

下有盈利和流动性支撑，上有海外事件扰动制约

—2020 年股指期货四季报

摘要

国内经济逐月逐季快速恢复至常态化水平，政策支持下后续动能依然不减。前期“宽信用”的影响下，以及近期“定向”的信用引导都有利于后续经济的持续恢复，预计国内经济将逐月逐季快速恢复至常态化水平，且后续动能不减，投资者对基本面弹性的预期会强化。

政策稳中有进，暖风频吹。7月底政治局会议维持扩大内需战略的“扩大消费、扩大投资”组合的积极总定调，因此政策上整体将以促进为主，后续关注出台形成国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的相关政策，此外后续的深化改革也是重要的看点，包括深圳特区建设40周年、10月五中全会通过的十四五规划等将有望继续提振市场风险偏好。

政策稳中有进，暖风频吹。7月底政治局会议维持扩大内需战略的“扩大消费、扩大投资”组合的积极总定调，因此政策上整体将以促进为主，后续关注出台形成国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的相关政策，此外后续的深化改革也是重要的看点，包括深圳特区建设40周年、10月五中全会通过的十四五规划等将有望继续提振市场风险偏好。

宏观流动性的供需紧平衡有望在四季度得到缓解。四季度银行压降结构性存款任务依然较重，加之银行信贷投放力度不会减弱，银行中长期负债压力仍然较大，而债券供给端的压力一般在11月之后开始下降。**值得注意的是，宏观流动性不是股市的主要矛盾，股市流动性才更重要。**四季度外资主导力量偏弱，公募将在四季度成为主导市场的绝对主力。

疫情重返欧洲主要经济体，各国政府被迫实施新的封锁措施，这将限制整个欧洲地区的商业和社会活动。**美国大选是四季度需要关注的一个尾部风险，中美对峙表现出长期性和持续性，二者将主要从市场情绪层面对国内市场产生影响，是制约股市一个不确定性变量。**

随着经济基本面企稳，企业盈利能力增速有望持续回升，**市场逐渐从流动性转为基本面驱动。**未来市场的方向在指数层面偏正向，但中枢的上行空间相对小，因情绪及风险偏好变化所带来的波动空间更大。

从估价的定价公式来看：**在分子端的复苏和分母端偏紧矛盾的冲击下，市场整体仍然将以震荡行情为主，更加侧重于结构性行情。**三大期指自7月中旬创年内高点以来，近三个月在高点下方维持区间振荡，风格均衡成为当前市场的关键词。

IF、IH、IC参考区间分别为4510-4880、3180-3410、6070-6650，区间下沿有支撑，若无新的重大利空背景下，指数在下沿附近形成反抽的概率较大，区间内高抛低吸为宜。若有效下破的话，才能转为偏空思路，否则不宜做空。

风险提示

- 1、美国大选、英国脱欧等地缘政治事件进入最后冲刺阶段，各类资产面临的宏观政治经济环境存在较大的不确定性；
- 2、目前海外，尤其是部分欧洲国家，疫情有二次爆发的风险，不确定性明显增加。

四季度关注

10月26日-29日，十九届五中全会，研究关于制定十四五规划和2035年远景目标的建议

11月3日，美国总统选举

11月6日，12月17日，美联储FOMC会议

11月，全面深化改革委员会会议

12月，中央经济工作会议，中央政治会议

目 录

摘 要.....	1
1 经济政策：国内经济持续恢复，对市场形成支撑.....	4
1.1 国内经济：企业盈利持续改善，抬升市场底线.....	4
1.2 国内政策：内部改革与监管同在.....	5
1.2.1 年中政治局会议解读.....	5
1.2.2 货币政策重在平衡稳增长与防风险.....	7
2 资金流动性：机构资金与外资形成对冲.....	8
2.1 宏观流动性：供需紧平衡矛盾有望在四季度缓解.....	8
2.2 股市流动性：机构资金配置权益资产的意愿增强.....	11
3 市场情绪：海外疫情与中美关系扰动仍存.....	13
3.1 全球经济：疫情重返欧洲主要经济体，经济不确定性上升.....	13
3.2 外围环境：美国大选及中美对峙仍会影响市场偏好.....	15
4 逻辑与策略：多空均衡，区间震荡.....	16
4.1 运行逻辑：向下有经济和流动性支撑，向上有海外扰动制约的均衡状态.....	16
4.2 操作建议：高位震荡，高抛低吸.....	17

1 经济政策：国内经济持续恢复，对市场形成支撑

1.1 国内经济：企业盈利持续改善，抬升市场底线

股指的定价主要由盈利和估值两方面来决定，其中盈利主要取决于宏观经济基本面和中观行业的景气程度。宏观层面的工业企业利润数据，通常在每个月的下旬公布，属于滞后指标，可以简单地通过“量（工业增加值）×价（工业出厂价格 PPI）-成本”进行预测。8 月规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，延续稳定增长态势。1-8 月累计利润同比降 4.4%，降幅呈现连续 6 个月持续收窄态势。目前经济整体处于复苏轨道，从盈利角度对股市形成支撑。

企业盈利超预期，奠定了龙头品种后续业绩基准。2020 年 A 股中报整体超预期，尤其二季度环比一季度改善明显，且龙头股表现亮眼。二季度全部 A 股净利润同比从一季度的-29.7%回升至-4.3%，非金融板块则从-46.4%回升至 4.3%。非金融板块中净利润规模前 300 的公司在 2020 年上半年利润占比从 2019 年上半年的 70% 上升至 80%。

图 1：工业企业利润

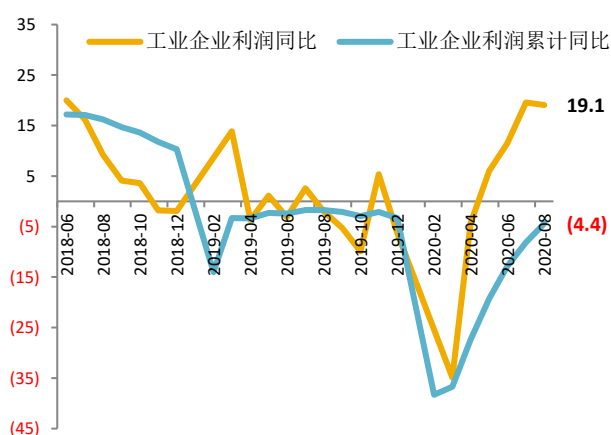
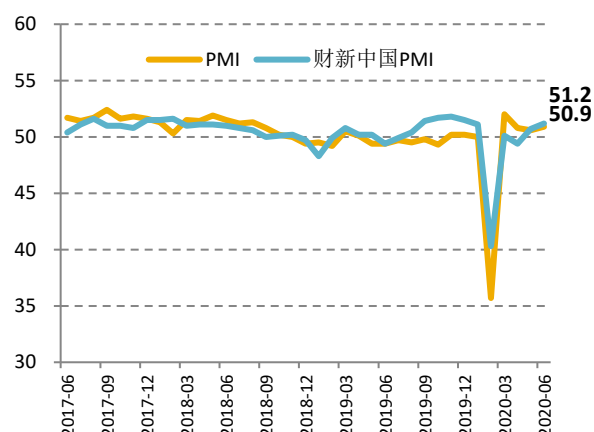


