

兴证期货·研发中心

2020年10月12日星期一

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

内容提要

● 行情回顾

2020年9月共22个交易日，受外围不确定性上升和创业板炒作回落的拖累，A股市场出现大幅回调。外围方面，美股的大幅下跌给A股带来了比较大的下行压力，此外中印之间的分歧在9月初出现进一步升级的苗头，A股市场也因此受到了一定负面影响。另一方面，创业板新规落地带来的短期炒作分散了市场的活跃资金，也影响了A股市场的整体走势节奏。9月行业板块大多数下跌，其中休闲服务和电气设备领涨，综合和农林牧渔领跌。

股指期货方面，三大期指9月集体下跌，IF2010合约下跌4.93%，IH2010合约下跌3.84%，IC2010合约下跌5.83%。9月期指市场成交出现明显回落，持仓保持平稳。

● 后市展望及策略建议

我国8月经济数据整体表现较好。1-8月份，全国固定资产投资同比下降0.3%，降幅比1-7月份收窄1.3%。其中基建和房地产投资增速整体平稳，制造业投资增速改善幅度较大，单月增速由负转正。此外8月份社会消费品零售总额增速年内首次转正，其中可选消费恢复加快。从数据方面来看，我国经济继续维持复苏趋势，而企业盈利的改善将继续支撑A股市场中长期走势。

央行三季度例会于9月25日在北京召开。会议指出，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。相比二季度本次例会删除了“加大宏观政策调节力度”的表述，但提出“综合施策推动综合融资成本明显下降”并指出“当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”。

整体来看，央行未来货币政策保持平稳的概率较大。

目前海外市场对于 A 股阶段性走势影响较大，而美国大选又是其中最重要的影响因素之一。经过首轮美国总统电视辩论后，特朗普民调支持率显著落后，而国庆期间由于其感染新冠肺炎，虽然随后快速恢复，但这仍然使得民调进一步向拜登倾斜。虽然在对华问题上，两党都表现出较为强硬的姿态，但相对于特朗普强烈的贸易保护主义倾向，拜登的立场显得更加缓和。所以目前拜登在选情中领先的情况更加有利于 A 股走强。

陆股通 9 月大幅净流出超 320 亿。随着美股的大幅下滑和外围不确定性依然维持高位，外资出现了短期大幅流出的情况。我国央行决定自 2020 年 10 月 12 日起将外汇风险准备金率从 20% 调降至 0，时隔两年的政策调整反映出央行并不希望人民币持续单边大幅升值的态度。不过我们认为由于我国经济基本面复苏显著好于海外并且未来 A 股在海外指数的纳入比例仍将继续提高，所以外资中长期流入趋势并没有改变。

整体来看，我们认为随着美国大选逐步向拜登倾斜，未来中美关系存在进一步缓和的可能，在此预期下 A 股短期存在继续反弹的基础。不过由于央行货币政策逐步正常化，在企业盈利出现进一步确定性好转的情况之前，A 股暂时还难以摆脱 7 月以来的震荡区间。我们建议投资者前期多单持有，区间操作为主，仅供参考。

● 策略建议

前期多单持有，区间操作为主。

● 风险提示

全球新型肺炎疫情升级、外部风险升温、国内政策大幅调整。

1. 市场回顾

1.1 股票市场

2020年9月共22个交易日，受外围不确定性上升和创业板炒作回落的拖累，A股市场出现大幅回调。外围方面，美股的大幅下跌给A股带来了比较大的下行压力，此外中印之间的分歧在9月初出现进一步升级的苗头，A股市场也因此受到了一定负面影响。另一方面，创业板新规落地带来的短期炒作分散了市场的活跃资金，也影响了A股市场的整体走势节奏。

