

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

2018 年股指期货四季报 ——秋守冬藏

陈畅

一德期货期权部



陈畅

金融衍生品分析师

期货从业资格号：

F3019342

投资咨询从业证书号：

Z0013351

2542141169@qq.com

一德期权部

电话：(022) 23303538-6821

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路 188
号信达广场 16 层

邮编：300042

■ 内容摘要

回首前三个季度，市场在内外不确定性阴霾的笼罩中每况愈下，中美贸易摩擦升温、宏观经济数据不及预期、中报企业盈利下滑等事件更加重了投资者对于市场前景的担忧。目前上证综指已经跌破熔断低点 2638 点，预计四季度前期市场将处于震荡寻底过程之中。若后期上述国内外不确定因素出现边际利好，市场或将出现阶段性反弹，届时反弹的幅度取决于预期改善的程度。详见报告分解。

■ 核心观点

- 对 A 股而言，当前制约行情走强的掣肘依然在微观流动性。在内外不确定性因素较多的背景下，市场预期趋于悲观，增量资金进入股票市场的意愿并不强烈，微观流动性的问题得到实质解决仍然需要一个过程。
- 对内而言，投资者需关注经济增长压力较大、紧信用状况依然待解、通胀预期有所抬头可能对股票市场估值产生的负面影响。尤其需要警惕业绩不及预期、股权质押数额较大、商誉过高、日成交额偏小的中小创公司。
- 对外而言，今年以来 A 股指数和外围市场的联动性大大增加，加之当前贸易摩擦风险仍存、美股波动再次加大，央行降准一定程度上也使人民币汇率承压。建议投资者密切关注北上资金动向以及内外盘联动效应，尤其需要警惕如果贸易摩擦进一步加剧，对 A 股特别是在美投资的中国企业（以各行业龙头为主）造成的影响。
- 目前上证综指已经跌破熔断低点 2638 点，预计四季度前期市场将处于震荡寻底过程之中。若后期上述国内外不确定因素出现边际利好，市场或将出现阶段性反弹，届时反弹的幅度取决于预期改善的程度。
- 基本面分析和季节性规律均显示，四季度以上证 50、沪深 300 为代表的大指数相对小指数出现超额收益的概率较大，建议投资者择时布局多 IF、IH 空 IC 的跨品种套利。

目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 温故：跌跌撞撞这一年 | 1 |
| 2. 知新：迷雾未散，风险仍存 | 3 |
| 2.1 内忧：稳增长的压力，紧信用的现实..... | 3 |
| 2.1.1：盈利改善步伐放缓，依然待解..... | 3 |
| 2.1.2：宽货币转向宽信用，道阻且长..... | 6 |
| 2.1.3：通胀预期有所抬头，务必重视..... | 7 |
| 2.2 外患：多事之秋，边走边看..... | 8 |
| 2.2.1：贸易摩擦隐忧仍存..... | 8 |
| 2.2.2：内外联动不容忽视..... | 9 |
| 2.3 内外交织的困惑：微观流动性依然是掣肘..... | 11 |
| 3. 思辨：从不确定中寻找确定 | 11 |
| 3.1 基本面分析：大指数安全边际较高..... | 12 |
| 3.2 季节性规律：秋冬季配置偏向蓝筹..... | 12 |
| 4. 核心观点与风险提示： | 14 |
| 4.1 核心观点：秋守冬藏，且行且珍惜..... | 14 |
| 4.2 风险提示：内外不确定性交织，小心驶得万年船..... | 14 |
| 4.3 操作建议：边走边看，把握结构性机会..... | 14 |
| 免责声明 | 16 |

1. 温故：跌跌撞撞这一年

说到今年的 A 股，相信大家都会展现“尴尬而不失礼貌的微笑”。截止 10 月 11 日，上证综指已经跌破了 2016 年熔断低点 2638 点，“跌跌不休”这个词恐怕投资者朋友们都已经听倦了。无论市场上涨抑或下跌，对于期指交易而言，都意味着机会，也暗含着风险。俗话说“温故而知新，可以为师矣”，纵然过去三个季度的行情不堪回首，我们还是需要抽丝剥茧去探明背后的原因，以期为四季度的操作提供指引。

从年初至今上证综指和道琼斯指数的走势图可以看出，两者一季度基本趋同，但在二三季度却出现较大分歧。如果说一季度“小概率大涨”叠加“小概率大跌”是内外盘共振联动的反映，那么二三季度市场的积弱难反则更多的体现出“去杠杆”和中美贸易摩擦的双重打压下，投资者预期悲观所导致的金融恐慌。虽然诱因各表一枝，但结果殊途同归：资金缺乏入场动力，A 股微观流动性备受制约。