图 2：官方 PMI 和财新 PMI



数据来源：wind

8 月经济和金融数据均超预期向好，且二者的强势表现短期难以证伪，基本面表现优异抬升了市场的底线。8 月我国经济总量延续恢复，结构方面有所改善，消费、投资、出口均不同程度回升，其中 8 月社会消费品零售同比增 0.5%，今年以来首次出现正增长。8 月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元；社会融资规模增量为 3.58 万亿元，预期 2.66 万亿元，前值 1.69 万亿元。

供给和需求同步改善，PMI 指数超预期上升。9 月制造业 PMI 录得 51.5%，环比提升 0.5 个百分点，显示基本面景气度扩张加速。从分项上来看，生产和新订单环比分别增长 0.5%、0.8%，均出现改善，供需共振向上是当前基本面运行的基本特征。其中新出口订单上升 1.7 个百分点至 50.8%，今年以来首次回到荣枯线上方，海外经济的修复对外需和总需求构成支撑。分企业规模来看，大中小型企业 PMI 均在荣枯线以上，值得关注的是小型企业在连续三个月处于收缩区间后再次回到荣枯线上方，这是经济内生动能增强的重要迹象，宏观环境对 A 股较为友好。

国内经济逐月逐季快速恢复至常态化水平，政策支持下后续动能依然不减。前期“宽信用”的影响下，以及近期“定向”的信用引导都有利于后续经济的持续恢复，预计国内经济将逐月逐季快速恢复至常态化水平，且后续动能不减，投资者对基本面弹性的预期会强化。

图 3：社融规模和货币供应 M2

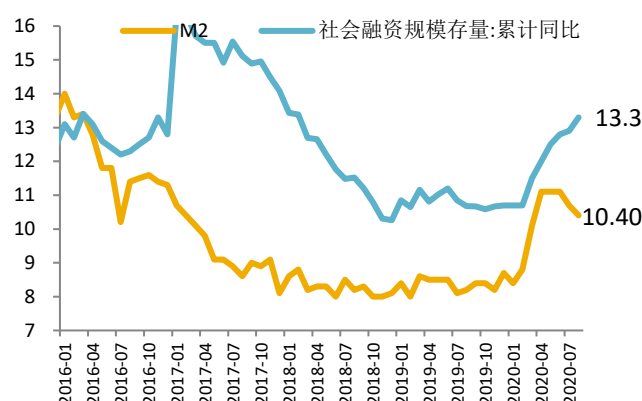
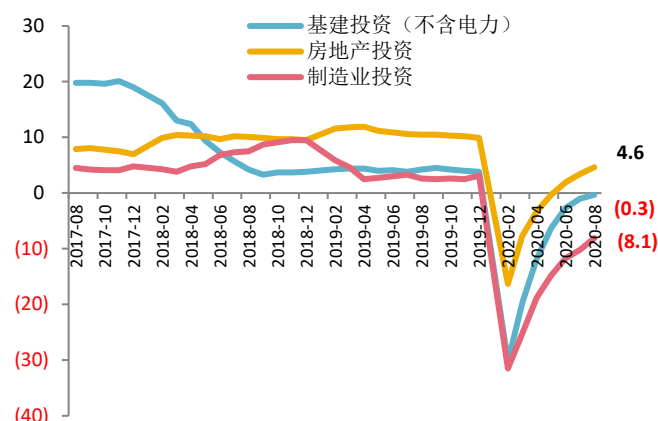


图 4：三大投资



数据来源：wind

经济延续复苏，社融拐点未现。二季度以来的经济改善主要靠地产和基建拉动。(1) 受益于地方债重新加速发行，后续基建投资增速回升仍有支撑；销售支撑下，融资收紧对地产投资影响较小，房贷利率下行、城镇化率不高及货币超发下半年地产投资增速依然趋升；虽前期需求疲弱、盈利低迷，但库存从被动去到主动补，制造业投资增速有望持续改善。(2) 消费持续低于预期。主因疫情降低居民收入和消费意愿、失业率依然位于高位，以及居民杠杆率高企。8 月社零同比增速由负转正，预计后续持续回升，但 Q4 增速难回疫情前 7.5% 以上的水平。(3) 出口缓慢修复，随着海外生产生活的持续恢复，年内外需有望延续修复态势。(4) 8 月社融增速连续第 6 个月抬升至 13.3%。预计社融增速将继续回升、支撑经济复苏持续到明年上半年。

图 5：社会消费品零售总额单月同比

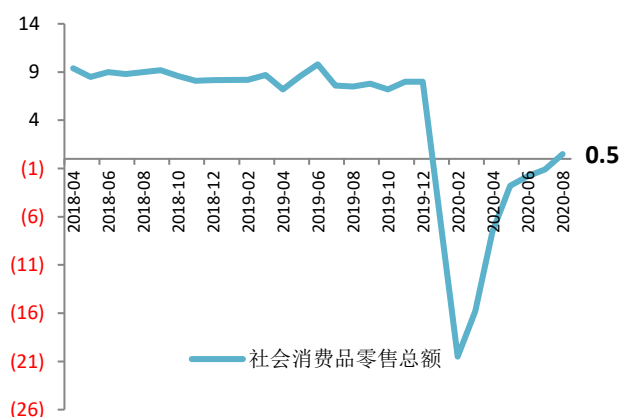
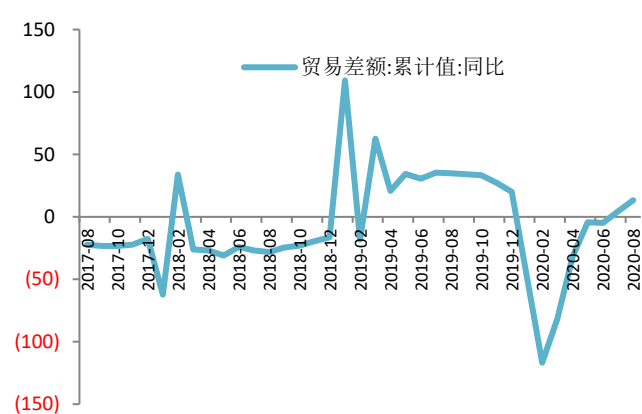


图 6：贸易差额



数据来源：wind

中长期来看，基本面驱动接力宏观流动性的特征更加明显，伴随着业绩的加速回升，将为市场提供稳定的上行动力。

1.2 国内政策：内部改革与监管同在

1.2.1 年中政治局会议解读

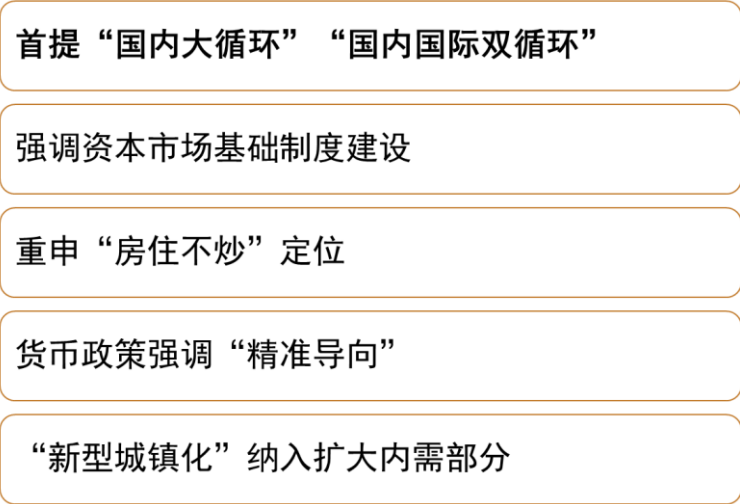
政策稳中有进，暖风频吹。7 月底政治局会议维持扩大内需战略的“扩大消费、扩大投资”组合的积极总定调，因此政策上整体将以促进为主，后续关注出台形成国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的相关政策，此外后续的深化改革也是重要的看点，包括深圳特区建设 40 周年、10 月五中全会通过的十四五规划等将有望继续提振市场风险偏好。