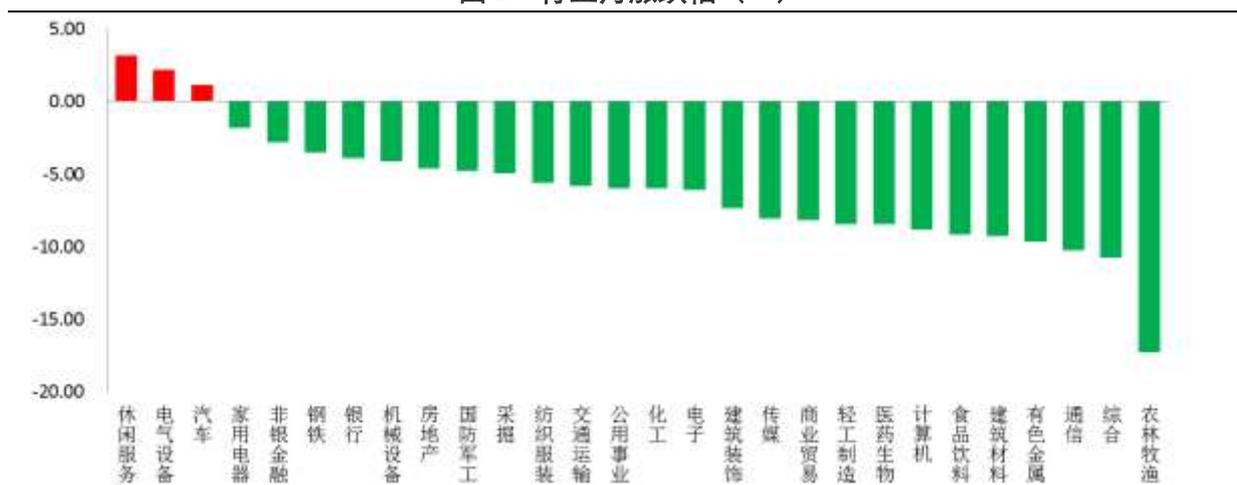
9月行业板块大多数下跌，其中休闲服务和电气设备领涨，综合和农林牧渔领跌。

表 1: A 股主要指数走势

收盘价	上证综指	深证成指	创业板指	上证50	沪深300	中证500
2020/8/31	3395.68	13758.23	2728.31	3343.89	4816.22	6668.43
2020/9/30	3218.05	12907.45	2574.76	3232.42	4587.4	6192.5
月涨跌幅	-5.23%	-6.18%	-5.63%	-3.33%	-4.75%	-7.14%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 1: 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9月集体下跌，IF2010 合约下跌 4.93%，IH2010 合约下跌 3.84%，IC2010 合约下跌 5.83%。期现价差方面，截止9月30日，IF、IH和IC主力合约分别贴水现货 0.7%、0.67%和 0.48%。

9月期指市场成交出现明显回落，持仓保持平稳。IF、IH、IC 9月日均成交 131433 手、49709 手、140392 手，较8月均值分别变动-12.2%、-15%、-8.89%；IF、IH、IC 8月日均持仓量分别为 184483 手、73933 手、222591 手，较8月分别变动 2.3%、-2.6%、3.77%。

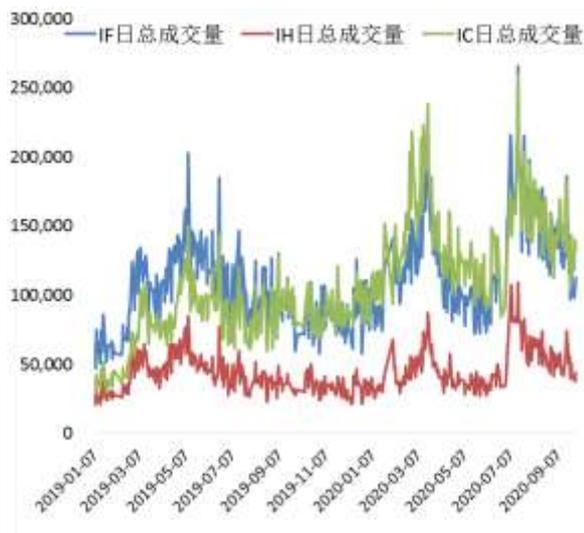
截至 9 月 30 日，IH/IF 主力合约比值为 0.7048，IH/IC 主力合约比值为 0.5209，IF/IC 主力合约比值为 0.7392。

