

美股的“坑”与A股的“机”， 风景这边独好

研发中心宏观金融团队

郭远爱 吴昕岚

2020年3月25日

报告核心观点

- 本轮美股的暴跌可划分为三个阶段，每一个下跌阶段背后的驱动因素为：第一阶段，疫情开始在海外扩散；第二阶段，OPEC+会议原油减产协议谈崩，原油价格暴跌进一步加剧全球金融市场的恐慌；第三阶段，美元流动性危机恶化，进而引发美股新一轮恐慌式杀跌。
- 为应对疫情对全球经济的冲击，全球央行进入“撒钱模式”。鉴于疫情防控引发市场对全球经济衰退的担忧，各国央行纷纷进入应急式宽松周期，纷纷启动“撒钱模式”。作为全球央行标杆的美联储，更是启动应对2008年金融危机时的“雷曼式”救市政策，推出一系列政策工具以缓解美元流动性危机，并承诺无限量按需购买美债及MBS资产。
- 2008年金融危机时期大类资产触底的顺序：黄金、白银最先触底，原油、铜等大宗商品次之，美股最后触底。参照08年金融危机时的经验，资产触底的一个重要信号是流动性危机的缓解。反映到当下，美元流动性危机一旦缓解，对黄金的压制作用将减弱，叠加全球央行进入疯狂“撒钱模式”，黄金将是首选的配置品种。
- 美元流动性危机的缓解是美股短期止跌企稳的第一步。随着美联储政策的不断推出，市场对美元流动性危机的拐点预期在提升，我们认为当下美股大概率已进入流动性危机缓解后的第一波修复阶段。
- 流动性危机的拐点探明后，疫情何时见拐点是决定美股走势的关键。参照08年金融危机时的经验，在当年11月底美元流动性危机缓解之后，美股出现短暂企稳反弹，但后面由于市场对经济预期的悲观，美股等海外股指再度出现暴跌，最后于2009年3月才触底。中期来看，美股未来走势主要取决于以下几点：（1）美国及全球新冠疫情的防控情况，拐点何时能够出现；（2）后续美国经济基本面的走势。



报告核心观点

- **五大优势助力中国A股有望领先于美股率先见底企稳。**国内A股相较于外国股市而言，我们具备“疫情防控先发优势、政策空间优势、资本市场改革红利优势、金融市场低杠杆优势及估值低位”这五大优势。在上述优势支撑下，A股市场有望领先于外围市场率先触底企稳。
- **拉长周期看，A股正处于中周期的底部区域，布局的价值很高。**“股息债息比”数值重回历史极值区域并创下新高，反映当下股市配置的性价比高。纵观历次市场底部的形成，多数情形下都会经历一段时间的“磨底”过程。市场底部是一个区间概念，代表着当前点位下，进一步下跌的空间有限。当观察到市场底部特征出现时，可大胆尝试去参与底部的布局。
- **A股何时能够抄底？**我们设想的比较安全的抄底信号组合如下：（1）美元流动性危机缓解；（2）市场成交量萎缩至阶段性新低，代表市场做空力量的衰竭；（3）北上资金重新回流A股。
- **抄底配置哪个品种好？**原则上，目前三大股指期货均是机会，但建议首选IC合约。我们反复强调，创业板已进入“新一轮并购重组政策周期、新一轮产业周期、盈利向上周期”三大周期共振向上阶段，创业板有望领先于主板率先走出来。考虑随着时间的推移，海外疫情被控制的概率增加，叠加目前IC09合约的贴水处于近三年高位，建议IC2009合约价格在4750点一线可考虑逐步配置。



疫情冲击下全球金融市场陷入暴跌模式

本轮美股崩盘的速度刷新各种历史记录

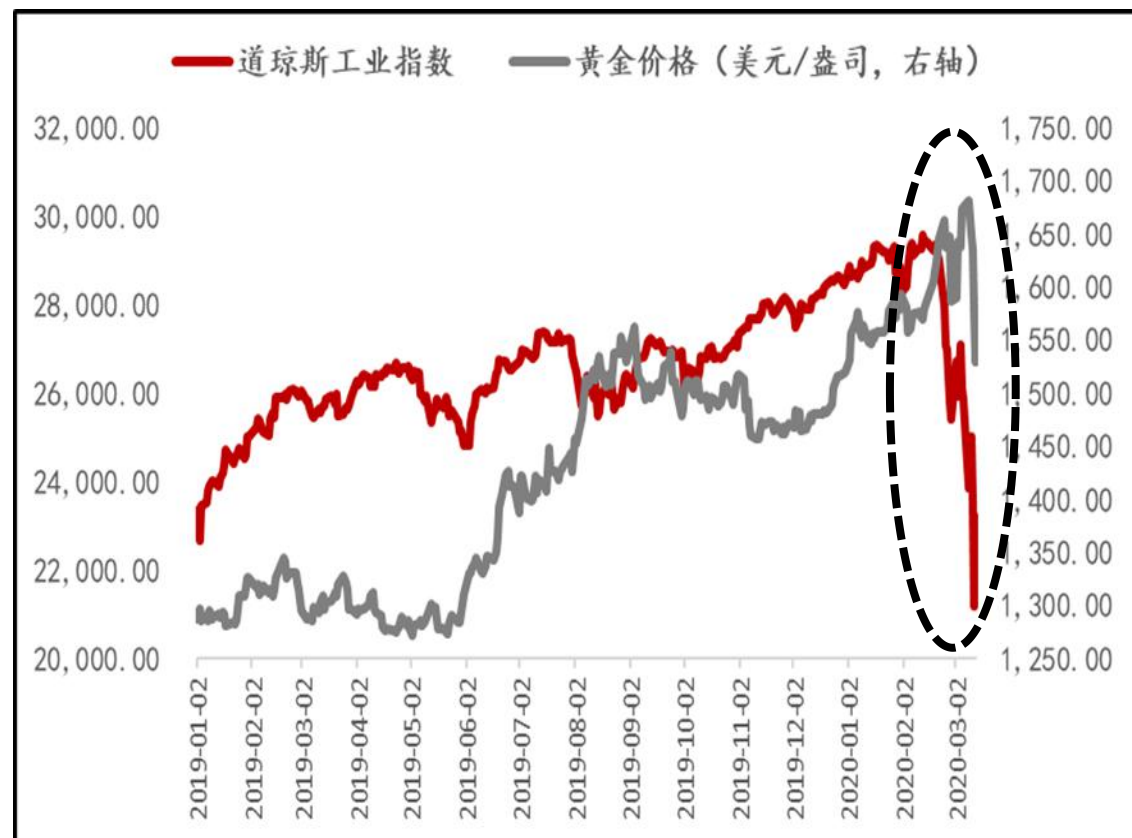
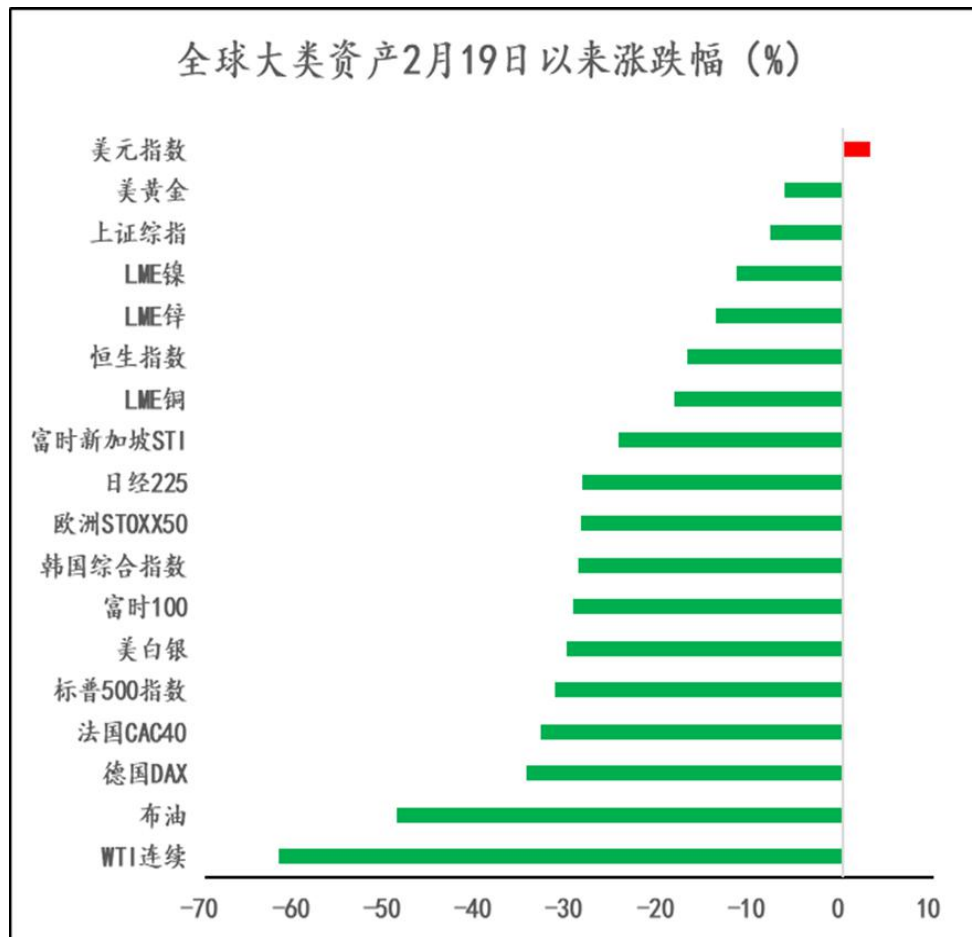
● 在过去1个月左右的时间，市场在不断地见证美股的历史。既经历了2周内4次触发熔断的惨烈景象，也见证了美股以15个交易日的时间刷新跌入“技术性熊市”的历史记录。从跌幅上看，在不到1个月的时间，美股全部回吐了自2017年2月特朗普上台以来的全部涨幅。可见，本轮美股崩盘的速度及短期杀跌的幅度均为历史之罕见。

标普500指数跌入“技术性熊市”用时及触发因素梳理		
日期	标普500指数跌入技术性熊市用时（交易日）	诱导因素
1980/11-1982/8	310	经济衰退
1956/8-1957/10	306	经济增速放缓，冷战危机
1968/11-1970/5	288	政治动荡，经济衰退
2000/3-2002/10	230	科网泡沫破裂
1973/1-1974/10	221	石油危机，经济滞涨
2007/10-2009/3	181	美国次贷危机
1966/2-1966/10	139	联储收紧信贷
1937/3-1942/4	125	珍珠港事件（二战）
1961/12-1962/6	115	"肯尼迪"暴跌
1946/5-1949/6	70	二战后经济衰退
2018/9-2018/12	64	中美贸易摩擦
1990/7-1990/10	62	海湾战争，经济衰退
1987/8-1987/10	38	“黑色星期一”
1929/9-1932/6	30	大萧条
1998/7-1998/10	30	亚洲金融危机
本轮	15	新冠肺炎疫情

资料来源：新闻资料，信达期货研发中心

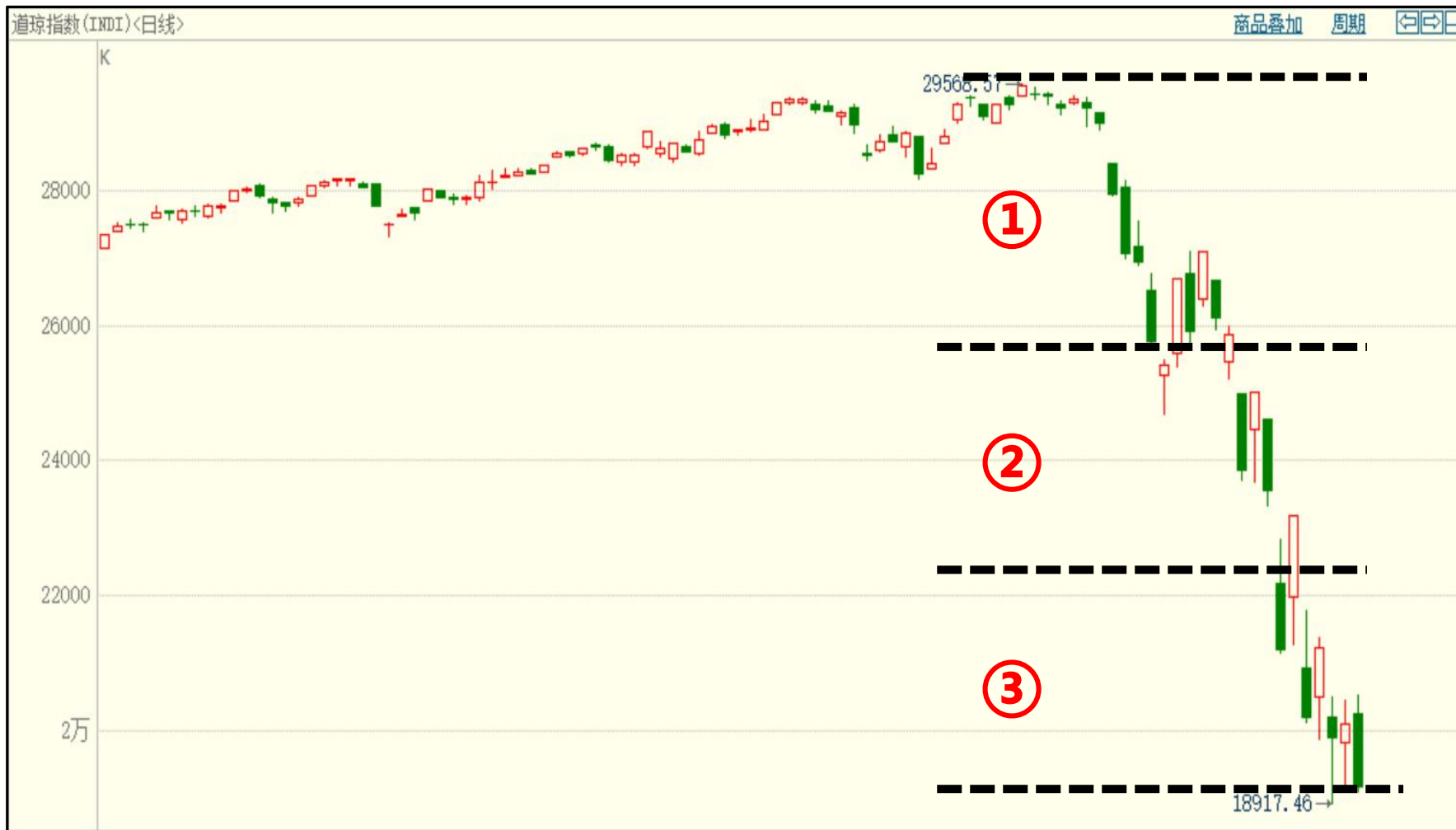
在本轮金融市场暴跌中，风险资产和避险资产集体遭到抛售

- 从近期全球金融资产的表现来看，全球股市同步下挫，轮番上演“熔断”。大宗商品也上演杀跌潮，素有避险资产之称的黄金和债券也都表现为杀跌。
- 全球风险资产和避险资产共同下跌的背后所反映的是美元流动性危机。一方面，全球避险情绪升温，“现金为王”，美元需求增加。另一方面，大量金融机构面临追保，投资机构大量抛售资产。



