

低估值反应悲观基本面，市场已有底部信号，更看好 IC

摘要

一、海外疫情出现边际好转势头，金融市场逐步企稳

欧洲正在逐渐走出“至暗时刻”从疫情爆发期向控制期过渡，美国则正处在疫情的爆发中期，而新兴国家疫情则在快速爆发。从单日新增病例数来看，欧洲和美国均在4月初出现了阶段性的高峰。疫情状况的好转以及前期财政和货币政策的持续发力，使得海外市场的恐慌情绪有所消散，欧美股票市场纷纷进入技术性牛市，“美元荒”的现象也有明显好转。海外市场的企稳以及反弹也为A股的风险偏好修复提供了支持。

二、极低的估值反应了糟糕的基本面，企业盈利状况有望逐季恢复正常带来估值修复动力

从基本面因子来看，受疫情影响本季上市公司基本面将出现严重恶化，目前沪深两市共有1601家上市公司公布20Q1财务预告，其中业绩向好有489家，占比仅为30.5%，近10年来最低。估值因子也处在历史较低的水平极低的估值水平说明市场已经反应了一季度糟糕财报季的影响。而随着财政和货币政策的不断加码以及疫情的逐步好转，全球经济活动将逐季恢复而需求也将逐季恢复正常，进而带动企业盈利水平逐季回到常态，形成估值修复的动力。

三、趋势看多，品种选 IC 远月

量价因子和情绪因子均显示市场已经进入了底部区间，4-5月进入政策密集期，政策预期是目前支撑市场的另一大重要因素，而政策的预期将一直持续到“两会”结束。同时，远月合约也提供了充分的贴水保护，品种方面，由于目前市场风格仍是成长强于金融，故我们更看好 IC 合约在未来的表现

国贸期货
宏观金融小组

许青辰
投资咨询号：Z0015042
从业资格号：F3037899

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

正文：

一、海外疫情出现边际好转势头，金融市场逐步企稳

我们跟踪了 GDP 前 20 国家和伊朗的疫情状况，中国和韩国已经进入疫情控制期，而欧洲正在逐渐走出“至暗时刻”从疫情爆发期向疫情控制期过渡，美国则正处在疫情的爆发中期，而新兴国家（如：俄罗斯、巴西和印度）疫情则在快速爆发。从单日新增病例数来看，欧洲和美国均在 4 月初出现了阶段性的高峰，虽然全球累计确诊病例还在增长中但是日环比增速已经明显放缓。

