

兴证期货·研发中心

2020年4月7日星期二

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询编号：Z0012908

021-20370949

[hanjing@xzfutures.com](mailto:hanjing@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

2020年3月共22个交易日，A股市场大幅回落。行业板块方面多数下跌，其中农林牧渔和商业贸易板块领涨，电子和计算机板块领跌。股指期货3月集体下跌，IF2004合约下跌7.14%，IH2004合约下跌5.51%，IC2004合约下跌7.86%。

3月上半月全球金融市场剧烈波动，海外市场大幅下跌，我国A股市场同步回调。本次全球市场暴跌主要归因于海外疫情扩散和原油价格暴跌带来的短期极端恐慌情绪。而从黄金和股市齐跌的现象来看，流动性挤兑导致了避险资产与风险资产齐跌，加剧市场陷入悲观情绪的循环，美股以历史上最快速度奔向技术性熊市。3月下半月在全球政府陆续推出宽松政策，和美联储推出无限量QE等政策的刺激下，海外市场在流动性问题得到缓解后大幅反弹，A股市场亦同步企稳。但目前海外疫情仍然在快速发酵，短期海外市场风险难言已经解除。

### ● 后市展望及策略建议

一季度我国经济存在较大下行压力，1-2月份的固定资产投资和消费数据大幅下滑。虽然3月PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点，但本次大幅上升是建立在2月数据大幅回落的基础上，并不代表目前经济整体已经恢复正常水平。

资金方面，目前市场流动性充裕，短期利率处于极低水平，并且3月27日中央政治局召开会议，会议提出“抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加

地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。”从本次会议传出的信号来看，预计未来更多刺激政策将加快推出，整体市场流动性将继续保持宽松，有助于 A 股市场进一步企稳。

3月13日，央行宣布普惠金融定向降准0.5至1个百分点，释放长期资金约5500亿元。不到一个月后，央行4月3日再次宣布定向降准1个百分点，预计释放长期资金约4000亿元，并下调超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。此前海外市场在流动性危机的情况下，推出大量宽松刺激政策，而我国则保持节奏并未同步跟进。现在我国货币政策空间充足，同时油价的大幅下跌使得通胀预期回落，未来市场有进一步宽松的可能，有利于 A 股市场进一步企稳反弹。

短期来看，目前海外疫情仍然严重，风险偏好难有大幅提升，并且如果未来疫情无法得到有效控制，海外市场有再次下探可能。目前 A 股市场以相对较小的波动继续跟随海外市场，不过我国自身基本面和疫情控制状况好于海外市场，如果 A 股在 4 月能够逐步脱钩海外市场走势，则有利于指数进一步的反弹。中长期来看，我国市场相对优势明显，而指数也处于底部区间，投资者可尝试逐步配置。仅供参考。

