

兴证期货·研发产品系列

面对股市，仍有期待

2022年10月10日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

邮箱：

yangna@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 行情回顾

多市场出现回调。9月份，A股、港股和全球股票都出现明显回调。截至9月28日，9月上证指数下跌5.55%，连续三个月下跌，累计跌幅11.24%。沪深300指数下跌6.72%；上证50指数下跌5.49%；中证500指数下跌7.18%，中证1000指数下跌9.27%。除此之外，外围市场在9月期间持续回落，道琼斯指数下跌8.84%，纳斯达克指数回落10.5%，标普指数回落9.34%，恒生指数回落13.69%。

### ● 后市展望

后疫情时代，无症状与确诊病例出现回落迹象。9月新增5500例，较8月新增数据回落一倍以上。治愈数据亦在持续增加，9月新增治愈病例1万例，为4个月以来最高值。9月29日国务院联防联控机制新闻发布会介绍做好国庆期间疫情防控有关情况。特别强调国庆假期是民众参与文化活动和外出旅游的高峰期，做好四项工作。对于阶段性进展，国家卫健委此前表示，前期疫情较重的重点省份取得疫情防控的阶段性成效，个别省份的部分地市疫情仍在发展中。海南和新疆疫情防控成效显著，新增报告感染者数持续下降，疫情进入扫尾阶段。西藏疫情整体呈现向稳态势，每日新增报告感染者数量及波及范围有所下降，风险总体可控，但每日新增感染者人数仍处高位，疫情形势依然严峻。

国内经济呈现弱复苏态势。9月经济较8月继续维持弱复苏状态。我国9月PMI为50.1%，连续两个月回升，且重新站回荣枯线上方。主要系生产回升（PMI生产为51.5%，较上月增加1.7个百分点）带动产成品库存上升的主动补库存（产成品库存9月收47.3%，较上月增加2.1个百分点），主动补库存也意味着市场预期开始转暖。8月工业增加值较7月仍有回升，但行业分化较为明显，其中汽车制造业、电气机械与器材、设备修理业和金属制品等行业较前期有较大增幅，医药家居等传统行业走弱。虽然量在增加，但受困于需求限制，累计利润同比连续两个月小于0。从分项数据看，营业收入同比增速放缓，利润减少主要为营业成本增加和管理费用增加，但销售费用同比和财务费用同比都有不同程度减少。投资方面，8月制造业和基建投资都略有恢复，房地产投资累计同比减少幅度收窄，螺纹钢和水泥价格均有不同程度上

升。

由于整个中国经济短期看房地产，长期看整个制造业升级。房地产整条链条均有回落，但在“保交楼”政策目标下，专项款借款进入落实阶段，已出售但逾期未交房的项目仍在继续施工，叠加气温回落施工条件好转，地产施工进度加快，9月房地产竣工面积同比增速继续收窄。从量的角度看，虽然低频数据新开工面积、施工面积、竣工面积和销售面积同比增速均有不同程度回落，尤其新开工面积同比增速接近20年疫情时历史极低水平。但高频数据有回暖迹象，“保交楼、稳民生”政策看出，地产对经济拖累可能出现拐点，地产预期有望恢复稳定，从房价角度看，一线城市房价较为坚挺，房价整体回落，越是下沉区域房价回落越厉害。从政策看，9月29日央行和银保监会发布通知决定阶段性调整差别化住房信贷政策后，再度出台两个新政。央行下调首套个人住房公积金0.15个百分点，后续5年期LPR仍有下调空间。但房地产整体违约风险仍存。

随着疫情有控制迹象，消费回升较为明显。中美经济周期错位下，美国加息周期预期年内仍在持续，相对应国内伴随疫情逐步得到控制，消费有回升迹象。社会消费品零售总额连续三个月同比为正，已经从底部回升至近四年来中枢水平，其中中西药、文化办公类、石油类和汽车类同比强势回升。

政策层面看，地产政策发力难以挽救颓势，货币政策发力有限。一方面地产政策在持续宽松，多地房贷利率下调，二手房置换改善房免缴个税，多地出台并落实房地产纾困政策，另一方面国内流动性依然处于宽松状态，货币政策发力有限。

从股市基本面看，企业的生产处于量增利润减阶段。一方面，企业生产增加，产量快速提高。另一方面，由于成本提高而导致企业利润减少。一般而言，A股存在盈利周期，一轮完整的盈利周期为3~3.5年，即一个完整的库存周期。过去十年共计有三轮库存周期，目前从利润变动情况看，企业盈利高点回落过程接近底部位置，预期在需求逐渐恢复的过程中，利润可能会有所改善。

国内经济呈现弱复苏态势。9月经济较8月继续维持弱复苏状态，市场出现主动补库存迹象，意味着市场预期开始转暖，8月工业增加值较7月仍有回升，但行业分化明显。地产政策发力但仍存较大风险，货币政策发力有限。疫情有控制迹象，消费回升明显，企业处于量增利润减少阶段，资金层面看依然处于偏冷淡阶段，整体看，宏观层面经济弱复苏启动，企业层面，主动生产已经启动，伴随着需求的逐渐转暖，利润或得以修复。预期短期位于底部区间。

## ● 风险提示

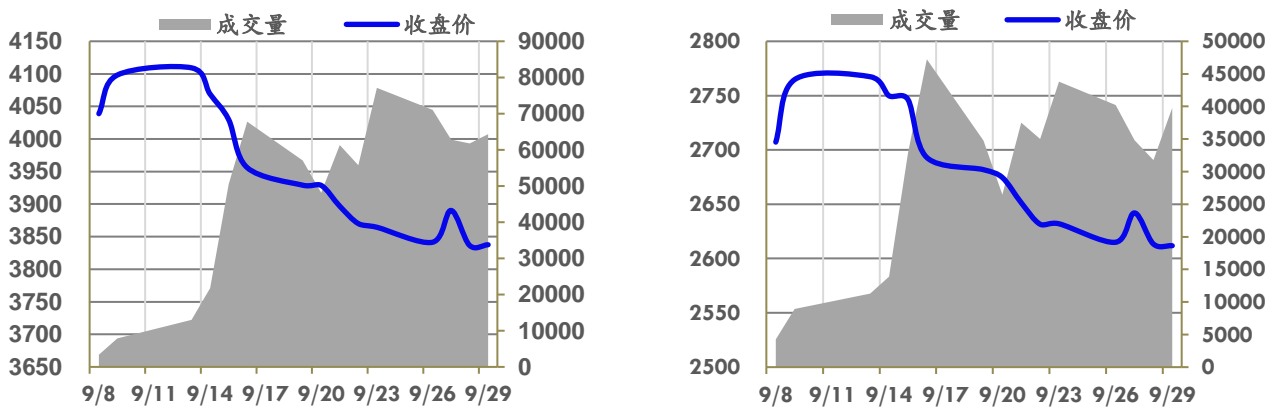
暂无。

## 1. 行情回顾

多市场出现回调。9月份，A股、港股和全球股票都出现明显回调。截至9月28日，9月上证指数下跌5.55%，连续三个月下跌，累计跌幅11.24%。沪深300指数下跌6.72%；上证50指数下跌5.49%；中证500指数下跌7.18%，中证1000指数下跌9.27%。除此之外，外围市场在9月期间持续回落，道琼斯指数下跌8.84%，纳斯达克指数回落10.5%，标普指数回落9.34%，恒生指数回落13.69%。

