

2021年10月30日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

王志萍

• 从业资格编号 F3071895

• 投资咨询编号 Z0015287

邮箱: wangzhip@jinxinqh.com

四季度展望：

A股风格轮动加快，静待云雾拨开

内容提要：

行情回顾：十月以来，全球市场对通货膨胀和货币政策收紧的担忧持续，全球“类滞胀”环境、美联储 Taper 预期以及美债利率上行等因素打压风险偏好，美元指数和美债收益率双双走高，并且美国国债收益率曲线出现倒挂；国内“双碳”目标顶层设计出炉，但国内限电及能耗双控政策对 A 股市场情绪的影响持续发酵，监管部门强力出击遏制煤价炒作，政策密集落地对市场预期形成扰动，人民币升值带动北向资金持续流入，宏观流动性边际宽松，A 股季报整体好于预期，但市场热点分散并且缺乏持续性使得指数继续调整，A 股整体维持震荡中轮动。

国内经济：宏观经济偏弱运行，先行指标下行。CPI 与 PPI 剪刀差扩大。国际原油价格上涨及工业金属价格上行带动 PPI 再创新高，猪肉价格下行带动 CPI 继续回落。双控政策限制生产以及大宗商品价格飙升拖累制造业 PMI 下滑。

信用端：新增贷款规模同比回落显示实体经济融资需求不佳。M1 与 M2 剪刀差为负并出现加速扩大趋势。后续来看，稳货币和松信用仍是未来宏观政策的重心。

行情展望：国内经济面临下行压力，通胀压力短期难以消化，宏观政策将继续偏向跨周期调节，稳经济政策料将加码，宏观经济趋稳以及结构性宽信用背景下，市场整体大跌的风险不高。但国家对大宗商品保供稳价措施将压制原材料价格上涨，周期股仍存在政策调控风险，地产和消费股将继续受经济修复的影响，而下游利润有可能修复。预计短线 A 股将延续结构性行情，股指深化调整之后，后期仍具有上涨基础。

11月海内外宏观焦点：(1) 海外宏观风险；(2) 流动性压力；(3) 行业政策变化。

风险提示

海外疫情超预期、宏观流动性超预期收紧、经济复苏和政策出台不及预期

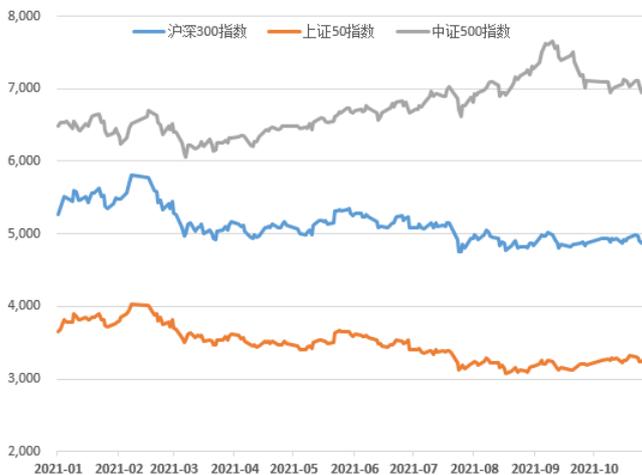
一、A 股市场回顾

金秋十月以来，全球市场对通货膨胀和货币政策收紧的担忧持续，全球“类滞胀”环境、美联储 Taper 预期以及美债利率上行等因素打压风险偏好，美元指数和美债收益率双双走高，并且美国国债收益率曲线出现倒挂；国内“双碳”目标顶层设计出炉，但国内限电及能耗双控政策对 A 股市场情绪的影响持续发酵，监管部门强力出击遏制煤价炒作，政策密集落地对市场预期形成扰动，人民币升值带动北向资金持续流入，宏观流动性边际宽松，A 股季报整体好于预期，但市场热点分散并且缺乏持续性使得指数继续调整，A 股整体维持震荡中轮动。10 月份以来，沪指止步于 3625 点后回调，三大股指集体收涨但涨幅不一，中证 500 指数反弹较弱，大小指数分化。

