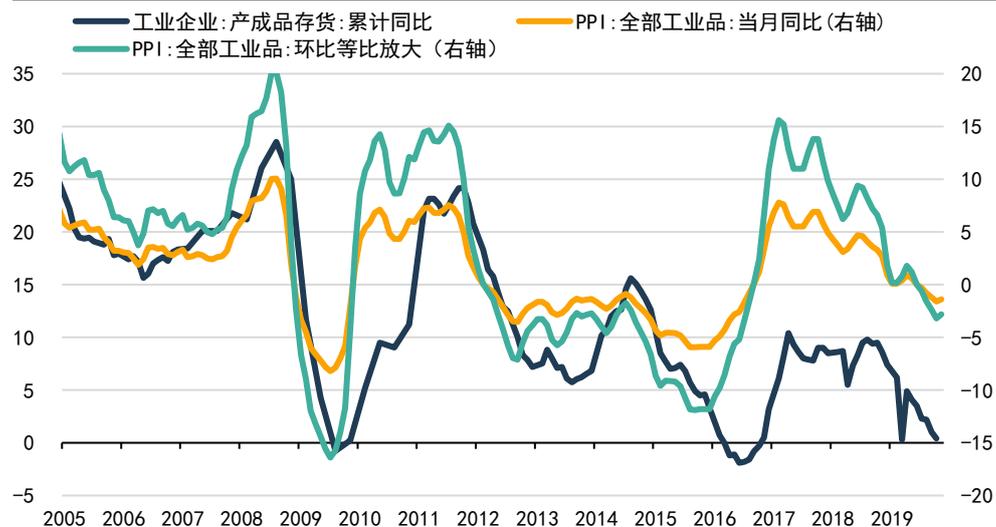
图 23 产成品库存处在被动去库末期，A 股收益和工业企业存货高度正相关



数据来源: Wind, 前海期货

PPI 一般领先工业企业产成品存货 3 个月左右。从下图可以看到，PPI 环比拐点已经出现。

图 24 工业企业产成品存货预计在 2020 年一季度末进入补库



数据来源: Wind, 前海期货

历史数据显示，A 股收益和工业企业产成品库存增速显著正相关，在补库存阶段，A 股一般都有正收益。展望 2020，原油价格将以 58 美元为中枢震荡，

工业企业存货进入补库周期，总体对工业品价格形成支撑。预计 PPI 同比将从今年 12 月后开始企稳并逐步回升，但可能复苏动力较弱，形态较为复杂，持续时间较长。

图 25 汽车、房地产后周期和部分基建行业被动去库末期特征明显



数据来源：Wind，前海期货

汽车、房地产后周期和部分基建行业被动去库末期特征明显，即库存处在历史较低水平，消费环比改善，且体量足够大，相关产业链足够长，有可能充分收益于周期、集中度和估值的多维度提升。