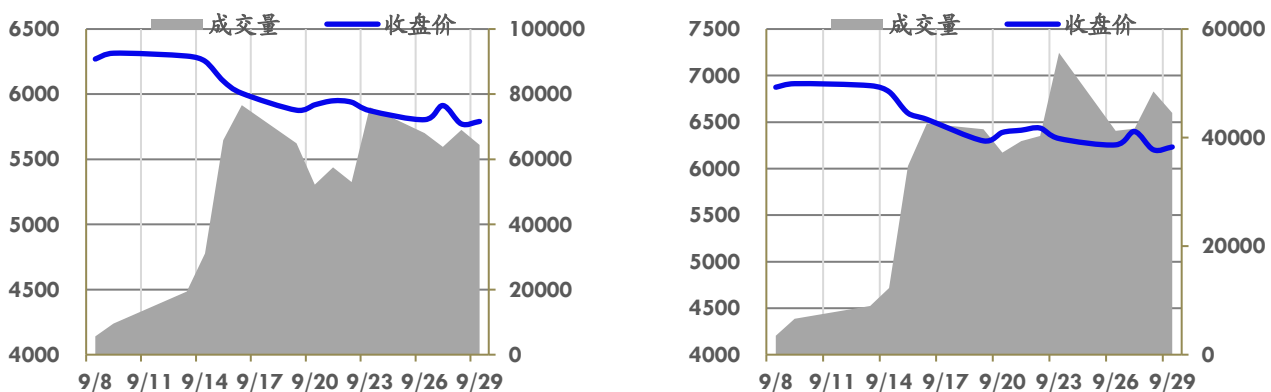
指数回调主要原因：第一，俄乌冲突及其后出现北溪管道被炸事件推升能源和农产品价格，进而从成本端推升通胀；第二，美联储加息缩表引起全球加息缩表，美联储连续5次加息300点，带来全球性加息周期与流动性收紧存在部分影响；第三，后疫情时代，整体经济仍然受到防控与检测的影响；第四，临近十一国庆长假，避险需求拉低指数价格。

图表 1: IF 及 IH 当月合约成交情况



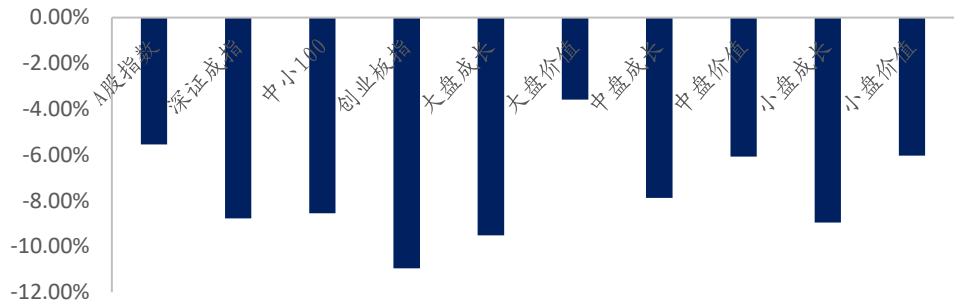
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 2: IC 及 IM 当月合约成交情况



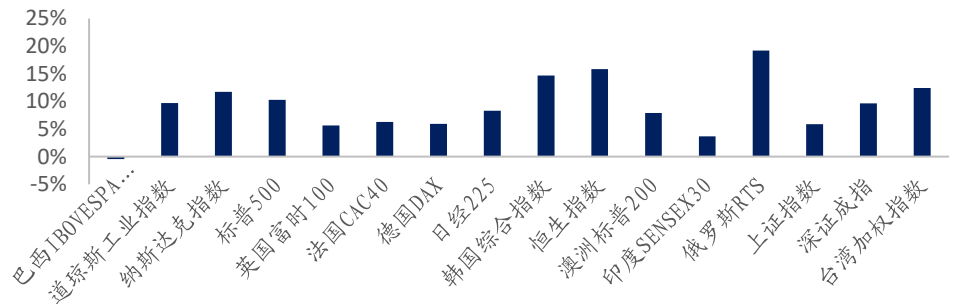
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 3: 国内股市指数涨跌幅 (%)



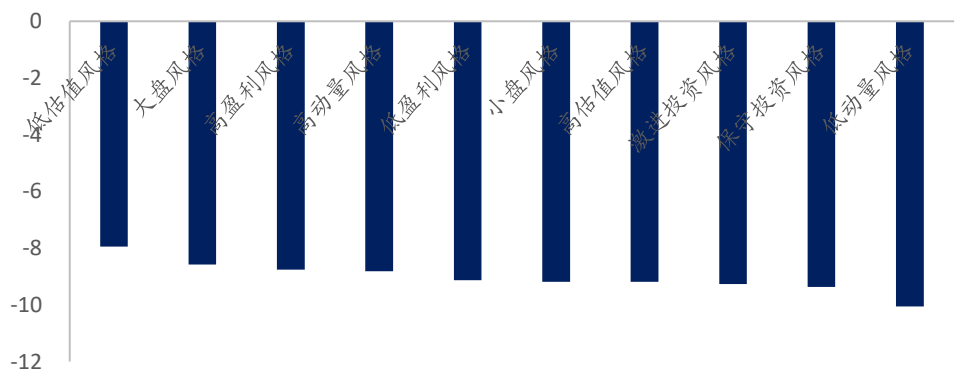
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 4: 全球股票指数周度涨跌幅 (%)



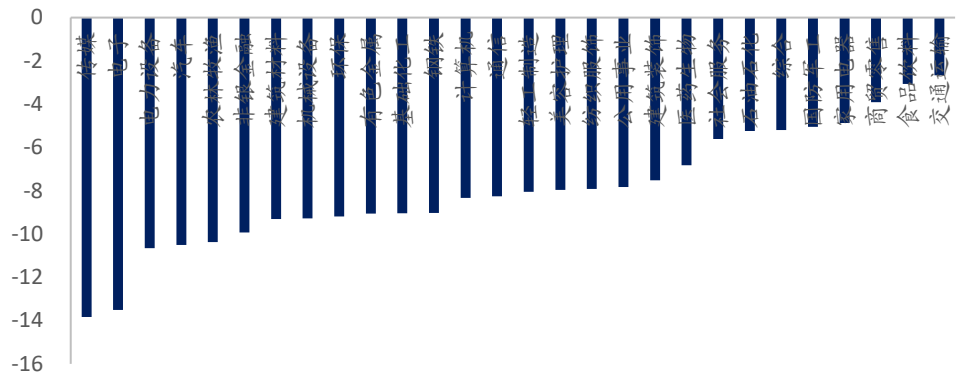
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 风格指数涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 6: 行业涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 宏观经济与市场基本面

**后疫情时代，无症状与确诊病例出现回落迹象。**9月新增 5500 例，较 8 月新增数据回落一倍以上。治愈数据亦在持续增加，9 月新增治愈病例 1 万例，为 4 个月以来最高值。9 月 29 日国务院联防联控机制新闻发布会介绍做好国庆期间疫情防控有关情况。特别强调国庆假期是民众参与文化活动和外出旅游的高峰期，做好四项工作。对于阶段性进展，国家卫健委此前表示，前期疫情较重的重点省份取得疫情防控的阶段性成效，个别省份的部分地市疫情仍在发展中。海南和新疆疫情防控成效显著，新增报告感染者数持续下降，疫情进入扫尾阶段。西藏疫情整体呈现向稳态势，每日新增报告感染者数量及波及范围有所下降，风险总体可控，但每日新增感染者人数仍处高位，疫情形势依然严峻。

**国内经济呈现弱复苏态势。**9 月经济较 8 月继续维持弱复苏状态。我国 9 月 PMI 为 50.1%，连续两个月回升，且重新站回荣枯线上方。主要系生产回升（PMI 生产为 51.5%，较上月增加 1.7 个百分点）带动产成品库存上升的主动补库存（产成品库存 9 月收 47.3%，较上月增加 2.1 个百分点），主动补库存也意味着市场预期开始转暖。8 月工业增加值较 7 月仍有回升，但行业分化较为明显，其中汽车制造业、电气机械与器材、设备修理业和金属制品等行业较前期有较大增幅，医药家居等传统行业走弱。虽然量在增加，但受困于需求限制，累计利润同比连续两个月小于 0。从分项数据看，营业收入同比增速放缓，利润减少主要为营业成本增加和管理费用增加，但销售费用同比和财务费用同比都有不同程度减少。投资方面，8 月制造业和基建投资都略有恢复，房地产投资累计同比减少幅度收窄，螺纹钢和水泥价格均有不同程度上升。

