

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（四季报）

2019 年股指期货四季报 ——曲折前行

陈畅

一德期货期权部

■ 内容摘要

回首 2019 年前三季度，分母端流动性与风险偏好的扩张与收缩很大程度上决定了市场的节奏：一季度，货币和信用双双宽松，驱动 A 股出现全面性的估值修复；二季度，宽松预期转向、风险偏好降温，市场全面杀估值；三季度中旬，货币（降准）和信用（专项债加速）再度同步宽松，但是极强的政策定力（尤其是地产）使得信用扩张的力度和持续度受限，市场走势一波三折。展望四季度，A 股将何去何从？详见报告分解。

■ 核心观点

- 展望四季度，我们依然认为分母端扩张的力度是决定后续市场演化的核心和关键。外因（贸易摩擦、外盘联动和地缘政治）可能会给风险偏好和市场节奏带来阶段性的扰动，但内因（政策面是否宽松）是决定市场走势的重中之重。一旦流动性宽松预期再起，必然伴随着短期风险偏好的急剧上升，届时指数贝塔性的机会值得期待。
- 从全部 A 股业绩情况来看，今年四季度上市公司整体盈利有望企稳。但这种企稳很大程度上是依赖于去年四季度极低的基数，包括了价格的低基数（PPI）和资产减值（包括商誉）大面积计提导致的低基数。因此，即使四季度企业盈利出现改善，更多是阶段性的反弹，而非向上的拐点。
- 目前来看，十月份央行采取大幅宽松举措的概率非常低，四季度前期流动性预期将继续面临修正。但如果四季度后期政策导向将再度倾向于宽松，届时市场机会将再次出现。
- 除贸易摩擦升级的风险外，需重点关注不确定性事件（例如特朗普被弹劾、英国硬脱欧等）以及欧美经济体经济数据持续低于预期所带来的外围市场冲击。此外，中东地区局势对全球油价带来的影响也值得重视。一旦四季度地缘政治局势再度趋紧，使得全面性通胀预期升温，届时可能限制政策宽松措施的实施。



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

目录

1. 温故 2019Q3：一波三折，迂回前行.....	2
2. 知新 2019Q4：迷雾未散，风险仍存.....	3
2.1 四季度企业盈利有望企稳.....	3
2.2 分母端扩张力度仍是关键.....	4
2.2.1：脉冲式政策扩张再度面临折返跑.....	4
2.2.2：警惕外部冲击对风险偏好的影响.....	5
3. 思辨：风格转向，避险为上.....	7
4. 核心观点与风险提示：.....	8
4.1 核心观点：外因有扰动，内因是本质.....	8
4.2 风险提示：不确定性因素仍存，小心驶得万年船.....	8
4.3 操作建议：边走边看，把握阶段性机会.....	9
免责声明.....	10

1. 温故 2019Q3：一波三折，迂回前行

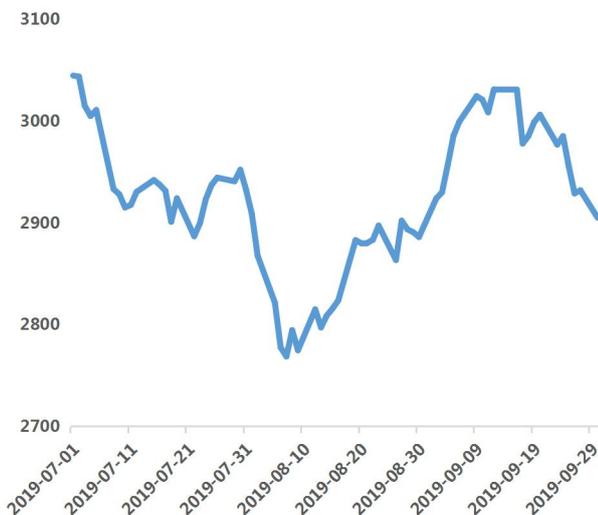
时光如梭，转眼间三季度行情已然落下帷幕。在半年报中我们提到：分母端宽松的力度（尤其是宽信用再一次加码）是决定三季度市场演化的核心和关键。事实上，整个三季度期间，伴随着分母端预期的不断变化，A股先抑后扬，迂回前行或许是对行情最好的注解。从上证综指走势来看，三季度市场走势可划分为三个阶段：