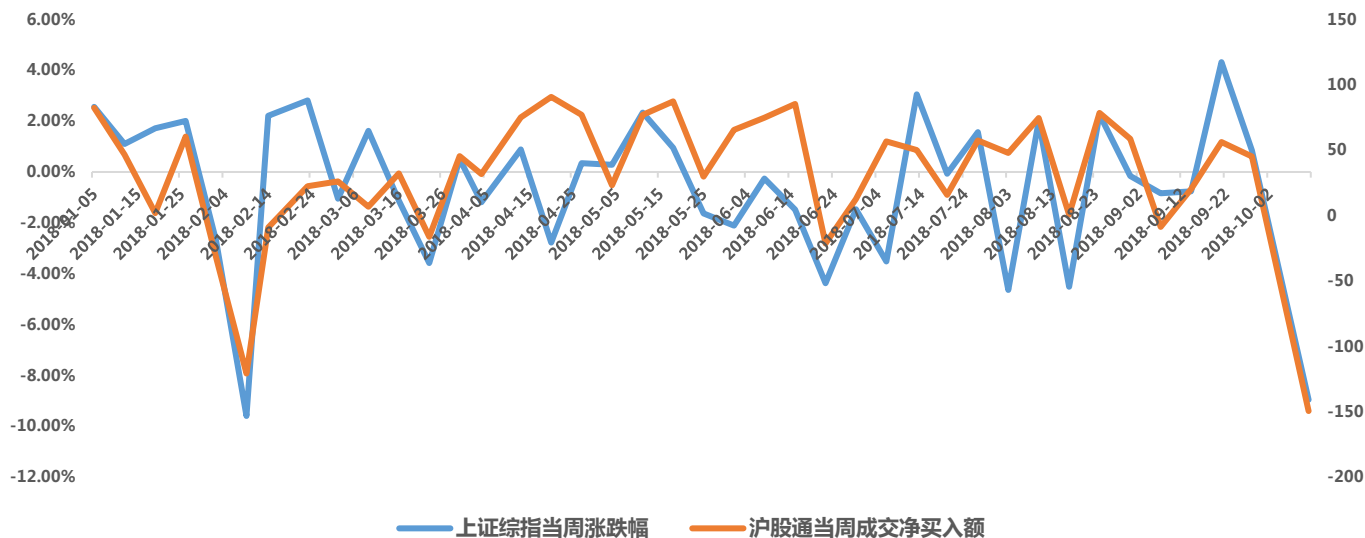
图 1.1：上证综指 vs 道琼斯指数



资料来源：wind，一德期权部

一季度美股大跌引发北上资金大幅外流，在其率先抛售之后，国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓，致使抱团蓝筹股的趋势派发生“多杀多”的激烈踩踏，行情由此急转直下。从图 1.2 可以看出，今年以来沪股通每周成交净买入额与上证综指当周涨跌幅呈现显著正相关关系。

图 1.2：上证综指 vs 沪股通



资料来源：wind，一德期权部

3月23日美国总统特朗普签署总统备忘录，称将对500亿美元中国商品征收关税，并限制中国企业对美投资，至此中美贸易摩擦正式拉开帷幕。在整个二三季度，伴随中美贸易摩擦的不断升级，上证综指接连走弱。在此期间，“紧信用”所带来的民营上市公司信用债违约、中小市值公司股权质押问题频出等事件促发型风险的暴露，也对行情的一蹶不振起到推波助澜之势。

图 1.3：中美贸易摩擦升级与上证综指走势



资料来源：wind，一德期权部

2. 知新：迷雾未散，风险仍存

回首前三个季度，市场在内外不确定性阴霾的笼罩中每况愈下，中美贸易摩擦升温、宏观经济数据不及预期、中报企业盈利下滑等事件更加重了投资者对于市场前景的担忧。为了对冲贸易摩擦给国内经济造成的负面影响、实现稳增长目标，九月以来政策面暖风频吹，力图托底经济、缓和市场的悲观预期。

表 2.1：政策面消息梳理

9月18日发改委“加大基础设施领域补短板力度，稳定有效投资”

9月18日李克强总理“必须按照国务院明确的总体上不增加企业负担的已定部署。对历史形成的社保费征缴参差不齐等问题，严禁自行集中清缴”

9月18日刘鹤副总理“坚持对国有和民营经济一视同仁，对大中小企业平等对待”

9月19日李克强总理在达沃斯论坛中提出，要以更大力度通过减税降费为企业减负，激发市场活力

9月20日国务院印发《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》

9月21日财政部、税务总局与科技部联合发文，提高企业研发费用税前加计扣除比例

9月30日国务院关税税则委员会称自2018年11月1日起降低部分商品的最惠国税率

10月7日央行宣布，从2018年10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点

10月8日李克强总理主持召开国务院常务会议，确定完善出口退税政策加快退税进度的措施，为企业减负、保持外贸稳定增长

资料来源：wind，一德期权部

相关政策的推出一定程度上提高了市场短期的风险偏好，推动指数在9月中下旬走出一波“金秋行情”，近忧暂缓。但是考虑到当前错综复杂的内外环境，我们认为四季度的投资依然要秉持“小心驶得万年船”的心态，远虑仍存。

2.1 内忧：稳增长的压力，紧信用的现实

2.1.1：盈利改善步伐放缓，依然待解

DDM模型显示，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风险偏好，只不过在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。就今年而言，虽然央行在前三季度多次实施了降准（包括定向降准），但受制于国内外经济增长压力，在美国联邦基金目标利率尚未恢复至正常区间前，美联储

加息对国内利率水平及货币政策的制约将持续存在，预计四季度国内利率水平维持高位。此外，今年市场的风险偏好不仅受到国内政策面的影响，外围市场的扰动也同样不容忽视。错综复杂的内外环境使得 DDM 分母端影响偏向负面，这就意味着若分子端盈利继续保持较高增速，则市场表现不会太差；反之，则难言乐观。

截止 8 月 31 日，沪深两市 2018 年中报已经披露完毕。整体来看，全部 A 股中报净利润增速小幅放缓。各板块方面，主板中报增速与一季报基本持平，中小板和中小板指增速均已连续三个季度下滑，创业板和创业板指增速相比一季报出现较大回落。