由于整个中国经济短期看房地产，长期看整个制造业升级。房地产整条链条均有回落，但在“保交楼”政策目标下，专项款借款进入落实阶段，已



出售但逾期未交房的项目仍在继续施工，叠加气温回落施工条件好转，地产施工进度加快，9月房地产竣工面积同比增速继续收窄。从量的角度看，虽然低频数据新开工面积、施工面积、竣工面积和销售面积同比增速均有不同程度回落，尤其新开工面积同比增速接近20年疫情时历史极低水平。但高频数据有回暖迹象，“保交楼、稳民生”政策看出，地产对经济拖累可能出现拐点，地产预期有望恢复稳定，从房价角度看，一线城市房价较为坚挺，房价整体回落，越是下沉区域房价回落越厉害。从政策看，9月29日央行和银保监会发布通知决定阶段性调整差别化住房信贷政策后，再度出台两个新政。央行下调首套个人住房公积金0.15个百分点，后续5年期LPR仍有下调空间。但房地产整体违约风险仍存。

**随着疫情有控制迹象，消费回升较为明显。**中美经济周期错位下，美国加息周期预期年内仍在持续，相对应国内伴随疫情逐步得到控制，消费有回升迹象。社会消费品零售总额连续三个月同比为正，已经从底部回升至近四年来中枢水平，其中中西药、文化办公类、石油类和汽车类同比强势回升。

**政策层面看，地产政策发力难以挽救颓势，货币政策发力有限。**一方面地产政策在持续宽松，多地房贷利率下调，二手房置换改善房免缴个税，多地出台并落实房地产纾困政策，另一方面国内流动性依然处于宽松状态，货币政策发力有限。

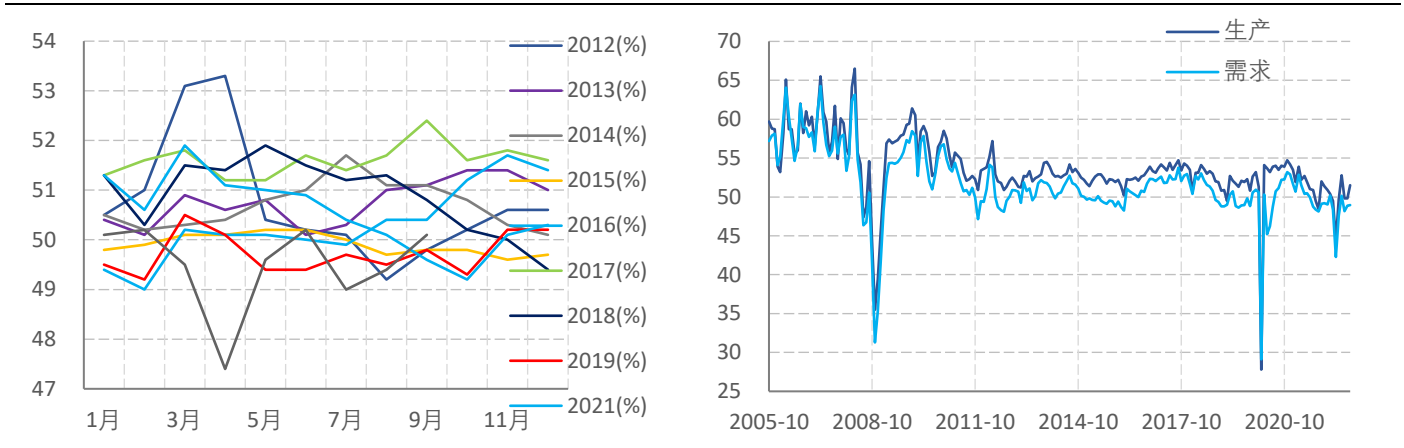
**从股市基本面看，企业的生产处于量增利润减阶段。**一方面，企业生产增加，产量快速提高。另一方面，由于成本提高而导致企业利润减少。一般而言，A股存在盈利周期，一轮完整的盈利周期为3~3.5年，即一个完整的库存周期。过去十年共计有三轮库存周期，目前从利润变动情况看，企业盈利高点回落过程接近底部位置，预期在需求逐渐恢复的过程中，利润可能会有所改善。

图表 7: 新增确诊



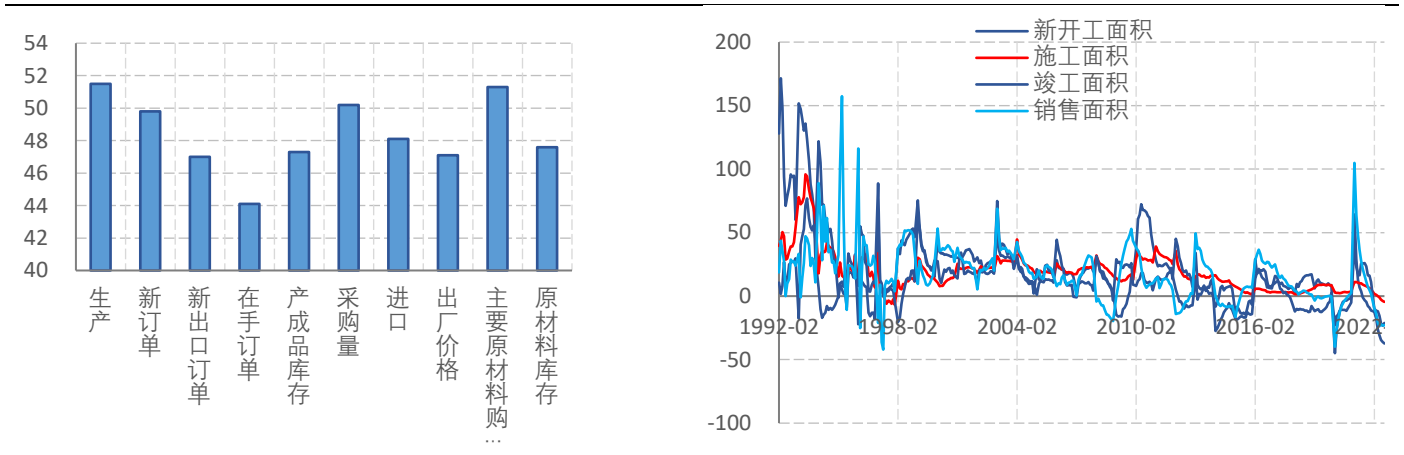
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 8: PMI 与历年 PMI 拆分数据



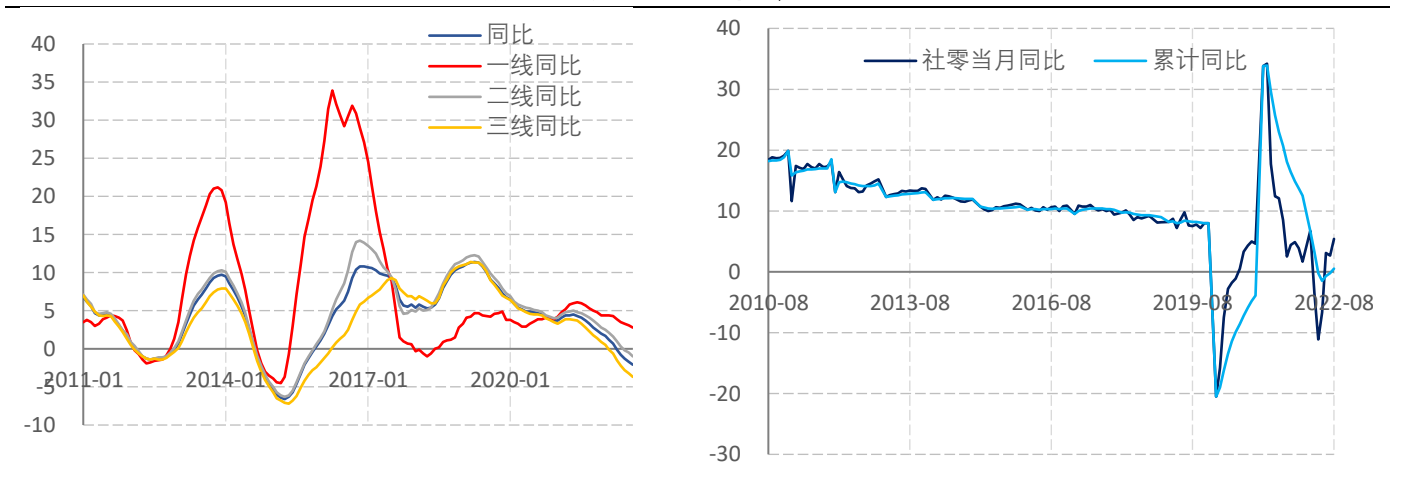
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 9: PMI 分项与地产链分项同比