表 2：股指期货 2020 年 9 月 30 日

2020/9/30	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
IF2010.CFE	4,555.4000	4,587.3953	32.00	0.70%	2020-10-16	6	28.13%
IF2011.CFE	4,526.4000	4,587.3953	61.00	1.33%	2020-11-20	31	10.38%
IF2012.CFE	4,499.2000	4,587.3953	88.20	1.92%	2020-12-18	51	9.12%
IF2103.CFE	4,462.0000	4,587.3953	125.40	2.73%	2021-03-19	110	6.01%
IH2010.CFE	3,210.6000	3,232.4183	21.82	0.67%	2020-10-16	6	27.22%
IH2011.CFE	3,199.8000	3,232.4183	32.62	1.01%	2020-11-20	31	7.88%
IH2012.CFE	3,178.0000	3,232.4183	54.42	1.68%	2020-12-18	51	7.99%
IH2103.CFE	3,158.0000	3,232.4183	74.42	2.30%	2021-03-19	110	5.06%
IC2010.CFE	6,163.0000	6,192.5045	29.50	0.48%	2020-10-16	6	19.22%
IC2011.CFE	6,080.6000	6,192.5045	111.90	1.81%	2020-11-20	31	14.11%
IC2012.CFE	6,007.8000	6,192.5045	184.70	2.98%	2020-12-18	51	14.15%
IC2103.CFE	5,829.0000	6,192.5045	363.50	5.87%	2021-03-19	110	12.91%

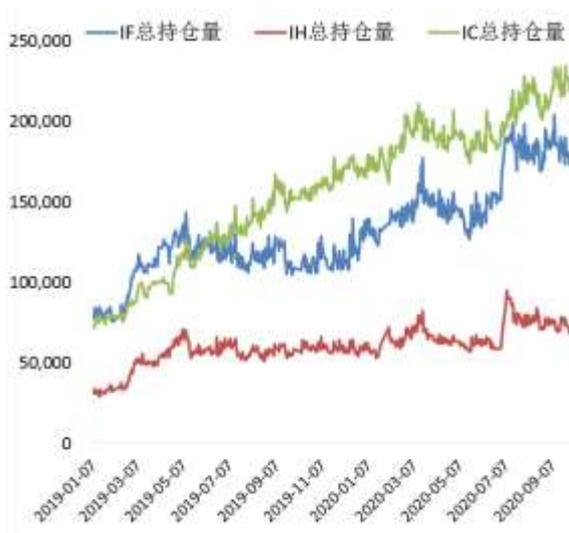
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：股指期货成交量



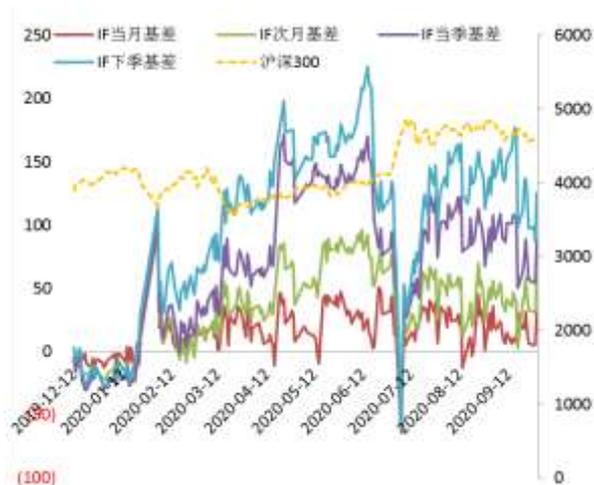
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：股指期货持仓量



