

## 市场风格会切换吗？

### 摘要

我们重新梳理了多 IC 空 IH 策略的逻辑，并详细阐述了整个逻辑的跟踪演变状况。

对于 IC 接下来能否继续保持强势的问题，我们的答案是：会。答案的信心来自于我们对国内流动性状况短期内难以出现改变的判断。

根据我们的研究，IC 的跨品种价差走阔的主要推手是估值溢价，而估值溢价通常发生在流动性充裕的环境下。从历史走势来看，当金融市场流动性充裕，而实体经济流动性萎靡时，IC 通常会有更佳表现。

从目前的指标来看，国内银行间流动性十分充裕，而实体流动性却持续下滑，这为 IC 走强构建了良好的宏观环境。实体流动性下滑的主因是宏观主体融资需求疲弱所致，而这在短期内难以改善。加上国内的政策强调会维持流动性合理充裕，我们认为接下来的流动性结构大概率会继续利好 IC 走强。此外，鲍威尔在 JH 会议上的鸽派言论，短暂的打消了权重指数的压力，可能会给策略收益带来一些反复，但难改中长期趋势。

本周重点关注：品种轮动的演绎情况，和 PMI 数据披露状况。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

[wangmengying@nawaa.com](mailto:wangmengying@nawaa.com)

0571-81727107

相关报告

《20210719：IC 新高、IH 新低  
品种分化加剧》

《20210726：IC 续创新高 关注两  
大会议》

《20210802：市场预期得到验证  
IC 将继续跑赢 IH》

《20210809：股指企稳 IC 将继续  
跑赢》

《20210816：IC 胜率继续提高》

《20210823：IC 跨品种价差将继续  
走阔》

## 一、行情分析和展望

上周，市场风格切换频繁，IC 和 IH 交替表现强势，加上 IC 已经持续跑赢 IH 半年多的时间，引发了大家对市场风格会不会发生切换的疑虑。

**IC 接下来能否继续保持强势？我们的答案是：会。**

为了更好的说明这背后的原因，我们从当初推荐多 IC 空 IH 策略的核心逻辑开始说。

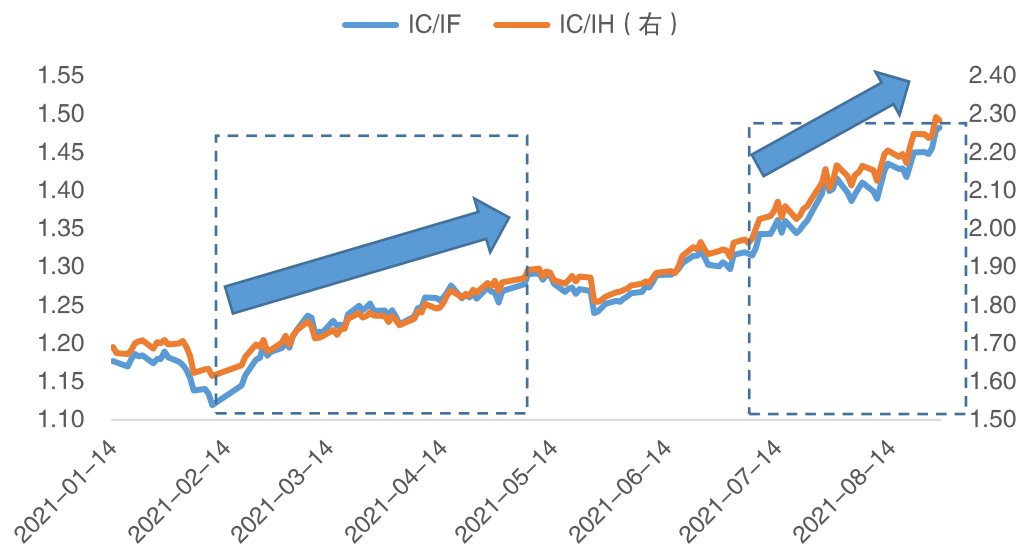
我们从今年 7 月中旬开始强烈看多 IC，并向大家推荐多 IC 空 IH 的跨品种价差套利策略。当时推荐这个策略的核心逻辑有两个：1、IC 相较于 IH，估值优势突出；2、国内的政策导向转向“宽松”。其中，第一个因素存在已久，它的作用，更多的体现在为该策略提供安全边际，而第二个因素才是驱动该策略成功运行的关键。