表 1：7 月中央政治局会议主要内容

	7 月 30 日	4 月 17 日
财政政策	□ 要确保宏观政策落地见效。财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。	□ 要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。
货币政策	□ 货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。	□ 稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
房地产	□ 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。	□ 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
资本市场	□ 要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。	□ 未提及
扩大内需	□ 要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。要着眼长远，积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与。要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。	□ 积极扩大国内需求。要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性。

7 月底中央政治局会议提出，未来要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，同时要加快新型基础设施建设。在市场层面，未来消费、科技板块将被重点关注，股指长期向好，但过程不会一帆风顺。

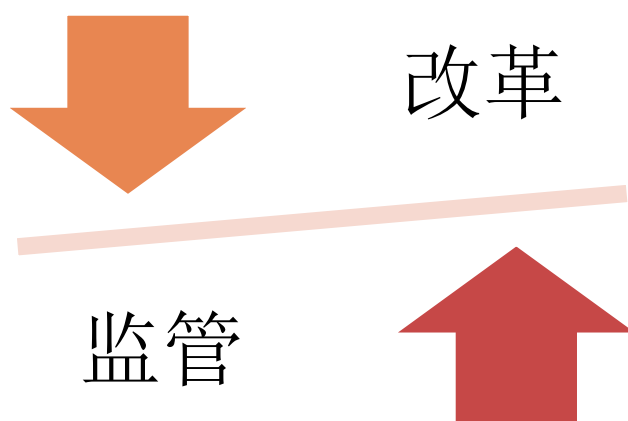
图 7：政治局会议中的市场关注热点



1.2.2 货币政策重在平衡稳增长与防风险

随着政治局会议一锤定音，流动性和政策的信号已经比较明确。一方面，全球流动性均确认了二阶拐点，流动性最宽松的时候已经过去。另一方面，国内进入了稳货币、宽信用的阶段，货币政策延续了“灵活适度”的定调，更加强调“精准导向”，删除了“运用降准、降息、再贷款等手段”，市场对货币政策的谨慎预期比较一致，债市加杠杆较为慎重。股债此强彼弱的联动性仍将持续，资金在两个市场间的流动可能更加频繁。

图8：货币政策重在平衡稳增长与防风险



数据来源：wind

央行反思低利率风险，风向有变？8月6日，央行发布的《2020年第二季度货币政策执行报告》表示，下一步稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。从报告对货币政策的表态看，基本延续了年中中央政治局会议以及央行近期的表态基调，并未太大变化。相较之下，报告对欧美国家低利率环境的反思、MLF与LPR的关系、包商银行风险处置细节，以及国内外经济形势的分析蕴藏不少干货。报告认为，利率过低会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响，对低利率问题的探讨或反映出中国央行对低利率的警惕和避免。

货币回归中性，防风险常态化。我国经济继续复苏，再加上地产融资分档调控、上半年宏观杠杆率明显回升、就业依然承压，四季度货币政策难以放松。总体来看货币政策将维持中性，但也不至于紧缩加息，预计四季度资金面维持紧平衡，DR007中枢为2.2%。后续结构性存款将继续压降，因此存单发行需求仍高，预计其量价抬升趋势或延续；此外，流动性分层现象加剧，R与DR的利差有走扩风险。

7月监管层降温成为影响市场情绪的主要因素。7月8日，证监会曝光了258家非法从事场外配资的平台及其运营机构名单；7月11日，金融委会议要求全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求，同日，银保监会强调资金流向监管，严禁银行保险机构违规参与场外配资；7月14日，银保监会称为进一步巩固深化影子银行和交叉金融业务整治成果，坚决纠正资金空转、脱实向虚等行为，严禁多层嵌套投资，严禁资金违规流入股市及楼市。此次以严查场外配资和乱加杠杆的市场监管陆续展开，对抑制股市快速上涨产生一定效果。

2 资金流动性：机构资金与外资形成对冲

2.1 宏观流动性：供需紧平衡矛盾有望在四季度缓解

从国内货币政策来看，7月30日的政治局会议上删除“降准、降息”，强调“精准导向”，8月6日的二季度央行例会上删除“逆周期调节”，并反思低利率风险。9月15日央行在《中国货币政策执行报告》增刊中提及“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”，表明央行将保持货币政策定力，避免流动性泛滥，增强对货币的调控能力。未来总量政策或将维持边际收紧的态势，但结构性货币宽松仍将延续，以重点支持中小企业和制造业，助力六稳六保目标的实现。

三季度地方债供给处于年内高峰

从地方债供给来看，由于6—7月抗疫特别国债的发行，使得一般国债和地方债的发行节奏整体推后。在7月底财政部发文要求加快专项债发行进度后，地方债发行重回快车道。其中，8月共发行地方政府债券11997.22亿元，9月发行规模较8月有所回落，但仍然较大，共发行7208.89亿元，其中一般债2122.30亿元，专项债5086.59亿元。1-9月地方债累计发行56792.55亿元，新增债券完成全年额度的91.01%，其中，一般债券完成全年额度的95.85%，专项债券完成全年额度的89.75%。

根据今年地方债新增限额，截至9月底，还有406.57亿元新增一般债和3844.68亿元新增专项债额度尚未发行，按照10月发完的计划，10月新增地方债发行规模为4251.24亿元。考虑到国庆、中秋长假影响，预计10月中下旬地方债发行节奏较快，需关注对资金面的冲击以及央行的对冲力度。

