

兴证期货·研发中心

2018年11月5日 星期一

金融研究团队

刘文波

从业资格编号: F0286569

投资咨询编号: Z0010856

高歆月

从业资格编号: F3023194

投资咨询编号: Z0013780

尚芳

从业资格编号: F3013528

投资咨询编号: Z0013058

联系人

高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月共18个交易日,市场先抑后扬,十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温,沪指继续向下破位,一度触及2449点,随后国内出台多项维稳政策,股市探底回升。整体来看,行业集体收跌,食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌。最终,10月上证综指下跌7.75%,创业板指下跌9.62%。

三大期指集体收跌,IC跌幅较大,IH跌幅较小。量能方面,三大品种成交量及持仓量继续增加,持仓均创年内新高。基差方面,期现价差冲高回落,IF合约维持在平水状态震荡,远-近月价差窄幅震荡,IH各合约升水有所收窄,远-近价差呈现冲高回落,IC合约月下旬贴水小幅走扩,远-近月价差震荡走弱。跨品种套利方面,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

● 后市展望及策略建议

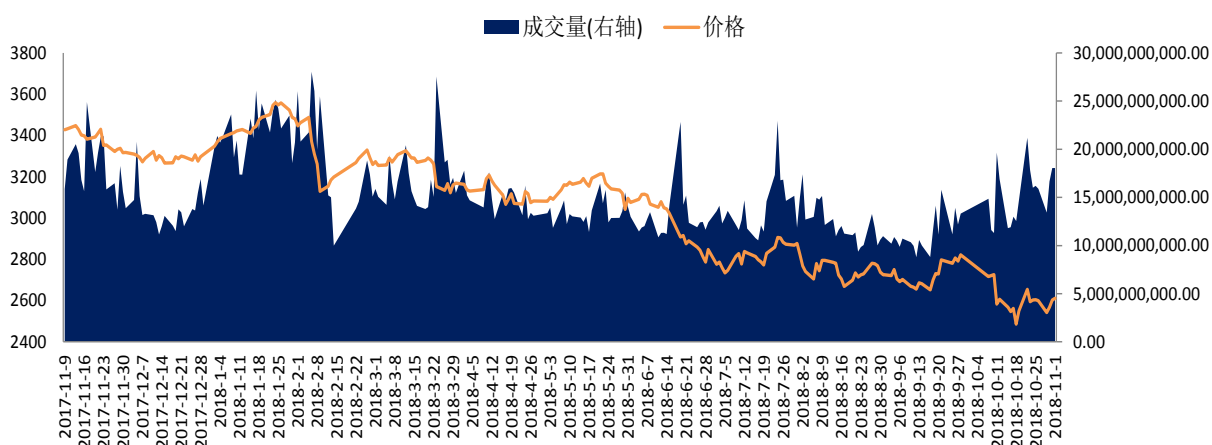
综合来看,中国经济增长的短期压力进一步显现,企业盈利增速下滑,政策面则继续加强对冲,多股力量集体“排雷”民企风险,公司法完善上市公司回购制度,并购重组市场松绑等利好释放,政策底部已成为市场共识。从估值水平来看,指数估值继续下降,提供长线安全边际,我们认为中长期来看未来上行空间大于下行风险。目前政策底已现,政策对冲预期较强,前期悲观情绪将继续修正,风险偏好有所回升。我们认为此次反弹仍有上行空间,但宏观经济下行及企业盈利增速下滑,叠加外部贸易摩擦风险,中长期来看系统性风险尚存,反弹至反转还需更多积极因素积累,预计十一月走势或冲高回落,随着股指期货期现价差走强至平水位置,继续看好阿尔法策略,偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

1. 股票现货市场回顾

1.1 股票指数先抑后扬

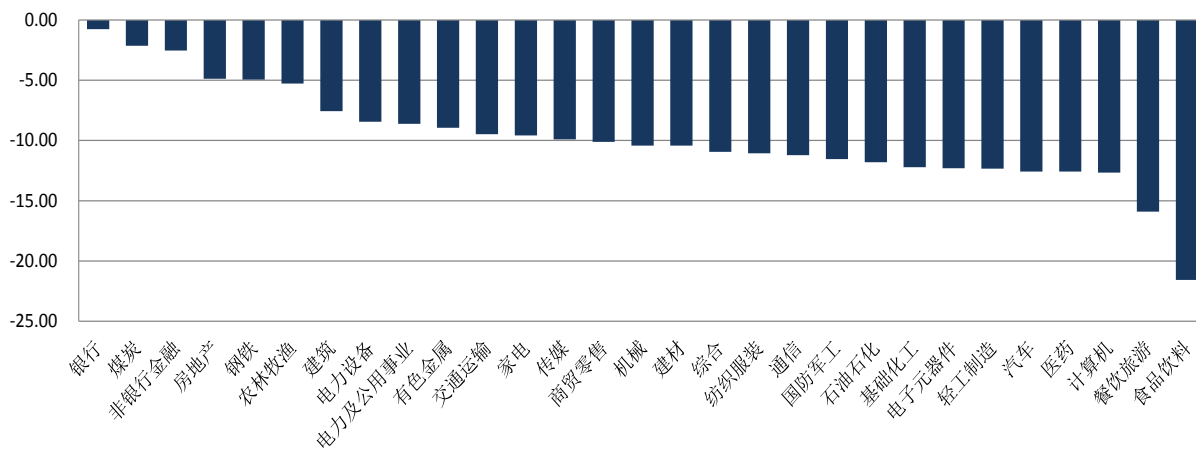
10月共18个交易日，纵观十月行情，市场先抑后扬，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指继续向下破位，一度触及2449点，随后国内出台多项维稳政策，股市探底回升。国内宏观经济延续下滑趋势，但政策暖风频吹，提振市场信心，预期有所好转。整体来看，行业集体收跌，食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌，银行、煤炭、非银金融及房地产跌幅较小。最终，10月上证综指下跌7.75%至2602.78点，创业板指下跌9.62%至1275.57点，三大指数中沪深300指数下跌8.29%至3153.82点，上证50指数下跌5.97%至2451.12点，中证500指数大跌11.00%至4272.55点。

图1：上证综指价格及成交量



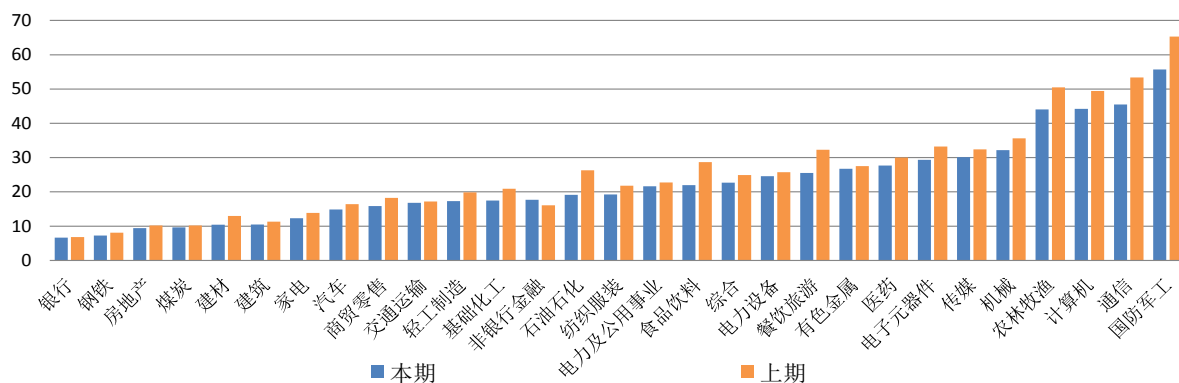
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：行业动态市盈率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：我国及全球市场近期表现

	指数水平	价格收益率		%高于或低于日均线	
		最近一周	年至今	30日	60日
我国主要指数					
沪深300指数	3183.435	-0.3403976	-21.02333	1.42%	2.99%
上证综指	2610.881	0.2719656	-21.05397	1.72%	3.27%
深证综指	1315.69	1.770447	-30.72924	2.45%	7.15%
上证50	2462.518	-0.9086413	-13.9111	0.19%	-0.07%
中证500	4315.532	1.915518	-30.96054	3.37%	8.39%
上海B股	273.7272	1.479672	-19.91895	0.99%	2.81%
深圳B股	881.2738	-0.1188579	-24.25262	4.21%	9.06%
恒生指数	25421.35	1.707935	-15.03318	3.26%	5.99%
国企指数	10275.56	0.9728281	-12.24446	1.75%	3.09%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	149.489	1.77965	-13.99346	4.91%	6.94%
亚洲市场除日本	583.9876	0.7262062	-18.1456	5.22%	8.52%
美国市场	2579.96	2.149937	1.390402	3.89%	5.05%
欧洲市场	122.2606	2.380124	-6.96291	2.02%	3.51%
日本市场	984.04	2.952438	-8.453735	4.81%	4.20%
沪深300分类指数					
能源	1725.885	-0.7318708	-11.04314	3.73%	1.38%
材料	1866.75	1.939049	-28.8623	3.96%	8.41%
工业	1924.68	2.139951	-26.50456	1.16%	3.67%
可选	4271.356	-1.823755	-28.27995	4.89%	8.06%
消费	11068.37	-6.991708	-26.21451	13.43%	15.14%
医药	8966.093	2.678911	-10.99875	3.97%	9.65%
金融	5633.835	-0.8224238	-12.8711	-2.85%	-3.94%
信息	1495.947	0.7026443	-35.39212	5.05%	13.04%
电信	2102.893	-2.689158	-39.89249	6.12%	10.36%
公用	1724.975	0.8234707	-11.01822	1.98%	3.42%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2. 股指期货市场回顾