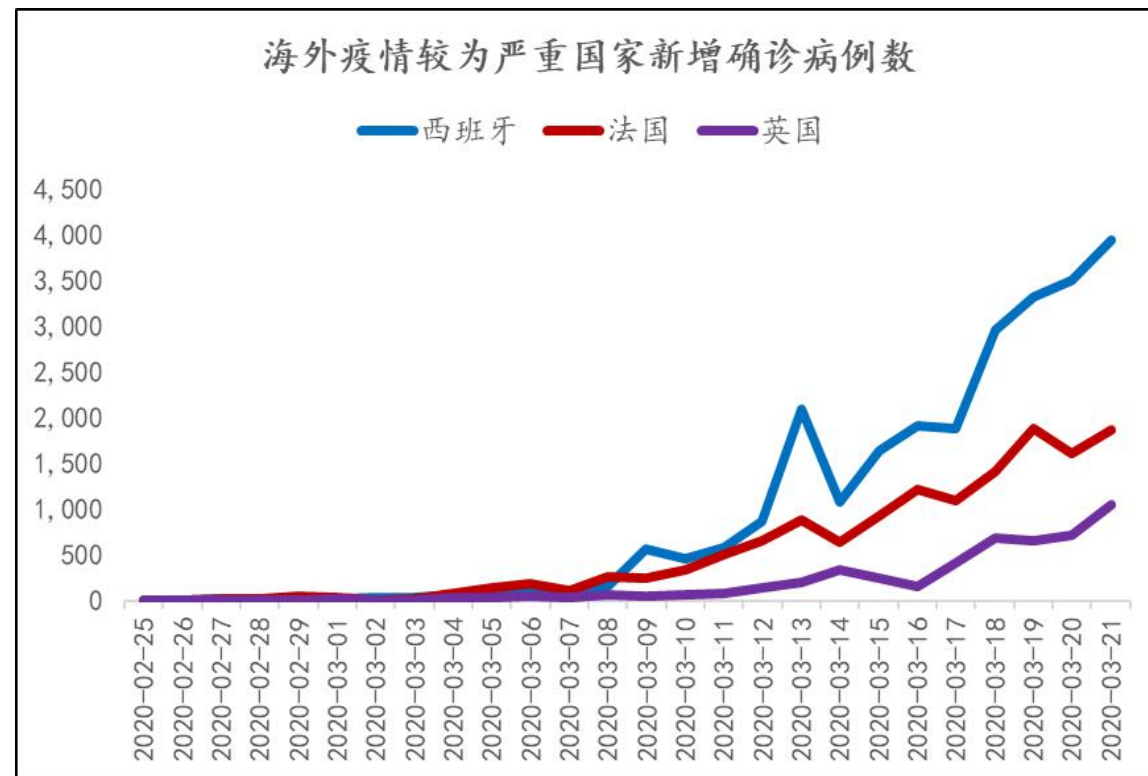
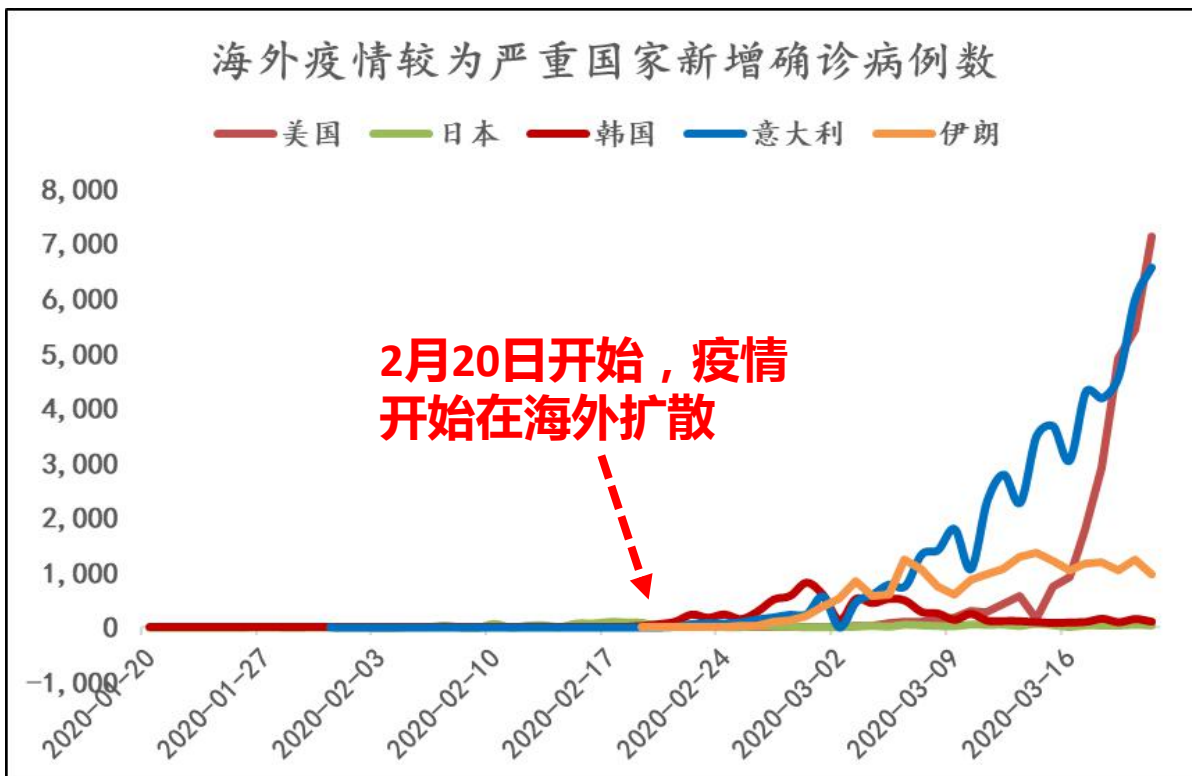
本轮美股的暴跌大致可以划分为三个阶段

- 短短1个月的时间，美股遭遇重挫，本轮美股崩盘的速度及幅度均刷新历史记录。按照美股暴跌背后的驱动因素划分，本轮下跌可划分为三个阶段：第一阶段，疫情开始在海外扩散；第二阶段，OPEC+会议原油减产协议谈崩，原油价格暴跌进一步加剧全球金融市场的恐慌；第三阶段，美元流动性危机恶化，进而引发美股新一轮恐慌式杀跌。



美股下跌的第一阶段：疫情开始在海外蔓延扩散

- 2月24日，美股跳空低开，正式拉开暴跌的序幕。直接的导火索是海外新冠肺炎疫情的形势开始恶化。当时韩国和日本疫情数出现大面积爆发的迹象，甚至是此前毫无前兆的伊朗也爆出确诊病例。疫情初现全球扩散、蔓延的势头。
- 在国内疫情逐步转好之际，国外多国出现了大的疫情扩散风险，进而引发了外围金融市场的恐慌。



资料来源：Wind，信达期货研发中心



美股下跌的第二阶段：油价暴跌加剧市场恐慌情绪

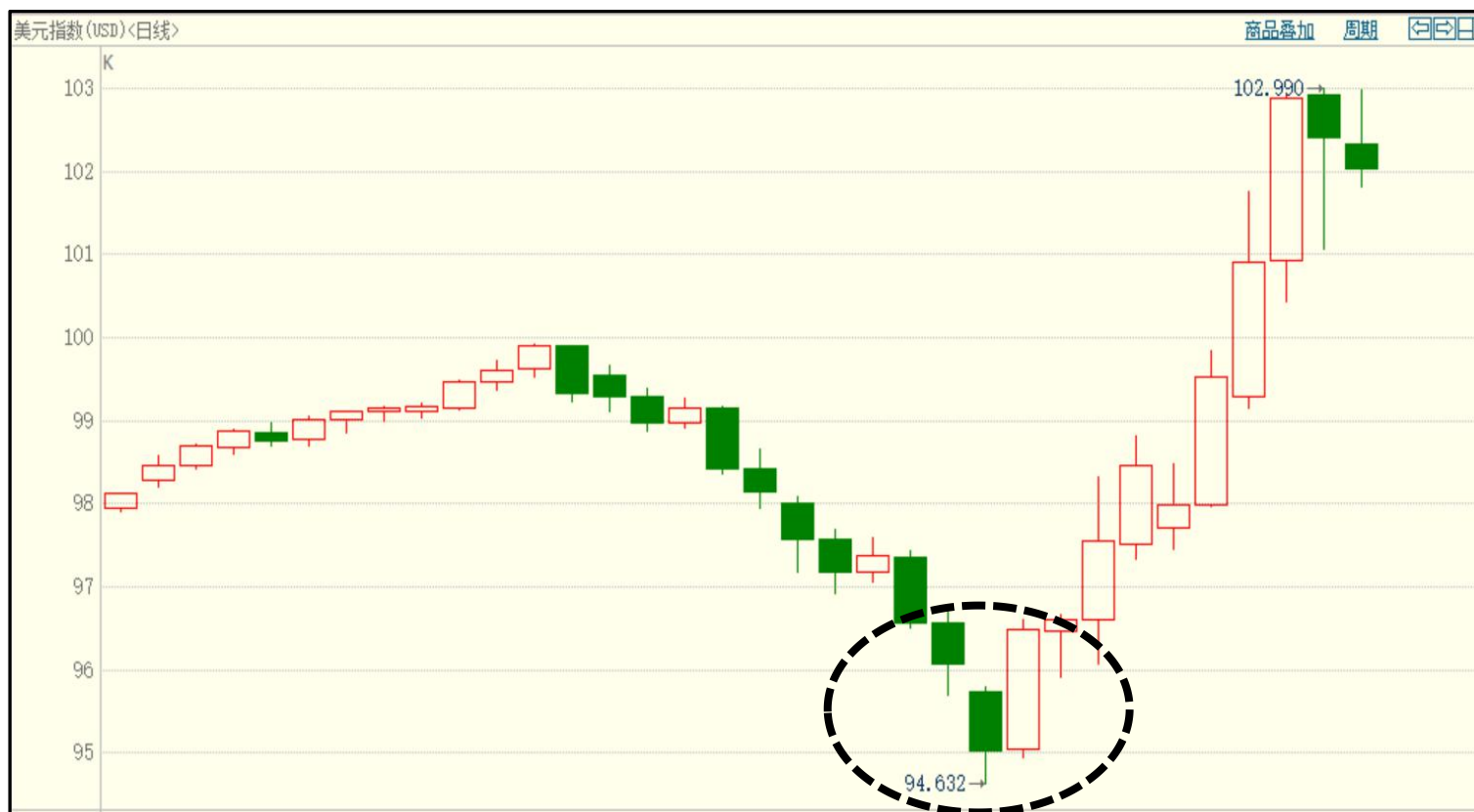
- 3月6日，OPEC+会议结束，原油减产协议谈崩，俄罗斯和沙特之间挑起石油价格战，沙特大幅调低石油价格。此后，短短两周的时间，WTI原油价格一路跌至20美元/桶附近。
- 原油价格的持续暴跌，加剧了全球金融市场的恐慌情绪，进而导致美股的再度杀跌。受此影响，3月9日，美股再次跳空下跌，开启第二轮快速杀跌。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

美股下跌的第三阶段：美元流动性危机恶化

- 3月16日，美股再次熔断跌停，开启第三轮暴跌模式。触发美股第三轮大跌背后的导火索是美元的流动性危机。美元指数自3月9日触底以来，开启一轮大幅上涨，最高价涨至103附近，距离2017年1月初创下的103.82历史高点仅一步之遥，在2周不到的时间涨接近9%。
- 美东时间3月15日美联储突然宣布大规模降息100BP，并推出7000亿美元QE的大规模量化宽松计划（QE4），以保护经济免受病毒影响。美联储迫不及待救市行为的背后更加坐实了美国疫情的严重性及疫情对全球经济的冲击之大。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

为应对疫情对经济的冲击，全球央行进入应急式宽松周期

- 鉴于疫情防控引发市场对全球经济衰退的担忧，各国央行纷纷开启降息潮，进入应急式宽松周期。
- 据不完全统计，3月份以来已有逾30个国家及地区，累计降息逾40次。其中，美联储2次采取紧急降息，现已将基准利率降至0附近，为金融危机以来首次。

国家及地区	降息时间	降息基点	国家及地区	降息时间	降息基点
澳大利亚	3月3日	25	中国澳门	3月16日	64
	3月17日	25	中国香港	3月16日	64
	3月19日	25	捷克	3月16日	50
马来西亚	3月3日	25	约旦	3月16日	100
美国	3月3日	50	韩国	3月16日	50
	3月16日	100	斯里兰卡	3月16日	25
沙特	3月3日	50	科威特	3月16日	25
阿联酋	3月3日	50	卡塔尔	3月16日	50
香港	3月4日	50	阿联酋	3月16日	75
澳门	3月4日	50	巴林	3月16日	75
加拿大	3月4日	50	沙特阿拉伯	3月16日	75
	3月13日	50	埃及	3月17日	300
科威特	3月4日	25	智利	3月17日	75
约旦	3月4日	50	菲律宾	3月19日	50
阿根廷	3月6日	200	印尼	3月19日	25
塞尔维亚	3月11日	75	中国台湾	3月19日	25
英国	3月11日	50	墨西哥	3月20日	50
	3月19日	15	泰国	3月20日	25
越南	3月16日	100	挪威	3月20日	75
新西兰	3月16日	75			

