

待外部风险事件落地，股指有望否极泰来

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 今年三季度以来，随着全球经济开始复苏，各国央行陆续停止大规模刺激，货币政策进入观察期，但会在相当长一段时间内保持宽松。美联储主席鲍威尔等多位官员认为，经济复苏的基础尚不稳固，需要更多财政政策的支持，这将比购债更有效，降低了市场对美联储进一步宽松的预期。美国2020年大选将于11月3日举行，两党仍未就新一轮财政刺激法案达成一致，外部不确定性因素增多。
- ◆ 截止三季度末，中国经济已实现正增长，固定资产投资累计同比转正，工业生产恢复至疫情前水平，消费增速稳步回升，出口超预期增长，四季度经济增速有望进一步提高。进入11月份，随着地方专项债、抗疫特别国债等财政政策的深入落实，下游需求将加快恢复，由被动去库存向主动补库存过渡，PPI大概率延续回升，企业盈利有望继续改善，股指由估值驱动转向盈利驱动。
- ◆ 货币政策保持灵活适度，在不搞大水漫灌的情况下，保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。
- ◆ 影响风险偏好的因素总体偏多，十九届五中全会公报发布，全会通过十四五规划和2035年远景目标的建议，改革预期有利于提升风险偏好。不利因素在于，欧洲疫情形势恶化，美国财政刺激法案尚未达成。
- ◆ 进入11月份，随着地方专项债、抗疫特别国债等财政政策的深入落实，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。此外，美国大选落地后，外部不确定性因素减少，风险偏好有望回升，股指震荡上行是大概率事件，维持逢低偏多思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

十九届五中全会即将召开，股指维持震荡偏多（周报）

政策面释放积极信号，维持震荡上行格局（周报）

节后风险偏好回升，股指重心有望上移（周报）

估值驱动转向盈利驱动，股指重心或将上移（季报）

8月经济继续改善，股指再次探底回升（周报）

调整接近尾声，逢低做多博取反弹（周报）

第一部分 基本面分析

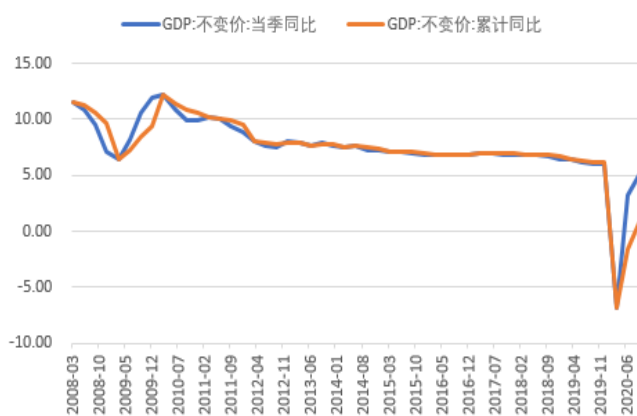
10月份以来，欧洲疫情形势恶化，波及范围进一步扩大，除法国、西班牙和英国以外，德国、意大利等前期控制较好的国家也被卷入第二波疫情。美国单日新增确诊病例依旧居高不下，新兴市场国家中，俄罗斯爆发第二波疫情，单日新增确诊病例再创新高，印度疫情依旧严峻，巴西、南非疫情逐步得到控制。截止10月26日，全球新冠肺炎累计确诊病例超过4300万例，其中美国累计确诊超过890万例，西班牙累计确诊超过115万例，法国累计确诊超过116万例，英国累计确诊超过89万例。新兴市场国家中，俄罗斯累计确诊超过154万例，巴西累计确诊超过541万例，印度累计确诊超过794万例，南非累计确诊超过71万例。从当前疫情形势来看，欧洲发生第二波疫情恶化，美国疫情尚未得到有效控制，在疫苗大规模上市之前，全球疫情拐点难言到来。目前全球已有10种疫苗进入三期临床试验，预计部分疫苗将在今年年底或明年年初大规模生产，疫苗研发进展超预期，有利于提振市场对全球经济复苏的信心。

国内方面，疫情防控取得决定性胜利，但外防输入压力依然较大，疫情反弹的风险始终存在。当前要做好外防输入、内防反弹，进一步推动经济恢复发展。为应对疫情冲击，帮助受疫情影响的企业渡过难关，今年上半年宏观政策不断加大逆周期调节力度，财政部、央行等多部委已出台多项措施，包括减税降费、阶段性减免社保缴费、定向降准、结构性降息等。今年下半年以来，随着经济复苏步入正轨，宏观政策随之相应调整，兼顾稳增长和防风险之间的平衡。

