2020 结构分化中迎来套利年

投资要点:

2020 年股市进入了 30 周年的而立之年，会否在历史的长卷中留下史诗般的印记？世界百年未有之大变局，国内外形势错综复杂，中美贸易谈判第一阶段协议达成，构成市场重大利好，但大国博弈，修昔底德陷阱已经抬头，加大了世界格局的不确定性，助推了全球经济的不景气，而国内经济下行压力持续加大，经济增速换挡的严峻挑战。

2019 年多股指空商品的观点被市场验证。2018 年 11 月底，我们发布了《2019 再迎投资好时机？》年度期货策略报告，看好股市看淡商品。截至 2019 年 11 月 29 日，万得全 A 指数上涨 23.69%，万得商品指数上涨 1.46%。

2020 年宏观经济“增速换挡”。2019 年第三季度 GDP 增速 6.0%创下自 1992 年有统计以来的 27 年新低。经历了 40 年经济高速增长，中国已变成第二大经济体。从全球经济发展历史来看，在经济高速发展之后，经济增速换挡成为必然，特别是进入 2019 年 9 月份以后，中国经济已经出现了一些触底企稳的迹象。

近 30 年，中国股市三次重大蜕变开启了三个时代：第一次全流通时代开启，2005 年股改启动，限售股锁定 3 年后，2008 年迎来国有法人股的解禁潮；第二次交易时代开启，2015 年在融资融券的杠杆牛与股指期货对冲机制助推下出现了天量成交；第三次机构化时代正在开启，机构进散户退叠加期权的时代来临，市场换手量与波动率长期趋于下降，机构策略多元化时代来临。长期看在对冲工具扩容下有利于机构资金大举入市。

2020 年结构化行情仍将延续，春季行情有望再起，政策面看，内外环境利于国内投资，但大国博弈实质未改，中美第二阶段谈判不确定性犹存；基本面看，机构与外资入市加快，但成交量回落，2020 年 MSCI 被动增量资金入市趋缓；企业盈利增长放缓。

2020 年期指迎来套利窗口。针对 2020 年或将延续的结构性行情，IH 与 IC 的套利策略、蓝筹与 IH、成长股与 IC 的对冲需求都将上升，随着期权的推出，规避风险同时获取收益的多元化策略更胜一筹。在结构性行情中可采用期指、期权组合套利策略。上涨可以买入看涨期权或者做多股指期货同时买入看跌期权；高位盘整可以买入（宽）跨式、卖出看涨期权；高位盘整可以买入（宽）跨式。下跌买入看跌期权或者做空股指期货同时买入看涨期权，震荡收敛时可以卖出看涨期权、看跌期权；高位盘整时可以买入蝶式或者铁鹰式、卖出看涨期权、买入（宽）跨式等策略；高位盘整时可以买入蝶式或者铁鹰式、卖出看涨期权、买入（宽）跨式。

风险提示：中美贸易谈判第二阶段仍存不确定性，经济增速下行，企业盈利增长放缓。
目录

1. 2019年研究观点与市场回顾 .......................................................... 6
2. 宏观：增速换挡，逆周期调节发力 .................................................. 8
   2.1 2020年中国经济增速换挡 ......................................................... 8
   2.2 货币政策以我为主，逆周期调节发力 .......................................... 10
3. 2020结构性行情仍将延续，春季行情有望再起 .................................. 11
   3.1 市场长期态势：重心上移 .......................................................... 11
   3.2 三季报盈利底显现，基金超配中小创，外资入市加快 ...................... 13
   3.3 大小盘结构分化，空头风险释放 .................................................. 15
   3.4 结构行情延续，春季行情有望再起 ............................................. 18
4. 套利年，期权多元化策略恰逢其时 .................................................. 20
   4.1 期权——多元化套利工具 .......................................................... 20
   4.2 结构化行情适合什么策略？ ....................................................... 21
图目录

图 1 主要股指 2019 年收益（截止至 20191129）.................................6
图 2 上证综指与 Wind 商品指数对比图（20151102-20191213）..................7
图 3 2003-2019 年大类资产收益（截止至 20191129）.............................8
图 4 经济 GDP 增速换挡 ........................................................................9
图 5 上证综指运行态势（199012-20191129）......................................11
图 6 2019 年上证综指春季 (3-4 月) 3000 点上方成交 15 万亿元 ................12
图 7 2015 年 3500 点上方成交超过 100 万亿元 ...................................12
图 8 A 股总市值自 2005 年以来十五年增长 18 倍，流通市值增长 45 倍........12
图 9 A 股盈利有望迎来弱复苏 .............................................................13
图 10 主动型基金重仓股行业配置比例变化（2019Q3-2019Q2）................14
图 11 韩国纳入 MSCI 对韩国综合指数的影响 .......................................14
图 12 中国台湾纳入 MSCI 对台湾加权指数的影响 ................................15
图 13 上证 50 冲击前高没有成交配合，估值优势不明显（20100101-20119129）....15
图 14 中证 500 下跌三年放量筑底，估值优势显现（20100101-20191129）........16
图 15 2015 年以来多 IH 空 IC 套利收益已经见顶 ...............................16
图 16 主要指数轮动变化（2003-20191129） ........................................17
图 17 2019 年股指期货净空单（手），IH/IF 先上升再回落，IC 持续走高...........17
图 18 2019 年三大股指期货成交持仓比冲高回落，市场整体波动下降 ........18
图 19 A 股行业纵向比估值（PE TTM）（倍）优势凸显（20100102-20191129）...18
图 20 过去十年七次春季行情涨幅超过全年涨幅（20100101-20191129） ....19
图 21 期权：六大交易所竞相推出期权 ..................................................20
图 22 四种期权基本策略损益图 ............................................................21
图 23 期权策略的应用场合示意图 ........................................................22
图 24 底部区间窄幅震荡：卖出跨式 .....................................................22
图 25 宽幅震荡：卖出宽跨式 ................................................................23
图 26 带损益锁定的窄幅震荡：买入蝶式 ..............................................23
图 27 带损益锁定的宽幅震荡：买入铁鹰式 ...........................................24
图 28 触顶后的回升行情，看涨牛市价差 ..............................................24
图 29 区间触顶之后反弹行情，看跌牛市价差 .......................................25
图 30 区间触底之后的回落行情：看跌熊市价差 ....................................25
表目录