图9：地方债发行情况

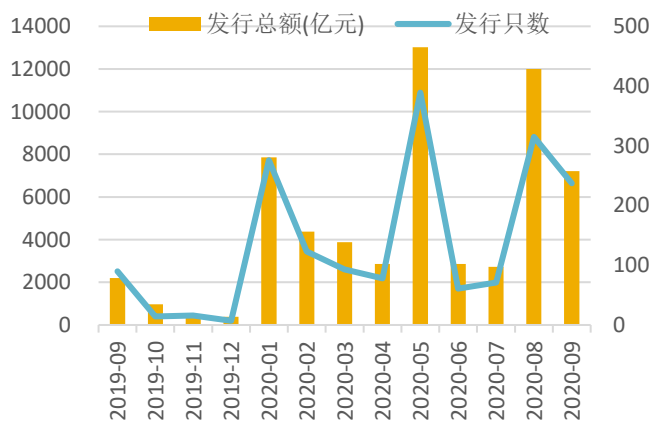
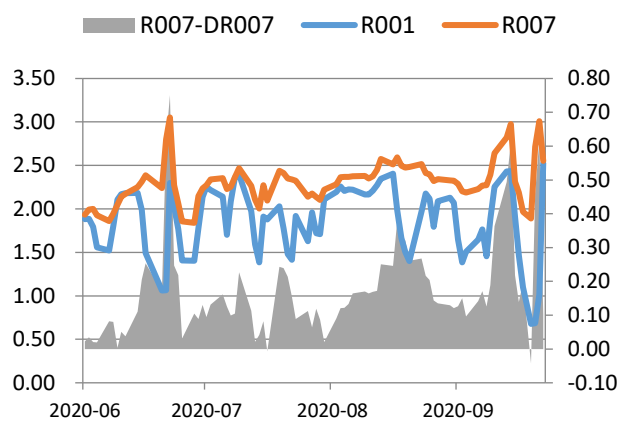


图10：银行间质押式回购利率



数据来源：wind

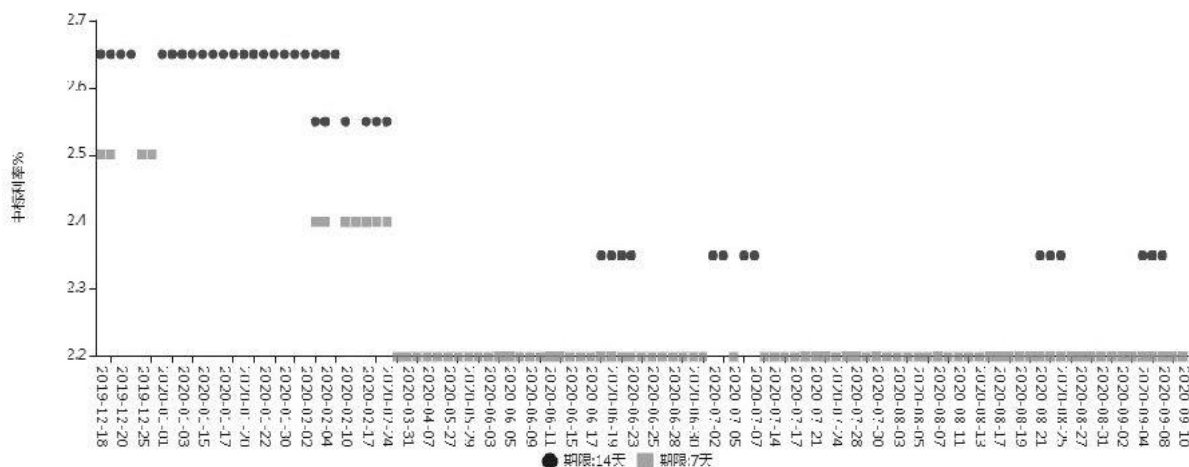
三季度宏观流动性边际收紧

从资金面来看，央行在6月、7月的流动性边际收敛，对市场产生一定影响。进入8月，地方债发行缴款处于年内高峰，叠加中旬缴税压力，以及公开市场大量的逆回购和MLF集中到期，资金供需面临较大压力。9月资金面受缴税、财政资金投放、长假因素等影响明显增加，月初与中旬出现了阶段性流动性紧张，且不同机构间出现分层，R007与DR007之间的价差在7月1日、9月22日和29日均超过60个基点。

从政策利率来看，为应对疫情影响，央行上半年进行了两次公开市场利率调降，累计下调30BP。2月3日，7天期逆回购和14天期逆回购操作利率分别从2.5%、2.65%下调至2.4%、2.55%；3月30日，7天期逆回购操作利率继续下调至2.2%；6月18日，14天期逆回购操作利

率继续下调至 2.35%。与此同时，代表中期政策利率的 MLF 操作利率在 2 月 17 日从 3.25% 下调至 3.15%，4 月 15 日，再次下调 20BP 至 2.95%。

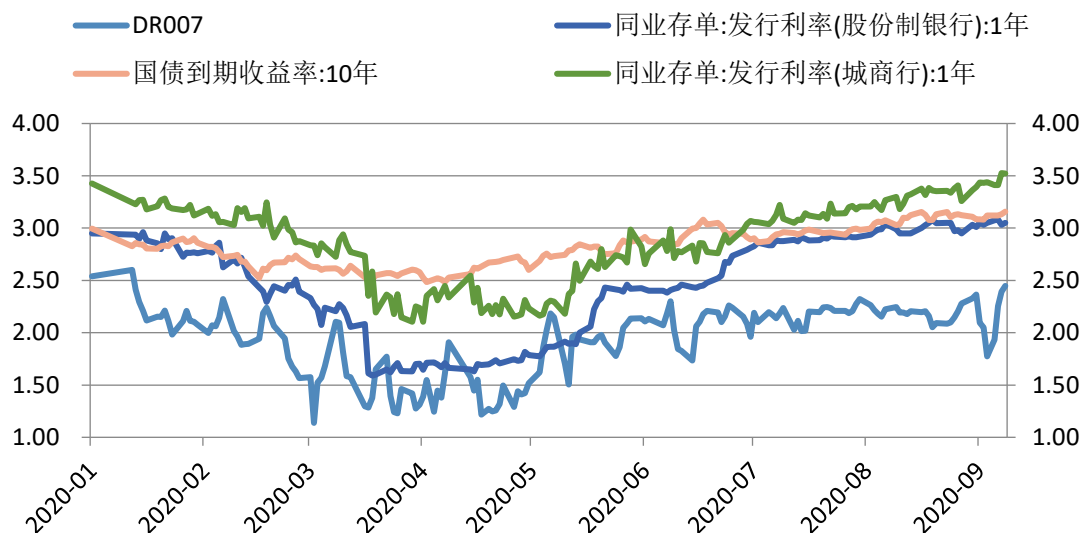
图 11：央行公开市场发行利率走势



数据来源：wind

进入三季度，央行操作利率维持不变，市场形成了“货币政策中性”的共识，银行间存款类质押式回购利率 DR007 基本稳定在 2.2% 附近。在银行间超储率水平较低，央行资金投放以短期逆回购为主的背景下，商业银行缺负债的问题再次出现，各银行为补充存款及流动性缺口，转而积极发行同业存单，导致存单发行利率持续走高。两者利率走势的分化引发市场关注，市场担心存单利率会进一步上升。