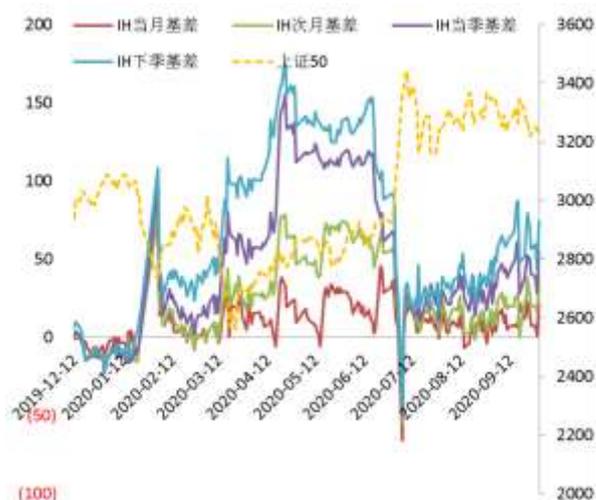
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: IF 各合约期现基差走势



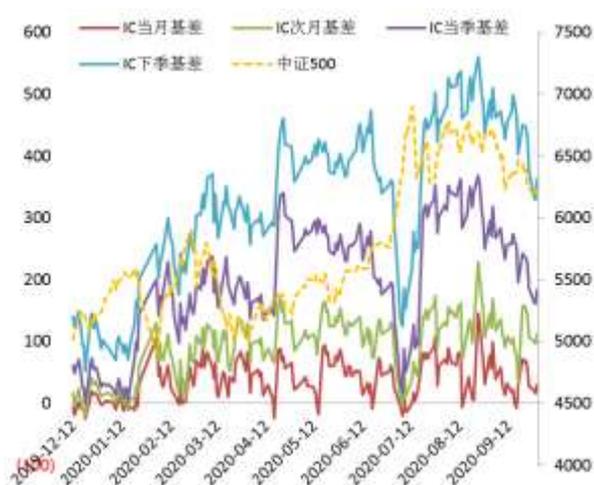
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: IH 各合约期现基差走势



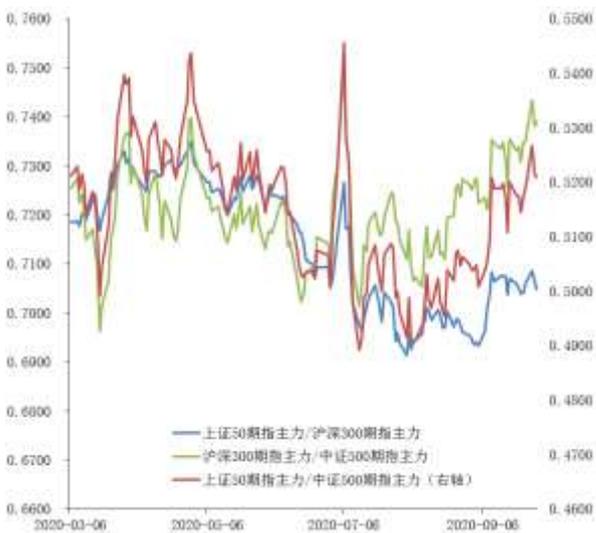
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IC 各合约期现基差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 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

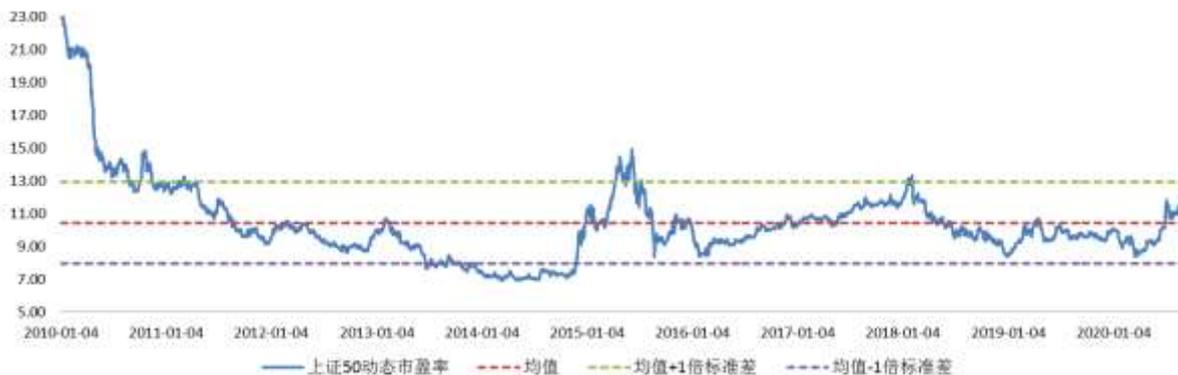
目前沪深 300 和上证 50 市盈率均涨至历史均值之上。对比 2010 年至今的动态市盈率数据, 9 月底沪深 300 处于历史分位水平的 83%, 上证 50 处于 82%, 中证 500 处于 53%。