一、前三季度经济增速转正，企业盈利持续改善

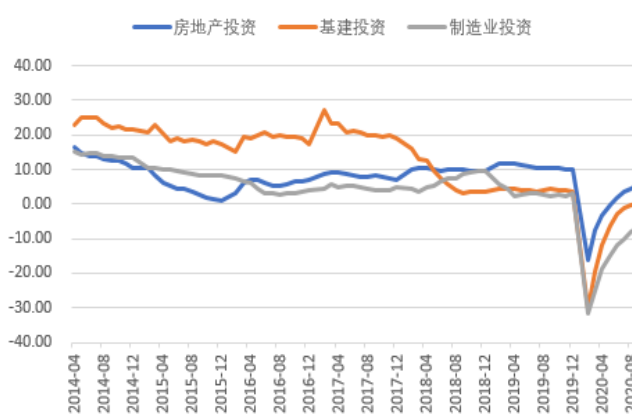
初步核算，我国第三季度GDP同比增长4.9%（前值3.2%），前三季度GDP同比增长0.7%，经济年内实现正增长。从拉动经济增长的三驾马车来看，固定资产投资率先转正，消费增速稳步回升，出口超预期增长，经济V型复苏的趋势得以延续。从先行指标来看，中国9月官方制造业PMI回升至51.5（前值51），创3月以来新高，连续7个月维持在扩张区间。9月财新制造业PMI录得53，较上月回落0.1个百分点。分项数据显示，大中型企业经济活动继续保持扩张，小型企业时隔3个月重返枯荣线上方。生产指数回升至54，高于上月0.5个百分点。新订单指数录得52.8，较上月加快0.8个百分点，新出口订单回升至50.8（前值49.1），年内首次回到扩张区间。

图1. 前三季度GDP累计同比转正



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 固定资产投资累计同比转正



资料来源：WIND 新纪元期货研究

数据表明，生产回归正常后维持高位，需求正在加快恢复，企业经营状况持续改善。进入四季度，随着地方专项债、抗疫特别国债等财政政策的进一步发力，下游需求将加快回升，由被动去库存向主动补库存过渡，企业盈利有望继续改善。

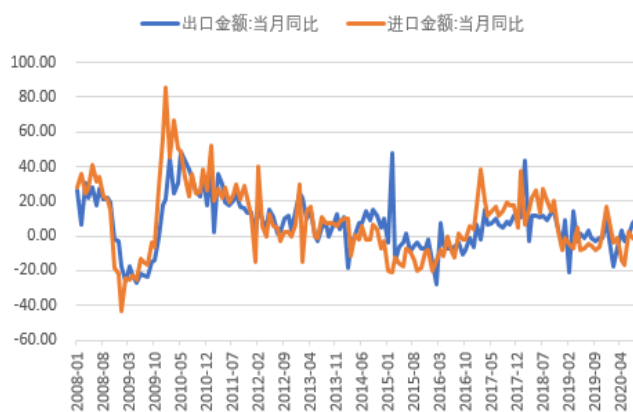
投资增速继续回升，工业生产恢复至疫情前水平。中国1-8月固定资产投资同比增长0.8%（前值-0.3%），为年内首次转正。其中，房地产投资同比增长5.6%，增速较1-8月扩大1个百分点，连续4个月正增长。土地购置面积同比下降2.9%（前值-2.4%），降幅连续3个月扩大，房屋新开工面积同比下降3.4%（前值-3.6%），降幅连续7个月收窄。房屋施工面积同比增长3.1%（前值3%），为5月以来首次下降，房屋竣工面积同比下降11.6%（前值-10.8%）。商品房销售面积同比下降1.8%（前值-3.3%），销售额同比增长3.7%（前值1.6%），连续两个月正增长。表明在房住不炒的政策指引下，房地产融资收紧，土地购置面积增速下降，但居民购房热情依然不减，房地产销售增速继续回升，对房地产投资形成支撑。基建投资同比增长0.2%（前值-0.3%），增速为年内首次转正，随着基础设施项目的加快落实，基建投资增速有望进一步回升。制造业投资同比下降6.5%（前值-8.1%），随着全球经济复苏，国内外需求将加快恢复，制造业投资有望继续回升。8月规模以上工业增加值同比增长6.9%（前值5.6%），增速与去年12月持平，表明工业生产已恢复到疫情前水平。进入四季度，随着基建和制造业投资加快恢复，固定资产投资有望继续回升。