表 2.2：2018 年中报各板块净利润累计同比

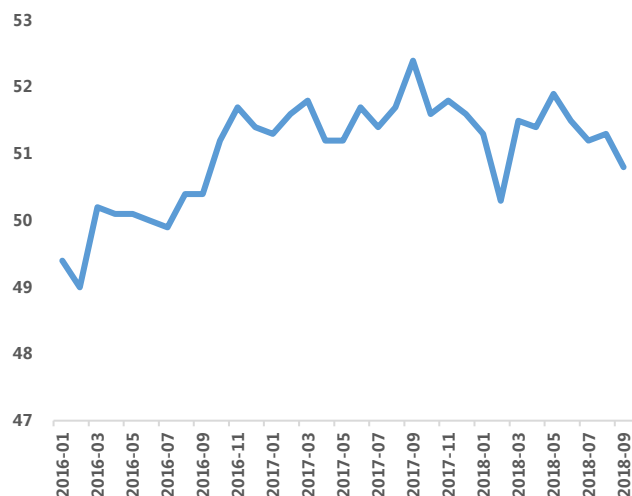
| 板块 | 2018 年中报 (%) | | | 累计净利润同比增速 (%) | | |
|--------------|--------------|------------|-------------|---------------|----------|-----------|
| | 累计净利润增速 | 累计净利润增速中位数 | 中报相对一季报回升幅度 | 2018 年一季报 | 2017 年年报 | 2017 年三季报 |
| 全部 A 股 | 14.1 | 13.0 | -0.3 | 14.3 | 18.2 | 18.2 |
| 全部 A 股 (非金融) | 20.3 | 13.1 | -3.1 | 23.4 | 31.4 | 35.1 |
| 主板 | 14.3 | 13.4 | 0.6 | 13.7 | 19.6 | 18.4 |
| 主板 (非金融) | 22.3 | 13.5 | -1.3 | 23.6 | 38.4 | 40.0 |
| 中小板 | 9.2 | 12.1 | -9.7 | 18.9 | 22.1 | 23.2 |
| 中小板指 | 12.0 | 16.1 | -2.1 | 14.1 | 17.9 | 17.5 |
| 创业板 | 14.8 | 13.7 | -13.4 | 28.2 | 8.7 | 22.6 |
| 创业板指 | 18.6 | 21.6 | -13.8 | 32.4 | 16.6 | 26.2 |

资料来源：wind，一德期权部

注：中小板和创业板中，部分个股由于非经常性损益等原因对板块整体业绩影响相当大，因此我们在统计时对中小板或创业板净利润增速正负拉动在 1.5 个百分点以上的个股进行了剔除，即创业板剔除光线传媒、温氏股份、宁德时代、坚瑞沃能、以及乐视网，创业板指剔除温氏股份、光线传媒、坚瑞沃能，中小板和中小板指均剔除苏宁易购。

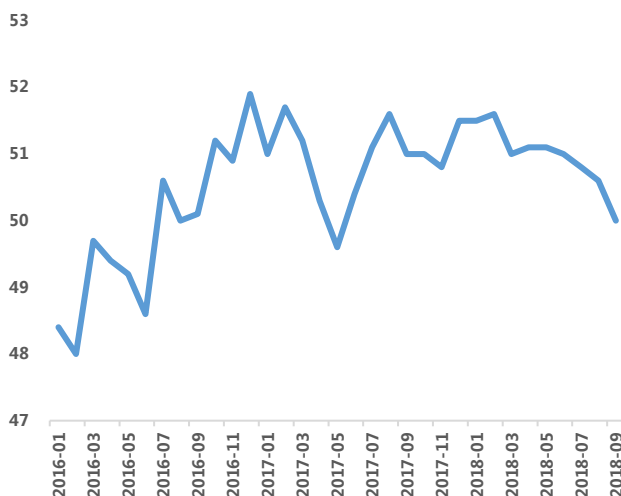
9 月 30 日公布的 PMI 数据显示，官方制造业 PMI (中采制造业 PMI) 环比回落 0.5% 至 50.8%，不及 51.2% 的市场预期。财新制造业 PMI 环比下降 0.6% 至 50%，连续第四个月环比回落，不及 50.5% 的市场预期。两组数据双双弱势，显示当前国内经济增长压力依然较大。具体而言，在制造业新订单指数中，新出口订单指数由 8 月的 49.4% 进一步降至 48% 的 2016 年 2 月以来最低点，是制造业新订单指数下降的主因，显示出贸易摩擦对我国出口的影响持续加大，而随着出口增长的显著下降，制造业产出增长承压，在制造业生产放缓的同时，制造业进口指数同步跌至 48.5% 的 2016 年 2 月以来低点，进一步显示出贸易摩擦对我国经济增长的压力显著加大。

图 2.1：中采制造业 PMI



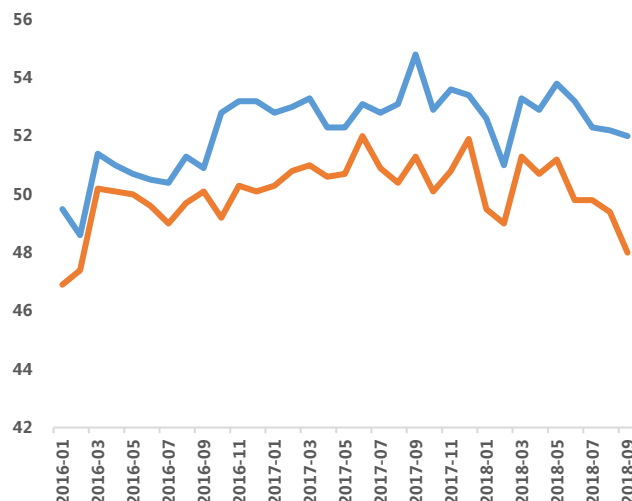
资料来源：wind，一德期权部

图 2.2：中国财新制造业 PMI



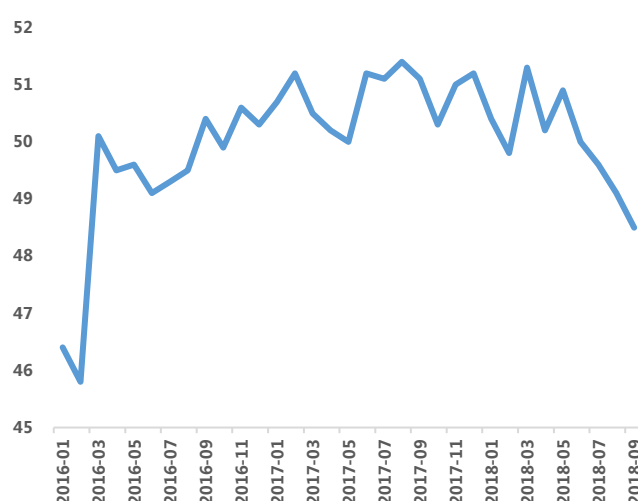
资料来源：wind，一德期权部

图 2.3：中采制造业 PMI 新订单（蓝）vs 新出口订单（黄）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：中采制造业 PMI 进口指数