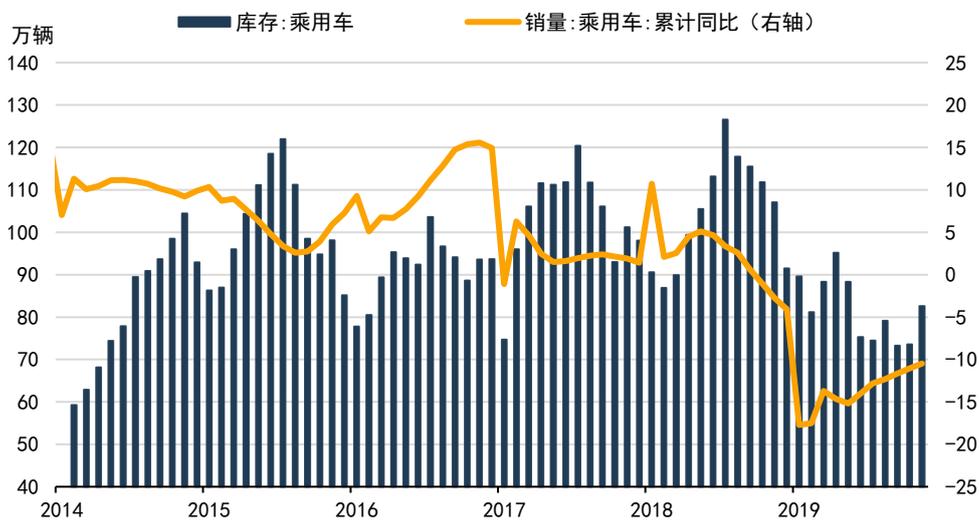
1 汽车行业

2019 年，传统汽车消费疲软是世界级的普遍现象，在中国又叠加了上一轮税收优惠退坡，同比降速明显。截至 2019 年第三季度，多家车企经营困难，产能缓慢出清。2019 年下半年，虽然汽车销量同比仍然下滑 15% 左右，但环比开始逐月改善。供给关系的改善导致汽车库存逐渐回归低位，被动去库特征非常明显。

根据乘联会发布数据，中国 11 月份广义乘用车销量为 1955953 辆，同比减少 4.7%，累计同比减少 8.0%。汽车销量速度环比在改善中，其中当月环比增加 4.6%，为连续第四个月环比改善，其中 8、9、10 月份分别环比增加 5.4%，13.8% 和 3.5%。据车企 10 月份快报显示，上汽集团销量本年累计同比减少

14.10%，环比第7个月改善；长安汽车量减少23.35%，环比第5个月改善；长城汽车增加6.66%，环比减速；吉利汽车减少约14.99%，环比第2个月改善；广汽集团减少4.09%，环比减速。

图 26 传统汽车非常符合被动去库存末期特征



数据来源：Wind，前海期货

目前汽车行业库存位于近几年的底部，2020年销量增速有望转正。

2 房地产后周期制造业

2019年受益于房地产施工端高增速的涂料和平板玻璃产业产量改善显著。

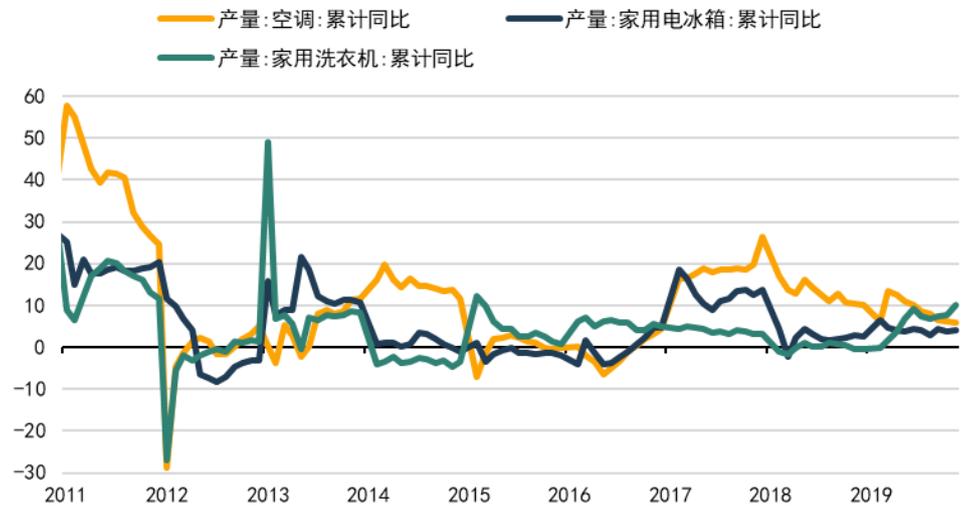
图 27 2019年平板玻璃产量同比增速保持较高水平



数据来源：Wind，前海期货

白电行业除了空调也出现了明显的业绩回升。空调可能主要表现为通过价格战去渠道库存，所以在产量上增速不明显。

图 28 白电行业增速显著回升



数据来源: Wind, 前海期货

房地产后周期制造业在 2019 年涨幅较大，其中业绩对于股价的贡献度有限，更大的贡献来自于由于行业集中度的提升导致的估值提升，这也是权益和商品的逻辑差异。2020 年，同样的集中度提升逻辑很可能在更滞后的房地产后周期行业重演：业绩的提升是其次，行业集中度的提升才能带来估值的提升。