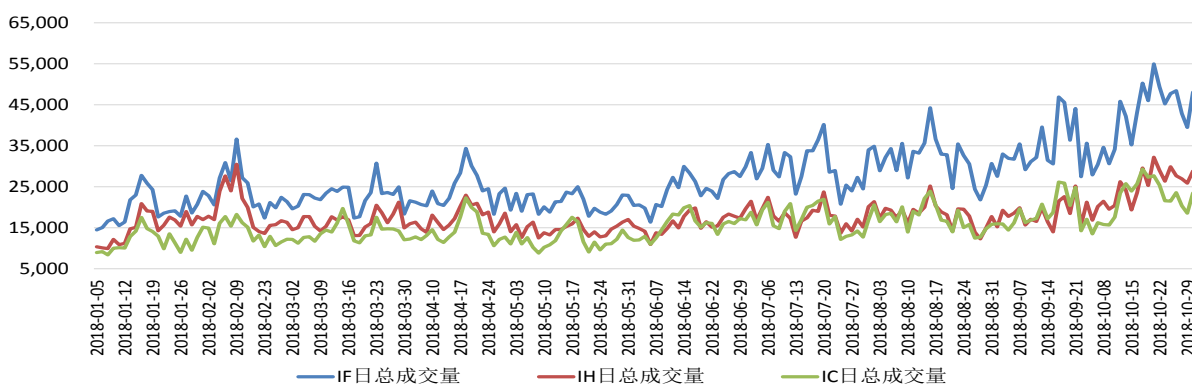
2.1 三大期指集体收跌，IC 跌幅较大

截止到10月31日，以收盘价计算，各期货合约集体走弱，其中IH跌幅较小，IC跌幅较大。IF1811月跌8.27%至3151.0点；IF1812合约月跌8.39%至3150.0点；IF1903收跌8.24%至3152.4点；合约IF1906收盘至3152.8点。IH1811合约下跌6.17%至2450.4点；IH1812下跌6.11%至2453.4点；IH1903下跌5.94%收盘至2466.4点；合约IH1906收盘至2470.0点。IC1811合约下跌10.96%至4252.0点；IC1812下跌10.85%至4233.0点；IC1903下跌11.00%收盘至4175.0点；合约IC1906收盘至4123.0点。

2.2 期指成交量继续走高，IH 增幅较大

整体来看，10月期指成交量均有增加，其中IH合约增幅较大，IF、IH、IC10月日均成交量较9月均值分别增长了27.12%、38.60%、24.26%。截止到10月31日，IF1811合约成交了36.70万手；IF1812合约成交了12.78万手；IF1903合约成交了1.73万手；IF1906合约成交937手。IH1811合约成交了22.36万手；IH1812合约成交了6.64万手；IH1903合约成交了5292手；IH1906合约成交519手。IC1811合约成交了18.56万手；IC1812合约成交了6.86万手；IC1903合约成交1.12万手；IC1906合约成交1176手。

图4：股指期货成交量

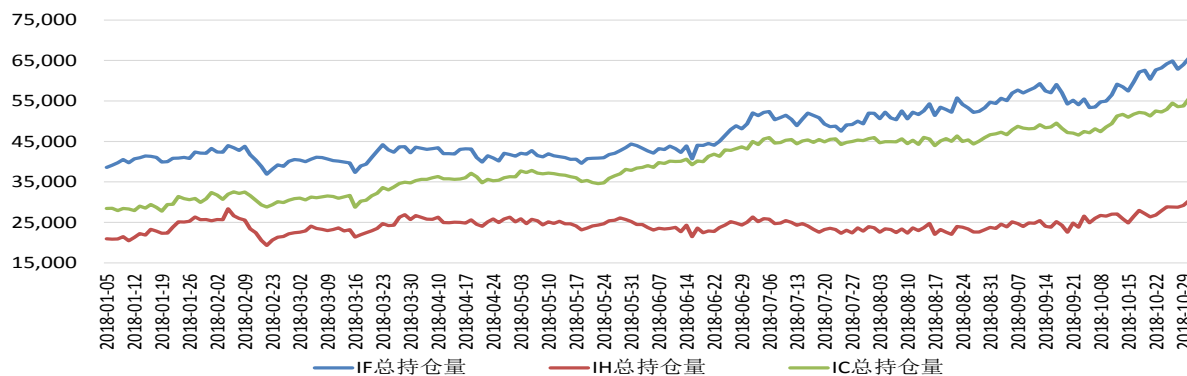


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 三大期指持仓均有增加，创年内新高

整体来看，10月三大期指持仓量均有所增加，IF、IH、IC10月日均持仓量较9月均值分别增加8.46%、12.07%、8.79%，同时IF、IH、IC10月末整体持仓较9月末分别增加20.46%、11.38%、15.19%。截至10月31日，合约IF1811持仓3.18万手；IF1812持仓2.54万手；IF1903持仓6715手；IF1906持仓458手。合约IH1811持仓1.84万手；IH1812持仓8668手；IH1903持仓1641手；IH1906持仓301手。合约IC1811持仓2.23万手；IC1812持仓2.49万手；IC1903持仓7598手；IC1906持仓621手。

图 5：股指期货持仓量

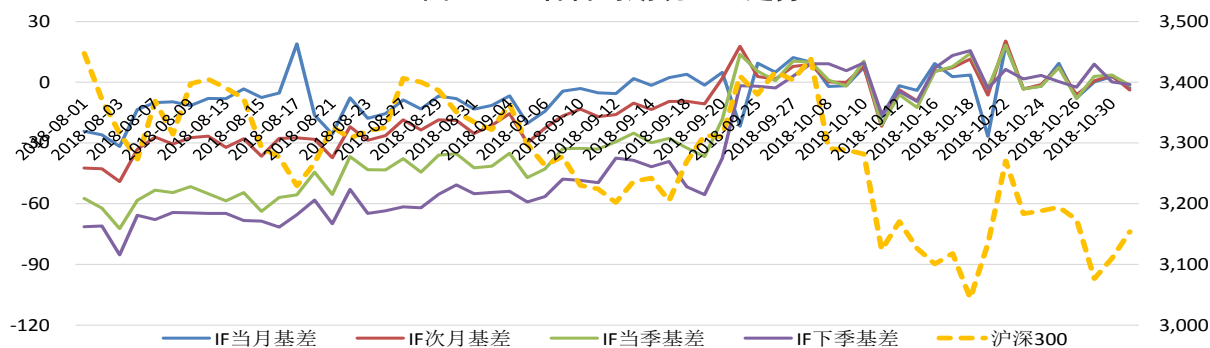


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 期现价差冲高回落，IF 延续平水状态震荡

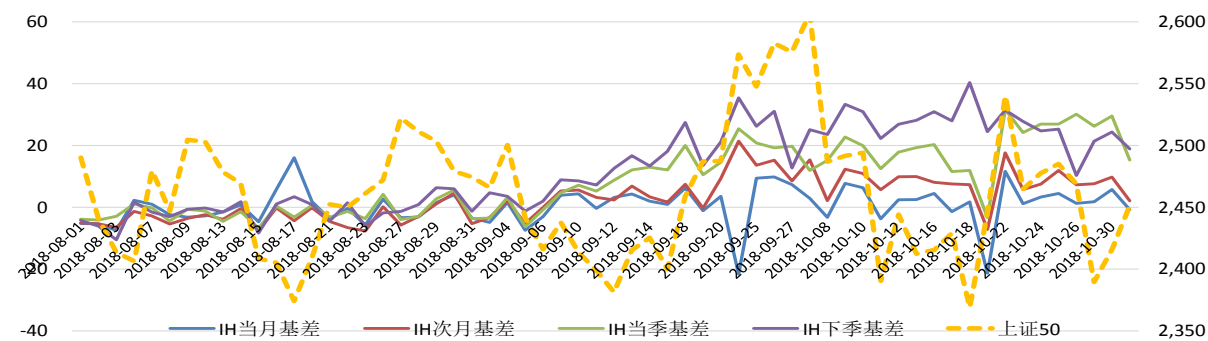
整体来看，期现价差冲高回落，IF 合约维持在平水状态震荡，IH 各合约升水有所收窄，IC 合约月下旬贴水小幅走扩，截止 10 月 31 日，IF 主力、IH 主力、IC 主力分别贴水 0.09%、0.03%、0.48%。