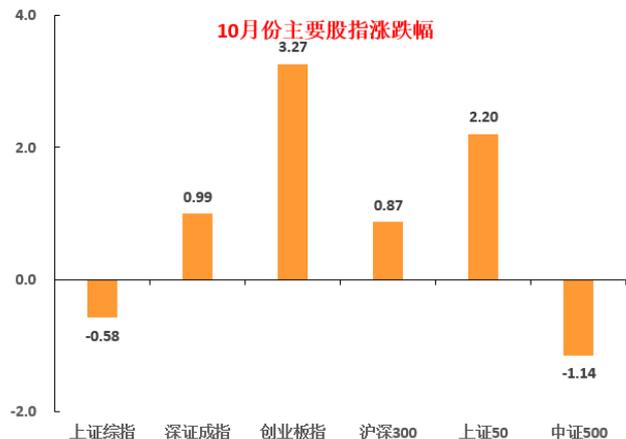
1.1 股票市场回顾

10 月份股票市场呈现震荡调整态势。市场对央行降准的预期较高，但 A 市场偏向谨慎，整体走势仍缺乏上涨动能。截至 10 月 29 日，上证指数、深证成指和创业板指累计下跌 0.58%、上涨 0.99% 和上涨 3.279%，上证 50 指数和沪深 300 指数分别上涨 2.20% 和 0.87%，而中小盘股代表中证 500 指数下跌 1.14%。两市成交额总体维持在较高水平，但相比 9 月份有所下降，放量的趋势未能持续，部分股市增量资金开始观望，A 股市场交投情绪有所降温，沪深两市成交量有 8 个交易日突破万亿元，日均成交 9955 亿元，较 9 月份均值 13672 亿元减少 27%。

图表 1：主要宽基指数走势 (%)



图表 2：10 月份主要指数涨跌幅 (%)

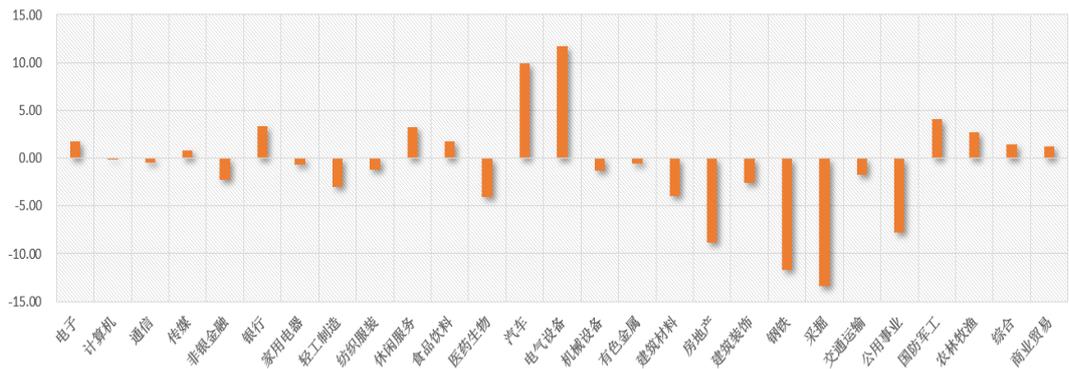


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

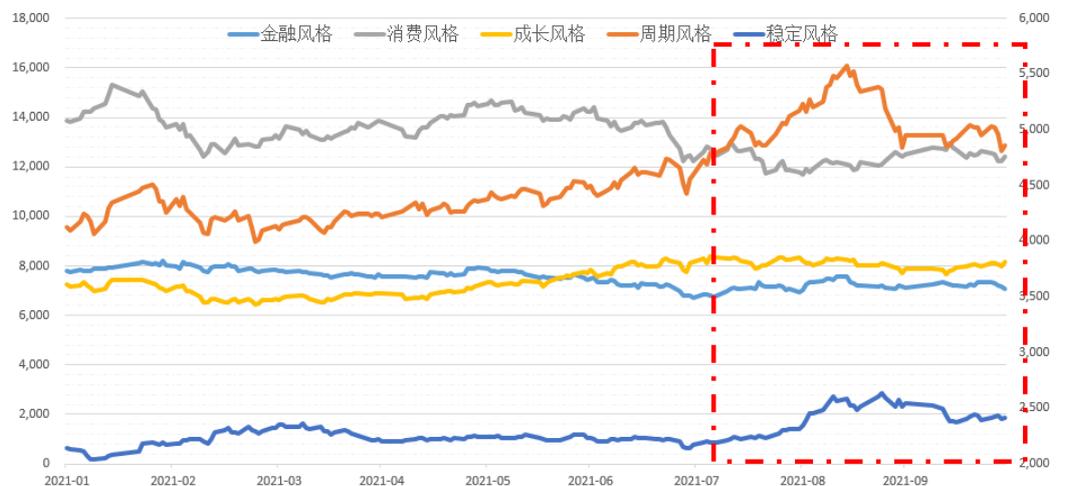
市场风格方面，10月份以来A股市场风格的相对表现排序为：成长（3.34%）>金融（-0.46%）>消费（-0.94%）>周期（-1.80%）。板块行情缺乏持续性，周期股表现分化，能源类大宗商品价格领涨，而针对煤炭价格的政策持续发力，钢铁、石油、有色等周期板块集体退潮，煤炭板块下挫对市场情绪形成了一定打击；房地产继续受政策影响而继续调整，房地产税改革试点消息对市场情绪形成负面影响；而受“双碳”目标顶层设计的利好消息刺激，碳中和题材引领市场；消费股以及风电、光伏、新能源车等高景气赛道回升，大金融以及大消费板块走强推动大盘企稳，核心资产支撑股指。

