

期货研究报告

宏观金融研究

股指月报

走势评级： 看涨

戴朝盛

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

宋靖琪

从业资格证号：F03100886

联系电话：0571-28132632

邮箱：songjingqi@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

A 股底部确认，增量市场尚在酝酿，等待政策量变到质变

报告日期：

2023 年 9 月 1 日

报告内容摘要：

◆核心逻辑小结：

总体来说，伴随着认房不认贷、印花税调整以及 IPO 收紧等政策暖风释放，8 月 A 股市场剧烈波动，短期投资者筹码充分换手后，以股息债息比等指标为代表的股市性价比触及历史极值，汇率、北向资金净流出天数等指标技术见顶，下半年“兜底”逻辑下，A 股底部区间已经确认。

具体来看，股市正处于分子与分母两端受限的阵痛期。一方面，国内信用周期、盈利周期以及库存周期延续探底，尽管 8 月制造业 PMI 回升、大宗商品价格抬头等指向部分结构性问题正出现边际改善，但中长期来看，股市分子端的症结在于需求，投资者等待政策利好由量变到质变过渡。另一方面，人民币汇率是压制指数估值的关键变量。从历史的经验来看，无论是 14-15 年“杠杆+改革牛”或是 19 年的白马行情，分母端行情的启动均发生在全球流动性相对宽松的大背景之下，并配合有强烈的政策刺激以支持市场由存量向增量的状态切换。短期中美周期错位，增量资金入场仍受外资净流出以及投资者信心不足的制约，对应着新一轮行情拐点的出现还差火候。

◆后市展望与策略建议：

往后看，供给端逻辑逐渐退出后，预计股指与商品走势趋于收敛。

期货操作上，9 月股指上行机会大于下行风险，短期继续紧盯地产端需求的进一步松绑以及“金九银十”旺季的兑现情况，海外关注美联储货币政策节奏变化，等待中美政策周期共振带来的估值修复行情。在此之前，股指趋势性拐点仍在酝酿，IH、IF 等大盘类指数可轻仓试多，若遇上述积极因素释放可逐步加仓，前期正套可继续持有。

期权操作上，8 月标的指数的下跌伴随着隐含波动率的小幅放大，其中沪深 300 股指期权 IV 月内突破未果，标的市场看多情绪尚未形成一致。短期，各期权隐历差背离后趋势收敛，政策集中释放阶段标的指数尝试上攻，可在差值企稳后继续布局认购期权隐含波动率多头。

◆风险提示：

- (1) 美联储加息路径再摇摆
- (2) 国内政策承接不及预期
- (3) 中美关系与大国博弈问题激烈化

目录

一、	8月股指运行情况回顾:	3
1、	全球股指普跌, A股波动率放大	3
2、	外资大幅流出, 内资维持理性克制	3
二、	股指核心矛盾梳理:	7
1、	A股底部确认形成, 增量市场尚在酝酿	7
2、	经济周期仍在探底, 政策等待量变到质变	8
三、	股指后市展望与策略建议:	10
1、	“金九”预期偏强, 股指机会大于风险	10
2、	期权IV等待突破, 短线回归后维持做多思路	11
3、	风险提示:	11

图目录

图 1:	全球主要股指普跌	4
图 2:	周期、稳定风格领跌	4
图 3:	主力合约基差走势(现货-期货)	4
图 4:	跨品种比价	4
图 5:	成交量与成交金额放大	4
图 6:	北向资金大幅净流出	4
图 7:	上证50指数(月K线)	5
图 8:	沪深300指数(月K线)	5
图 9:	中证500指数(月K线)	6
图 10:	中证1000指数(月K线)	6
图 11:	汇率是指数主要压制因素	7
图 12:	北向资金连续净流出天数触及历史高位	7
图 13:	中美货币政策劈叉	8
图 14:	股息债息比触顶	8
图 21:	A股历次印花税调整回顾	8
图 22:	A股减持新规受限范围	8
图 15:	盈利周期仍在探底	9
图 16:	库存周期底部徘徊	9
图 17:	信用周期仍在探底	9
图 18:	8月PMI边际回暖	9
图 19:	股指期权IV冲高回落	11
图 20:	隐历差趋势收敛	11