图 12：同业存单发行利率



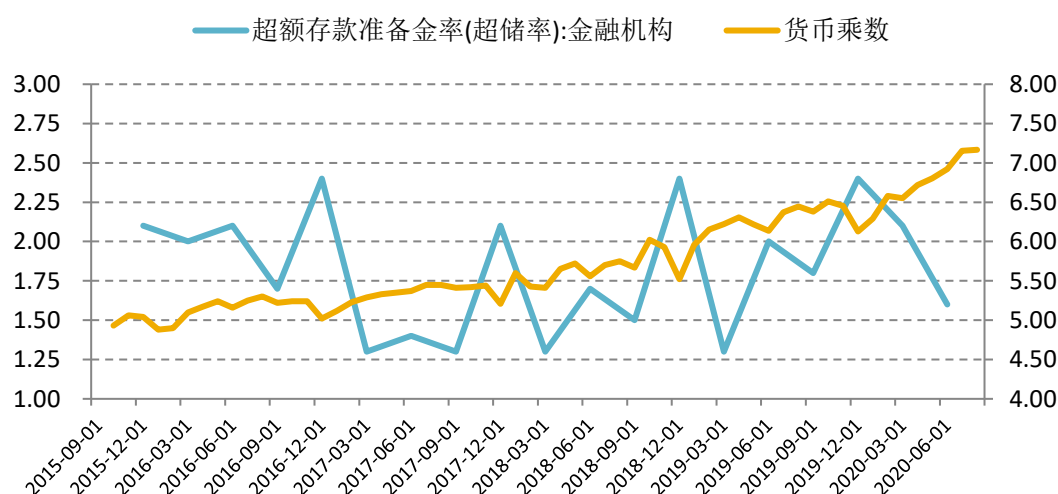
数据来源：wind

作为货币市场工具，同业存单利率不仅受到银行间市场流动性的影响，通常跟随货币资金利率同方向变动。同业存单利率还受到本身供需压力的影响，包括监管考核、银行负债压力、广义基金行为等都可能加剧供需矛盾。DR007 利率与同业存单利率的背离，说明本轮存单利率的上行主要受后者影响。一方面，银行信贷大幅投放，信用扩张明显；另一方面，5 月以来，监管层对结构性存款进行被动压降，直接导致银行失去稳定的中长期资金，两大因素均导致银行负债压力进一步提升。

三季度存单发行利率引发市场强烈关注。一般来说，DR007、一年期同业存单利率、十年期国债收益率是三个重要的市场利率指标，分别代表短、中、长期利率水平，通常由短端逐步向中长端传导。DR007 在 2.2% 左右徘徊，相比年初低约 20BP；与此同时，各期限同业存单发行利率却不断创出年内新高，一年期股份行同业存单利率达到 3.13%，高于中期政策利率一年期 MLF（2.95%）18BP，城商行同业存单发行利率攀升至 3.5% 之上。

同业存单利率偏离 DR007 不断走高的背后，一方面有超储率随货币政策边际转向而走低、结构性存款压降导致中小银行缺负债等原因，另一方面持续的债券供给也影响了资金面供需平衡状况。四季度银行压降结构性存款任务依然较重，加之银行信贷投放力度不会减弱，银行中长期负债压力仍然较大，而债券供给端的压力一般在 11 月之后开始下降。

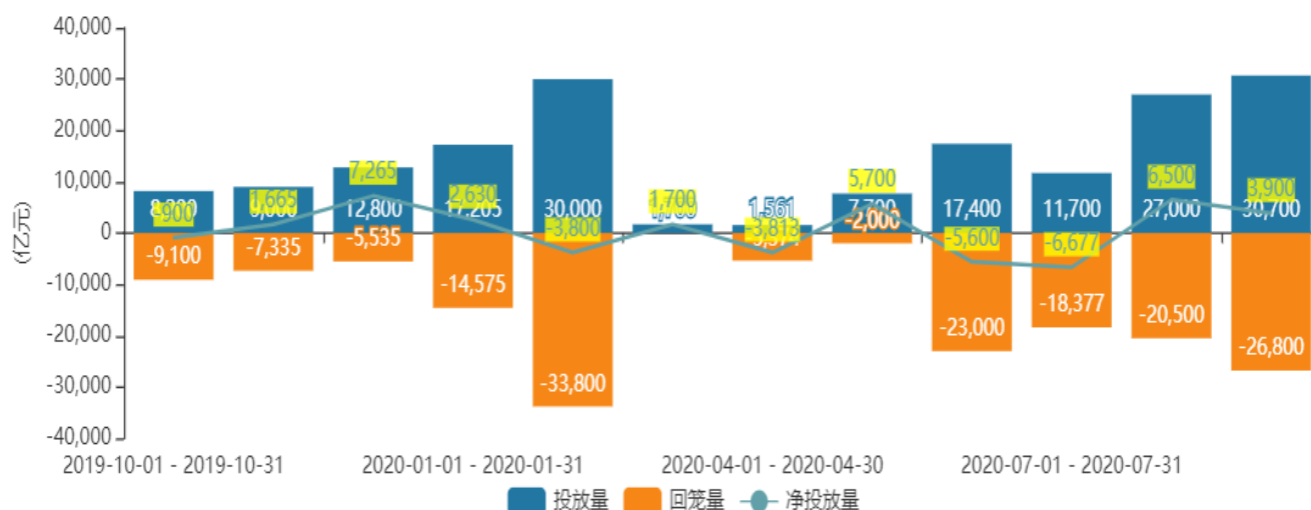
图 13：超额存款准备金率和货币乘数



数据来源：wind

根据央行最新公布的数据计算，8 月货币乘数达到 7.17，创出历史新高，反映信用扩张十分强劲；在货币乘数创新高的同时，超储率却持续走低，二者之间的背离导致银行间流动性偏紧。8 月人民币实体信贷和社融新增均超市场预期，引发流动性处于中性偏紧状态。

图 14：央行公开市场操作（单位：亿元）：整体操作较为谨慎



数据来源：wind

目前银行同业存单发行利率已明显上升，央行希望创造相对充裕的流动性环境。流动性并不会过度收紧，回购利率不会大幅上行，预计同业存单利率也不会大幅偏离中期借贷便利(MLF)利率。

四季度资金供需压力有望改善

预计全年利率债净融资额 10.5 万亿，其中，四季度利率债净融资额 2 万亿，显著低于 2、3 季度的供给量，供给压力将有所缓解。需求侧来看，政府债压力主要由银行承接，预计四季度信贷增速放缓，结构性存款压缩使得银行扩表速度趋降，预计 9-10 月银行债券投资增速先趋升而后放缓，年底供需格局才能弱改善。

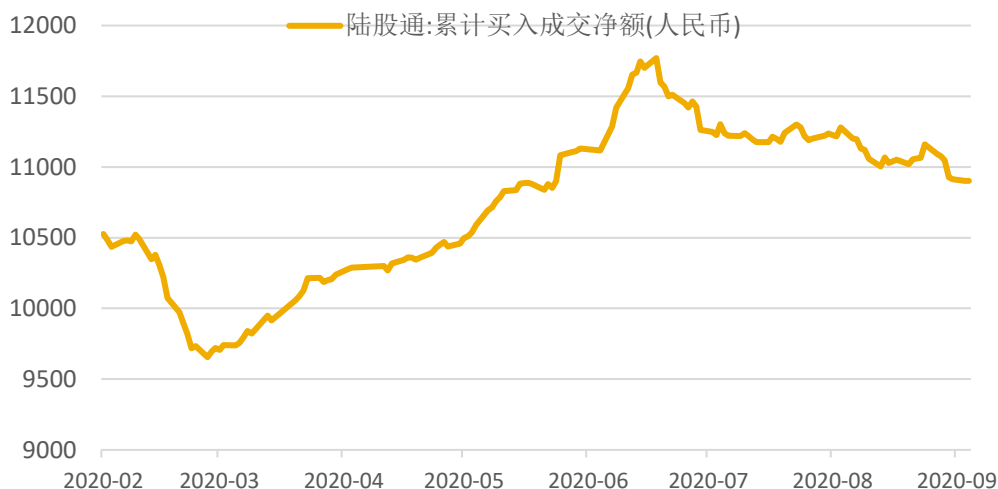
2.2 股市流动性：机构资金配置权益资产的意愿增强

值得注意的是，宏观流动性不是股市的主要矛盾，股市流动性才更重要。股市流动性主要是指进入到 A 股市场的资金，包括公募基金、海外资金、融资余额、个人投资者资金、保险资金、企业年金、养老金、银行理财资金等增量资金。