表 1 三大股指期权合约………………………………………………………………………………………………………20
日月如梭，2020年我国股票市场进入了30周年而立之年，会否在历史的长卷中留下史诗般的印记？在世界百年未有之大变局中，2020年是重要的时点，迎来了实现“全面小康”的收官之年，同时这也是即将迎来“十四五”规划的承上启下的关键之年。当前，国内外形势错综复杂，中美贸易谈判一波三折，最终经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，对资本市场构成阶段性重大利好。但从大国博弈的角度看，修昔底德陷阱已经触发，加大了世界格局的不确定性，助推了全球经济的不景气，而国内经济下行压力持续加大，多年高速增长的中国经济面临向高质量“增速换挡”的严峻挑战。

资本市场也在创新求变中嬗变。在我们看来，30年的股市生态是一张中国式山水图，中国股市三次重大蜕变开启了三个时代：第一次是全流通时代开启，2005年到2019年15年间A股总市值增长18倍，流通市值增长45倍，2005年股改启动，限售股锁定3年后，2008年迎来国有法人股的解禁潮，我们认为市场步入筹码供给过剩时代；第二次是交易时代开启，2015年在融资融券的杠杆牛与股指期货对冲机制助推下出现了天量成交，日成交金额的峰值高达2.3万亿元，带来了股市异常波动，在2015年期间3500点上方成交超过了100万亿元；第三次蜕变是机构时代正在开启，机构进散户退叠加期权的临，可能使得部分资金转战期权市场，市场换手率与波动率或趋于长期下降，机构策略多元化时代来临。为此，从长期看，在对冲工具扩容下有利于机构资金大规模入市。

我们认为2020年结构性行情仍将延续，鉴于外部压力缓和，要珍惜历史蜕变带来的新机遇，拥抱策略工具多元化时代。

根据中国股市政策市、博弈市的特征，本文综合政策面、资金面、基本面与技术面来分析投资环境的变化，结合期权工具为2020年提供多元化的策略。

### 1. 2019年研究观点与市场回顾

2019年多股指空商品的观点被市场验证，截至2019年11月29日，2019万得全A指数上涨23.69%，万得商品指数上涨1.46%。


<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>名称</th>
<th>观价</th>
<th>年初至今</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>399296.SZ</td>
<td>创成长</td>
<td>3330.23</td>
<td>42.89%</td>
</tr>
<tr>
<td>399006.SZ</td>
<td>创业板指</td>
<td>1719.66</td>
<td>33.14%</td>
</tr>
<tr>
<td>399001.SZ</td>
<td>深证成指</td>
<td>9809.05</td>
<td>32.35%</td>
</tr>
<tr>
<td>399005.SZ</td>
<td>中小板指</td>
<td>6303.27</td>
<td>29.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>000300.SH</td>
<td>沪深300</td>
<td>3907.86</td>
<td>27.17%</td>
</tr>
<tr>
<td>000016.SH</td>
<td>上证50</td>
<td>2968.12</td>
<td>26.24%</td>
</tr>
<tr>
<td>881001.WI</td>
<td>万得全A</td>
<td>4090.72</td>
<td>23.69%</td>
</tr>
<tr>
<td>000905.SH</td>
<td>中证500</td>
<td>4940.28</td>
<td>17.44%</td>
</tr>
<tr>
<td>000852.SH</td>
<td>中证1000</td>
<td>5259.47</td>
<td>15.72%</td>
</tr>
<tr>
<td>000011.SH</td>
<td>上证综指</td>
<td>2911.05</td>
<td>15.16%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：Wind 海通证券研究所

2019年之所以成为股市收获的大年，这与2018年大跌以及2019年开年第三个交易日上证综指创下的2440点“政策底”，贡献了全年的“安全垫”有关。

2019年全年股指冲高回落，上证综指春季创下3288点全年高点后，下半年以来在2750-3050点作窄幅区间盘整。年初两会、基建等利多因素的拉动下形成了
春季行情，而中美贸易谈判顺利为春季行情添了一把火，值得一提的是，这也是在2018年上证综指大幅下挫近1000点基础上形成的一次强力反弹。2018年10月18日股市异动波动以来首次打破2500点，引发股债质押风险，救市政策短期意图明显，到2019年1月4日2440点“政策底”确认。我们注意到，2018年下跌途中形成了四个跳空缺口都与美方加增关税有关，相类似2019年春季行情上攻结束后，在5月6日形成向下的跳空缺口，也同样源于美方加增2000亿美元输美中国商品关税。此后，股指一直围绕2750-3050点缩量震荡。

大宗商品方面，2019全球经济增长动能不足，2019年截至1月11月在8大类大类资产中，原油、股指跑赢其他资产，位列前列。原油收益高达28.72%，随后是沪深300指数27.17%、标普25.30%与黄金14.16%，最后是企债指数、CPI、房价、定存。

但拉长时间看，过去十六年股市表现并不尽人意，并且频现钟摆式波动。股市4次收益排在第一，但7次在最后垫底，沪深300指数仅在2006、2007连续两年大牛市及2014年、2017年排在第一，规律上看，收益更多的是一年强一年弱，而第一年强则第二年垫底次数并不少见，反映了股市波动大、收益极不稳定的市场特征。
2. 宏观：增速换挡，逆周期调节发力

2.1 2020年中国经济增速换挡

从GDP增长单季度看，2019年第三季度增速6.0%创下自1992年有统计以来的27年新低。经历了40年经济高速增长，中国已变成第二大经济体。从全球经济发展历史来看，在经济高速发展之后，经济增速换挡成为必然，特别是进入2019年9月份以后，中国经济已经出现了一些触底企稳的迹象，表现在发电增速回升，PPI环比改善，中长期贷款回升，社融增速稳定等方面。

为此，中国经济面临增速换挡的挑战。在过去的2000到2012年中国GDP增速围绕10%的平均增速水平，2013-2019围绕7%的平均增速运行，我们认为未来5年经济增速换挡态势明显，5-6%的增速有望成为中国经济的中期底部。
2019年前三季度国民经济运行总体平稳，经济结构持续优化。虽然当前国内经济下行压力较大，但主要的宏观经济指标仍保持在合理区间。从下阶段来看，尽管外部存在不确定性，但是国内确定性的支撑因素较多，投资者信心得到巩固与强化。

11月份中国物流业景气指数为58.9%，较前一月回升4.7个百分点；中国仓储指数为54.4%，较前一月回升3.5个百分点。11月中国制造业采购经理指数（PMI）升至50.2%，较前一月上升0.9个百分点，并创下年内第二高记录，这也是连续6个月运行在50%以下后重回扩张区间。

从三驾马车分析中国经济。首先是贡献了一半以上GDP的消费：消费可分成两大类，一半是必选消费，始终保持稳定增长；另一半是可选消费，而在可选消费中占比最大的是汽车消费，销量出现了持续16个月的负增长。但今年3季度汽车消费降幅明显改善。