第一阶段：7月1日至8月5日，A股承压回落。七月初至八月初，货币政策边际趋紧，信用传导并不顺畅，自五月开始的流动性分层现象依然存在。7月30日召开的中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着一季度的信用宽松不会重演，强化了市场对信用边际收紧的预期。此外，中美贸易摩擦加剧、康得新造假引发业绩暴雷担忧等风险事件层出不穷，避险情绪升温。反映到行情上，指数接连下挫，除去抱团的消费类股票，参与其他股票的资金不断萎缩，IC相对IH比价不断缩小。

第二阶段：8月6日至9月16日，A股绝地反弹。八月初至九月中旬，虽然外部环境反复无常，但A股却波澜不惊、持续创出新高，呈现出非常明显的独立性行情。9月4日国务院常务会议释放降准信号，流动性预期出现转向。货币（降准）和信用（专项债加速）的双宽松，叠加中美贸易摩擦缓和，使得市场乐观情绪进一步升温，上证综指时隔两月重返3000点。从指数结构上来看，在本轮上涨中投资者更青睐于受经济增速影响较小的行业，科技股因此表现突出。其背后逻辑在于，市场已经将经济下行的预期 price in。相对于宏观的不确定性，市场更加关注受宏观影响小的结构性机会。反映到行情上，即表现为自下而上的“轻宏观、重个股”，期指方面则体现为IC相对IH比价持续扩大。

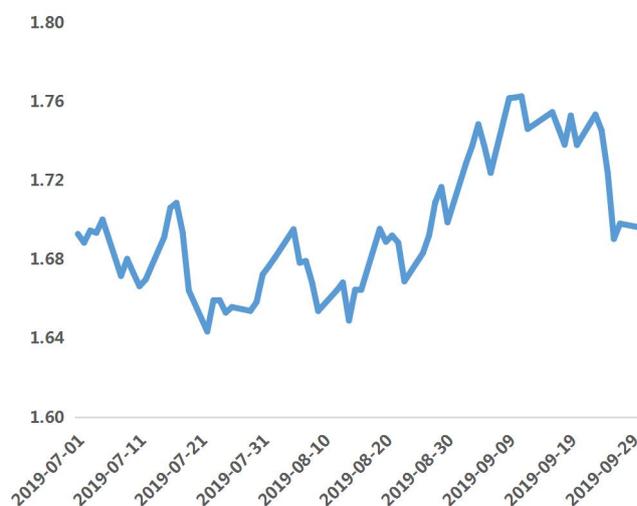
第三阶段：9月17日至9月30日，A股再陷调整。八月初至九月中旬市场反弹的原因在于“流动性宽松预期”叠加“市场风险偏好持续提升”的双重驱动，但自9月17日起，事情开始发生变化：9月17日早盘MLF续作并未降息传出后，指数加速大跌；而9月20日LPR一年期利率小幅降低5个BP、且当天尾盘大量外资指数配置盘涌入A股的情况下，市场整体依然显得“波澜不惊”，说明流动性预期再度出现边际转向。与此同时，信息层面上的一些变化，给中美十月的谈判蒙上了一层阴影，市场风险偏好随之下降。反映到行情上，上证综指自9月16日创下本轮反弹高点3042点后持续回落，期指三品种同步出现回调、IC相对IH比价更是加速回落。