图 8、9、10：三大指数估值水平

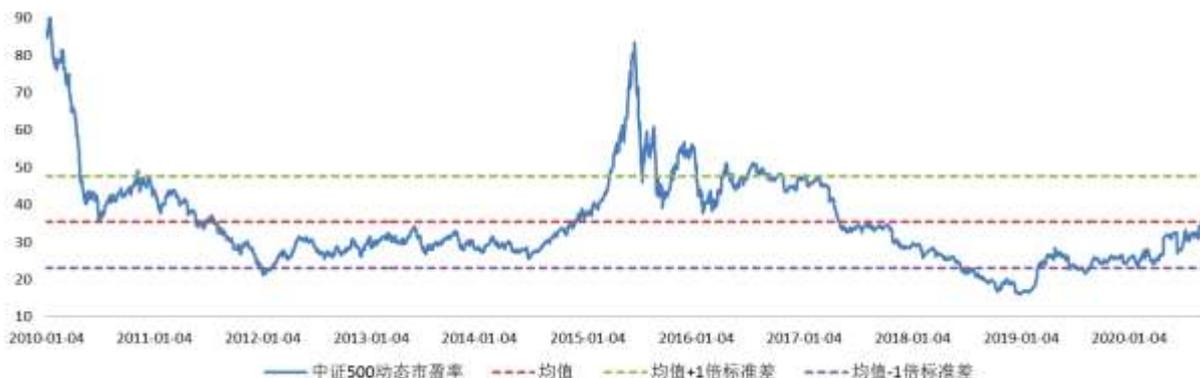
沪深300动态市盈率



上证50动态市盈率



中证500动态市盈率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

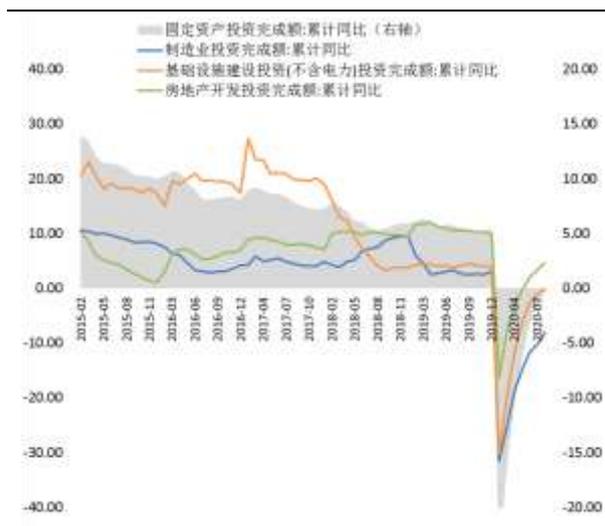
我国 8 月经济数据整体表现较好。1-8 月份，全国固定资产投资同比下降 0.3%，降幅比 1-7 月份收窄 1.3%。其中基建和房地产投资增速整体平稳，制造业投资增速改善幅度较大，单月增速由负转正。此外 8 月份社会消费品零售总额增速年内首次转正，其中可选消费恢复加快。从数据方面来看，我国经济继续维持复苏趋势，而企业盈利的改善将继续支撑 A 股市场中长期走势。