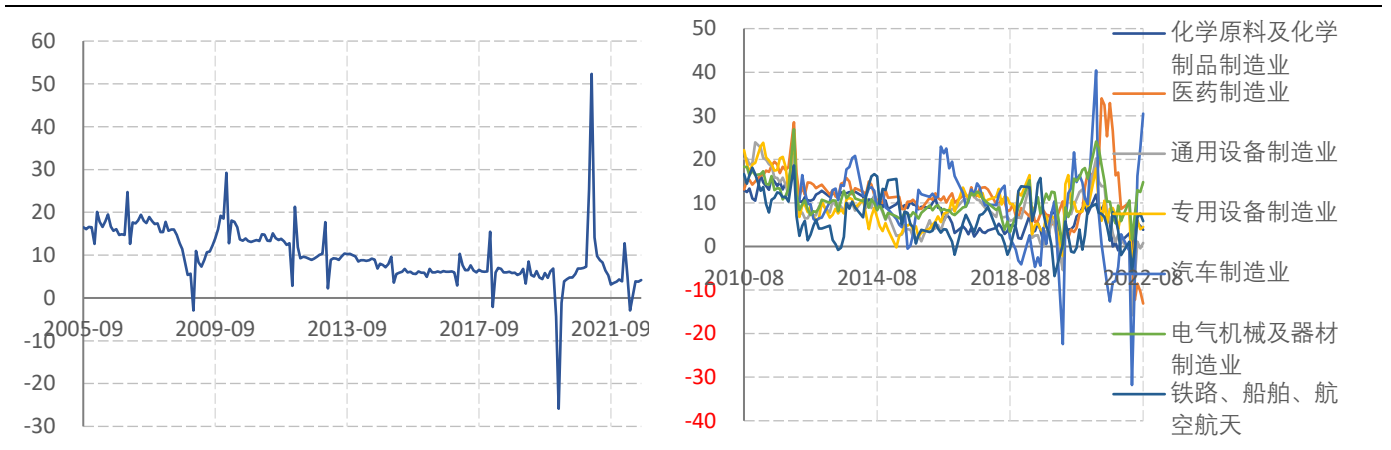
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 10: 房价同比与社零消费



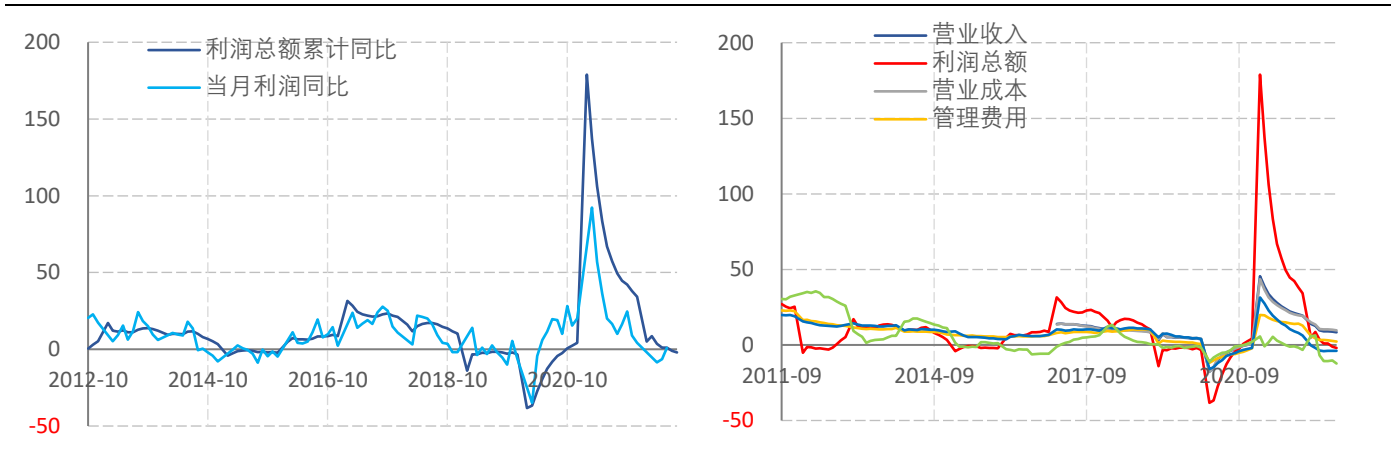
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 工业量及其分项



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 12: 企业利润同比与财务分项



数据来源: wind, 兴证期货研发部

### 3. 政策梳理

工信部提出我国产业集群发展水平加速提升。一方面，伴随产业集群发展水平加速提升，一批高水平的产业载体支撑区域经济发展。另一方面，依托优势开发区、产业园区建设了 445 个国家新型工业化产业示范基地。有竞争力的先进制造业集群正在形成。重点培育的 25 个先进制造业集群主导产业产值近 10 万亿元，集聚了规上企业 2.5 万家。

国常会召开，确定强化交通物流保通畅与相关市场主体纾困政策。会议一方面提出交通物流是市场经济命脉，做好保通畅并强化政策支持，另一方面，全力保障港口、货站等正常运转和主干道、微循环畅通，防止层层加码、一刀切。最后是第四季度，将收费公路货车通行费减免 10%，同时对收费公路经营主体给予定向金融政策支持，适当降低融资成本，政府定价货物港务



费标准降低 20%，用好 1000 亿元交通物流专项再贷款，支持货运企业和司机等纾困。

**央行发布 2022 年人民币国际化报告。**报告显示，我国金融市场开放持续推进，人民币资产对全球投资者保持较高吸引力，证券投资项下人民币跨境收付总体呈现净流入态势。截至 2021 年末，境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产金额合计为 10.83 万亿元，同比增长 20.5%。离岸人民币市场逐步回暖、交易更加活跃。截至 2021 年末，主要离岸市场人民币存款接近 1.50 万亿元。

**银保监会负责人介绍 8 月银行业保险业运行发展情况。**银行保险业总资产稳健增长，实体今年国际有效金融供给持续增加。在“保交楼”方面，国开行向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款。在防风险方面，重点领域风险由快速发散转为明显收敛，金融违法违规行为受到严厉惩治。

## 4. 海外情况

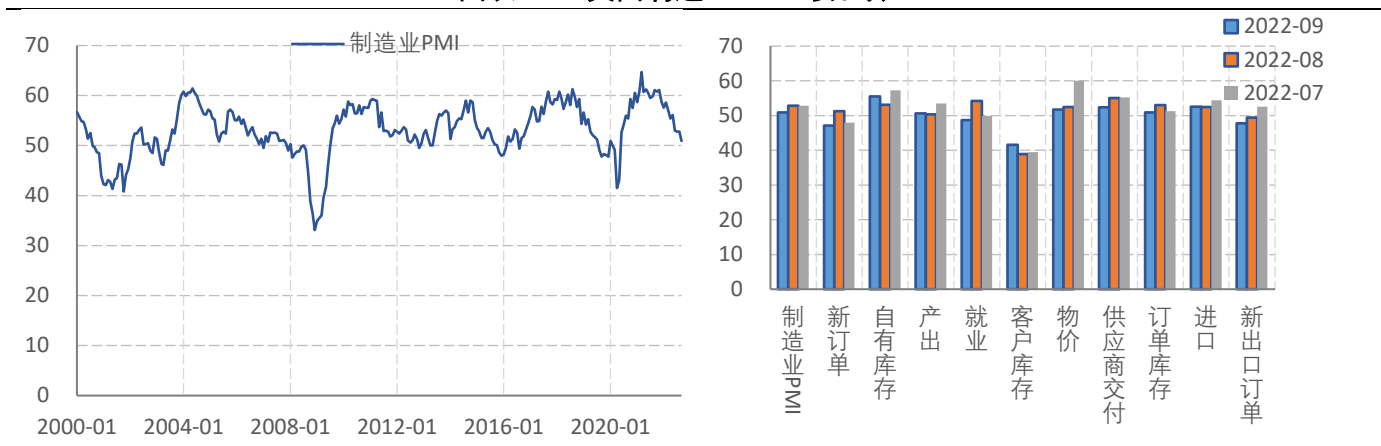
**美联储对金融稳定风险担忧升温。**面对全球金融市场动荡，美联储对金融稳定风险关注度提升，布雷纳德 30 日讲话中，大部分内容涉及全球央行迅速加息可能带来的金融稳定风险。