图 29 电梯、自动扶梯及升降机产量累计同比回速预计将持续



数据来源: Wind, 前海期货

另外，中央经济工作会议多次提及城市更新和老旧小区改造，相关的电气线路改造、停车配套以及电梯设备制造业也有可能持续超预期。

3 预计部分基建细分行业估值回升

本轮基建的投资特征是补短板，和 2009 年的全面刺激有着显著不同，对商品拉动较小较弱。2019 年下半年，随着专项债的加码，三大基建投资额均出现了显著回升。预计 2020 年基建投资将有温和加速，投资方式仍将以补短板为主，行业整体不太可能超预期，超额收益可能来自于精选细分行业。

图 30 基建整体回速，但爬坡缓慢



数据来源: Wind, 前海期货

在能源方面，主要亮点在于经过了三年的零核准之后，2019 年核电项目再次开闸。生态环境部 3 月的公告显示，福建漳州核电厂和广东太平岭核电厂的两台核电机组在 6 月开工建设。目前三代核电机组的技术可靠性已经得到验证，根据《中国核电中长期发展规划》设定的 2020 年装机量目标，目前核电建设还远未达到预期。2020 年，新的核电机组项目仍将密集审批与开工。

在交通运输方面，按照“十三五”规划，预计高速铁路、部分铁路货运、油气管网、通用机场投资预计仍将保持较高增速，而以高速公路为主的上一代基建预计将确定性减速。在 12 月底举行的交通运输年度工作会议上，交通运输部部长李小鹏透露 2020 年主要预期目标：**完成铁路投资 8000 亿元左右**（持

平)，公路水路投资 1.8 万亿元左右（目标持平，同比 2019 年 1-11 月实际完成 21595 亿下降 20%左右），民航投资力争达到 900 亿元。实现具备条件的乡镇和建制村通客车。港口集装箱铁水联运量增长 12%以上。乡镇快递网点覆盖率达到 98%。全面完成“十三五”规划各项目标任务。