宏观流动性和股市流动性之间存在一定的关联性，但宏观流动性的变化能否传导至股票市场，其中一个重要的影响变量是股市监管政策。监管政策的周期性是影响股票市场流动性的根本原因，也导致了宏观流动性和股票市场流动性的差异。

流动性宽松预期弱化是三季度市场波动的主要诱因。由于内部结构性失业和外部环境不确定性仍存，货币政策强调“精准滴灌”，更有利于经济恢复，结构性的流动性引导也更有利于股市。此外，监管层限制资金空转套利及违规进入房地产市场的导向下，股市将间接获益。

图 15：北向资金累计资金流向（亿元）



数据来源：wind

当前，北上资金对于市场短期走势的影响越发重要，而影响北上资金流入流出的两个最重要的变量是中美关系和汇率。一般来说，中美关系阶段性恶化加速会使得北上资金流出，而人民币汇率阶段性快速升值会使得北上资金加速流入。5 月至 7 月上旬，随着人民币的升值，北向资金累计净流入 1456.99 亿元，带动股指快速攀升。7 月中旬以来，在人民币升值和中美关系反复紧张二者共存的环境下，其间北上资金并未表现出稳定流入的态势，反而出现了大规模撤离的现象。一方面，中美关系的阶段性影响是导致北上资金态度谨慎的原因，虽然市场已经基本免疫了美国对华的各类打压政策，但是时不时传出的“制裁”新闻仍然不可避免对情绪造成一定的影响；另一方面，落袋为安的动机也是其短期流出的原因之一。

不过，近期人民币兑美元连续升值，加之 A 股相较美股仍有估值优势，在全球资产荒，以及中国经济率先从疫情中恢复的背景下，A 股是外资难以忽视的优质投资标的，北向资金净流入的态势仍然可期。

图 16：人民币持续升值



数据来源：wind

总而言之，机构资金流入，A 股流动性充足。今年以来，富时罗素将中国 A 股的纳入因子由 15% 提升至 25%。由于中国经济率先复苏，海外主要经济体恢复缓慢以及良好的经济发展前景，海外主动资金纷纷投资 A 股。国内保险资金及银行理财资金缓步入场。伴随 A 股机构化后异常波动风险的降低，以及险资对管理资产回报的要求，未来险资对 A 股配置占比可能持续缓慢提高。目前银行理财子公司仍在加速成立中，伴随已成立的理财子公司的增多，银行系资产除了关注传统的“固收 +”资产配置外，增加权益类资产配置意愿不断增强。同时，公募基金相继成立，将给 A 股带来大量的资金入市。9 月首批科创板 50ETF 正式发行，4 只基金一日告罄，吸引资金约 1000 亿元，显示投资者的入市热情仍旧较高。因此，A 股资金流动性仍十分充足。

3 市场情绪：海外疫情与中美关系扰动仍存

3.1 全球经济：疫情重返欧洲主要经济体，经济不确定性上升

疫情继续在全世界蔓延，全球每日新增确认人数仍在历史高位，截止9月28日，全球累计确诊人数超过3300万例，死亡病例约100万例。随着管制措施的放松部分国家疫情出现反弹，每日新增感染人数再次出现高峰。美国现已累计确诊超过700万，7月高峰过后新增确诊病例数开始回落，但近期情况有所波动，当日新增确诊约3.5万例；欧洲六月开始陆续解封，随着人们日常活动的恢复，多个国家疫情出现反复，西班牙当日新增确诊超过1.2万例，超过春季疫情的峰值，部分地区再次收紧防疫措施，法国当日新增确诊也有冲高趋势，当日新增确诊超过1.1万例，英国也正在面临疫情的爆发点，当日新增确诊超过4000例；部分发展中国家也面临较大挑战，印度累计确诊人数已经超过600万人，每日新增人数继续冲高，当日新增确诊约8.2万例，巴西的累计确诊人数超过470万人，当日新增确诊约1.4万例。

疫情重返欧洲主要经济体，各国政府被迫实施新的封锁措施，这将限制整个欧洲地区的商业和社会活动。9月26日，西班牙首都马德里“封城”；同日，英国首相约翰逊宣布对英国采取新的新冠肺炎限制措施，遵循法国和西班牙应对疫情的方法，学校和大学将继续开放，酒吧必须从周四开始晚上10点关门，如果可以的话，要求人们在家上班，新的限制措施将持续约6个月。随着许多地方可能因冠状病毒感染增加而重新封锁，市场情绪开始恶化。

世界各国正加紧推进新冠疫苗的研制，根据世卫组织的统计，目前全球已有近200种新冠疫苗进入临床或临床前试验阶段，进度靠前的候选疫苗已经进入了III期临床试验，未来几个月将报告其关键研究数据，新冠疫苗的研发进入最后冲刺阶段。