图 1：GDP 前 20 国家及伊朗疫情阶段

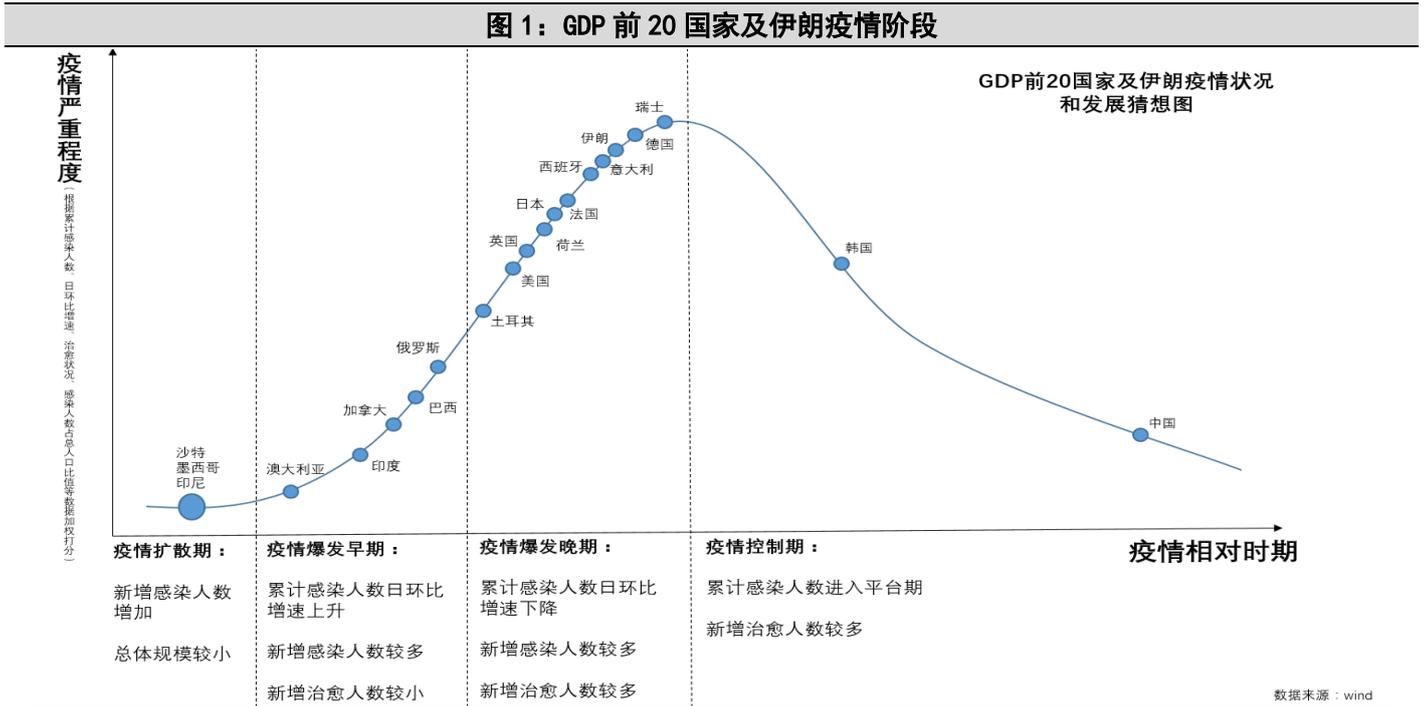
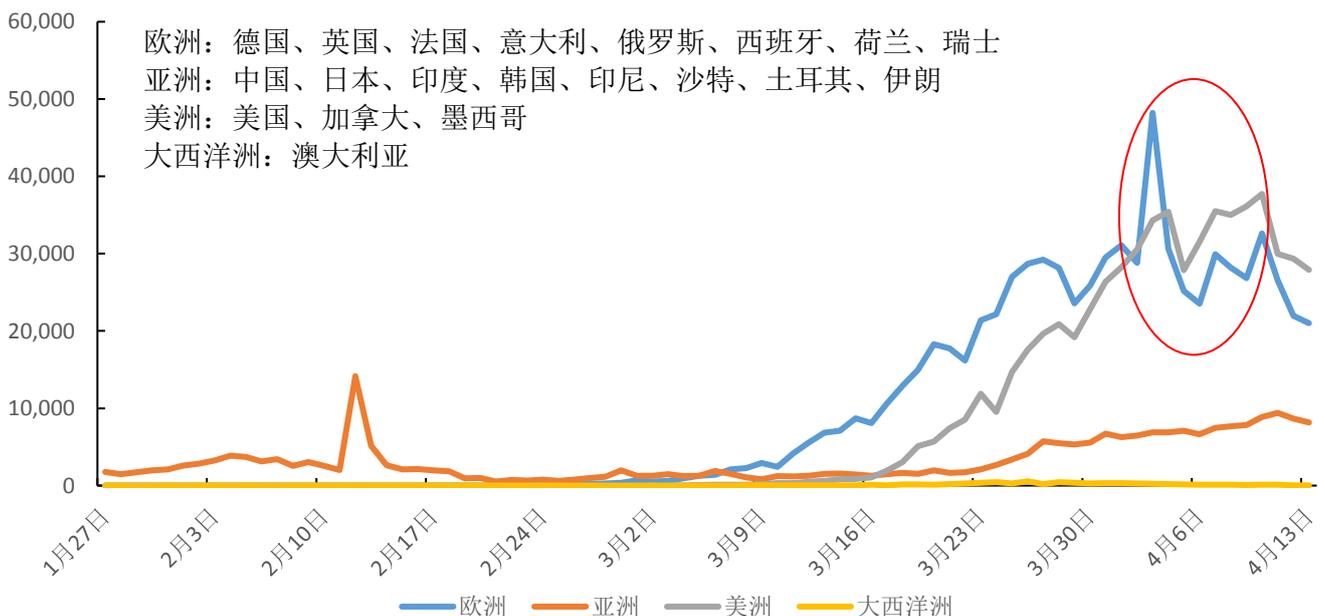