资料来源：Wind，信达期货研发中心

受制于利率下降的空间，欧美日均施展出了金融危机时的招数

- 美联储已将基准利率将至零附近，而欧洲和日本深受负利率所累，欧美日进一步降息的空间有限。在这样的背景下，欧美日只能另辟蹊径。
- 日本不断提升ETF年度购买目标和房地产投资信托基金购买目标。
- 欧央行虽未进行降息，但不断在追加资产购买规模，并同时启动新的长期再融资操作(LTRO)。
- 美联储开启第四轮QE，并推出恢复商业票据融资机制(CPFF)、建立初级交易商信贷安排(PDCF)、紧急创设货币市场投资者融资工具(MMLF)等非常规流动性工具，以缓解流动性危机。此外，美联储还协同各主要央行，增强协调性央行互换安排，以保障美元的流动性。本次疫情给企业经营带来较大的负面冲击，美联储支持信贷流向雇主、消费者和企业，在原有工具的基础上，创设了用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资(PMCCF)和用于为未偿还公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资(SMCCF)。

欧央行



3月12日

推出长期再融资操作(LTROs)；
追加1200亿欧元量化宽松；



3月18日

7500亿欧元的应对新冠病毒大流行的紧急资产购买计划(PEPP)；
将公司部门购买计划(CSPP)下的合格资产范围扩大到非金融商业票据；
放宽抵押品标准；

美联储



3月3日

降息50BP

3月15日

降息100BP(降至0)

购买5000亿美元国债和2000亿美元MBS



3月17日

恢复商业票据融资机制

建立初级交易商信贷安排



3月19日

创设货币市场投资者融资工具



3月23日

新设一级市场公司信贷融资和二级市场公司信贷融资
扩展MMLF和CPFF

建立定期资产支持证券贷款设施

建立大街商业贷款计划



资料来源：信达期货研发中心整理

为暂缓股市的下跌，多个国家“禁止做空”政策再现

- 海外疫情持续扩散，全球避险情绪升温，各国股市惨烈杀跌。据不完全统计，全球已有超过10个国家推出禁止股票做空的政策。
- 从过往的历史看，禁止股票做空的机制通常在市场出现持续大跌的情形下才会考虑推出。最近类似政策推出还要追随之至2008年金融危机时期及2011年欧债危机时期。

英国

禁止股票卖空，禁止针对部分意大利、西班牙金融工具的卖空

意大利

禁止做空85只股票

法国

禁止做空，为期30天

菲律宾

3月17日起，无限期暂停交易

西班牙

禁止卖空69只股票

比利时

从3月18日起，禁止做空至4月17日

韩国

禁止股票卖空交易6个月，从3月16日开始到9月15日

奥地利

禁止做空股票，禁令实施期限为1个月

泰国

禁止股票卖空交易6个月，从3月16日开始到9月15日



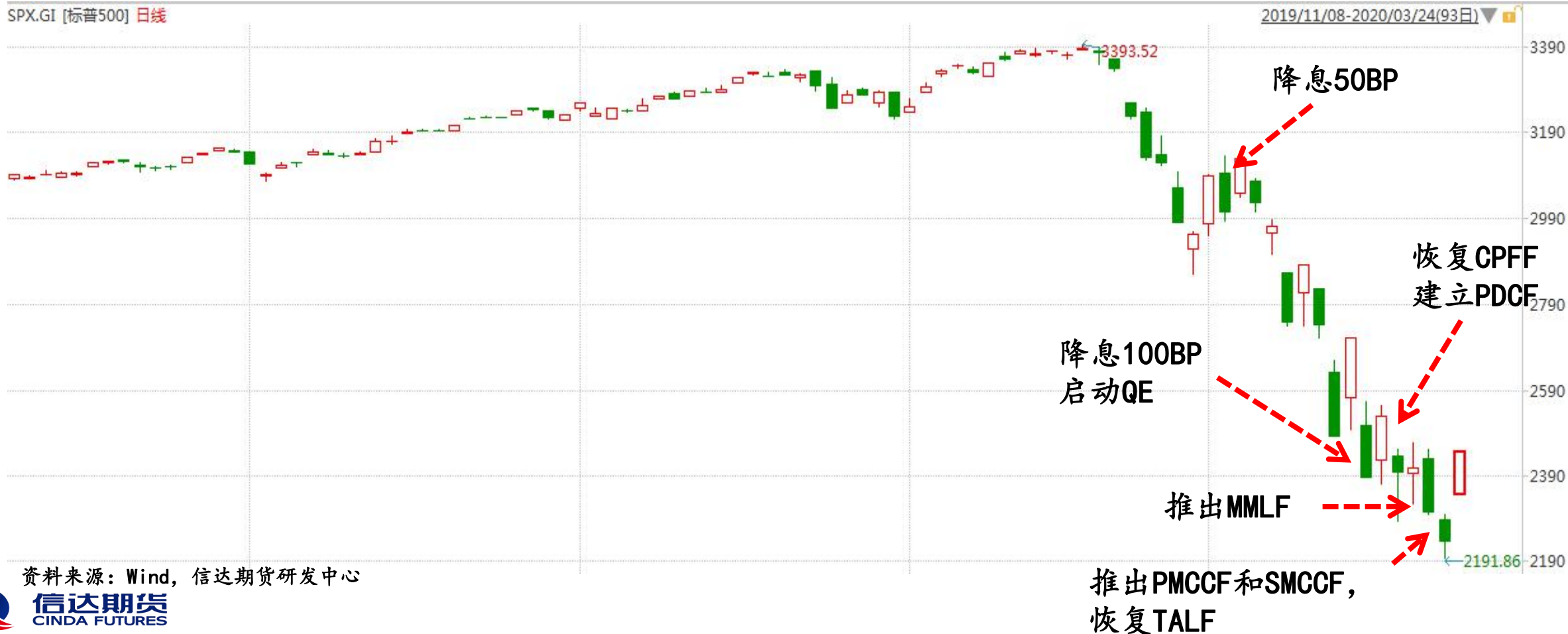
08年禁止做空政策只是降低了股市下跌速度，但未改变下行的趋势

- 2008年金融危机，全球股市暴跌，全球近30个国家下达了卖空禁令。
- 2008年9月17日，美国禁止裸卖空，但是裸卖空市场规模较小，影响不大。2008年9月18日，证监会决定停止797只金融股的卖空，为期10天。股价抛压下降，但并未扭转股市下跌的趋势。



全球政策底已然非常明显，市场底究竟在哪？

- 然而货币政策无法遏制病毒的传播，也无法解决疫情所产生的生产和消费问题。全球央行的紧急降息反而推升了市场的恐慌情绪，全球股市跌跌不休。
- 当前美股已经跌去了近3年的全部涨幅，抄底资金蠢蠢欲动。全球政策底已经较为明显，市场底在哪成了当前市场最为关注的问题。针对这个问题，我们认为可以从2008年金融危机发生后大类资产价格走势中寻找一些参考的规律。

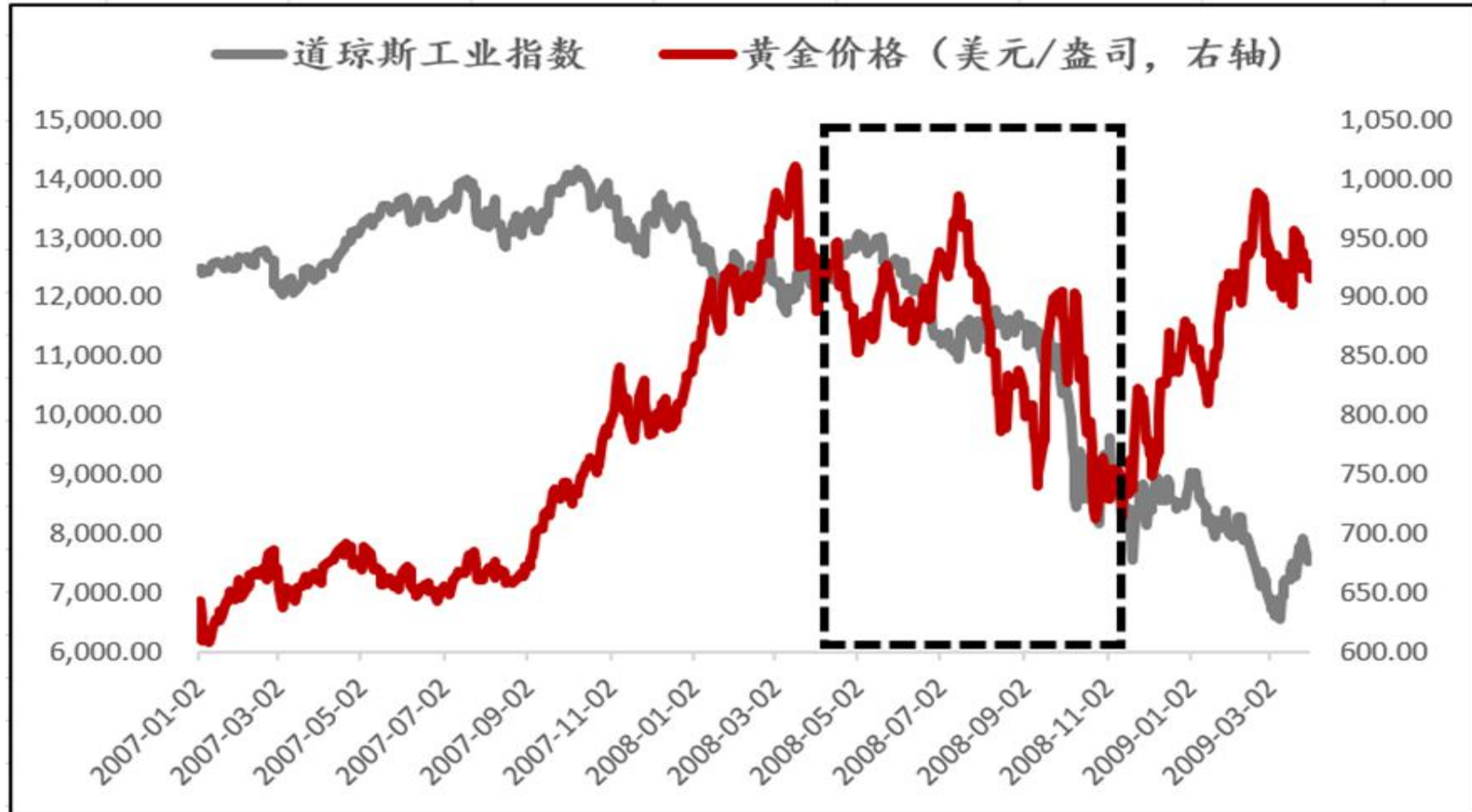


The image is a composite background. On the right, a city skyline is visible at sunset, with the sun low on the horizon behind several skyscrapers, creating a lens flare effect. In the foreground, a road with white lane markings curves away into the distance, appearing blurred as if from a fast-moving vehicle. On the left side, there are several overlapping, semi-transparent white geometric shapes, including triangles and polygons, which create a modern, abstract design.

从08年金融危机复看大类资产触底的顺序

08年金融危机时期：美元流动性危机下，风险资产和避险资产同样遭到抛售

- 2008年金融危机时期，房地产泡沫首先导致次贷市场的现金流恶化，随后在金融市场触发多米诺骨牌效应。2008年9月中下旬，雷曼兄弟的倒闭彻底引爆了市场的恐慌情绪。市场开始抛售一切资产以获得美元流动性，不论是风险资产，亦或是避险资产，均无一幸免。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

从08年金融危机经验看：联储流动性工具的投放带来的只是美股的阶段性反弹

- 2008年金融危机时期，美联储救市的政策工具包括降息、推出QE以及一系列非常规流动性工具。
- 尤其是在2008年10月美股急速下跌期间，美联储密集推出非常规流动性工具，并推出第一轮QE，且将利率降至0。10月中下旬开始，美股逐步震荡企稳。2009年初，美国经济衰退引发美股最后一跌，但此时市场已不再恐慌。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

08年金融危机时期大类资产触底顺序：黄金、白银最先触底，商品次之，美股最后

- 从2008年金融危机大类资产触底的顺序看，在美元流动性危机缓解后，黄金、白银等传统避险类资产率先触底回升。
- 随后，在2008年11月中国政府“四万亿计划”推出后，受益于商品需求的改善，包括原油及铜在内的大宗商品也先后逐步见底。
- 然而美元流动性危机的解除，并未扭转市场对美国经济衰退的预期，2009年一季度美股经历新一轮杀跌后才最终企稳。

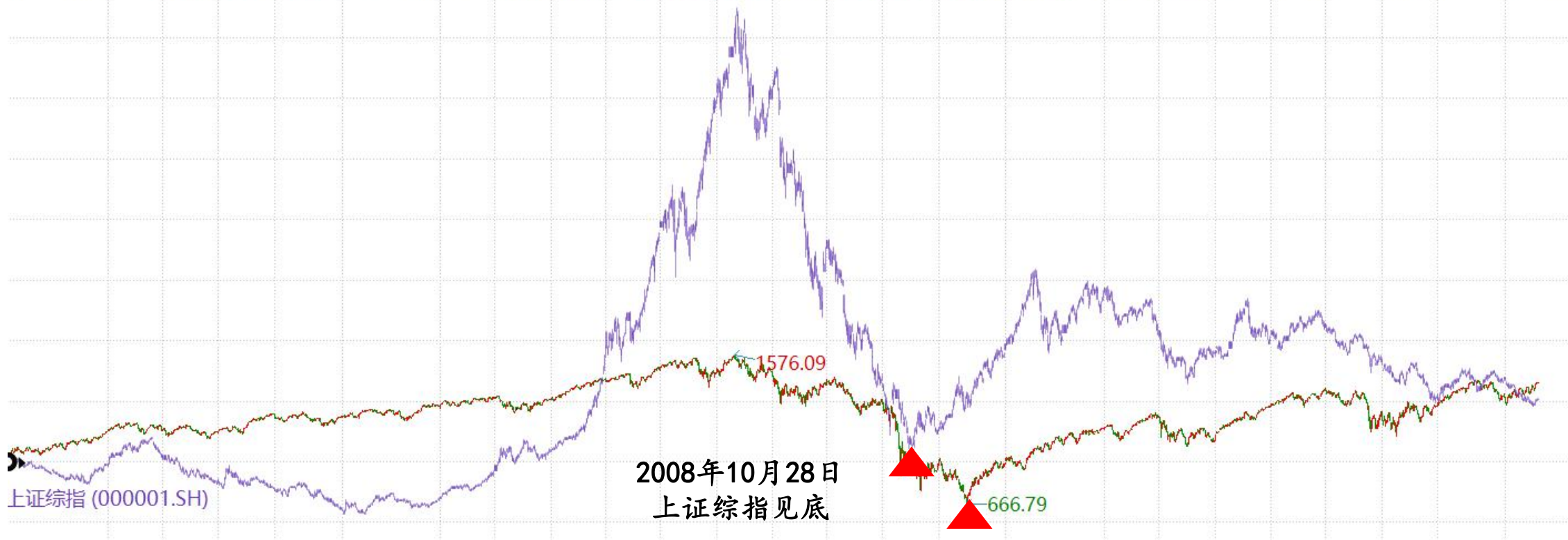


资料来源：信达期货研发中心整理

“四万亿”政策刺激下，A股领先美股见底

- 08年金融危机时期，美元流动性危机解除后，A股的走势便开始脱离美股。在“四万亿计划”的强刺激下，A股上演V型反转，领先美股见底。国内经济预期改善，并未像当年美股那样出现二次探底的现象。