## ● 策略建议

逢低逐步配置。

## ● 风险提示

全球新型肺炎疫情升级、经济超预期下滑、政策宽松不及预期。

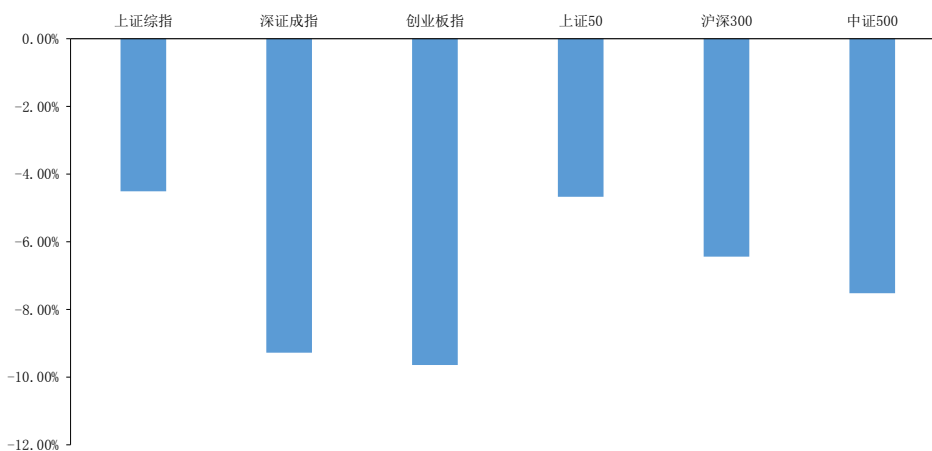
## 1. 市场回顾

### 1.1 股票市场

2020年3月共22个交易日，A股市场大幅回落。3月上半月全球金融市场剧烈波动，海外市场大幅下跌，我国A股市场同步回调。本次全球市场的暴跌主要归因于海外疫情扩散和原油价格暴跌带来的短期极端恐慌情绪。而从黄金和股市齐跌的现象来看，流动性挤兑导致了避险资产与风险资产齐跌，加剧市场陷入悲观情绪的循环，美股以历史上最快速度奔向技术性熊市。3月下半月在全球政府陆续推出宽松政策，和美联储推出无限量QE等政策的刺激下，海外市场在流动性问题得到缓解后大幅反弹，A股市场亦同步企稳。但目前海外疫情仍然在快速发酵，短期海外市场风险难言已经解除。

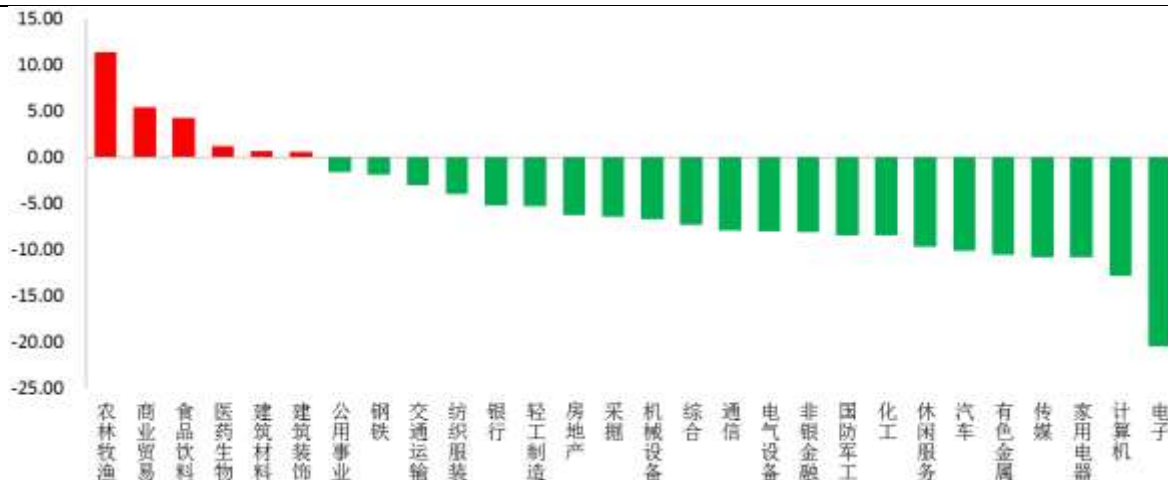
3月A股市场行业板块多数下跌，其中农林牧渔和商业贸易板块领涨，电子和计算机板块领跌。

图 1: A 股 3 月主要指数走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 行业月涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 1.2 三大期指走势

三大期指 3 月集体下跌，IF2004 合约下跌 7.14%，IH2004 合约下跌 5.51%，IC2004 合约下跌 7.86%。期现价差方面，截止 3 月 31 日，IF、IH 和 IC 主力合约分别贴水现货 0.93%、0.79% 和 1.64%。

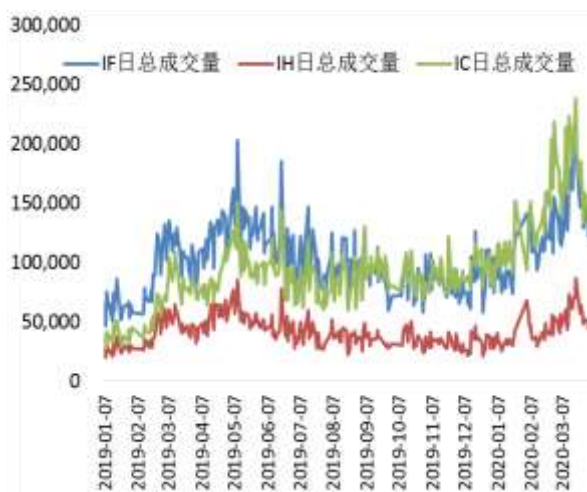
3 月期指市场成交持仓整体较为活跃。IF、IH、IC 1 月日均成交 153106 手、57365 手、177227 手，较 1 月均值分别变动 26.03%、32.81%、21.22%；IF、IH、IC 3 月日均持仓量分别为 152434 手、70962 手、196979 手，较 2 月分别变动 8.14%、9.69%、6.2%。