投资方面：19年10月投资累计增速为5.2%，在09年投资累计增速最高的时候曾达到33.6%，而经过10年下滑之后目前只剩下当时增速的一个零头，这意味着投资下行的风险已经被充分释放，进一步下行的空间并不大。

出口方面：2019年前9个月我国对美国出口同比下滑了11.3%，拖累中国出口增速约2%。但目前全球经济依然保持在每年3%左右的正增长，而全球贸易量增速也在每年3%以上，只要中国的出口竞争力没有大的变化，未必会出现持续的负增长。

所以，综合三驾马车来看，未来消费增速还有上升空间，而投资和出口增速进一步下滑的空间并不大，这意味着中国经济在当前5-6%左右的位置是具备企稳条件的，未来5-10年的经济增速都有望保持在这一水平附近。

从高速增长到高质增长。未来中国经济将迎来工程师红利、城市化以及深化改革开放等三大新动力的支撑，中国经济有望迎来高质量发展的时代。LPR改革，企业利率下调，有效地给企业部门减轻负担，增强贷款信心；另一改革红利是大幅减税兑现，宏观税负下降；消费税的改革：从促生产到促消费。

通胀预期温和回升。受到生猪疫情的影响，猪价大幅上涨，预计2020年上半年的猪价大概率在高位运行，即便下半年猪价见顶回落，由于CPI非食品价格的回升，届时并不会回到通缩，而是全年会保持2.3%左右温和通胀。

因此，在工程师红利、城市化以及深化改革开放等三大红利的推动之下，本轮中国经济有望靠改革而非刺激企稳，这种企稳其实也更有可持续性，而中国经济可能正在进入中期增长的底部区域。
政府主动作为，制度红利显现。中国经济过去几年，政府提出了供给侧结构性改革，打赢三大攻坚战：去杠杆，抑制了地产泡沫的恶化；去产能减少了污染，也改善了工业品价格；而精准脱贫使得城乡差距缩小，将收入差距转为了经济增长的动力。这也体现了中国制度的优势。

2.2 货币政策以我为主，逆周期调节发力

国内货币政策“以我为主”。2019年海外宽松潮不断，美联储已连续3次降息，未来美国经济放缓的概率仍大，美元走势以震荡为主。而中国到目前主要是采取的降准以及LPR改革方式降成本，未采取“大水漫灌”，加之中美贸易摩擦有所缓和，因而人民币汇率短期有望趋稳。

从基本面看，生产方面，高频的发电耗煤数据10-11月显示总体有所改善；融资方面，10-11月社融增速平缓，而企业中长期连续8、9、10三个月同比多增；而物价方面，非洲猪瘟推升猪价快速上行创历史新高，预计4季度CPI或将突破4%。基于经济、物价和通胀预期管理的角度，目前国内货币政策短期难以放松。

8月5日，人民币汇率在市场力量推动下破“7”，发挥了自动稳定器作用。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。继续在香港常态化发行中央银行票据，进一步丰富香港市场上短期高等级人民币金融产品，促进离岸人民币货币市场发展，推动人民币国际化。

当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战取得实质性进展，供给侧结构性改革深化，总供求基本平衡，经济增长保持韧性，改革开放有力推进，宏观政策效果逐步显现，不存在持续通胀或通缩的基础。但全球经济下行压力加大，主要经济体货币政策空间有限，外部不确定不稳定因素增多。我国发展长短期、内外部等因素变化带来较多风险挑战，国内经济下行压力持续加大，内生增长动力还待进一步增强，食品价格指数同比上涨幅度较大，11月CPI同比上涨4.5%，较前一月的涨幅创下7年多新高，未来一段时间需警惕通胀预期发散。

逆周期调节发力。目前国内经济下行的压力持续加大，我们认为更多逆周期调节的宏观经济政策将出台，政策或围绕三方面展开：①MLF利率下调。11月17日央行公布了三季度货币政策报告，里面不再提“把好货币供给总闸门”，从“适时适度进行逆周期调节”变成“加大逆周期调节力度”。措辞刚中带柔，我们认为是一个结构性宽松信号。对于加大逆周期调节，央行加强稳健货币政策各种工具的组合运用，可起到重要作用。②稳健依然是下一阶段的重点。后续可能通过加强货币政策工具组合运用来支持解决配套资金问题，经济短期底部可能已经出现，对经济无需过于悲观。③更好发挥消费对经济的基础性作用。落实好已出台的政策措施，进一步激发国内消费潜力，积极发展新零售新模式；切实稳住传统领域消费，一方面，稳住汽车等消费大头，另一方面，大力促进更新消费；大力改善消费环境，重点是在“提升质量”和“推广经验”上下功夫。

十九届四中全会进一步强调“中国之治”优势，即制度、模式之治，党的十九届四中全会审议通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》(后文称《决定》)强调将坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化列为“全党的一项重大战略任务”。《决定》将公有制为主体、多种所有制经济共同发展，按劳分配为主体、多种分配方式并存，社会主义市场经济体制三项制度并列，都作为社会主义基本经济制度，是对社会主义基本经济制度做出的新概括，是坚持社会主义市场经济制度内涵做出的重要发展和深化，尤其是，进一步明确了“两个毫不动摇”：毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，这从制度层面保障国有企业与民营经济共同有序发展。随后，国务院副总理刘鹤撰文强调把有效的市场机制和有度的宏观调控结合起来。

12月召开的中央经济工作会议提出，要在全面建成小康社会目标基础上，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，
3. 2020 结构性行情仍将延续，春季行情有望再启

3.1 市场长期态势：重心上移

图5 上证综指运行态势（19901201-20191129）

资料来源：Wind，海通证券研究所

能看到多远的过去，就能看到多远的未来。

经过30年，技术上看，中国股市重心不断上移。以上证综指K线为例，从2005年6月998点到2013年6月的1849点画线，穿过B点2440点“政策底”，成为30年股指长期趋势的下轨，穿越2009年7月的3478点画线作为上轨，穿越2018年1月的3587点画线作为中轨。与此同时，从6124点到5178点画线，与998-1849点下轨形成了震荡收敛的大三角形，未来的市场重心上移时，同时会受到2245-3478点的上轨与6124-5178点下压线限制，成为股指上移的关键阻力位E点。未来伴随股指上升，当估值优势不再凸显时，股指E点时遇阻回落，未来不排除继续考验下轨F点，之后随着中国经济转型成功，未来有望突破大三角的限制。

