

流动性结构将继续利好IC

摘要

最近 A 股盘面的表现非常“割裂”：估值位于历史相对低位，市场热度却像在牛市顶部。我们检验了最近的市场交易数据，结果发现上周 A 股的市场风险偏好改善明显，甚至出现了短期过热的迹象。

我们认为上周市场风险偏好的改善和宏观基本面变化息息相关。从前一周美国非农数据不及预期开始，到国内超预期的进出口增速，再到超预期增长的 PPI 增速，让市场认为中美货币政策易松难紧，导致市场风险偏好的走高。

从上周五盘后披露的 8 月金融数据来看，**国内的流动性会延续银行间流动性充裕，实体流动性紧缩的结构，这一结构会继续利于 IC 相对于 IH 走强。**

从股指单品种来说，我们目前依然维持对 IC 后市看好，对 IH 和 IF 维持震荡整理，但关注底部空间的观点。短期来看，我们需要注意的是三个指数都有点盘面过热的迹象，容易在消息面的影响下引发回调。但**从中长期看，基本面的变化还是支持 IC 的上行，IH 和 IF 的下行空间越来越窄，但底部的确认依然需要时间。**

策略推荐：继续持有多 IC 空 IH 敞口。

本周重点关注：IF 和 IH 的状况，关注 9 月 FOMC 会议的预期波动。

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

0571-81727107

相关报告

《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》

《20210830：市场风格会切换吗？》

《20210906：中证 500 业绩胜出，跨品种价差走阔无虞》

一、行情分析和展望

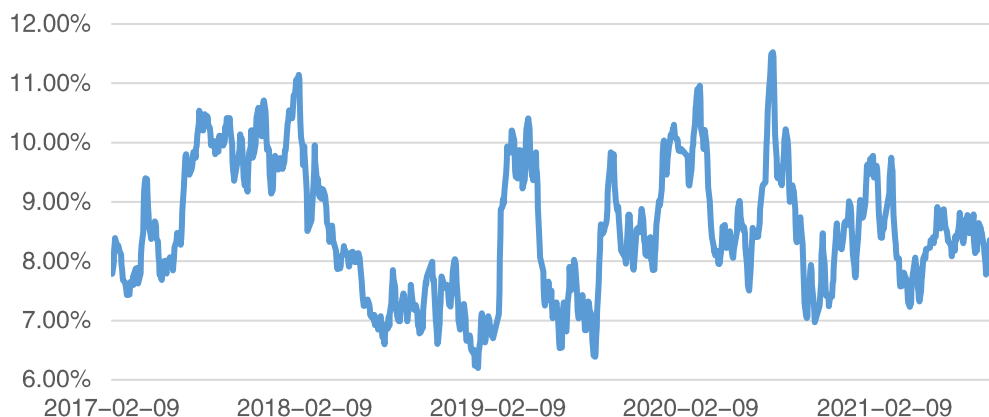
上周，A 股出现了久违的普涨行情，万得全 A 指数在上周二正式突破区间高点，创下 2015 年 6 月底以来的新高，并在上周五继续刷新前高，将市场情绪进一步推高。不得不说，最近 A 股盘面的表现非常“割裂”：从估值来看，目前三大指数的估值并不高，甚至部分指数的估值属于历史低位；但从盘面交易数据来看，两市成交量连续一个多月高于万亿并有继续上升的趋势，两融余额创五年多新高和换手率一路上升等情况，都在说明市场热度极高。从历史经验看，这种程度的盘面热度通常出现在牛市顶部阶段，而在约莫半个月前我们关注的却是 IF 和 IH 是否已经见底。很显然，目前的 A 股并不属于牛市顶部阶段，那么如此火热的交易数据，说明了什么呢？我们又应该如何看待后续行情？

为了更客观的看待 A 股的“割裂”状况，以及对后市做出合理的判断，我们会先对股指状态做一个判断，之后再结合最新的宏观基本面信息去对后市做展望。

首先，我们查看了三大股指的估值水平，发现三者都位于历史相对低位。我们用价值指标衡量的沪深 300 和上证 50 的估值分位数分别是 36% 和 28.9%，属于相对便宜区间。值得注意的是，这两者的价值指标都已经落入了我们所谓的“可买”区间，这意味着两个指数的配置价值已经相对较高了。中证 500 指数的估值一直偏低，目前其 PE 估值分位数为 7.7%，在 7 月初时，该数据为 5.8%。简单来说，目前股指的估值基本让我们排除了“牛市顶部”的可能，比起顶部，较低的估值让我们认为这边是底部的概率更大。