截至 3 月 31 日，IH/IF 主力合约比值为 0.7306，IH/IC 主力合约比值为 0.5380，IF/IC 主力合约比值为 0.7365。

表 1： 2020 年 3 月 31 日股指期货各合约升贴水情况

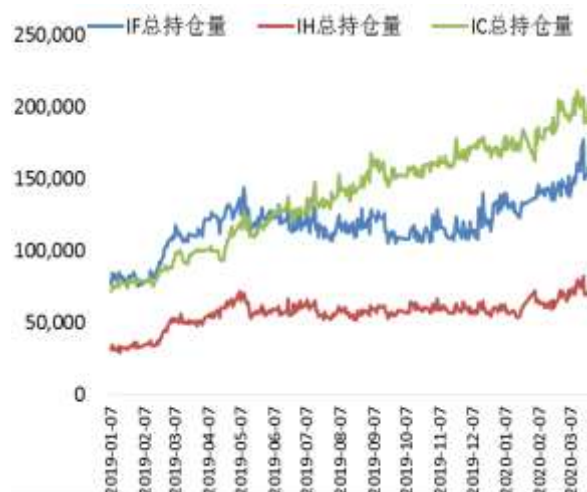
2020/3/31	合约收盘价	指数收盘价	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	交易天数	年化升水率
IF2004.CFE	3,652.0000	3,686.1551	34.16	0.93%	2020-04-17	12	18.69%
IF2005.CFE	3,638.4000	3,686.1551	47.76	1.30%	2020-05-15	29	10.81%
IF2006.CFE	3,609.0000	3,686.1551	77.16	2.09%	2020-06-19	54	9.38%
IF2009.CFE	3,553.8000	3,686.1551	132.36	3.59%	2020-09-18	117	7.43%
IH2004.CFE	2,668.0000	2,689.3790	21.38	0.79%	2020-04-17	12	16.03%
IH2005.CFE	2,657.6000	2,689.3790	31.78	1.18%	2020-05-15	29	9.86%
IH2006.CFE	2,626.6000	2,689.3790	62.78	2.33%	2020-06-19	54	10.46%
IH2009.CFE	2,588.2000	2,689.3790	101.18	3.76%	2020-09-18	117	7.78%
IC2004.CFE	4,958.8000	5,041.4534	82.65	1.64%	2020-04-17	12	33.06%
IC2005.CFE	4,912.2000	5,041.4534	129.25	2.56%	2020-05-15	29	21.39%
IC2006.CFE	4,845.0000	5,041.4534	196.45	3.90%	2020-06-19	54	17.46%
IC2009.CFE	4,720.6000	5,041.4534	320.85	6.36%	2020-09-18	117	13.16%

图 3： 股指期货成交量



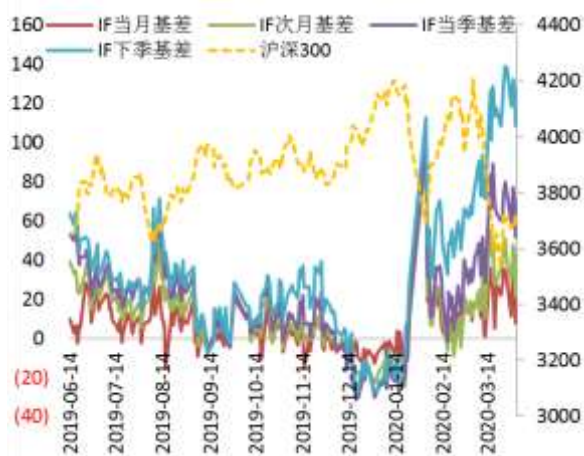
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4： 股指期货持仓量



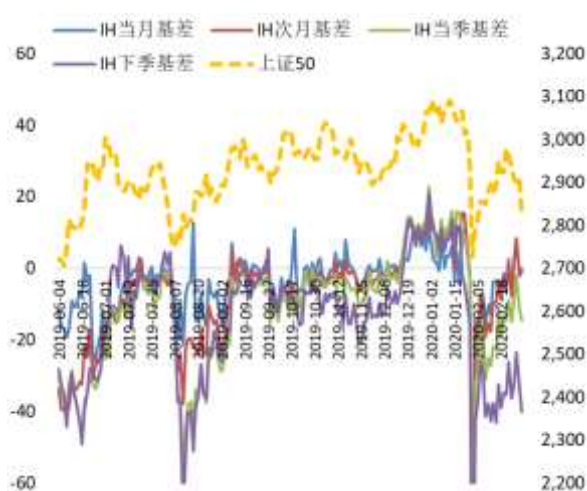
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