图 2：GDP 前 20 国家及伊朗当日新增病例洲大陆统计



数据来源：Wind

疫情状况的好转以及前期财政和货币政策的持续发力，使得海外市场的恐慌情绪有所消散，欧美股票市场纷纷出现较为强劲的反弹，多国指数纷纷进入技术性牛市，“美元荒”的现象也有明显好转。目前，美联储的资产负债表正在以史无前例的速度扩张，随着大量流动性的注入美国信用市场也出现一定程度的缓和，美国高收益企业债利差虽然仍处在较高的水平，但较前期高点已经有明显下滑，信用环境的边际向好也从侧面表明金融环境正从疫情刚爆发时的恐慌转向目前的相对理性，在疫情的发展趋势相对明朗时，投资者开始较为理性的评估疫情对经济以及企业未来的影响。

图 3：美联储资产负债表规模

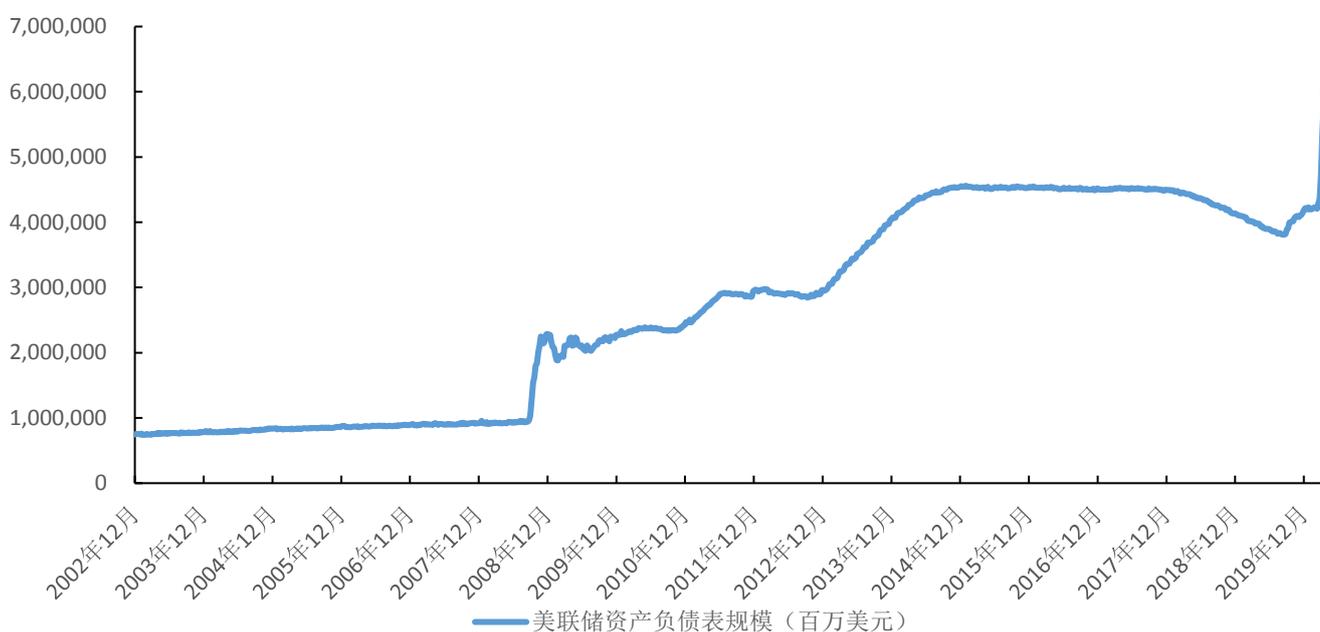
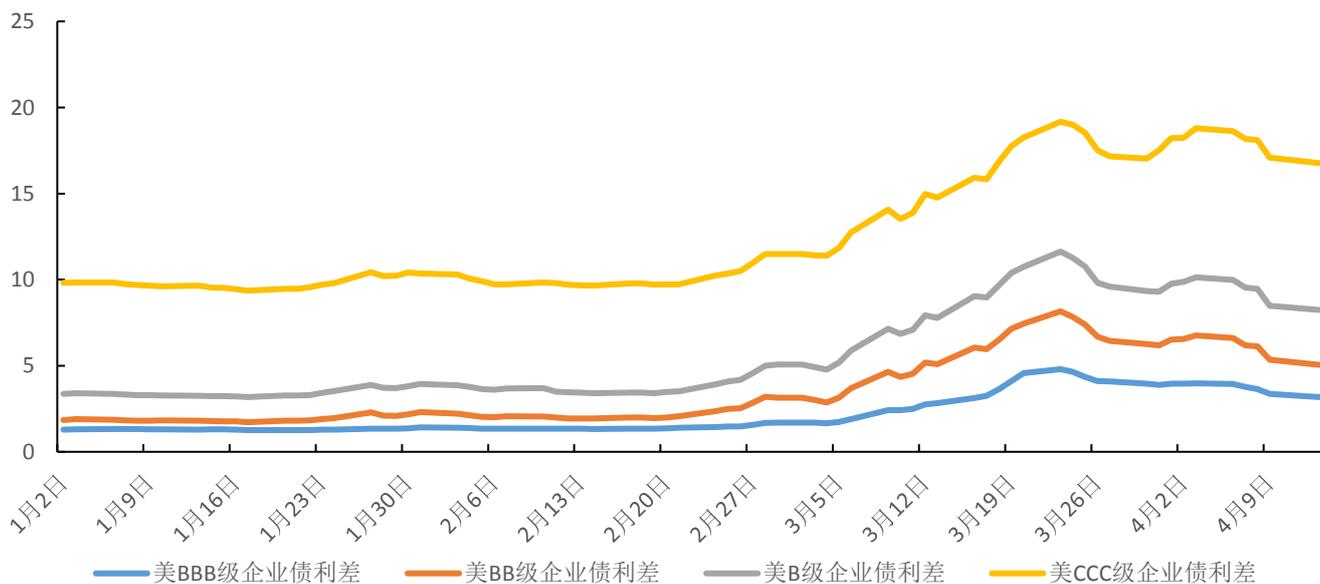