SPX.GI [标普500] 日线 MA5:1116.36 MA10:1104.74 MA20:1083.68 MA60:1085.46 MA120:1115.04 MA250:1107.52 MA3:1122.69 2003/05/22-2012/08/10(2324日) ▼



资料来源：Wind，信达期货研发中心

美元流动性危机缓解后：黄金是首配的资产，关注低位的商品

- 当美元流动性短缺的时候，黄金等避险资产通常也不避险，同样会遭到大幅抛售；当美元流动性危机缓解时黄金等避险资产的价值将再次现象。2008年的金融危机时期，黄金也呈现这样的承压回落，然后暴涨的走势。
- 美元流动性危机一旦缓解，对黄金的压制将减弱，叠加全球央行进入疯狂“撒钱模式”以应对疫情对经济冲击，黄金将是首选的配置品种。
- 经过过去一个月的暴跌后，外盘的原油、铜等品种及国内很多的大宗商品价格均处于较低的位置。推荐重点关注相关品种“历史性大底”的布局机会。

品种(主力)	截至3月23日最低价	位置
PTA	3344	上市以来新低 (2010年11月22日上市)
甲醇	1701	近4年低位
棉花	10570	近4年低位
苹果	6277	上市以来新低 (2017年12月22日上市)
棕榈	4540	2019年8月以来新低
乙二醇	3461	上市以来新低 (2018年12月10日上市)
L	6160	上市以来新低 (2011年12月27日上市)
PVC	5730	近3年低位
伦敦金现	1451.13 (3月16日)	2019年8月以来新低
伦敦银现	11.614 (3月19日)	近11年低位
LME铜	4371 (3月19日)	近4年低位
LME镍	10865	2019年1月以来新低
橡胶	9395 (3月19日)	上市以来新低 (2010年2月22日上市)
燃油	1343	上市以来新低 (2018年7月17日上市)
沥青	1776	近3年低位
美原油	19.46	近18年低位

资料来源：博弈大师，信达期货研发中心（数据统计至3月23日）



全球金融市场暴跌后：未来美股走势推演

美元流动性危机的缓解是美股止跌的第一步

- 尽管本轮美股杀跌的导火索因海外疫情的扩散而起，原油价格的暴跌是助推剂，但近期美元流动性危机的蔓延则是加剧美股杀跌的“元凶”。美元指数自3月9日触底以来便开启一轮大幅上涨，最高一度攀升至103附近，在2周不到的时间内上涨近9%，上涨速度实属历史之罕见。而这段时间也对应美股杀跌最为厉害的阶段。
- 假定后市美股要出现反弹，促使美股反弹的驱动因素还是得从导致美股大跌的三大因素入手；一旦后续上述三大因素某些得到改善，那么美股就有望企稳，甚至重新回到上涨的轨道。
- 从改善的难易程度看，最容易出现改善的变量是美元的流动性危机。从2008年的经验看，不管是美股短期的反弹还是最后的触底反转，均是在美元流动性危机缓解的阶段出现的。



为缓解美元流动性危机，美联储在政策上基本已“梭哈”

- 从美联储宣布恢复商业票据融资安排，到推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），再到美联储承诺将无限量按需购买美债和MBS等，说明美联储正在采取一切措施以缓解美元流动性危机，避免疫情原本对经济短期的冲击行为最终演变成长期的经济衰退。
- 美联储承诺将无限量按需买入美债及MBS，代表美联储的角色也由起初的“最后贷款人”演变为“最后的买家”。而这一新举措也说明美联储已基本“梭哈”了除入市购买股票之外的全部政策。

3月15日
美联储再度宣布大规模降息
100BP，并推出7000亿美元QE

3月19日
美联储推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）来增强货币市场的流动性

3月23日
美联储承诺将无限量按需买入美债和MBS

美联储迄今为止最激进的市场干预行动

3月3日
美联储紧急宣布降息50BP

08年金融危机后首次
宣布紧急降息。

3月16日
美联储宣布恢复商业票据融资安排（CPFF），建立初级交易商信贷安排（PDCF），同时与其它央行建立了新的货币互换额度

美联储再度祭出应对08年金融危机时的“大杀器”

3月23日
为扩大货币市场流动性便利规模，美联储宣布新设两个流动性工具“一级市场公司信贷便利”（PMCCF）和“二级市场公司信贷机制”（SMCCF）；重启2008年设立的“定期资产担保证券贷款机制”（TALF）。

美联储重新启动08年金融危机时设立的“TALF机制”



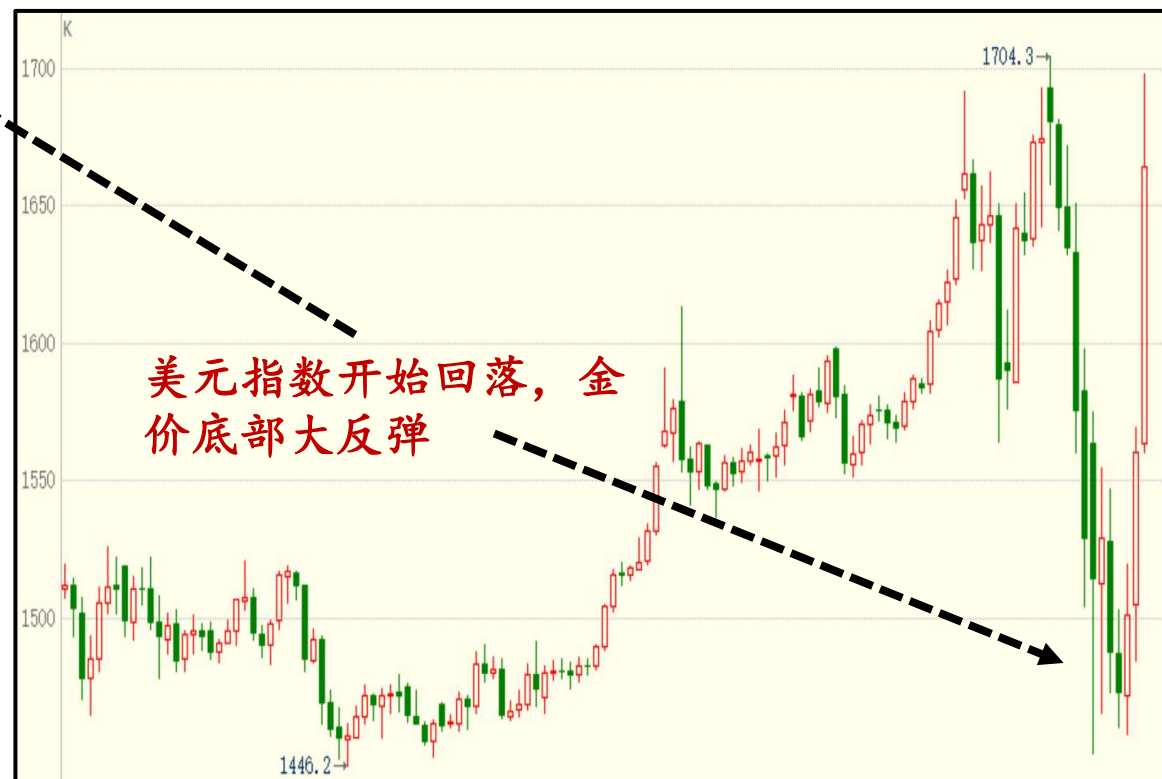
美元流动性危机缓解与否最直观跟踪指标 —— 美元指数走势

- 前面我们指出，美元流动性危机的缓解是美股阶段性企稳止跌的第一步。而对于美元流动性情况跟踪最直观的指标就是美元指数。若后续美元流动性危机能够得到缓解，那么美元指数将呈现迅速拐头向下的走势。
- 参考2008年金融危机时的情形，当时市场也一度出现美元的流动性危机，但随着美联储一系列缓解市场美元紧缺措施的出台，最后美元指数出现回落。而当前美联储所推出的诸多政策均与2008年类似，这对于缓解美元流动性紧张的态势有很大的帮助。



市场对美元流动性危机的拐点预期在提升

- 事后看，美元流动性危机最为严重的阶段：3月16日-3月20日，表现为美元指数快速上涨，美股等资产大幅波动。
- 从3月16日开始，美联储相继向市场投放了CPFF、PDCF、美版“麻辣粉”（MMLF）等政策工具以缓解美元流动性危机，3月23日更是直接向市场祭出“王炸”政策，即承诺无限量按需购买美债和MBS。联储这一举措是典型在为美元的市场流动性托底。
- 3月23日后，美元指数上涨势头开始收敛并呈现小幅回落，人民币汇率贬值势头亦出现缓解，黄金价格触底大反弹，市场对美元流动性拐点的预期在不断提升。



美股可能进入流动性危机缓解后的第一波修复阶段

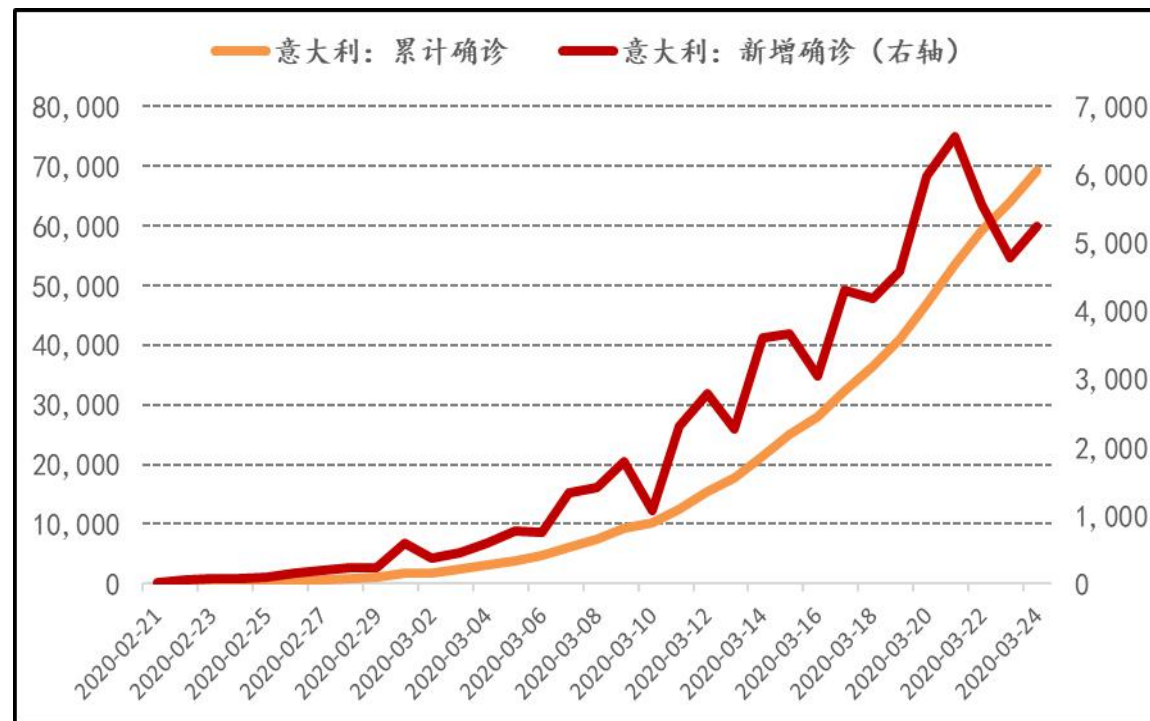
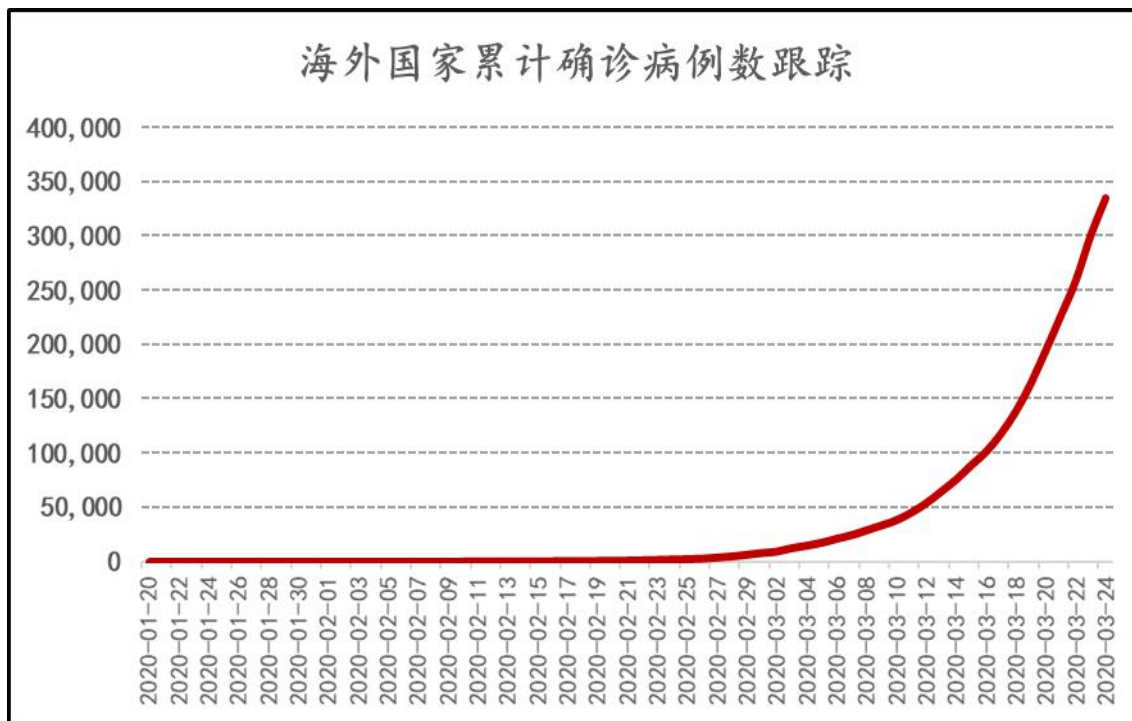
- 美国的流动性危机可能在美联储推出一系列政策之后开始缓解，而且市场也在开始押注美元流动性危机缓解这个因素。
- 从持续性的角度看，后续仍需跟踪美元指数和黄金等资产的表现情况。考虑到股市等资产首先会交易预期，然后再通过现实去验证预期，而现阶段美股的触底大反弹即是在交易美元流动性危机缓解的预期。如果后市能够证实美元流动性危机缓解，表现为美元指数的持续回落，我们认为美股将进入暴跌之后的第一波修复阶段。