一、8 月股指运行情况回顾：

1、 全球股指普跌，A 股波动率放大

国内方面，在 7 月底政治局会议积极信号释放后，8 月国内主要股指高开低走，其中上证指数连续阴跌失守 3100 点整数关口。月末，伴随着印花税调降、IPO 优化、股份减持新规以及融资保证金比例调整等批量利好的出台，大盘情绪大面积回暖而后快速回归冷静，指数波动率较前一月有所放大。月线级别上，国内四大指数集体飘绿，其中上证 50 收跌 4.93%，沪深 300 收跌 5.63%，中证 500 收跌 5.14%，中证 1000 收跌 5.77%。

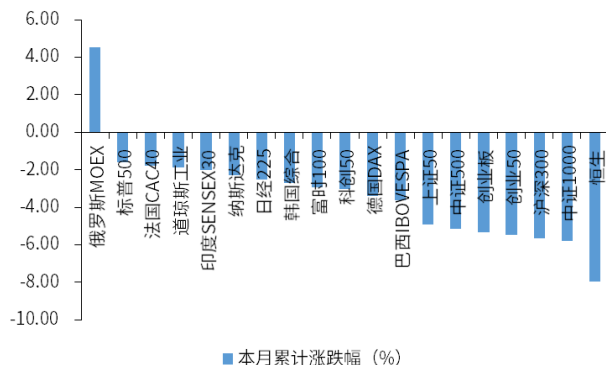
海外方面，8 月欧美股市压力持续，其中美国经济韧性超预期、财政赤字连续扩大以及美联储官员鹰派表态等因素令国际风险偏好进一步降温。权益市场上，美股三大股指 8 月疲态再现，以科技股为主的纳斯达克指数跌幅靠前。

2、 外资大幅流出，内资维持理性克制

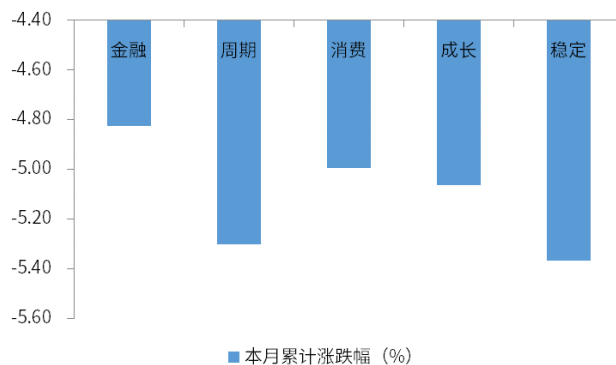
量价指标上，8 月 A 股成交量能有所扩大，各路消息面刺激下，国内资金情绪剧烈波动。短期，市场成交金额重回万亿级别，筹码充分换手后价格下方支撑力度有所增强，投资者对于指数上方的预期空间打开。外资方面，8 月北向资金大幅净流出超 800 亿元，绝对值刷历史新高，汇率贬值等因素干扰下外资成为指数短期企稳的关键变量。

期货市场上，8 月各期指基差（现货-期货）冲高回落，整体升水结构持续，其中 IH、IF 月差仍在底部徘徊，月内有小幅缩窄迹象但随即快速回归，指向市场对于 A 股长期仍持有相对积极的态度。品种比价方面，A 股板块轮动特征依然显著，IH/IC、IF/IC 等比值自去年下半年已来到历史低位，但整体震荡磨底时间延长。

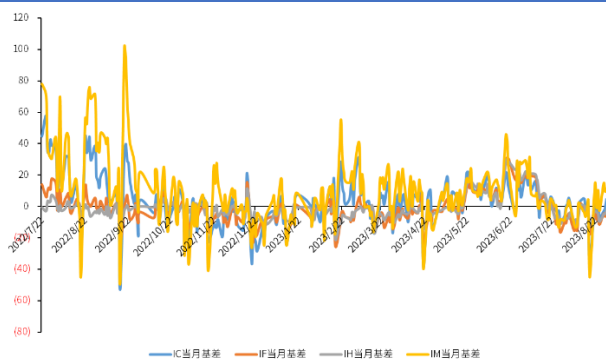
期权市场上，8 月标的指数的下跌伴随着隐含波动率的小幅放大，其中沪深 300 股指期权 IV 月内最高上升至 20% 一线后上攻乏力，指向投资者情绪维持理性克制。从策略表现的角度来看，上月买沽端获取正收益，标的指数剧烈波动令月内义务仓面临一定保证金压力。