图 6：IF 各合约期现基差走势



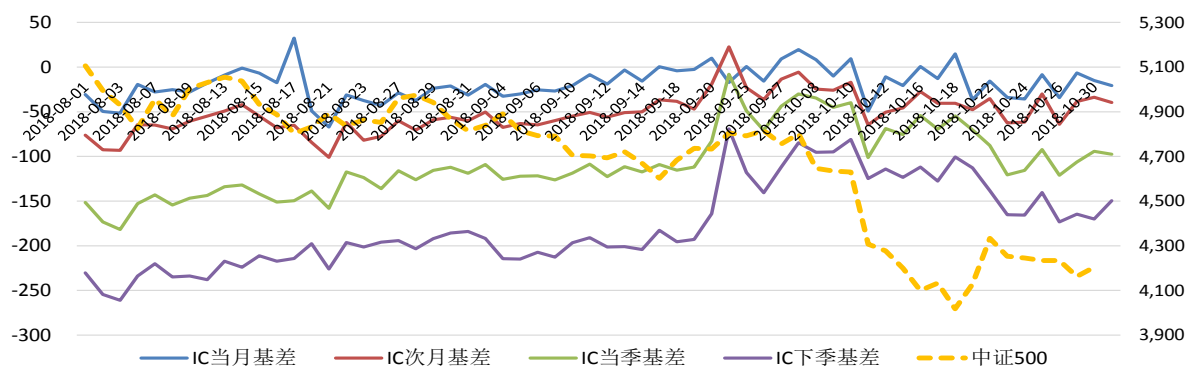
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：IH 各合约期现基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：IC 各合约期现基差走势

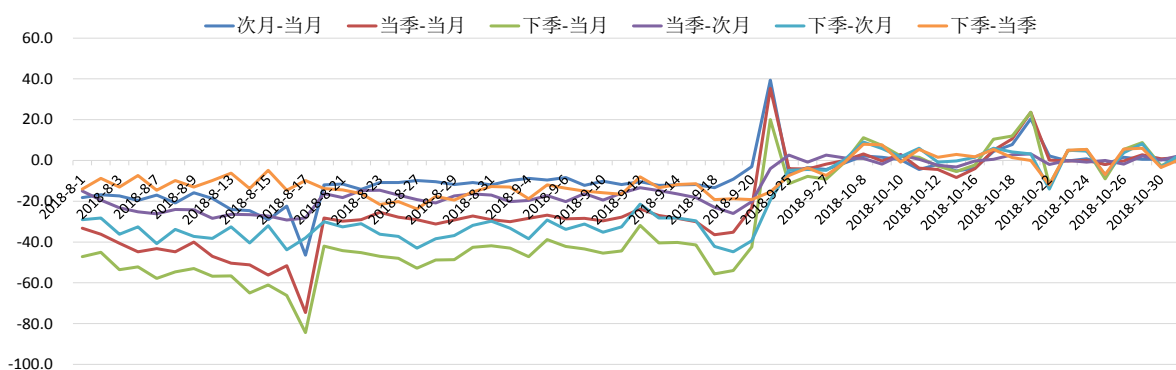


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 IC 远-近价差再度走弱

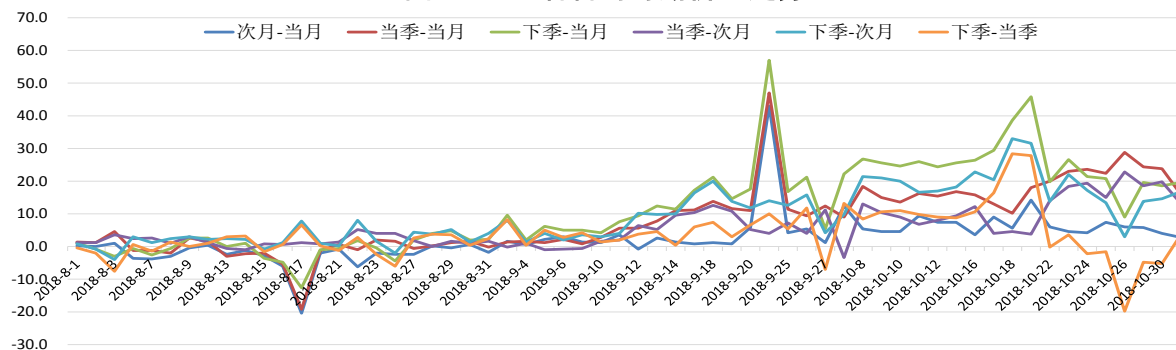
整体来看，三大期指远-近价差走势不一，其中 IF 远-近月价差窄幅震荡，IH 远-近价差呈现冲高回落，IC 远-近月价差则震荡走弱。

图 9：IF 各合约跨期价差走势



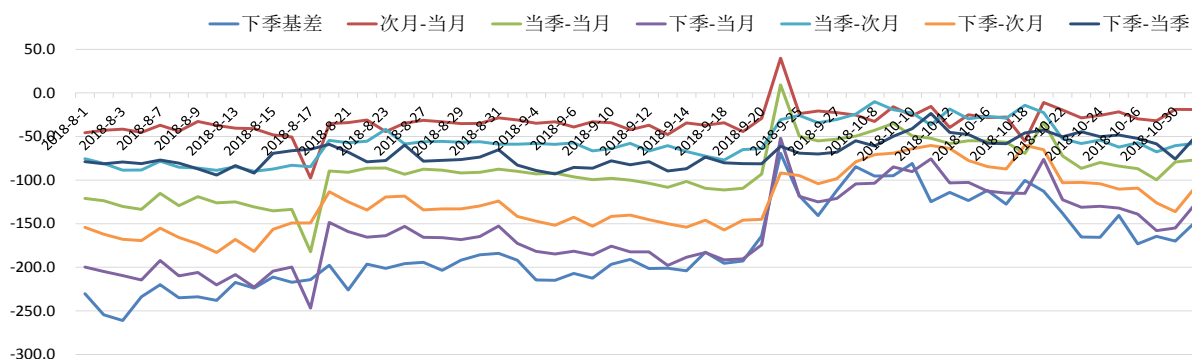
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：IH 各合约跨期价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: IC 各合约跨期价差走势

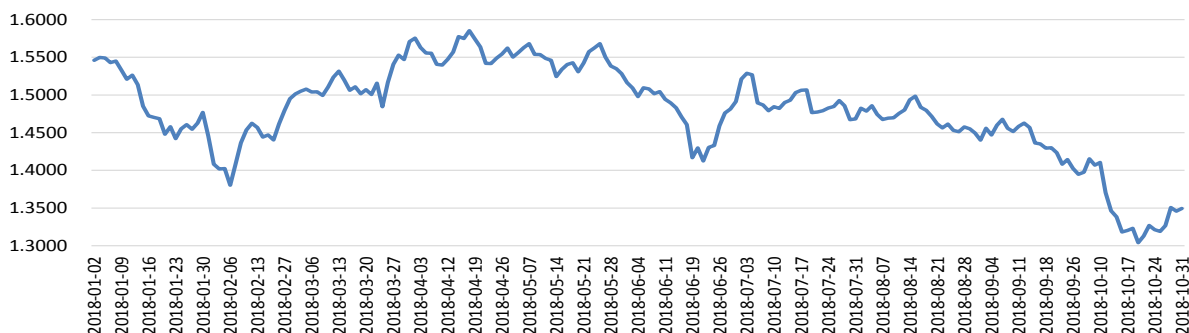


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 跨品种比值超跌反弹

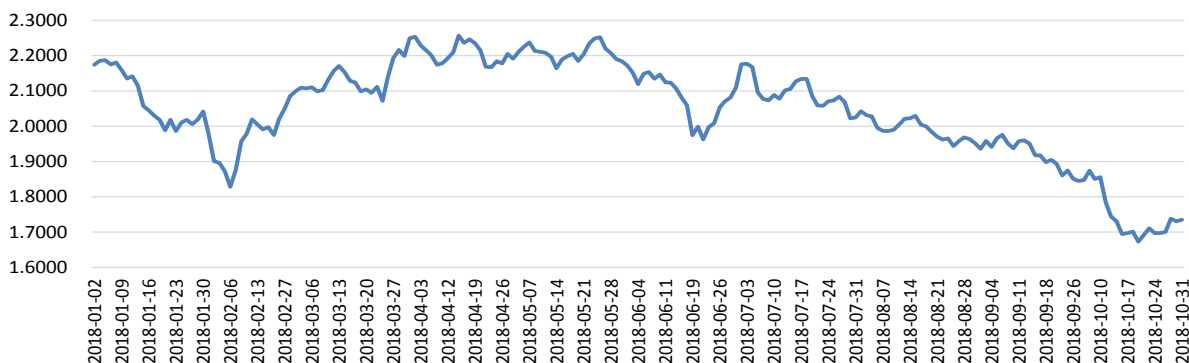
十月 IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值超跌反弹, 但整体延续弱势。截至 10 月 31 日, IF/IH 主力合约点数比值下跌 2.70% 回落至 1.2859, IC/IF 主力合约点数比值下跌 3.46% 降至 1.3494, IC/IH 主力合约比值下跌 6.06% 降至 1.7352。

