

# 美股的“坑”与A股的“机”—— 风景这边独好

信达期货研发中心

郭远爱

2020年3月31日



## 疫情冲击下全球金融市场陷入暴跌模式

---

# 春节之后，A股市场呈现“过山车式”的行情

## ➤ 节后A股行情的三个阶段

- 第一阶段：国内疫情爆发，大盘暴跌“挖坑”；
- 第二阶段：央行流动性大放水及逆周期调节政策发力预期升温，大盘暴力反弹；
- 第三阶段：海外疫情蔓延扩散，大盘重回下跌模式。



# 近一个月金融市场崩盘的速度实为历史之罕见

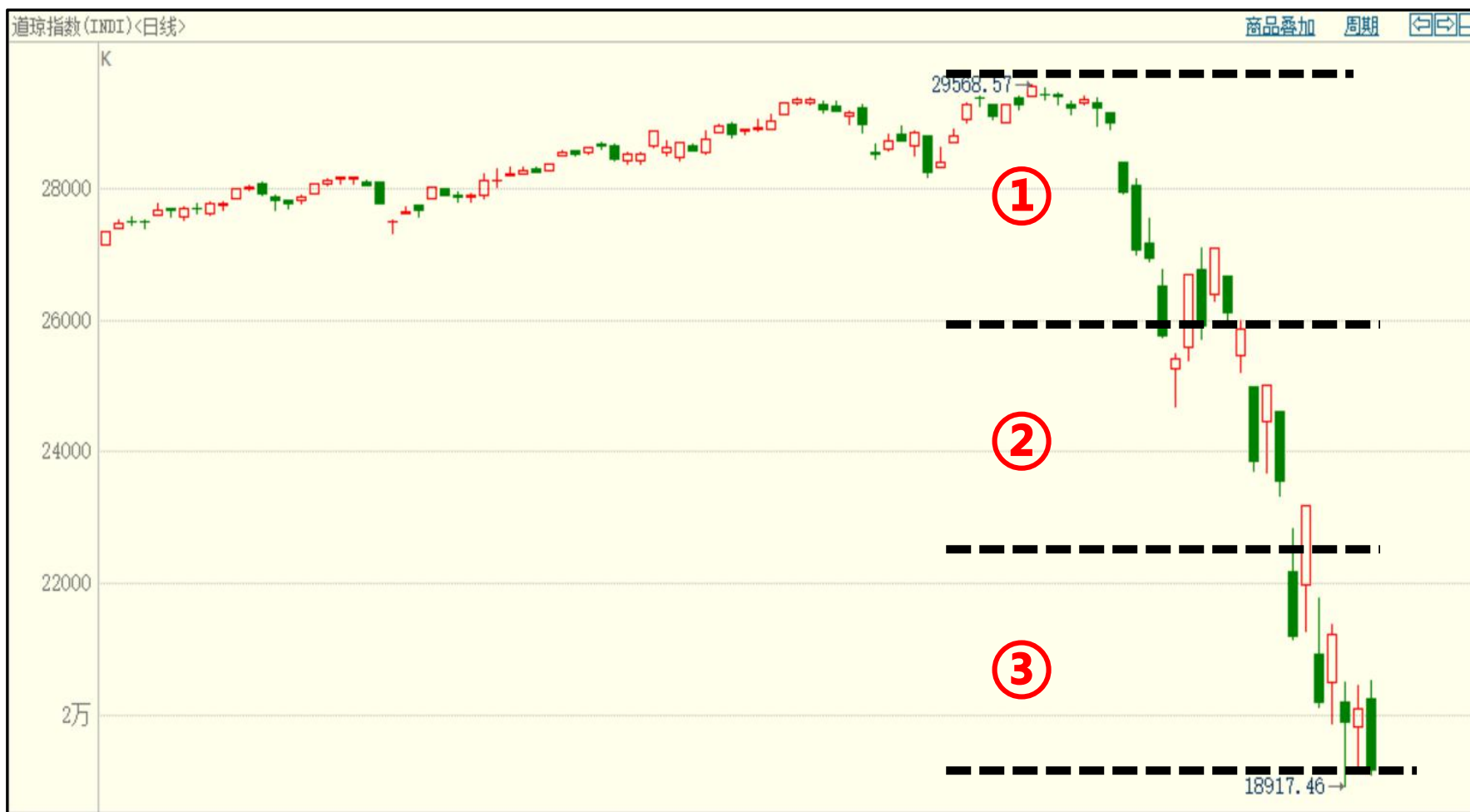
- 在过去1个月左右的时间，市场在不断地见证着美股刷新过去创下的各种历史。
- 本轮美股崩盘的速度及短期杀跌的幅度均为历史之罕见。

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
<b>本轮</b>	<b>15</b>	<b>新冠肺炎疫情</b>

资料来源：新闻资料，信达期货研发中心

# 本轮美股的暴跌大致可以划分为三个阶段

- 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。



# 为应对疫情对经济的负面冲击，全球央行进入应急式宽松周期

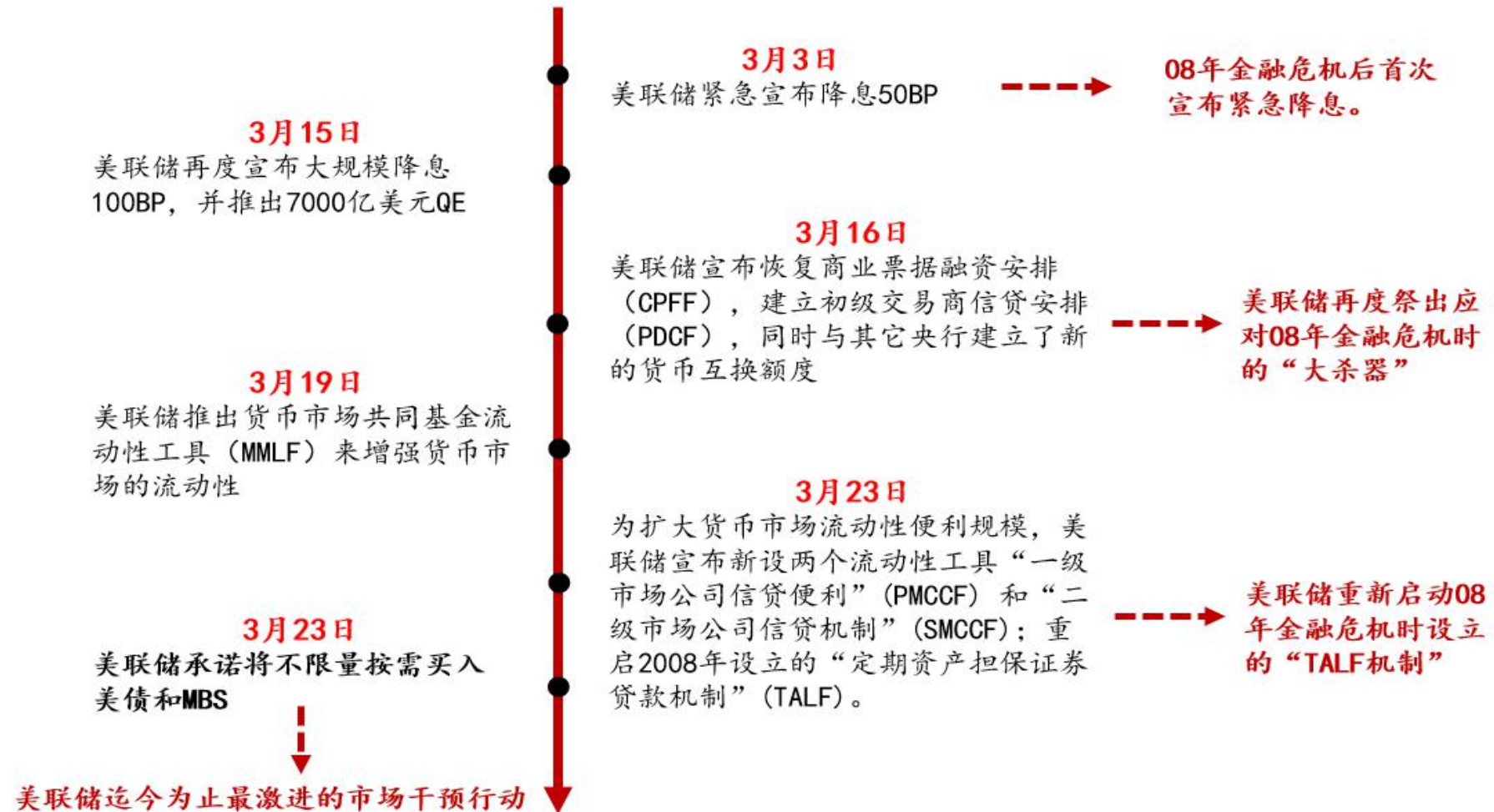
- 为避免疫情蔓延引发全球经济陷入衰退的风险，各国央行纷纷开启印钞机“撒钱”模式。