央行三季度例会于 9 月 25 日在北京召开。会议指出，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。相比二季度本次例会删除了“加大宏观政策调节力度”的表述，但提出“综合施策推动综合融资成本明显下降”并指出“当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”。整体来看，央行未来货币政策保持平稳的概率较大。

我国 9 月制造业 PMI 为 51.5%，环比上升 0.5 个百分点，连续 7 个月位于荣枯线以上。数据显示订单、生产、库存同时改善，其中大型企业继续回升，小型企业出现改善、升至景气区间。整体来看我国经济仍在持续复苏中。

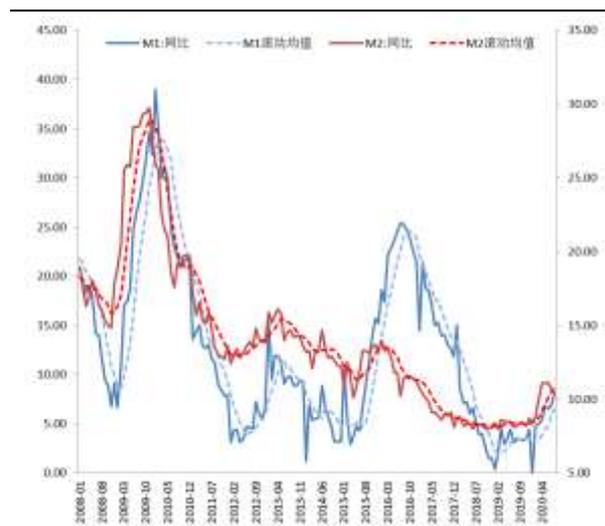
陆股通 9 月大幅净流出超 320 亿。随着美股的大幅下滑和外围不确定性依然维持高位，外资出现了短期大幅流出的情况。我国央行决定自 2020 年 10 月 12 日起将外汇风险准备金率从 20% 调降至 0，时隔两年的政策调整反映出央行并不希望人民币持续单边大幅升值的态度。不过我们认为由于我国经济基本面复苏显著好于海外并且未来 A 股在海外指数的纳入比例仍将提高，所以外资中长期流入趋势并没有改变。

图 11: 固定资产投资



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: M1、M2 同比



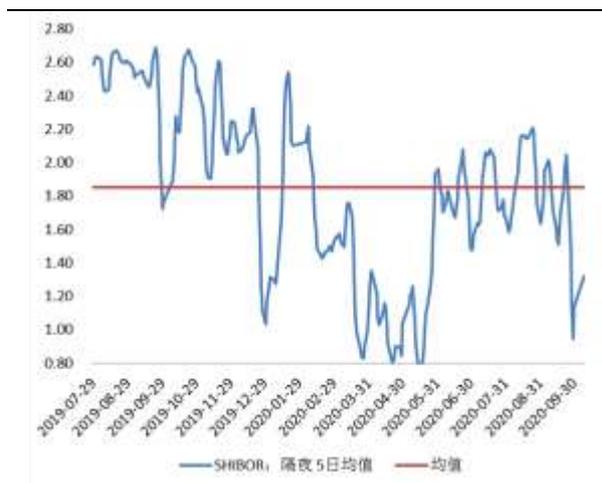
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: PMI



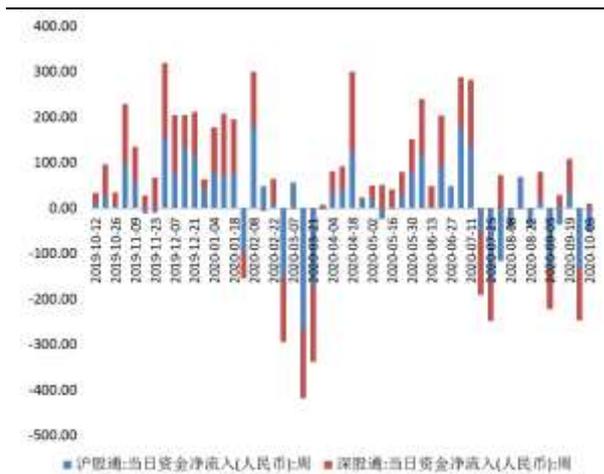
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 短期 SHIBOR 走势