图 12: IC/IF 主力合约比值走势



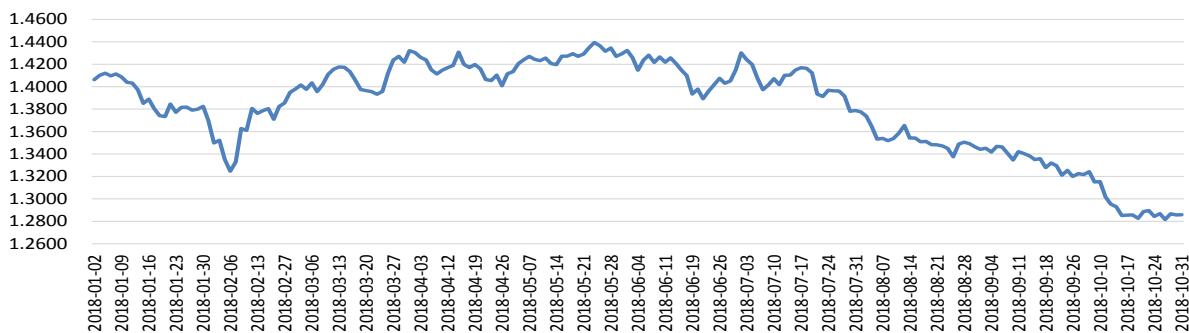
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IF/IH 主力合约比值走势

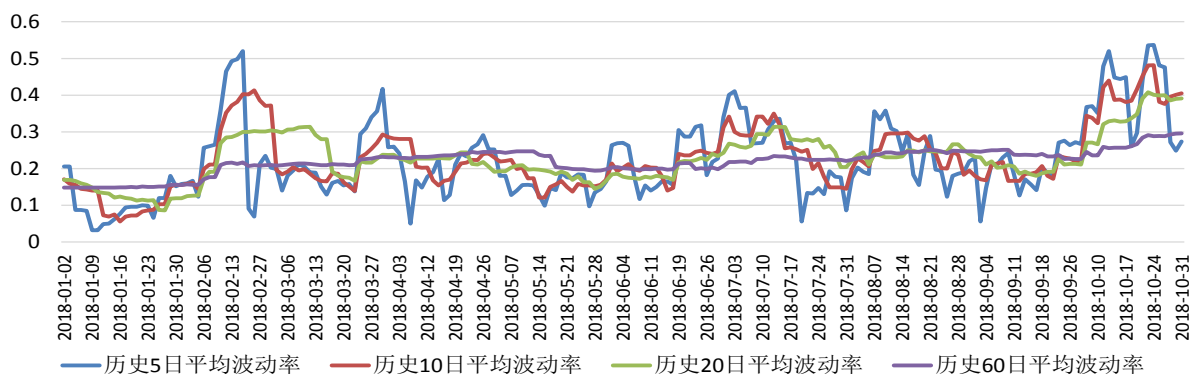


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.7 期指短期波动率冲高回落

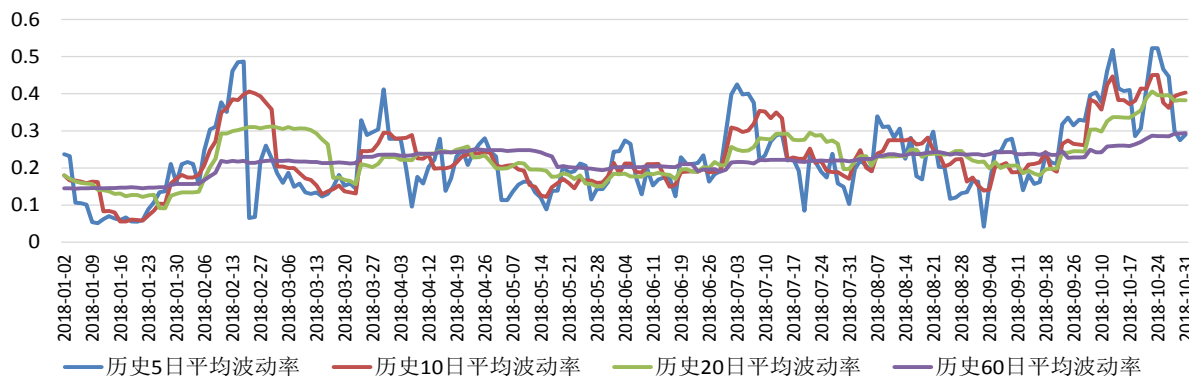
综合来看, 股指期货市场短期波动率冲高回落, 长期波动率小幅抬升。

图 15: IF 主力波动率走势



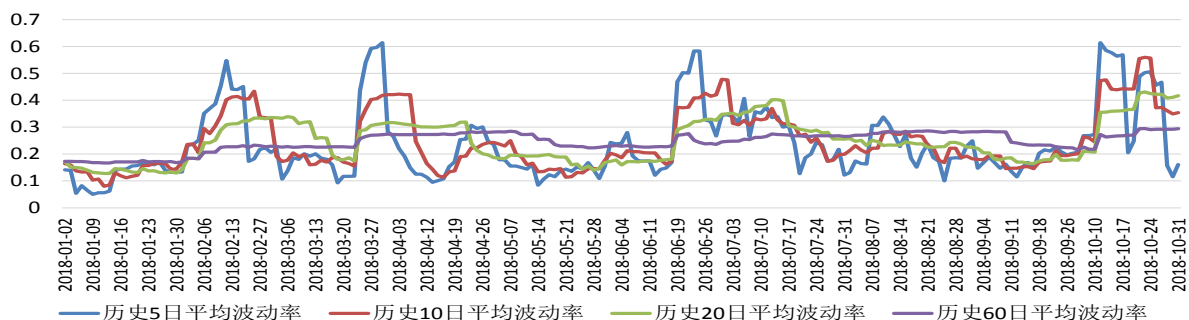
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IH 主力波动率走势



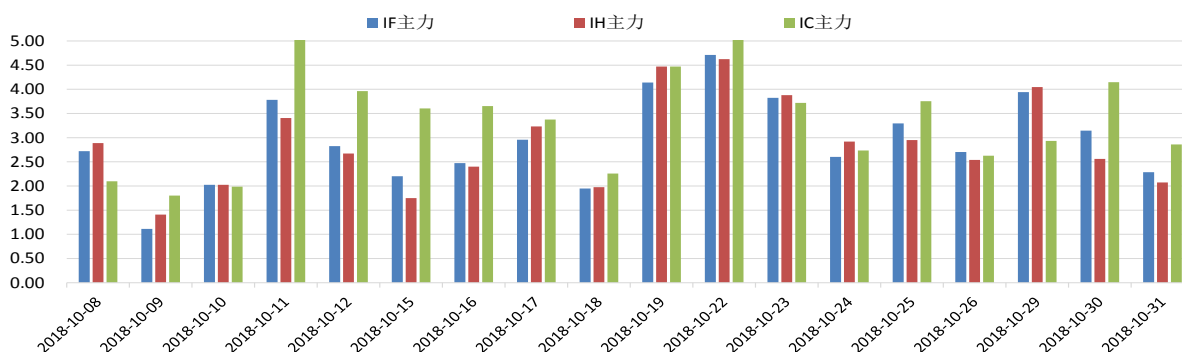
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: IC 主力波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 三大期指主力日内振幅%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 市场基本面分析

3.1 宏观数据延续下滑，静候政策效果显现

从国内经济的宏观层面来看，十月发布的经济数据整体延续下滑趋势，未来经济依然承压。首先，中国国家统计局公布的数据显示中国三季度 GDP 增速为 6.5%，低于预期的 6.6%，且不及前值的 6.7%，三季度经济超预期下行，创 2009 年一季度以来的低点。

但消费、投资及出口数据均有小幅回升。消费方面，9 月数据有所回升，但三季度整体表现低迷。中国 9 月社会消费品零售总额增速达到 9.2%，略高于前值和预期的 9%；1-9 月份，社会消费品零售总额同比增长 9.3%，增速比上半年回落 0.1 个百分点。投资方面，1-9 月城镇固定资产投资增速为 5.4%，增速比 1-8 月份小幅回升 0.1 个百分点，结束了自今年初以来逐月回落的态势。制造业成为拉动投资增长的重要动力，1-9 月制造业投资同比增长 8.7%，增速比 1-8 月份提高 1.2 个百分点。同时民间投资继续保持较快增长，1-9 月民间投资同比增长 8.7%，增速持平 1-8 月，比去年同期高 2.7 个百分点。出口方面增速上升，抢出口效应明显。按美元计，中国 9 月出口同比增长 14.5%，预期增长 8.2%，前值 9.8%，虽然全球经济边际放缓，但中国出口逆势上升，且对美出口增速连续 5 个月保持在 11% 以上。但由于内需疲软和人民币贬