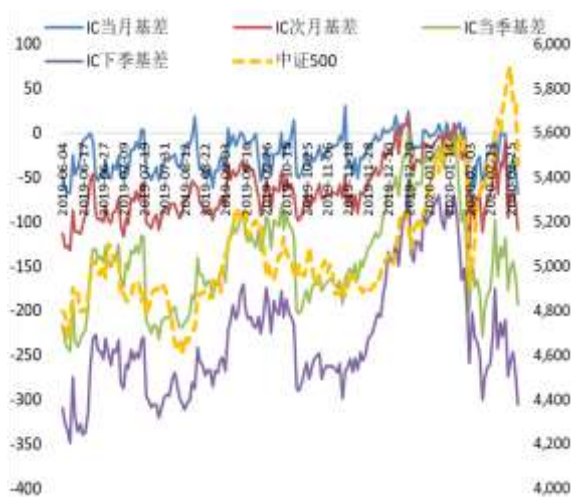
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 各合约期现基差走势



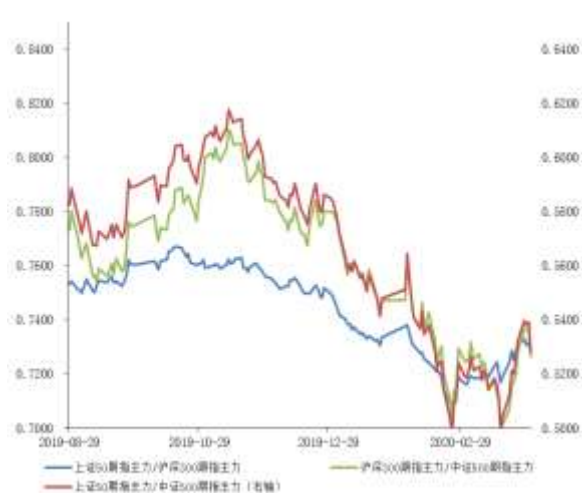
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IC 各合约期现基差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 跨品种合约比值走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

### 1.3 指数估值分析

目前三大指数估值均处于相对低位。对比 2010 年至今的动态市盈率数据, 3 月底沪深 300 处于历史分位水平的 31%, 上证 50 处于 16%, 中证 500 处于 14%。从估值水平上来看, 目前指数处于较好的配置时期, 中证 500 和上证 50 估值水平相对较低。

图 9、10、11：三大指数估值水平

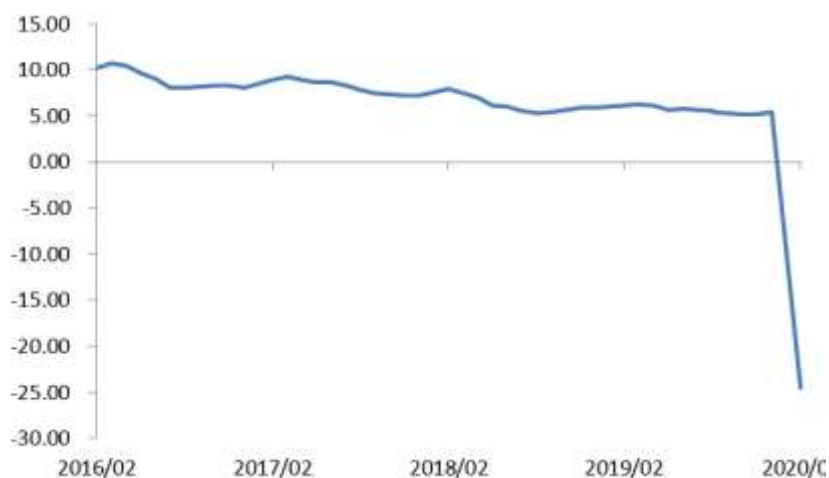


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 市场基本面分析

国家统计局发布数据，1-2 月份，全国固定资产投资同比下降 24.5%。其中基础设施投资同比下降 30.3%，制造业投资下降 31.5%，房地产开发投资下降 16.3%。受疫情影响，企业复产复工的延迟对 1-2 月数据产生较大负面影响，虽然 3 月末全国复产复工状况良好，但就月度数据来说或仍然表现疲软。