图 17：国外疫情新增趋势图



数据来源：wind

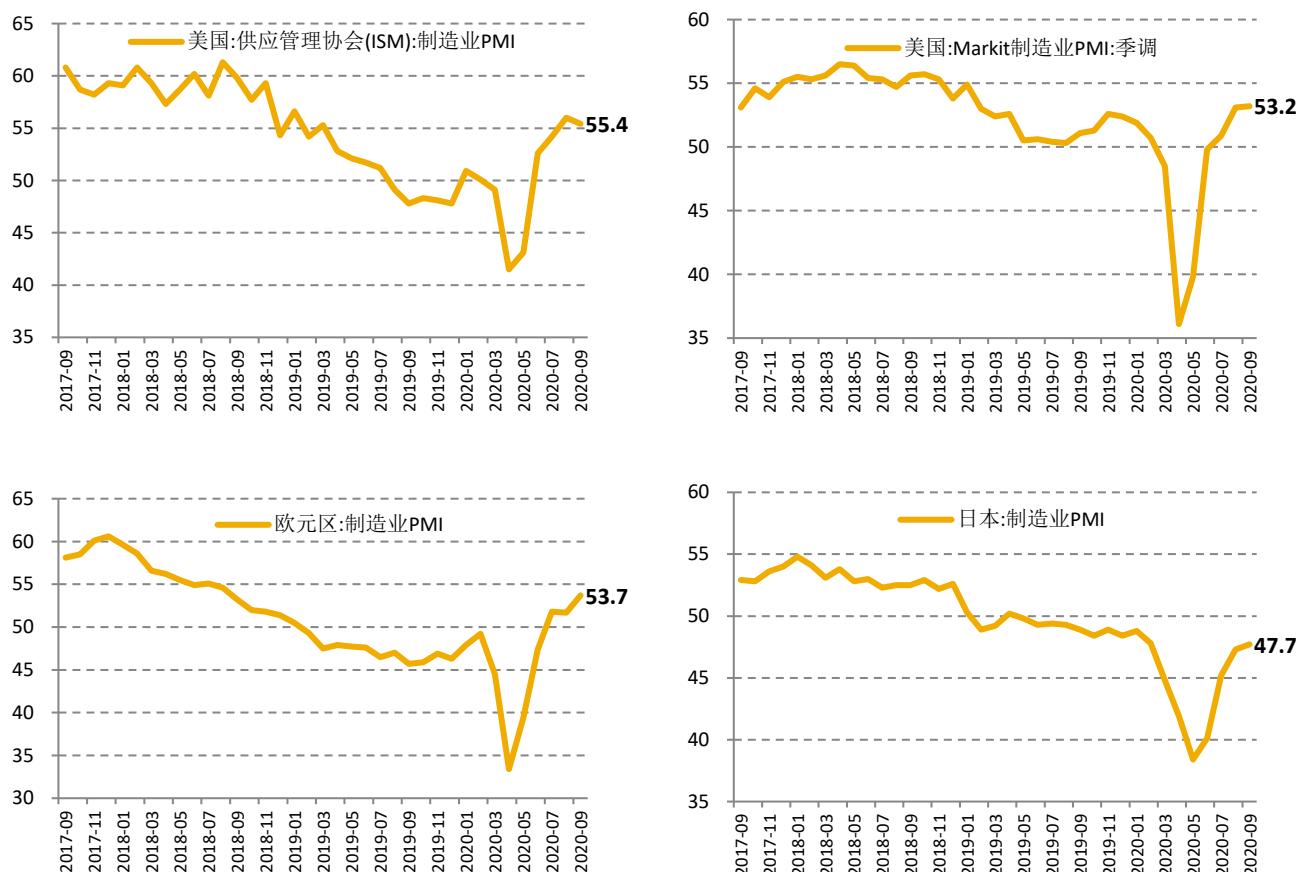
冠状病毒病例在欧洲迅速上升，以至于世界卫生组织警告称，该地区正在出现“非常严重的情况”，并称感染病例的再次出现是“警钟”。全球市场再度陷入恐慌，带动各种资产类别同时下跌。9月25日，欧美股市大幅下挫，道指盘中跌泻逾900点；国际油价全线下跌，美油期货一度跌超5%；与此同时，受强势美元和美国刺激措施不确定性的拖累，COMEX黄金期货收跌2.27%，创两个月以来新低，COMEX期银一度暴跌逾10%，国内沪银主力合约跌停。

除了疫情数据抬头影响市场风险偏好以外，市场也在密切关注着鲍威尔的证词。尽管美联

储一再强调维持宽松政策支持经济复苏，但市场期待的更多政策细节，以及加大资产购买规模等政策迟迟“缺席”，美联储释放的“矛盾信号”也是导致风险资产遭到抛售的因素之一。

9月27日晚间，鲍威尔再次强调美国经济前景的不确定性，与此同时，多位美联储官员也公开表达了对美国经济前景不确定性的担忧。此外，美国政府出台更多财政刺激措施的希望也在减弱，引发投资者对一系列风险事件进行评估，产生对未来市场进一步下滑的担忧。在美联储多位官员的“喊话”下，美股再次下跌，标准普尔500指数下跌2.4%，道琼斯工业指数下跌1.9%，以科技股为主的纳斯达克综合指数下跌3%，带动次日国内股指低开低走。

图 18：全球主要经济体 PMI



数据来源: wind

疫情对经济造成显著影响，而当疫情得到初步控制后各国管制措施开始放松，经济活动呈现复苏态势，但目前来看，疫情尚有反复风险，全球经济仍面临较大的不确定性。经济合作与发展组织（OECD）在其9月16日发布的《经济展望中期报告》中上调了对今年世界经济增长的预期，将2020年全球GDP的增长预期从下滑6%上调至下滑4.5%，主要是考虑到多国限制措施开始放松，经济活动逐步复苏，同时OECD调整了2021年全球经济增速至5%。

疫情尚未得到完全控制，全球经济面临的不确定性仍然很高，全球经济恢复需要一定时间，大多数经济体2021年底仍然会维持低于2019年的经济产出水平。根据经合组织的数据，2020年只有中国的经济将保持增长，预期经济增长率为1.8%，2020年美国预期增速为-3.8%，欧元区经济增速预期为-7.9%，日本经济增速预期为-5.8%，另外新兴市场和发展中经济体方面，预期2020年印度经济增速为-10.2%，巴西经济增速为-6.5%。

3.2 外围环境：美国大选及中美对峙仍会影响市场偏好

美国大选是四季度需要关注的一个尾部风险

本届大选由于疫情原因，投票方式将以邮寄为主，部分州接受选举日之后到达的带标记的选票，以及特朗普存在借“邮寄存在欺诈”拒绝和平移交权力的可能，均为本次大选的最终落地时间添加不确定性。此外，两党对华态度方面，两党竞选纲领均透露出对华强硬的态度，不过在方式层面存在差异，共和党倾向于“美国优先”，对华政策更有针对性；而民主党则强调通过“统一战线”对华采取强硬措施，并肯定贸易全球化的大方向。

9月30日早上，备受关注的美国大选第一轮总统候选人辩论在克利夫兰的凯斯西储大学举行，这也是大选进入最后冲刺期的标志。从辩论后资产价格的反应来看，美元小幅走高，美股期货大幅回调，纳指期货下跌1.1%，亚太股市也普遍走低，更多隐含了投资者认为拜登在首场辩论中“更胜一筹”的预期，拜登提高企业所得税、更高的资本利得税、以及加强监管等政策都被认为对市场并不友好，因此令投资者感到担心。

10月15日将迎来第二轮辩论，11月3日是大选投票日，需要警惕大选结果无法及时出炉、甚至引发争议需要较长时间才能落定的小概率意外。2000年小布什和戈尔的大选就是因为佛罗里达计票的争议，最终由最高法院判决后，大选最终结果12月份才出炉。考虑到今年依然相对胶着的选情、以及最高法院空缺提名可能带来两党博弈和选民投票倾向的不确定性，这一小概率事件依然值得关注。如果出现的话，可能会增加并拉长市场和政策面临的不确定性。

中美对峙表现出长期性和持续性

7月下旬中美外交冲突骤然升级。7月21日，美方突然要求中方在7月24日下午4时前关闭驻休斯敦总领馆，外交部发言人7月22日在例行记者会上确认，市场对中美两国关系前景的担忧对金融市场的风险资产产生冲击，避险情绪再次升温。作为避险资产属性较强的黄金、白银出现大幅上涨，沪银连续三日高开高走，创6年多来新高，沪金指数突破关键点位，刷9年来新高418.74元/克。

8月25日，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。中美对峙表现出长期性和持续性，影响波及经济、贸易、科技、知识产权、地缘政治等领域，对A股而言将是个长期扰动项。

总而言之，美国大选和中美分歧将主要从市场情绪层面对国内股债市场产生影响，是制约股市和支撑债市的一个不确定性变量。在美国大选前，中美分歧依然会保持高频率、低影响的特征。