图3. 消费增速稳步回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 出口超预期回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

消费增速稳步回升。中国1-9月社会消费品零售总额同比下降7.2%（前值-8.6%），降幅连续7个月收窄，其中9月份零售总额增长3.3%（前值0.5%），连续两个月正增长。9月限额以上汽车类商品零售额同比增长11.2%（前值11.8%），连续3个月保持两位数增长，限额以上家用电器和音像器材类零售额同比下降0.5%（前值4.3%）。中国汽车工业协会数据显示，9月份乘用车销售量同比增长8%（前值6%），连续5个月正增长，1-9月乘用车销量同比下降12.4%（前值-15.4%），降幅连续6个月收窄。进入四季度，随着汽车、家电下乡等刺激政策的加快落实，前期积压的消费需求将进一步释放，消费增速有望继续回升。

进口大幅回升，出口保持强劲。按美元计价，中国9月进口同比增长13.2%（前值-2.1%），主要受粮食、肉类、医药等消费品进口扩大的影响。出口同比增长9.9%（前值9.5%），增速连续4个月扩大，主要受防疫物资出口持续增长以及海外供给替代的提振。今年前三季度，出口同比下降0.8%（前值-2.3%），进口同比下降3.1%（前值-5.2%），分别低于去年同期0.8和1.6个百分点，实现贸易顺差3260.5亿美元，较上年同期增加317.1亿美

元。分国家和地区来看，我国与东盟、欧盟、美国、日本进出口分别增长7.7%、2.9%、2%、1.4%，东盟继续保持与我国第一大贸易伙伴的地位，中欧、中美、中日位居其后。进入四季度，随着全球经济复苏加快，以及稳外贸政策的深入落实，我国出口有望保持韧性，对经济增长形成正向拉动作用。

二、货币政策保持灵活适度，精准调控是主要方向

今年三季度以来，随着经济复苏步入正轨，央行货币政策也进行了相应调整，精准调控取代了全面宽松，工作重心由稳增长向调结构倾斜，注重稳增长、调结构和防风险之间的长期均衡。展望四季度，预计我国经济将保持恢复性增长，通胀压力整体可控，货币政策仍将保持稳定，边际宽松或者收紧的可能性微乎其微。

中国人民银行相关负责人在第三季度金融统计数据新闻发布会上介绍，下一阶段，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，继续释放贷款市场报价利率LPR改革潜力，抓紧推进两项直达实体经济的货币政策工具，督促金融机构为市场主体合理减负。同时，积极会同银保监会等相关部门鼓励金融机构增加小微企业金融服务，严格落实相关收费减免要求，进一步支持实体经济发展。将继续灵活运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具，满足经营机构合理的短期、中期、长期的流动性需求，既保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，也不搞大水漫灌，为做好“六稳”“六保”支持经济高质量发展提供适宜的流动性环境。

物价方面，中国9月CPI同比上涨1.7%（前值2.4%），涨幅连续两个月回落，主要受猪肉价格显著下降的影响。PPI同比下降2.1%（前值-2%），主要受石油天然气开采、煤炭加工等行业价格下降的拖累。中期来看，随着生猪生产的持续恢复，猪肉价格有望继续回落，通胀压力将进一步下降。随着全球经济加快复苏，国内外需求逐步好转，大宗商品价格将延续反弹，PPI年内有望转正。