值，进口增速回落，9月进口同比增长14.3%，预期增长15.3%，前值20%。

但工业生产数据整体维持下滑态势。9月规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，比8月份回落0.3个百分点；9月工业企业利润同比增长4.1%，增速比8月份放缓5.1个百分点，刷新2018年3月以来新低。PPI及制造业PMI数据亦有不同程度下滑，9月PPI同比上涨3.6%，创5个月新低，前值4.1%，10月官方制造业PMI为50.2%，较9月环比回落0.6%，主要分项中，新订单、生产、原材料库存分项指数分别较上期减少1.2、1.0、和0.6个百分点，出口订单指数10月下滑至46.9%，已经连续5个月低于枯荣线，处于2015年12月以来最低值，出口压力或在明年显现。

另外，10月31日，A股市场上市公司三季报披露收官，整体盈利增速下滑。净利润方面，上证A股和深证主板仍旧实现两位数以上的同比增幅，但中小企业板和创业板的同比增幅均为个位数，中小板业绩连续四个季度下滑，创业板的同比增幅仅在2%左右。

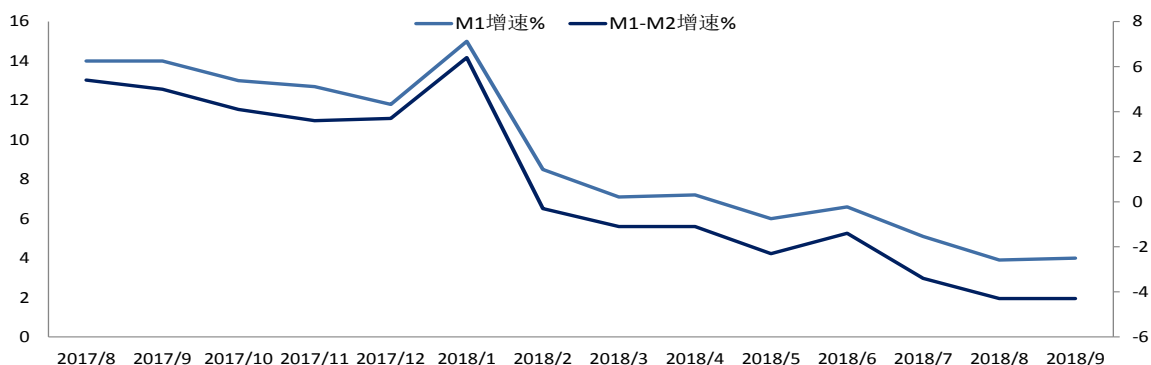
宏观基本面走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
10/07/2018 12:12	Reserve Requirement (Major Ban)	7-Oct	--		14.50%	15.50% --
10/07/2018 16:02	外汇储备	Sep	\$3105.00b	\$3087.03b	\$3109.72b	--
10/08/2018 09:45	财新中国PMI综合	Sep	--		52.1	52 --
10/08/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Sep	51.4		53.1	51.5 --
10/12/2018 10:53	贸易余额	Sep	\$19.20b	\$31.69b	\$27.89b	\$26.65b
10/12/2018 10:53	贸易余额人民币	Sep	136.20b	213.23b	179.75b	171.41b
10/12/2018 10:53	出口同比人民币	Sep	9.20%		17.00%	7.90% 7.30%
10/12/2018 10:53	进口同比人民币	Sep	15.20%		17.40%	18.80% 18.70%
10/12/2018 10:53	出口同比	Sep	8.20%		14.50%	9.80% 9.10%
10/12/2018 10:53	进口同比	Sep	15.30%		14.30%	20.00% 19.90%
10/16/2018 09:30	PPI同比	Sep	3.50%		3.60%	4.10% --
10/16/2018 09:30	CPI 同比	Sep	2.50%		2.50%	2.30% --
10/17/2018 16:01	货币供应M1年同比	Sep	3.90%		4.00%	3.90% --
10/17/2018 16:01	货币供应M0年同比	Sep	3.50%		2.20%	3.30% --
10/17/2018 16:02	New Yuan Loans CNY	Sep	1358.7b	1380.0b		1280.0b --
10/17/2018 16:02	货币供应M2同比	Sep	8.30%		8.30%	8.20% --
10/17/2018 16:03	Aggregate Financing CNY (Old)	Sep	1553.5b	2210.0b		1520.0b --
10/17/2018 16:03	总融资人民币	Sep	--	2205.4b		1928.6b --
10/18/2018 15:00	外国直接投资同比人民币	Sep	--		8.00%	1.90% --
10/19/2018 10:00	GDP 同比	3Q	6.60%		6.50%	6.70% --
10/19/2018 10:00	GDP经季调季环比	3Q	1.60%		1.60%	1.80% 1.70%
10/19/2018 10:00	GDP年迄今同比	3Q	6.70%		6.70%	6.80% --
10/19/2018 10:00	零售销售额同比	Sep	9.00%		9.20%	9.00% --
10/19/2018 10:00	社会消费品零售	Sep	9.30%		9.30%	9.30% --
10/19/2018 10:00	工业产值 同比	Sep	6.00%		5.80%	6.10% --
10/19/2018 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Sep	6.40%		6.40%	6.50% --
10/19/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Sep	5.30%		5.40%	5.30% --
10/19/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Sep	--		4.90%	5.00% --
10/20/2018 09:30	New Home Prices MoM	Sep	--		1.00%	1.49% --
10/23/2018 14:00	Swift全球支付人民币	Sep	--		1.89%	2.12% --
10/25/2018 16:08	中国银行结售汇 - 银行代客	Sep	--	-110.3b		-63.3b --
10/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Sep	--		4.10%	9.20% --
10/30/2018 10:00	彭博10月中国调查 (表格)					
10/31/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Oct	54.6		53.9	54.9 --
10/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Oct	50.6		50.2	50.8 --
10/31/2018 09:00	综合PMI	Oct	--		53.1	54.1 --
11/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Oct	50		50.1	50 --
11/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Oct	--	--		52.1 --
11/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Oct	52.8	--		53.1 --
11/05/2018	经常账户余额	3Q P	--	--		\$5.3b --
11/07/2018	外汇储备	Oct	--	--		\$3087.03b --
11/08/2018	出口同比人民币	Oct	--	--		17.00% --
11/08/2018	进口同比人民币	Oct	--	--		17.40% --
11/08/2018	贸易余额	Oct	--	--		\$31.69b \$31.70b
11/08/2018	进口同比	Oct	--	--		14.30% --
11/08/2018	出口同比	Oct	--	--		14.50% --
11/08/2018	贸易余额人民币	Oct	--	--		213.23b --
11/08/2018 11/18	外国直接投资同比人民币	Oct	--	--		8.00% --

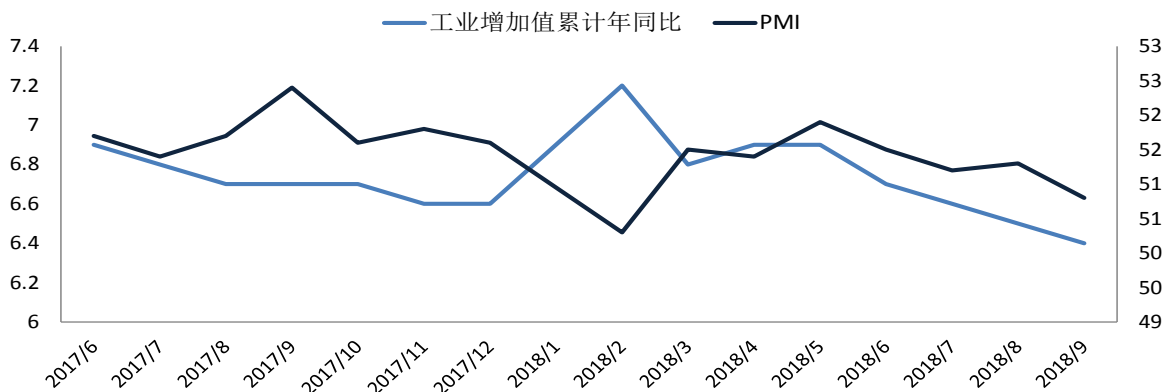
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 19: M1、M2 增速