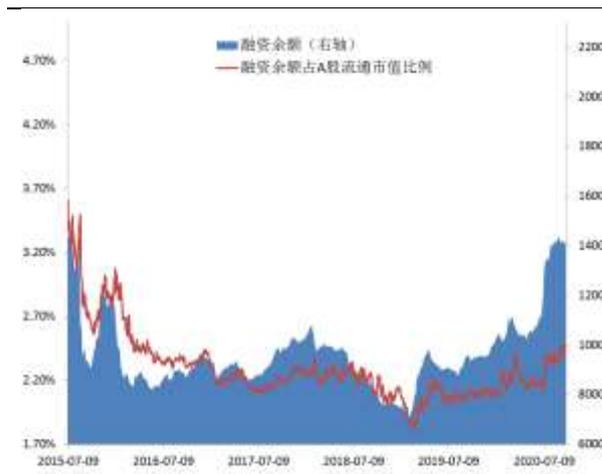
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 沪港通深股通资金流向 (周)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 融资余额

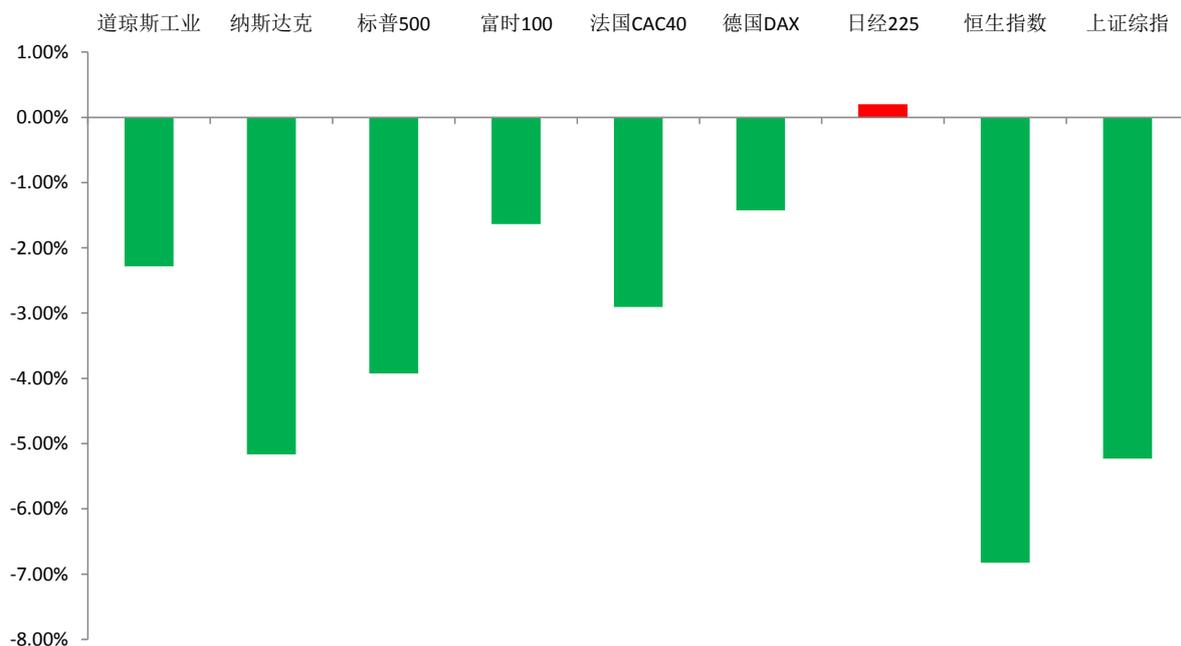


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 其他市场走势

9月海外市场普遍下跌。美国方面，9月道指跌2.28%，标普500指数跌3.92%，纳指跌5.16%，三大股指结束连续五个月的上涨走势。三季度，道指涨7.63%，标普500指数涨8.47%，纳指涨11.02%。欧洲方面，9月德国DAX指数月跌1.43%，三季度涨3.65%；法国CAC40指数月跌2.91%，三季度跌2.69%；英国富时100指数月跌1.63%，三季度跌4.92%。

