

研究报告

月度博览：股指

当前仍处磨底区间，静待布局窗口

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836116

摘要：行情回顾：10月A股大盘呈“倒V”走势，市场风格分化明显，以中证500、中证1000为代表的中小盘成长小幅收涨，而以沪深300、上证50为代表的大盘权重指数创新低。主要原因在于：1) 10月上中旬美元指数和美债收益率再度冲高，成为外资流出的原因之一；2) 国内经济基本面薄弱，增量资金匮乏，叠加近期季报部分龙头公司暴雷，年底机构调仓等导致跌幅较大；3) 市场结构性的上涨一方面源于部分领域政策预期的加强，另一方面小盘指数走势更强跟海外通胀预期和美元指数逐步筑顶预期相关。

逻辑观点：逻辑一：11月3日，美联储将公布利率决议，11月加息75BP为大概率事件，之后政策边际转向的市场预期也较明显，但流动性退潮下海外市场尾部风险上升，危机之后便是转机。如果11月议息会议，美联储开始释放边际转鸽信号，美债收益率下行，对A股无疑形成正面支撑作用。当然，结合11月8日美国中期选举及明显抬升的长期通胀预期，美联储或不会再轻易传递中性信号，在通胀压力缓慢缓解的情况下，后续加息预期边际转变契机或还需美国就业市场走弱及维护全球金融稳定驱动。

逻辑二：基本面弱勢叠加外部可能的风险因素，市场增量资金乏善可陈，近期存量资金正围绕中期政策潜在方向进行仓位切换，市场或进入政策预期验证阶段。二十大胜利召开后，此前市场一系列的稳增长政策预期有所落空，但市场对稳中求进，构建新安全格局的治理思路理解或愈发清晰。市场政策预期回归中性态度，有利于A股中期稳定性，静待后续政策催化窗口期，部分过度悲观预期或将有所修复。

逻辑三：8月以来，信贷总量及中长贷均已企稳，但权重指数持续回落，主因在于现阶段信贷周期结构发生转变，在居民信贷未发生改善前，也就是地产链的核心矛盾解决前，信贷总量或企业中长期贷的企稳或无法较好推升市场信心。

展望与建议：目前A股市场风险溢价率已攀升至近十年最高水平，无疑处于底部区间，整体下跌空间有限。但在国内经济弱势，外部风险因素尚未完全释放的背景下，增量资金有限，暂无明显上升推力。11月在多重重大事件落地后，国际地缘局势、美联储加息节奏等不确定性因素或将得到一定缓释。12月初国内的政治局会议及中旬召开的中央经济工作会议，也将使得国内稳增长预期出现一定程度回升。综上，市场仍处于震荡磨底期，不排除有部分政策利好方向会提前跑出，但资产波动率仍高，可保持一定耐心，静待布局窗口。

风险因素：疫情反复，全球经济下行超预期，国内经济增长不及预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

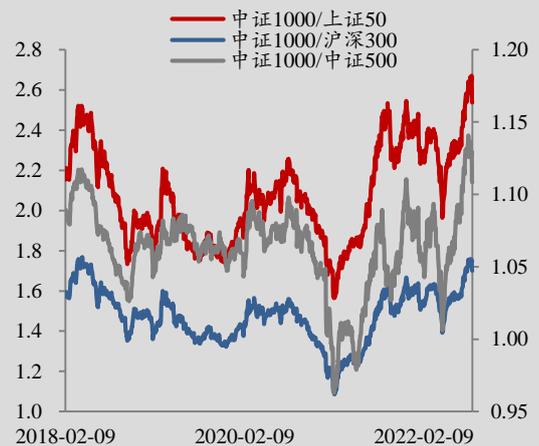
邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

相关图表



相关报告

2022.10.09《广州期货-月度博览-股指-短期存震荡修复可能，中期不确定性仍存-202210》

2022.08.30《广州期货-月度博览-股指-风格切换或是暂时-202209》

2022.08.01《广州期货-月度博览-股指-分化格局继续演绎，亦需关注交易拥挤风险-202208》

2022.06.27《广州期货-月度博览-股指-短期不与趋势作对，中期正视客观压力-202206》

2022.05.30《广州期货-月度博览-股指-超跌反弹空间基本兑现，行情延续需信号支撑-202205》

目录

一、逻辑分析与行情研判	1
二、图表与数据	4
(一) 行情回顾：市场倒 V 走势，风格分化明显	4
(二) 经济基本面：9 月经济数据局部改善	5
(三) 流动性：宏观流动性充裕	6
(四) A 股资金面：市场成交回升，外资大幅流出	7
(五) 指数估值：各指数风险溢价率走升	7
免责声明	9
研究中心简介	9
广州期货业务单元一览	10