而2020年就是在向E点挺进的过渡年。我们认为未来的一年有机会挑战中轨以及上轨，但由于流通市值的制约与3500点上方套牢盘的压制，如果没有巨额增量资金入场或重大利好助推，在中轨下沿徘徊将是大概率事件，2020年便处于过渡阶段形成的结构性行情之中。
2020年仍将受三大因素影响：经济下行压力持续加大、企业盈利弱复苏、贸易摩擦不确定性。行情方面，上有巨量成交压制，下有估值支撑。投资策略多元化时代来临，我们认为2020年春季行情仍将大概率出现，尤其是在中美第一阶段协议达成一致的背景下，全年态势有望前高后低。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
3.2 三季报盈利底显现，基金超配中小创，外资入市加快

三季报盈利底显现，2019 年三季报，整体上 A 股盈利增速与中报基本持平。

全部 A 股 19Q3/19Q2/19Q1 归母净利润累计同比为 6.9%/6.5%/9.4%，剔除金融后为-1.9%/-2.8%/1.3%，业绩圆弧底逐步形成，结合盈利领先指标和高频同步指标，预计全部 A 股归母净利润同比增速三季底见底，2019 年为 8%，ROE 四季度见底，2019 年为 -1%；19Q3/19Q2/19Q1 创业板剔除温氏股份、乐视网归母净利润累计同比为 0.3%/-6.2%/-7.5%。盈利趋势较好行业如券商、保险，盈利与估值匹配度较好行业如银行、房地产、白酒。

19Q3 中小板归母净利润累计同比为 2.4%，剔除金融后为-0.3%。19Q3 创业板归母净利润累计同比为-5.9%，剔除温氏股份、乐视网后为 0.3%。

A 股净利润同比在三季度见底，ROE 在四季度见底成为大概率事件。但考虑经济下行压力持续加大与中美贸易谈判的不确定性，2020 年企业盈利弱复苏将是大概率事件。

图 9 A 股盈利有望迎来弱复苏

[图示]

资料来源：Wind，海通证券研究所

主动股票型基金 Q3 超配中小企业版：据 Wind 测算，2019 年三季度主动股票型基金在主板、中小企业板、创业板配置比例分别为 65.45%、20.40%、14.06%。三季度超配中小企业版与创业板，超配比例分别为 5.44%和 6.15%；继续低配主板，低配比例为 11.51%。主板的低配比例较二季度末上升 2.12 个百分点，中小企业板的超配比例上升 1.88 个百分点，创业板的超配比例上升 0.32 个百分点。

主动股票型基金 Q3 增配重点行业仍是制造业与 IT、传媒：行业配置变化不大，制造业、IT 与软件配置比例提升较多，金融业、采矿业、建筑业等配置比例有所下降。在行业分布中，主动股票型基金在三季度配置比例最高的行业有：制造业、金融业、采矿业、IT 与软件等。从行业配置比例看，相较于二季度末，配置比重有所下滑的有金融业、采矿业、建筑业、交通运输、仓储和邮政业等。

总体看，当前市场成交有待放大，尤其是机构持股较重的上证 50 自 2015 年之后成交萎缩明显，反映出机构持仓在强化中，但持仓离指数底部远有多远？持仓仍有不同、强化到估值泡沫瓦解的周期。持仓的条件是估值低，稳增长，持仓瓦解需要同时满足两个条件：一是估值优势消失，二是市场产生了新的加仓目标。从横向看，截至 11 月 29 日上证 50 位于过去 10 年市盈率 (TTM) 估值的 39.21%分位（图 13），上证 50 的成交峰值为 2015 年 7 月 8 日的成交量高达 377 亿股，而到 2019 年 11 月 29 日的日成交量仅为 21 亿股，不到 2015 年峰值的 10 分之一，因此，估值优势已不明显，成交明显减少，而相应的，2019 年，中证 500 日成交机
外资加大 A 股配置力度。MSCI 提升 A 股权重，2019 年 11 月 26 日收盘后正式生效，A 股大盘股纳入比例由 15%提升至 20%，中盘股也以 20%的比例首次纳入。这是 MSCI 继今年 5 月份、8 月份顺利完成两次提升 A 股权重后，年内第三次提升 A 股权重。也是年内提升幅度最大的一次。此次的扩容为年内最大规模单次扩容，此次扩容完成后 A 股在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数的权重将分别达到 12.1%和 4.1%。

2019 年 8 月 24 日，富时罗素公布其指数季度调整结果，宣布对 A 股的纳入因子由 5%提升至 15%，并于 9 月份实施。

标普道琼斯指数公司宣布，2019 年 9 月 23 日起将 1099 家中国 A 股上市公司纳入标普新兴市场指数 BMI。其中 147 家大盘股，251 家中盘股，701 家小盘股，A 股在此指数中的预计权重约 6.2%。

随着 2019 年 MSCI 第三次扩容实施后，A 股纳入 MSCI 进程短期或有放缓，而富时罗素指数下一阶段安排大概率要等到 2020 年 9 月。我们认为 2020 年外资仍会持续流入，但被动增量资金的减少可能导致规模略降。

值得注意的是，从中国台湾与韩国纳入 MSCI 的经验看，首次纳入都对股指产生了正面影响，以后随着纳入权重的增加，股指涨跌互现，对股指的影响作用不一。
图12 中国台湾纳入 MSCI 对台湾加权指数的影响

![图12](image)

资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 大小盘结构分化，空头风险释放

2019年大小盘分化明显。上证50指数与中证500指数严重分化，上证50指数技术上量价背离，成交量自3、4月之后迅速萎缩，反映了一方面机构抱团取暖筹码高度集中，另一方面增量资金入市有限，规律与技术上看，在冲击2015年高点时，没有成交量的配合，抱团是“强者恒强”还是会演绎成“囚徒困境”有待观察；中证500指数随着2015年高点下跌3年后2019年有所上升，成交量放量升高，呈现技术转折，叠加基本面趋好，有望迎来转折。

图13 上证50冲击前高没有成交量配合，估值优势不明显（20100101-20191129）

![图13](image)

资料来源：Wind，海通证券研究所
在分化行情中，2015 年以来 “多上证 50IH 空中证 500IC” 的套利策略收益逐渐见顶，2020 年反向套利或将开始。

股指期货角度看，A 股大盘与蓝筹风险大幅释放。股指期货净空单方面，IH/IF 在 2019 年分别冲高至 5 月、6 月后大幅回落，IC 创出了 2015 年以来的新高，反映了当前大盘与蓝筹的系统性风险大幅释放，而中证 500 的分歧与压力加大。IF、IH 自 6 月以来大幅下降，11 月有所回升，IC 一路走高。2019 年 9 月 27 日，IC 创下 2015 年 6 月以来的新高。