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

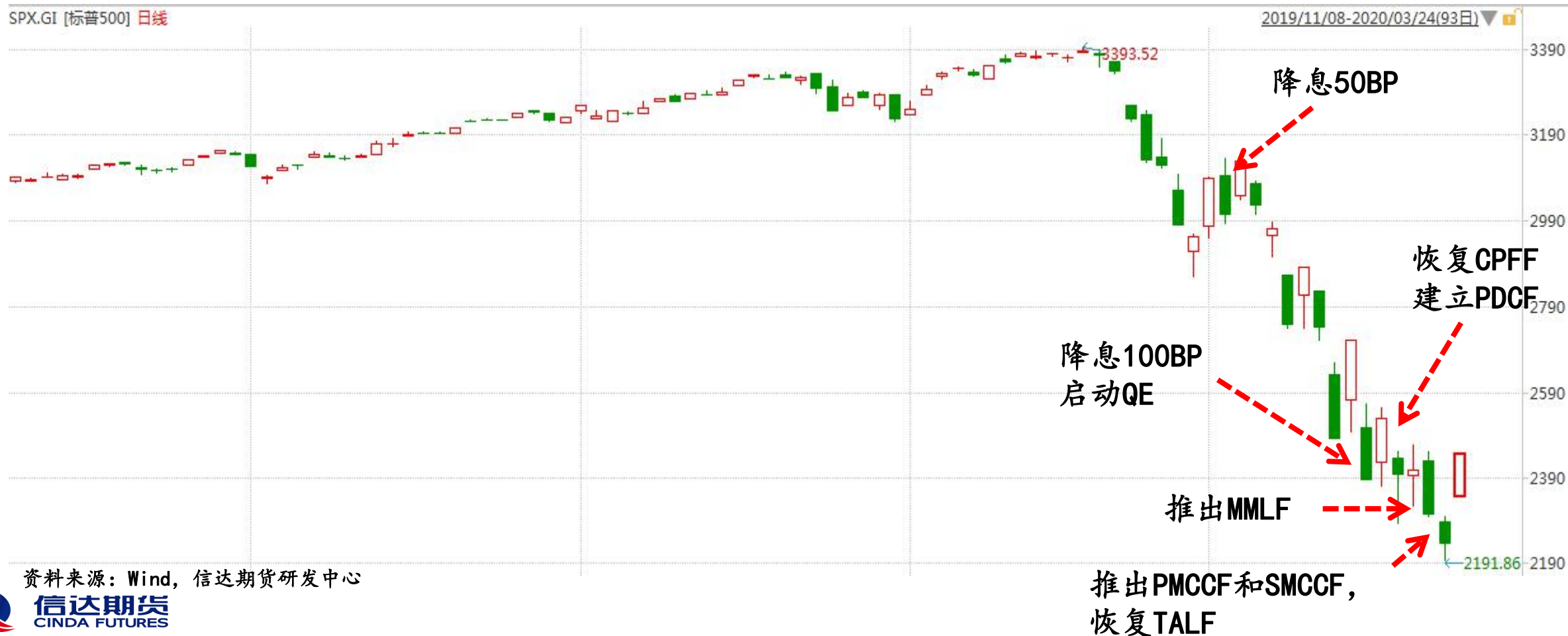
# 全球央行标杆的美联储更是启动应对08年危机时的“雷曼式”宽松政策

- 美联储承诺将无限量按需买入美债及MBS，代表美联储角色也由起初的“最后贷款人”演变为“最后的买家”。
- 这一新举措也说明美联储已基本“梭哈”了除直接入市购买股票之外的全部政策。



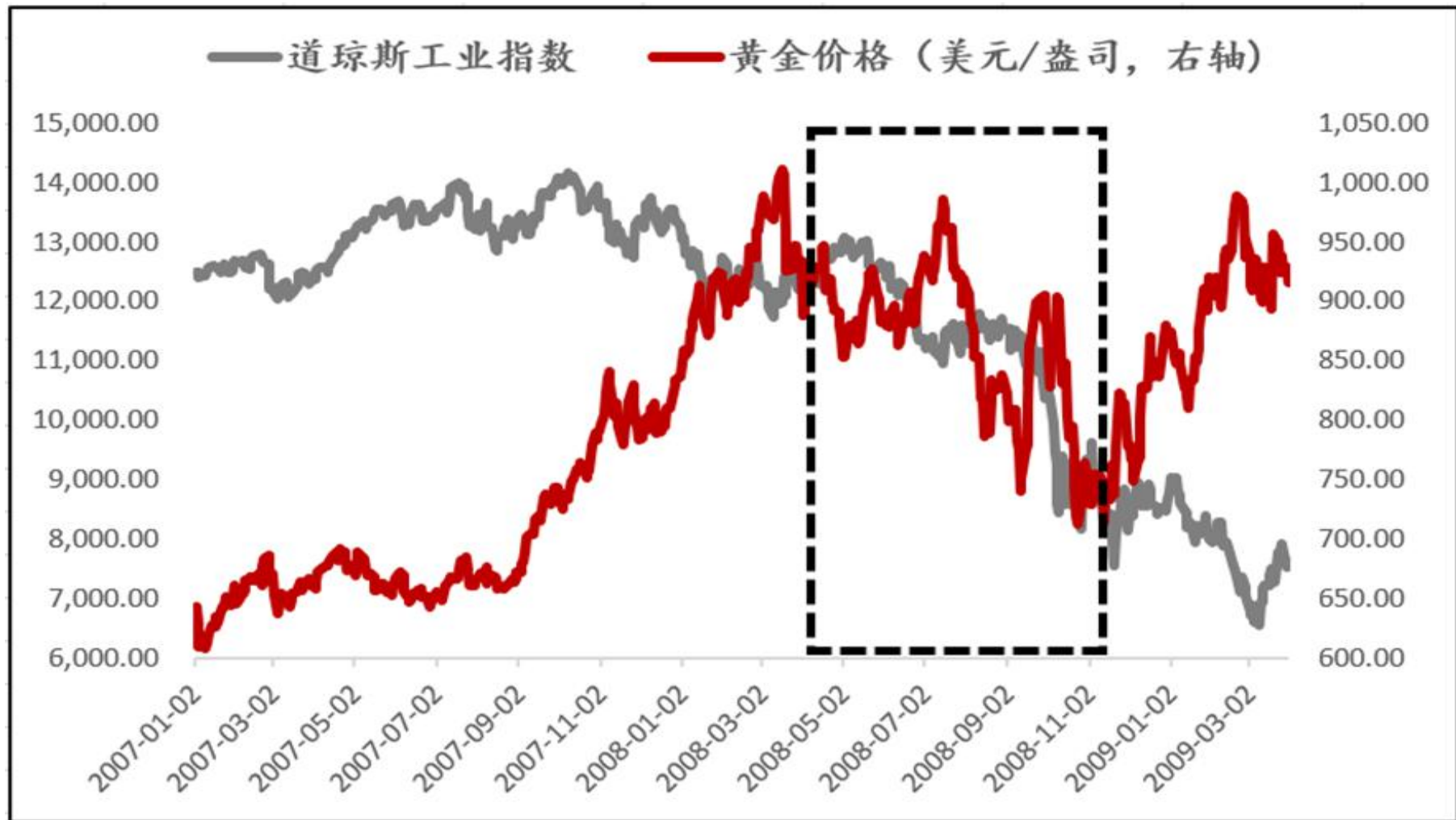
# 全球“政策底”已然非常明显，“市场底”究竟在哪？

- 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。





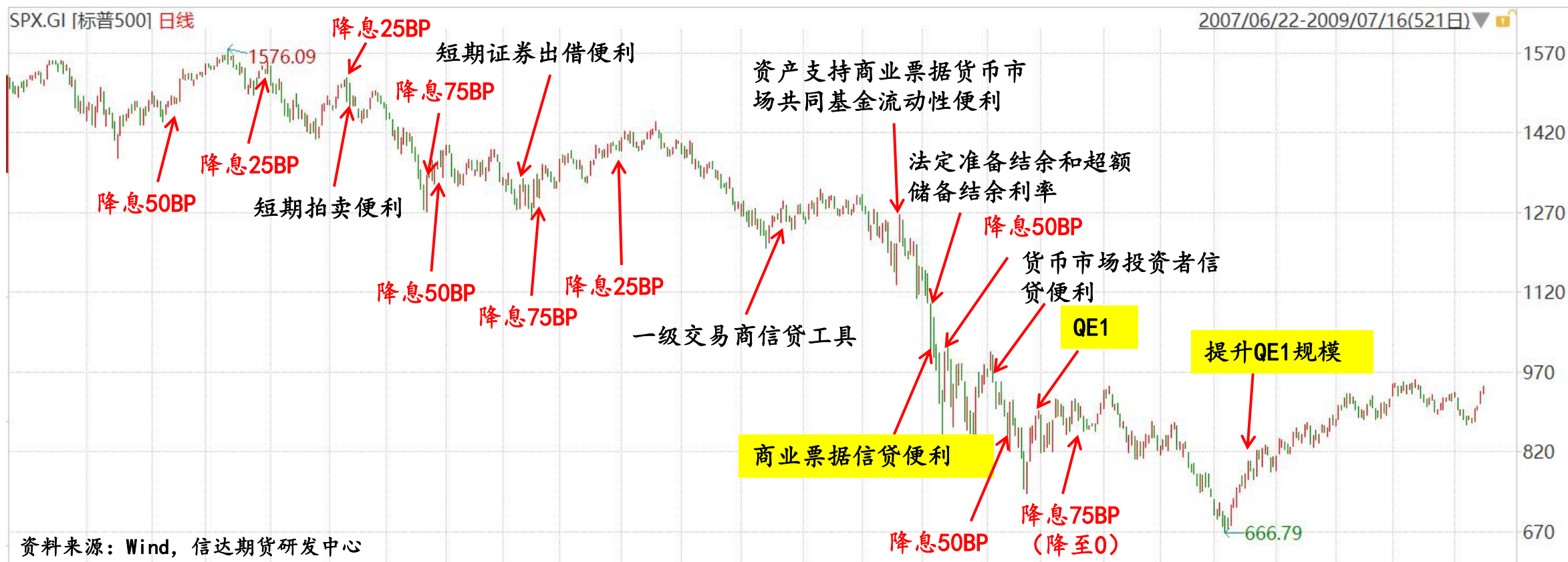
# 08年金融危机时期：美元流动性危机下，风险资产和避险资产同样遭到抛售



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的反弹

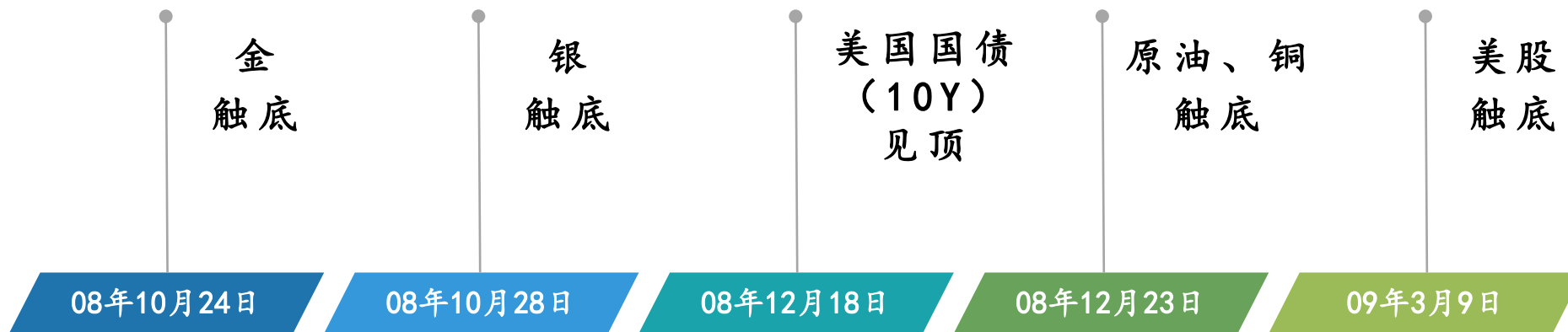
- 2008年金融危机时期，美联储救市的政策工具包括降息、推出QE以及一系列非常规流动性工具。
- 2009年初，美国经济衰退引发美股最后一跌，但此时市场已不再恐慌。