3月23日隔夜外盘大类资产表现跟踪					
品种		隔夜涨跌幅(%)	品种		隔夜涨跌幅(%)
欧美股市	道琼斯工业	11.37	原油	WTI 原油	4.15
	标普500指数	9.38		Brent 原油	1.54
	纳斯达克	8.12	基本金属	COMEX黄金	6.03
	富时100	9.05		COMEX白银	8.59
	法国CAC40	8.39		LME铜	5.37
	德国DAX	10.98		LME铝	-0.42
	欧洲STOXX600	8.40		LME锌	0.52
日经225指数	7.13	LME铅	-0.34		
亚太股市	韩国综合指数	8.60	LME镍	3.34	
	恒生指数	4.46	LME锡	1.09	
	新加坡A50期指	3.41	新加坡铁矿石	1.93	
	上证指数	2.34	汇率	美元指数	-0.82
创业板指数	2.73	离岸人民币汇率		-0.59	



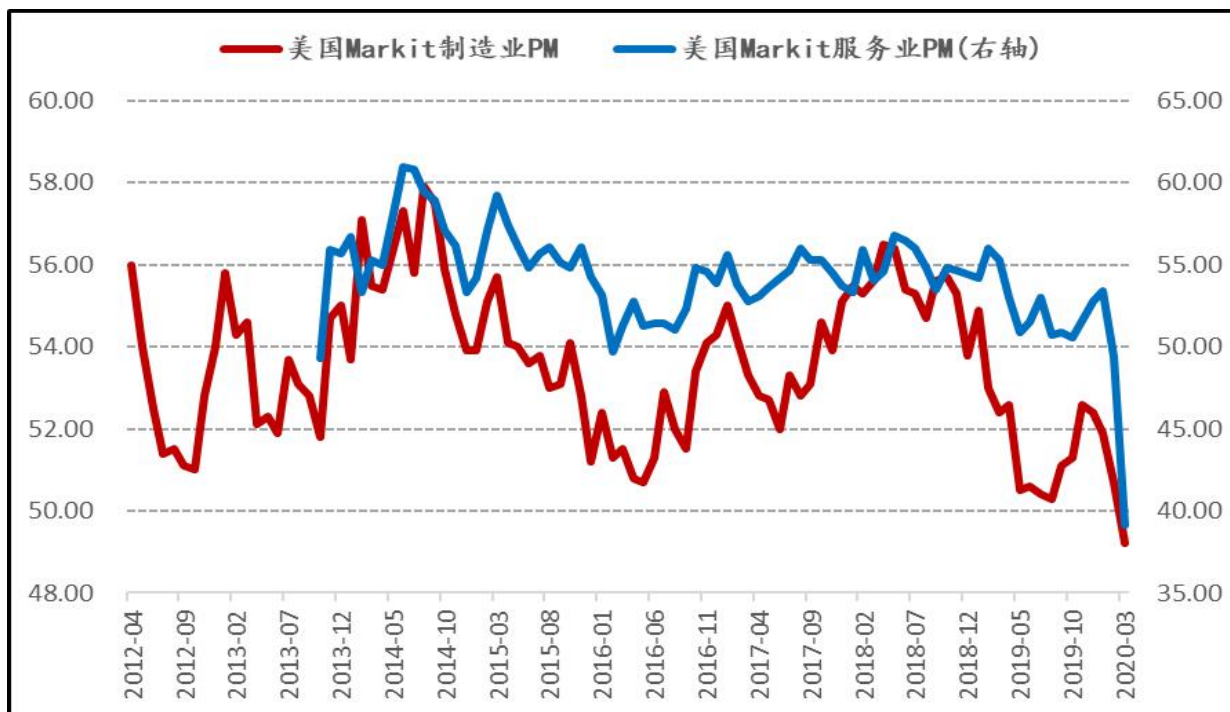
流动性危机的拐点探明后，疫情何时见拐点是决定美股走势的关键

- 当前市场最大的担忧在于海外的疫情何时能够出现拐点。目前来看，海外疫情数据仍处于“爬坡阶段”，从2月20日疫情开始扩散至今已1月有余，但疫情控制的效果欠佳，意大利、西班牙、德国、法国、美国等疫情严重国家的确诊数仍呈现大规模增加态势。
- 从海外国家应对疫情的情况看，最早采取遏制措施的意大利。但意大利每日新增的疫情数仍在继续攀升，从最先采取措施的意大利防控效果情况也可看出当下海外疫情的防控不理想。
- 对于全球疫情的跟踪，我们认为可重点留意意大利和美国这两个国家的疫情何时能够见拐点。



疫情影响下，市场担忧全球经济陷入阶段性衰退危机

- 3月美国Markit制造业PMI数值创2009年以来新低。据美国最新公布的数据显示，3月Markit制造业PMI初值49.2，跌入萎缩区间，为2019年7月以来首次，该数值也创下2009年以来新低，前值为50.7。受疫情防控的影响，欧美国家很多的经济活动开始停止，关闭的工厂越来越多，企业裁员数在大规模增加，这意味着二季度欧美国家经济数据下滑将更为严重。
- 市场对全球经济陷入阶段性危机的担忧甚嚣尘上。进一个月全球金融市场呈现风险资产和避险资产共同下跌的现象，说明资本市场已经在交易经济危机的模式。而近期全球各大央行及各国政府不断向市场祭出2008年“雷曼式”的救市政策，则进一步坐实了市场对经济陷入阶段性危机的担忧。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

拉长周期看，美股仍将接受经济基本面现实的大考

- 本轮美股下跌的导火索 — 新冠疫情尚未在美国得到控制，目前的疫情仍处于加速爬坡期。控制疫情所需的是长时间的隔离、减少外出，中国2月经济几近停摆。同样从3月开始，疫情对于美国经济的负面冲击将逐步体现，用来预测美国经济活动的ECRI指标已经显著走低。即便是在美元流动性危机缓解后，经济数据下滑、失业率飙升或将再度考验美股。
- 美元流动性危机之后，经济等基本面的预期将主导市场走势。参考2008年金融危机时的经验，在11月底美元流动性危机缓解之后，美股出现短暂企稳反弹，但后面由于市场对经济预期的悲观，美股等海外股指再度出现暴跌，最后于2009年3月才触底。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

基于乐观和悲观情形下，对后续美股走势的推演

➤ 美股长短期走势关注的因素

- 短期来看，美股的走势取决于美联储政策投放后，美元的流动性危机是否能够出现缓解。目前来看，市场正在交易美元流动性缓解这一预期。
- 中期来看，美股未来走势主要取决于以下几点：（1）美国及全球新冠疫情的防控情况，拐点何时能够出现；（2）后续美国经济基本面的走势。

➤ 基于两种情形下的美股走势推演

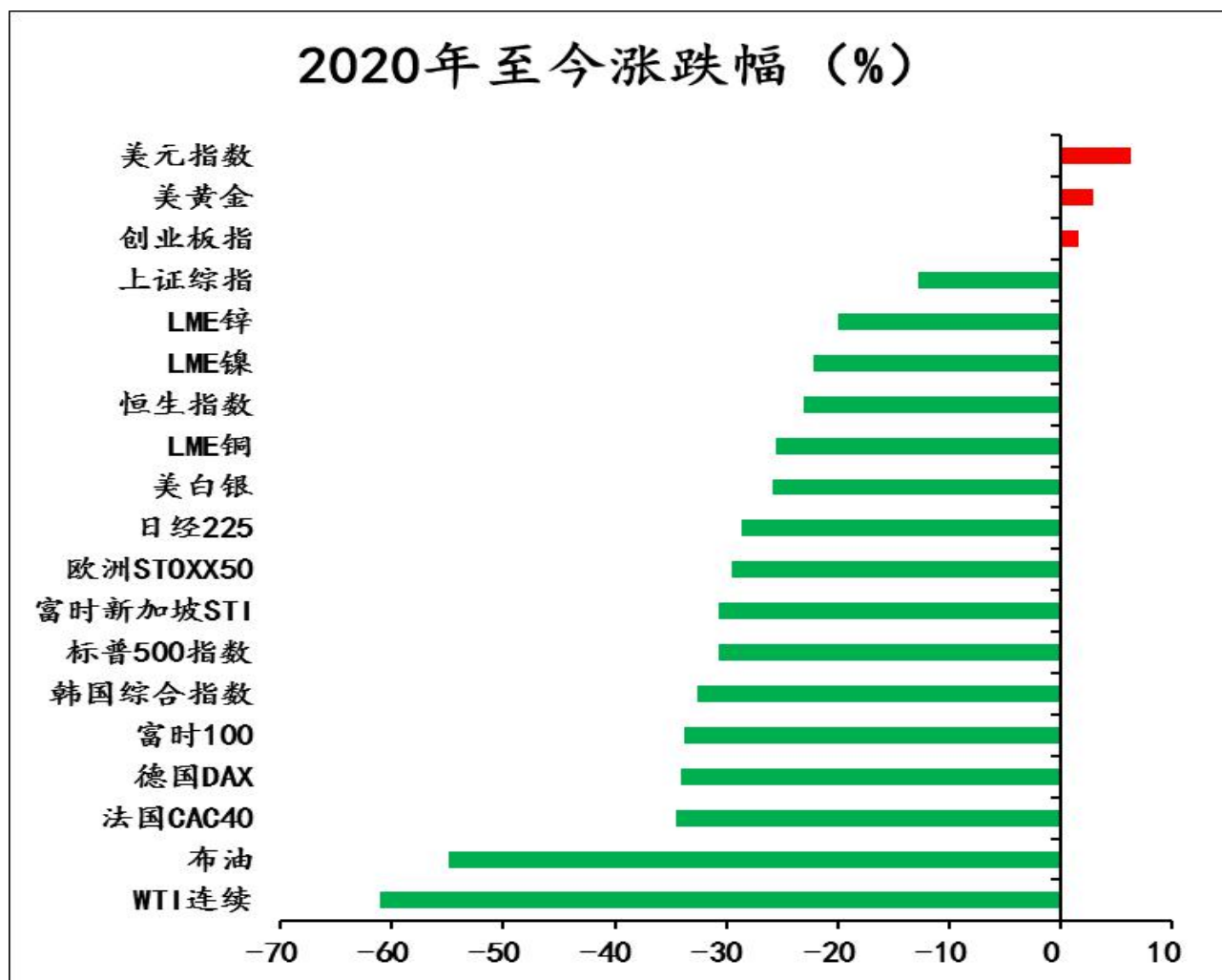
- **【乐观情形】**在政策上，主要发达国家采取切实有效的措施以对冲疫情对经济的负面冲击。在疫情防控上，海外国家共同行动，采取有力的防控措施，并且依赖其丰富的医疗资源，疫情在全球扩散一段时间后在夏天得到控制，全球经济从衰退中走出并逐步恢复，美股在前期大跌之后逐步企稳并再次震荡走高。
- **【悲观情形】**全球及美国疫情防控失败，经济基本面受到严重冲击，深陷衰退，则美股可能重复1929年大崩盘之后的走势，在前期暴跌的基础上继续跌跌不休。
- 目前来看，我们暂时认为第一种情形出现的可能性较大。后续我们也会根据政策及海外疫情的演变及时修正此前的预期。



五大优势助力国内A股有望领先于美股率先触底

A股在本轮全球金融市场的暴跌中表现的更为抗跌

- 2月中旬至今，全球金融市场陷入恐慌式杀跌。尽管全球股市均遭受比较大的波折，但综合比较来看，A股在本轮资本市场危机中表现的相对抗跌，有别于以往美股大跌的各个阶段均跟随大跌的情形。



资料来源：Wind，信达期货研发中心（数据统计至3月20日）

国内A股的“韧性”与“底气”源于五方面的优势

- A股在本轮全球资本市场危机中之所以能够保持如此高的“韧性”，主要源于以下5个方面的优势。
- A股的五方面优势可概括为：（1）疫情防控先发优势；（2）政策空间优势；（3）资本市场改革红利优势；（4）估值低位优势；（5）金融市场低杠杆优势