图 4：美国高风险企业债利差

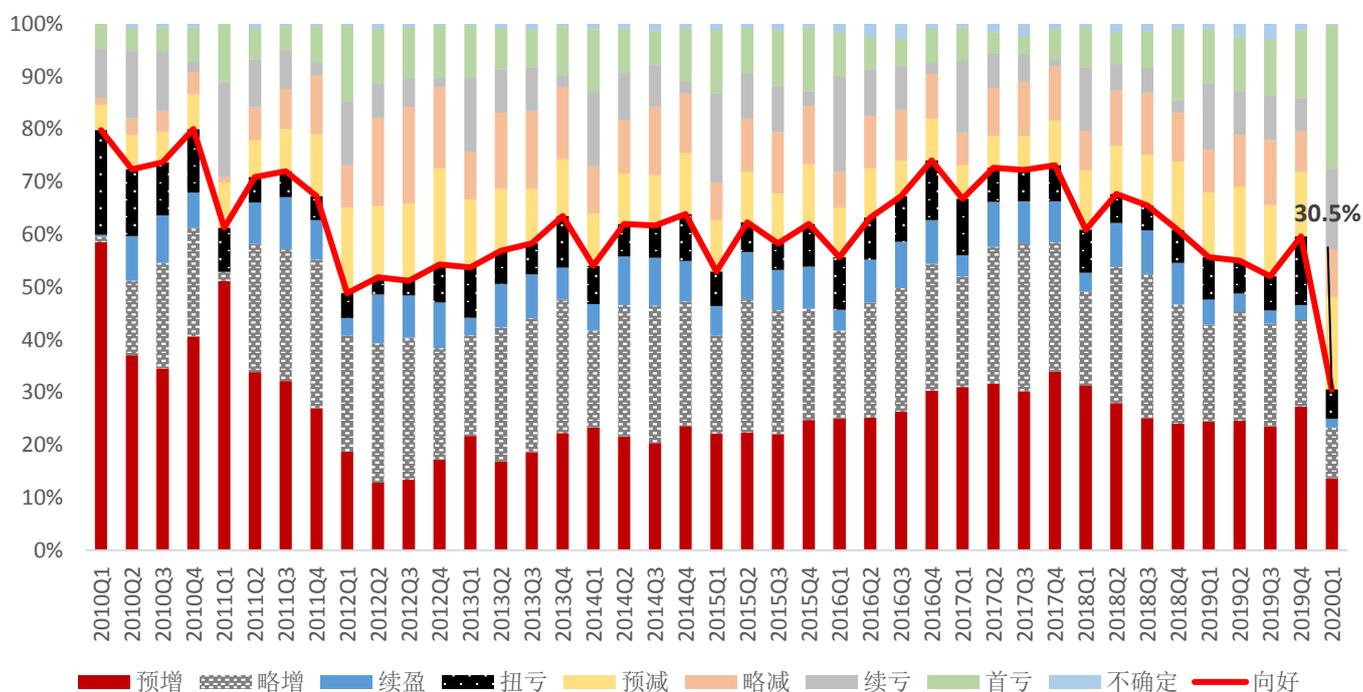


数据来源：Wind

二、极低的估值反应了糟糕的基本面，企业盈利状况有望逐季恢复正常带来估值修复动力

回到 A 股，海外市场的企稳以及反弹也为 A 股的风险偏好修复提供了支持。目前正值 20 年 1 季度财报季，从基本面因子来看，受疫情影响本季上市公司基本面将出现严重恶化，截止 4 月 14 日，沪深两市共有 1601 家上市公司公布 20Q1 财务预告（大部分创业板公司已公布），其中业绩向好有 489 家，占比仅为 30.5%，近 10 年来最低。首亏公司家数占比出现较大提升由 19Q4 的 12.9% 上升至 27.4%，续亏公司家数占比也由 6.2% 升至 15.2%，首亏以及续亏公司占比也为近 10 年来最高。