图 1.1：三季度上证综指走势



资料来源：wind，一德期权部

图 1.2：三季度 IC 主力与 IH 主力比价



资料来源：wind，一德期权部

2. 知新 2019Q4：迷雾未散，风险仍存

回首 2019 年前三季度，分母端流动性与风险偏好的扩张与收缩很大程度上决定了市场的节奏：一季度，货币和信用双双宽松，驱动 A 股出现全面性的估值修复；二季度，宽松预期转向、风险偏好降温，市场全面杀估值；三季度中旬，货币（降准）和信用（专项债加速）再度同步宽松，但是极强的政策定力（尤其是地产）使得信用扩张的力度和持续度受限，市场走势一波三折。展望四季度，在分子端企业盈利拐点尚未来临之际，我们依然认为分母端扩张的力度是决定后续市场演化的核心和关键。一旦流动性宽松预期再起，必然伴随着短期风险偏好的急剧上升，届时指数贝塔性的机会值得期待。

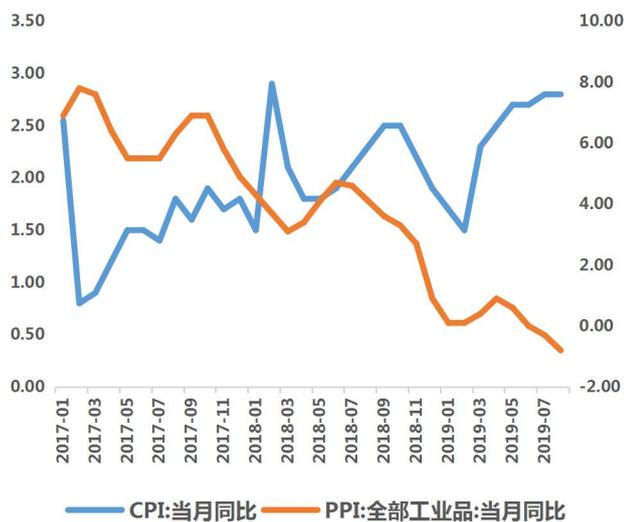
2.1 四季度企业盈利有望企稳

就三季度市场走势而言，股票市场已经很大程度上将经济下行的预期 price in。相较于分子端的盈利和经济，投资者更为关注分母端是否再次出现宽松信号及压制市场风险偏好的因素是否出现改善。因此在八月初至九月中旬的反弹过程中，受经济增速影响较小的科技股和消费股表现突出，而受宏观影响较大的周期行业跌幅居前。从全部 A 股业绩情况来看，今年四季度上市公司整体盈利有望企稳。但这种企稳很大程度上是依赖于去年四季度极低的基数，包括了价格的低基数（PPI）和资产减值（包括商誉）大面积计提导致的低基数。因此，即使四季度企业盈利出现改善，更多是阶段性的反弹，而非向上的拐点。

容易超预期，除非政策全面放松。

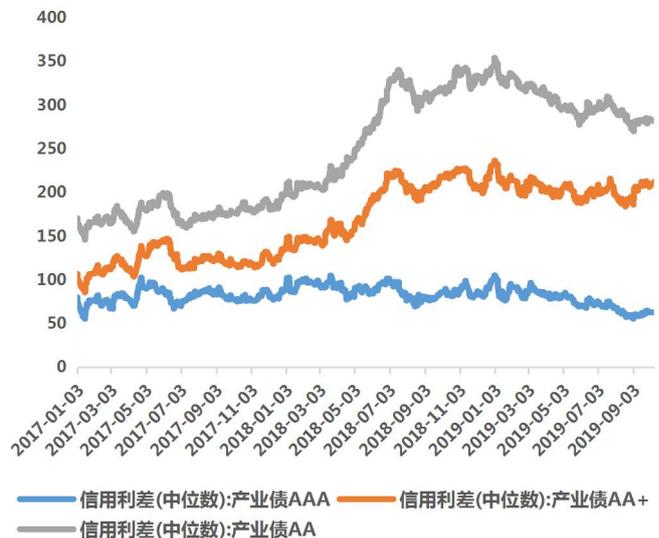
目前来看，自9月17日MLF降息落空、9月24日央行行长表示目前“并不急于推出一些比较大的降息和量化宽松的政策”开始，市场的宽松预期再度出现边际转向。价格方面，预计PPI依旧在零轴附近徘徊、有较强通缩风险，但在猪价高企情况下CPI大概率继续维持在高位。在此背景下，十月份央行采取大幅宽松举措的概率非常低，四季度前期流动性预期将继续面临修正。虽然十月份国内不会有流动性拐点出现，但可以肯定的是在中小企业的信心情况尚未完全恢复、融资成本没有回归到2018年初的合理区间以前，宽货币向宽信用的传导依然要继续。如果四季度后期经济下行压力加大或是猪肉价格回落，政策导向将再度倾向于宽松，届时将再度有利于中小指数估值的提升。