疫情防控先发优势



资本市场
改革红利优势



金融市场
低杠杆优势



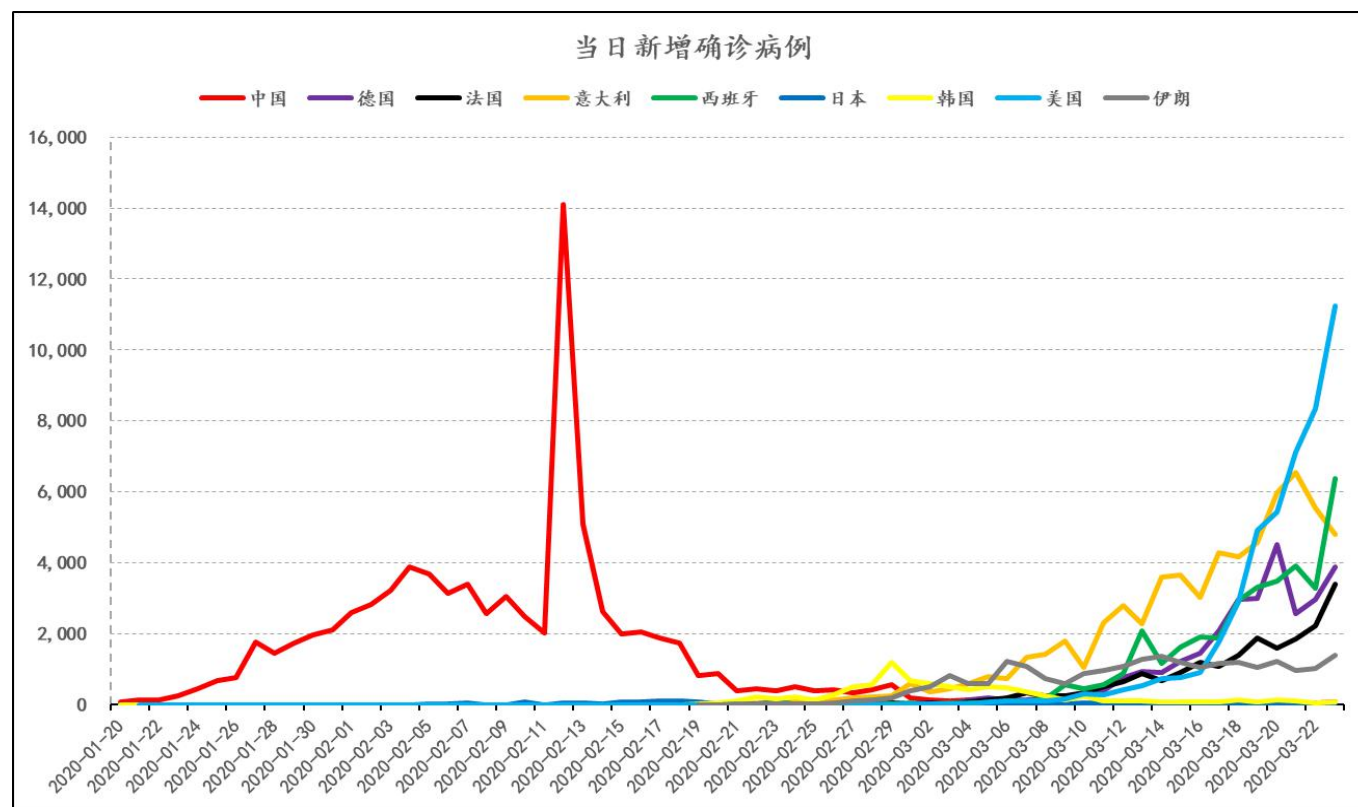
政策空间优势



估值低位优势

疫情防控先发优势：中国疫情基本得到控制，领先于全球

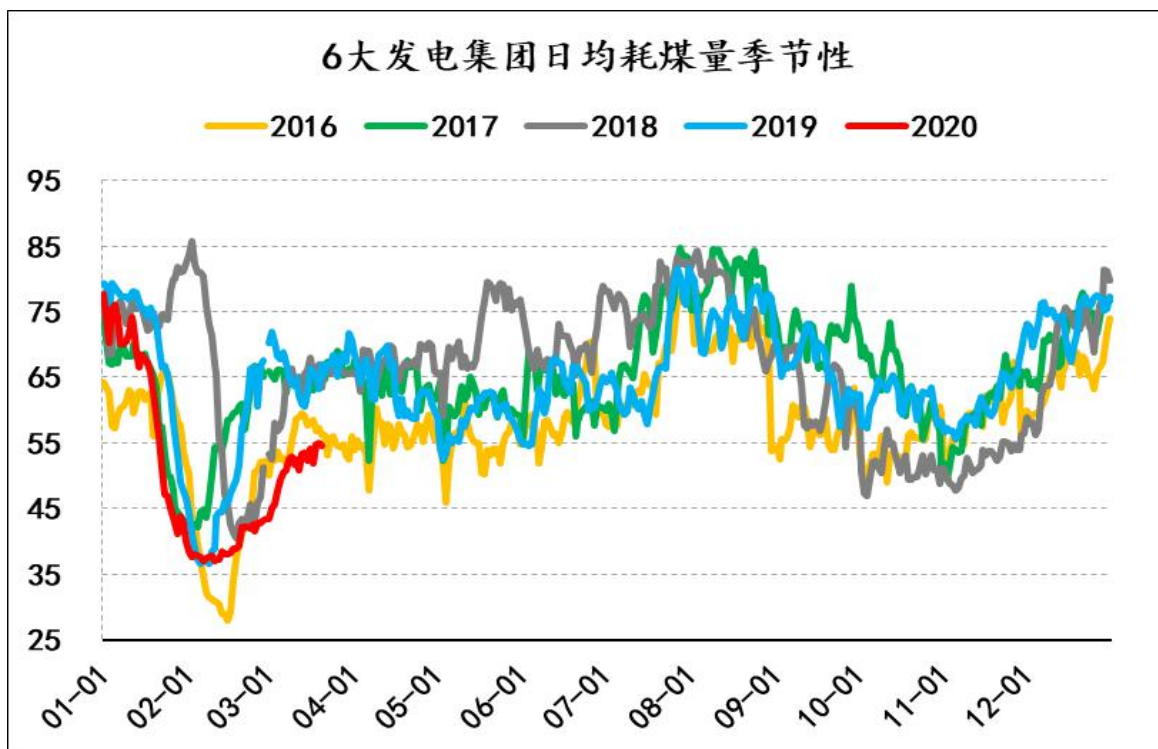
- 当前国内疫情已经基本得到控制，而海外疫情仍处于“爬坡阶段”。目前全球（除中国外）日新增确诊病例已经超过4万，全球新冠肺炎的蔓延还在加快。从海外主要国家的疫情数据来看，除了韩国、日本疫情在逐步好转之外，伊朗和意大利仍有较大风险，美国以及包括西班牙、法国、德国、英国在内的众多欧洲国家仍然处于爆发期。
- 考虑到海外疫情爆发时间滞后中国差不多1个月的时间，且海外采取管制措施的时间也较晚、管控效率也低于中国，海外疫情的防控仍需要较长的时间。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

海外疫情防控升级，而国内复工复产正有序推进

- 截至3月22日12时，全球至少已有47个国家宣布进入紧急状态。其中，法国、韩国分别为“战时状态”、“战争状态”，葡萄牙历史上首次进入全国紧急状态。
- 海外疫情防控加严的同时，而国内复工复产有序推进。目前，中国规模以上工业企业复工复产已接近正常水平。从高频数据来看，发电耗煤量和高炉开工率均在持续提升。此外，全国两会对于稳增长的具体部署下达后，国内政策进一步落地，二季度中国经济有望逐步从泥坑中走出。而疫情防控背景下，海外经济二季度面临较大的压力。



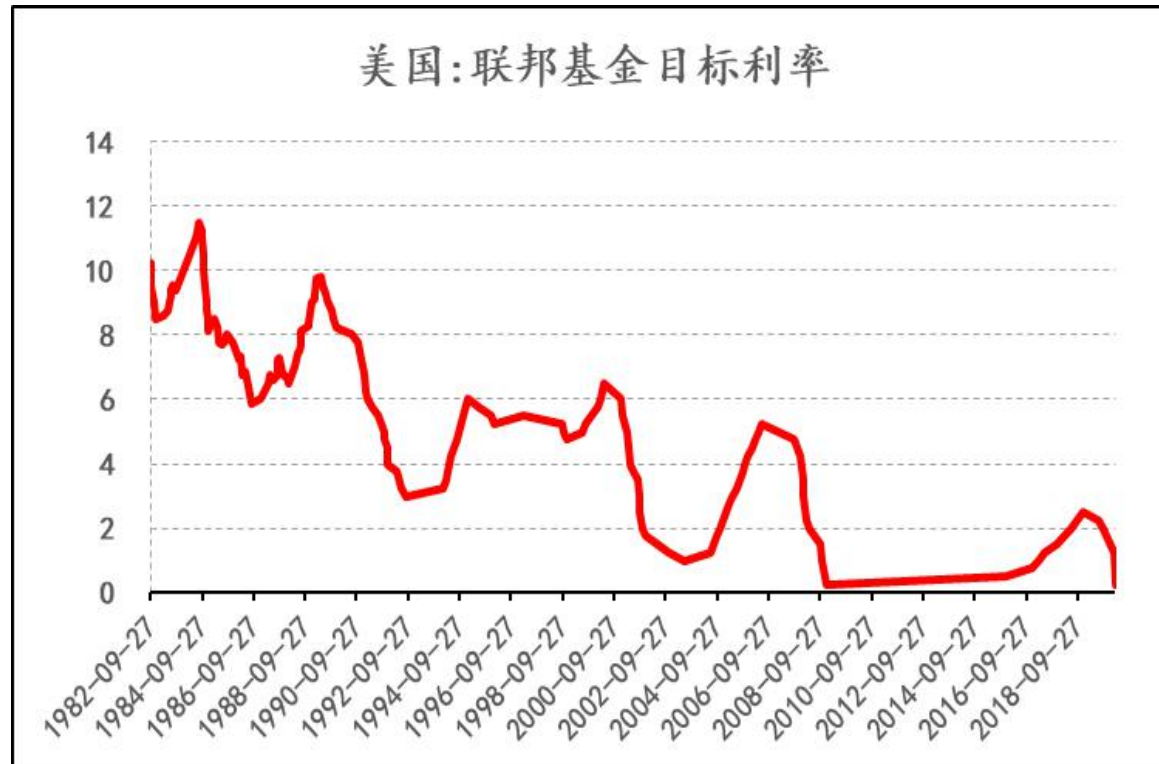
海外国家进入紧急状态时间

国家	时间	国家	时间	国家	时间
意大利	1月31日	西班牙	3月13日	瑞士	3月16日
韩国	3月3日	罗马尼亚	3月14日	哥斯达黎加	3月16日
危地马拉	3月6日	利比亚	3月14日	波黑	3月16日
巴勒斯坦	3月6日	奥地利	3月15日	立陶宛	3月16日
菲律宾	3月9日	塞浦路斯	3月15日	卢森堡	3月17日
匈牙利	3月11日	黎巴嫩	3月15日	津巴布韦	3月17日
捷克	3月12日	塞尔维亚	3月15日	哥伦比亚	3月17日
阿根廷	3月12日	南非	3月15日	约旦	3月17日
拉脱维亚	3月12日	秘鲁	3月15日	纳米比亚	3月17日
斯洛伐克	3月12日	哈萨克斯坦	3月15日	斯威士兰	3月18日
委内瑞拉	3月13日	苏丹	3月16日	澳大利亚	3月18日
美国	3月13日	亚美尼亚	3月16日	葡萄牙	3月18日
巴拿马	3月13日	厄瓜多尔	3月16日	萨尔瓦多	3月18日
爱沙尼亚	3月13日	芬兰	3月16日	多米尼加	3月19日
波兰	3月13日	法国	3月16日	马达加斯加	3月20日
保加利亚	3月13日	摩尔多瓦	3月16日		

资料来源：Wind，信达期货研发中心

政策空间优势：美联储几乎已经“All In”，国内央行货币政策空间足

- 美国联邦基金目标利率已降至零附近，除非美联储考虑负利率，否则美联储已经达到降无可降的境地。此外，美联储已经全数施展其08年金融危机时的货币政策工具。下一步，美联储似乎只能直接入市购买股票，但这必然困难重重。
- 在美联储降至零利率的情况下，中美利差进一步扩大。当前1年期MLF利率为3.15%，1年期LPR和5年期LPR分别为4.05%和4.75%，国内的货币政策空间充足。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

资本市场改革红利优势：资本市场地位上升至前所未有的高度

- 国家对于资本市场的重视程度在不断地提升。18年年底的中央经济工作会议表明资本市场在金融运行中具有“牵一发而动全身”的功能，19年2月习近平总书记在主持中央政治局第十三次集体学习时对金融业进行重磅定调，指出金融是国家重要的核心竞争力，而股市将成为国家重要核心竞争力的组成部分。在中国的资本市场的发展史上，将金融定位为国家的核心竞争力是史无前例。
- 在疫情冲击之下稳定经济增长方面，新华社两则时评再次对资本市场赋予重任。3月16日和3月20日，新华时评相继发布《中国经济升级需要更加强健的资本市场》和《提高居民财产性收入需要更稳健的资本市场》两篇文章，再度赋予了资本市场在中国经济转型升级和提高居民财产性收入中的重大使命。