资料来源：wind，一德期权部

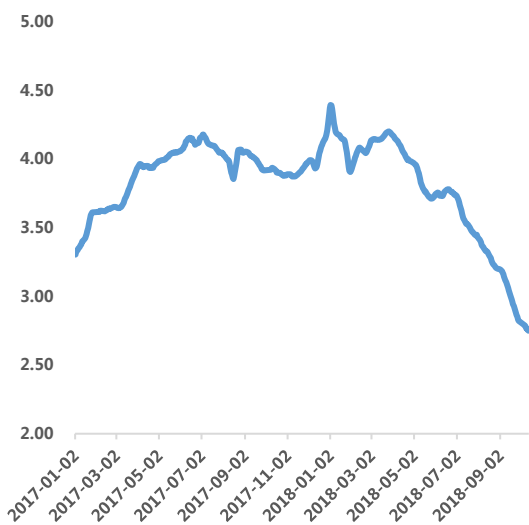
在中美贸易摩擦的袭扰下，国内经济增长压力显著增加，成为制约上市公司企业盈利改善幅度的掣肘。9月以来，国家各部委相继出台加大基础设施建设、促进消费、降准、提高出口欧退税率等一系列政策，旨在为企业减负、保障外汇储备、保持外贸稳定增长，以此应对美国增加关税对经济造成的负面冲击，实现“稳增长”目标。由于各项政策刚刚出台，对宏观经济及企业盈利改善的“托底”效果尚不显著，因此我们对三季度 A 股的盈利改善状况持保守态度，尤其需要警惕业绩不及预期、股权质押数额较大、商誉过高、日成交额偏小的中小创公司。

2.1.2: 宽货币转向紧信用, 道阻且长

在股指期货半年报《近忧暂缓, 远虑仍存》中, 我们提出紧信用对股市的冲击可分为两个层面: 第一层面是个别信用风险事件对市场情绪的压制; 第二层面是若信用风险集中爆发会导致信用利差扩大, 一旦发生挤兑则可能造成债市流动性趋紧, 对利率债造成冲击, 进而导致无风险利率上行、股市估值降低。

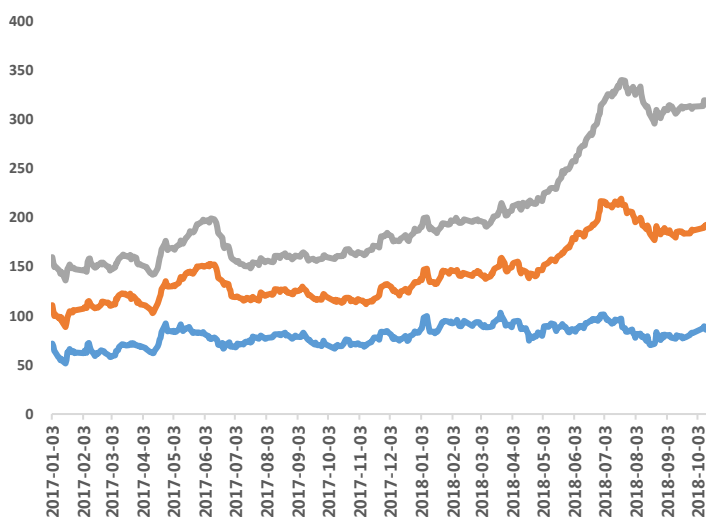
二季度以来, “紧信用”的负面影响逐渐发酵, 由此带来的民营上市公司信用债违约和中小市值公司股权质押问题令投资者情绪雪上加霜。为缓和紧信用预期对市场风险偏好的压制, 2018年6月政策面先后推出“扩大MLF担保品范围”、“大额股权质押强制平仓需要监管层同意”、“央行定向降准”等措施, 随后7月19日央行窗口指导银行增配低评级信用债投资、7月20日资管新规指导意见和商业银行理财新规发布、10月15日再次降准。不难看出, 监管层试图通过一些表态、加上窗口指导以及降准来稳住市场情绪。三季度指数的阶段性反弹也证实了这些举措的叠加确实有利于恢复市场信心和情绪, 并一定程度上锁住了“下跌-爆仓-进一步下跌”的恶性循环和负向反馈所带来的风险。虽然央行多次采取降准(包括定向降准)措施, 但并没有改变“宽货币、紧信用”的格局, 从货币基金收益率(以余额宝为例)和产业债信用利差(中位数)就可见一斑。

图 2.5: 余额宝(天弘) 7 日年化收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.6: AAA (蓝)、AA+ (黄)、AA (灰) 产业债信用利差中位数 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

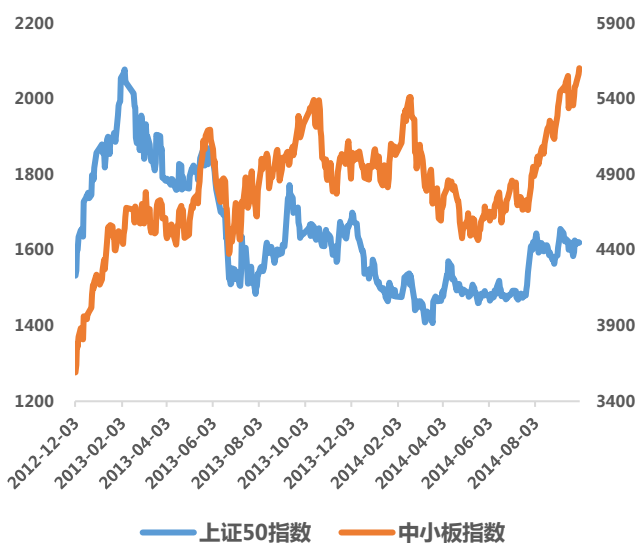
股票市场方面, 今年二三季度上证 50 和中小创走势的差异, 正是“紧信用”对 A 股映射的缩影: 在“宽货币, 紧信用”结构下, 二季度以来上证 50 (高等级债券) 与中小创 (低评级债券) 信用利差 (涨跌幅之差) 不断扩大。这与 2012 年至 2014 年的行情恰好相反, 在当时“紧货币, 宽信用”的宏观背景下, 中小创获得大量资金涌入, 走出波澜壮阔的“以小为美”的结构化行情。