图 5：沪深两市 2020Q1 财报预告情况



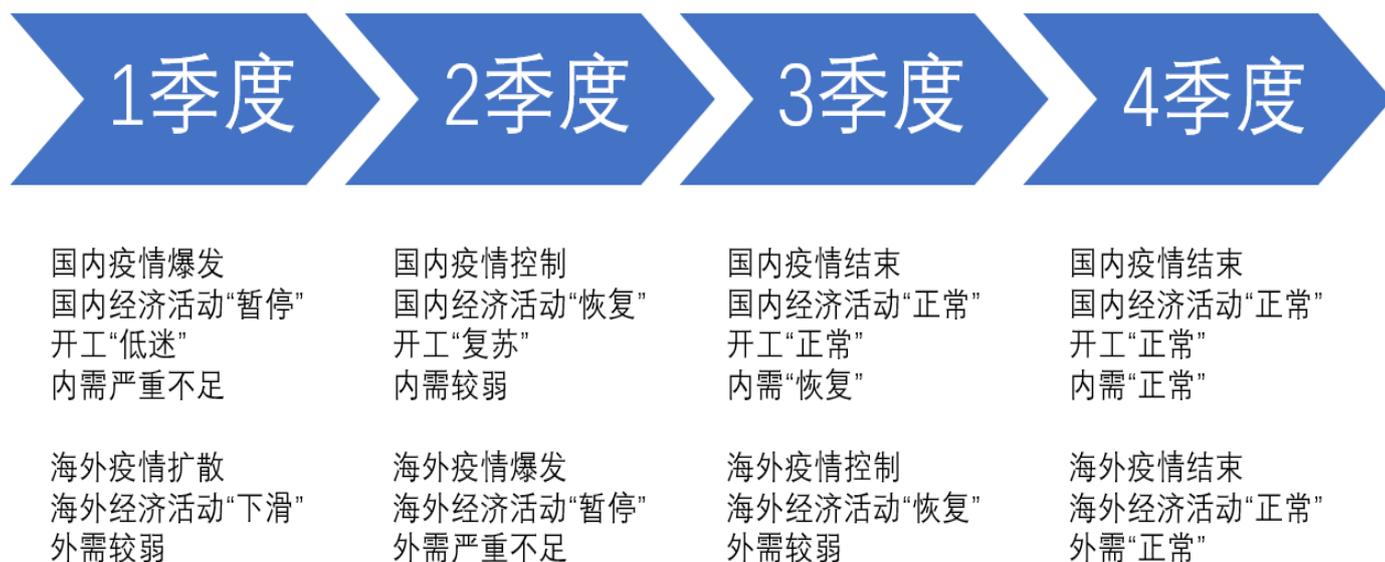
数据来源：Wind

同时，估值因子也处在历史较低的水平。截止 4 月 14 日，沪深 300 指数 PE 为 12.45 倍，处在历史 37% 的分位；上证 50 指数 PE 为 9.58 倍，处在历史 23% 的分位；中证 500 指数 PE 为 27.11 倍，处在历史 23% 分位。市净率数据更为低估，沪深 300 指数 PB 为 1.49 倍（历史 27% 分位）；上证 50 指数 PB 为 1.17 倍（历史 11% 分位）；中证 500 指数 PB 为 1.99 倍（历史 14% 分位）。三大指数的估值水平均处在历史较低水平，极低的估值水平说明市场已经反应了一季度糟糕财报季的影响。

宏观因子方面，进出口数据超预期：3月进出口增速回升且高于预期，中国对美国进口增速回落，但对美农产品进口增长较快，东盟成为中国第一大贸易伙伴。但是新冠疫情的扩散将对国际贸易造成冲击，中国经济稳增长需要加大扩内需政策力度。社融数据大幅超预期：3月新增社融5.16万亿元、大幅超出市场3.14万亿元的预期。社融的放量显示政策对疫后纾困及稳增长力度加大。PMI环比回升同比较弱：PMI指数在2月大幅下挫后3月显著回升至52.0%，但各项高频指标显示，3月经济活动同比可能仍然处于负区间。3月经济活动环比回升、但同比仍然疲弱。

宏观上看货币和财政政策的持续发力将部分对冲疫情对经济的影响，从总需求的角度分析，可简单概括为以下四个阶段：一季度国内疫情爆发经济活动暂停内需严重不足；二季度国内疫情得到控制内需恢复，海外疫情爆发外需严重不足；三季度内需恢复常态，海外疫情得到控制外需恢复；四季度疫情已无太大影响全球经济活动回到常态内需和外需也恢复正常。