图 2.3: CPI 与 PPI 同比



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.4: 产业债信用利差 (AAA、AA+、AA)



资料来源: wind, 一德期权部

2.2.2: 警惕外部冲击对风险偏好的影响

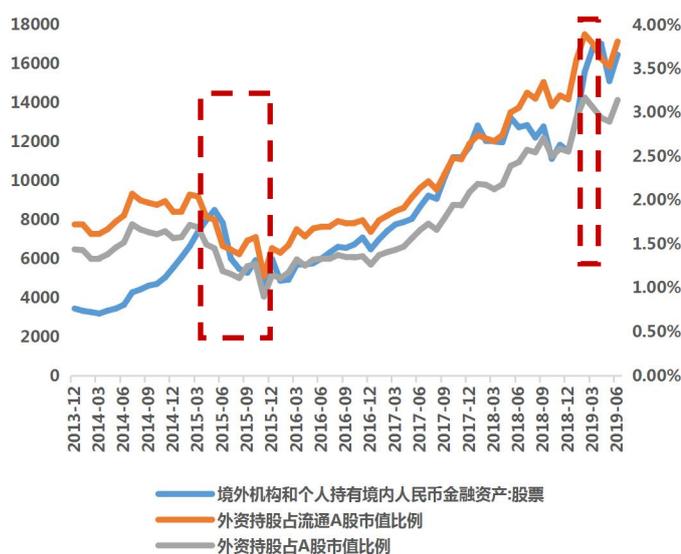
随着A股在MSCI和富时罗素中的权重不断提升、9月23日标普道琼斯纳入A股正式生效,A股已“跑步”融入全球资本市场。在国际化浪潮中,外围环境和内外盘联动的影响更加不容忽视。站在当前时点来看,四季度有三个重要的外围因素很可能对阶段性的风险偏好造成影响,分别是:贸易摩擦、外盘联动和地缘政治。

贸易摩擦方面,实际上自2018年3月至今,中美谈判的几番来回,曲折走向超越绝大部分人的预期。通过对过去一年半贸易谈判情况的跟踪和梳理,我们发现:当贸易谈判进展严重受挫时,对未来的情况就要乐观一些(如去年G20峰会、今年5月和8月);当贸易谈判进展顺利时,反而要保持冷静、多一分警惕(如今年G20峰

会)。十一假期前后信息层面上的一些变化，使得投资者对中美第十三轮经贸磋商结果并不乐观。然而随着市场将过度悲观的预期逐步 price in，一旦谈判峰回路转，将有助于市场风险偏好阶段性回升。