4 逻辑与策略：多空均衡，区间震荡

4.1 运行逻辑：向下有经济和流动性支撑，向上有海外扰动制约的均衡状态

盈利端：短期经济恢复对盈利产生一定支撑，同时收入和盈利头部化也对上市公司业绩产生部分贡献，不过考虑到疫情发展、经济中长期的隐忧及头部化过程所引发的小微企业衍生问题，业绩端并不能推动较大量级行情的发展。

政策端：每年的四季度都是会议和政策的密集期，这会给市场带来很多事件驱动力。重点关注 10 月在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议。十四五规划将是未来五年的长期投资方向指引，短期具有较强事件驱动力。同时还有 12 月的中央经济工作会议，这将为明年的投资指引方向，同样是值得关注。

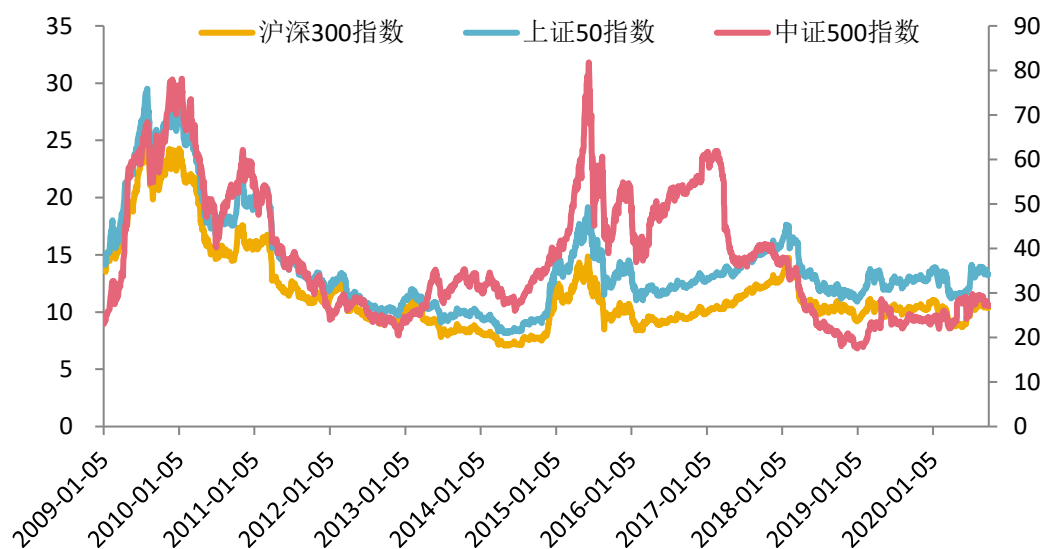
股市流动性：四季度外资主导力量偏弱，公募将在四季度成为主导市场的绝对主力，公募基金的博弈将对市场产生较大的影响。

估值端：目前相对适中，不存在明显的低估，甚至存在结构性的高估风险。3 季报披露期，对于估值过高的品种是压力，对于估值低的品种是动力，其中资金的流动必然引起波动。

市场偏好：四季度更影响市场的因素更可能来自风险偏好的波动，包括美国大选的外部事件及十四五规划落地过程中可能触发的结构性机会，都可能带来市场预期的波动。

总体来看，随着经济基本面企稳，企业盈利能力增速有望持续回升，市场逐渐从流动性转为基本面驱动。未来市场的方向在指数层面偏正向，但中枢的上行空间相对小，因情绪及风险偏好变化所带来的波动空间更大。

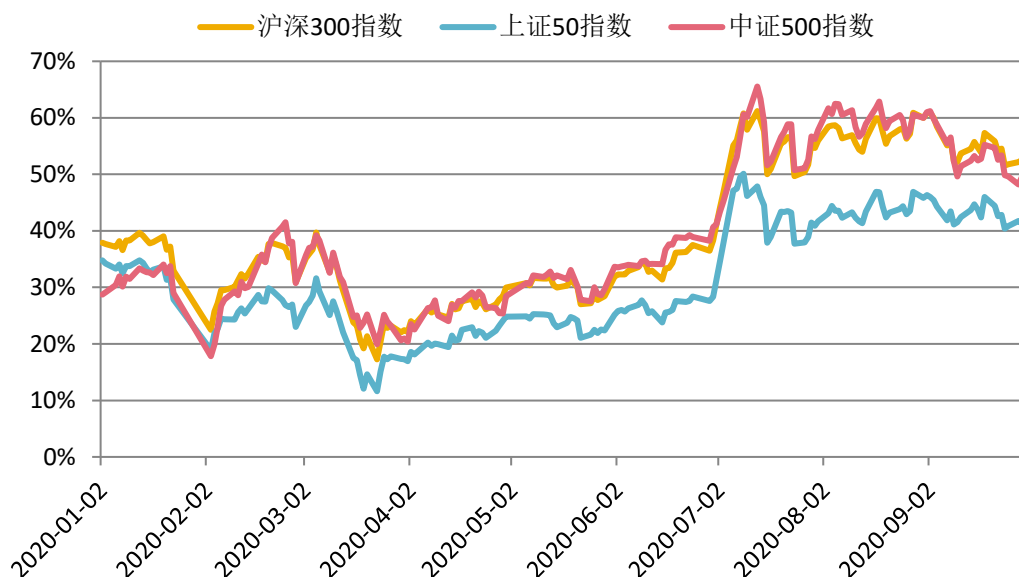
图 19：三大指数市盈率 PE（中证 500 右轴）



数据来源：wind

4.2 操作建议：高位震荡，高抛低吸

图 20：沪深 300 股指期货加权指数价格走势图



数据来源：文华财经

股指策略：高位震荡，高抛低吸

从估价的定价公式来看：在分子端的复苏和分母端偏紧矛盾的冲击下，市场整体仍然将以震荡行情为主，市场更加侧重于结构性行情。

(1) 分母端：对市场的影响更大，一方面 10 年期国债收益率从 5 月的 2.4% 上行到目前的 3.1%，上行了 70BP；另一方面由于美国大选的不确定性，全球避险情绪上升，使得全球市场的风险溢价都在提升，进而对北上资金流动性也产生了一定的冲击，分母端总体来看还是偏紧的过程。

(2) 分子端：二季度以来经济处在一个强势复苏的过程当中。

操作建议：

三大期指自 7 月中旬创年内高点以来，近三个月在高位下方维持区间振荡，风格均衡成为当前市场的关键词。IF、IH、IC 参考区间分别为 4510-4880、3180-3410、6070-6650，区间下沿有支撑，若无新的重大利空背景下，指数在下沿附近形成反抽的概率较大，区间内高抛低吸为宜。若有效下破的话，才能转为偏空思路，否则不宜做空。

时间窗口：

10 月份尤其要注意市场的波动，美国大选前的一个月，难免地缘政治以及全球市场波动加剧，预计在 10 月底和 11 月初，此时业绩、地缘乃至政策都趋明朗，市场安全边际提升，时间窗口到来。

风险提示：

全球疫情蔓延速度和持续时间超预期，全球经济复苏不及预期；中美分歧加剧导致全球风险偏好下行；海外权益市场进入第二轮大调整。