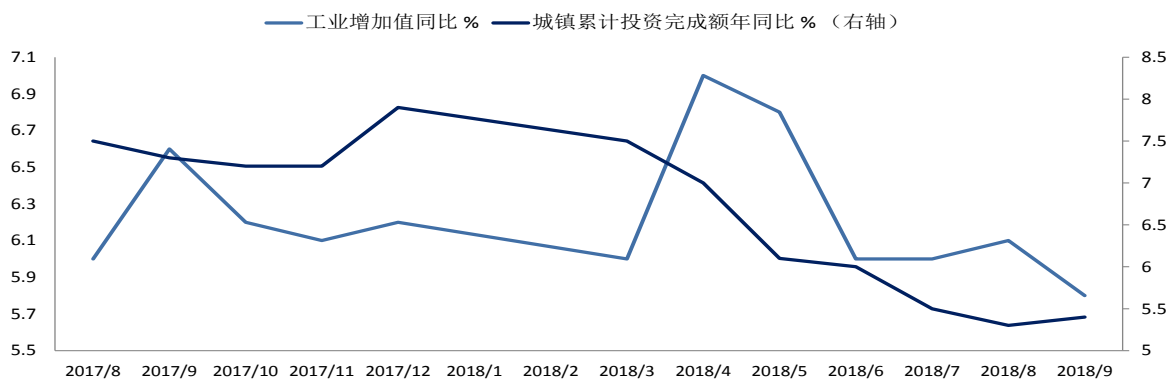
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: PMI 以及工业增加值 走势图



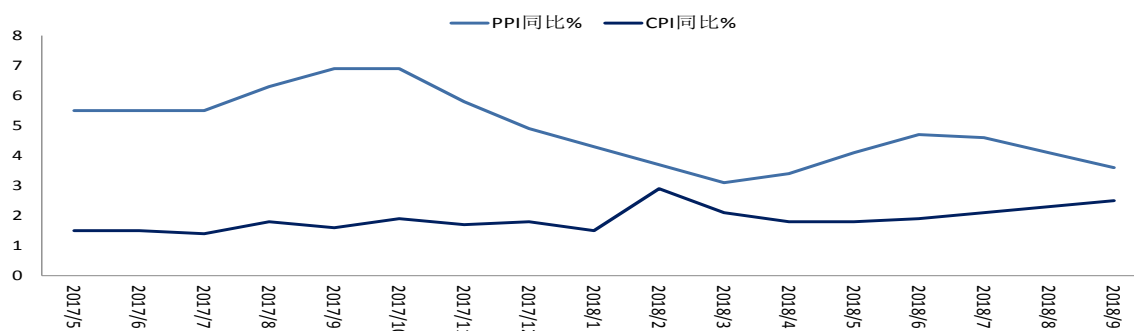
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 21: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 22: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 呵护政策密集出台，市场风险偏好修复

10 月宏观基本面继续承压，且海外股市大幅震荡干扰下，市场避险情绪及对质押风险的担忧再度升温，但监管层密集释放积极信号，政策暖风频吹，政策底部已成为市场共识，市场风险偏好逐步修复。

首先，市场担忧的质押风险得到上层高度重视，监管层、国资机构、地方政府集体“排雷”，支撑民企融资的利好密集释放。10 月 22 日晚，国务院常务会议决定，运用市场化方式支持民营企业债券融资，央行推出民营企业债券融资支持工具，并鼓励其发行信用风险缓释工具、担保增信对中小民企债券做信用支持，另外央行再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。11 月 2 日，证监会宣布开展交易所债券市场信用保护工具的试点，支持民营企业融资，当日国泰君安证券和中信证券成为首批信用保护卖方，共达成红狮控股集团及金诚信 2 笔信用保护合约交易。同时各地政府也行动了起来，北京、深圳、上海、山东、河南等地纷纷通过专项资金救援、国资参股上市公司等多种形式，纾困当地上市公司的流动性危机。另外，银保监会表示鼓励险资等长期资金参与化解质押流动性风险，就《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，主要就取消保险资金开展股权投资的行业范围限制等内容进行修改。证券业协会组织推动证券公司设立证券行业资管计划。11 月 2 日，证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划全面启动，资金规模从意向出资 210 亿，追加为出资 255 亿。

与此同时，上层积极推进完善上市公司回购制度。10 月 26 日《中华人民共和国公司法》修订正式通过，修订内容主要包括三方面：一是补充完善允许股份回购的情形，将“将股份奖励给本公司职工”修改为“将股份用于员工持股计划或者股权激励”，增加“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”和“上市公司为避免公司遭受重大损害；二是适当简化股份回购的决策程序，提高公司持有本公司股份的数额上限，延长公司持有所回购股份的期限；三是补充上市公司股份回购的规范要求。增加了股份回购的灵活性，促进完善公司治理、推动资本市场稳定健康发展。此次回购新规效应显现，已有多家上市公司发布回购公告。

另外，10 月并购重组市场迎来重磅利好，证监会 8 日宣布，不构成重大资产重组，且满足下列情形之一的，即可适用“小额快速”审核：一是最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元；二是最近 12 个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%且最近 12 个

月内累计交易金额不超过 10 亿元。另外并购重组募资使用范围也有所放宽，证监会 10 月 12 日明确，募集配套资金可用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务，但用于补充公司流动资金、偿还债务的比例不应超过交易作价的 25%；或者不超过募集配套资金总额的 50%。20 日晚间，证监会松绑借壳上市，IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。随后 11 月 1 日晚间，证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。

3.3 资金面维持宽松，月末外资加速流入

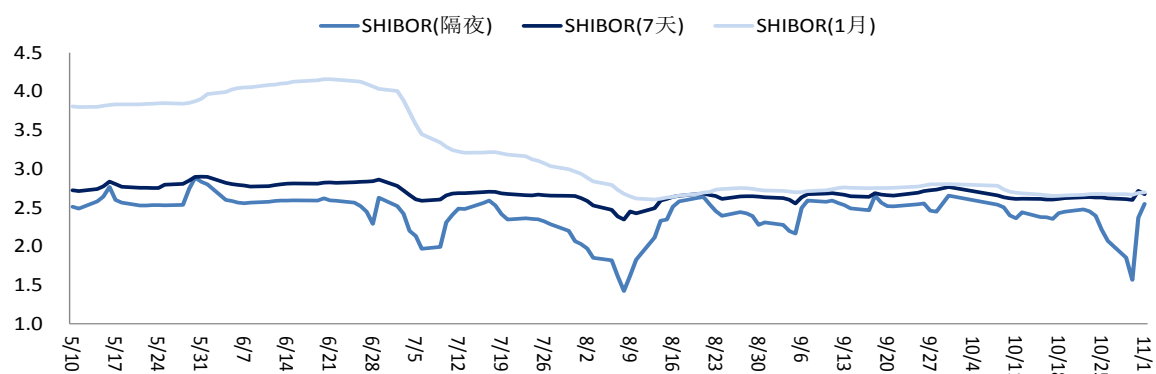
10 月资金流动性整体较为宽松，央行公告目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，月末持续不开展逆回购操作，但资金利率维持平稳。

10 月份央行对金融机构开展常备借贷便利操作共 292 亿元，对三家政策性银行净增加抵押补充贷款共 741 亿元，未对金融机构开展中期借贷便利操作，净投放额远低于之前 9 月，主要是由于央行从 2018 年 10 月 15 日起定向降准 1 个百分点，释放的部分资金用于偿还当日到期的约 4500 亿元中期借贷便利（MLF），因此这部分 MLF 当日不再续做，剩余部分则释放了约 7500 亿元的增量资金。

股票市场的供应继续下降，10 月股权募集资金总额为 267.23 亿元，较 9 月水平下降了 45.38%，其中 5 家 IPO 募集 98.71 亿元，10 家增发募集 133.75 亿元，1 家配股 17.60 亿元、1 家发行可转债募集 10.97 亿元及 1 家可交换债券募集 6.63 亿元。

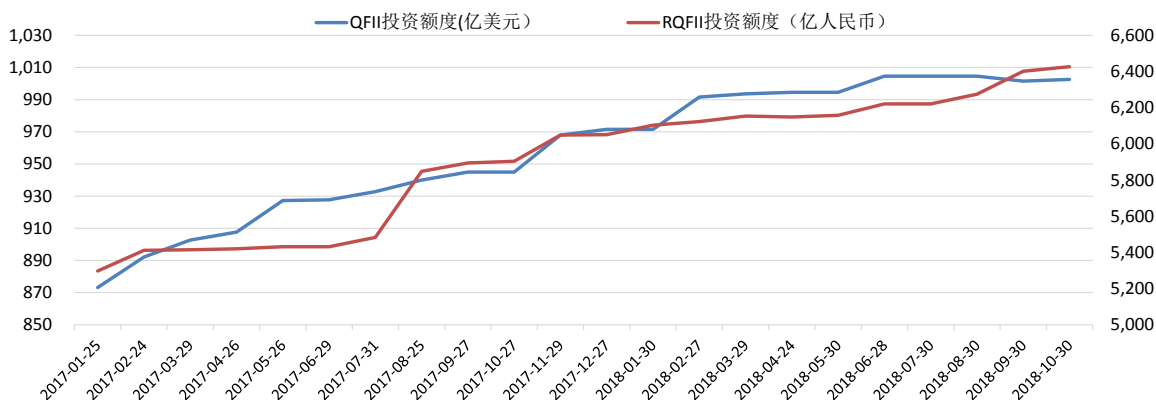
从资金对 A 股的需求来看，境外资金在月中股市大幅波动期间有所流出，但月末又出现明显回流。10 月人民币兑美元汇率震荡走弱，月末更是一度跌至 6.9780，但随着中美领导人通话缓和关系及民营企业座谈会给民营企业家吃下定心丸等利好刺激下，人民币汇率反弹，资金回流明显。QFII 在 10 月投资额度增加 0.97 亿美元，RQFII 投资额度增加 25.00 亿人民币。根据沪股通及深股通的情况来看，沪股通、深股通 10 月分别净流出 58 亿元、47 亿元，但在最后一周（10 月 29 日至 11 月 2 日）分别回流 210 亿元及 106 亿元。但国内资金则持续减仓，两融余额持续走低，10 月 31 日为 7703 亿元，较 9 月 28 日的 8228 亿元下降了 525 亿元，续创近期新低。