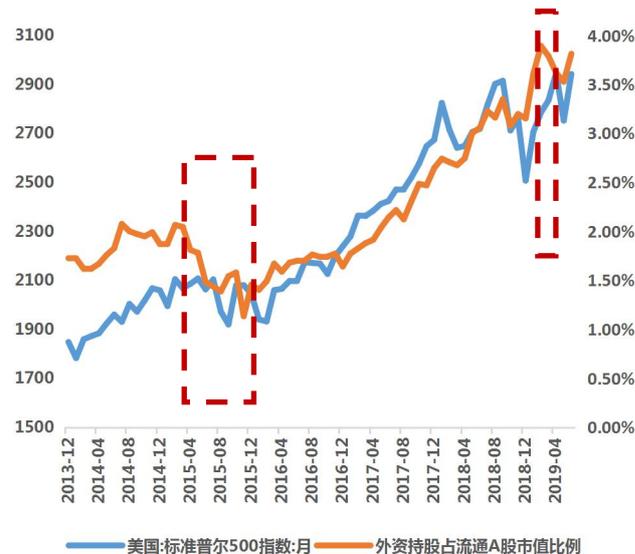
外盘联动方面，回顾历史数据我们可以发现，外资持股占流通 A 股市值比例与美股走势高度吻合。这是因为外资在做全球市场配置时，更加关注权益资产的总体持仓，而对各个市场的择时关注相对较少。一旦美股发生剧烈调整，外资在收缩风险资产配置的同时也会收缩 A 股的配置。因此我们看到 2014 年至今，外资一直在趋势性增加 A 股配置比例，期间只有 2015 年 4 月至 11 月和 2018 年年初及四季度出现过持股占比下降，而这两次下降均伴随着美股的大幅调整。一旦四季度不确定性发生（例如特朗普被弹劾）或美国经济持续低于预期导致美股出现大幅回调，无疑会对全球风险偏好产生剧烈冲击。这很可能引发外资整体降低权益仓位，从而导致市场重演 2018 年 2 月和 10 月的内外盘负向联动。因此我们提请投资者四季度依然要警惕不确定性发生（如特朗普被弹劾、英国硬脱欧等）、以及欧美经济体经济数据持续低于预期所带来的外围市场冲击。

图 2.5：央行口径外资配置 A 股规模



资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：外资持有 A 股占比 vs 标普 500 指数



资料来源：wind，一德期权部

地缘政治方面，除上述提到的特朗普可能被弹劾、英国硬脱欧等事项外，还需关注中东地区局势对全球油价带来的影响。九月中旬以来，随着沙特原油产量的恢复，油价显著下跌，也减轻了此前市场对于输入性通胀的担忧。但若四季度地缘政治局势再度趋紧，使得全面性通胀预期升温，届时可能限制政策宽松措施的实施。

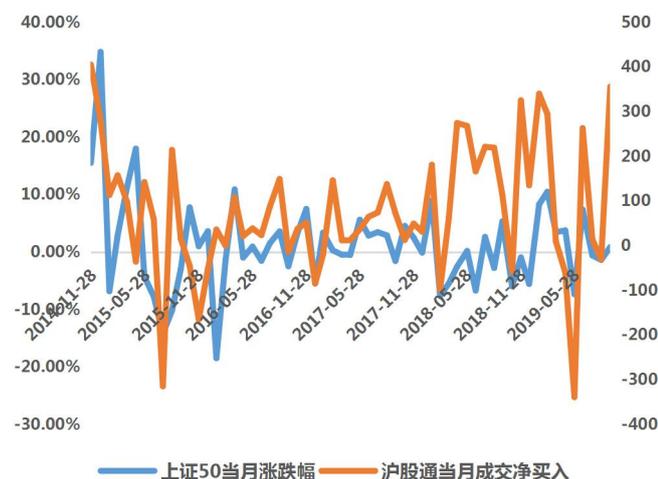
综上所述，虽然四季度上市公司整体盈利有望企稳，但我们认为分母端扩张的力度依然是决定后续市场演化的核心和关键。外因（贸易摩擦、外盘联动和地缘政治）可能会给风险偏好和市场节奏带来阶段性的扰动，但内因（政策面是否宽松）是决定市场走势的重中之重。一旦流动性宽松预期再起，必然伴随着短期风险偏好的急剧上升，届时指数贝塔性的机会值得期待。

