

经济基础决定“上层建筑”

摘要


股指在三季度初大幅冲高，之后回落，一直维持区间震荡到现在，一方面是对前期冲高时市场过热情绪的消化，另一方面也是市场调整对经济复苏和货币政策认知的过程。

展望四季度，我们认为货币政策大概率会保持常态化，即对行情的支撑效果保持中性，指数运行的核心矛盾依然是经济复苏不变，而指数在震荡调整结束后将决出方向。从经济领先指标以及盘面结构判断，我们认为指数在调整后仍有上升空间。但上升空间的多少取决于经济复苏情况的好坏，以及市场风险偏好的演化程度。

三季度以来货币政策逐渐常态化，这的确给股指的上行带来了一定的压力，但是目前还未看到其产生明显的负面影响，核心还是在经济复苏上。此外，市场风险偏好的演变除了受国内经济复苏预期的影响外，也受到美联储宽松的货币政策的影响，因此关注美联储在货币政策方面的态度比盯住美股更重要。

我们在中报中推荐了两个策略，一是一季度报告中就推荐过的卖出现金担保看跌期权策略，二是买入股指期货多头，并构建保护性看跌策略。展望四季度，我们认为上述两个策略依然十分适宜。

风险点：经济复苏进程中断、美联储货币政策导向转变



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王梦颖

投资咨询证号：

Z0015429

目录

第 1 章	三季度回顾：情绪和预期的调整期	3
1.1.	货币政策常态化	3
1.2.	经济弱复苏	4
1.3.	市场情绪降温	5
第 2 章	四季度行情展望	6
2.1.	上行空间犹存	6
2.2.	经济复苏有望持续	7
2.3.	潜在风险点的探讨	10
第 3 章	策略推荐	12
3.1.	卖出现金担保看跌期权	12
3.2.	保护性看跌策略	13
	免责声明	14

图表目录

图 1.1.1	十年期国债收益率和 3 月期 Shibor 走势图（单位：%）	3
图 1.2.1	三驾马车表现情况（单位：%）	4
表 1.2.1	主要指数单季度归母净利润同比增速（单位：%）	4
图 1.3.1	沪深 300 指数换手率（单位：%、10 日移动平均）	5
图 1.3.2	融资买入额占 A 股成交额比例（5 日移动平均）	5
图 2.1.1	沪深 300 价值指标	6
图 2.1.2	A 股分行业估值分位数变化	7
图 2.2.1	中国 PMI 指标走势（相较于枯荣线，单位：%）	8
图 2.2.2	PMI 新订单指数（相较于枯荣线，单位：%）	8
图 2.2.3	PMI 指标（相较于枯荣线）和指数单季度净利润增速（单位：%）	9
图 2.2.4	PMI 指标（相较于枯荣线）和指数 ROE（TTM）（单位：%）	9
图 2.2.5	企业中长期贷款状况	10
图 2.3.1	中美股市相关性分析（标普 500 指数 V.S. 沪深 300 指数）	11
图 2.3.2	国债收益率和价值指标走势	12
图 3.1.1	卖出现金担保看跌期权模拟仓跟踪情况	13

第1章 三季度回顾：情绪和预期的调整期

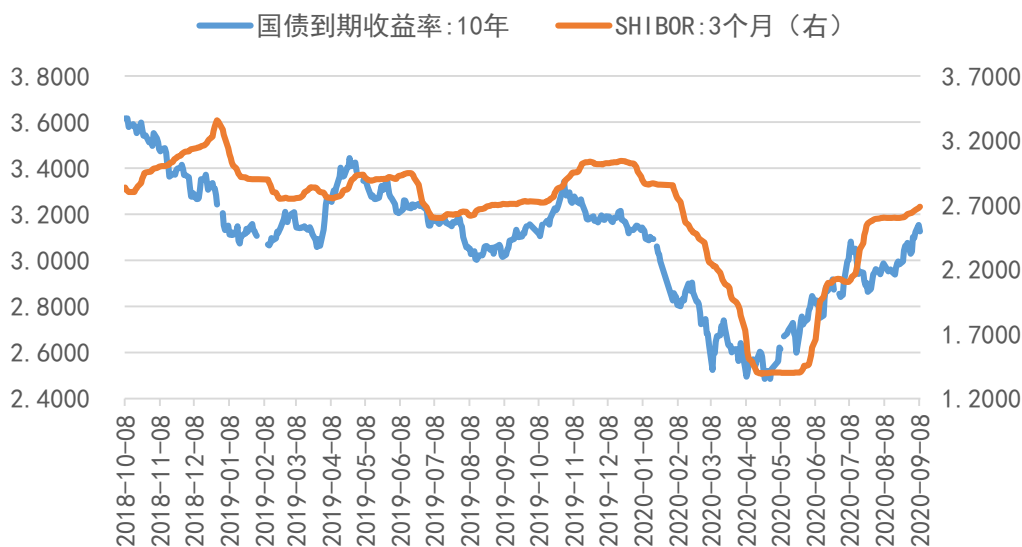
股指在三季度初大幅冲高，之后回落，一直维持区间震荡到现在。我们在今年的中报里对股指下半年的运行进行了三种情景假设，以经济基本面预期为锚，假设了乐观、中性和悲观情景下的指数走势。从三季度的行情表现来看，实际发生的情况和中性预期下的情景较为一致。在中性情景下，我们认为经济会弱复苏，指数维持区间震荡，难跌难涨。