为什么第二个因素才是关键？因为根据我们对跨品种轮动的研究，推动 IC 跑赢 IH 的大部分贡献力都来自于估值。我们发现当市场流动性较为宽松时，估值弹性更大的 IC 会享受到更高的估值溢价，从而跑赢 IH。而国内的流动性状况和政策导向息息相关。

我们通过两条线来观察国内政策导向的转变，一条是国内经济增长状况的变化，另一条是政策层面的表态和举动。

从国内经济中状况来看，早在去年 11 月社融增速见顶后，我们就有了经济增长后续大概率会下滑的心理准备，但具体的下滑程度和时间是需要实际数据验证的。从大类资产的走势来看，市场对经济预期明显转弱的时间点在 5 月下旬，当时我们用来捕捉市场经济预期的指标：南华工业品指数/黄金指数的同比增速触顶回落。在这之后，国内经济数据的表现越发疲软，似乎在验证市场预期的准确性。随着市场对经济预期的转弱，对国内政策的宽松预期也就随之抬头。

图 1.1 IC 跨品种价差走势



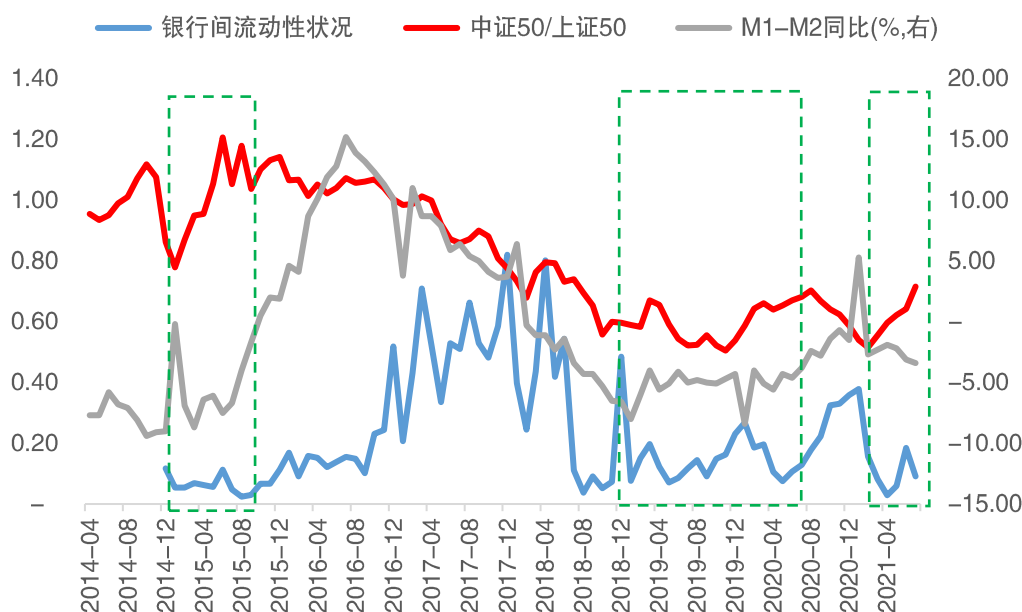
资料来源：Wind 南华研究

由经济预期产生的政策预期,同样都是预期,都需要事实的验证。对政策预期来说,4月和7月的政治局会议是很好的观察窗口。首先,我们在4月政治局会议后确定了国内政策并没有转向收敛的意思,打消了当时市场对PPI走高会出现政策收敛风险的担忧。随着经济预期的转弱,大家期待更多的宽松政策出台。在7月中旬,央行超预期的全面降准,似乎给了市场一颗定心丸,大家对政策宽松的预期明显抬头。也是在这一次降准后,我们观察到IC跳空高开突破前期压力位,创下了2016年熔断以来的新高,正式打开了未来的上升空间。随后的7月政治局会议通稿中,对经济增长的描述明显弱于4月的通稿,对政策描述的措辞更加温和。这验证了市场预期的准确性,为IC的强势添了一把火。