图5. 消费者价格指数（CPI）重回1时代

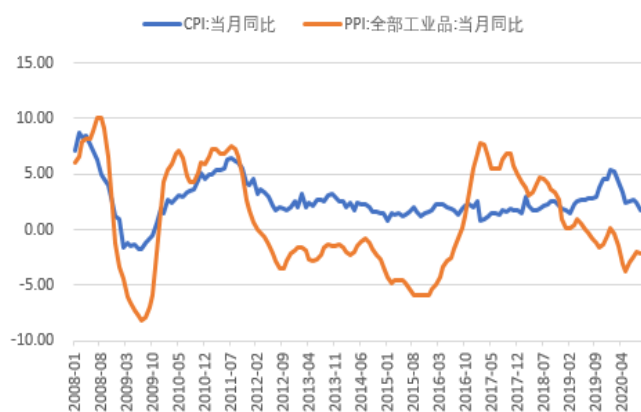
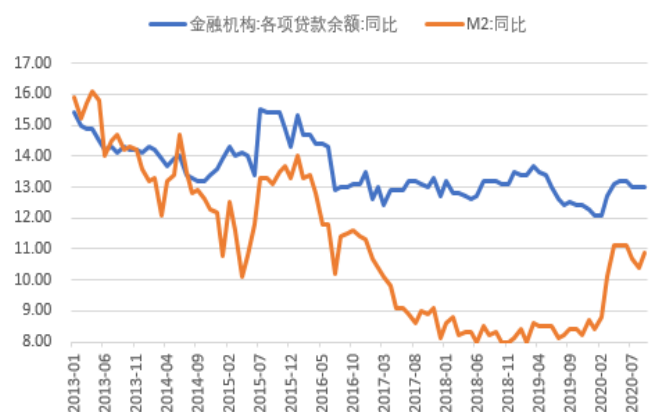


图6. 信贷和货币增速维持高位



信贷政策方面，今年三季度以来，随着经济形势持续好转，信贷和货币增速有所放缓。央行三季度金融统计报告显示，中国9月新增人民币贷款1.9万亿（前值1.28），同比多增2047亿元，社会融资规模增量为3.48万亿，比上年同期多9630亿元。广义货币供应量M2同比增长10.9%（前值10.4%），M1同比增长8.1%（前值8%），增速分别高于上年同期2.5和4.7个百分点。从总量和结构来看，今年前三季度社会融资规模增量累计为29.62万亿元，比上年同期多9.01万亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加16.69万亿元，同比多增2.79万亿元。今年前三季度企业债券净融资4.1万亿元，比上年同期多1.65万亿元，企业境内股票融资6099亿元，比

上年同期多 3756 亿元，政府债券净融资 6.73 万亿元，较去年同期多 2.74 万亿。表明企业从债券和股票市场获得的直接融资增加，金融体系配合财政发力，加大对实体经济的支持。今年 1-9 月份，我国累计新增人民币贷款 16.26 万亿，已完成全年目标的 80%，社融规模累计增量接近 30 万亿，意味着四季度信贷和社融增速或将进一步放缓。

综上所述，随着经济复苏步入正轨，货币政策由全面宽松转向精准调控，工作重心由稳增长向调结构倾斜，但短期内不会收紧，无风险利率维持低位，企业融资成本有望进一步下降。

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

新冠疫苗研发进展超预期，截止 10 月份，全球已有约 40 种新冠疫苗进入临床试验阶段，其中 10 款疫苗处于三期临床试验阶段，预计部分疫苗将于年底或明年年初进行大规模生产。美国总统特朗普批准一项 1.8 万亿美元的财政刺激方案，虽然规模低于民主党支持的 2.2 万亿美元，但差距进一步缩小。国内方面，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，对完善基本市场基础制度、促进资本市场长期健康发展具有重要的现实意义。综合而言，四季度影响风险偏好的因素总体偏多。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 国务院多措并举提高上市公司质量。10 月 9 日，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，从提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全退出机制、构建工作合力等六方面出台十七项重点举措。总体目标是使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。对比国务院 2004 年颁布的“国九条”和 2014 年颁布的“新国九条”，本次出台的重要举措可以说是前期政策的延续和深化，对于完善资本市场基础制度和促进资本市场长期健康发展具有重要的现实意义，有利于提升风险偏好。

2. 全市场推行注册制的条件初步具备。中国证监会主席易会满作关于股票发行注册制改革有关工作情况的报告时表示，证监会推动形成了从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革布局，探索形成符合我国国情的注册制框架。总的看，注册制改革已经取得突破性进展，主要制度安排经受了市场的初步检验，市场运行总体平稳，开局良好。试点注册制从增量市场向存量市场不断深入，各领域各环节改革有序展开，我国资本市场正在发生深刻的结构性变，全市场推行注册制的条件逐步具备。证监会将深入总结试点经验，及时研究新情况、解决新问题，选择适当时机全面推进注册制改革，着力提升资本市场功能。注册制改革稳步推进，有利于净化资本市场环境，形成优胜劣汰的市场机制。