2018年12月中央
经济工作会议

2018年12月中央
经济工作会议

2019年2月中央政治
局第13次集体学习

资料来源：信达期货研发中心

政策红利释放，资本市场仍处于长期向好的发展时期

- 有关资本市场对外开放、制度建设等等一系列的政策红利仍然在逐步释放，疫情并不会阻碍国内资本市场改革的进程，资本市场仍然处于长期向好的发展时期。

01

创业板改革

推进注册制改革、提升上市公司质量、投资者保护权益、创造有利于中长期资金入市环境等

02

资本市场开放

从“市场”和“准入”两方面发力，稳妥扩大可投资的范围和品种

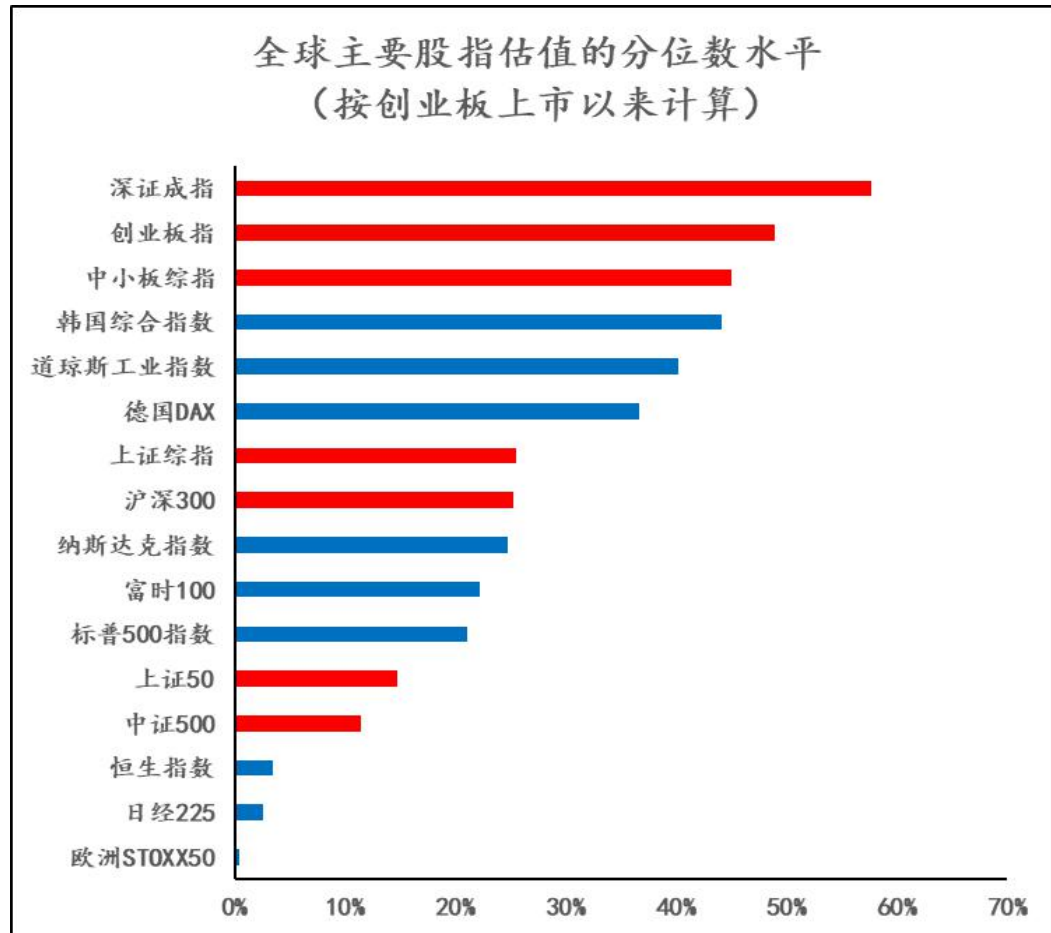
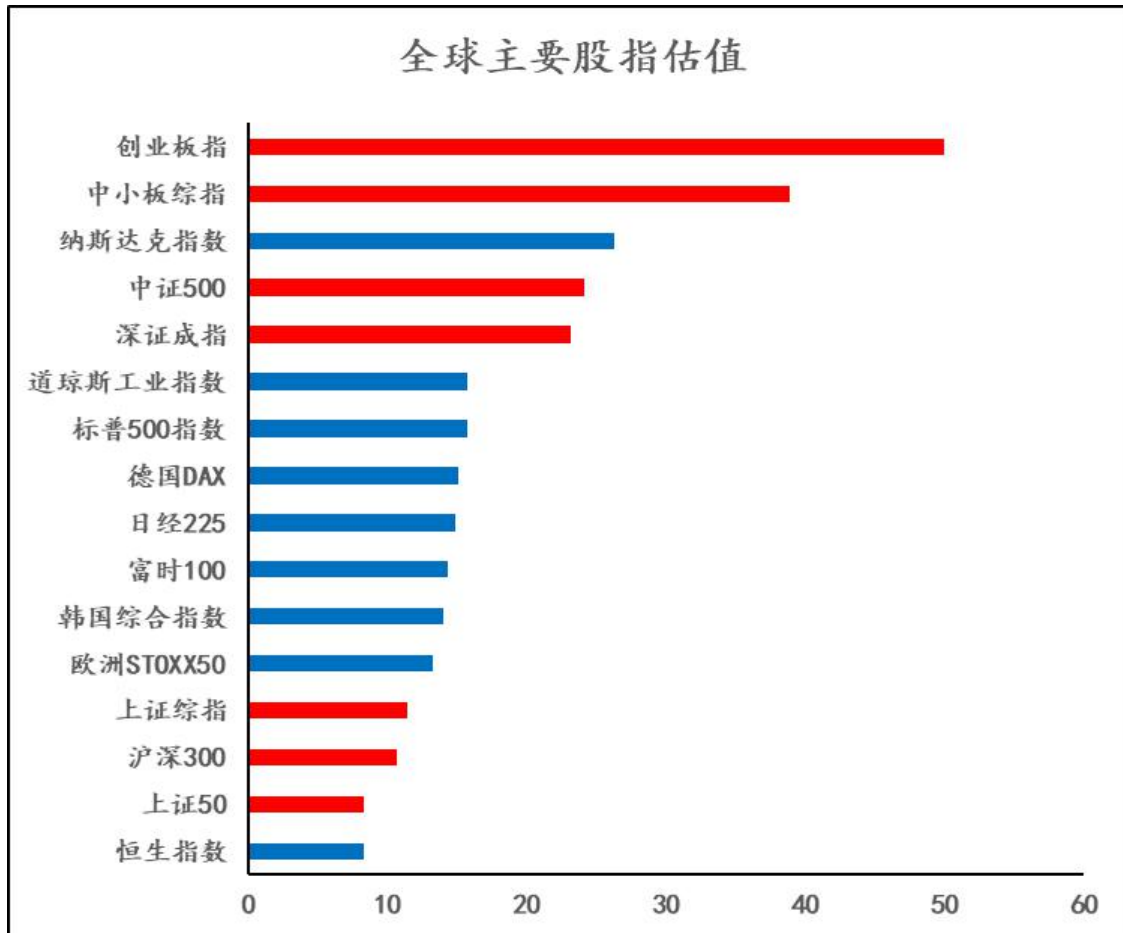
03

增量资金方面

允许偿付能力充足率较高的、资产匹配度较好的保险公司适度提高权益类资产投资比重，突破30%上限

估值低位优势：整体来看，A股估值仍处于历史低位水平

- 当前A股市场的估值并不高，上证综指的市盈率不超过12倍，上证50的市盈率不超过9倍，在全球都处于较低的位置。
- 从估值的分位数水平看，上证50和中证500指数的估值不到2010年6月以来的15%的分位数水平。



资料来源：Wind，信达期货研发中心



金融市场低杠杆优势：A股市场具备比较强的韧性和抗风险能力

- 美国股市杠杆率处于历史极值水平，在疫情冲击导致美股急速下挫的情况下，杠杆资金的连锁平仓将进一步加剧美股下跌的风险。
- A股在提前经历金融去杠杆后，当前A股市场具备比较强的韧性和抗风险能力。据证监会发布的数据表示，一方面，当前股票市场的杠杆资金总量与2015年高峰时相比已经下降了80%；另一方面，股权质押风险也有了显著的下降，高比例质押上市公司数量较高峰时期已经下降了1/3。



资料来源：中泰证券，信达期货研发中心

近几周海外市场的巨幅波动对A股形成明显拖累

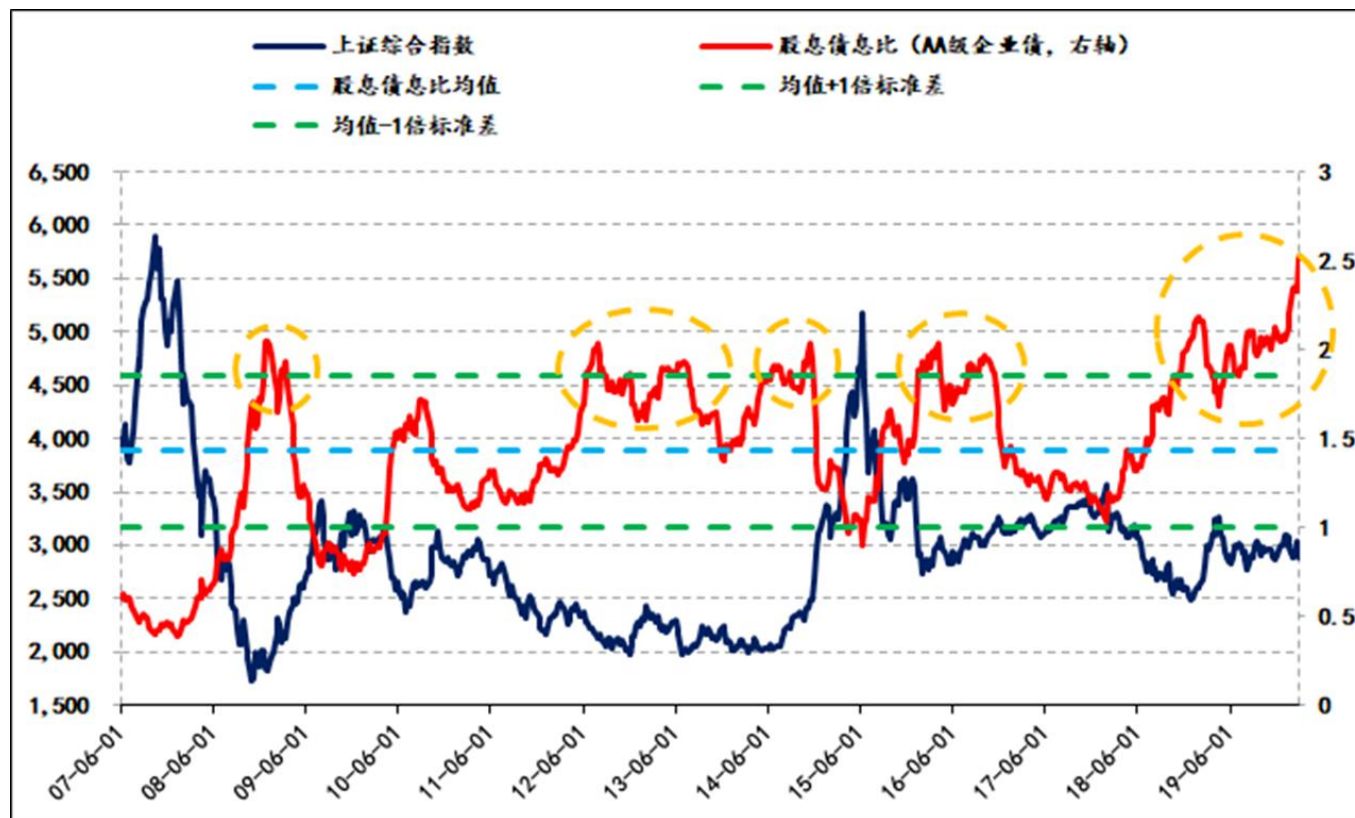
- 近几周，受欧美股市集体性暴跌尤其是美股创历史性大跌的影响，对国内的A股形成明显的拖累。为此，近期上证指数已正式击穿国内疫情突发所砸出的2685低点，大盘最低下探至2646一线。
- 近一个月，影响A股市场核心的变量是美股的暴跌。市场都在关注A股何时能够止跌与抄底，我们认为短期还得关注美股的走势。



资料来源：博弈大师，信达期货研发中心

拉长周期看：A股正处于中周期的底部区域，布局的价值非常高

- 当前阶段可对标2008年10月中下旬。即在美联储政策呵护下，美元流动性有望迎来拐点。一旦美元流动性出现拐点，流动性冲击结束，美股的走势将回归基本面，而A股也将迎来本轮中线周期的底部。
- 国内A股相较于外国股市而言，我们具备“疫情防控先发优势、政策空间优势、资本市场改革红利优势、金融市场低杠杆优势及估值低位”这五大优势。在上述优势支撑下，A股市场有望领先于外围市场率先触底企稳。
- 拉长周期看，当前A股正处于中线布局的区域。因此，市场每一次的短期恐慌都是中长期配置的绝佳时点。而从我们所跟踪的“股息债息比模型”看，当前“股息债息比”数值再次处于历史极值区域。说明相对于债券而言，股票市场的配置价值极高。



盘面市场探底的特征已开始显现

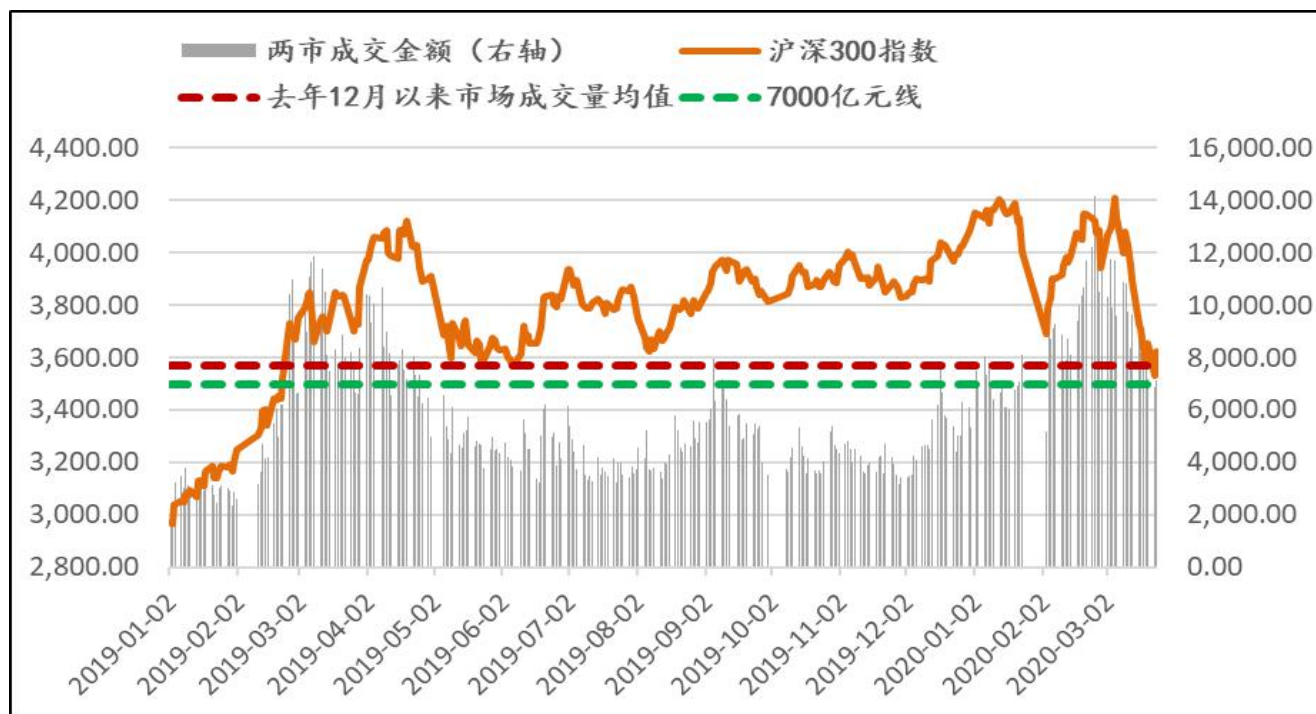
● 近期盘面上呈现以下几个市场底部的特征：

1、**市场成交量逐步萎缩**。今年春节过后，市场成交额均在7000亿元以上，最高一度突破1.4万亿元，当前成交额已不足高位的一半。市场缩量下跌反映出做空动能的衰竭。