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08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。
- 08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。
- **美股是08年金融危机中最晚触底的资产，2009年一季度美股经历又一轮杀跌后才最终企稳。**



资料来源：信达期货研发中心整理



## **全球金融市场暴跌后：未来美股走势的相关推演**

# 美元流动性危机的缓解是美股止跌的第一步

- 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。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

# 美元流动性危机缓解与否最直观跟踪指标 —— 美元指数走势

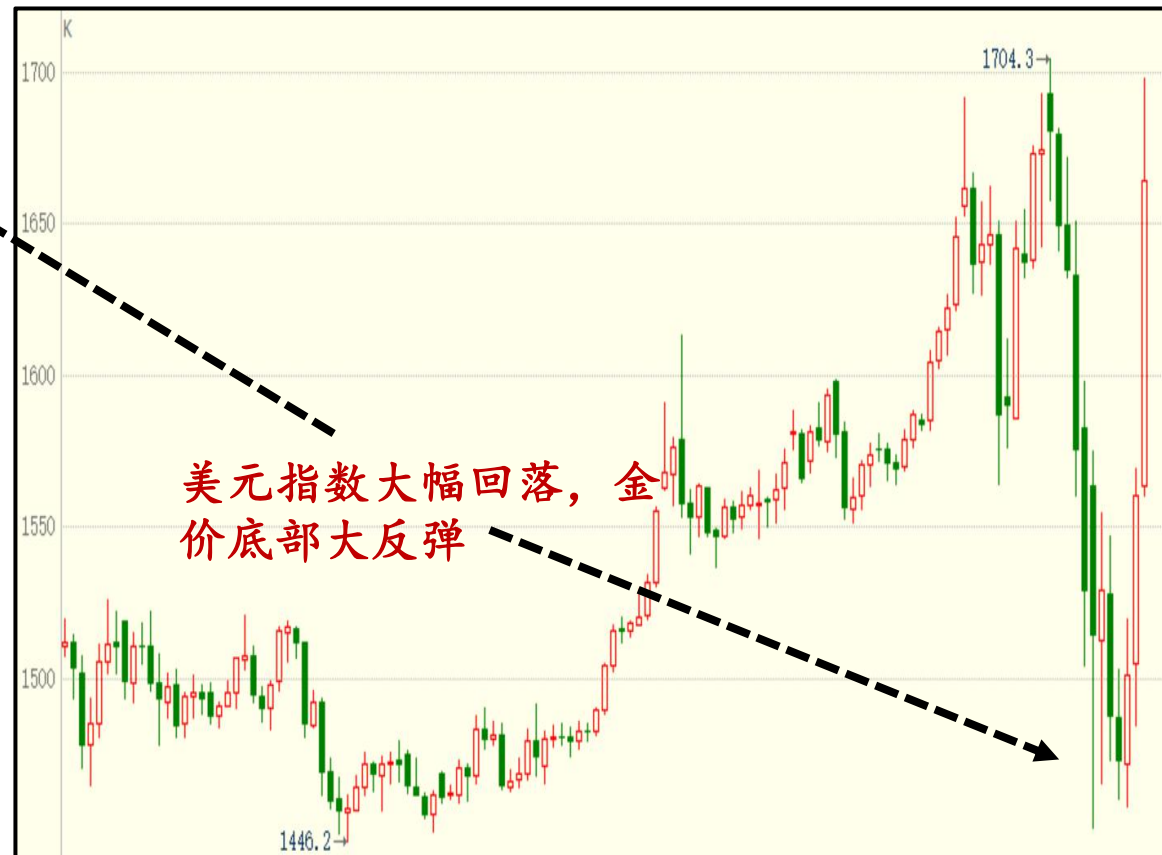
- 当前美联储所推出的诸多政策均与2008年类似，这对于缓解美元流动性紧张的态势有很大的帮助。

## 2008年美联储非常规流动性工具使用与美元指数走势



# 市场对美元流动性危机的拐点预期在大幅提升

- 3月23日后，美元指数上涨势头开始收敛并呈现高位持续回落，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。



资料来源：博弈大师，信达期货研发中心

# 现阶段美股处于流动性危机缓解后的第一波修复阶段

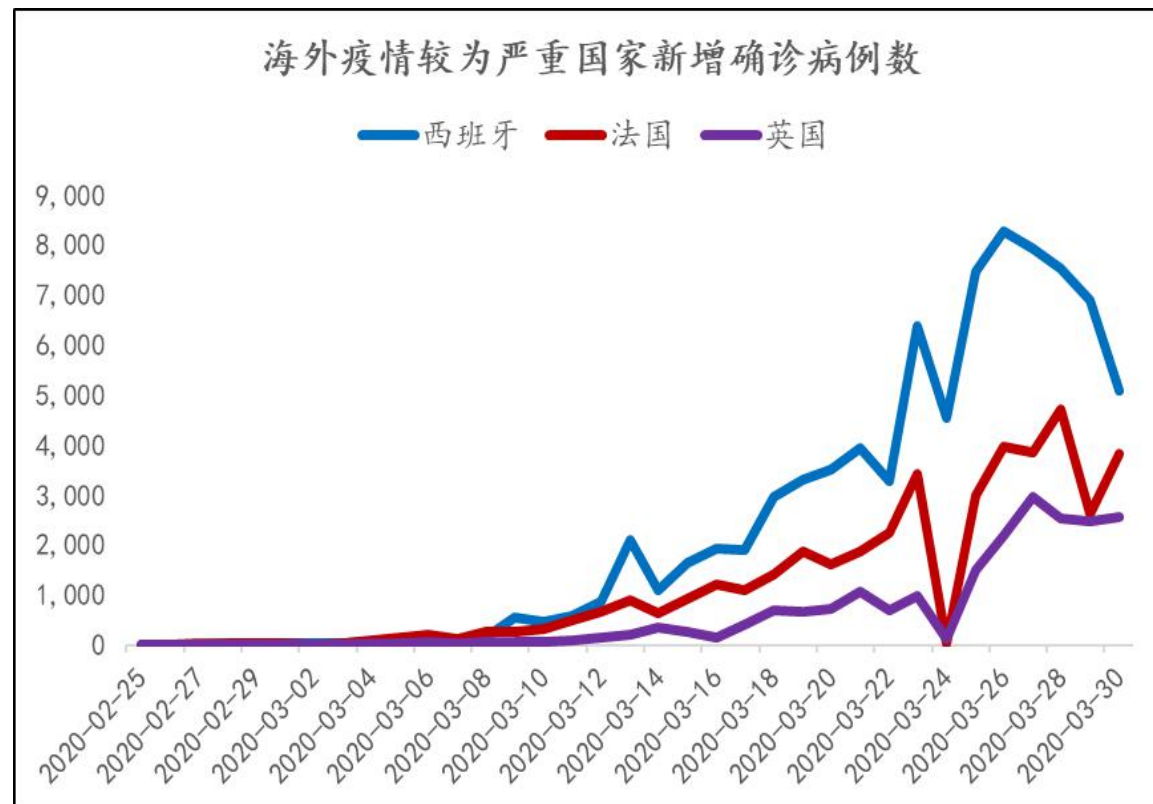
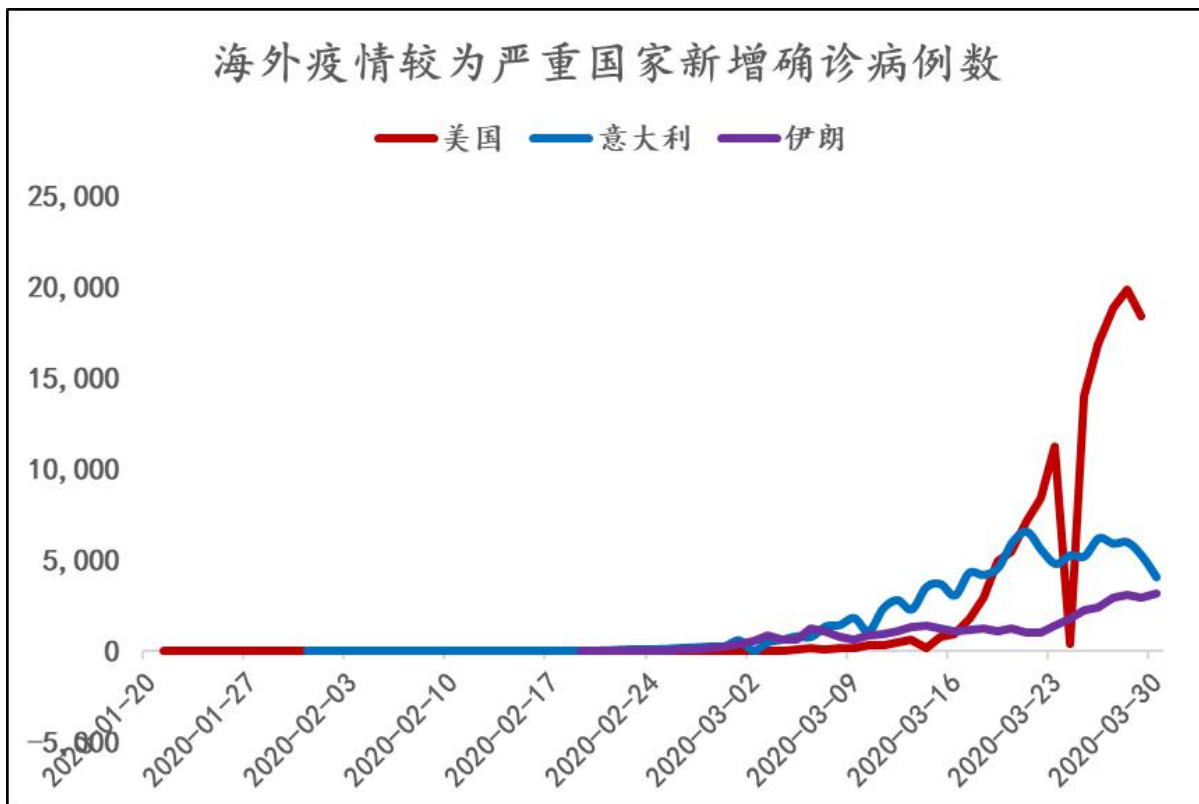
- 我们的观点：前期美元流动性紧张的格局已缓解，美股已进入暴跌之后的第一波修复阶段。





# 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

- 整体看，目前海外疫情数据仍处于“爬坡阶段”，尚未见拐点。
- 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。