表 2.3：2018 年上证 50 与中小板指、创业板指月涨跌幅之差

| | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 9 月 |
|------------|--------|--------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 上证 50-中小板指 | 10.74% | -8.40% | -4.99% | 3.46% | -1.23% | 2.02% | 4.56% | 5.21% | 6.95% |
| 上证 50-创业板指 | 9.97% | -8.71% | -13.81% | 2.47% | 3.60% | 1.15% | 5.46% | 5.30% | 7.00% |

资料来源：wind，一德期权部

图 2.7：上证 50 与中小板指（2012-2014）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.8：上证 50 与创业板指（2012-2014）



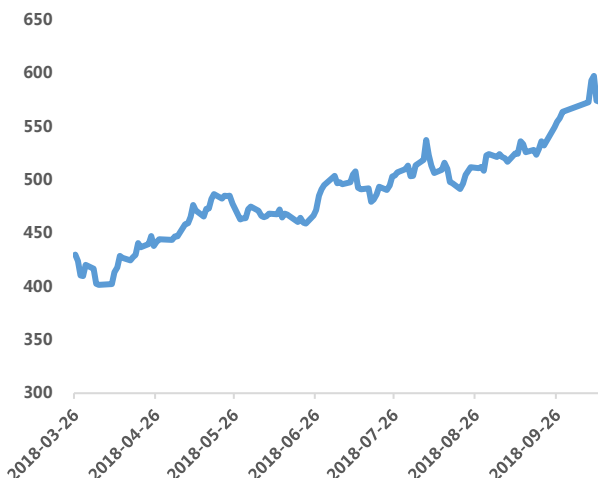
资料来源：wind，一德期权部

我们认为“宽货币”到“宽信用”传导的艰难，正是导致这一轮股市底部道路曲折的重要原因之一。“宽信用”不仅需要政策扶持，更需要企业家信心、银行风险偏好、产业盈利能力等多方面配合，缺一不可。在中长期去杠杆政策主线无法动摇的情况下，“宽货币”转向“宽信用”的问题得到实质解决仍然需要一个过程，期间市场反弹的幅度取决于去杠杆政策趋缓的程度。

2.1.3：通胀预期有所抬头，务必重视

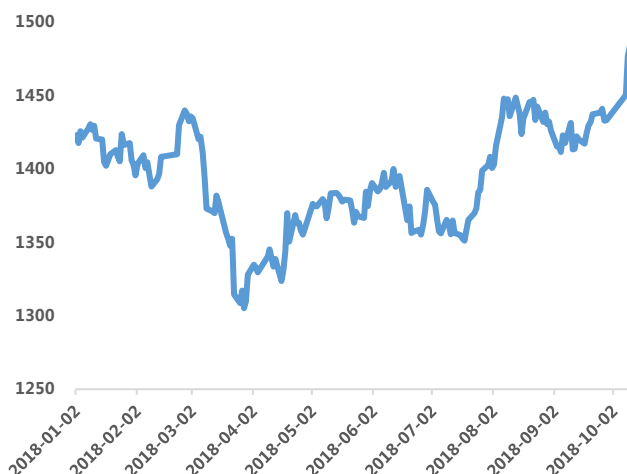
9 月末以来，以原油为代表的大宗商品价格出现大涨，引发通胀预期升温。在国内经济增长压力较大的背景下，投资者需警惕通胀预期抬头可能对股票市场估值产生的负面影响。

图 2.9：能源交易中心原油期货价格



资料来源：wind，一德期权部

图 2.10：南华商品指数



资料来源：wind，一德期权部

2.2 外患：多事之秋，边走边看

2.2.1：贸易摩擦隐忧仍存

3月23日美国总统特朗普签署总统备忘录，称将对500亿美元中国商品征收关税，并限制中国企业对美投资，至此中美贸易摩擦正式拉开帷幕。在整个二三季度，中美贸易摩擦每一次升级几乎都导致了A股市场的震荡中枢发生下移。

图 2.11：中美贸易摩擦升级与上证综指走势



资料来源：wind，一德期权部

目前市场对贸易战的言论甚嚣尘上，但毋庸置疑的是，中美贸易摩擦对国内经济、金融市场的影响是巨大的。随着 11 月美国中期选举临近，四季度投资者更需关注贸易摩擦进一步升级的可能性及由此带来的风险：

1、贸易格局走向多边化。10 月 1 日美国与加拿大、墨西哥就新的北美自由贸易协定框架达成协议。仅从北美三国之间的贸易关系来看新协议没有根本性改变，但是从中国的角度来看新协议存在不利。根据新协议第 32 章第 10 款（32.10）的规定，成员国如果与“非市场化经济体”签署自贸协定，不仅要提前三个月通知其他成员国，还要将缔约目标告知其他成员国，并提前至少 30 天将协议文本提交其他成员国审查，以确定是否会对 USMCA 产生影响。其他成员国如果认为协议涉及“非市场化经济体”，可以在六个月后退出 USMCA。虽然该条款没有明确“非市场化经济体”指的是谁，但市场人士认为美国政府此举意在借助新的贸易协定，防止加拿大和墨西哥“擅自”与中国进行自贸谈判。