图表目录

图表 1：美联储 11 月加息 75bp 概率上升至 81.3%，12 月加息预期存分歧 1	
图表 2：意大利与德国的利差与 20 年疫情水平相当	2
图表 3：日元面临大幅贬值压力	2
图表 4：沪深 300 与企业中长期贷款增长背离	2
图表 5：居民中长期贷款与企业中长期贷款背离	2
图表 6：11 月关注的重大议程	3
图表 7：股指月度表现 (10.01-10.30)	4
图表 8：计算机、军工、医药等领涨，食品饮料、家电、房地产等领跌	4
图表 9：小盘成长表现优异，大盘价值领跌	4
图表 10：成长>稳定>周期>消费>金融	4
图表 11：9 月出口持续回落	5
图表 12：制造业和基建带动投资增速边际回升	5
图表 13：消费较上半年有一定修复但仍偏弱	5
图表 14：国内通胀低位运行，涨幅均弱于预期	5
图表 15：10 月 PMI 回落至荣枯线以下	5
图表 16：9 月财新 PMI 回落	5
图表 17：M2-M1 剪刀差收窄	6
图表 18：9 月社融数据超市场预期，总量及结构均出现好转	6
图表 19：短端利率波动较大	6
图表 20：各期限 Shibor 略有上行	6
图表 21：两市成交额回升，日均接近 8000 亿水平	7
图表 22：北向资金本月净流出-482.88 亿元	7
图表 23：杠杆资金低位运行	7
图表 24：新发偏股基金发行低迷	7
图表 25：沪深 300 风险溢价率冲破+2 倍标准差区间	7
图表 26：上证 50 风险溢价率上升+2 倍标准差	8
图表 27：中证 500 风险溢价率于+1 倍标准差附近震荡	8
图表 28：中证 1000 风险溢价率处于+2 倍标准差震荡	8

一、逻辑分析与行情研判

10月A股大盘呈“倒V”走势，市场风格分化明显，以中证500、中证1000为代表的中小盘成长小幅收涨，而以沪深300、上证50为代表的大盘权重指数创新低。主要原因在于：1) 10月上中旬美元指数和美债收益率再度冲高，成为外资流出的原因之一，也是A股权重板块的重要原因；2) 国内疫情点状反复，经济基本面薄弱，增量资金匮乏，叠加近期三季报部分龙头公司暴雷，年底机构调仓等导致跌幅较大；3) 市场结构性的上涨一方面源于部分领域政策预期的加强，另一方面小盘指数走势更强跟海外通胀预期和美元指数逐步筑顶预期关。

逻辑一：11月3日，美联储将公布利率决议，11月加息75BP为大概率事件，之后政策边际转向的市场预期也较明显，但流动性退潮下海外市场尾部风险上升，危机之后便是转机。

尽管美国Q3GDP超预期改善，但结构上缺呈现出内需增长发力的特征，净出口与政府支出为主要支撑项，强出口+弱进口组合，美国对欧洲能源的出口；反映内生需求的私人消费与固投环比拉动连续三个季度回落。后续，加息对经济的影响可能会持续显现，市场普遍预期其对美联储加速紧缩的约束将逐渐强化。如果11月议息会议，美联储开始释放边际转鸽信号，美债收益率下行，对A股无疑形成正面支撑作用。当然，结合11月8日美国中期选举及明显抬升的长期通胀预期，美联储或不会再轻易传递中性信号，在通胀压力缓慢缓解的情况下，后续加息预期边际转变契机或还需美国就业市场走弱驱动。

图表 1：美联储 11 月加息 75bp 概率上升至 81.3%，12 月加息预期存分歧

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/11/2	0.0%	18.7%	81.3%	0.0%	0.0%					
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	46.8%	44.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	32.9%	45.6%	16.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	20.3%	39.7%	29.7%	7.4%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	29.2%	35.1%	19.4%	4.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.9%	21.6%	32.6%	26.0%	10.5%	1.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	10.5%	24.3%	31.0%	22.1%	8.3%	1.3%
2023/9/20	0.0%	0.1%	0.8%	4.8%	14.8%	26.4%	28.2%	17.8%	6.1%	0.9%
2023/11/1	0.0%	0.5%	3.0%	10.2%	21.0%	27.4%	22.7%	11.5%	3.3%	0.4%
2023/12/13	0.2%	1.5%	6.0%	14.7%	23.6%	25.4%	18.1%	8.1%	2.1%	0.2%