股指震荡调整一方面是对前期冲高时市场过热情绪的消化，另一方面也是市场调整对经济复苏和货币政策认知的过程。

1.1. 货币政策常态化

在年中时，我们从央行的举措中认识到国内流动性政策开始边际收紧，并提到如果后续经济状况未出现意外下滑的话，货币政策最宽松的时候可能已经过去。从三季度的市场状况来看，今年国内货币政策最宽松的时候基本可以确认已经过去，货币政策已经逐渐常态化，利率也逐渐恢复到了疫情前的水平。

图 1.1.1 十年期国债收益率和 3 月期 Shibor 走势图（单位：%）



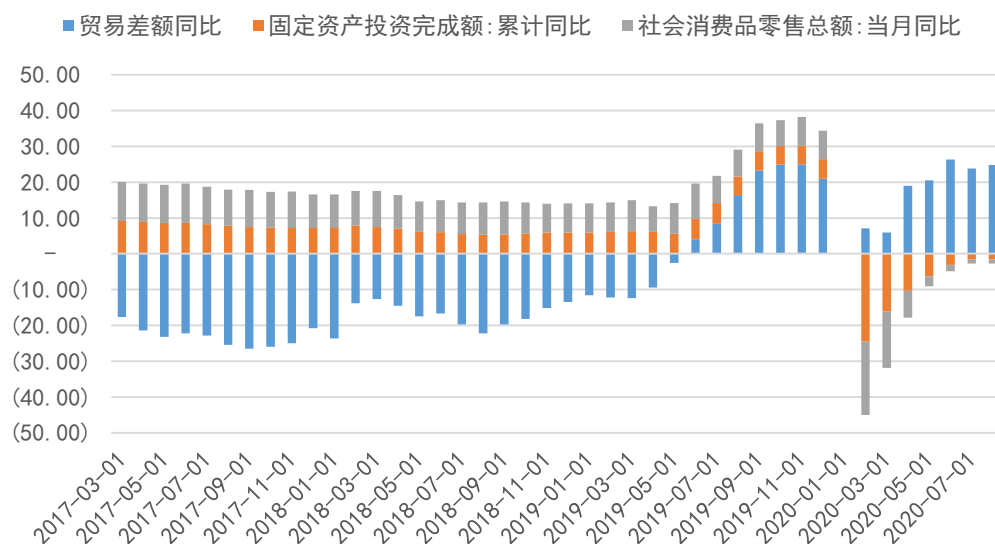
资料来源：Wind 南华研究

货币政策宽松是今年疫情以来支撑行情上涨最重要的一个因素。这个因素从二季度开始逐渐减弱，到三季度时已经回归中性。

1.2. 经济弱复苏

从三驾马车的表现来看，国内经济逐渐从疫情的阴霾中走出，净出口表现强劲，但是投资和消费的复苏缓慢，整体呈现弱复苏的状态。

图 1.2.1 三驾马车表现情况（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

A 股主要指数的净利润增速在二季度时出现环比改善，仅上证 50 指数的净利润环比增速出现下滑，这说明从二季度开始大部分企业的经营状况优于一季度，疫情的冲击在逐渐淡去。