2、警惕贸易摩擦“误伤”权重股。6 月末据美国媒体曾报道，特朗普政府可能将限制中国企业对美某些行业的投资。对此 6 月 25 日中国外交部发言人耿爽回应称“中国政府一贯鼓励中国企业按照市场原则和国际规则，在遵守当地法律基础上开展对外投资合作”。若未来贸易摩擦进一步加剧，我们不排除美方将这一报道付诸于实际行动的可能性，届时在美投资的中国企业（以各行业龙头为主）将受到巨大冲击。

综上所述，我们认为不断走强的美国金融、贸易格局使得全球陷入美国漩涡，中国将受到更为凸显的金融周期、经济周期的错配影响。

2.2.2：内外联动不容忽视

2018 年市场与 2016 年、2017 年有所不同，年初至今 A 股指数和外围市场的联动性大大增加。回顾 2016 年和 2017 年，A 股的调整更多源于金融监管趋严背景下利率上行、市场情绪偏紧，即使在 2016 年 6 月 24 日当天受英国脱欧、恐慌情绪升温（VIX 指数上涨）影响出现下跌，然而市场在极短的时间内就自动消除了外部冲击的影响、继续上涨。2016 年 11 月 VIX 指数再次大涨，依然没有改变 A 股向上的趋势。但是今年以来美股波动加剧却导致 A 股主要指数在技术形态上出现很多跳空缺口，在过去两年极为少见。

统计数据显示，2016 年年初至 2018 年 10 月 12 日期间道琼斯指数跌幅超过 1% 的交易日共有 49 个，下一交易日上证综指收跌 29 次，收涨 16 次，休市无交易 4 次。我们进一步对数据进行分析发现，2016 年（除 1 月）和 2017 年期间道琼斯指数下跌对下一交易日上证综指收盘影响并不显著，但是 2018 年年初至今两者相关性性却骤然增加。

表 2.4: 2016 年至 2018 年 A 股与美股相关性统计

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 美股跌幅超 1% 次日 A 股下跌次数 | 13 | 2 | 14 |
| 道琼斯指数跌幅均值 | -1.39% | -1.46% | -2.13% |
| 次日上证综指跌幅均值 | -2.30% | -0.48% | -1.76% |
| 美股跌幅超 1% 次日 A 股上涨次数 | 8 | 2 | 6 |
| 道琼斯指数跌幅均值 | -1.88% | -1.16% | -1.83% |
| 次日上证综指涨幅均值 | 1.04% | 0.02% | 0.49% |

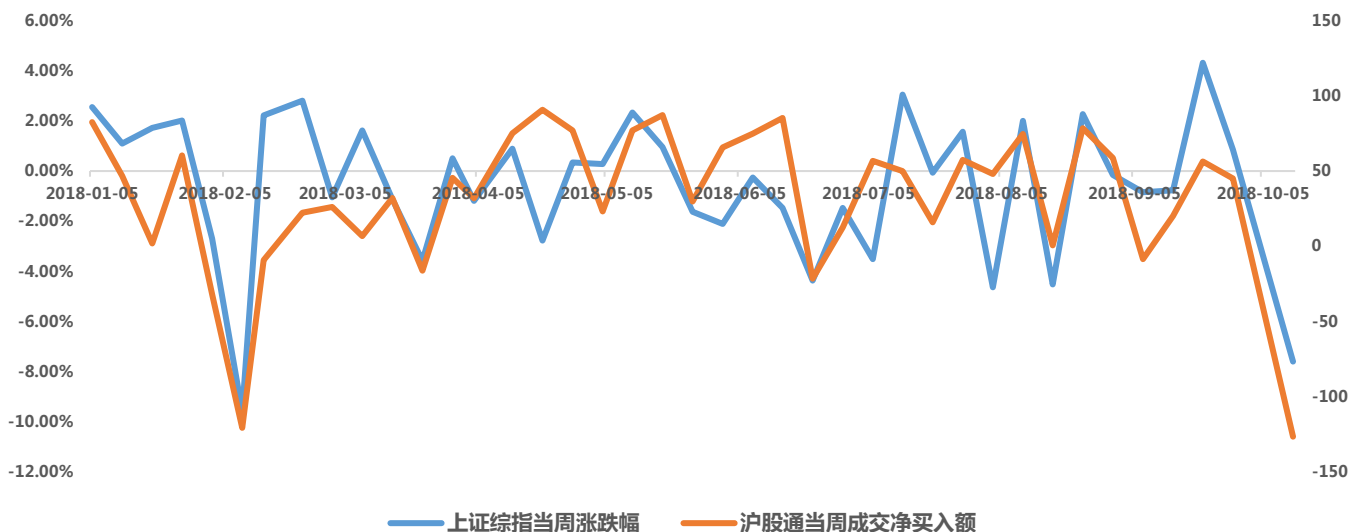
资料来源: wind, 一德期权部

注: 2018 年统计截止 10 月 12 日。2016 年 13 次下跌中有 6 次属于 1 月, 道琼斯指数跌幅均值 1.38%, 上证综指跌幅均值为 4.20%; 其余 7 次道琼斯指数跌幅均值 1.41%, 上证综指跌幅均值仅为 0.67%。

我们认为, 这种现象的产生与以陆港通为代表的境外资金流入流出息息相关。自 2016 年底陆股通全面开通后, A 股与港股、美股的联动性已经明显上升, 这源于陆股通北上资金作为边际增量资金对 A 股定价影响不断增加。从下图可以看出, 2018 年以来沪股通每周成交净买入额与上证综指当周涨跌幅呈现显著正相关关系。