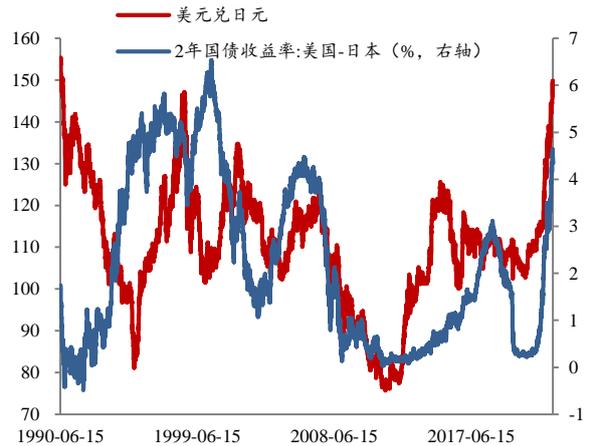
数据来源：Wind 广州期货研究中心

此外，本轮英债危机下，英国养老金 LDI 策略面临前所未有的流动性危机；高通胀压力下，欧央行被迫更大力度、更激进的紧缩，当前欧洲各部门政府债务高企，欧债信用利差与 2020 年疫情时期水平相当；反向操作的日本央行面临着日元贬值+日债剧烈波动的压力，日央行一旦出现政策逆转，背后带来的流动性风险不容小觑。若 Q4 流动性风险持续聚集或爆发，“维护全球金融稳定性”也将推动美联储转向。

图表 2: 意大利与德国的利差与 20 年疫情水平相当



图表 3: 日元面临大幅贬值压力



数据来源: Wind 广州期货研究中心

逻辑二: 基本面弱勢叠加外部可能的风险因素, 市场增量资金乏善可陈, 近期存量资金正围绕中期政策潜在方向进行仓位切换, 市场或进入政策预期验证阶段。

尽管 9 月经济数据有所改善, 但政策驱动明显, 国庆以来, 国内疫情反复, 加剧内生需求乏力特征; 加之外需回落压力逐步兑现, 迅速削弱四季度经济增长预期, 关注基建能否加速形成实物工作量与出口形成对冲。二十大胜利召开后, 此前市场一系列的稳增长政策预期有所落空, 但市场对稳中求进, 构建新安全格局的治理思路理解或愈发清晰。从短期交易核心来看, 资金买入政策利好的预期方向, 卖出中短期基本面承压且政策导向不明晰的方向, 市场正在逐渐降低政策预期, 回归中性态度, 有利于 A 股的中期稳定性, 静待后续政策催化窗口期, 部分过度悲观的预期或将有所修复。

图表 4: 沪深 300 与企业中长期贷款增长背离



图表 5: 居民中长期贷款与企业中长期贷款背离



数据来源: Wind 广州期货研究中心

逻辑三: 8 月以来, 信贷总量及中长贷均已企稳, 但权重指数持续回落, 主因在于现阶段的信贷周期结构发生转变, 在居民信贷未发生改善前, 也就是地产链的核心矛盾解决前, 信贷总量或企业中长期贷的企稳或无法较好推升市场信心。

当前居民购买力的释放需要基于收入分配改善为前提，地产端销售端持续低迷导致居民中长贷迟迟未见改善，政策放松节奏已明显加速，四季度房地产销售弱改善是当前的一致预期，但对地产链核心矛盾的解决成效还需观察。企业中长贷增长的背后政策推动力量明显，而四季度财政退坡，来年财政压力亦不小，仅通过政策、基建等带来的信贷扩张持续性存疑。

行情展望：目前 A 股市场风险溢价率已攀升至近十年最高水平，无疑处于底部区间，整体下跌空间有限。但在国内经济弱势，外部风险因素尚未完全释放的背景下，增量资金有限，暂无明显上升推力。11 月在多重重大事件落地后，国际地缘局势、美联储加息节奏等不确定性因素或将得到一定缓释。12 月初国内的政治局会议及中旬召开的中央经济工作会议，也将使得国内稳增长预期出现一定程度回升。

综上，我们认为，当前市场处于底部区域，但鉴于暂无明显驱动力，仍处于震荡磨底期，不排除有部分政策利好方向会提前跑出，但资产波动率仍高，可保持一定耐心，静待布局窗口。