3. 思辨：风格转向，避险为上

回首前三季度，脉冲式的政策宽松不仅影响了指数的贝塔性机会，也对市场风格的转化起到关键作用。每当市场以“流动性宽松”为主导逻辑之时，必然伴随着短期风险偏好的急剧上升并带动成长股行情（参见今年二月至三月、八月初至九月中旬）。而当流动性在二季度出现拐点，而 PPI 见底回升之时，则市场风格会转向以消费为主的价值股（参见今年二季度，消费股显著跑赢大盘）。展望四季度，未来的市场风格将如何演化？我们认为以下两点需要投资者重点关注。

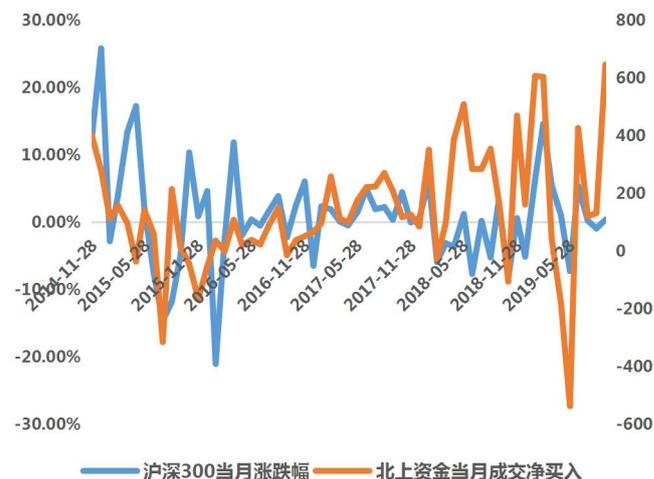
首先对于大指数（IF 和 IH）来说，外资流动影响不容忽视。统计数据显示，截止 2019 年二季度，境外机构及个人持有 A 股金额已达 1.65 万亿，与公募基金 2 万亿的持股规模较为接近。从投资特性来看，外资在大盘绩优指数成分股中持股比例较高。例如上证 50 和沪深 300 的前三大成分股中国平安、贵州茅台和招商银行，外资（北上资金+QFII）持股市值分别占其流通市值的 7.06%、8.54%和 4.69%。对于上证 50、沪深 300 和中证 500 而言，外资持股市值分别占其流通市值的 3.26%、3.62%和 1.74%。四季度在贸易摩擦、外盘联动和地缘政治等风险要素交织的背景下，一旦美股大跌、人民币汇率大幅贬值引发北上资金大幅外流，将对外资筹码相对集中的蓝筹股、白马股造成不利，从而给上证 50 和沪深 300 等大指数带来负面影响。此外，10 月 31 日是三季报强制披露截止日，需警惕抱团绩优股业绩不及预期所引发机构抛售行为。

图 3.1：上证 50 涨跌幅与沪股通成交净买入



资料来源：wind，一德期权部

图 3.2：沪深 300 涨跌幅与北上资金成交净买入



资料来源：wind，一德期权部

其次对于中小指数（IC）来说，七月下旬科创板开闸所带来的示范效应和八月初至九月中旬流动性预期转向宽松，使得风险偏好急剧上升，受宏观影响较小的成长股及相对应的中小指数因此一飞冲天。但是在 9 月 17 日 MLF 续作并未降息后，成长股和中小指数随之出现大幅度调整。在十月流动性预期几无可能扭转之时，预计中

小指数仍将面临调整。而一旦后期政策导向将再度倾向于宽松，届时将再度有利于中小指数估值的提升。此外，在年报、一季报和中报披露时，中小指数走势备受业绩地雷困扰。因此三季报披露期，个股业绩地雷和商誉减值状况依然值得重视。