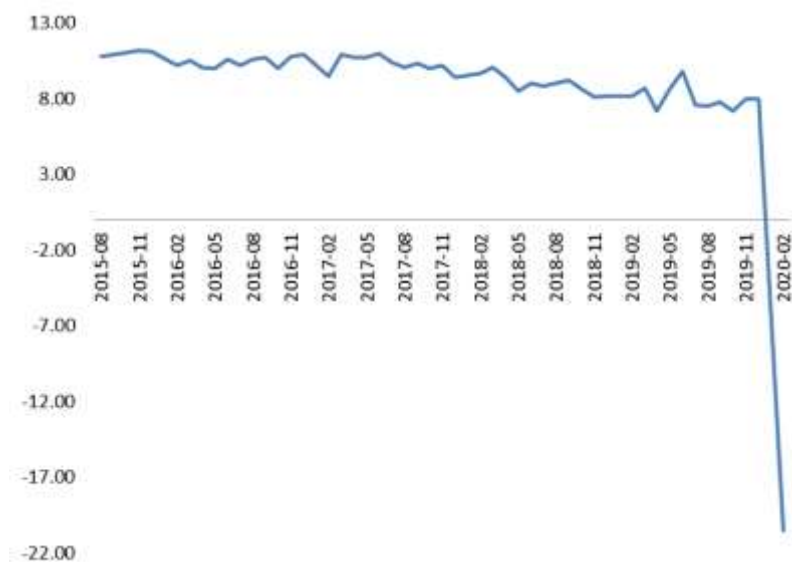
图 12：固定资产投资完成额:累计同比 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

1-2 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 20.5%。受疫情影响，传统的春节消费旺季受到严重影响。目前来看，消费短期难以出现明显回升，并且中长期来看由于经济下行对居民收入产生冲击，预计消费整体维持偏弱的状况。

图 13：社会消费品零售总额:当月同比 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

2020年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，比上月回升16.3个百分点。3月份我国疫情得到有效控制，各行各业复产复工状况良好，PMI出现显著回升。不过由于PMI为环比数据，并且主要反映的是方向的变化，所以3月PMI的大幅上升是建立在2月数据大幅回落的基础上，并不代表目前经济整体已经恢复正常水平。

资金方面，目前市场流动性充裕，短期利率处于极低水平，并且3月27日中央政治局召开会议，会议提出“抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。”从本次会议传出的信号来看，预计未来更多刺激政策将加快推出，整体市场流动性将继续保持宽松，有助于A股市场进一步企稳。

陆股通方面，受海外市场暴跌的影响，外资在3月大幅流出A股市场。不过随着3月底海外市场流动性危机缓解，走势逐步企稳，陆股通资金也结束了此前连续大幅净流出的态势，开始重新转为净流入状态。两融资金方面，随着市场走势的下跌，融资余额出现连续下降。

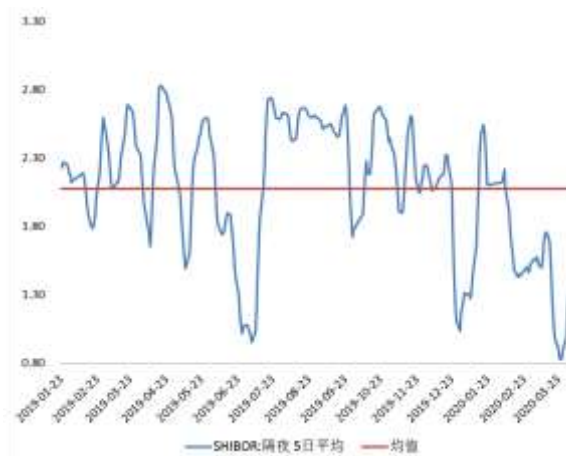
3月13日，央行宣布普惠金融定向降准0.5至1个百分点，释放长期资金约5500亿元。不到一个月后，央行4月3日再次宣布定向降准1个百分点，预计释放长期资金约4000亿元，并下调超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。此前海外市场在流动性危机的情况下，推出大量宽松刺激政策，而我国则保持节奏并未同步跟进。现在我国货币政策空间充足，同时油价的大幅下跌使得通胀预期回落，未来市场有进一步宽松的可能，有利于A股市场进一步企稳反弹。