表 1.2.1 主要指数单季度归母净利润同比增速（单位：%）

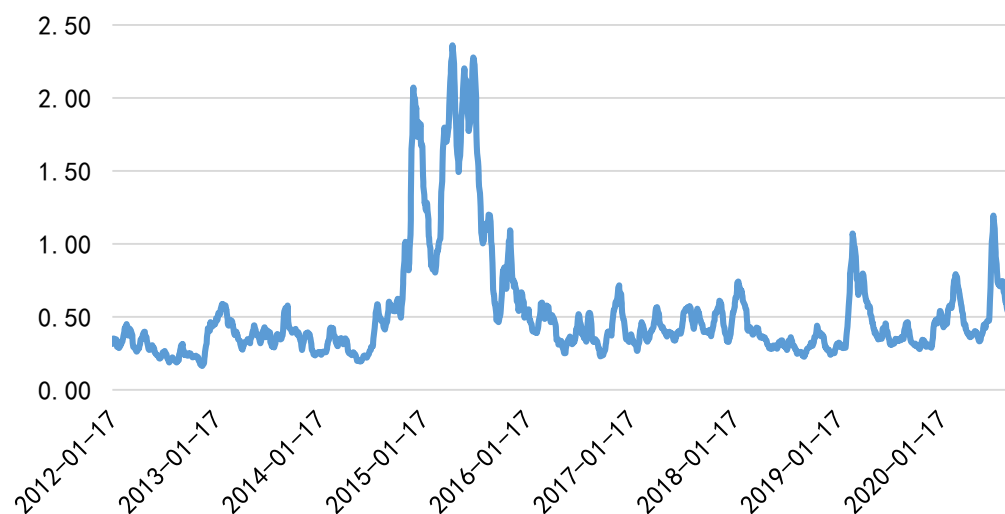
时间	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	万得全 A
2019 年 3 月	12.27	11.79	5.12	4.02	9.92
2019 年 6 月	11.19	10.43	-13.75	-11.96	3.93
2019 年 9 月	9.02	10.72	-9.99	-6.70	6.92
2019 年 12 月	10.24	7.67	-96.96	-104.26	2.98
2020 年 3 月	-15.46	-18.81	-34.66	-58.84	-24.31
2020 年 6 月	-24.86	-17.63	-17.35	2.48	-11.65

资料来源：Wind 南华研究

1.3. 市场情绪降温

在二季度末时，我们注意到三大指数的换手率在历史低位附近，在中报中我们提到这意味着风险偏好的边际变化容易对行情的走势产生较大的影响。三季度初，由于当时经济数据的超预期，市场情绪极度乐观，指数短期内大幅走高。随着指数的走高，换手率也创下两年新高，市场变得十分不稳定。为了消化前期的过度乐观，以及市场的不稳定，指数进入震荡调整期。截止 9 月下旬，我们观察到换手率已经大幅下滑，融资交易比例基本回到历史低点附近，市场情绪明显降温、稳定性大幅改善，但还未完全平复。

图 1.3.1 沪深 300 指数换手率（单位：% ， 10 日移动平均）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.3.2 融资买入额占 A 股成交额比例（5 日移动平均）



资料来源：Wind 南华研究

我们认为三季度初指数的大涨得益于经济数据超预期带来的市场风险偏好改善，短期内过度乐观的市场情绪不仅给指数走势本身造成了不稳定性，也将市场对经济复苏的预期拔的过高。之后，随着货币政策常态化逐渐被市场认知，以及其他经济数据仅呈现出弱复苏的状态，市场开始逐渐调整其对经济复苏的预期，在这种情况下，指数呈现出区间震荡的走势。

第2章 四季度行情展望

展望四季度，我们认为货币政策大概率会保持常态化，即对行情的支撑效果保持中性，指数运行的核心矛盾依然是经济复苏不变，而指数在震荡调整结束后将决出方向。从经济领先指标以及盘面结构判断，我们认为指数在调整后仍有上升空间。但上升空间的多少取决于经济复苏情况的好坏，以及市场风险偏好的演化程度。