**瑞士信贷出现破产传闻。**瑞士信贷深陷破产风波，该公司股价 9 月底以来出现暴跌，5 年期信贷违约掉期利差（CDS）则飙升至 2009 年最高水平，接近雷曼兄弟破产以来的最高水平。尽管瑞信 CEO 紧急安抚投资者，表示公司拥有强大的资本基础和流动性状况，但市场仍担心瑞信会成为下一个“雷曼时刻”，引爆新一轮全球性的金融危机。对此，周一美联储临时召开紧急会议，讨论银行可能发生的系统性风险，也推升了市场对于联储对潜在金融风险筹备对策甚至提前转向的预期。

**美国 9 月制造业 PMI 低于预期。**美国 9 月 ISM 制造业 PMI 降至 50.9，明显低于市场普遍预期的 52.4，创 2020 年 5 月份以来新低。值得注意的是，各分项中，新订单指数环比下降 4.2 个百分点至 47.1，降至新冠疫情爆发初期的水平，并跌入收缩区间，显示出美国制造业需求迅速减弱。主要还是伴随加息进程推进。

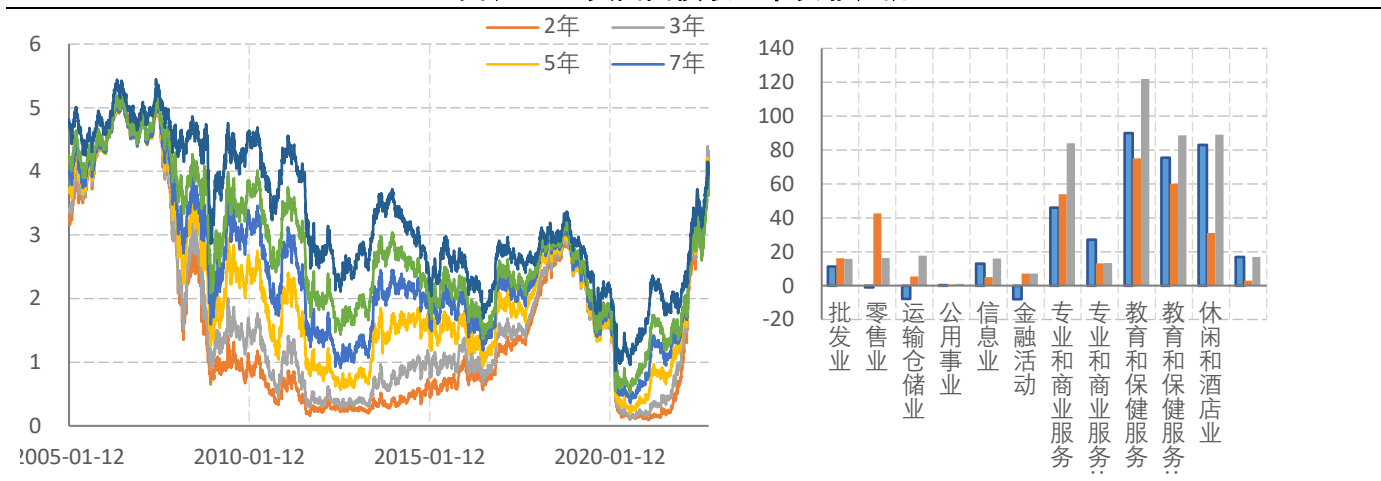
**美国 8 月职位空缺数超预期回落。**美国劳工部的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）公布的数据显示，美国 8 月份职位空缺降幅超过预期，从 7 月的 1120 万减少至 8 月的 1010 万，降至 2021 年 6 月以来的低点，这表明美国劳动力需求尽管仍然强劲，但正在放缓。该数据低于市场普遍预期的 1110 万，释放出美国劳动力市场放缓的信号。

图表 13: 美国制造业 PMI 与分项



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 14: 美国国债收益率及非农就业

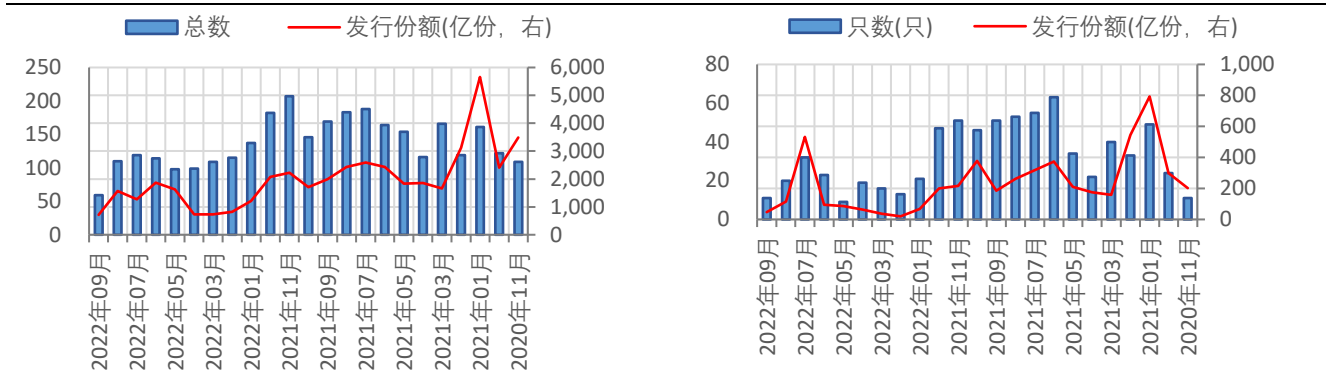


数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 5. 股市资金供需

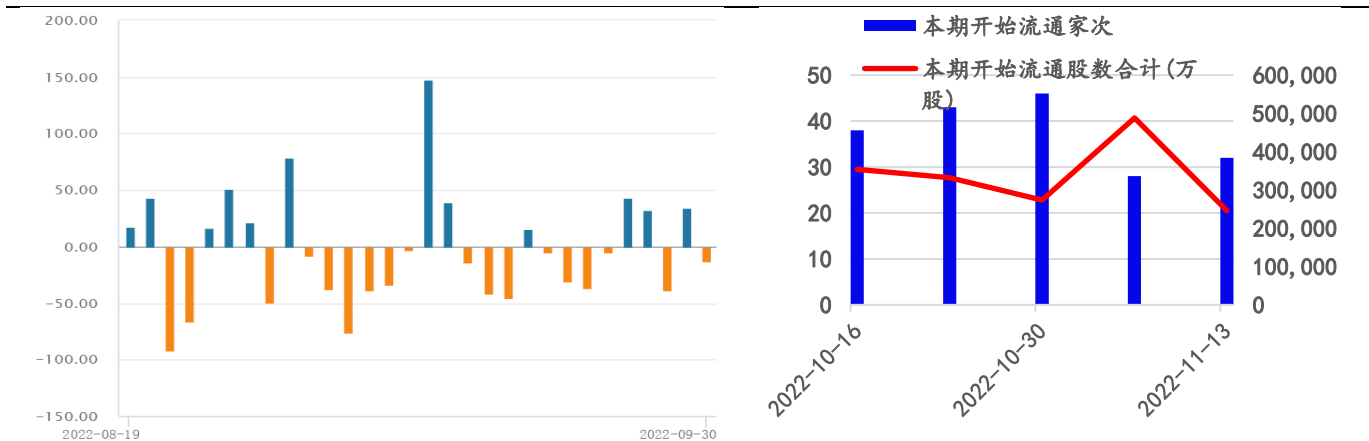
资金需求方面。9 月新发基金总数及份额较之前大幅回落，股票型基金基本回到五月年内低点水平。融资融券余额近期出现回落迹象，两融数据自 8 月高点回落。截至 10 月 9 日，9 月共计新成立基金 59 只，共计发行 12.11 亿份，全市场总计有 10191 只基金，实现资产净值 271032.08 亿元；其中股票型基金发行了 11 只，共计发行 48 亿份，全市场总计有 1940 只股票型基金，实现资产净值 23059.01 亿元；混合型基金发行 20 只，共计发行 127.04 亿份，全市场总计有 4269 只混合型基金，共计发行 55855.3 亿元。9 月 30 日，融资融券余额收 15382.93 亿元，其中融资余额收 14435.63 亿元，短期回落至一年内偏低点水平，融券余额报收 946.73 亿元，也自高点回落，整体看市场情绪冷却明显。