图表 6：11 月关注的重大议程

11 月 3 日	美联储议息会议决议声明
11 月 4 日	德国总理舒尔茨访华
11 月 8 日	美国中期选举
11 月中旬	中国 10 月经济数据披露
11 月 15-16 日	G20 峰会召开

数据来源：Wind 广州期货研究中心

二、图表与数据

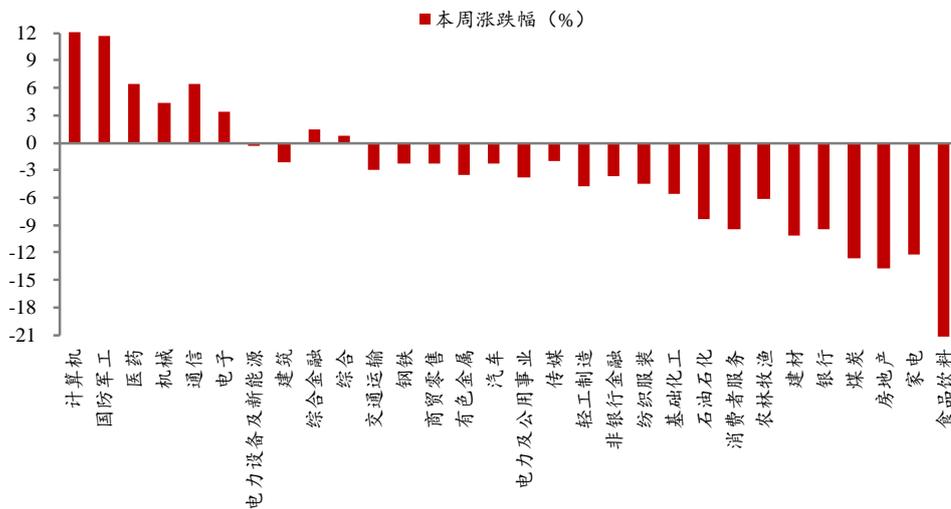
(一) 行情回顾：市场倒V走势，风格分化明显

图表 7：股指月度表现（10.01-10.30）

	收盘价	涨跌(%)	成交额(亿元)	换手率(%)
上证指数	2,893.48	-4.33	3,403.37	1.44
深证成指	10,397.04	-3.54	4,517.92	1.74
创业板指	2,265.08	-1.04	1,572.54	1.94
上证50	2,295.92	-12.04	629.44	0.89
沪深300	3,508.70	-7.78	2,179.13	0.98
中证500	5,807.11	1.63	1,250.62	1.73
中证1000	6,292.62	2.74	1,676.54	2.46

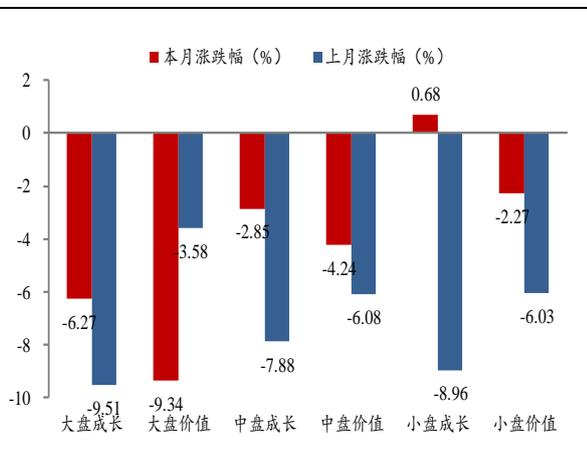
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 8：计算机、军工、医药等领涨，食品饮料、家电、房地产等领跌