2.1. 上行空间犹存

从指数的当前估值水平来看，由于近期利率的上行，股票的相对价格变得有些昂贵，但距离估值高位仍有一定的距离。

图 2.1.1 沪深 300 价值指标



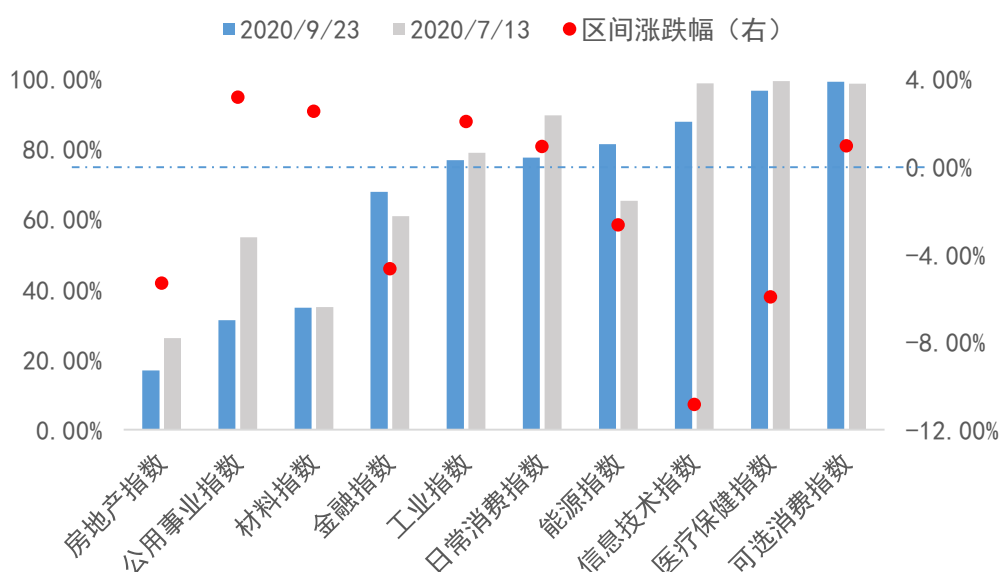
资料来源：Wind 南华研究

细分来看，今年 A 股各行业指数的表现差异巨大，受益于疫情的医疗、消费、信息技术板块的估值在 7 月初指数冲高时就到达了估值的顶峰，而受疫情影响较大的行业，例如材料板块（煤炭、钢铁）等，估值仍位于相对低位。我们观察到部分低估行业自 7

月中旬以来表现反超前期领先的疫情受益板块，如公用事业、材料、工业等板块，并且由于盈利的改善，指数的上涨并未造成估值的明显上升。但是，指数中权重占比较高的金融板块表现依然低迷，且由于盈利的下滑，指数下跌、估值反而继续抬升。地产板块受到“住房不炒”政策的影响很难上涨，而盈利却在改善，这导致地产板块在三季度时的估值越发便宜。

随着指数的不断调整，我们看到部分前期高估的板块再次拥有了继续上涨的空间，加上前期相对低估的板块还有很大的估值空间，因此，我们认为整体而言指数仍有继续上行的空间。

图 2.1.2 A 股分行业估值分位数变化



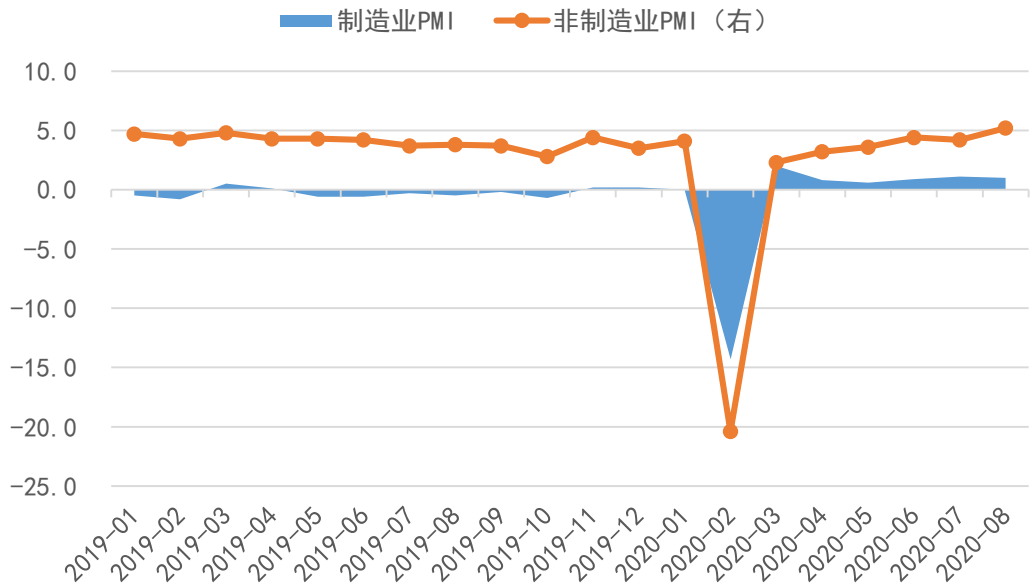
资料来源：Wind 南华研究

需要注意的是，由于当前指数的整体估值并不便宜，所以企业盈利状况对估值的边际影响会加大。换句话说，只有企业盈利状况改善，或者说经济持续复苏的状况下，指数的上行空间才能继续存在，且盈利状况的好坏将决定上行空间的幅度。因此，之后的经济数据状况和企业盈利状况将会是我们关注的重中之重。