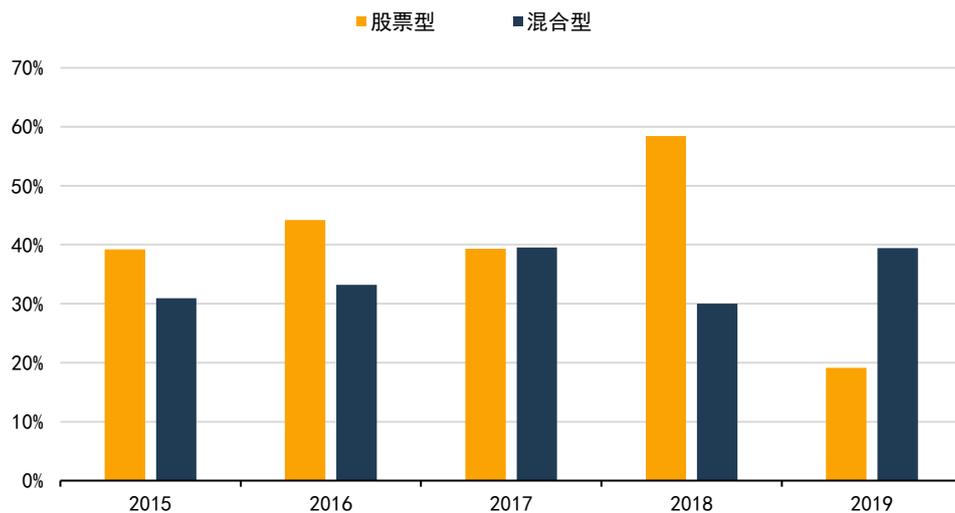
表 5 “十三五”综合交通运输发展主要指标

	项目	2015 年	2020 年	属性
基础设施	铁路营业里程（万公里）	12.10	15.00	预期性
	高速铁路营业里程（万公里）	1.90	3.00	预期性
	铁路复线率（%）	53.00	60.00	预期性
	铁路电气化率（%）	61.00	70.00	预期性
	公路通车里程（万公里）	458.00	500.00	预期性
	高速公路建成里程（万公里）	12.40	15.00	预期性
	内河高等级航道里程（万公里）	1.36	1.71	预期性
	沿海港口万吨级及以上泊位数（个）	2,207.00	2,527.00	预期性
	民用运输机场数（个）	207.00	260.00	预期性
	通用机场数（个）	300.00	500.00	预期性
	建制村通硬化路率（%）	94.50	99.00	约束性
	城市轨道交通运营里程（公里）	3,300.00	6,000.00	预期性
	油气管网里程（万公里）	11.20	16.50	预期性
运输服务	动车组列车承担铁路客运量比重（%）	46.00	60.00	预期性
	民航航班正常率（%）	67.00	80.00	预期性
	建制村通客车率（%）	94.00	99.00	约束性
	公路货运车型标准化率（%）	50.00	80.00	预期性
	集装箱铁水联运量年均增长率（%）	10.00		预期性
	城区常住人口 100 万以上城市建成区公交站点 500 米覆盖率（%）	90.00	100.00	约束性
智能交通	交通基本要素信息数字化率（%）	90.00	100.00	预期性
	铁路客运网上售票率（%）	60.00	70.00	预期性
	公路客车 ETC 使用率（%）	30.00	50.00	预期性

数据来源：《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，前海期货

（三）公募基金对于制造业配置较低

截至 2019 年第三季度，股票型公募基金净值为 1.38 万亿，其中制造业配置占比仅为 19%，远低于 2018 年底 58%的水平。混合型公募基金净值为 1.87 万亿，制造业配置仓位为 39%，处在历史均值附近。

图 31 股票型公募基金对于制造业配置处在历史极低水平


数据来源: Wind, 前海期货

2020 年, 按照历史平均水平测算, 股票型公募基金的制造业仓位有望提高至少 15%, 带来 2000 亿左右增量。

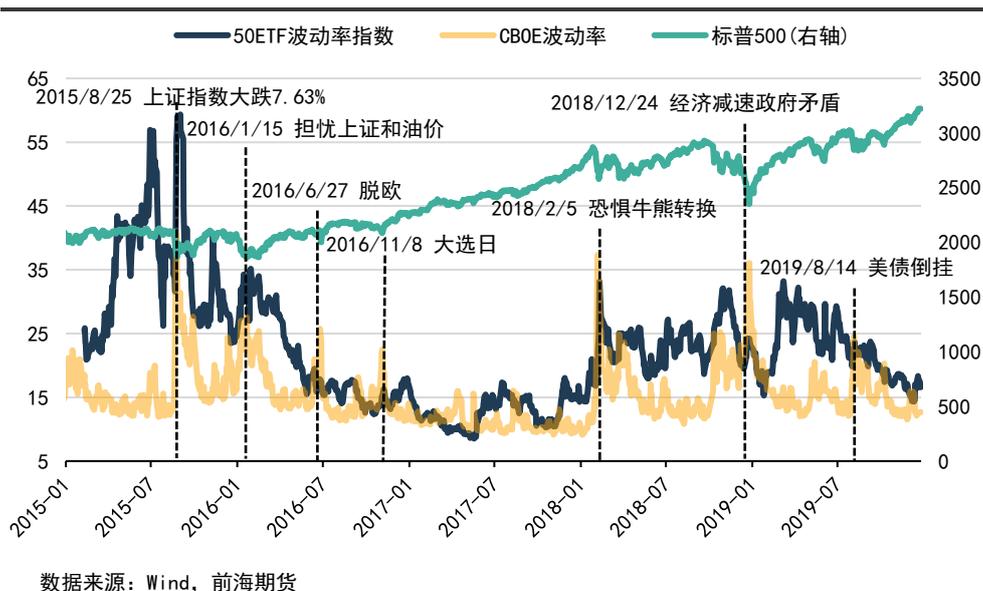
三、2020 年机会与风险提示

(一) 美股波动率历史底部, 美国大选风险并未充分定价

标准普尔资本智商 (S&P Capital IQ) 报告称, 总统选举周期 (PEGs) 对股市有重大的经济和行为影响。市场参与者的传统看法是, 共和党人比民主党人更亲商, 原因是共和党人更倾向于持有市场。但历史证据表明, 情况有所不同, 与共和党政权相比, 民主党对股市的贡献略大一些。

2016 年, 根据民调数据, 市场一直认为特朗普当选可能不大, 直到在大选日前几天, 市场波动率才开始显著上行。这表示市场直到大选前才意识到特朗普可能当选, 特朗普因子开始被计入。