图表 15: 新发基金及新发股票型基金



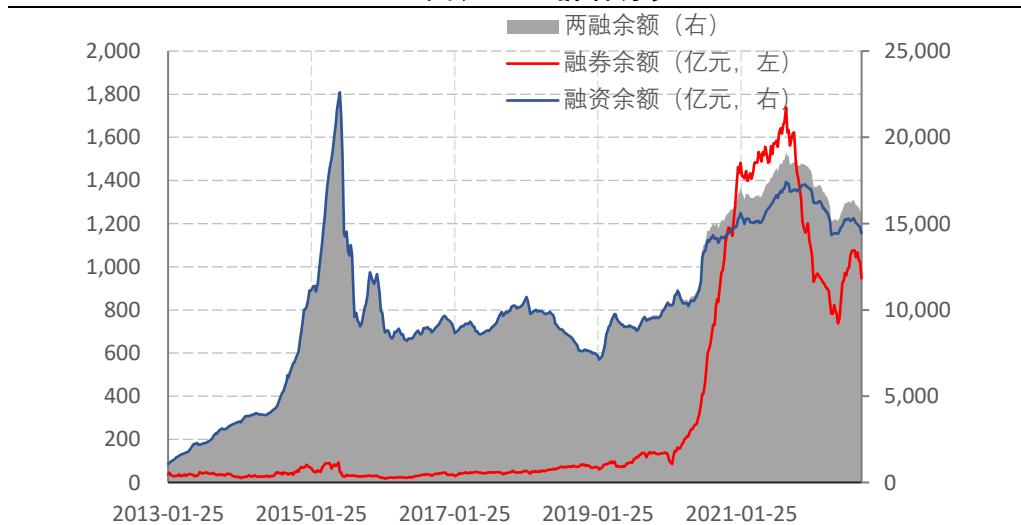
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 16: 陆股通资金及本月限售情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 新增确诊

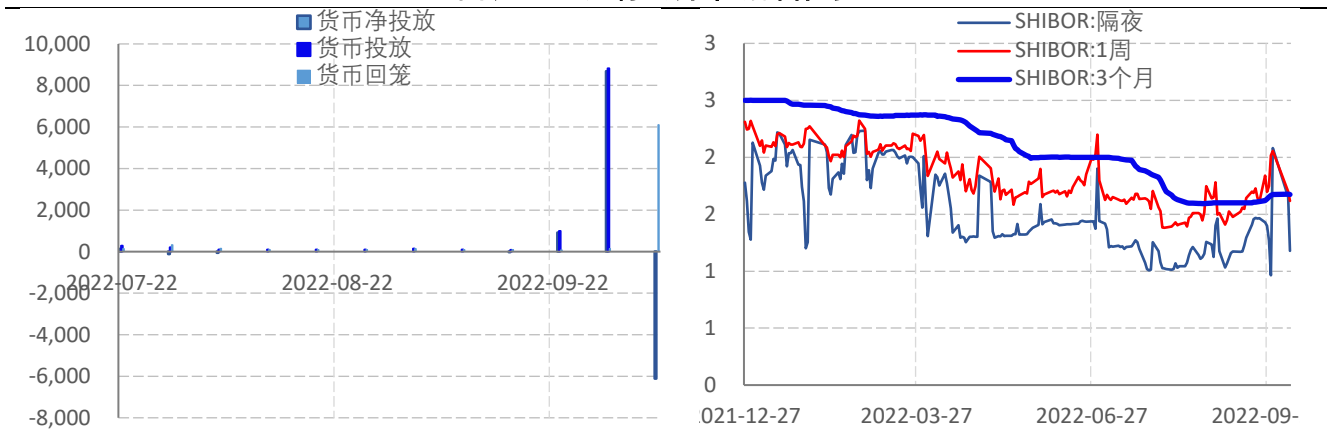


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 6. 流动性

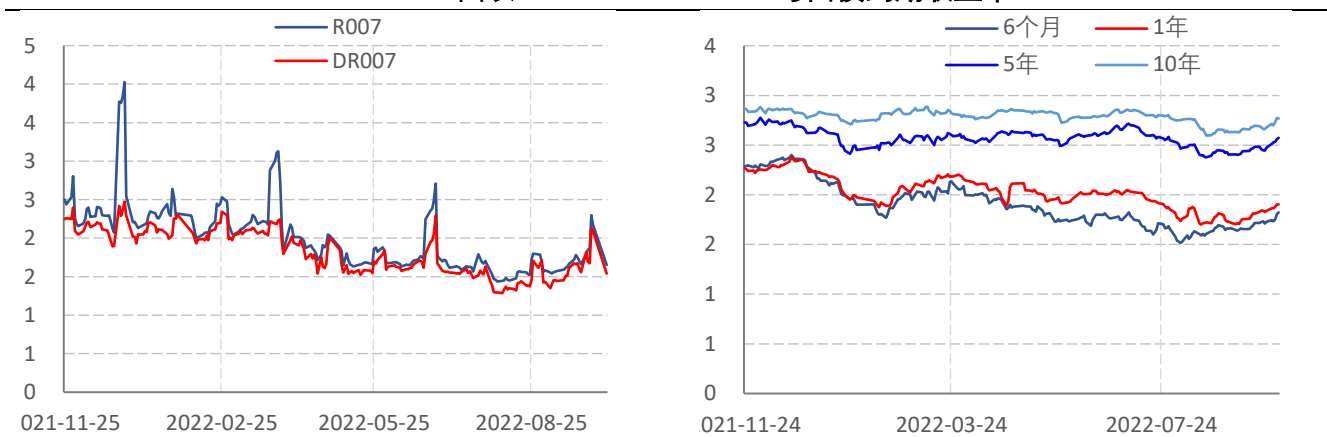
流动性方面，在整个9月公开市场操作上，鉴于年内市场一直在回收货币，9月央行一次性投放9580亿元。利率角度看，利率再度回落，9月央行净投放9580亿元，其中投放10160亿元，回笼580亿元。SHIBOR隔夜利率增加68bp至2.08%，3月SHIBOR利率增加7bp至1.67%。R007和DR007分别报收1.4583%和1.4132%，均位于十年历史偏低位置，虽然国债即期收益率均在中枢位置徘徊，但国债10Y-1Y已经位于十年期历史偏高位置运行。