2.2. 经济复苏有望持续

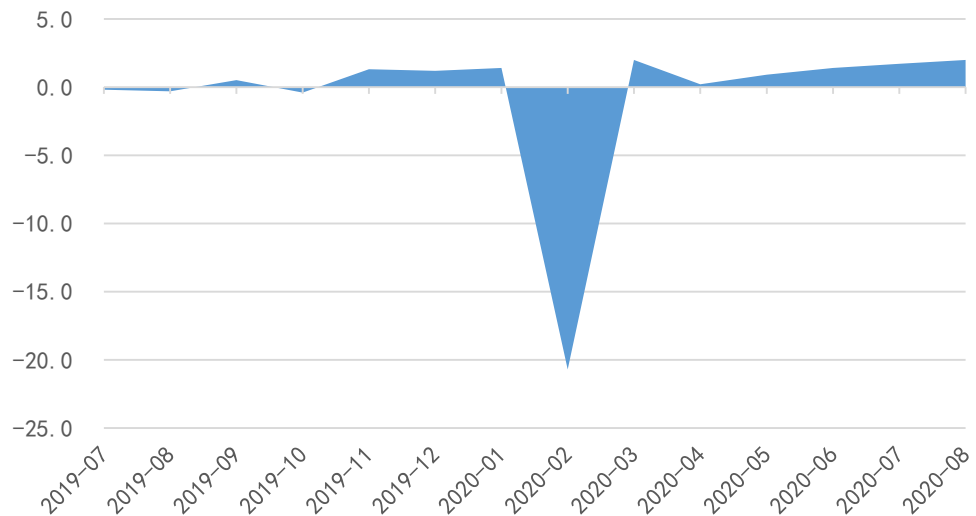
中国制造业和非制造业 PMI 指标在 3 月份时重回枯荣线之上，且连续 8 个月位于枯荣线以上。同时，PMI 细分项中的新订单指数环比增长，这意味着企业订单状况在逐月改善，这是经济复苏可持续的重要倚仗。

图 2.2.1 中国 PMI 指标走势（相较于枯荣线，单位：%）



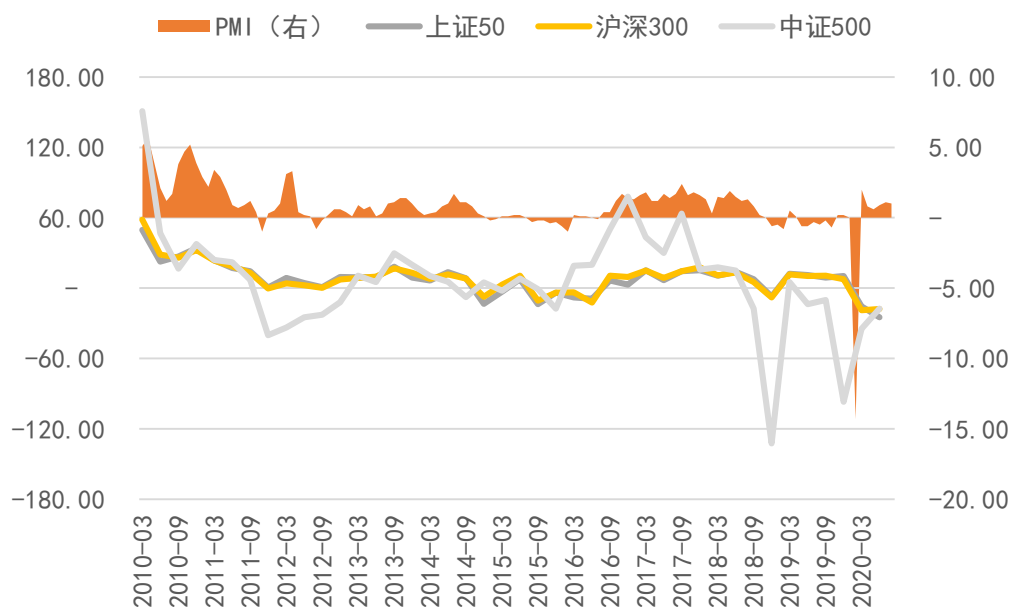
资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.2 PMI 新订单指数（相较于枯荣线，单位：%）