图 32 标普 500 波动率处在历史较低水平



2020 年，预计情况会有所不同。市场会充分考虑到 2016 年错估的特朗普风险。大选因子很有可能会被充分甚至过度计入，预计由于大选导致的市场波动将会提前，幅度也有可能加大。

表 6 民主党暂时没有足以挑战特朗普的候选人

民调机构	日期	拜登	桑德斯	沃伦	巴蒂盖格	彭博
NBC News/Wall Street Journal	Dec. 14-17	28%	21%	18%	9%	4%
CNN/SSRS	Dec. 12-15	26%	20%	16%	8%	5%
Quinnipiac	Dec. 11-15	30%	16%	17%	9%	7%
USA Today/Suffolk	Dec. 10-14	23%	14%	13%	8%	6%
NPR	Dec. 9-11	24%	22%	17%	13%	4%

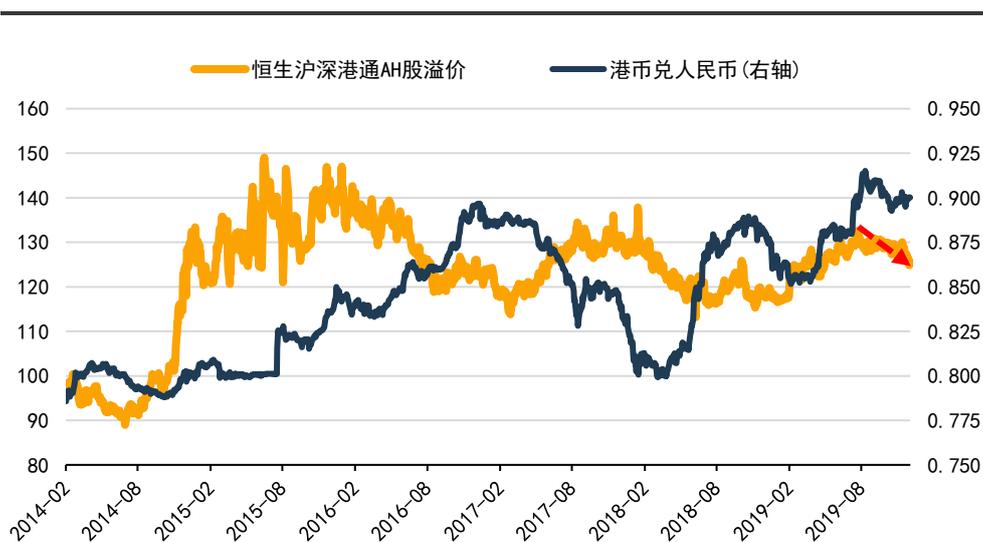
数据来源：纽约时报, 前海期货

从 12 月民调数据来看，民主党暂时没有足以挑战特朗普的候选人。但目前时间尚早，随着候选人的退出合力将更加明显。更具决定性的因素是本届部分民主党候选人参选纲领左倾严重，和现有政策偏离相当大：多位候选人都支持拆分科技巨头，全面执行富人税和免费大学教育。金融市场面临低可能性但高波动性的事件，且可能性随着时间推移会逐渐增加。鉴于美股波动率目前处在历史较低水平，大选的不确定性显然没有被合理定价。预计随着大选的临近，波动率可能显著上行。

（二）港股 2020 年或将跑赢 A 股

流动性增加和估值修复将是 2020 年港股的两大逻辑。2019，受到地区动乱影响，港股估值受到压制。2020 年这一压制因素将边际递减，预计估值将延续 2019 年开始的修复趋势。创纪录的北水南下也将加速这一趋势，在部分股票上。

图 33 AH 股溢价有望延续 2019 年趋势迅速下行



数据来源：Wind，前海期货

从 AH 股溢价可以看到，A 股溢价的顶点出现在 2019 年 8 月，随后开始不断下行。香港采用联系汇率，直接受益于美联储的降息。

总结：2020 年，泛制造业趋势和周期机会并存，在科技制造、汽车、房地产后周期产业、部分基建相关制造业等行业都有业绩与估值双重提升的机会。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