图表 18：央行公开市场操作与 Shibor



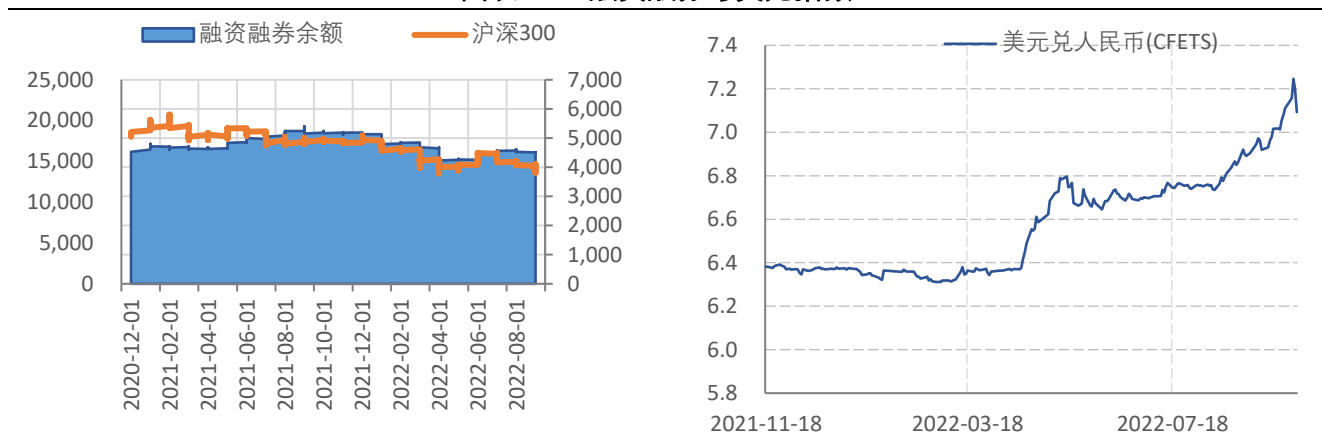
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 19：R007、DR007 与国债到期收益率



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 20: 融资融券与美元指数

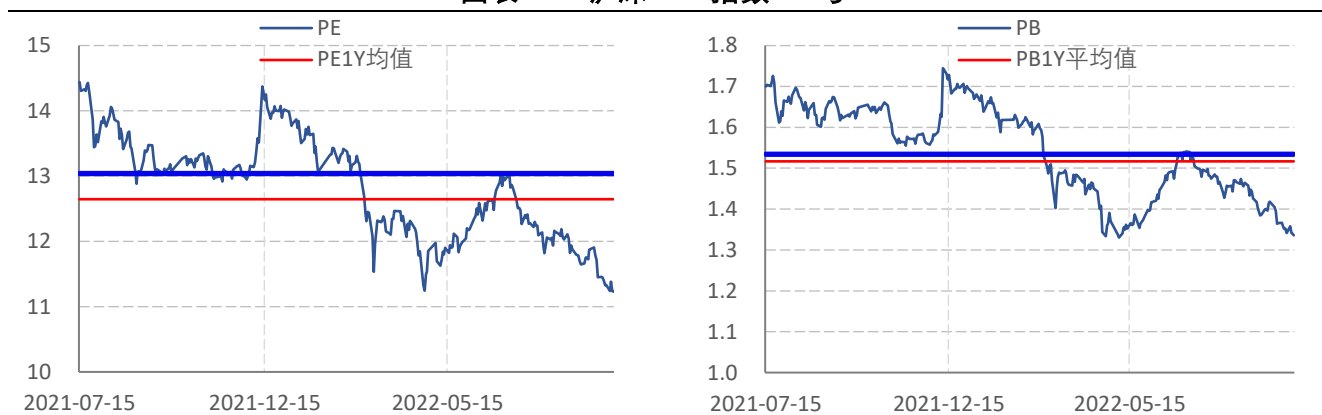


数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 7. 估值情况

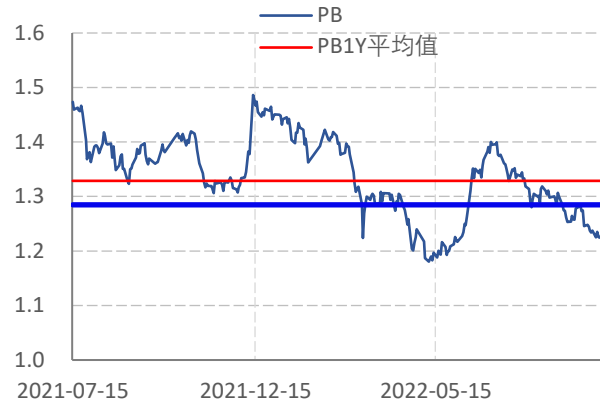
沪深 300 指数 PE 下跌 0.59, 至 11.19, 位于五年期 15.03% 分位数, 十年期 28.95% 分位数; PB 下跌 0.07 至 1.34, 位于五年期 14.07% 分位数, 十年期 12.69% 分位数; 上证 50 指数 PE 下跌 0.39 至 9.36, 位于五年期 14.74% 分位数, 十年期 29.9% 分位数; PB 下跌 0.05 至 1.23, 位于五年期 33.42% 分位数, 十年期 19.53% 分位数; 中证 500 指数 PE 下跌 1.39 至 20.44, 位于五年期 25.6% 分位数, 十年期 7.19% 分位数; PB 下跌 0.11 至 1.58, 位于五年期 10.21% 分位数, 十年期 3.19% 分位数。

图表 21: 沪深 300 指数 PE 与 PB



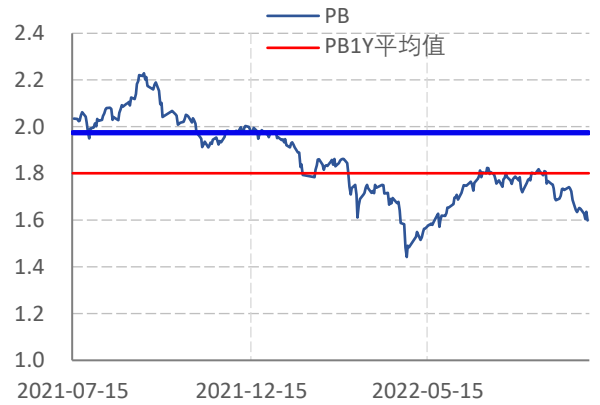
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 22: 上证 50 指数 PE 与 PB



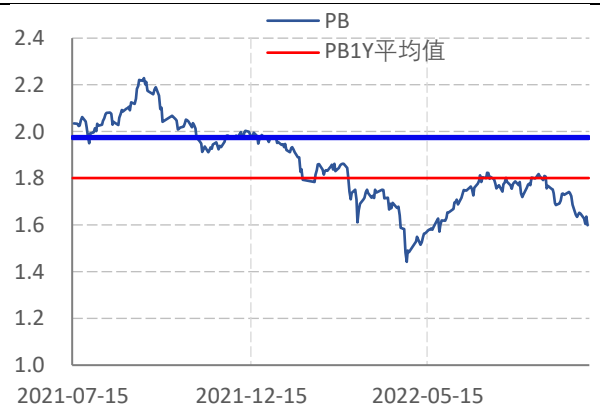
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 23: 中证 500 指数 PE 与 PB