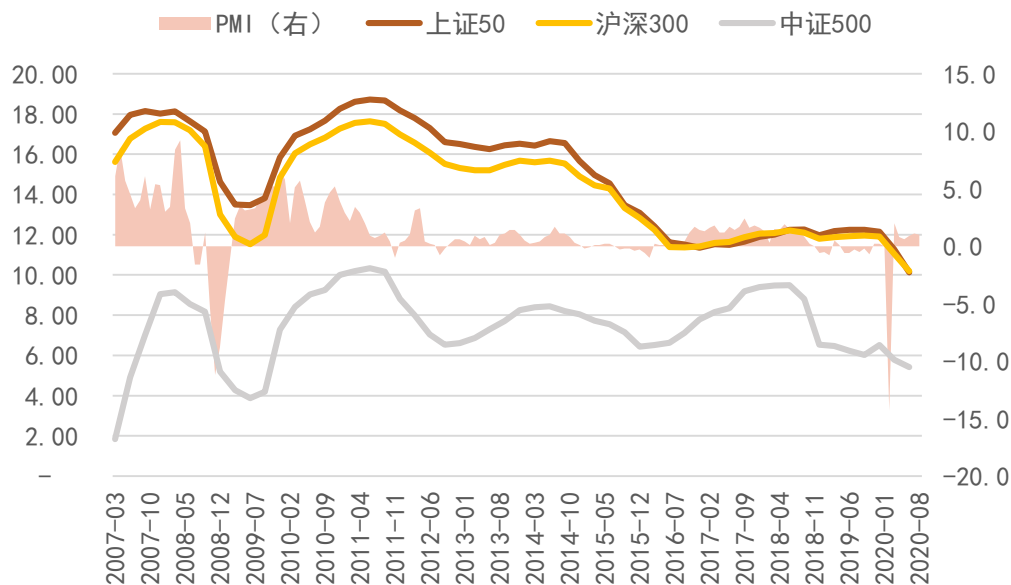


资料来源：Wind 南华研究

从历史观察来看，PMI 指标一直对企业盈利状况的变化有着较好的前瞻指示意义，当 PMI 指标持续位于枯荣线上方时，企业的归母净利润增速和 ROE 都会出现改善。从 3 月份以来我国 PMI 指标持续位于枯荣线之上，这意味着企业三四季度的盈利有望持续改善。

图 2.2.3 PMI 指标（相较于枯荣线）和指数单季度净利润增速（单位：%）


资料来源：Wind 南华研究

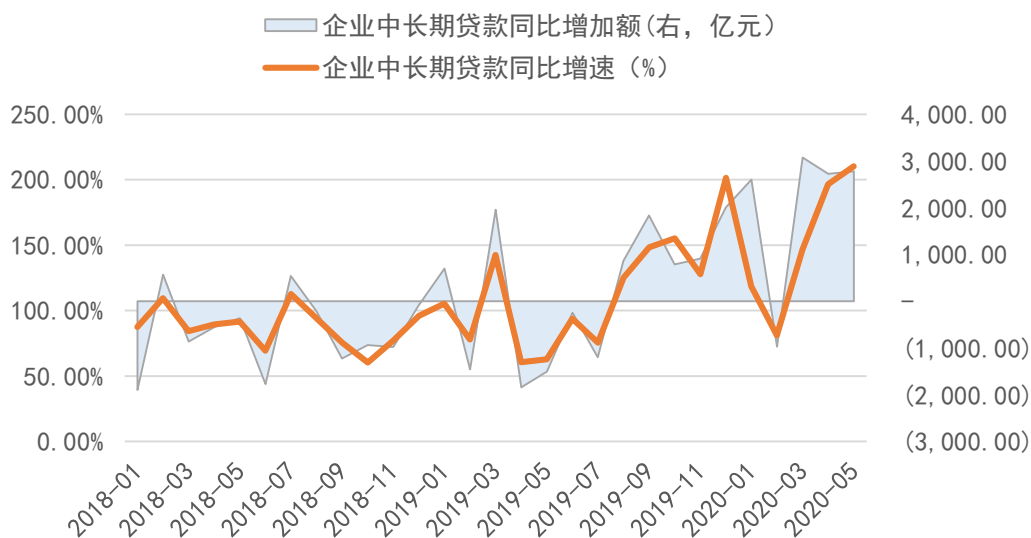
图 2.2.4 PMI 指标（相较于枯荣线）和指数 ROE（TTM）（单位：%）


资料来源：Wind 南华研究

此外，社融增速依然保持相对高位。企业贷款增速亮眼，且企业的中长期贷款增速

依然保持在高位，这暗示着企业愿意加大资本开支力度，体现了企业家对未来经济的良好预期。同时，随着企业资本开支的加大，企业盈利有望出现改善。因此，从目前的前瞻指标来看，经济复苏有望持续到年底，企业盈利也有望改善。