图 23：短期 SHIBOR 走势



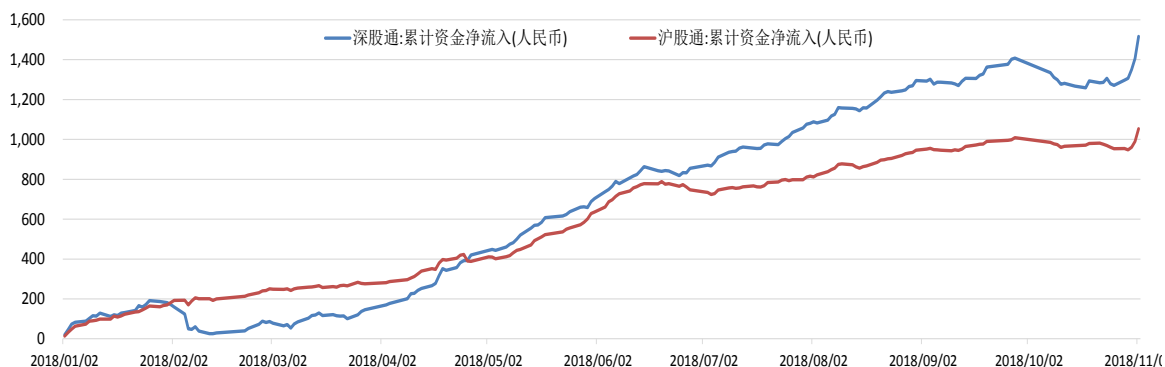
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 24: QFII 及 RQFII 资金流向



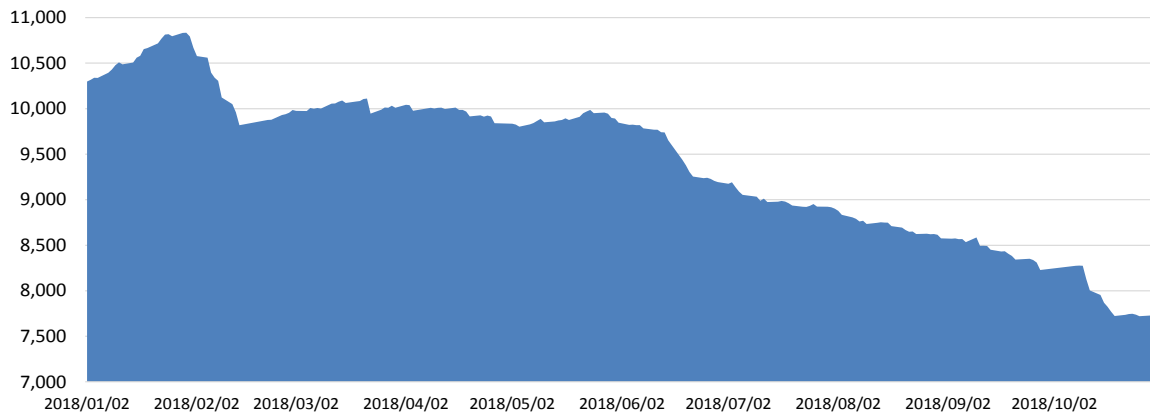
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪股通深股通资金流向



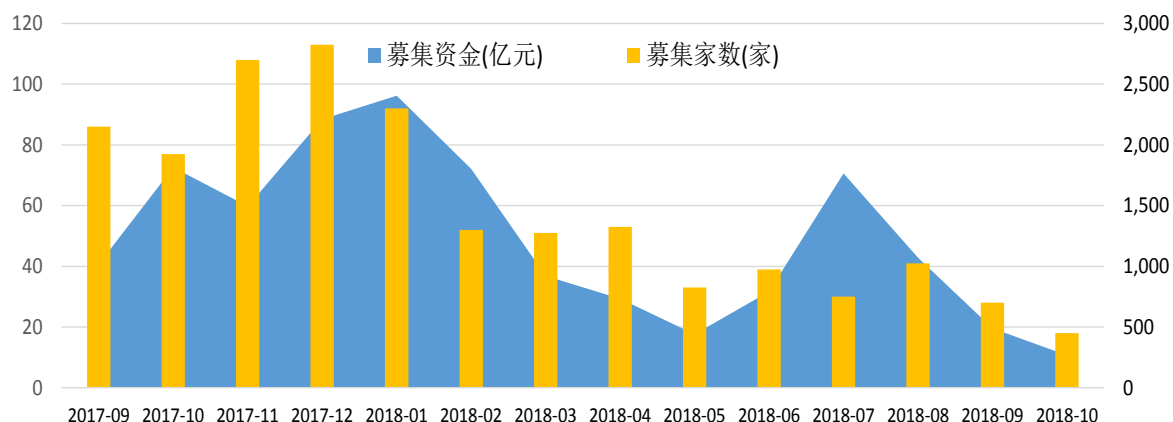
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 26: 融资余额



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 27: 融资规模



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.4 指数估值继续下降，提供长线安全边际

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，沪深 300 指数动态市盈率的均值是 12.57，标准差是 3.11；市净率均值是 1.72，标准差是 0.41。目前沪深 300 指数的市盈率是 10.74，低于均值 0.58 个标准差，处于 2010 年以来 28.30% 的百分位（从低到高）；市净率是 1.30，低于均值 1.03 个标准差，处于 2010 年以来 9.43% 的百分位（从低到高）。

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，上证 50 指数动态市盈率的均值是 10.48，标准差是 2.53；市净率均值是 1.51，标准差是 0.40。目前上证 50 指数的市盈率是 9.47，低于均值 0.40 个标准差，处于 2010 年以来 36.79% 的百分位（从低到高）；市净率是 1.16，低于均值 0.89 个标准差，处于 2010 年以来 15.09% 的百分位（从低到高）。

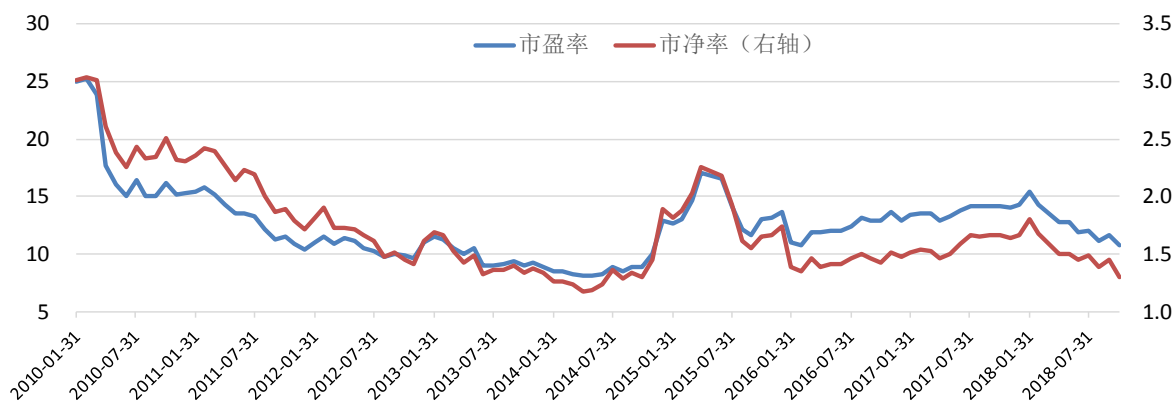
从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，中证 500 指数动态市盈率的均值是 36.86，标准差是 11.79；市净率均值是 2.84，标准差是 0.70。目前中证 500 指数的市盈率是 18.35，低于均值 1.57 个标准差，处于 2010 年以来的最低位；市净率是 1.57，低于均值 1.83 个标准差，处于 2010 年以来的最低位。