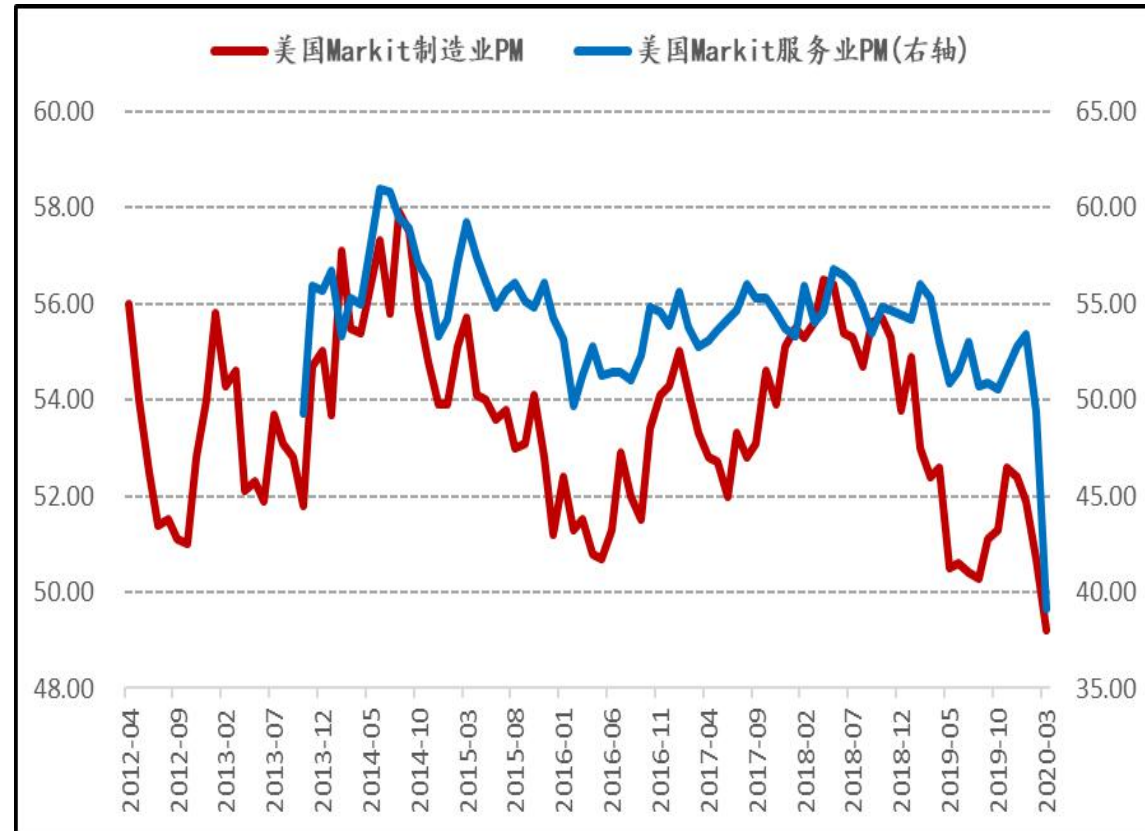


资料来源：Wind，信达期货研发中心



# 拉长周期看，美股仍将接受经济基本面现实的大考

- 用来预测美国经济活动强弱的领先指标ECRI指标已显著走低。
- 3月美国Markit制造业PMI数值创2009年以来新低，美国经济已陷入阶段性的衰退。
- 美元流动性危机之后，经济基本面的预期将主导市场走势。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心



# 对美股后市的看法：当前的美股可类比于2015年的A股

- 2015年6月中旬-7月中旬，大盘暴跌35%。救市政策频出，随后2周大幅反弹24%，但市场下跌态势延续
- 对于美股等风险资产未来的调整，可能并没有结束。短期只是超跌反弹，基本面还在恶化的过程中。





**五大优势助力国内A股有望领先于美股率先触底**

# 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



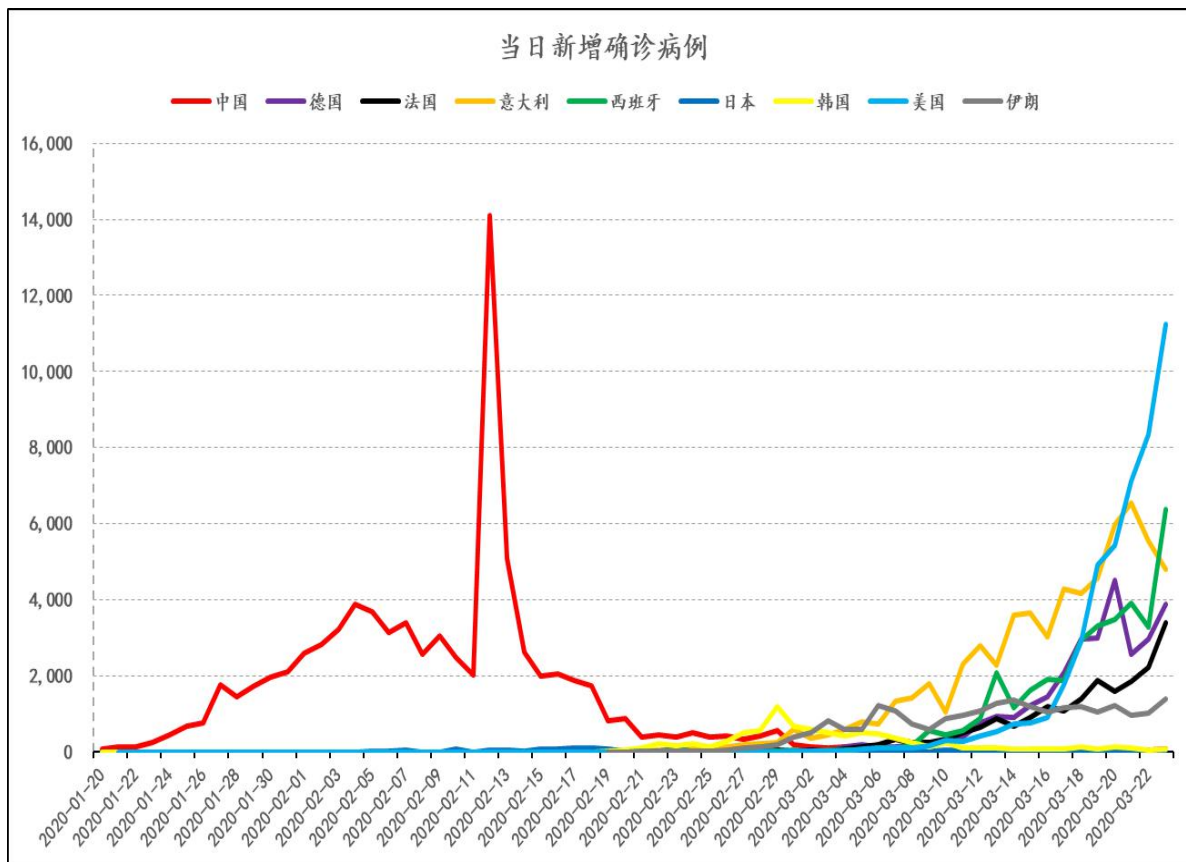
政策空间优势



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

- 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。

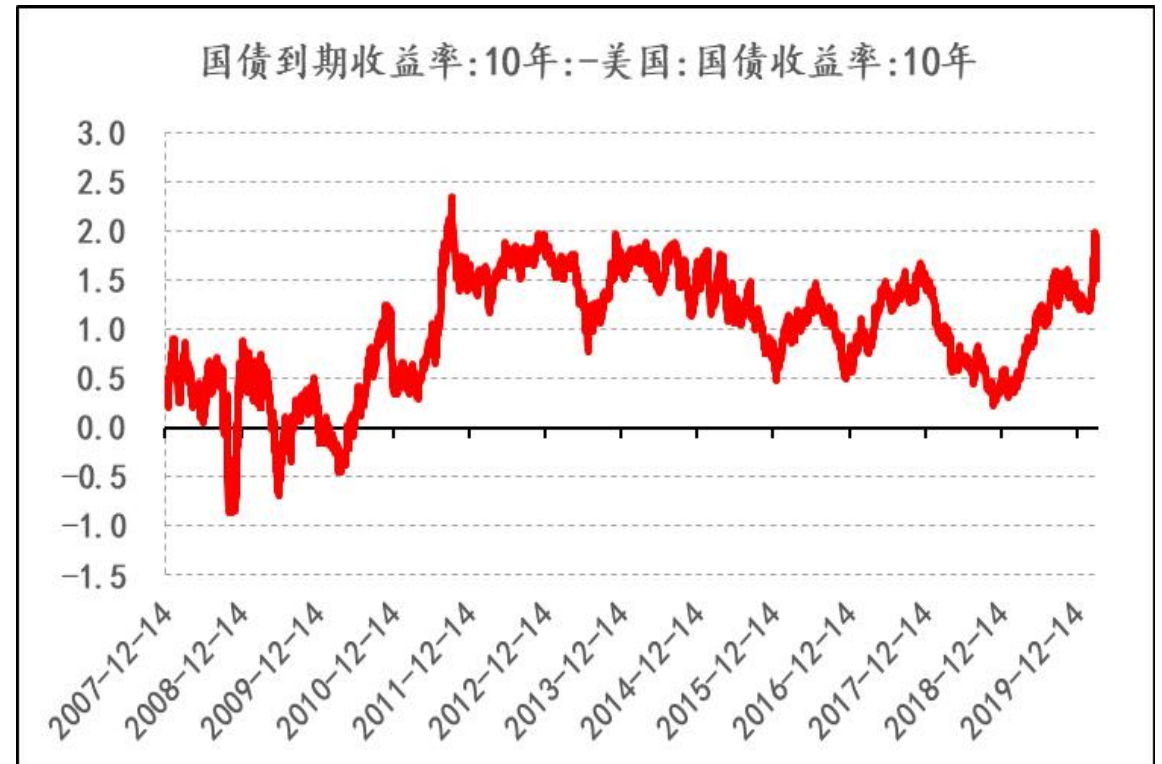
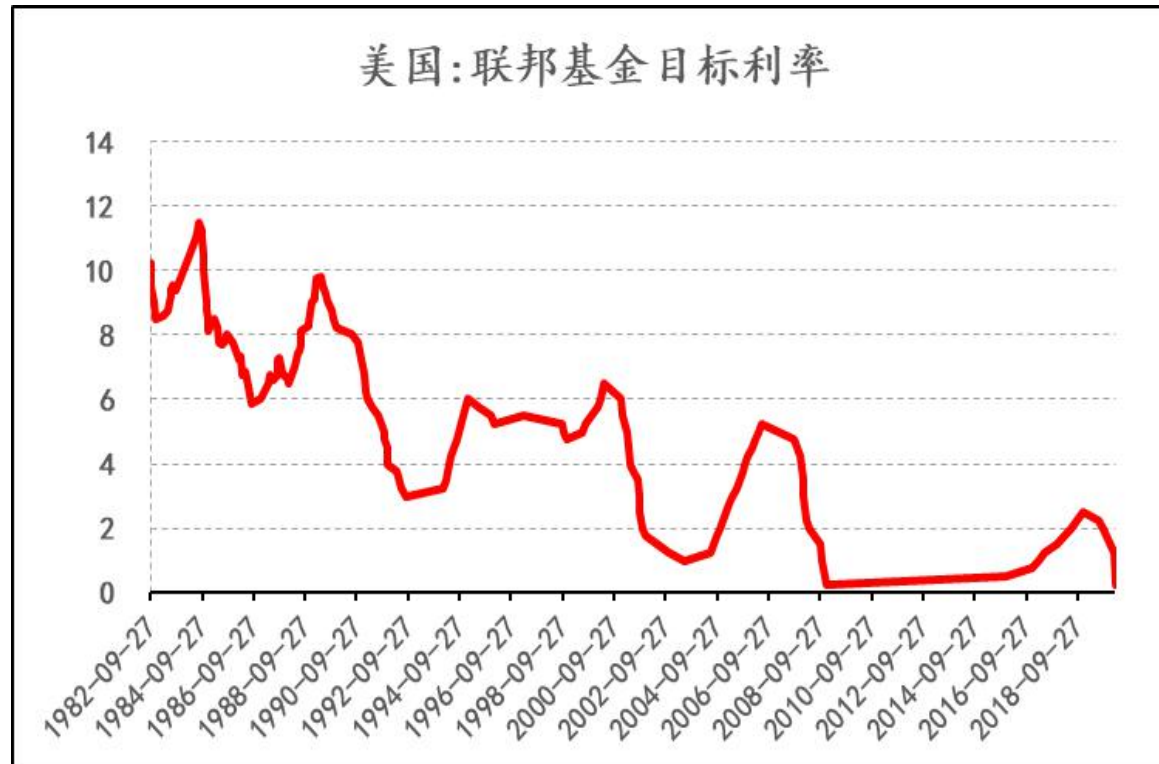