图 2.2.5 企业中长期贷款状况



资料来源: Wind 南华研究

2.3. 潜在风险点的探讨

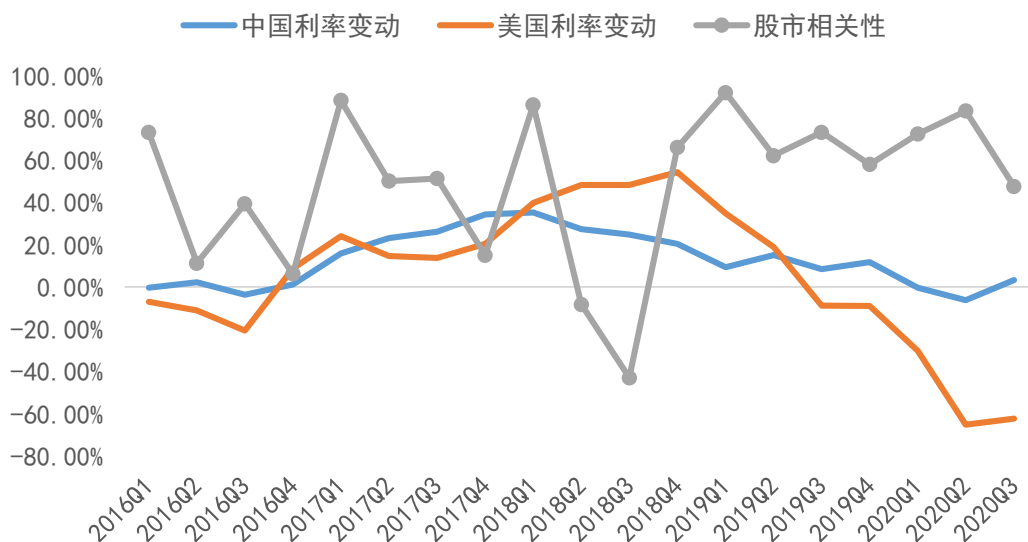
股指当前的估值水平已经不算便宜，这意味着后续的上涨需要更强的市场风险偏好改善来推动。前文提到的核心因素经济复苏是影响市场风险偏好的其中一个维度，接下来我们对另外两个维度进行探讨。

2.3.1. 美股下跌风险的传导?

9月初，美股突然出现大幅下跌，极大的影响了全球股票市场的风险偏好。A 股本身就处在调整之中，受此影响，调整幅度有所加大。从我们前面的分析可以看到，A 股从 7 月初冲高后开启回调，背后的原因一是因为部分行业估值的高企，二是短期内市场不稳定性增强，情绪过热所致。我们认为美股下跌给 A 股带来了情绪方面的负面影响，会影响其短期走势，但这并不是驱动 A 股走势的核心原因。A 股的核心驱动因素自二季度以来一直都是国内经济基本面状况。

此外，我们也观察分析了历史上中美两国的股市相关性，发现在两国货币政策导向一致性较高时，中美股市相关性较强，其他时候相关性偏弱，甚至会出现负相关的情况。

今年三季度时，中美两国的货币政策导向的分歧逐渐加大，中国货币政策的导向是回归常态化，而美国依然在延续低利率政策，因此，我们推断中美股市的相关性不会如二季度那般高。事实证明，中美股市在三季度时的相关性的确大幅减弱，截止 9 月 23 日，中美股市的相关性从二季度时的 83% 下滑至 48%。

图 2.3.1 中美股市相关性分析（标普 500 指数 V.S. 沪深 300 指数）


资料来源：Wind 南华研究

所以，我们无需为美股下跌过度担忧，甚至美股下跌反而加速了 A 股情绪调整的速度。相较而言，我们更需要担忧的是全球市场风险偏好是否会发生趋势性逆转，尤其是 11 月份的美国大选，加大了市场的不确定性。美联储宽松的货币政策是支持全球市场风险偏好积极的最大基石，因此关注美联储在货币政策方面的态度比盯住美股更重要。

2.3.2. 货币政策常态化的影响？

首先，货币政策常态化后，我们需关注宽信用的效果是否会出现变化，如果利率的上行导致信用出现收紧，那么此轮行情中国内市场风险偏好向好的最大基础将动摇，进而对股票市场造成较大的负面影响。从目前的社融数据以及产业债信用利差的数据来看，当下宽信用的环境依然在，利率常态化暂未对宽信用产生明显的负面影响。

第二，随着利率水平恢复至疫情前，我们需要重新考量股市的“合理”估值水平。在一季度时，由于较低的利率水平，股市的合理估值水平也随之升高，但是随着利率的回升，股市的合理估值水平理应下降。我们可以利用价值指标来观察股市在不同利率水平下的估值演变状况。假设其他条件都相同，我们拿股指目前的估值水平和历史上同样利率水平下的估值进行对比，可以发现当前的股指估值水平略微贵于历史平均水平。

由此，我们可以得出以下推论：1. 如果利率水平继续上升，而股指盈利并未改善，那么股指将进入“昂贵”状态；2. 如果利率水平保持相对稳定，而股指盈利改善，那么股指将重新变得便宜；3. 如果经济复苏不及预期/超过预期，企业盈利下滑/改善，利率水