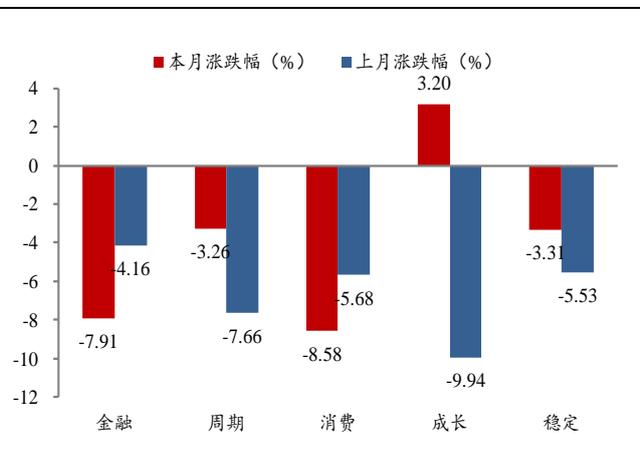


数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 9：小盘成长表现优异，大盘价值领跌



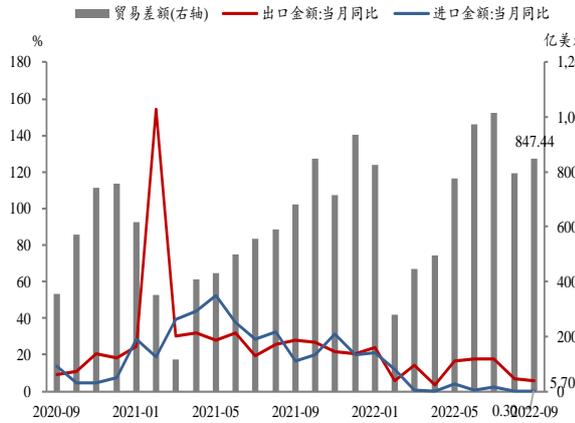
图表 10：成长>稳定>周期>消费>金融



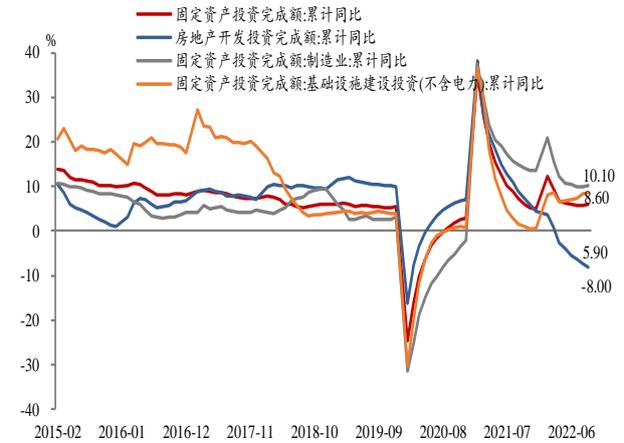
数据来源：Wind 广州期货研究中心

(二) 经济基本面：9月经济数据局部改善

图表 11：9月出口持续回落



图表 12：制造业和基建带动投资增速边际回升

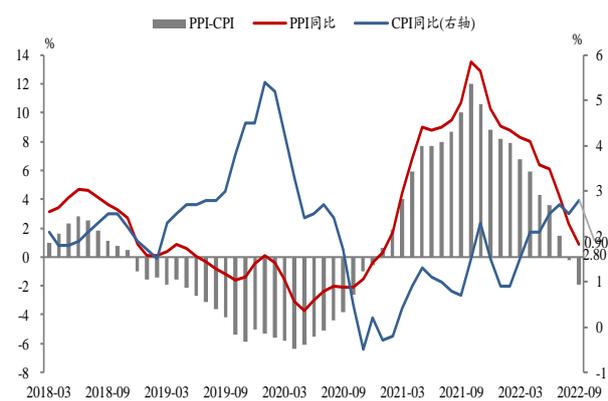


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 13：消费较上半年有一定修复但仍偏弱