其次，我们从市场交易数据来看看市场的状态。这边我们关注到两个重要的数据，第一个是前文提到的两融余额，这个数据创了历史新高，一定程度上说明市场的风险偏好改善明显。但随着居民财富的搬家，入市资金在近几年大规模上升，因此，两融的绝对值水平并不能很好的衡量市场的风险偏好。我们采用融资买入额占 A 股成交额比例的数据来更客观的观察市场的风险偏好状况。从图 1.1 可以看到，每当市场阶段性顶部时，该数据都会出现尖顶，目前这一数据有走高的迹象，但距离前期高点仍有一段距离。换言之，市场风险偏好的确出现了明显的改善，但并未到达阶段性顶部时的程度。

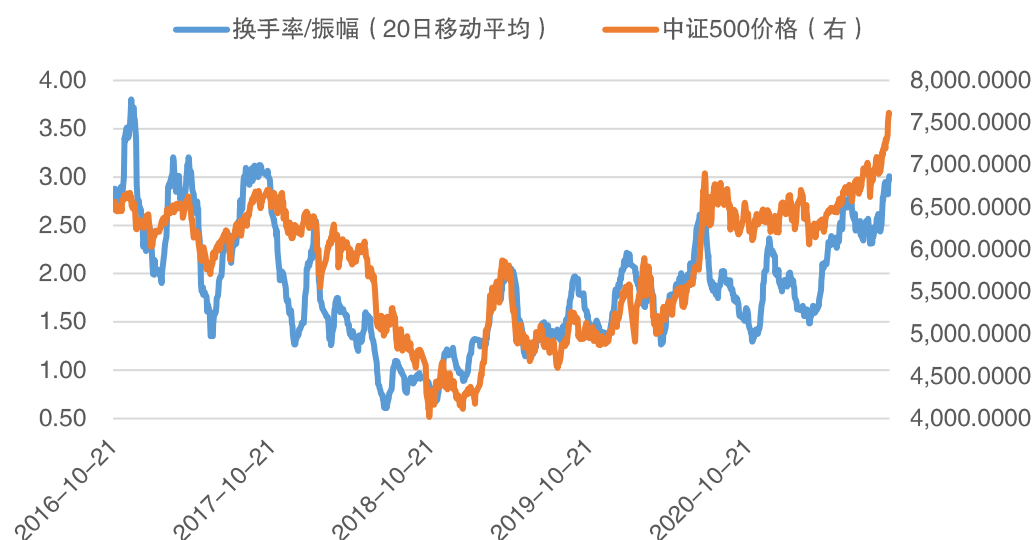
图 1.1 融资买入占 A 股成交额比例 (MA5)



资料来源：Wind 南华研究

随着市场风险偏好的改善，市场活跃度通常也会出现改善，这也是我们关注的第二个数据。我们都知道当换手率上升时，说明市场交易热度高，而且多空分歧也在加大，但当我们把日内走势的振幅也纳入考虑后可以发现，我们能够比较好的捕捉短期的市场波动。从图 1.2 中可以看到，7 月底中证 500 开始加速上涨后，市场活跃度也直线上升，目前市场活跃度还在持续上行，并且已经超过了去年 7 月初时的水平，在去年 7 月初时，IC 在短期大幅拉升后，就陷入了震荡。虽然市场活跃度的高低和指数是否继续上涨不存在必然联系，但我们的确可以用历史数据做参考。我们还分别查看了沪深 300 和上证 50 的市场活跃度，结果发现上证 50 的市场活跃度是最低的，沪深 300 的活跃度也已经和历史峰值基本持平。也就是说，三大指数的市场活跃度都较之前有了明显的提升，部分甚至出现了活跃度过热的迹象。