股指期货成交量大回落，市场波动率下降。2019 年，股指期货成交量比大幅回落，市场成交量下降，09 月 29 日，IF 成交额比 0.79，年内减少 0.65%；IH 成交额比 0.63，年内减少 22.40%；IC 成交额比 0.54，年内增加 11.84%。

市场风格方面，A 股轮动频率加快。2019 年资金主要集中在“大—小”两端，创业板涨幅领先各主要指数，上证综指垫底。沪深 300 排名第二，而特小盘中证 1000 收益上涨 15.72%，与上证综指收益上涨 15.16% 成为市场涨幅垫底，为此，按 A 股的特征，2020 年有可能两个极端的风格将会改变与回归。
图16 主要指数轮动变化（2003-20191129）

<table>
<thead>
<tr>
<th>年份</th>
<th>创业板</th>
<th>沪深300</th>
<th>上证50</th>
<th>万得全A</th>
<th>中证500</th>
<th>中证1000</th>
<th>上证指数</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2019</td>
<td>33.14%</td>
<td>27.17%</td>
<td>26.24%</td>
<td>23.69%</td>
<td>17.44%</td>
<td>15.72%</td>
<td>15.16%</td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
<td>-19.83%</td>
<td>-29.59%</td>
<td>-28.31%</td>
<td>-26.23%</td>
<td>-20.6%</td>
<td>-16.77%</td>
<td>-17.35%</td>
</tr>
<tr>
<td>2017</td>
<td>25.08%</td>
<td>21.76%</td>
<td>6.58%</td>
<td>4.93%</td>
<td>-0.20%</td>
<td>-10.67%</td>
<td>-17.35%</td>
</tr>
<tr>
<td>2016</td>
<td>-5.53%</td>
<td>-12.31%</td>
<td>-12.31%</td>
<td>-12.91%</td>
<td>-17.78%</td>
<td>-20.01%</td>
<td>-27.71%</td>
</tr>
<tr>
<td>2015</td>
<td>64.41%</td>
<td>76.10%</td>
<td>43.12%</td>
<td>38.50%</td>
<td>9.41%</td>
<td>5.58%</td>
<td>6.23%</td>
</tr>
<tr>
<td>2014</td>
<td>63.93%</td>
<td>52.87%</td>
<td>52.44%</td>
<td>51.66%</td>
<td>39.01%</td>
<td>34.46%</td>
<td>12.83%</td>
</tr>
<tr>
<td>2013</td>
<td>82.73%</td>
<td>31.59%</td>
<td>16.89%</td>
<td>5.44%</td>
<td>-6.75%</td>
<td>-7.69%</td>
<td>-15.23%</td>
</tr>
<tr>
<td>2012</td>
<td>14.84%</td>
<td>7.55%</td>
<td>4.68%</td>
<td>3.17%</td>
<td>0.28%</td>
<td>1.30%</td>
<td>-2.14%</td>
</tr>
<tr>
<td>2011</td>
<td>18.19%</td>
<td>-21.68%</td>
<td>-22.42%</td>
<td>-25.01%</td>
<td>-32.96%</td>
<td>-33.83%</td>
<td>-35.88%</td>
</tr>
<tr>
<td>2010</td>
<td>17.40%</td>
<td>13.77%</td>
<td>10.07%</td>
<td>-6.88%</td>
<td>-12.51%</td>
<td>-14.31%</td>
<td>-23.57%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>139.65%</td>
<td>131.27%</td>
<td>105.47%</td>
<td>96.71%</td>
<td>84.40%</td>
<td>74.98%</td>
<td>79.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>59.26%</td>
<td>-60.80%</td>
<td>-62.92%</td>
<td>-65.39%</td>
<td>-65.95%</td>
<td>-67.53%</td>
<td>-67.53%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>202.57%</td>
<td>186.63%</td>
<td>166.21%</td>
<td>161.55%</td>
<td>134.13%</td>
<td>96.68%</td>
<td>96.68%</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>130.43%</td>
<td>126.69%</td>
<td>121.02%</td>
<td>111.90%</td>
<td>100.68%</td>
<td>76.22%</td>
<td>76.22%</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>50.75%</td>
<td>-7.65%</td>
<td>-8.81%</td>
<td>-8.51%</td>
<td>-11.52%</td>
<td>-11.52%</td>
<td>-11.52%</td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>10.39%</td>
<td>8.25%</td>
<td>-3.49%</td>
<td>-3.49%</td>
<td>-3.49%</td>
<td>-3.49%</td>
<td>-3.49%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 2019年股指期货净空单（手），IH/IF先上升再回落，IC持续走高

资料来源：Wind，海通证券研究所
图18 2019年三大股指期货成交持仓比冲高回落，市场整体波动下降

图19 A股行业纵向比估值（PE TTM）（倍）优势凸显（20100102-20191129）

3.4 结构行情延续，春季行情有望再起

第三次蜕变迎来机构化时代。在我们看来，股市的形态30年来就是一张中国式山水图，中国股市三次重大蜕变开启了三个时代：一次是全流通时代开启，2005年股改启动，限售股锁定3年后，2008年迎来国有法人股的解禁潮，我们认为市场步入筹码供给过剩时代；第二次交易时代开启，2015年在融资融券杠杆牛与期指对冲机制助推下形成615股市异常波动；第三次机构化时代正在开启，即机构进散户撤，市场换手率与波动率长期趋于下降，市场博弈程度加剧态势，导致大的趋势性行情出现的难度下降。而随着三大指数期权的推出，策略工具的多元化时代来临，为转移A股投资风险同时分享应有的收益提供了有效工具。

从政策面看，外有中美大国博弈，内有经济下行逆周期调节，从技术面看，上有巨额成交的压制，而从基本面看，下有估值优势的支撑。
百年未有之大变局的核心是中美关系走向，中国崛起势不可挡，美方开始采取措施。中美关系走在了40年以来的十字路口，第一阶段协议的达成构成重大利好。中方认为，中美两国作为全球最大经济体，处理两国经贸关系必须从大局出发，达成协议有利于中美两国人民和世界人民的根本利益，将在经贸、投资、金融市场等方面产生积极效应，本协议总体上符合中国深化改革开放的大方向，以及自身推动经济高质量发展的内在需要，协议相关内容的落实，将有助于强化知识产权保护，完善营商环境，扩大市场准入，更好维护包括外国企业在内的各类企业在华合法权益，也有利于保护中方企业在对美经贸活动中的合法权益。