图 1：全球主要股指普跌


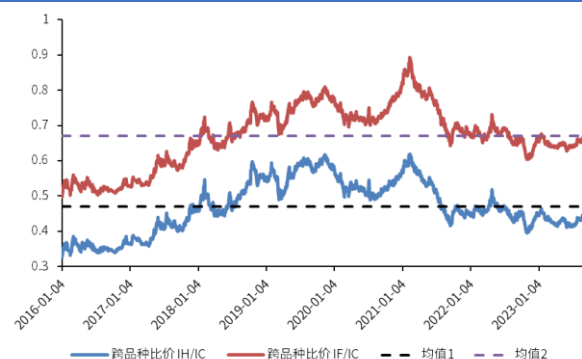
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：周期、稳定风格领跌


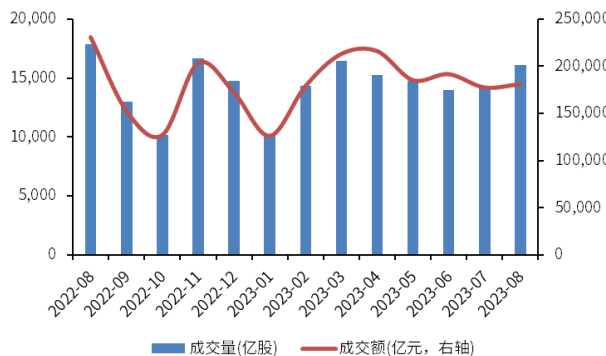
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：主力合约基差走势（现货-期货）


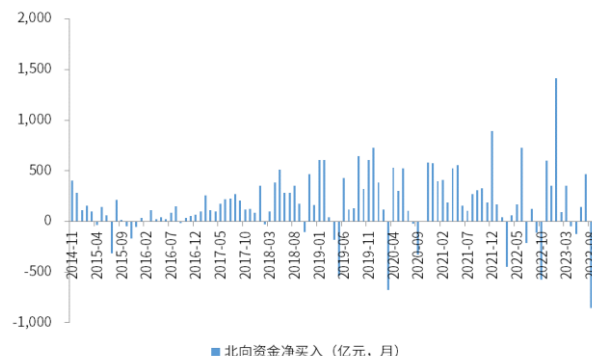
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：跨品种比价


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 5：成交量与成交金额放大


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 6：北向资金大幅净流出


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7：上证 50 指数（月 K 线）

000016.SH[上证50] 2023/08/31 收 2519.21 幅 -5.06%(-134.16) 开 2652.24 高 2680.74 低 2459.33 换 5.76% 振 8.34% 额 1.23万亿
 MA5 2567.16 MA20 2722.77 MA120 2601.78

2003/12/31-2023/08/31(237月) ▼



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 8：沪深 300 指数（月 K 线）

000300.SH[沪深300] 2023/08/31 收 3777.66 幅 -5.90%(-236.97) 开 4009.18 高 4058.24 低 3695.03 换 8.88% 振 9.05% 额 4.70万亿
 MA5 3892.47 MA20 4049.38 MA120 3750.79

2002/01/31-2023/08/31(260月) ▼



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 9：中证 500 指数（月 K 线）


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 10：中证 1000 指数（月 K 线）


资料来源：Wind，信达期货研究所

二、股指核心矛盾梳理：

1、A 股底部确认形成，增量市场尚在酝酿

美联储打消降息预期，汇率压力作重点关注。近年来，人民币汇率与股市的相关性不断攀升，我们认为其背后的影响路径主要通过对外贸企业的盈利压制以及跨境资本的流动性干扰实现。短期，人民币汇率仍将面临较大压力。一方面，8 月美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会表示“将谨慎地决定是否加息”，市场对于年底前再次重启加息的预期有所升温，海外高利率环境对新兴市场货币的拖累暂不会消失。另一方面，国内经济基本面仍处于底部爬坡阶段，上半年疫情后带来的需求释放逐渐收尾后，“三驾马车”动力集体放缓。在此背景下，8 月北向资金连续净流出天数达 13 天，刷近 7-8 年以来新高，成为股市上攻乏力的关键变量。

投资者风险偏好触底，A 股底部确认形成。8 月央行再度宣布非对称调降一年期 MLF 与 7 天期 OMO 利率，国内政策面逐渐呈现出小步快跑态势。从市场的整体反应来看，股市估值对于货币端政策的敏感性显著下降，中美周期错位的背景下，增量资金入场仍受外资净流出以及投资者信心不足的制约。短期，股息债息比代表的 A 股性价比已触及历史极值，汇率、北向资金净流出天数等指标技术见顶后，A 股底部区间已经确认。