北上资金主要来自海外投资者, 受到海外市场情绪影响较大。2 月 5 日至 2 月 9 日, 美股大幅下跌, 北上资金开始大幅流出。短短一周时间内沪股通净流出额达 120.73 亿, 为沪股通开通以来单周流出次高, 仅次于 2015 年 7 月第二周。在北上资金率先减仓之后, 国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓, 从而导致 A 股各大指数每况愈下。10 月 8 日至 10 月 12 日, 在中美贸易摩擦升温、美股大跌的背景下, 北上资金再度大幅流出。当周沪股通净流出额达 126.6 亿, 超过 2 月初水平, 市场再次陷入内外盘共振的泥淖。

图 2.12：2018 年上证综指周涨跌幅与沪股通周成交净买入额



资料来源：wind，一德期权部

10月以来随着美债收益率迭创新高、美股波动再次加大，10月15日央行降准一定程度上也使人民币汇率承压，因此我们建议四季度投资者密切关注北上资金动向以及内外盘联动效应。

2.3 内外交织的困惑：微观流动性依然是掣肘

站在当前时点来看，我们认为市场的症结依然在微观流动性。微观流动性不仅是制约前三季度行情走强的掣肘，也将是困扰四季度市场走势的主旋律。在对内经济增长压力较大、紧信用状况依然待解、通胀预期有所抬头，对外贸易摩擦风险仍存、内外盘共振不确定性增大等多重因素交织作用下，市场预期趋于悲观，增量资金进入股票市场的意愿并不强烈，微观流动性的问题得到实质解决仍然需要一个过程，唯有上述因素边际预期的改善才会引导行情演化趋向乐观。

3. 思辨：从不确定中寻找确定

在经历了上半年行情的剧烈波动和风格的快速转换后，像2017年一样锚定大指数赚取 β 收益、追求“稳稳的幸福”似乎变得遥不可及，风险事件所带来的不确定性更让三季度市场的演化变得破朔迷离。如何在规避 β 负面影响的同时抓取 α 、怎样在“不确定”中寻找“确定”成了眼下的当务之急。

3.1 基本面分析：大指数安全边际较高

从 2018 年 A 股各板块中报盈利状况来看，主板中报增速与一季报基本持平，中小板和中小板指增速均已连续三个季度下滑，创业板和创业板指增速相比一季报出现较大回落。基本面方面，以沪深 300 为代表的大指数安全边际较高。

表 3.1：2018 年中报各板块净利润累计同比

| 板块 | 2018 年中报 (%) | | | 累计净利润同比增速 (%) | | |
|---------|--------------|----------------|-----------------|---------------|----------|-----------|
| | 累计净利润增 速 | 累计净利润增 速中位数 | 中报相对一季 报回升幅度 | 2018 年一季报 | 2017 年年报 | 2017 年三季报 |
| 主板 | 14.3 | 13.4 | 0.6 | 13.7 | 19.6 | 18.4 |
| 主板（非金融） | 22.3 | 13.5 | -1.3 | 23.6 | 38.4 | 40.0 |
| 中小板 | 9.2 | 12.1 | -9.7 | 18.9 | 22.1 | 23.2 |
| 中小板指 | 12.0 | 16.1 | -2.1 | 14.1 | 17.9 | 17.5 |
| 创业板 | 14.8 | 13.7 | -13.4 | 28.2 | 8.7 | 22.6 |
| 创业板指 | 18.6 | 21.6 | -13.8 | 32.4 | 16.6 | 26.2 |
| 沪深 300 | 13.0 | 12.8 | 0.6 | 12.4 | 14.3 | 12.7 |
| 中证 500 | 16.2 | 12.9 | 0.2 | 15.9 | 31.1 | 42.1 |

资料来源：wind，一德期权部

3.2 季节性规律：秋冬季配置偏向蓝筹

通过对 2005 年以来各板块四季度较沪深 300 指数的超额收益情况进行统计，我们发现：历史上整个四季度消费板块和金融地产板块跑赢沪深 300 概率较高，而在十月和十一月期间部分周期股和科技股存在投资机会。

图 3.1：2005-2017 年各行业四季度相对沪深 300 超额收益

| 2005-2018年各行业四季度相对沪深300超额收益 | | | | | | | |
|-----------------------------|---------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 行业大类 | 细分行业 | 10月 | | 11月 | | 12月 | |
| | | 跑赢沪深300概率 | 相对沪深300涨跌幅 | 跑赢沪深300概率 | 相对沪深300涨跌幅 | 跑赢沪深300概率 | 相对沪深300涨跌幅 |
| 消费 | 家电 | 61.54% | 2.26% | 69.23% | 1.91% | 61.54% | -0.49% |
| | 食品饮料 | 61.54% | 0.21% | 53.85% | 0.94% | 61.54% | -0.27% |
| | 白酒 | 53.85% | 2.43% | 53.85% | 1.90% | 53.85% | 1.28% |
| | 汽车 | 46.15% | -0.75% | 61.54% | 0.39% | 61.54% | -2.39% |
| | 纺织服装 | 23.08% | -1.91% | 61.54% | 0.35% | 38.46% | -2.81% |
| | 医药 | 53.85% | -0.37% | 53.85% | 0.18% | 46.15% | -3.03% |
| | 商贸零售 | 7.69% | -3.44% | 38.46% | -0.42% | 46.15% | -1.01% |
| | 餐饮旅游 | 23.08% | -5.15% | 61.54% | 1.67% | 53.85% | -1.37% |
| 周期 | 农林牧渔 | 23.08% | -1.67% | 53.85% | 1.84% | 53.85% | -2.27% |
| | 石油石化 | 38.46% | 0.07% | 30.77% | -0.66% | 30.77% | -1.65% |
| | 煤炭 | 23.08% | -1.21% | 38.46% | -2.54% | 30.77% | -1.95% |
| | 有色金属 | 30.77% | -1.63% | 30.77% | -1.45% | 38.46% | -3.23% |
| | 电力及公用事业 | 46.15% | -0.29% | 46.15% | -0.31% | 23.08% | -2.69% |
| | 钢铁 | 23.08% | -1.60% | 46.15% | 1.15% | 38.46% | -1.25% |
| | 基础化工 | 38.46% | -0.61% | 46.15% | -0.48% | 30.77% | -3.50% |
| | 建筑 | 53.85% | -0.47% | 61.54% | 0.60% | 38.46% | -0.11% |
| | 建材 | 53.85% | 0.37% | 53.85% | 3.12% | 46.15% | -1.28% |
| | 轻工制造 | 23.08% | -2.30% | 53.85% | -0.36% | 38.46% | -3.52% |
| 金融地产 | 机械 | 53.85% | -0.53% | 46.15% | 0.90% | 46.15% | -2.09% |
| | 国防军工 | 23.08% | -2.92% | 46.15% | 0.04% | 46.15% | -2.69% |
| | 银行 | 69.23% | 2.23% | 61.54% | 0.46% | 53.85% | 2.21% |
| | 非银金融 | 53.85% | 0.72% | 46.15% | 1.87% | 53.85% | 3.92% |
| 科技 | 证券 | 46.15% | 0.92% | 53.85% | 2.10% | 46.15% | 4.01% |
| | 房地产 | 53.85% | 0.61% | 61.54% | 2.14% | 30.77% | -1.79% |
| | 电子元器件 | 46.15% | -1.81% | 53.85% | 1.17% | 38.46% | -2.95% |
| | 通信 | 30.77% | -1.76% | 61.54% | 1.80% | 46.15% | -0.94% |
| 公用事业 | 计算机 | 23.08% | -3.33% | 53.85% | 1.20% | 38.46% | -2.47% |
| | 传媒 | 46.15% | -2.93% | 61.54% | 0.24% | 15.38% | -3.72% |
| | 电力设备 | 38.46% | -1.22% | 53.85% | 1.90% | 30.77% | -3.19% |
| | 交通运输 | 38.46% | -1.32% | 38.46% | -1.29% | 15.38% | -3.21% |