国家	时间	国家	时间	国家	时间
意大利	1月31日	西班牙	3月13日	瑞士	3月16日
韩国	3月3日	罗马尼亚	3月14日	哥斯达黎加	3月16日
危地马拉	3月6日	利比亚	3月14日	波黑	3月16日
巴勒斯坦	3月6日	奥地利	3月15日	立陶宛	3月16日
菲律宾	3月9日	塞浦路斯	3月15日	卢森堡	3月17日
匈牙利	3月11日	黎巴嫩	3月15日	津巴布韦	3月17日
捷克	3月12日	塞尔维亚	3月15日	哥伦比亚	3月17日
阿根廷	3月12日	南非	3月15日	约旦	3月17日
拉脱维亚	3月12日	秘鲁	3月15日	纳米比亚	3月17日
斯洛伐克	3月12日	哈萨克斯坦	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

- 美联储已经全数施展其2008年应对金融危机时的货币政策工具。
- 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。
- 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



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。

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

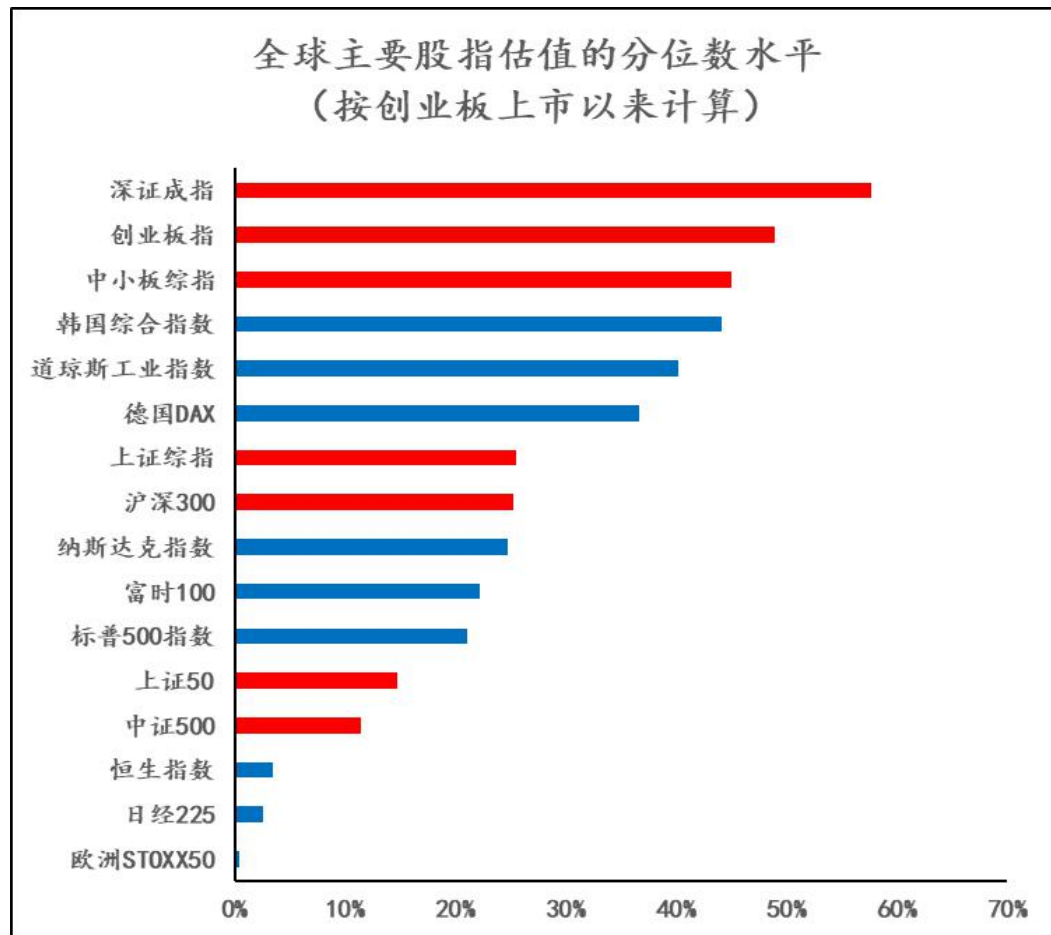
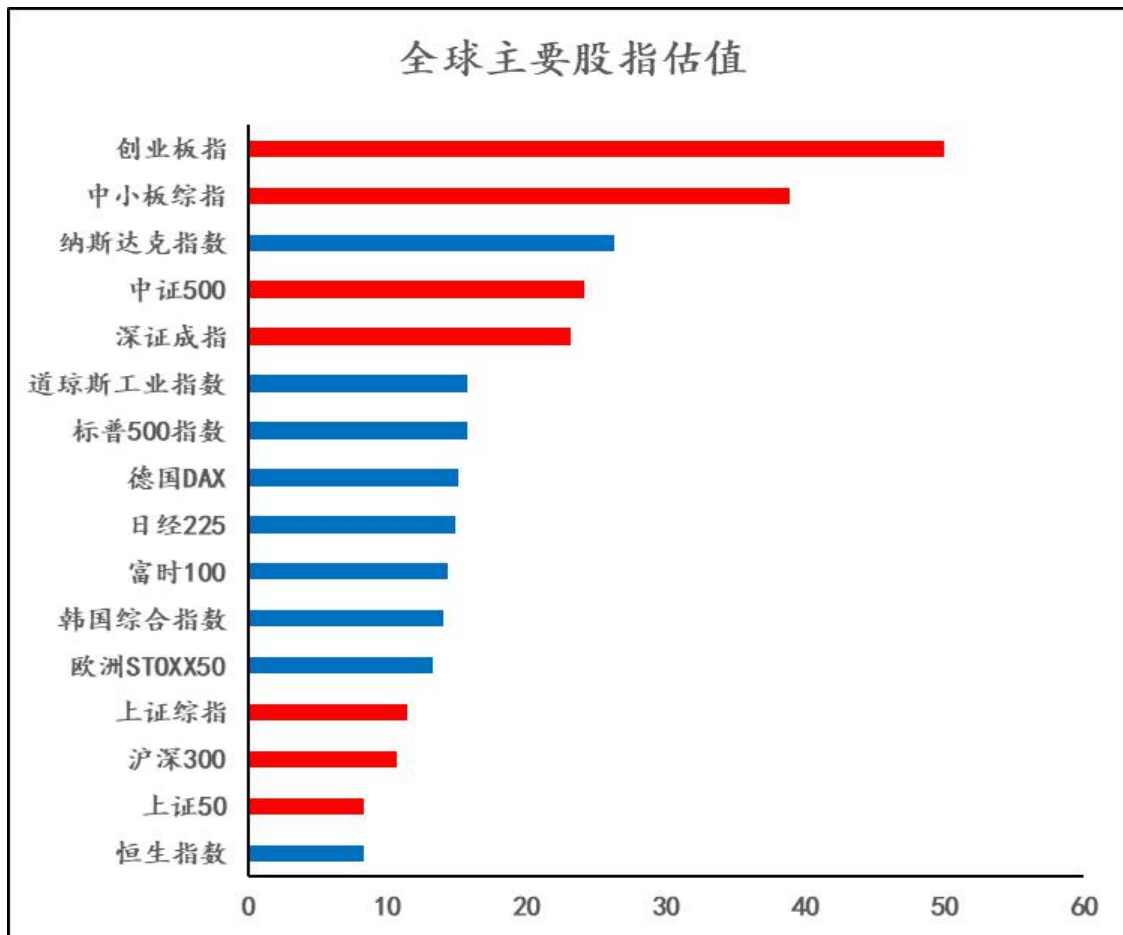
03

## 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，在全球处于“估值洼地”
- 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。
- 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。
- 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%；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。