图表 3：10 月份 A 股行业涨跌幅



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 4：10 月份成长股占优



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

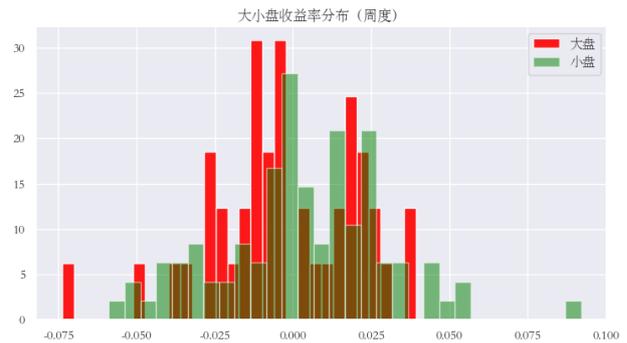
从大小盘股比值来看，10月份以来大盘股和小盘股均出现下挫，但小盘股相对抗跌。大盘指数累计下跌 2.04%，小盘指数则下跌 1.86%，大小盘比值冲高回落，大盘股表现相对占优。从9月份开始，大小盘比值出现触底回升，小盘股由相对占优阶段进入到了大小盘股重新均衡的阶段。（以中证超大作为大盘指数，以上证小盘作为小盘指数）。