这是我们对今年一季度以来国内经济和政策的一个跟踪过程,根据这个过程,我们可以把IC跨品种价差的走阔划分为两个阶段。第一个阶段是从2月中旬到5月中旬,此时国内的经济预期和政策预期都处于混沌状态,缺乏明确的指引,我们认为这个阶段IC的价差走阔更多的是“被动”式的,是因为IH下跌更多带来的价差变阔。第二个阶段从7月中旬开始,此时经济预期和政策预期开始得到事实 and 数据的验证,市场预期一致性得到提高,IC的价差开始主动走阔。从图1.1中我们可以看到在第二个阶段时,IC跨品种价差走阔的速度是快于第一阶段的,这可能就是主动和被动的区别。

我们在7月中旬才推荐该策略的原因就在于,该策略的逻辑从预期走向了事实,该策略的胜率得到了提高。从7月中旬至今,该策略的逻辑还得到了进一步的强化,一方面是国内经济数据持续疲弱,尤其是金融数据,十分低迷,宏观三大主体政府、企业和居民户的融资意愿都偏低,需求端萎靡;另一方面美国Taper预期抑制了权重指数的风险偏好回升,让IC的相对优势更加明显。

图 1.2 国内流动性状况 VS.IC 跨品种价差走势



资料来源: Wind 南华研究

所以，看市场风格会不会切换，我们可以关注两个问题：1、国内流动性状况会不会改变？2、Taper 预期的演变路径会不会减轻权重指数的压力？

首先，从历史数据来看，当银行间流动性充裕，而实体流动性（用 M1-M2 衡量）萎缩时，IC 通常会表现强势。从我们观察到的国内流动性状况来看，目前正处在最利于 IC 走强的环境当中。结合 7 月宏观三大主体的融资表现，我们认为实体流动性状况萎缩的状态在短期内难以得到缓解。同时，由于政策层面开始转向稳增长，银行间的流动性也会保持相对充裕，这将给 IC 走强提供良好的宏观环境。

其次，鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的讲话表示今年可能 Taper 会落地，但距离加息还很遥远。鲍威尔再次释放出强烈的鸽派信号，让全球风险资产喘了一口气。在 7 月 FOMC 会议纪要公布后，市场对美联储政策态度转向的预期加剧升温，市场担心美联储在 Taper 后不久，就会开启加息，这也是前两周美元持续走强的重要基础。上周，美联储官员讲话再次释放鸽派信号，导致市场预期出现了混乱，各类资产的波动也随之加剧，随着鲍威尔讲话的落地，我们相信市场预期将暂时回归平衡。显然，偏鸽派的态度对 A 股更加利好，并减轻了权重指数的上方压力。这意味着权重指数有可能在消息的刺激下，出现更佳的表现。但需要注意的是，Taper 预期只是出现了缓和，并非消失，9 月 FOMC 近在咫尺，因此，我们倾向于认为这样的利好偏短期，难以改变中长期趋势。

简而言之，国内保持流动性充裕是大概率事件，而实体融资需求疲弱短期难以改善，这给 IC 走强提供了良好的宏观环境，IC 跨品种价差有望继续走阔。鲍威尔的鸽派发言将在短期内利好权重指数，但难改其中长期趋势。