目前，中美贸易战第一阶段谈判取得实质性进展，但随着第二阶段协议谈判的开启，仍存在一定的不确定性。当前受基本面与政策面双重考验：2020年春季行情中3000点上方，成交了15万亿元，给上证综指继续上行形成了重大阻力位。上有压力，下方有政策底、估值优势支撑，特别是股市异常波动以来业绩增长的价值待在市场体现，而随着中美贸易谈判第一阶段的结束，短期对市场构成重大利好，2020上半年的春季行情有望再启，2020年估值高低切换，估值洼地是资金流向的重点。

2020年呈现结构性的行情是大概率事件，春季行情有望再起。上涨高度或将受到抑制，由于上证综指3500点上方在2015年3月至12月期间成交超过了100万亿元，2019年春季行情中3000点上方，成交了15万亿元，给上证综指继续上行形成了重大阻力位。上有压力，下方有政策底、估值优势支撑，特别是股市异常波动以来业绩增长的价值待在市场体现，而随着中美贸易谈判第一阶段的结束，短期对市场构成重大利好，2020上半年的春季行情有望再启，2020年估值高低切换，估值洼地是资金流向的重点。

同时若未来货币政策进一步放松、中美贸易关系持续性缓和，信贷数据有所改善，则市场有望挑战2019年高点。

为此，“城头变换大王旗”，估值洼地就是资金流向的重点，2020年结构性行情有望迎来博弈市中的套利年。

图20 过去十年七次春季行情涨幅超过全年涨幅（20100101-20191129）

2020年呈现结构性的行情是大概率事件，春季行情有望再起。上涨高度或将受到抑制，由于上证综指3500点上方在2015年3月至12月期间成交超过了100万亿元，2019年春季行情中3000点上方，成交了15万亿元，给上证综指继续上行形成了重大阻力位。上有压力，下方有政策底、估值优势支撑，特别是股市异常波动以来业绩增长的价值待在市场体现，而随着中美贸易谈判第一阶段的结束，短期对市场构成重大利好，2020上半年的春季行情有望再启，但中美也将开启第二阶段谈判，由于多数是第一阶段的遗留问题，谈判难度或更大，进而产生不确定性。预计2020年估值高低切换，估值洼地是资金流向的重点。

同时若未来货币政策进一步放松、中美贸易关系持续性缓和，信贷数据有所改善，则市场有望挑战2019年高点。

为此，“城头变换大王旗”，估值洼地就是资金流向的重点，2020年结构性行情有望迎来博弈市中的套利年。

图20 过去十年七次春季行情涨幅超过全年涨幅（20100101-20191129）

2020年呈现结构性的行情是大概率事件，春季行情有望再起。上涨高度或将受到抑制，由于上证综指3500点上方在2015年3月至12月期间成交超过了100万亿元，2019年春季行情中3000点上方，成交了15万亿元，给上证综指继续上行形成了重大阻力位。上有压力，下方有政策底、估值优势支撑，特别是股市异常波动以来业绩增长的价值待在市场体现，而随着中美贸易谈判第一阶段的结束，短期对市场构成重大利好，2020上半年的春季行情有望再启，但中美也将开启第二阶段谈判，由于多数是第一阶段的遗留问题，谈判难度或更大，进而产生不确定性。
4. 套利年，期权多元化策略恰逢其时

4.1 期权——多元化套利工具

机构化时代来临，市场换手率与波动率长期趋于下降，部分资金可能转战期权市场，机构策略多元化时代来临。短期受资金分流担心以及做空T+0工具扩大的影响，市场承压，长期看反而在对冲工具扩容下有利于机构资金大规模入市。

期权大扩容，2019年11月证监会批准三大指数期权上市，是资本市场的里程碑事件。伴随着指数期权上市，叠加市场在大小盘分化、机构与散户分化、价值投资与市场博弈的分化中，迎来投资工具的多元化时代，衍生更多结合期货、期权的多元化投资策略时代。

目前，我国已有6个商品期货期权，均是前两年相继上市。经过一段时间发展，运行平稳，成交量和持仓量稳步上升，期权与期货价格联动性强。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表1 三大股指期权合约</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>合约名称</td>
</tr>
<tr>
<td>指标</td>
</tr>
<tr>
<td>合约乘数</td>
</tr>
<tr>
<td>最小报价单位</td>
</tr>
<tr>
<td>合约月份</td>
</tr>
<tr>
<td>到期日</td>
</tr>
<tr>
<td>行权价格</td>
</tr>
<tr>
<td>行权方式</td>
</tr>
<tr>
<td>行权方式</td>
</tr>
</tbody>
</table>

期权大扩容。

表1 三大股指期权合约

三大指数期权中，一个指数期权两个ETF期权，其中沪深300ETF期权的合约标的为交易型开放式基金，而中金所沪深300指数期权的合约标的为蓝筹指数沪深
300指数、沪深300ETF期权的合约月份为4个，类似当前的股指期货：当月、下月、当季月以及隔季月。中金所300指数期权的合约月份为6个：当月、下月两个
月，以及随后的三个季月，更方便投资者移仓换月。

期权到期日方面：沪深300ETF期权到期日是每月第四个周三，中金所沪深300指数期权是每月第三个周五（同中金所股指期货），主要考虑ETF期权涉及实物交割，放在周三可以减少周末效应的影响。

合约乘数方面：沪深300ETF期权在合约乘数上沿用已上市的上证50ETF期权，合约乘数为10000，中金所沪深300指数期权的合约乘数是每点100元，因为300ETF价格大约在4元，而沪深300指数大约在4000点，可中金所沪深300指数期权的合约标的是指数，是现金交割；而300ETF期权与50ETF期权一样，标的是基金份额，是实物交割。

4.2 结构化行情适合什么策略？

从理论上讲，现货仅靠做多盈利，期货多空均可盈利，期权不仅多空盈利，还
可以操作波动率盈利。期权是一种能在未来时间以特定价格买入或卖出一定数量的
某种特定商品的权利。与期货在规避风险同时锁定了收益不同，期权可以规避风险
同时享受市场带来的收益。

期权与期货区别较大，期权的多头在支付权利金后即取得履行或不履行合约的
权利而不必承担义务。期货合同是双向权力对等合同，交易双方都要承担期货合约
到期交割的义务，如果不愿实际交割必须在有效期内冲销。