图表 5: 大小盘比值变化



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 6: 大小盘收益率分布

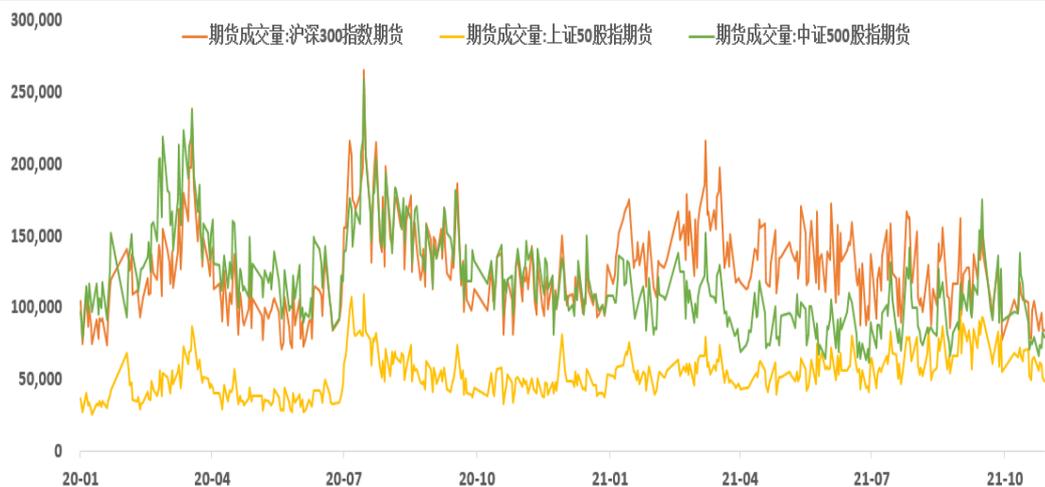


资料来源: Wind, 优财研究院

1.2 期货市场回顾

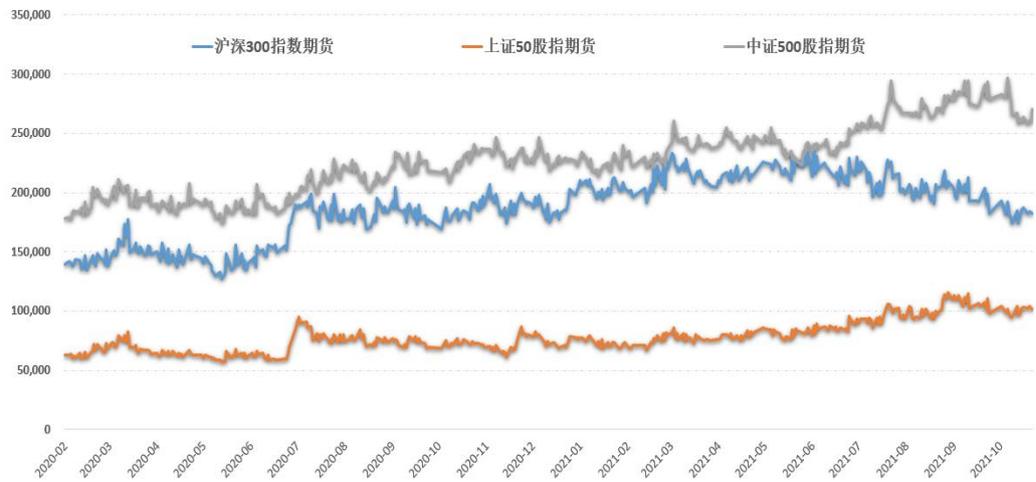
10月以来，三大股指期货涨跌不一，IF和IH收涨，而IC收跌，其中IF和IH主力合约分别上涨0.87%和2.20%，IC主力合约下跌1.14%。股指期货市场整体成交下降，沪深300、上证50、中证500三大股指期货的交易量和持仓量均有所下降，特别是三大股指期货日均持仓量均有20%左右的下滑。

图表 7: 股指期货成交量



资料来源: Wind, 优财研究院

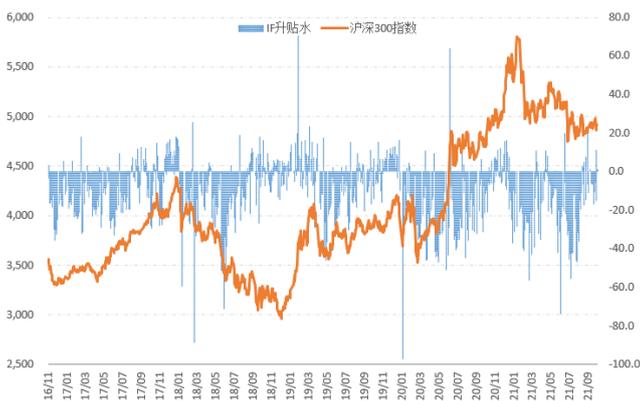
图表 8：股指期货持仓量



资料来源：Wind，优财研究院

基差方面，10月份以来，IF和IH当月合约基差大部分时间呈现贴水状态，但贴水幅度缩窄，并且一度出现升水状态，显示市场情绪好转，而IC持续贴水，但贴水幅度间歇性收敛。截止10月29日，IF、IH和IC主力合约分别升水现货1.23点、2.55点和贴水7.10点。IC/IH主力合约比值为2.15，较9月末下降0.08；IC/IF主力合约比值为1.435，较9月末下降0.03。