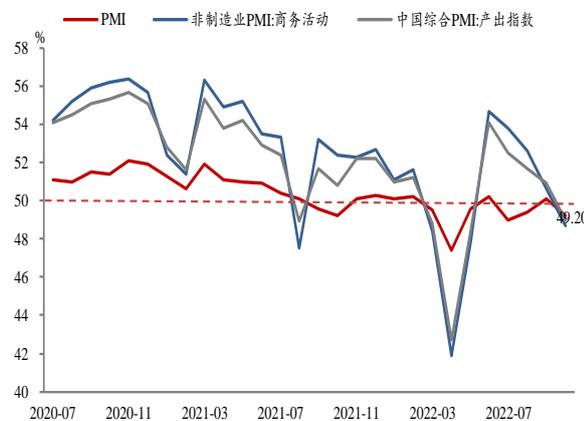


图表 14：国内通胀低位运行，涨幅均弱于预期

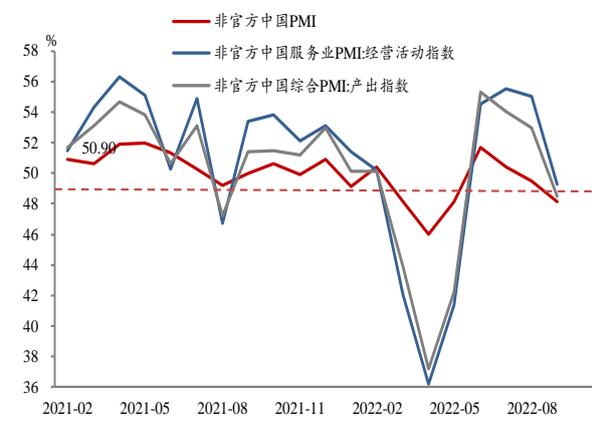


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 15：10月 PMI 回落至荣枯线以下



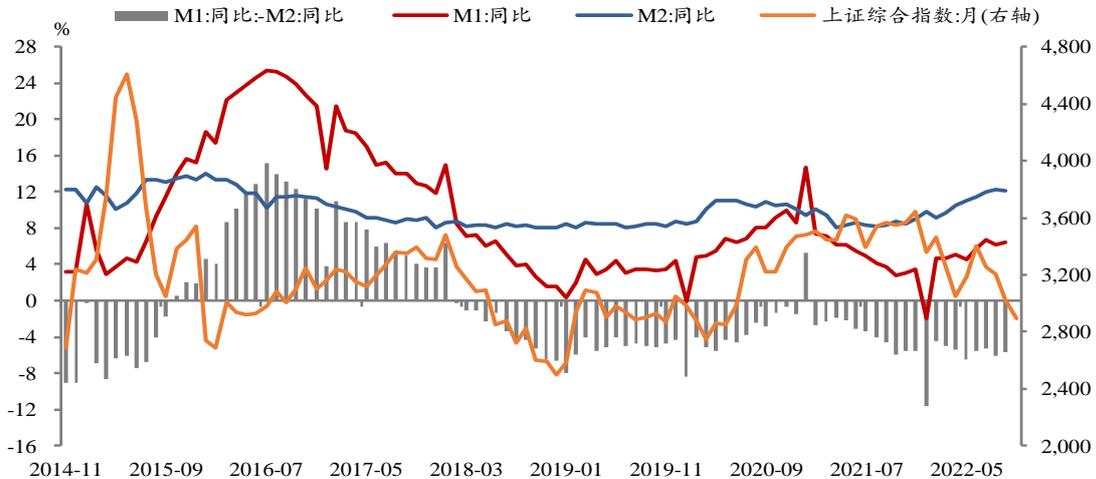
图表 16：9月财新 PMI 回落



数据来源：Wind 广州期货研究中心

(三) 流动性：宏观流动性充裕

图表 17: M2-M1 剪刀差收窄



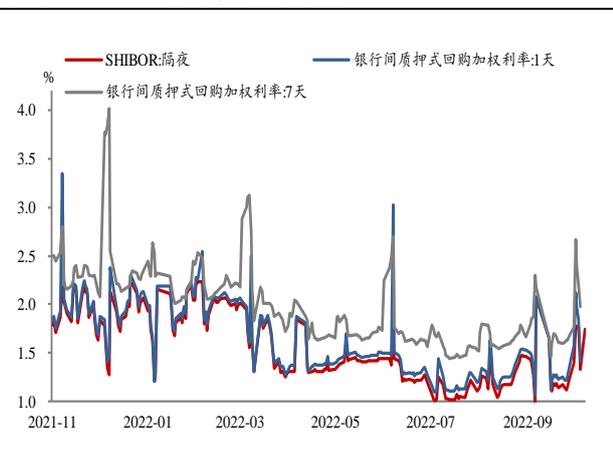
数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 18: 9 月社融数据超市场预期，总量及结构均出现好转