图 14: PMI



资料来源：Wind，兴证期货研发部

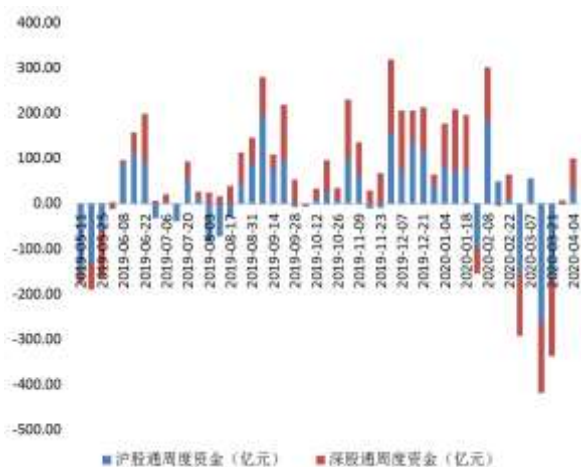
图 15: 短期利率走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

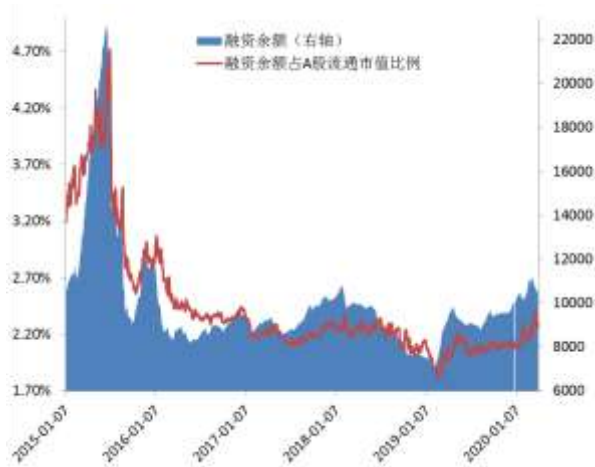


图 16: 沪港通深股通资金流向 (周)



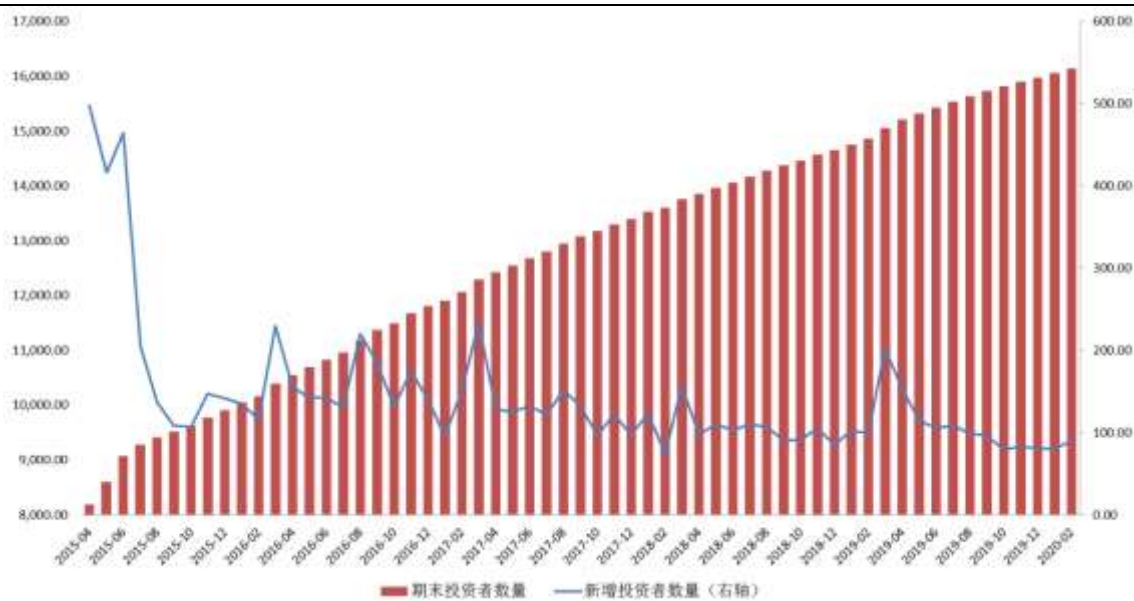
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 融资余额