图表 9：IF 升贴水



资料来源：Wind，优财研究院

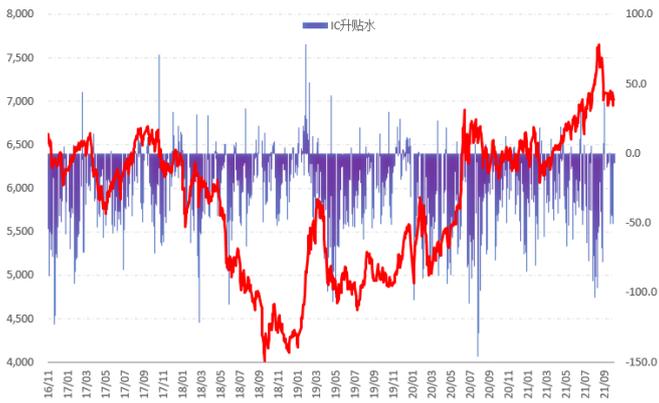
图表 11：IC 升贴水

图表 10：IH 升贴水



资料来源：Wind，优财研究院

图表 12：IC/IH 比值下降



资料来源：Wind，优财研究院

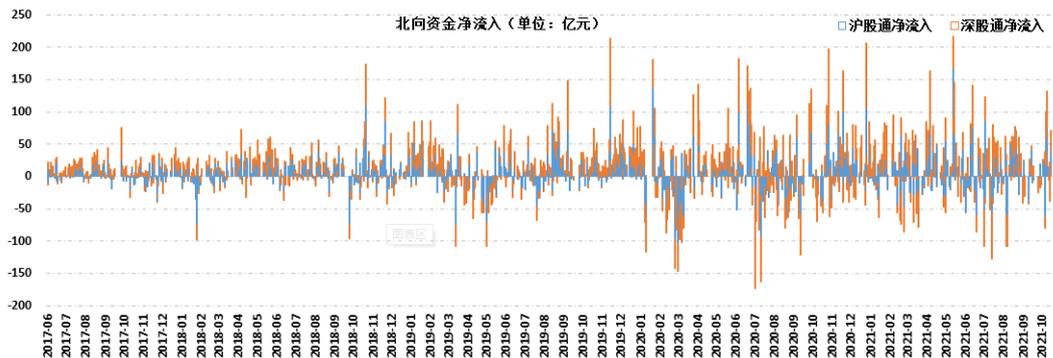


资料来源：Wind，优财研究院

二、 股市资金面

北向资金继续净流入。10月份，北向资金累计净买入额达328.40亿元，其中沪股通净流入222.74亿元，深股通净流入105.66亿元，北向资金连续13个月净买入A股。北向资金重仓股仍以大消费股和新能源为主。中美经贸关系缓和以及人民币升值背景下，外资继续涌入A股，北向资金延续净流入状态。

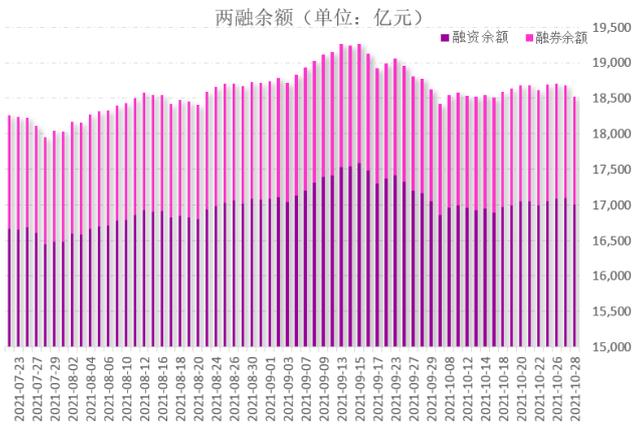
图表 13：北向资金净流入金额（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

两融规模增加，但交易活跃度下降。截至10月30日，沪深两市的融资融券余额为18,518.95亿元，相比9月末增加104.67亿元。其中融资余额17,005.17亿元，融券余额1,513.78亿元。10月份以来，随着A股走势偏向震荡，A股市值有所下滑，融资融券交易占A股流通市值比值回落。

图表 14: 10 月份两融规模增加



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 15: 融资融券交易占比下滑



资料来源: Wind, 优财研究院

三、基本面分析

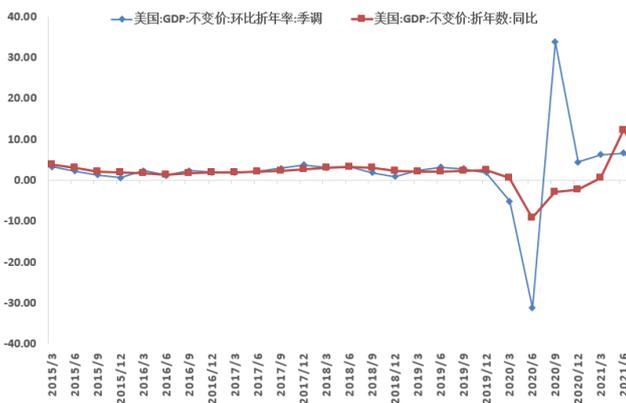
3.1 全球通胀预期上升, 央行政策面临拐点

海外方面, IMF 下调 2021 年全球经济增速预期, 并对滞胀发出迄今以来最严厉警告。国际油价飙升引发市场对经济的忧虑, 全球供应瓶颈的问题依然突出, 全球债券收益率曲线趋平甚至出现倒挂, 释放出央行加息和经济减速的预警信号。