图6：需求有望逐季向好



来源：国贸期货

所以，未来A股的基本面很有可能出现逐季向好的趋势，而盈利水平的恢复则有提升估值水平的动力。

三、市场方面，量价因子和情绪因子均显示市场进入筑底期

在我们长期跟踪的25个量价因子中，以中证500指数为例已经有16个因子由超跌特征转为底部特征（比如：量能出现明显萎缩和高Beta行业企稳反弹

等)，更有 6 个因子已经转为趋势上攻特征（比如：势能因子和指数连续多日
在 Boll 中轨上方运行等）。从幅度来看，中证 500 指数在 3 月份最大调整幅
度近 15% 也不可谓不小，市场的快速下跌也使得本次调整成为了“空间换时
间”的方式，即调整的时间跨度可能不会很长。

从情绪指标上看，融资买入额对总成交额的占比已经由 2 月份 11% 左右的
水平降至目前的 8.7%（一般该指标超过 10% 时说明市场存在过热迹象），表明
杠杆资金的情绪也从 2 月份快速反弹期的亢奋转为目前中性偏保守的态度。北
上资金近期也再现持续大额净流入的状态，由于货币政策刺激的力度差异，美
国“无限制 QE”而中国不搞“洪水漫灌”导致中美利差持续扩大且中国经济
恢复周期将领先于欧美，故中期看人民币资产的吸引力将持续提升，北上资金
增配 A 股仍将是顺势而为。市场的中期（30 日和 60 日）和短期（5 日和 10
日）历史波动率都处在上升的状态中，与美股下跌时波动率放大的特征不同，
A 股往往是在上涨时波动率会持续放大。