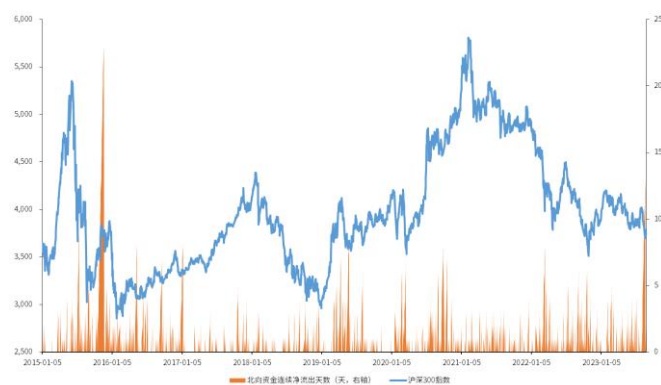
资本市场多箭齐发，增量市场尚在酝酿。回顾 A 股历轮牛熊拐点的形成，经济好转并非股市上行的先决条件，但无论是 14-15 年“杠杆+改革牛”或是 19 年的白马行情，均发生在全球流动性相对宽松的大背景之下。换言之，分母端行情的启动往往需要强烈的政策刺激以扭转市场信心，并配合充足的流动性支持市场由存量向增量的状态切换。为此，8 月资本市场打出政策“组合拳”，财政部、证监会以及三大交易所接棒发声，出台包括 IPO 优化、印花税减半、大额融资预沟通以及股份减持新规等批量利好。从短期视角来看，A 股自 1991 年以来共经历 8 次明确的印花税调整，均对大盘构成显著的短期影响。但从长期趋势来看，4 次印花税率的下调普遍发生在行情趋势下行、市场信心偏弱时，其对于 A 股成交量等资金面的长期拉动作用相对有限，对应着趋势性行情尚未来临。

图 11：汇率是指数主要压制因素



资料来源：Wind，信达期货研究所

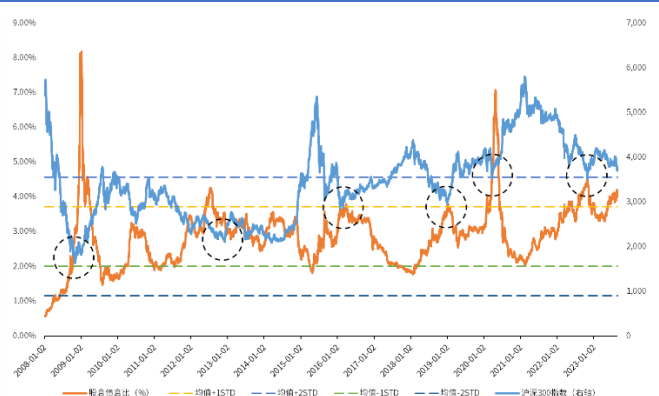
图 12：北向资金连续净流出天数触及历史高位



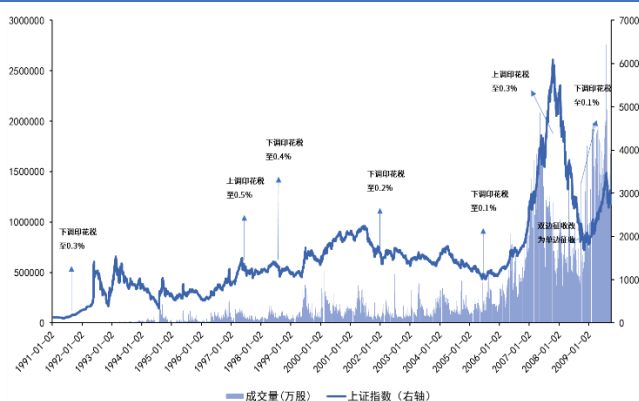
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 13：中美货币政策劈叉