2、**大白马&大蓝筹出现杀跌**。上周，以贵州茅台、中国平安、伊利股份等为代表的上证50指数成分股出现大幅杀跌。

3、**外资开始回流**。北上资金在前面几周持续流出后，于本周开始主动流入。

● 纵观历次市场底部的形成，多数情形下都会经历一段时间的“磨底”过程。市场底部是一个区间概念，代表着当前点位下，进一步下跌的空间有限。当观察到市场底部特征出现时，可大胆尝试去参与底部的布局。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

A股何时能够抄底入场布局？ —— 关注以下抄底的信号组合

● 我们设想的比较安全的抄底信号组合如下：

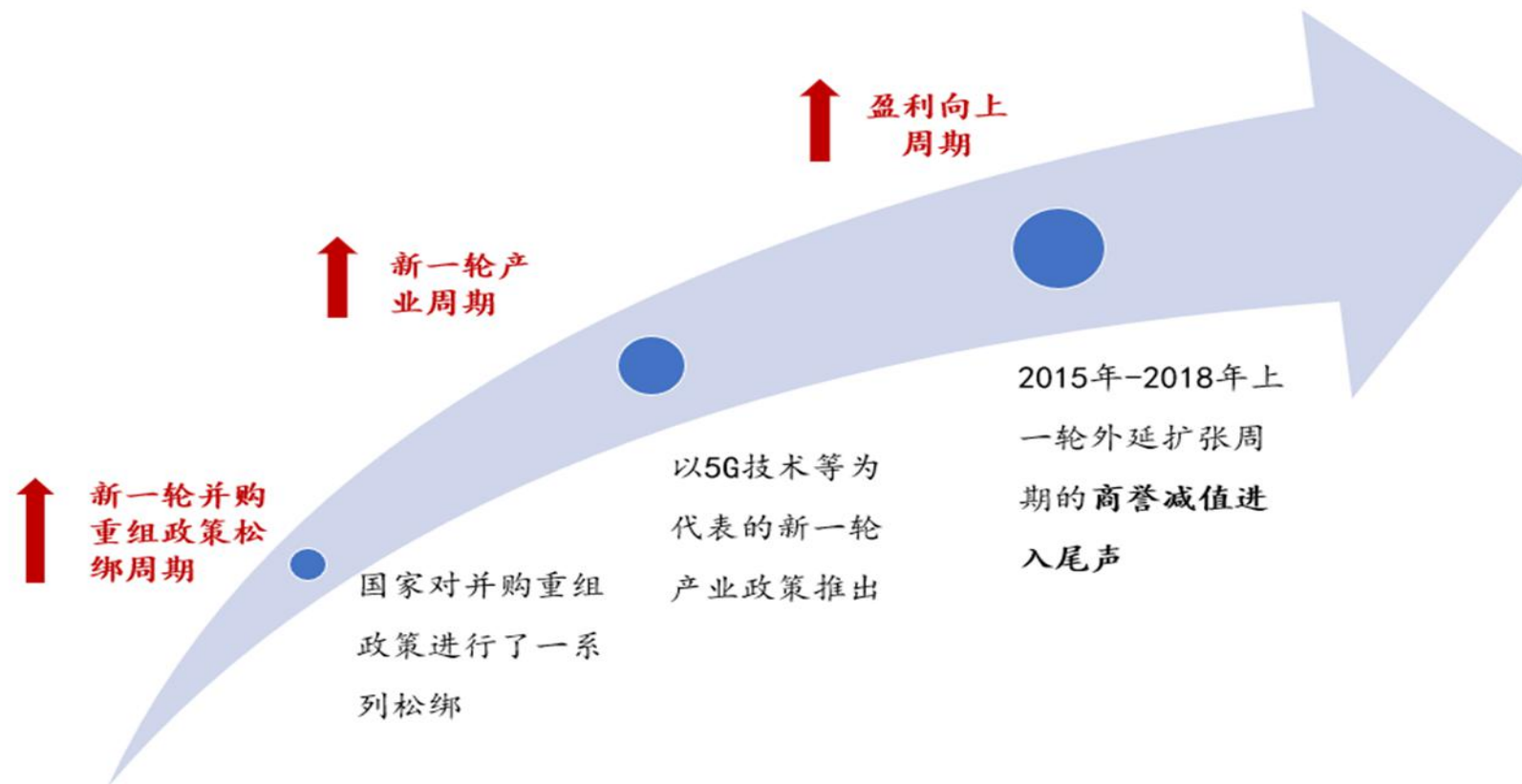
- 1、美元流动性危机缓解。可跟踪美元指数是否出现持续回落；
- 2、市场成交量萎缩至阶段性新低，代表市场做空力量的衰竭；
- 3、北上资金重新回流A股。可跟踪沪股通、深股通资金流向。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

抄底该配什么品种？—— 股指三个品种均是机会，但首选IC合约

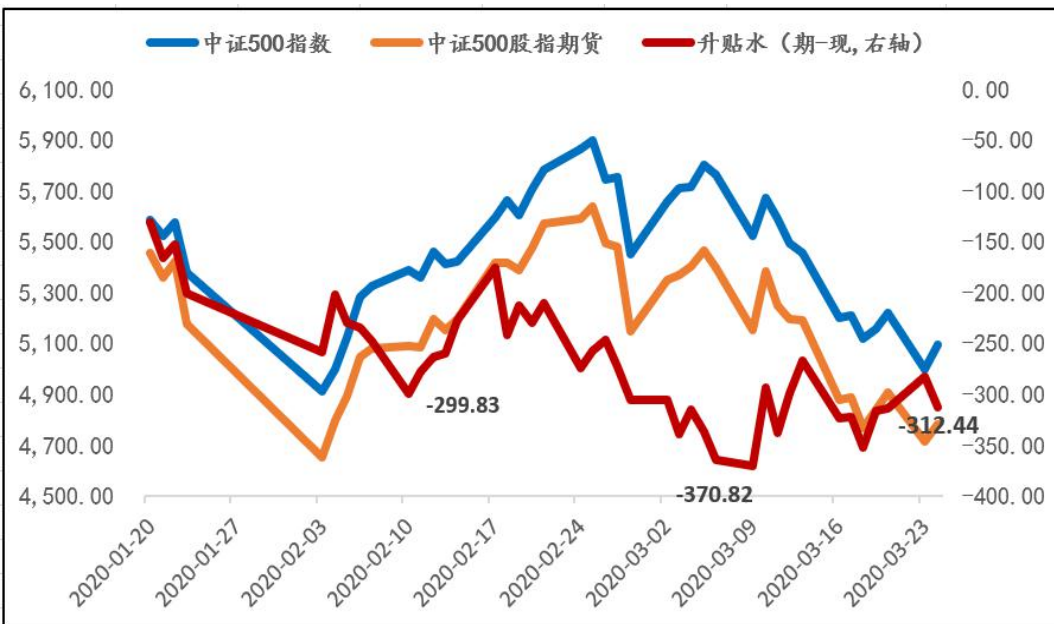
- 经过2月初国内疫情对国内A股的冲击，叠加3月外盘暴跌对A股的再次冲击，目前沪深300指数、上证50指数、中证500指数的估值均处于历史低位水平，从估值的角度看，我们认为股指期货三个品种均存在较大的配置价值。
- 但从驱动的角度而言，我们认为IC的驱动要比IF、IH强。原因在于：“创业板已进入新一轮并购重组政策周期、新一轮产业周期、盈利向上周期三大周期共振向上阶段”。而当前国家重点支持新基建，科技部已经正式启动实施“科技助力经济2020”重点专项，科技公司迎来绝佳发展机遇，进一步强化科技板块的业绩相对优势。



目前IC09合约逾6%的贴水率提供较高的安全边际

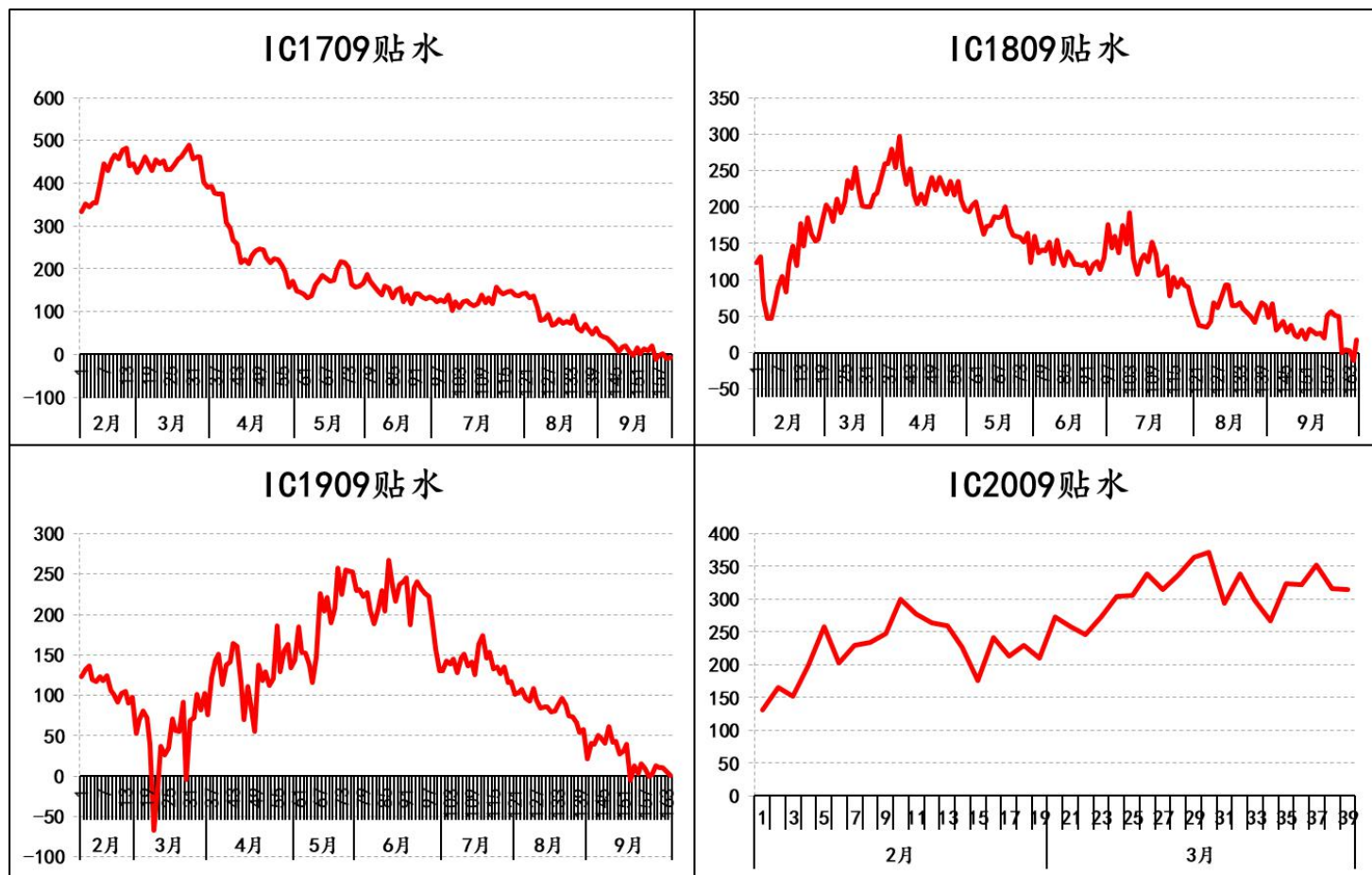


● 从基差的角度看，当下IC09合约贴水中证500指数大概312点，贴水率达到6.13%。目前IC09合约的贴水处于近3年高位，也处于年内的高位，为做多IC09合约提供较高的安全边际。



IC合约是一个兼具“ α 收益”和“ β 收益”的品种

- 目前IC合约相对高的贴水相当于市场所提供的“天然红利”。
- 从历史基差变动规律看，随着交割日的临近，IC合约存在明显的基差修复行情。也就是说，这部分贴水最终能够转化为投资者的超额收益。
- 建议IC2009合约价格在4750点一线可考虑逐步配置。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

【报告联系人】

研究，我们只提供最专业的！

宏观
金融
组

郭远爱（负责人）
投资咨询资格编号：Z0013488
电话：18758264396（微信—>>）
邮箱：guoyuanai@cindasc



吴昕岚（研究员）
执业编号：F3062655
电话：15700085884（微信—>>）
邮箱：wuxinlan@cindasc



欢迎公私募机构、产业及其他机构等咨询交流

重要声明

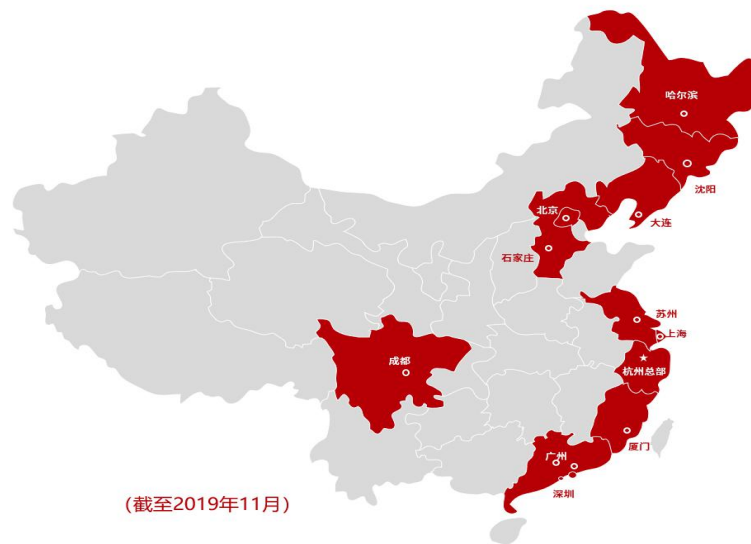
报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。

信达期货分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

6家分公司 13家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部、哈尔滨营业部、大连营业部

沈阳营业部、石家庄营业部、绍兴营业部、宁波营业部、乐清营业部

临安营业部、富阳营业部、萧山营业部