图 7：融资买入额对总成交额的占比（%）

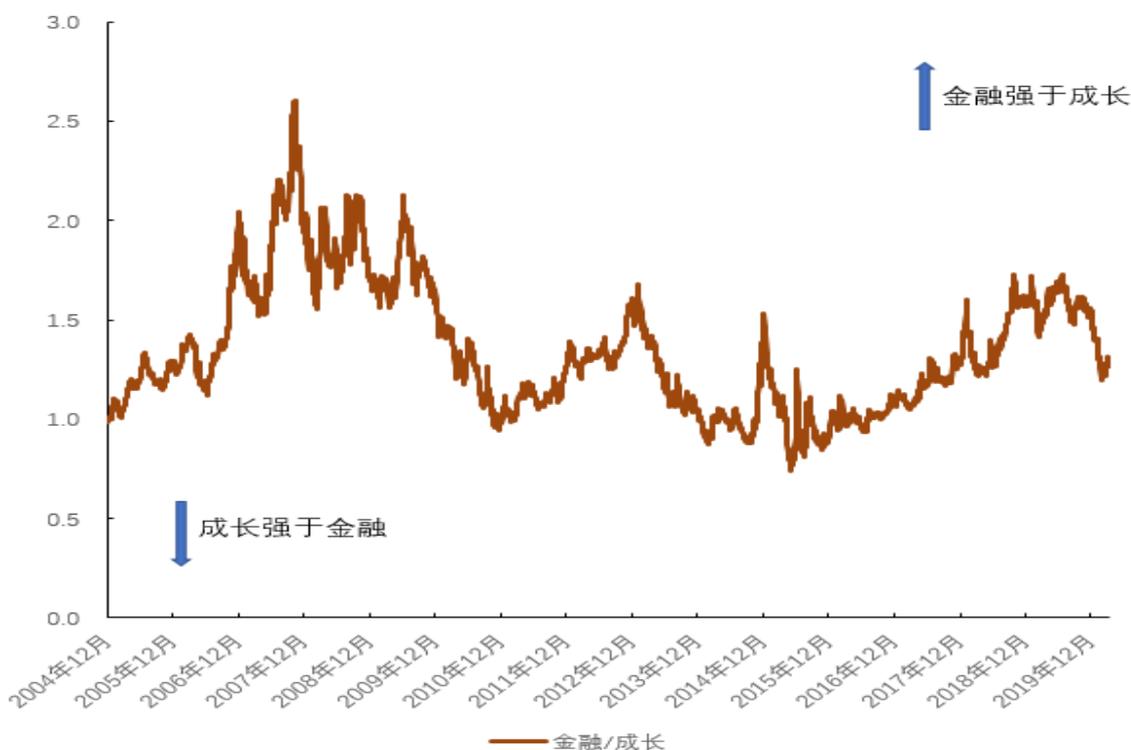


数据来源：Wind

同时，近期市场的赚钱效应相较于 3 月底也在逐渐变好，市场风格上面，
从月级别来看成长股的表现依旧强于金融股，由于 IF 和 IH 的成份股中金融股
的占比较大，而 IC 的成份股中成长股占比较大，故在成长强于金融的市场风