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 投资者人数



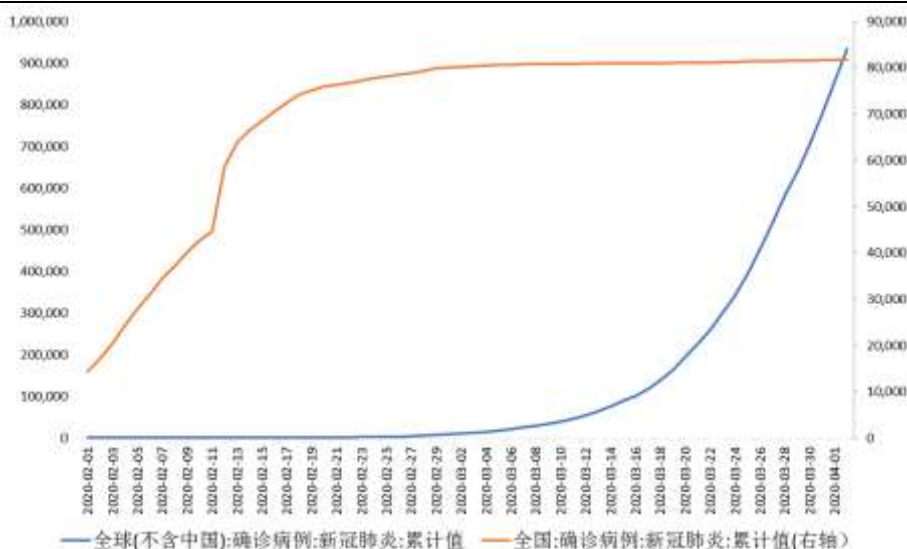
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 其他市场走势

3月全球新冠疫情进入爆发高峰，并且维持蔓延趋势。海外方面随着疫情的不断升级，各国政府对于疫情的重视程度开始提高，但是由于防控起步太晚，错过了最佳控制时期，目前全球疫情仍然未见到拐点。截止4月2日，全球累计确诊新冠肺炎病例超过100万例，中国以外确诊达93万例以上。相比于中国疫情每日新增确诊保持在两位数，并且多数为境外输入案例，海外每日新增确诊人数达近8万例，并且增速仍然不见放缓。

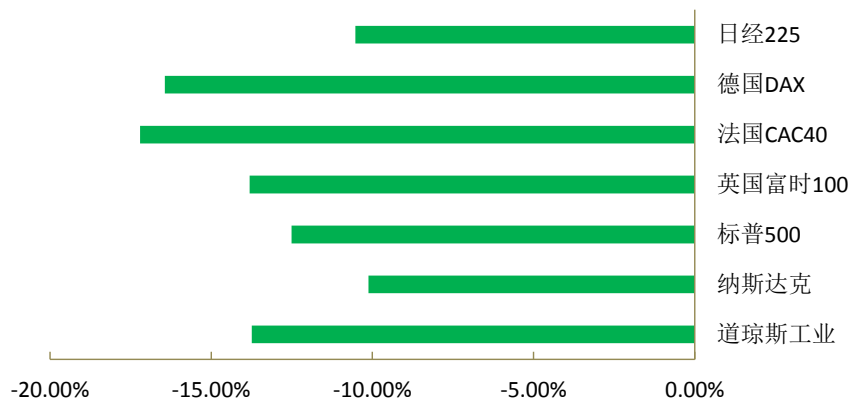
随着疫情的不断发酵和市场悲观情绪的蔓延，各国股市出现大幅下跌。美国方面，道指3月跌13.74%，创2008年以来最大单月跌幅，欧洲方面各国股市3月跌幅也均超过10%。此后各国政府开始密集推出刺激政策，美国方面，特朗普宣布进入“国家紧急状态”，同时美联储频频推出刺激计划，包括无限量QE政策。在各国政府大量释放流动性的情况下，3月下旬全球市场开始企稳反弹。但目前疫情仍然扩散中，海外市场风险仍未完全解除。

图 19: 全球新冠疫情趋势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 其他市场走势 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 总结与展望

短期来看，目前海外疫情仍然严重，风险偏好难有大幅提升，并且如果未来疫情无法得到有效控制，海外市场有再次下探可能。目前 A 股市场以相对较小的波动继续跟随海外市场，不过我国自身基本面和疫情控制状况好于海外市场，如果 A 股在 4 月能够逐步脱钩海外市场走势，则有利于指数进一步的反弹。中长期来看，我国市场相对优势明显，而指数也处于底部区间，投资者可尝试逐步配置。仅供参考。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。