美国经济放缓, 通胀担忧持续升温。(1) 美国三季度 GDP 增速放缓, 供应链瓶颈拖累美国三季度 GDP 增速;(2) 美国 9 月 PPI 同比升 8.6% 低于预期, 缓和了市场对消费通胀上升的担忧, 但是能源价格上升以及工资上行推升美国盈亏平衡通胀率至近 7 年高点, 美国对未来一年通胀预期上升, 美联储主席鲍威尔表示通胀高企或持续至明年。美联储褐皮书显示, 受商品和原材料需求上升的推动, 大多数地区的物价显著上涨。(3) 美国 9 月制造业数据意外下滑, 但 10 月服务业创三个月来最快增长;(4) 美国初请失业金人数自去年疫情以来首次跌破 30 万;(5) 美国 8 月二手房签约量反弹至七个月高位, 但 9 月新屋开工数下降;(6) 美国 9 月份出口下降, 商品贸易逆差扩大至纪录高位;(7) 美国 9 月零售销售意外增长, 资本品订单连续第七个月增长, 资本投资保持强劲, 但美国 10 月消费者信心指数环比下降。

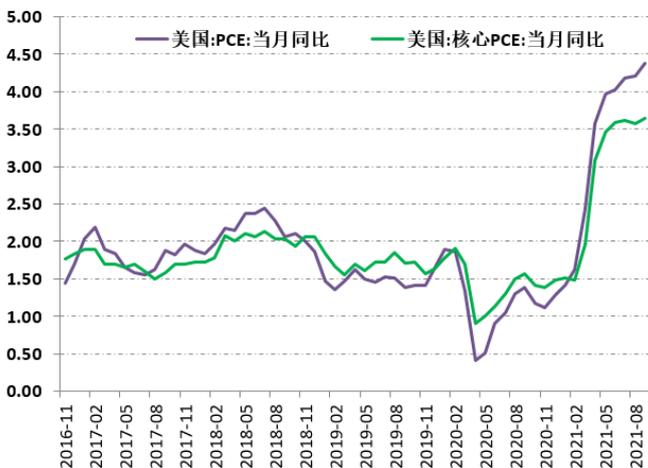
欧美主要央行谨慎收敛货币政策。(1) 欧洲央行维持货币政策不变，但欧洲央行预计明年通胀率将高于 2%；(2) 日本央行维持刺激措施不变，日本央行将 2021 财年日本实际 GDP 增长预期下调至 3.4%；(3) 英国国债发行规模削减程度超出预期，加剧了收益率曲线趋平势头；(4) 加拿大央行维持基准利率不变，但意外结束量化宽松；(5) 巴西央行将基准利率由 6.25% 上调至 7.75%，创 2017 年以来新高点。受各国央行撤出或准备撤出宽松政策的推动，全球短期和长期国债收益率之差收窄。

图表 16: 美国经济增速放缓



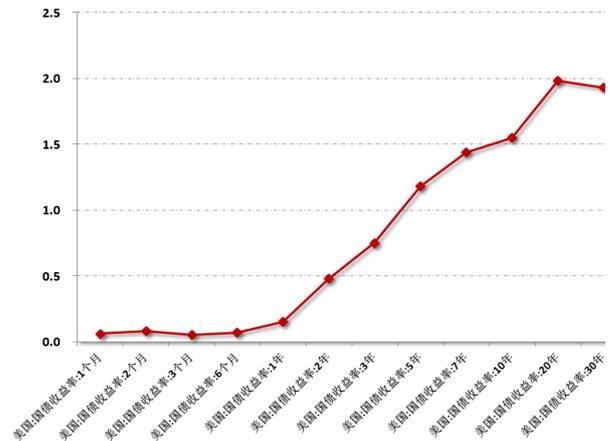
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 美国通胀水平上升



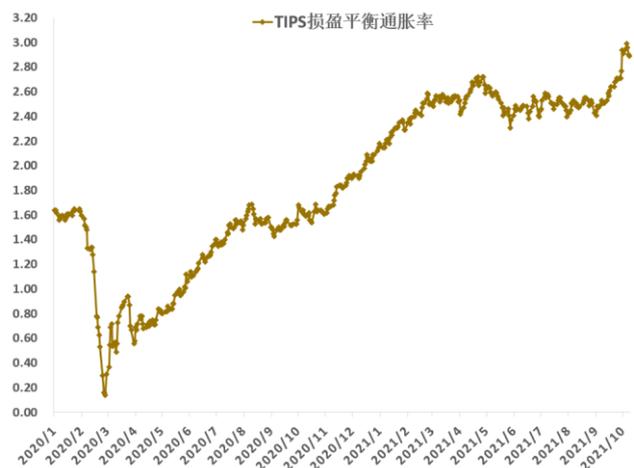
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 17: 美债收益率出现倒挂