格下，IC 也有望强于 IF 和 IH。但是要注意多 IC 空 IH 或 IF 策略的风险点在于大盘消费股的表现，如果消费复苏超预期则策略需要谨慎。

图 8：中期看成长股依旧强于金融股



数据来源：Wind

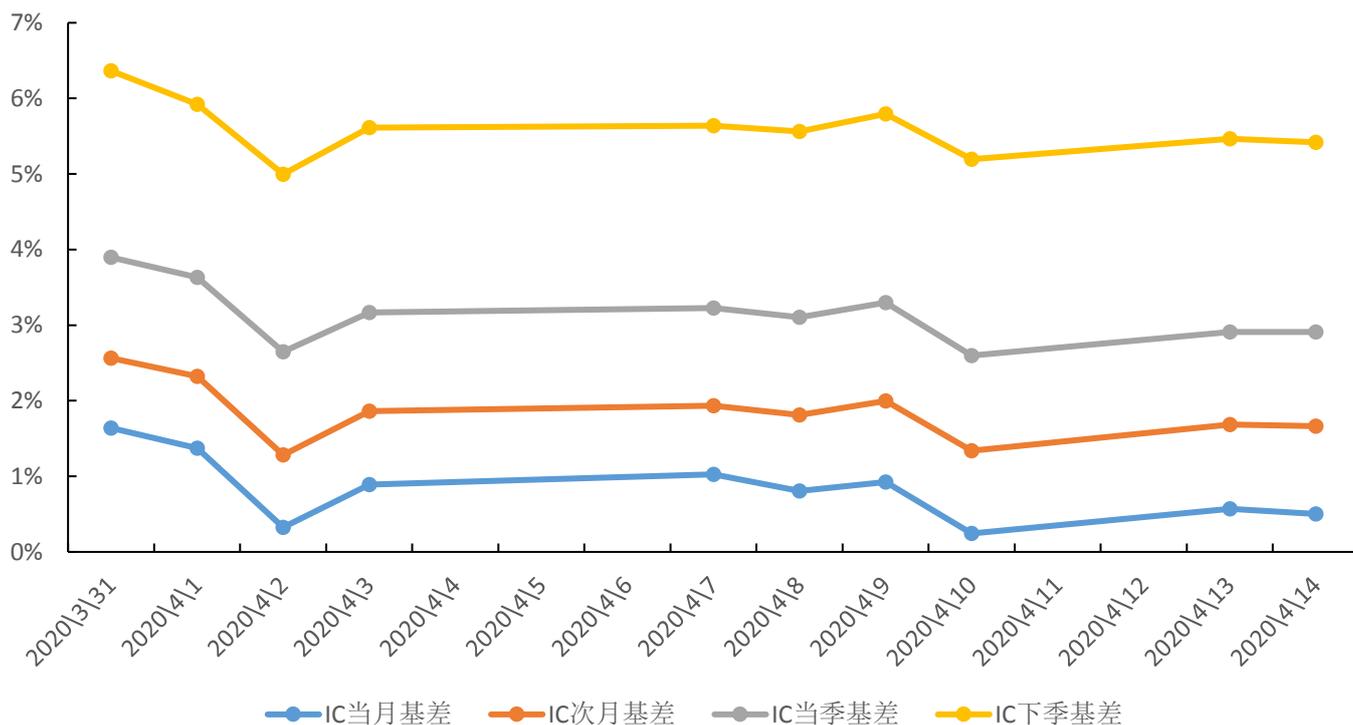
四、趋势看多，品种选 IC 远月

总结，趋势方面：大方向看多。我们认为较低的估值水平已经反映了当期基本面的悲观状况，而随着财政和货币政策的不断加码以及疫情的逐步好转，全球经济活动将逐季恢复而需求也将逐季恢复正常，进而带动企业盈利水平逐季回到常态，形成估值修复的动力。

择时方面，量价因子和情绪因子均显示市场已经进入了底部区间，4-5 月进入政策密集期，政策预期是目前支撑市场的另一大重要因素，而政策的预期将一直持续到“两会”结束。同时，远月合约也提供了充分的贴水保护，IF2009 合约贴水 3%-4%；IH2009 合约贴水 4%-5%；IC2009 合约贴水 5%-6%。

品种方面，由于目前市场风格仍是成长强于金融，故我们更看好 IC 合约在未来的表现，所以建议布局 IC2006 或者 IC2009 合约，同时市场波动仍旧较大，也为摊低成本提供了条件。

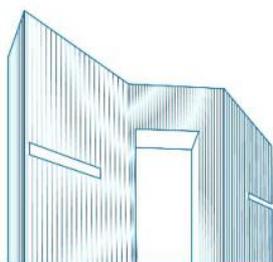
图 9：IC 合约各期基差 (%)



数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