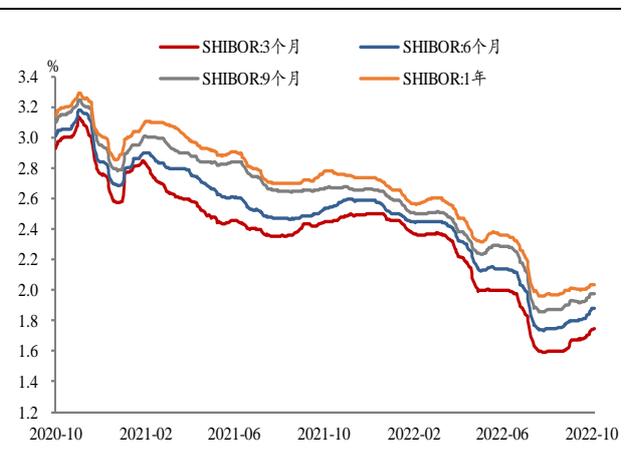


数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 19: 短端利率波动较大



图表 20: 各期限 Shibor 略有上行



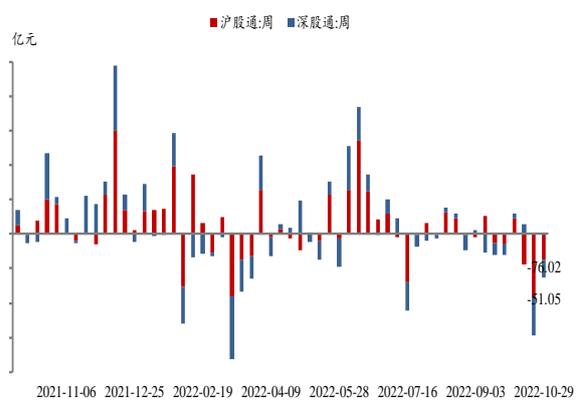
数据来源：Wind 广州期货研究中心

(四) A股资金面：市场成交回升，外资大幅流出

图表 21：两市成交额回升，日均接近 8000 亿水平

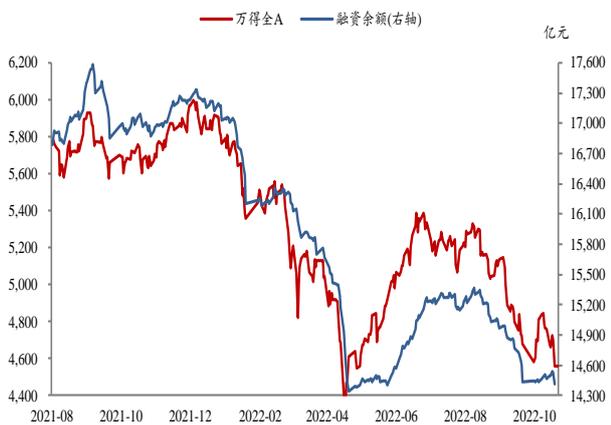


图表 22：北向资金本月净流出-482.88 亿元

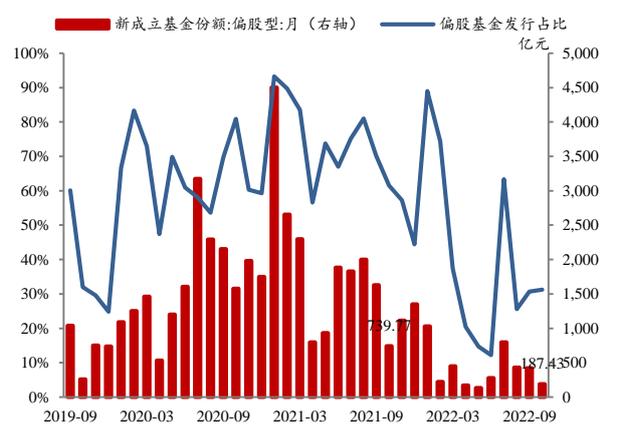


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 23：杠杆资金低位运行



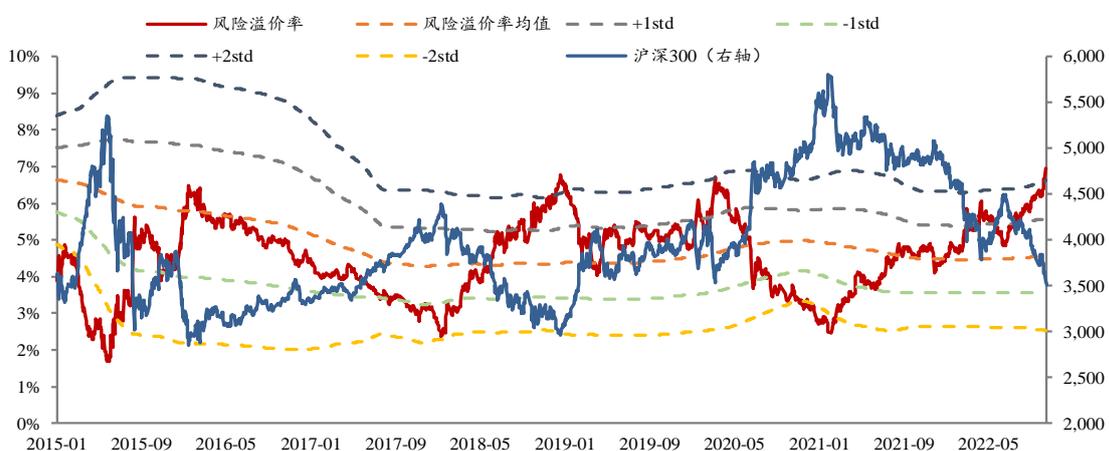
图表 24：新发偏股基金发行低迷



数据来源：Wind 广州期货研究中心

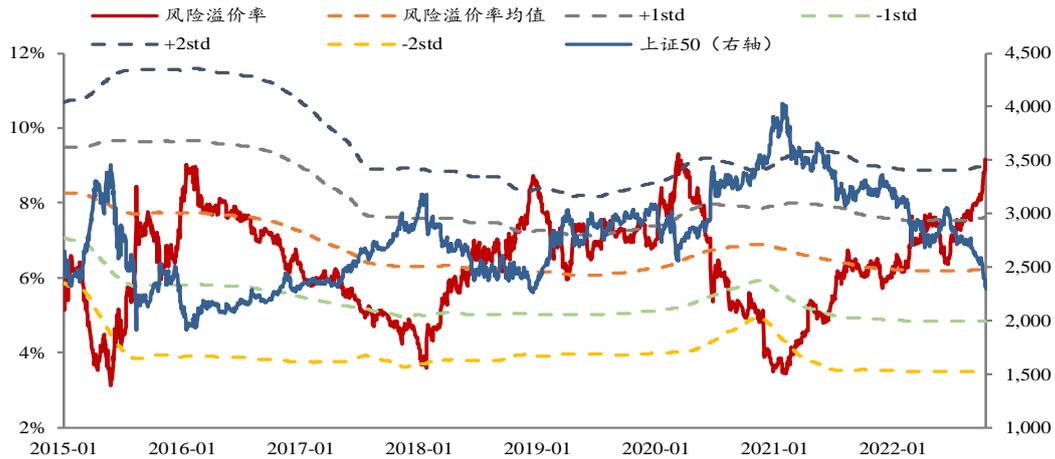
(五) 指数估值：各指数风险溢价率走升

图表 25：沪深 300 风险溢价率冲破+2 倍标准差区间