平回落/回升，那么股指的估值状态将取决于盈利和利率的相对变化速度。

根据前文的分析，我们认为推论 2 中的情况发生的概率最大，因此，股指估值水平的变化将主要取决于盈利的改善情况，也就是经济复苏的状况。

简而言之，我们认为货币政策常态化的确给股指的上行带来了一定的压力，但是目前还未看到其产生明显的负面影响，核心还是在经济复苏上。

图 2.3.2 国债收益率和价值指标走势



资料来源：Wind 南华研究

第3章 策略推荐

我们在中报中推荐了两个策略，一是一季度报告中就推荐过的卖出现金担保看跌期权策略，二是买入股指期货多头，并构建保护性看跌策略。展望四季度，我们认为上述两个策略依然十分适宜。

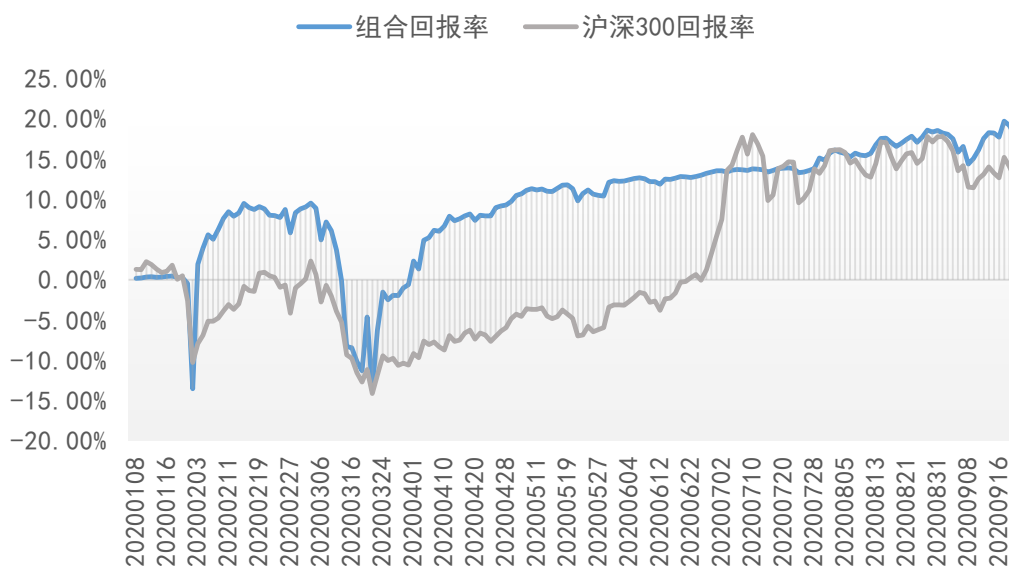
3.1. 卖出现金担保看跌期权

卖出现金担保看跌期权策略我们最早在一季度报告中有推荐过，中报时继续推荐，推荐的理由就是因为是在行情位于相对底部时，该策略风险偏小，而且亦攻亦守。今年三季度时，行情基本以震荡调整为主，指数整体涨幅有限，但是卖看跌的操作让我们赚到了时间的钱。

从下图也可以看到，该策略在三季度时表现十分亮眼。截止 9 月 23 日收盘，该策略的模拟仓绝对回报率（基于账户起始资产）达到 18.54%，跑赢沪深 300 指数 5.40%。

从今年的跟踪来看，我们发现当行情发生较大下跌时，该策略的回撤力度较大。因此如果想进一步完善收益率曲线，可以在行情有较大下跌风险前买入近月看跌合约来对冲回撤风险，等到下跌基本完成后平仓即可。

图 3.1.1 卖出现金担保看跌期权模拟仓跟踪情况



资料来源：Wind 南华期货

3.2. 保护性看跌策略

在中报中，对于保护性看跌期权策略中期权部位的头寸构建，我们给出了三种方案，分别是择时买看跌，用领口期权以及用看跌期权比率跨期价差。当时由于我们很难判断第三季度的风险发生时间点，因此，更推荐后两种方式来构建看跌头寸。根据我们在前文中的分析，四季度时指数出现暴跌的概率较小。从国内来看，四季度会召开中央经济工作会议，今年还要加上“十四五”规划的筹备，因此，我们并不认为今年四季度国内政策面会出现“黑天鹅”事件。从海外来看，四季度时最大的不确定性就是美国大选，但这是一个“定时”的事件，因此，我们可以采取更为省事的择时买入看跌来保护多头头寸。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点