期货的套期保值是对期货标的进行保值，由于期货和现货价格的运动方向会最
终趋同，故期货保值能收到保护现货价格和边际利润的效果。期权也能套期保值，
对买方来说，即使放弃履约，也只损失保险费，对其购买资金保了值；对卖方来说，
要么按原价出售商品，要么得到保险费也同样保了值。

采用期权策略可以作为精确的套保套利工具。针对2020年或将出现结构性行
情，IH与IC的套利策略、蓝筹与IH、成长股与IC的对冲需求都将上升，但由于
期货风险收益是线性的，对冲风险同时也规避了收益。为此，随着期权的工具推出，
在规避风险同时获取收益的多元化策略成为现实。在结构性行情中可采用期权、期
权组合套利策略，上涨可以买入看涨期权或者做多股指期货同时买入看跌期权；高
位盘整可以买入（宽）跨式、卖出看涨期权、采用看涨（跌）牛市价差，或者采取
买入蝶式或者铁鹰式；下跌时买入看跌期权或者做空股指期货同时买入看涨期权，震
荡收敛时可以卖出看涨期权、采取看涨（跌）熊市价差、卖出（宽）跨式策略；当
低位盘整时可以买入蝶式或者铁鹰式、卖出看跌期权、买入（宽）跨式。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
在应对市场不同的情景时应采取不同的策略（见图 24-33）：红线代表期权组合策略的损益，蓝线代表看涨看跌期权基本策略的损益。横轴上的红、绿虚线分别代表盈亏的标的物价格。

比如某指数在底部区间震荡时，可以采取卖出跨式套利策略。

底部区间窄幅震荡：卖出跨式。期权策略：卖出行权价为 X 的看涨、看跌期权，数量及到期日相同；理想时机：预期后市窄幅徘徊，隐含波动率下降，有信心标的物价格不会走出平衡点区间之外；最大风险：风险无限；最大利润：利润有限，最大净权利金；盈亏平衡点：上平衡点：X+净权利金；下平衡点：X-净权利金。
图25 宽幅震荡：卖出宽跨式

如果股指在更宽的趋势震荡时，可采取买入宽跨式策略。

宽幅震荡：卖出宽跨式。期权策略：卖出虚值行权价1看跌期权和行权价2看涨期权，数量及到期日相同；理想时机：预期后市窄幅徘徊，隐含波动率下降，有信心标的物价格不会走出平衡点区间之外；最大风险：风险无限；最大利润：利润有限，最大为净权利金；盈亏平衡点：上平衡点：行权价2-净权利金；下平衡点：行权价1-净权利金。

图26 带损失锁定的窄幅震荡：买入蝶式

如果希望在区间盈利但限定损失，可以采取买入蝶式策略。

带损失锁定的窄幅震荡：买入蝶式。期权策略：买入实值行权价1看涨期权，卖出双倍平值行权价2看涨期权，买入虚值行权价3看涨期权，2*行权价2=行权价1+行权价3，期权到期日相同；理想时机：后市标的物价格在固定幅中徘徊，有信心标的物价格不会走出平衡点区间；最大风险：风险有限，最大为净权利金；最大利润：利润有限，最大为行权价2-行权价1-净权利金；盈亏平衡点：上平衡点：行权价3-净权利金；下平衡点：行权价1-净权利金。
同样可以采取买入铁鹰式对卖出宽跨式进行优化。

**图27 带损益锁定的宽幅震荡：买入铁鹰式**

![Graph](image1)

资料来源：海通证券研究所

**图28 触底后的回升行情：看涨牛市价差**

![Graph](image2)

资料来源：海通证券研究所

对于市场触底后，可以采取看涨牛市价差。

**触底后的回升行情：看涨牛市价差**

期权策略：买入低执行价格，卖出高执行价格看涨期权。期权数量及到期日相同。理想时机：预期后市上涨但幅度不会太大，有信心标的物价格上升至平衡点之上。最大风险：风险有限，最大为净权利金；最大利润：利润有限，最大利润为：执行价格与净权利金之差。盈亏平衡点：低执行价格 + 净权利金。
同样针对区间筑底之后反弹行情，可以采取看跌牛市价差。

**区间触底之后反弹行情，看跌牛市价差。** 期权策略：买入低执行价格，卖出高执行价格看跌期权，期权数量及到期日相同；理想时机：预期后市上涨但幅度不会太大，有信心标的物价格上涨至平衡点之上；最大风险：风险有限，最大为执行价格与净权利金之差；最大利润：利润有限，最大为净权利金；盈亏平衡点：执行价格-净权利金。

**图29 区间触底之后反弹行情，看跌牛市价差**

![图29 区间触底之后反弹行情，看跌牛市价差](image)

**图30 区间触顶后的回落行情：看跌熊市价差**

![图30 区间触顶后的回落行情：看跌熊市价差](image)

**区问触顶后的回落行情：看跌熊市价差。** 期权策略：买入高行权价 2，卖出低行权价 1 看跌期权，期权数量及到期日相同；理想时机：预期后市下跌但幅度不会太大，有信心标的物价格下跌至平衡点之下；最大风险：风险有限，最大为：净权利金；最大利润：利润有限，最大为：执行价 2-执行价 1-净权利金；盈亏平衡点：执行价 2-净权利金。
区间触顶后的小幅回落，看涨熊市价差。期权策略：买入高行权价 2、卖出低行权价 1 看涨期权，数量及到期日相同；理想时机：预期后市下跌但幅度不会太大，有信心标的物价格下跌至平衡点之下；最大风险：风险有限，最大为：执行价 2-执行价 1 净权利金；最大利润：利润有限，最大为：净权利金；盈亏平衡点：执行价 1+净权利金。

对于市场在三角时的突破行情，可以采用买入跨式策略。

突破行情，买入跨式。期权策略：买入行权价为 X 的看涨、看跌期权，数量及到期日相同；理想时机：预期后市价格波幅将会上升，但方向未定，有信心标的物价格会走出平衡点区间之外；最大风险：风险有限，最大为净权利金；最大利润：利润无限；盈亏平衡点：上平衡点：X+净权利金；下平衡点：X-净权利金。
而对于宽幅震荡行情出现突破时，可采取买入宽跨式策略。

宽幅震荡的突破行情：买入宽跨式。期权策略：买入虚值行权价2看涨期权和行权价1看跌期权，数量及到期日相同；理想时机：预期后市价格波幅会急速上升，但方向未定，有信心标的物价格会走出平衡点区间之外；最大风险：风险有限，最大为净权利金；最大利润：利润无限；盈亏平衡点：上平衡点：行权价2-净权利金；下平衡点：行权价1-净权利金。