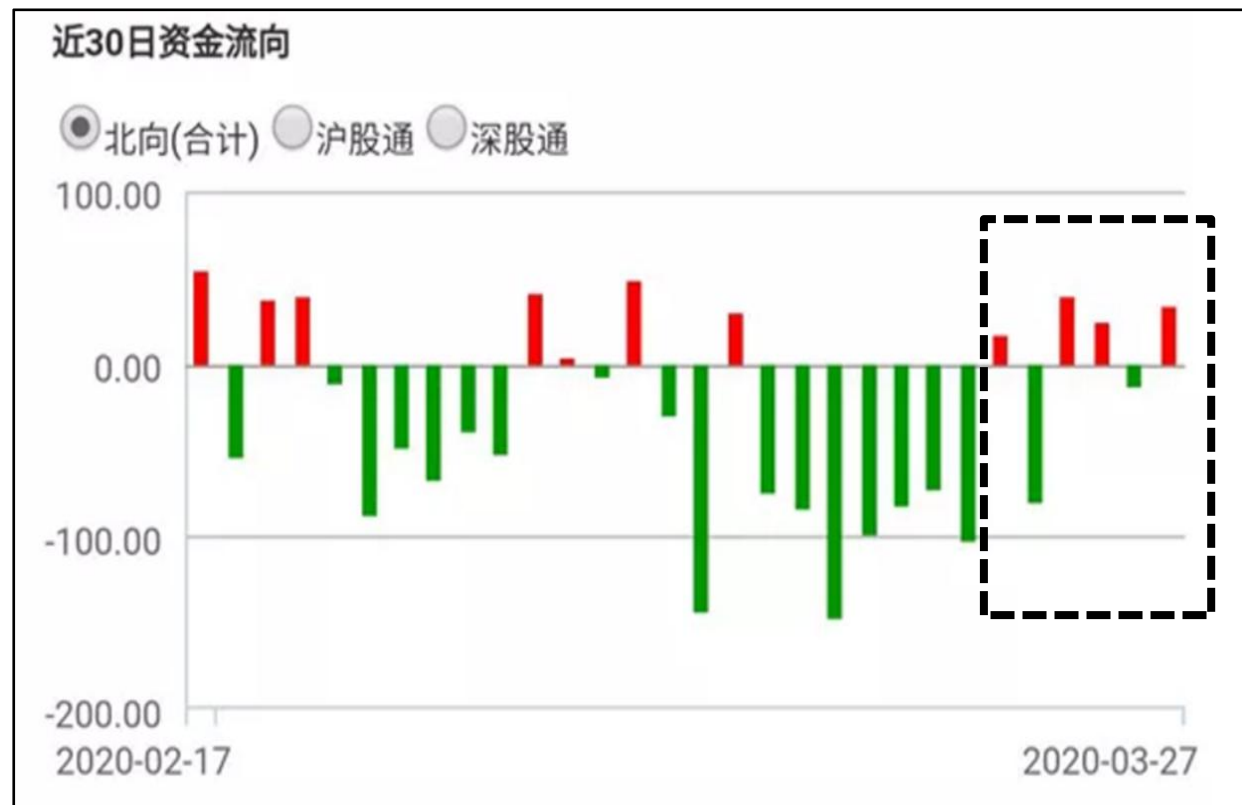
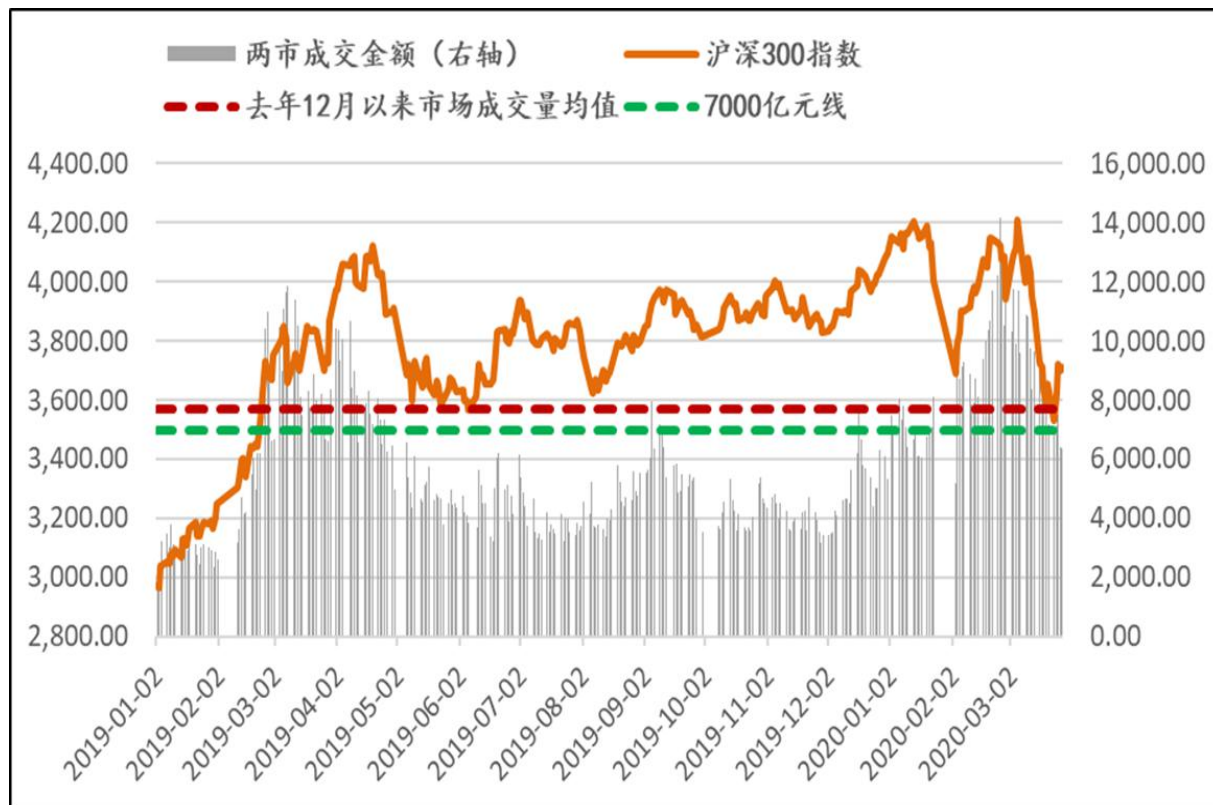


资料来源：中泰证券，信达期货研发中心

# 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：

- 市场成交量逐步萎缩；
- 大白马&大蓝筹出现杀跌；
- 外资开始逐渐回流A股市场。



# 从基本面角度匡算安全边际：指数下方的空间有限

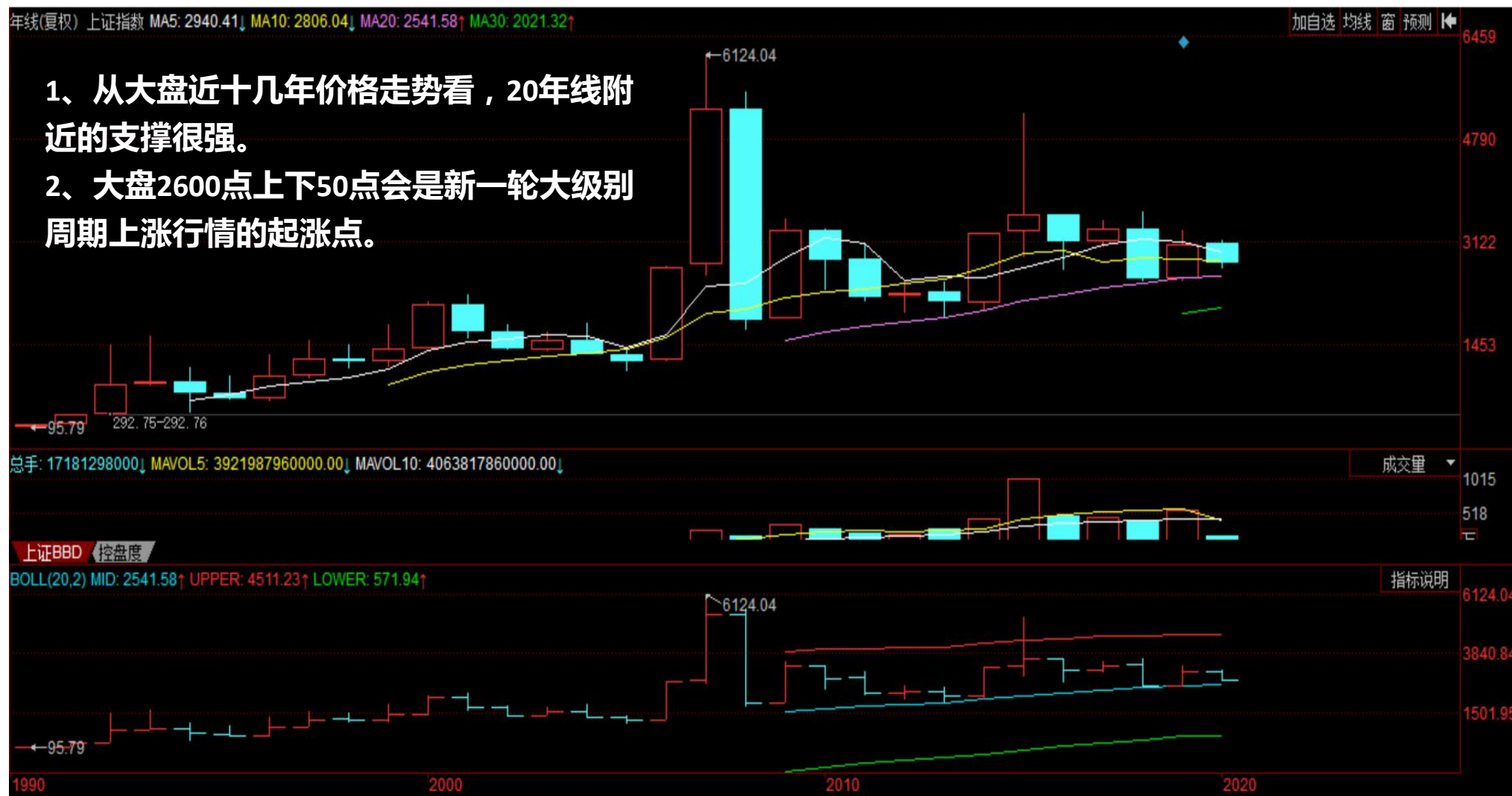
- 若只是静待地以点位去看待的话，似乎沪深300指数仍要下跌近20%，才到达2019年初底部的的位置。
- 但考虑到净利润增长的因素，当前市场的估值水平距离19年初也就是5%左右的空间。

当前与2019年初两个阶段的沪深300指数对比			
时间	2019年1月3日	2020年3月23日	变动幅度
收盘价格	2964.84	3530.21	19.07%
净利润（TTM）	28260.15	31185.74	10.35%
市盈率（TTM）	9.96	10.60	6.43%
市净率（MRQ）	1.16	1.21	4.31%