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：股息债息比触顶


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 15：A股历次印花税调整回顾


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 16：A股减持新规受限范围

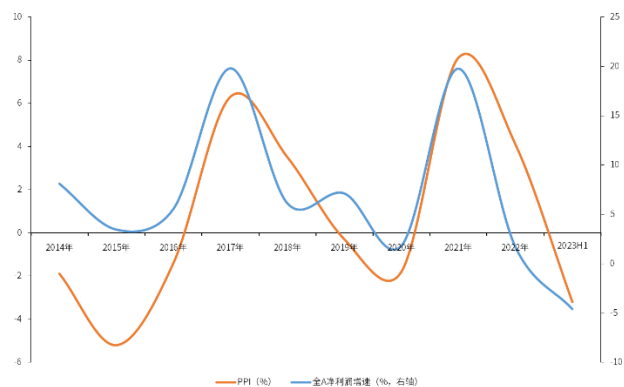
所属行业（亿元/万股）	存在减持情形	存在减持情形	近三年未分红	分红占比低于30%	属于不得减持之列
传媒	14	6	50	63	70
电力设备	59	5	69	81	125
电子	106	5	108	125	195
房地产	9	47	20	35	72
纺织服装	38	17	28	39	64
非银金融	10	15	9	12	31
钢铁	4	20	6	7	25
公用事业	10	14	28	40	56
国防军工	16	1	25	31	40
环保	27	8	25	33	59
机械设备	101	14	110	129	200
基础化工	69	19	52	64	134
计算机	56	3	67	110	146
家用电器	21	1	16	18	32
建筑材料	11	11	11	20	35
建筑装饰	40	33	35	53	89
交通运输	13	27	20	28	62
煤炭	6	18	9	10	24
美容护理	6	1	5	6	11
农林牧渔	13	4	29	44	55
汽车	39	13	50	66	100
轻工制造	38	10	29	37	73
商贸零售	16	19	28	39	62
社会服务	12	5	30	41	46
石油石化	9	4	9	14	23
食品饮料	10	2	18	23	29
通信	13	0	42	50	54
医药生物	103	24	97	113	192
银行	12	41	1	1	41
有色金属	10	3	31	33	41
综合	0	5	9	11	13
总计	824	325	1066	1338	2192

资料来源：Wind，信达期货研究所

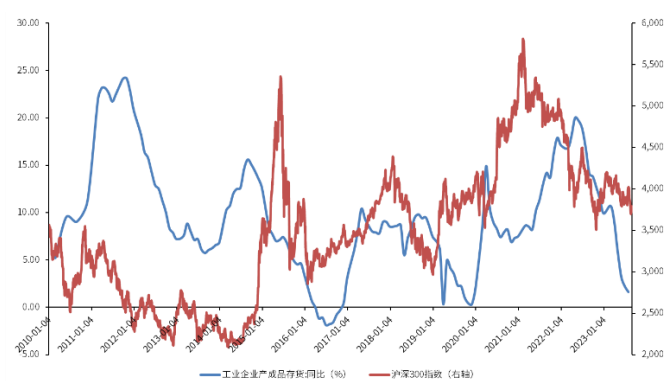
2、经济周期仍在探底，政策等待量变到质变

经济周期仍在探底，分子与分母两端受限。从总量视角来看，国内信用周期、盈利周期以及库存周期均延续探底态势，其中包括工业增加值、社零消费、房地产开发投资等在内的经济数据大幅弱于预期。一方面，作为A股的共振指标，企业净利润增速仍在下滑，对应着工业企业主动去库周期底部徘徊。另一方面，暑期出行带来的积极因素并未最终体现在消费总量上，叠加地产销售端降幅持续、房企信用风波等对“三驾马车”的压制正在进一步发酵，A股进入分子与分母两端受限的纠结磨底期。

8月产需边际回暖，价格改善是短期亮点。从结构视角来看，前期一系列利空因素正在出现边际改善。数据表现上，8月我国制造业PMI报49.7%，较前值回升0.4个百分点，整体仍位于50%的荣枯线以下运行。结构方面，除从业人员指数之外，其余各分项指标普遍回暖，其中出厂价格与原材料购进价格大幅上涨成最大亮点。另外，8月新订单指数跃升至50.2%，为近4个月来首次站上荣枯线，生产指数连续三个月上升，指向企业生产意愿有所加强，工业企业基本面开始出现积极的迹象。短期来看，8月供给端扰动催化大宗商品价格阶段性抬头，投资者或对于企业盈利的改善预期有所修复。中长期来看，分子端的症结在于需求，而外资流入受限、信用周期探底的背景下，A股由存量市场向增量市场转换路径较为淤堵，投资者等待政策利好由量变到质变过渡。

图 17：盈利周期仍在探底


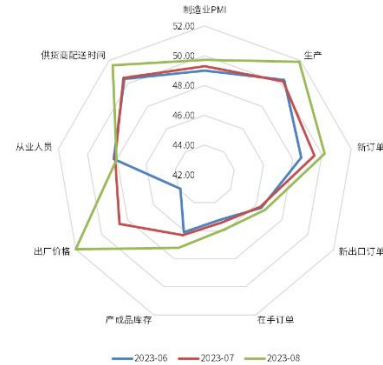
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 18：库存周期底部徘徊