图 17：其他市场走势 (%)



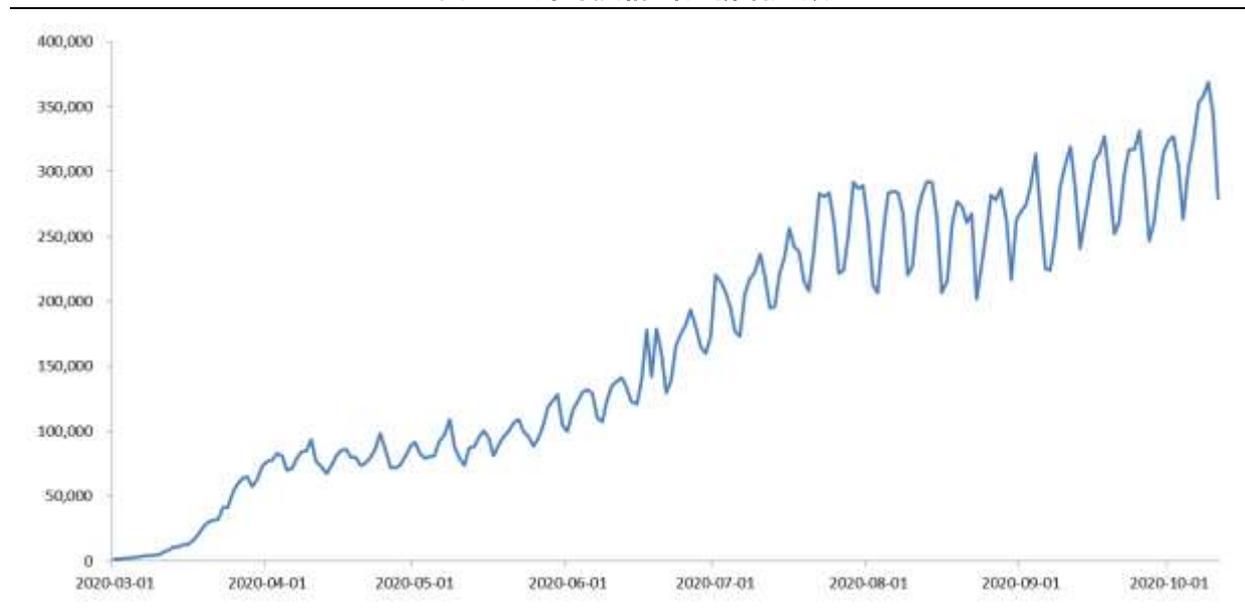
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 海外疫情二次冲击，美股大幅下跌

世卫组织网站最新数据显示，截至欧洲中部时间10月9日15时36分（北京时间21时36分），全球确诊病例达到36361054例；死亡病例达到1056186例。目前欧美正遭到新冠疫情的二次冲击，当日新增确诊屡创新高，欧洲部分地区重启封锁。

今年随着外资流入速度的进一步加快和外资成交占比的持续上升，中美股市之间的联动性显著加强。而美股方面9月大幅下跌并结束连续五个月的上涨走势，给A股市场带来了较大的调整压力。A股方面短期固然会受到美股见顶调整带来的情绪影响，但由于双方市场基本面有着本质区别，在外盘不出现崩盘的情况下，我们预计海外市场下跌带来的负面影响的持续时间和深度都会相对有限。

图 18: 海外疫情当日新增人数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 总结与展望

整体来看,我们认为随着美国大选逐步向拜登倾斜,未来中美关系存在进一步缓和的可能,在此预期下 A 股短期存在继续反弹的基础。不过由于央行货币政策逐步正常化,在企业盈利出现进一步确定性好转的情况之前, A 股暂时还难以摆脱 7 月以来的震荡区间。我们建议投资者前期多单持有,区间操作为主,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。