图34 市场各种走势的期权应对策略

以上是针对结构性行情的期权套利策略，策略有效前提仍是建立在对标的走势正确研判的基础上，一旦与预期不符，有承担出现损失并优化策略的能力。理论上讲，风险可以利用衍生工具进行转移，但无法消灭，实际上是通过增加操作难度转移风险。

与期货相同，期权是零和博弈工具，都有风险管理、资产配置和价格发现等功能。但是相比期货等其他衍生工具，期权在风险管理、风险度量等方面又有其独特的功能和作用，运用不当会导致很大的风险。

首先，风险为盈亏与概率的乘积，卖方亏损理论上可以是无限的，但是如果概率很小，则风险就不大了；买方盈利是有限的，却没有实际胜算的把握，风险也不小，甚至可能亏损100%，而实际如何，主要看投资者对行情的分析能力了。其次，
标的的价格不可能跌至零,也不可能无限上涨,由此,“无限”的盈亏在实际上并不存在。但从资金管理的角度来讲,一旦价格发生较大的不利变化或者波动率大幅升高,对于卖方来说,此时的损失已相当于“无限”了。因此,在进行期权投资前,要全面客观地认识期权交易的风险。

综合所述。2020年是重要的时点,迎来了实现“全面小康”的收官之年,同时也是即将迎来“十四五”规划的承上启下的关键之年。当前,国内外形势错综复杂,中美贸易谈判一波三折,最终经过中美两国经贸团队的共同努力,双方在平等和相互尊重原则的基础上,就中美第一阶段经贸协议文本达成一致,对资本市场的阶段性利好,但修昔底德陷阱已经触发,加大了世界格局的不确定性,助推了全球经济的不景气,而国内经济下行压力持续加大,多年高速增长的中国经济面临向高质量“增速换挡”的严峻挑战。

2020年结构性行情仍将延续,套利策略恰逢其时,迎来了套利年。春季行情有望重启。政策面看,内外环境利于国内投资,但大国博弈实质未改,中美第二阶段谈判不确定性犹存;资金面看,机构与外资入市加快,但成交量回落,2020年MSCI被动增量资金入市趋缓;基本面看,上市公司估值优势凸显,盈利底已现,但局部品种高估;技术面看,股指期货空头压力回落,系统风险释放,结构分化,但沪指3500点上方套牢的100万亿元筹码的阻力巨大。总体看,中美第一阶段协议达成一致的重大利好助推春季行情。而随着指数期权的上市,市场在大小盘分化、机构进与散户退、价值投资与市场博弈的分化中,迎来投资工具的多元化时代,除期货对冲,随着沪深300股指期权的推出,结合期权的组合策略开始应用。

风险提示:中美贸易谈判第二阶段仍然不确定性,经济增速下行,企业盈利增长放缓。
信息披露

分析师声明

高上 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
   以报告发布后的6个月内的市场表现作为比较标准。报告发布后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
2. 市场基准指数的比较标准：
   A股市场以沪深综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

<table>
<thead>
<tr>
<th>类别</th>
<th>评级</th>
<th>说明</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>股票投资评级</td>
<td>优于大市</td>
<td>预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>中性</td>
<td>预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>弱于大市</td>
<td>预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>无评级</td>
<td>对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。</td>
</tr>
<tr>
<td>行业投资评级</td>
<td>优于大市</td>
<td>预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>中性</td>
<td>预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>弱于大市</td>
<td>预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户提供，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险投资需谨慎。本报告所载的信息，材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。
<table>
<thead>
<tr>
<th>姓名</th>
<th>联系电话</th>
<th>电子邮箱</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电子行业</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>吴</td>
<td>(021)23219646</td>
<td><a href="mailto:cp9808@htsec.com">cp9808@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>陈</td>
<td>(021)23214150</td>
<td><a href="mailto:gjt11569@htsec.com">gjt11569@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>陈</td>
<td>(021)23214150</td>
<td><a href="mailto:gjt11569@htsec.com">gjt11569@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>联系人</td>
<td>(021)23214150</td>
<td><a href="mailto:gjt11569@htsec.com">gjt11569@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>联系人</td>
<td>(021)23214150</td>
<td><a href="mailto:gjt11569@htsec.com">gjt11569@htsec.com</a></td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 医药行业 |          |                |
| 徐        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 基础化工行业 |          |                |
| 周        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 电力设备及新能源行业 |          |                |
| 张        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 军工行业 |          |                |
| 张        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 材料行业 |          |                |
| 林        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 钢铁行业 |          |                |
| 刘        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 食品饮料行业 |          |                |
| 邓        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 交通运输行业 |          |                |
| 杨        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 社会服务行业 |          |                |
| 许        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 化工行业 |          |                |
| 张        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 家电行业 |          |                |
| 陈        | (021)23219646 | cp9808@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 陈        | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

<table>
<thead>
<tr>
<th>研究所销售团队</th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>深圳地区销售团队</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>蔡铁行</td>
<td>(0755)82775982</td>
<td><a href="mailto:cqt5979@htsec.com">cqt5979@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>何</td>
<td>(0755)23607983</td>
<td><a href="mailto:fcy798@htsec.com">fcy798@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>朱</td>
<td>(0755)82530202</td>
<td><a href="mailto:guj@htsec.com">guj@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>刘</td>
<td>(0755)82530202</td>
<td><a href="mailto:guj@htsec.com">guj@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>王维清</td>
<td>(0755)82534133</td>
<td><a href="mailto:wyq10541@htsec.com">wyq10541@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>杨</td>
<td>(0755)82775282</td>
<td><a href="mailto:rw10588@htsec.com">rw10588@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>郑</td>
<td>(0755)23617160</td>
<td><a href="mailto:yymcm11093@htsec.com">yymcm11093@htsec.com</a></td>
</tr>
<tr>
<td>刘</td>
<td>(0755)82775282</td>
<td><a href="mailto:rw10588@htsec.com">rw10588@htsec.com</a></td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 上海地区销售团队 |          |                |
| 胡        | (021)23219385 | hjx@htsec.com |
| 陈        | (021)23219384 | hjx@htsec.com |
| 朱        | (021)23219391 | hjx@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |
| 联系人    | (021)23214150 | gjt11569@htsec.com |

| 北京地区销售团队 |          |                |
| 徐        | (010)50906798 | yyy10636@htsec.com |
| 郭        | (010)50906798 | yyy10636@htsec.com |
| 陈        | (010)50906798 | yyy10636@htsec.com |
| 联系人    | (010)50906798 | yyy10636@htsec.com |
| 联系人    | (010)50906798 | yyy10636@htsec.com |

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明