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 24: 中证 1000 指数 PE 与 PB



数据来源: wind, 兴证期货研发部

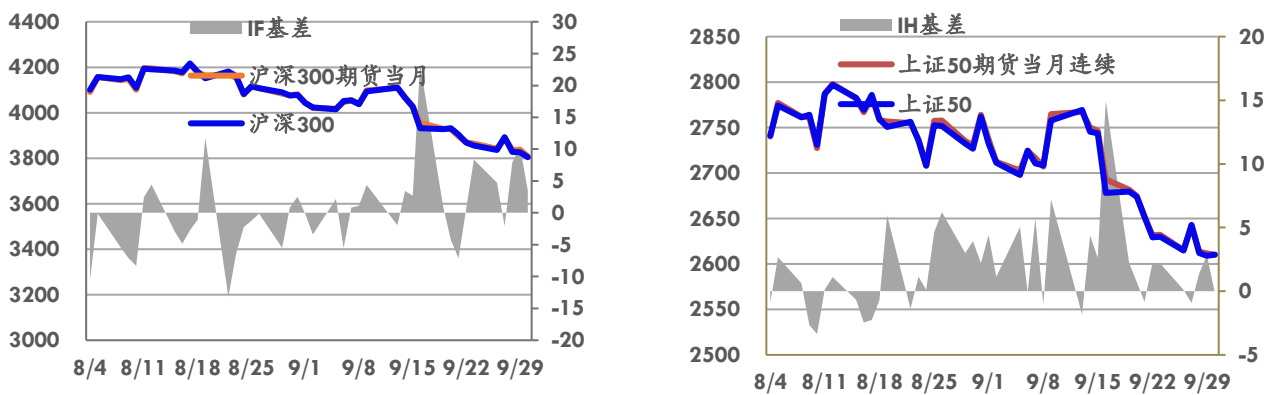


## 8. 基差套利与行业轮动

月内，IF 当月合约基差最大 23.32 最小-7.13；IH 当月合约基差最大 14.97，最小-1.83；IC 合约基差最大 52.7，最小-39.69。

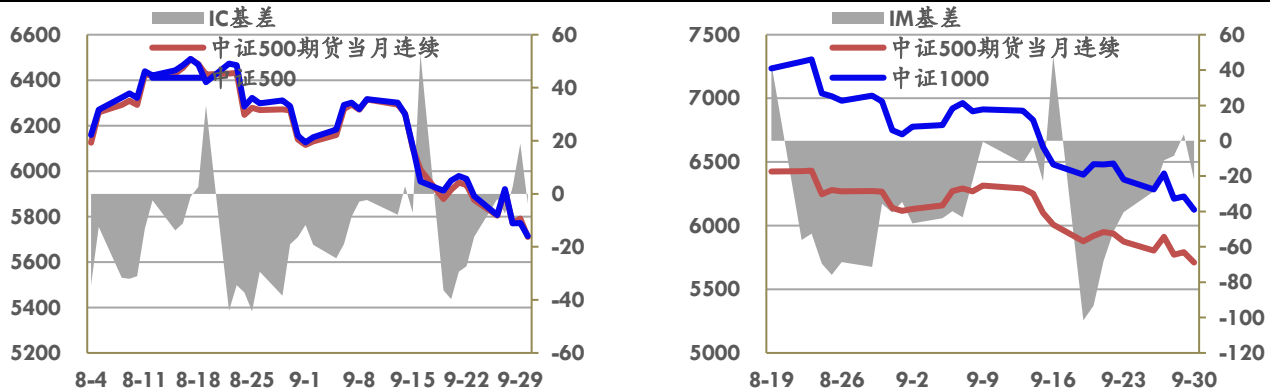
行业轮动角度，9 月仅煤炭行业表现较强，其他行业均弱势运行，传媒、电子与电力设备大幅走弱。整体而言，电信、医药、信息和技术都处于历史相对偏低水平。

图表 25: IF 与 IH 基差



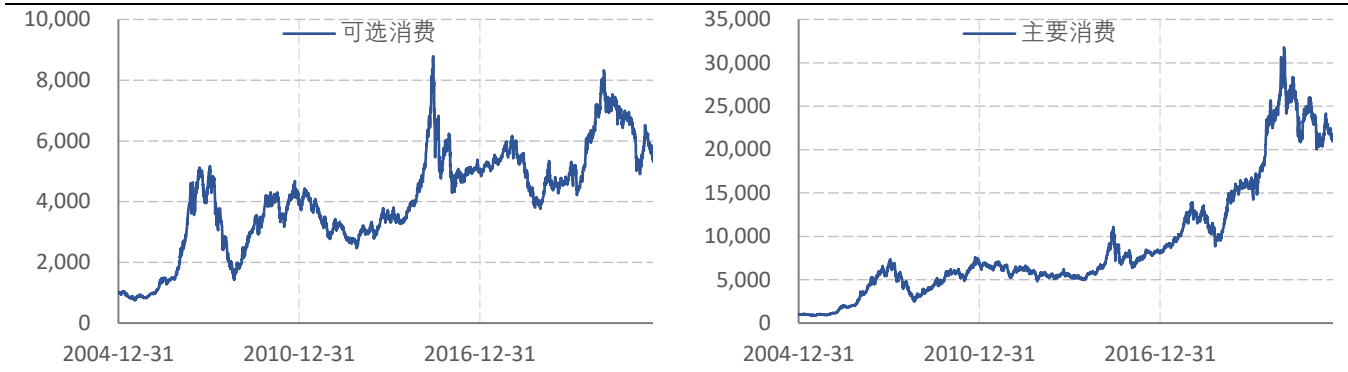
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 26: IC 与 IM 基差



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 27: 行业表现



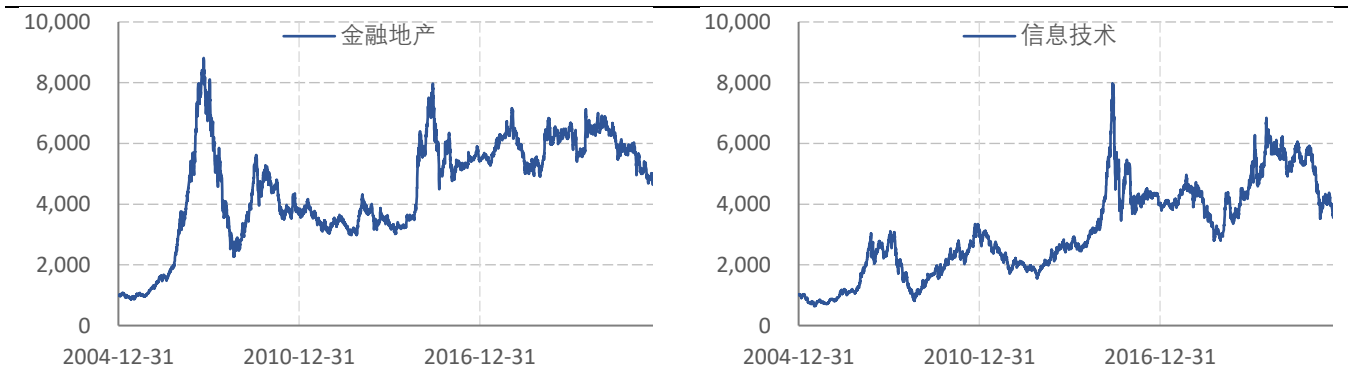
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 28: 行业表现



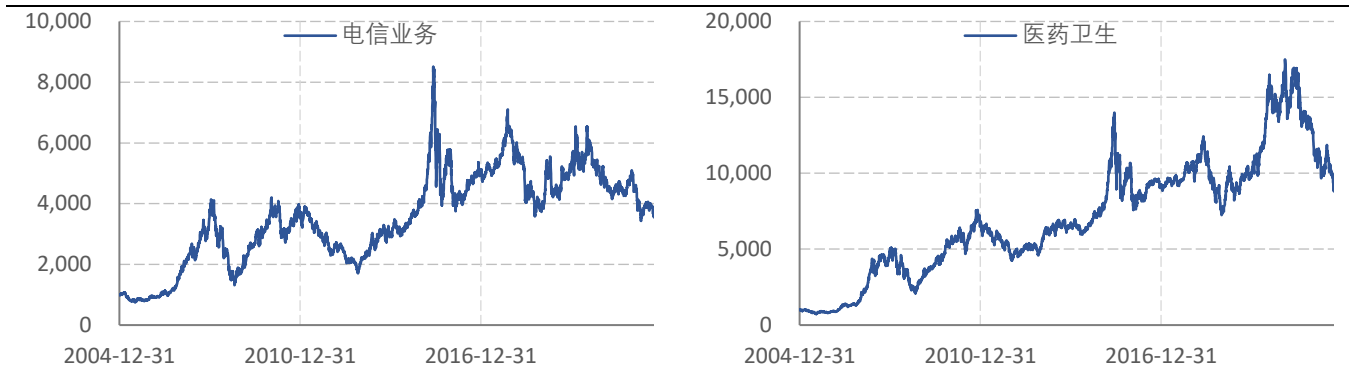
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 29: 行业表现



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 30: 行业表现



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 9. 后市展望

国内经济呈现弱复苏态势。9 月经济较 8 月继续维持弱复苏状态，市场出现主动补库存迹象，意味着市场预期开始转暖，8 月工业增加值较 7 月仍有回升，但行业分化明显。地产政策发力但仍存较大风险，货币政策发力有限。疫情有控制迹象，消费回升明显，企业处于量增利润减少阶段，资金层面看依然处于偏冷淡阶段，整体看，宏观层面经济弱复苏启动，企业层面，主动生产已经启动，伴随着需求的逐渐转暖，利润或得以修复。预期短期位于底部区间。

## 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。本报告清晰准确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。