## 二、策略推荐及跟踪

### 1. 多 IC 空 IH 策略跟踪

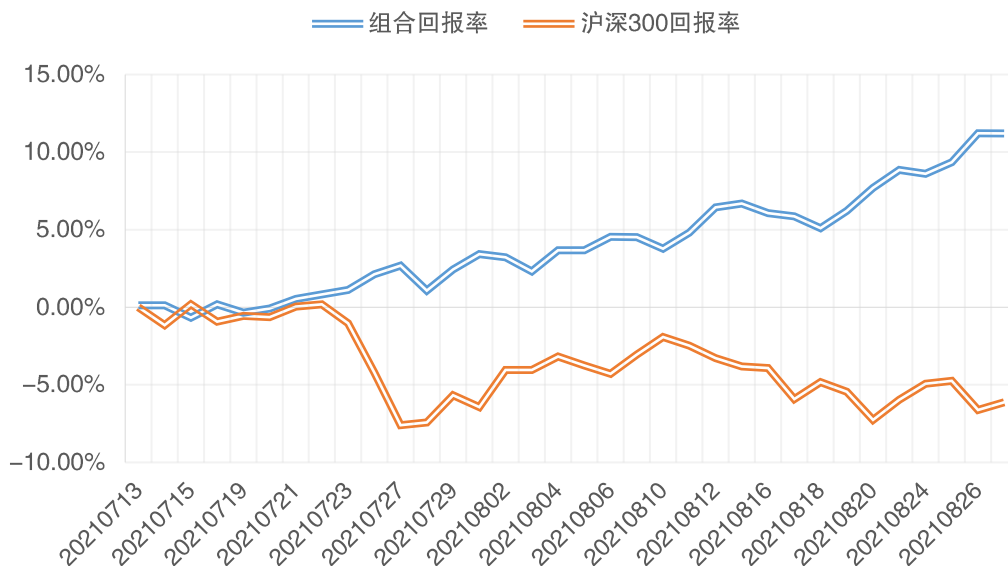
上周，我们保持该策略的仓位不动。

上周，市场高度关注 Jackson Hole 上鲍威尔的发言，由此引发了的市场预期混乱也对 A 股盘面产生了较大的影响，加上不少权重股在本周披露半年报，业绩变化也给市场造成了影响，权重指数和 IC 的相对强弱出现了临时的切换，导致策略收益率的波动变大。

但正如我们一直所坚信的那样，这个策略从中长期看的逻辑依然成立并得到强化，所以从周度收益率表现看，策略收益率在继续上行，并成功突破了 10% 的关口。截止上周五，该策略跑赢沪深 300 指数 17.33%，而期间最大的回撤目前是 -1.56%。