资料来源：Wind，信达期货研发中心

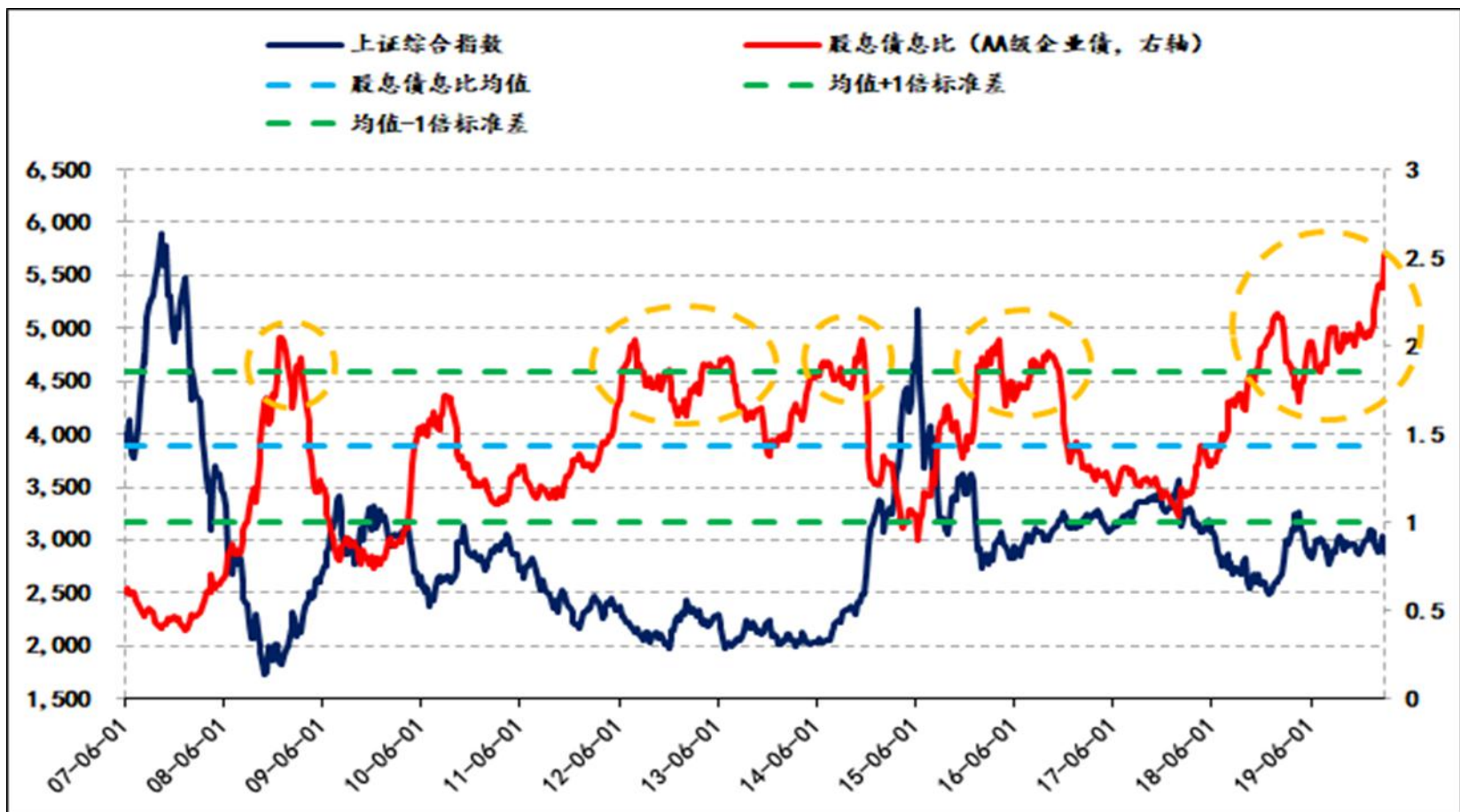
# 现阶段大盘处于震荡磨底的阶段，下方的空间有限

- 大盘总体下行的空间有限，在价格2600-2650点区间有较强的支撑。
- 考虑到最悲观的情形，如果疫情进一步恶化，外围再度大跌，大盘下跌的极限位在20年均线附近的2550点。



# 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

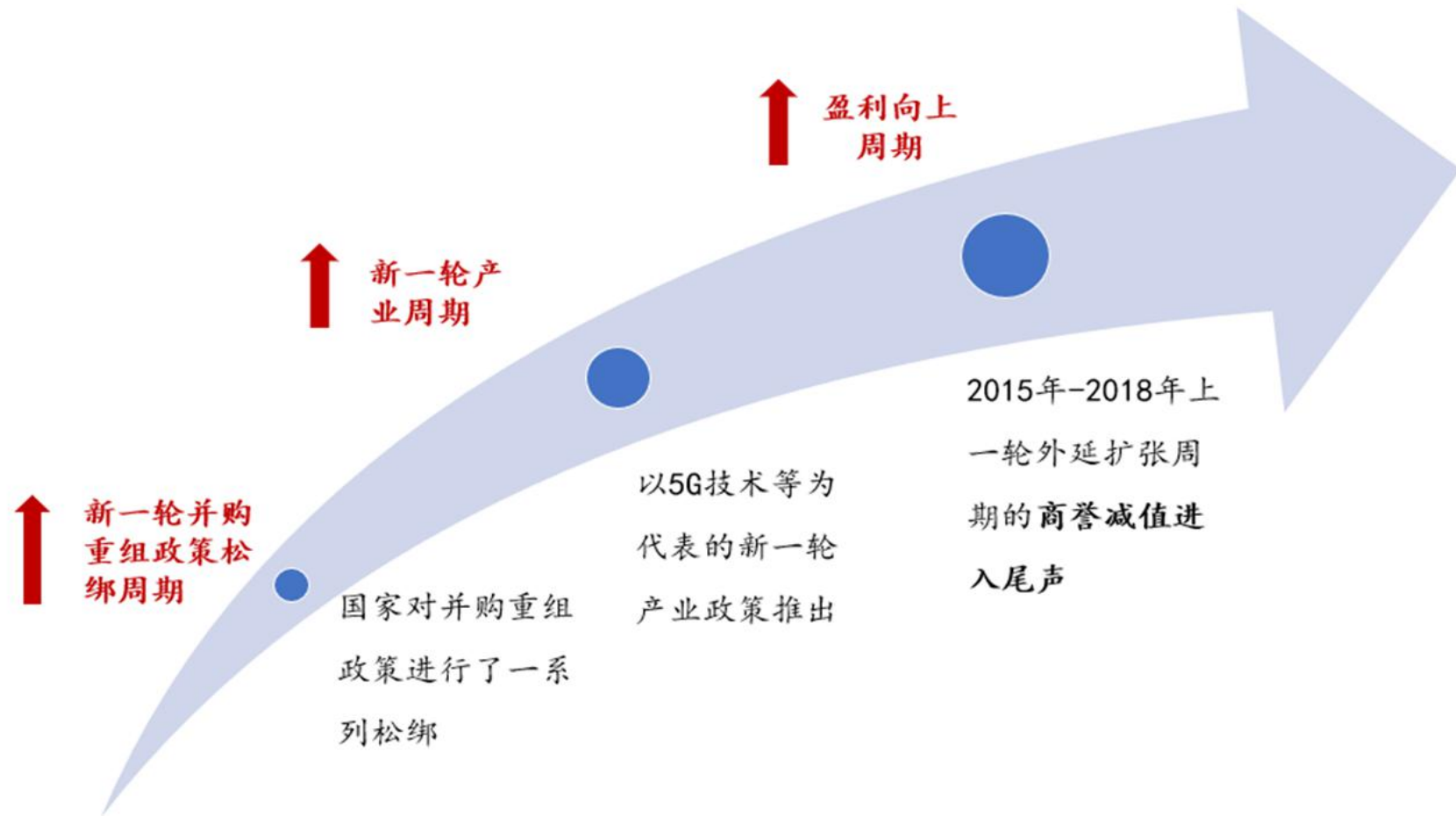
- 当前阶段可对标2008年10月中下旬。
- 拉长周期看，当前A股正处于中线布局的区域。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