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 19: 通胀预期大幅攀升



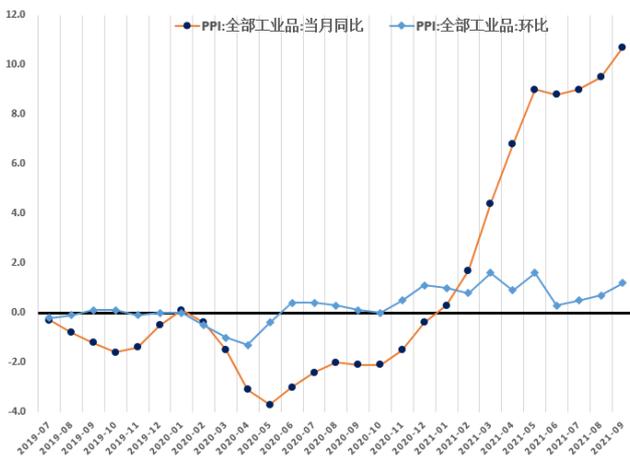
资料来源: Wind, 优财研究院

3.2 国内经济基本面

国内方面，宏观经济偏弱运行，先行指标下行。中国三季度 GDP 同比增加 4.9% 低于预期，“电荒”拖累复苏步伐，不过 9 月出口明显反弹。楼市调控对经济的影响开始显现，房地产市场有所降温。9 月规模以上工业增加值同比增 3.1%，均低于市场预期，不过 9 月份社会消费品零售总额增长 4.4% 好于预期。通胀上，中国 9 月 CPI 同比上涨 0.7%，PPI 同比上涨 10.7%，创历史新高，CPI 与 PPI 剪刀差扩大。国际原油价格上涨及工业金属价格上行带动 PPI 再创新高，猪肉价格下行带动 CPI 继续回落。CPI 与 PPI 剪刀差显示上游原材料价格上涨对企业盈利的挤出效应明显。

从经济运行的各项先行指标看，双控政策限制生产以及大宗商品价格飙升拖累制造业 PMI 下滑，10 月制造业 PMI 从上个月的 49.6 降至 49.2，低于 50% 的“荣枯线”水平，中国制造业活动连续第二个月萎缩。同时非制造业 PMI 扩张力度有所放缓。从中高频数据分析，统计局发布的 9 月铁路货运量与去年同期持平，但环比下降 5%；继 8 月挖掘机销量同比下降 13.7% 后，9 月份各类挖掘机销量 2 万台，同比下降 22.9%，市场预计随着专项债发行加速，四季度挖掘机销量将有所恢复。

图表 20: CPI 与 PPI 剪刀差扩大



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 21: 铁路货运量环比下降



资料来源: Wind, 优财研究院

3.3 信用端偏紧

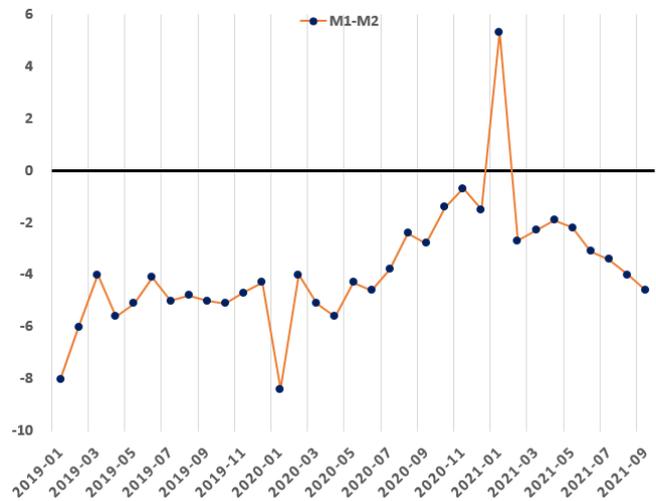
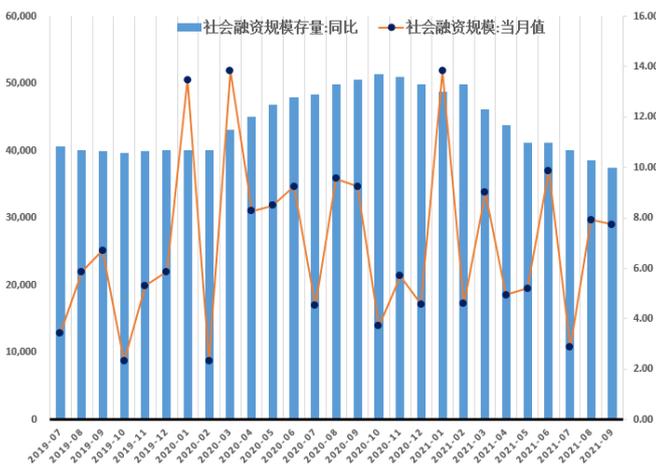
信用偏紧但财政政策发力。9 月份新增人民币贷款 1.66 万亿，新增贷款规模同比回落显示实体经济融资需求不佳；社融增量 2.9 万亿元不及预期，主要受去年高基数以及专项债发行不及预期的影响；M1 增速环比下行至 3.7%，M2 增速超预期小幅反弹，M1 与