影响风险偏好的不利因素包括：

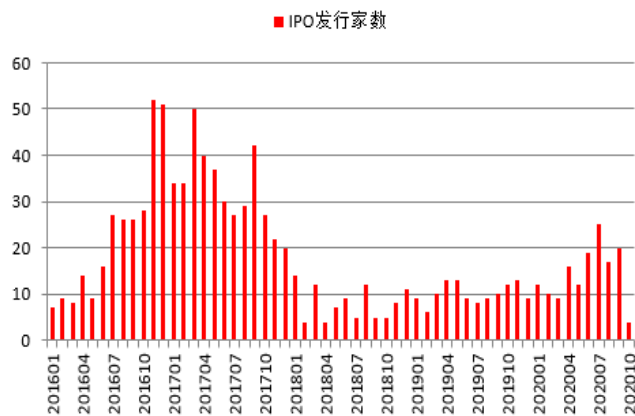
1. 欧洲第二波疫情扩散，美国大选前后不确定性因素增多。10 月份以来，欧洲疫情形势恶化，除了英国、

法国、西班牙以外，德国、意大利等之前控制较好的国家也发生了第二波疫情。为应对不断攀升的新增确诊人数，德国首都柏林从10月10日开始实施宵禁，所有餐馆和酒吧每天晚间11时至次日早间6时必须停止营业，其他欧洲国家也实施了不同程度的限制措施。美国2020年大选将于11月3日举行，最后一场总统选举辩论结束后的多项民调显示，民主党候选人拜登在全国范围内的支持率领先特朗普约8个百分点，但在关键摇摆州的领先优势并不明显，大选结果依然存在较大的不确定性。进入冬季，疫情二次爆发的风险加大，此外美国大选临近，外部不确定性因素增多，将对风险偏好形成抑制。

四、资金面分析

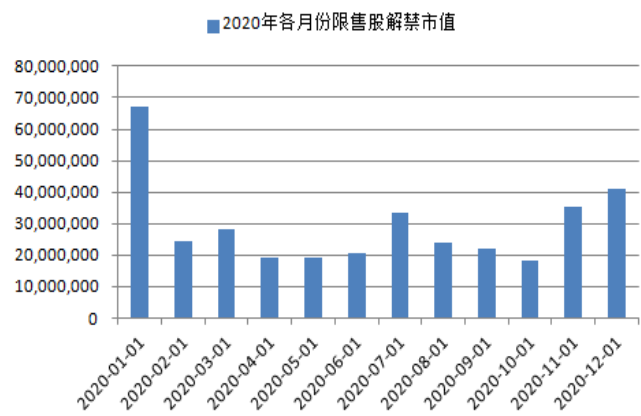
股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。从设立科创板并试点注册制，到创业板试点注册制，再到面向全市场推广注册制，我国资本市场基础制度改革正在稳步推进。证监会将按照发展股权融资、提高上市公司质量、服务实体经济的整体要求，在维护市场稳定运行基础上，科学合理保持新股常态化发行。今年6月份以来，新股发行较之前明显提速，截止2020年10月23日，证监会6月以来共核发85家IPO批文，筹资总额尚未披露。2020年11月份限售股解禁市值35438679.68万元，规模较10月大幅增加。综合来看，新股发行维持常态化，11月限售股解禁规模明显扩大，将在一定程度上增加资金面压力。

图 7. 新股发行家数（月）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 2020 年限售股解禁规模（月）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

增量资金入市方面，今年以来公募基金、保险资金、社保基金和养老金等机构投资者积极入场，持股比例不断提高。同花顺数据显示，公募基金前三季度新发基金成立规模已达2.22万亿元，而2019年全年新基金成立规模仅1.49万亿元。截至10月11日，权益类基金的新发规模已达到1.5万亿元，远超2019年同期的3310.4亿元，超过2017-2019年近三年的新发规模之和。银保监会数据显示，截至今年8月末，保险资金运用余额为20.52亿元，较年初增长10.76%。其中，权益投资(股票+证券投资基金)规模合计为2.76万亿元，较年初净增长3000亿元，占险资运用规模的13.5%。截至今年6月末，保险资金投资A股股票总体规模2.08万亿元，约占A股流通市值的4%，是股票市场最大的机构投资者之一。人社部数据显示，养老保险基金投资运营工作稳步推进，截至三季度末，已有24个省份启动基金委托投资，合同金额1.1万亿元，到账9757亿元，其中21个省份启动城乡居