# 该配什么品种？—— 股指三个品种均是机会，但建议首选IC合约

- 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。

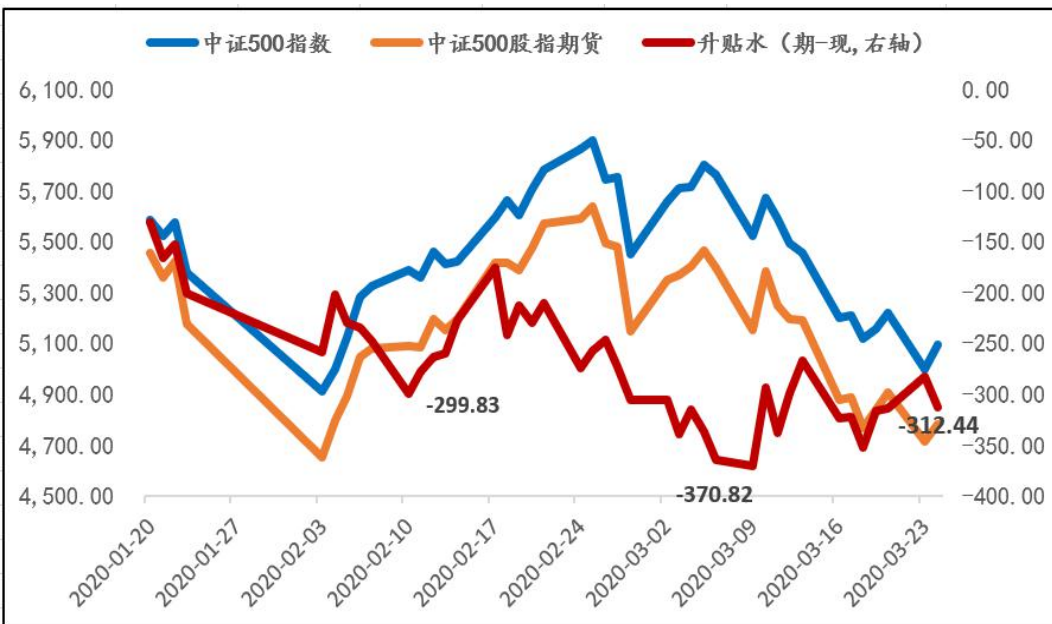




# 目前IC09合约逾6%的贴水率提供较高的安全边际

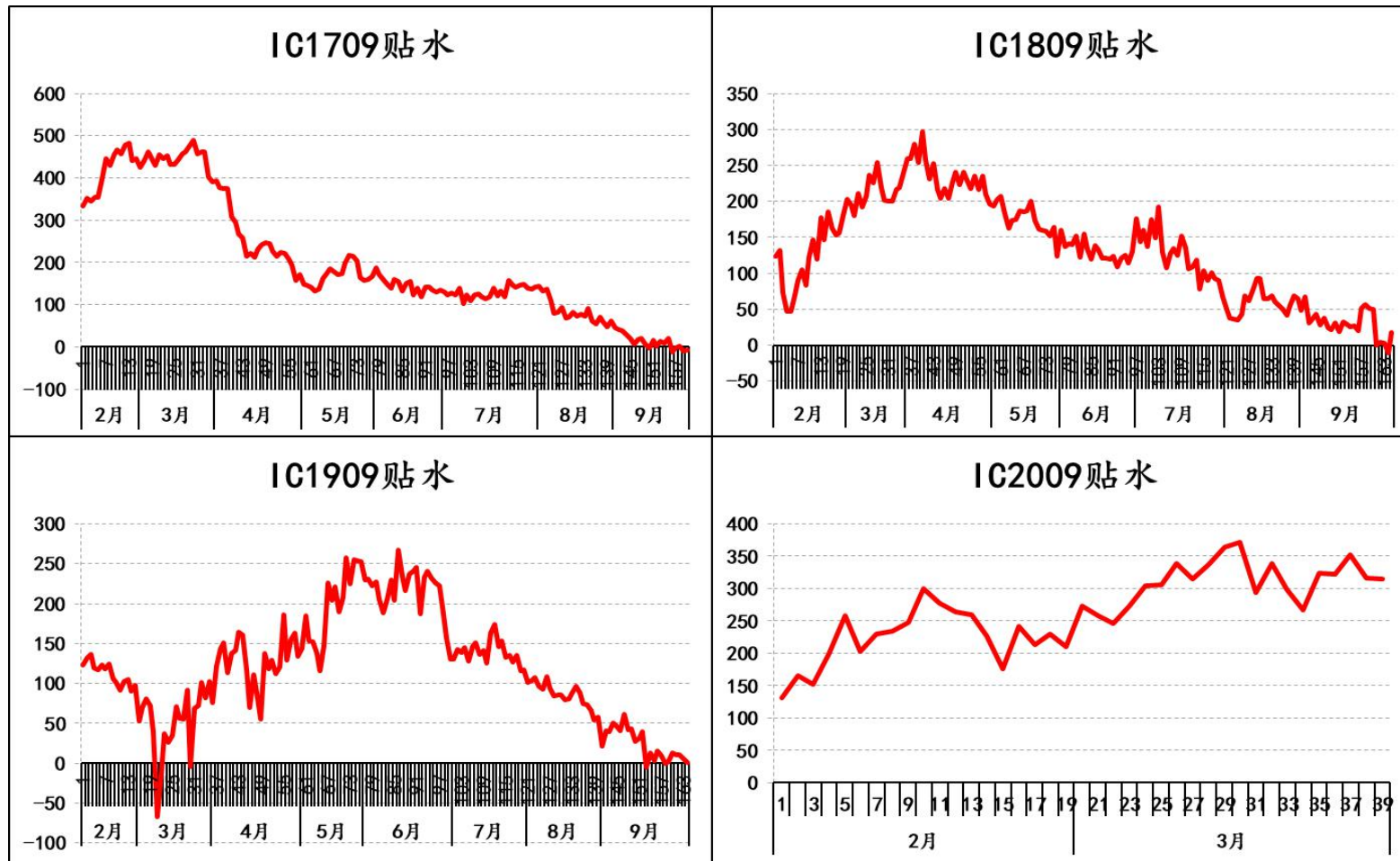


- 从基差的角度看，当下IC09合约贴水中证500指数大概312点，贴水率达到6.13%。
- 目前IC09合约的贴水处于近3年高位，也处于年内的高位，为做多IC09合约提供较高的安全边际。



# IC合约是一个兼具“ $\alpha$ 收益”和“ $\beta$ 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。
- **建议IC2009合约价格在4750点一线可考虑逐步配置，仓位控制在2倍左右杠杠。**



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

# 用股指期货替代对应的指数ETF可获取更高的收益（IC合约）

持有**500ETF**与持有不同月份的**IC多头**收益情况对比（股指持仓市值与500ETF相同）

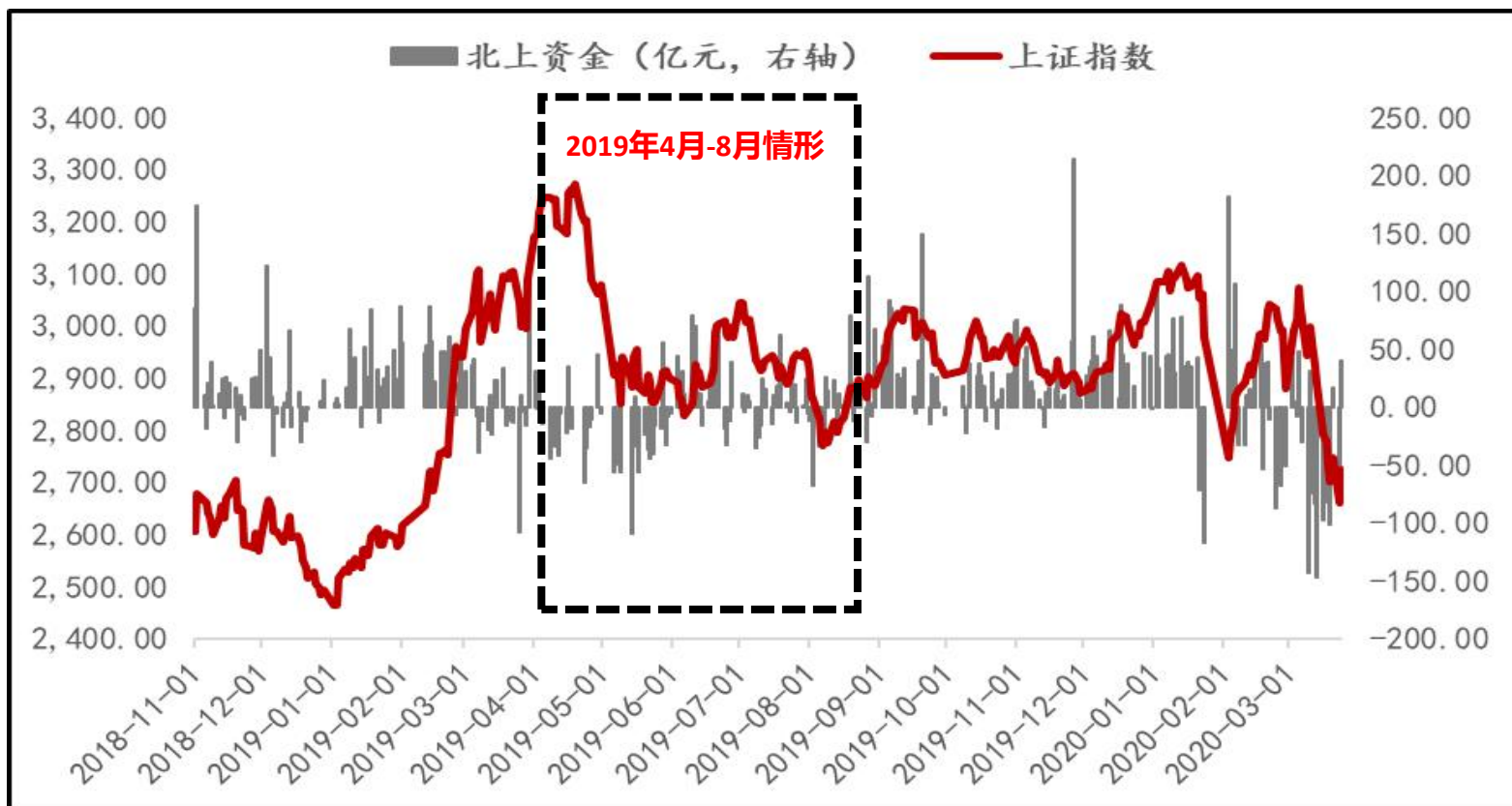
日期	大盘走势	500ETF	IC当月	IC当季	IC下季
2015. 4. 16-6. 12	上涨	48.35%	51.29%	48.83%	46.47%
2015. 6. 12-7. 9	下跌	-42.20%	-41.40%	-44.05%	-45.92%
2015. 7. 9-8. 26	震荡	-7.79%	-10.42%	-13.80%	-19.72%
2015. 8. 26-12. 17	上涨	27.71%	58.57%	55.43%	48.94%
2015. 12. 17-2016. 1. 28	下跌	-31.54%	-26.48%	-29.15%	-31.23%
2016. 1. 28-2017. 10. 11	震荡	28.82%	81.69%	87.29%	88.53%
2017. 10. 11-2018. 10. 19	下跌	-37.55%	-32.99%	-34.28%	-35.35%
2018. 10. 19-2019. 1. 31	震荡	0.97%	1.88%	3.81%	-2.03%
2019. 1. 31-4. 8	上涨	38.97%	39.80%	39.97%	40.28%
2019. 4. 8-5. 6	下跌	-15.67%	-17.01%	-17.29%	-18.00%
2019. 5. 6-11. 25	震荡	-2.84%	11.01%	11.14%	5.24%

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。
- 4、股指期货贴水现货指数的幅度缩窄，甚至出现贴水转升水的结构。



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

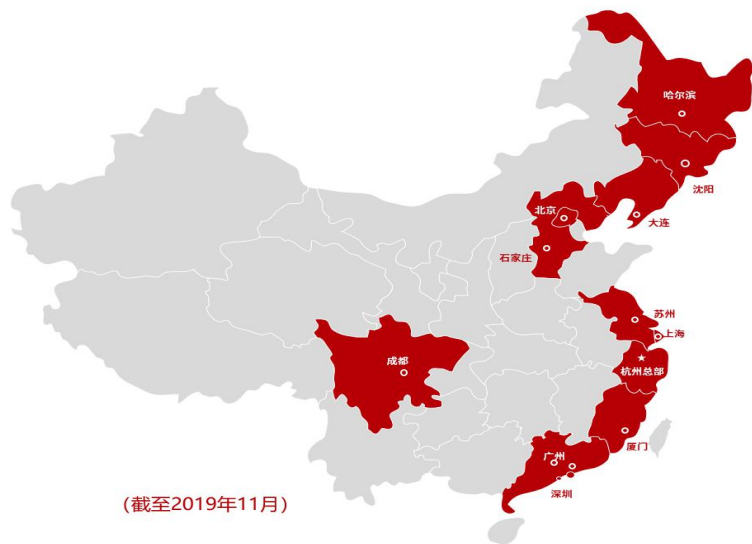
报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

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