资料来源：wind，一德期权部

从期指三大指数行业分布来看，上证 50 和沪深 300 权重排名靠前的板块以金融和消费白马为主，而中证 500 的行业分布则相对分散，在兼顾了成长行业的同时也包含了部分周期行业。从这个角度来看，若历史规律重演，则整个四季度市场风格将偏向 IF 和 IH，十一月份随着周期和科技板块的崛起，IC 品种也将有所表现。

表 3.2：期指标的指数权重排名前十行业

| 上证 50 | | 沪深 300 | | 中证 500 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 行业 | 权重 (%) | 行业 | 权重 (%) | 行业 | 权重 (%) |
| 银行 | 32.85 | 银行 | 18.73 | 医药生物 | 10.37 |
| 非银金融 | 26.39 | 非银金融 | 16.08 | 化工 | 8.29 |
| 食品饮料 | 11.07 | 食品饮料 | 8.16 | 计算机 | 8.09 |
| 建筑装饰 | 4.86 | 医药生物 | 6.51 | 电子 | 7.45 |
| 化工 | 3.06 | 家用电器 | 4.76 | 房地产 | 5.8 |
| 医药生物 | 2.97 | 房地产 | 4.56 | 电气设备 | 5.02 |
| 房地产 | 2.96 | 电子 | 4.15 | 传媒 | 4.82 |

| | | | | | |
|------|------|------|-------|------|-------|
| 汽车 | 2.47 | 建筑装饰 | 3.56 | 公用事业 | 4.26 |
| 采掘 | 2.11 | 汽车 | 3.4 | 有色金属 | 4.22 |
| 建筑材料 | 1.56 | 公用事业 | 3.32 | 机械设备 | 4.1 |
| 总计 | 90.3 | 总计 | 73.23 | 总计 | 62.42 |

资料来源：wind，一德期权部

4. 核心观点与风险提示：

4.1 核心观点：秋守冬藏，且行且珍惜

对 A 股而言，当前制约行情走强的掣肘依然在微观流动性。在对内经济增长压力较大、紧信用状况依然待解、通胀预期有所抬头，对外贸易摩擦风险仍存、内外盘共振不确定性增大等多重因素交织作用下，市场预期趋于悲观，增量资金进入股票市场的意愿并不强烈，微观流动性的问题得到实质解决仍然需要一个过程，唯有上述因素边际预期的改善才会引导行情演化趋向乐观。考虑到当前错综复杂的内外环境，我们认为四季度的投资依然要秉持“小心驶得万年船”的心态，且行且珍惜。

目前上证综指已经跌破熔断低点 2638 点，预计四季度前期市场将处于震荡寻底过程之中。若后期上述国内外不确定因素出现边际利好，市场或将出现阶段性反弹，届时反弹的幅度取决于预期改善的程度。

4.2 风险提示：内外不确定性交织，小心驶得万年船

1、对内而言，投资者需关注经济增长压力较大、紧信用状况依然待解、通胀预期有所抬头可能对股票市场估值产生的负面影响。尤其需要警惕业绩不及预期、股权质押数额较大、商誉过高、日成交额偏小的中小创公司。

2、对外而言，今年以来 A 股指数和外围市场的联动性大大增加，加之当前贸易摩擦风险仍存、美股波动再次加大，央行降准一定程度上也使人民币汇率承压。建议投资者密切关注北上资金动向以及内外盘联动效应，尤其需要警惕如果贸易摩擦进一步加剧，对 A 股特别是在美投资的中国企业（以各行业龙头为主）造成的影响。

4.3 操作建议：边走边看，把握结构性机会

趋势性策略：预计四季度前期市场震荡寻底，后期若有利好出现可在逢低试多。

结构性策略：基本面分析和季节性规律均显示，四季度以上证 50、沪深 300 为代表的大指数相对小指数出现超额收益的概率较大，建议投资者择时布局多 IF、IH 空 IC 的跨品种套利。但需警惕若贸易摩擦进一步加剧，

对 A 股特别是在美投资的中国企业（以各行业龙头为主）造成的影响。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678