本周，该策略以继续持有为主，同时需要注意仓位敞口的控制，避免短期波动给收益率曲线带来过大的回撤。

图 2.1 多 IC 空 IH 组合收益率

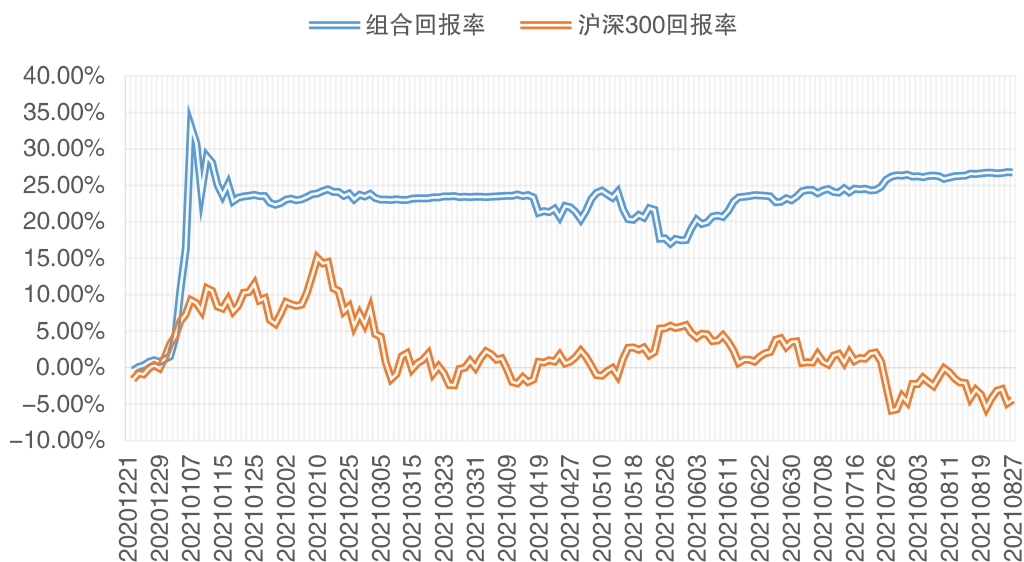


数据来源：南华研究

## 2. 滚动卖出期权策略跟踪

上周，我们期权仓位保持不变，组合整体收益率继续上升。近期，该策略的收益率上升逐渐放缓，卖出期权的利润空间已经基本透支，后续我们会考虑结束该策略。

图 2.2 滚动卖出期权组合收益率

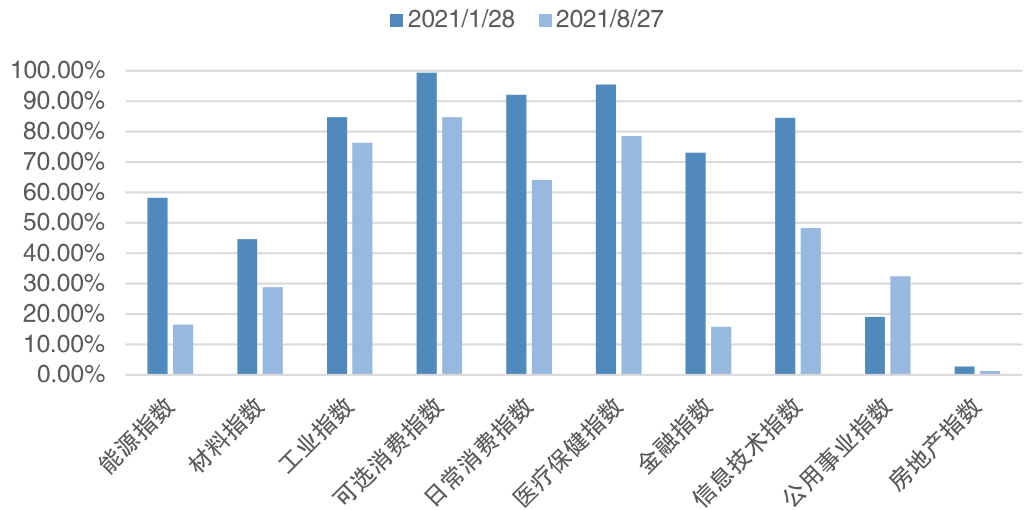


数据来源：南华研究

### 三、一周趣图

A股各行业指数的估值状况和年初相比已经大幅下降，但公用事业指数的估值却得到了提升。公用事业板块属于防御性板块，通常会在经济衰退期表现的较好，这次也是如此吗？

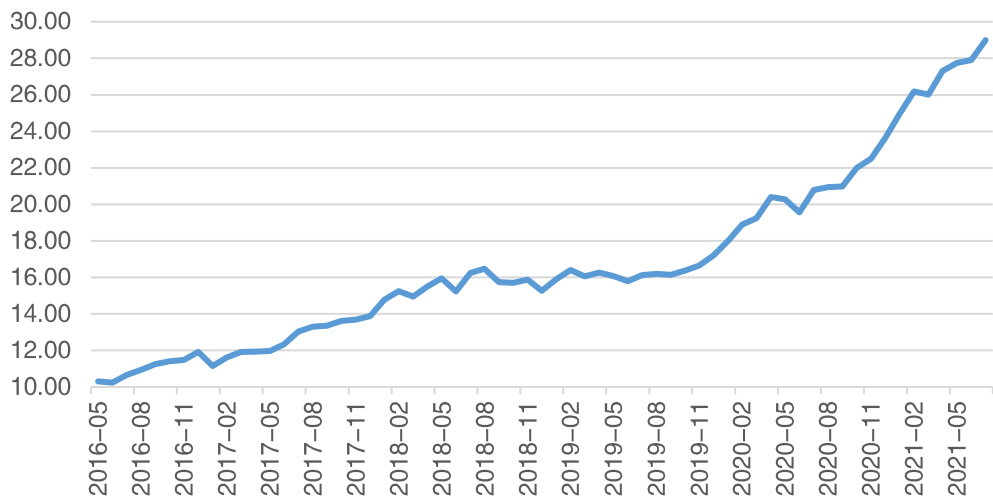
图 3.1 各行业指数的估值分位数情况



资料来源：Wind 南华研究

国内私募资产管理规模持续增长，基本没有受到行情波动的影响。根据现有信息来看，资管行业的规模将在较长时间内都保持上升的趋势。

图 3.2 公私（证券）募基金管理规模合计（万亿元）



资料来源：Wind 南华研究

巴菲特指标在美股市场持续失灵，上周该指标突破 200%，但美股在上周五晚续创新高。而巴菲特指标在 A 股市场也并不好用，2018 年初和 2021 年初的顶点，该指标基本无法捕捉。

图 3.3 A 股巴菲特指标



资料来源：Wind 南华研究

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点