民养老保险基金委托投资。除了国内机构投资者以外，海外资金借道沪深港通北向通道持续流入A股市场，截止2020年10月27日，今年以来沪股通资金累计净流入89.21亿元，深股通资金累计净流入885.44亿元。继A股纳入MSCI新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将A股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对A股的配置。

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从时间和空间的角度来看，2015年6月股指进入熊市周期，以上证指数为例，自5178点展开下跌，最低跌至2019年1月份的2440点，即2005年低点998与2013年低点1849连线形成的上升趋势线支撑。2020年7月之前，上证指数始终受到2018年高点3587与2019年高点3288连线的压制，整体运行在三角整理区间。2020年7月份，上证指数突破上述三角整理区间，形成新一轮上升趋势，技术上进入牛市波动。7月中旬以来，股指已经过3个多月的震荡调整，前期累积的获利压力得到充分释放。进入11月份，在基本面的驱动下，股指有望突破整理区间。

图 9. IF 加权月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 上证指数月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从月线来看，IF 加权连续 3 个月维持震荡调整，均线簇多头排列、向上发散，月线级别的上升趋势没有改变，充分震荡整理后有望向上突破。IH 加权连续 3 个月维持在 3100-3400 区间震荡，成交量逐渐萎缩，回到 5 月份水平，预计调整进入尾声的可能性较大。IC 加权回踩 5 月均线止跌反弹，整体运行在上升通道中，待压力充分消化后有望重拾升势。上证指数 7 月中旬以来进入调整阶段，在 3200-3500 区间来回折返，充分震荡调整后有望向上突破。

周线方面，IF 加权连续 16 周维持在 4400-4800 区间震荡，20 周线平稳向上运行，技术上呈现三角收敛的态势，预计充分调整后向上突破的可能性较大。7 月中旬以来，IH 加权整体呈现横盘震荡的走势，上有压力、下有支撑，成交量和持仓量逐渐下降，呈现多空均衡的状态。IC 加权跌破 20 周线，回补了 5962-6015 向上跳空缺口，预计再度下跌的空间有限。上证指数上方面临 3456 与 3442 高点连线压力，下方受到 3174 与 3202 低点连线支撑，整体运行在三角整理中，待压力充分消化后有望向上突破。

图 11. IF 加权周 K 线图

图 12. 上证指数周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自2019年1月低点2440展开反弹，到达阶段性高点3288后进入调整，最低跌至2646点，之后开启新一轮上涨，到达3458阶段性高点后再次进入回调。我们将2440至3288之间的上涨视为第一浪上升，3288至2646之间的下跌视为二浪回调，2646至3458之间的上涨视为三浪上涨，若3174点为四浪调整的低点，则五浪上升的目标在4000点左右。

第三部分 结论及建议

国外方面，今年三季度以来，随着全球经济开始复苏，各国央行陆续停止大规模刺激，货币政策进入观察期，但会在相当长一段时间内保持宽松。美联储主席鲍威尔等多位官员认为，经济复苏的基础尚不稳固，需要更多财政政策支持，这将比购债更有效，降低了市场对美联储进一步宽松的预期。美国2020年大选将于11月3日举行，两党仍未就新一轮财政刺激法案达成一致，外部不确定性因素增多。

国内方面，截止三季度末，经济已实现正增长，固定资产投资累计同比转正，工业生产恢复至疫情前水平，消费增速稳步回升，出口超预期增长，四季度经济增速有望进一步提高。7月中旬以来，股指进入震荡调整阶段，回调压力得到充分释放。进入11月份，随着地方专项债、抗疫特别国债等财政政策的深入落实，下游需求将加快恢复，由被动去库存向主动补库存过渡，PPI大概率延续回升，企业盈利有望继续改善，股指由估值驱动转向盈利驱动。货币政策保持灵活适度，在不搞大水漫灌的情况下，保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。影响风险偏好的因素总体偏多，影响风险偏好的因素总体偏多，十九届五中全会公报发布，全会通过十四五规划和2035年远景目标的建议，改革预期有利于提升风险偏好。不利因素在于，欧洲疫情形势恶化，美国财政刺激法案尚未达成。

进入11月份，随着地方专项债、抗疫特别国债等财政政策的深入落实，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。此外，美国大选落地后，外部不确定性因素减少，风险偏好有望回升，股指震荡上行是大概率事件，维持逢低偏多思路。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#