4. 核心观点与风险提示：

4.1 核心观点：外因有扰动，内因是本质

展望四季度，我们认为虽然上市公司整体盈利有望企稳，但分母端（流动性和风险偏好）扩张的力度依然是决定后续市场演化的核心和关键。外因（贸易摩擦、外盘联动和地缘政治）可能会给风险偏好和市场节奏带来阶段性的扰动，但内因（政策面是否宽松）是决定市场走势的重中之重。一旦流动性宽松预期再起，必然伴随着短期风险偏好的急剧上升，届时指数贝塔性的机会值得期待。

流动性方面，今年的政策扩张不同与以往“大开大合”的政策刺激，更倾向于脉冲式的、小心翼翼的政策放松。首先从持续性来看，本轮从今年一月开始的信用扩张，很快在二季度收缩，三季度又重新升温；其次从力度上来看，当前极强的政策定力（尤其是地产）使得信用扩张的力度和持续度受限。这意味着，伴随着每次政策的阶段性放松，指数层面都会出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。目前来看，十月份央行采取大幅宽松举措的概率非常低，四季度前期流动性预期将继续面临修正。但如果四季度后期政策导向将再度倾向于宽松，届时市场机会将再次出现。

风险偏好方面，贸易摩擦、外盘联动和地缘政治很可能对 A 股阶段性的市场情绪带来阶段性扰动。尤其需注意不确定性事件（如特朗普被弹劾、英国硬脱欧等）、以及欧美经济体经济数据持续低于预期所带来的外围市场冲击。此外，中东地区局势对全球油价带来的影响也值得重视。一旦四季度地缘政治局势再度趋紧，使得全面性通胀预期升温，届时可能限制政策宽松措施的实施。

4.2 风险提示：不确定性因素仍存，小心驶得万年船

第一，整个十月期间，沪深两市上市公司将陆续开始披露中报业绩预告。从今年一月末年报预披、四月年报 & 一季报披露及七月中报业绩预告的情况来看，三季报影响不容忽视。无论大小指数，如果其成分股业绩不及预期，很可能会再度导致投资者信任危机蔓延。对大指数来说，需警惕抱团绩优股业绩不及预期所引发机构抛售行为。对小指数来说，个股业绩地雷和商誉减值状况依然值得重视。

第二，除贸易摩擦升级的风险外，需重点关注不确定性事件（例如特朗普被弹劾、英国硬脱欧等）以及欧美

经济体经济数据持续低于预期所带来的外围市场冲击。一旦美股大跌、人民币汇率大幅贬值引发北上资金大幅外流，将对外资筹码相对集中的大指数造成不利，甚至会在连带效应的作用下给小指数带来负面影响。此外，中东地区局势对全球油价带来的影响也值得重视。一旦四季度地缘政治局势再度趋紧，使得全面性通胀预期升温，届时可能限制政策宽松措施的实施。

4.3 操作建议：边走边看，把握阶段性机会

趋势性策略：当前在政策宽松预期大概率继续修正的背景下，市场运行的主要节奏将取决于风险偏好的变化，而中美谈判则是影响阶段性风险偏好的重要因素。由于眼下市场对中美谈判的预期并不乐观，即使贸易谈判结果不理想，对市场的负面冲击较为有限，因为绝大多数悲观情绪已经被逐渐 price in；但如果谈判取得部分进展，则有利于市场情绪的回升。因此我们认为当前市场超跌反弹的概率较大，但除非政策面出现明显宽松信号，否则反弹只能边走边看。如果后期流动性再度趋向宽松推动市场风险偏好提升，届时指数贝塔性机会值得期待。关注三季报业绩预告和外部冲击对指数造成的阶段性影响。

结构性策略：在政策宽松再度开启之前，中小指数估值难以持续提升，加上三季报业绩预告个股存在业绩暴雷风险，建议择机布局多 IH 空 IC 跨品种套利。一旦国内流动性宽松预期再起推动市场风险偏好提升，届时可考虑进行多 IC 空 IH 跨品种套利。关注三季报业绩预告和外部冲击对市场结构造成的阶段性影响。

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

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

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

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省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

辽宁省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2702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

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673