M2 剪刀差为负并出现加速扩大趋势。后续来看，稳货币和松信用仍是未来宏观政策的重心，考虑到国常会定调宽松并提及“跨周期调节”，叠加季节性因素以及基数效应影响，预计后续社融将筑底企稳，同时在 MLF 到期和政府债券加快发行的背景下，预计央行仍将通过公开市场操作投放流动性。不过从通胀压力日益上升的角度来看，货币政策放松将受到制约。

从近期会议风向来看，当前国内经济增长放缓的同时 PPI 表现出结构性通胀特征，经济运行存在“类滞胀”风险，因此财政政策保持力度，各项支持政策不断出台。10 月 27 日召开的国常会就部署了对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度，以促进工业经济平稳运行。中国国务院常务会议称，将研究规模性减税，并适时加强宏观政策预调、微调。财政部突出强化对小微企业的税收优惠，并加大对制造业和科技创新的支持力度，预计全年为市场主体减负将超过 7000 亿元。另一方面，目前地方债发行当前正处于收官前的冲刺阶段，在前三季度专项债发行规模 22,167 亿元、发行进度 61%的情况下，财政部要求各地专项债额度尽量在 11 月底前发完。不过，鉴于后续年内财政收入增幅总体下降态势，预计财政政策积极空间有限。

图表 22：社融规模回落

图表 23：M1-M2 剪刀差持续为负



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

四、行情展望

10 月份以来，A 股市场整体趋弱，多重因素叠加导致 A 股持续调整：一是宏观层面，全球进入“类滞胀”环境，供应链混乱提升通胀预期，国际油价飙升引发市场对经济的忧虑，外围市场波动打压国内市场风险偏好，同时国内经济面临下行压力，市场情绪回归谨慎；二是资金层面，宏观流动性保持平稳，对 A 股构成支撑；三是政策层面，近期政策密集落地对市场预期形成扰动，周期股行情告一段落。

后续来看，国内经济面临下行压力，通胀压力短期难以消化，宏观政策将继续偏向跨周期调节，稳经济政策料将加码，宏观经济趋稳以及结构性宽信用背景下，市场整体大跌的风险不高。但国家对大宗商品保供稳价措施将压制原材料价格上涨，周期股仍存在政策调控风险，地产和消费股将继续受经济修复的影响，而下游利润有可能修复。预计短线 A 股将延续结构性行情，股指深化调整之后，后期仍具有上涨基础。

11 月海内外宏观焦点：（1）**海外宏观风险。**11 月上旬美联储大概率会正式宣布缩债，美联储减量开启的长期结果将导致全球流动性拐点，并且美元加息也将提上日程，将对全球市场带来冲击。美联储退出宽松预期、美债收益率上行等都将导致外围市场加剧波动，对国内 A 股市场有承压作用；（2）**流动性压力。**11 月份央行逆回购和 MLF 大量到期，并且地方债较快发行，而短期内降准可能性不大，因此将考验市场流动性，并影响市场情绪；（3）**行业政策变化。**房地产融资和城投融资监管均出现边际宽松信号，预计房地产政策将紧中有松，房企信用风险弱化有利于房地产板块企稳；冬季来临将加剧部分资源品的供需矛盾，限电及能耗双控政策短期内难以放松，但预计力度不会加强，后期若限电限产政策若出现放松，周期股调整的风险将逐步释放；政策催化不断，新能源车、光伏、电力等能源转型行情料将延续，同时新能源发电项目支持政策将带动电力及新能源走强。

风险提示：海外疫情超预期、宏观流动性超预期收紧、经济复苏和政策出台不及预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>