从风格表现来看，2015 年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低，2018 年 2 月起中小盘股超跌反弹，走势强于大盘股。4 月起市场风格切换加快，10 月来看大小盘股市盈率均有所回落，但中小盘股估值下行幅度更大，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.59 倍，估值比延续回落态势。

AH 股溢价指数从 2016 年开始震荡走弱，自 2017 年 3 月触及阶段低点 115，随后从 2017 年 4 月起触底反弹，到 2017 年 9 月，AH 股溢价指数回到 130 附近，2017 年 10 月至 2018 年 1 月期间在 120-130 之间来回波动，自 2018 年 2 月起回落至 120 附近震荡，10 月在 120-125 附近窄幅震荡。

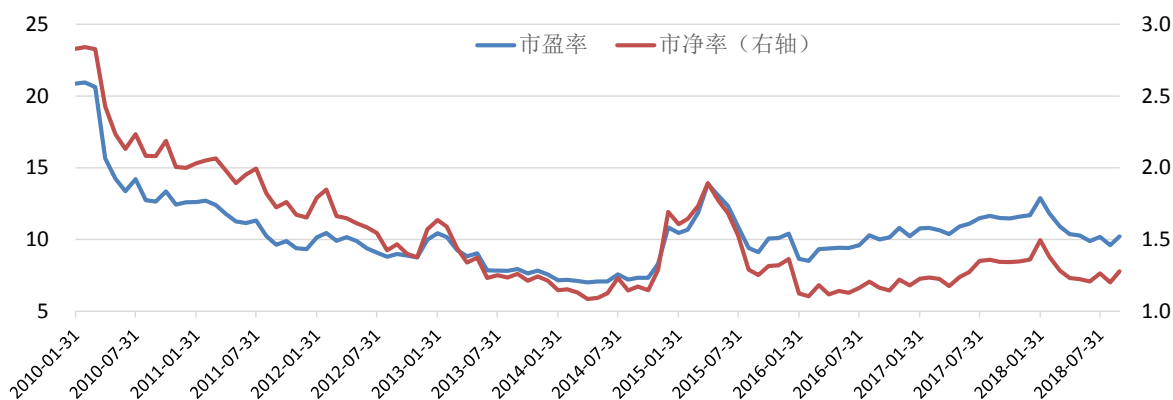
金融板块再度走弱，截止到 10 月底，金融行业指数的整体市盈率在 8.80 左右。

图 28: 沪深 300 指数市盈率走势



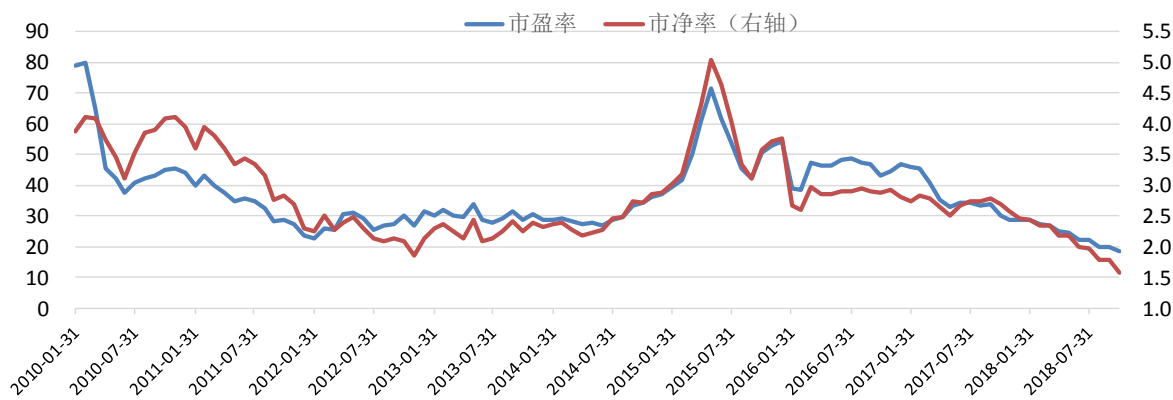
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 29: 上证 50 指数市盈率走势



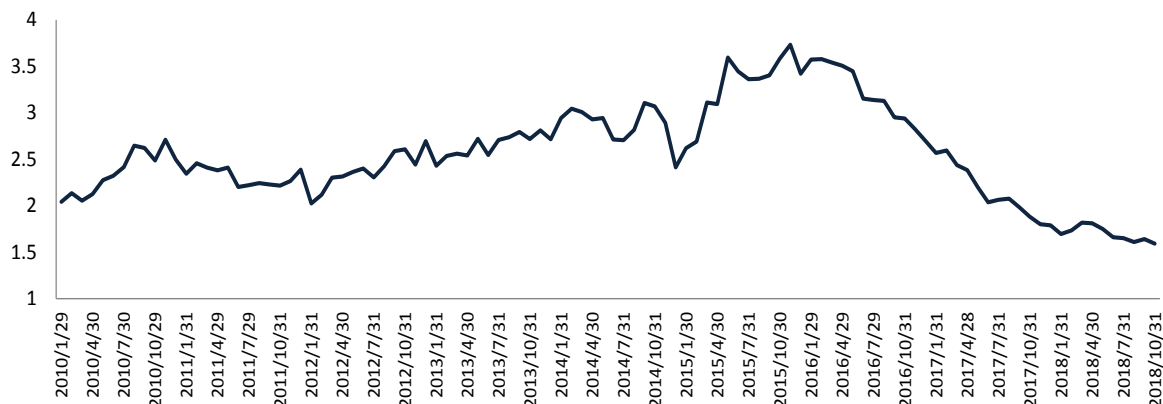
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 30: 中证 500 指数市盈率走势



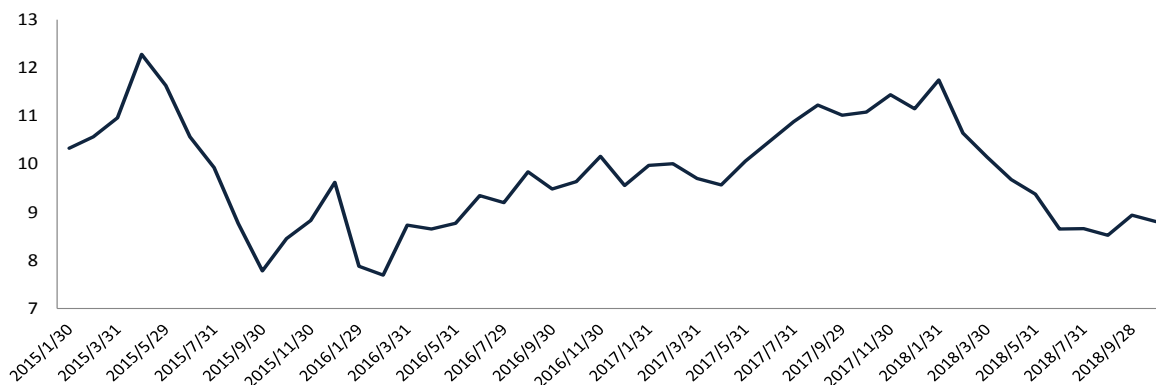
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 31: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 32: 金融指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 33: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

4. 总结与展望

10月共18个交易日，市场先抑后扬，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指继续向下破位，一度触及2449点，随后国内出台多项维稳政策，股市探底回升。整体来看，行业集体收跌，食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌。最终，10月上证综指下跌7.75%，创业板指下跌9.62%。

三大期指集体收跌，IC跌幅较大，IH跌幅较小。量能方面，三大品种成交量及持仓量继续增加，持仓均创年内新高。基差方面，期现价差冲高回落，IF合约维持在平水状态震荡，远-近月价差窄幅震荡，IH各合约升水有所收窄，远-近价差呈现冲高回落，IC合约月下旬贴水小幅走扩，远-近月价差震荡走弱。跨品种套利方面，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

从宏观经济基本面来看，十月发布的经济数据整体延续下滑，宏观基本面走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。政策面则继续加强对冲，监管层密集释放积极信号，监管层、地方政府、证券业集体“排雷”民企风险，公司法完善上市公司回购制度，并购重组市场松绑等利好释放，政策底部已成为市场共识，风险偏好逐步修复。从资金面来看，10月资金流动性整体较为宽松，央行公告目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，月末持续不开展逆回购操作，但资金利率维持平稳，月末境外资金大幅回流，但两融余额继续走低。从估值水平来看，指数估值继续下降，中证500指数的估值续创新低，提供长线安全边际，我们认为中长期来看未来上行空间大于下行风险。

目前政策底已现，政策对冲预期较强，前期悲观情绪将继续修正，风险偏好有所回升。我们认为此次反弹仍有上行空间，但宏观经济下行及企业盈利增速下滑，叠加外部贸易摩擦风险，中长期来看系统性风险尚存，反弹至反转还需更多积极因素积累，预计十一月走势或冲高回落，随着股指期货期现价差走强至平水位置，继续看好阿尔法策略，偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。