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 19：信用周期仍在探底


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 20：8 月 PMI 边际回暖


资料来源：Wind，信达期货研究所

三、股指后市展望与策略建议：

1、“金九”预期偏强，股指机会大于风险

综合来看，伴随着认房不认贷、印花税调整以及 IPO 收紧等政策暖风释放，8 月 A 股市场剧烈波动，短期投资者筹码充分换手后，以股息债息比等指标为代表的股市性价比触及历史极值，汇率、北向资金净流出天数等指标技术见顶，下半年“兜底”逻辑下，A 股底部区间已经确认。

具体来看，股市正处于分子与分母两端受限的阵痛期。一方面，国内信用周期、盈利周期以及库存周期延续探底，尽管 8 月制造业 PMI 回升、大宗商品价格抬头等指向部分结构性问题正出现边际改善，但中长期来看，股市分子端的症结在于需求，投资者等待政策利好由量变到质变过渡。另一方面，人民币汇率是压制指数估值的关键变量。从历史的经验来看，无论是 14-15 年“杠杆+改革牛”或是 19 年的白马行情，分母端行情的启动均发生在全球流动性相对宽松的大背景之下，并配合有强烈的政策刺激以支持市场由存量向增量的状态切换。短期中美周期错位，增量资金入场仍受外资净流出以及投资者信心不足的制约，对应着新一轮行情拐点的出现还差火候。

往后看，供给端逻辑逐渐退出后，预计股指与商品走势趋于收敛。期货操作上，9 月股指上行机会大于下行风险，短期继续紧盯地产端需求的进一步松绑以及“金九银十”旺季的兑现情况，海外关注美联储货币政策节奏变化，等待中美政策周期共振带来的估值修复行情。在此之前，股指趋势性拐点仍在酝酿，IH、IF 等大盘类指数可轻仓试多，若遇上述积极因素释放可逐步加仓，前期正套可继续持有。

图 21：沪深 300 指数与南华商品指数

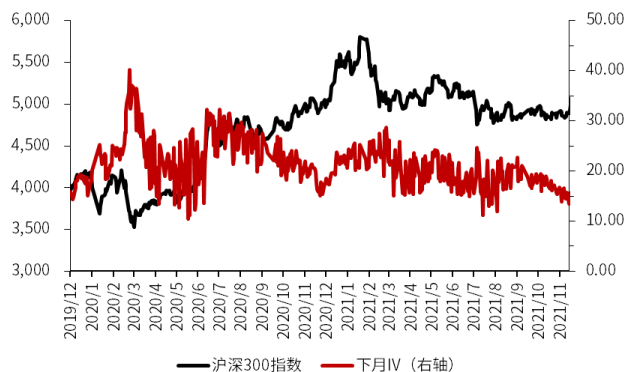


资料来源：Wind，信达期货研究所

2、 期权 IV 等待突破，短线回归后维持做多思路

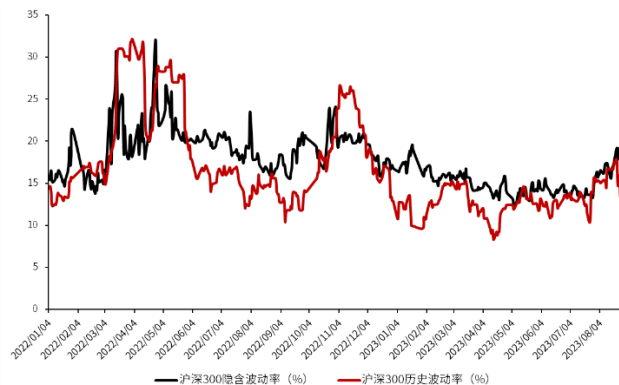
期权方面，8 月标的指数的下跌伴随着隐含波动率的小幅放大，其中沪深 300 股指期权 IV 月内突破未果，标的市场看多情绪尚未形成一致。短期，各期权隐历差背离后趋势收敛，政策集中释放阶段标的指数尝试上攻，可在差值企稳后继续布局认购期权隐含波动率多头。

图 22：股指期权 IV 冲高回落



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 23：隐历差趋势收敛



资料来源：Wind，信达期货研究所

3、 风险提示

- (1) 美联储加息路径再摇摆
- (2) 国内政策承接不及预期
- (3) 中美关系与大国博弈问题激烈化

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
大连营业部、石家庄营业部
乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App