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 26: 上证 50 风险溢价率上升+2 倍标准差



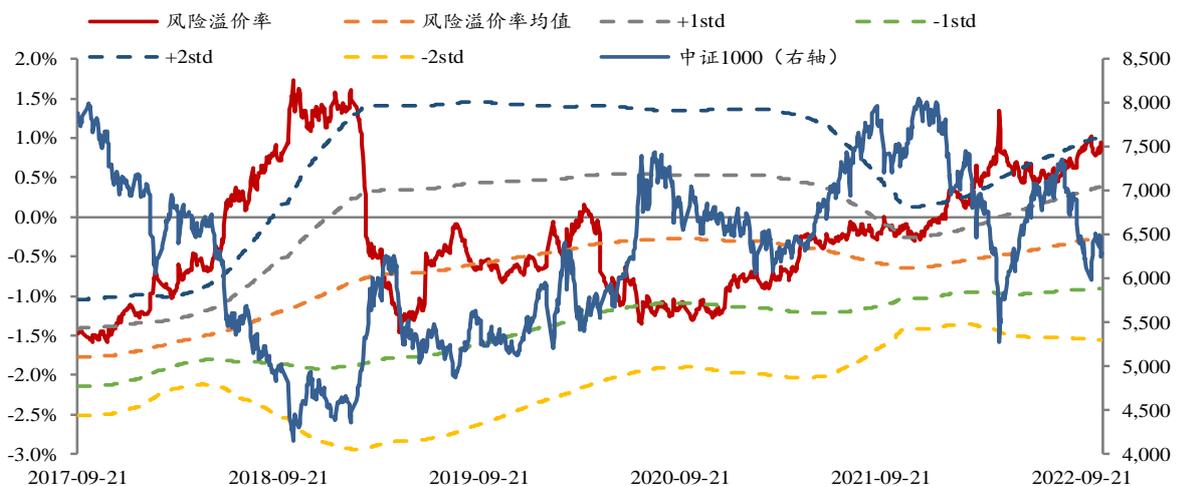
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 27: 中证 500 风险溢价率于+1 倍标准差附近震荡



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 28: 中证 1000 风险溢价率处于+2 倍标准差震荡



数据来源: Wind 广州期货研究中心

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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。

我们已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，并不构成所述品种的操作依据，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，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	