图 1.2 市场活跃度（中证 500）



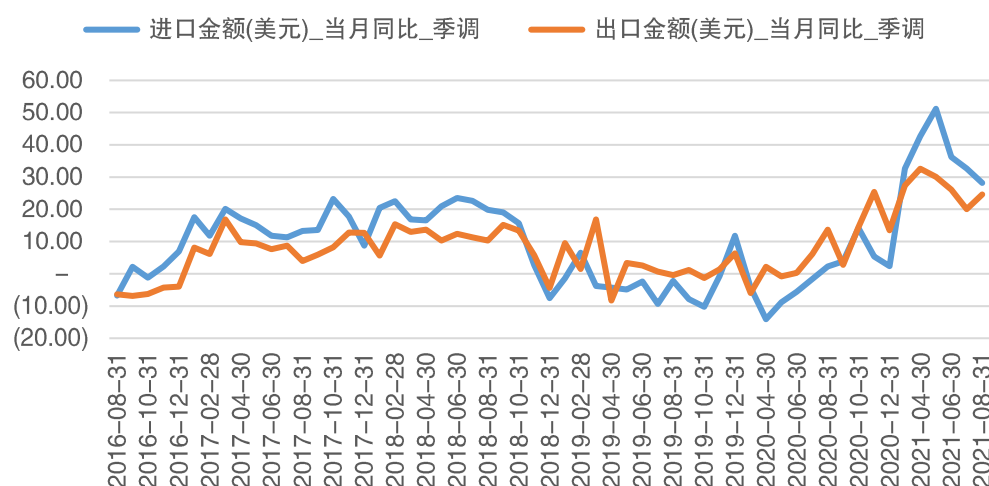
资料来源：Wind 南华研究

那么上周导致市场情绪持续改善的原因是什么呢？

我们觉得上周盘面受到内外宏观基本面信息的影响是比较大的。先是前一周周五晚间的美国非农数据大幅不及预期，让市场对 Taper 的预期落地时间出现了延迟，美元指数也持续走低，这利于全球风险资产的走强。接着在上周二，国内公布的进出口数据超出市场预期，其中出口增速自去年 6 月以来已经连续 10 个月保持正增长，进口增速连续 7 个月正增长。亮眼的进出口数据似乎证伪了之前市场认为经济转弱的预期，盘面因为这一预期差开始走强。在上周四时，国内公布了 8 月价格指数状况，PPI 同比增速继续走高，录得 9.5%，再次超过市场预期，而同期 CPI 却继续走低，仅为 0.8%，PPI-CPI 剪刀差继续扩大，原材料涨价和下游盈利压力大的状况继续恶化，经济的不均衡让市场预期货币政策易松难紧，同样利于市场风险偏好的走强。总之，上周市场风险偏好在宏观信息面的刺激下，一路走高。

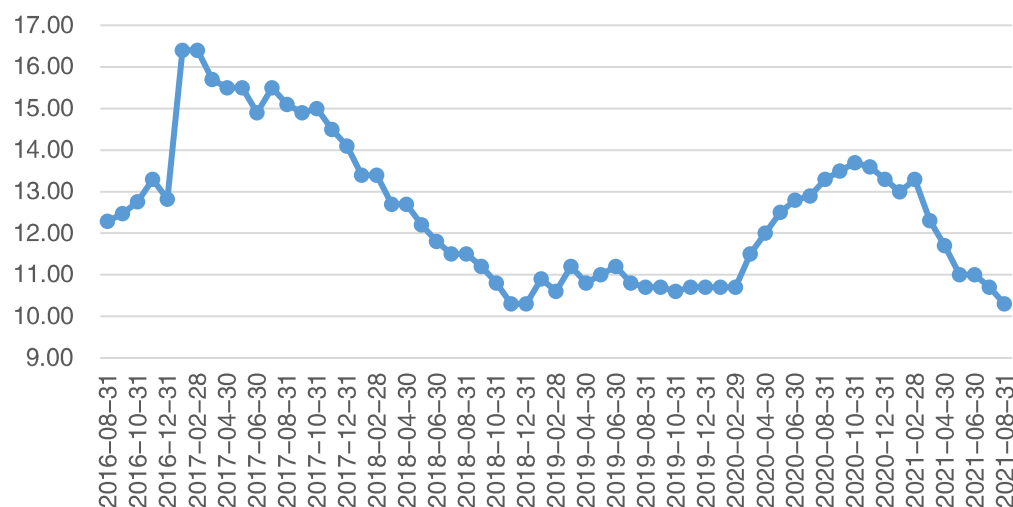
目前，从市场状态看，股指已经进入了相对过热的状态，在这种情况下，股指要继续上行需要有新的信息维持住当前的市场风险偏好。上周五盘后，国内披露了8月的金融数据，从结果来看，我们认为要维持住全市场偏积极的风险偏好开始变得困难。

图 1.3 中国进出口增速状况 (%)



资料来源：Datayes 南华研究

图 1.4 社融存量规模增速 (%)

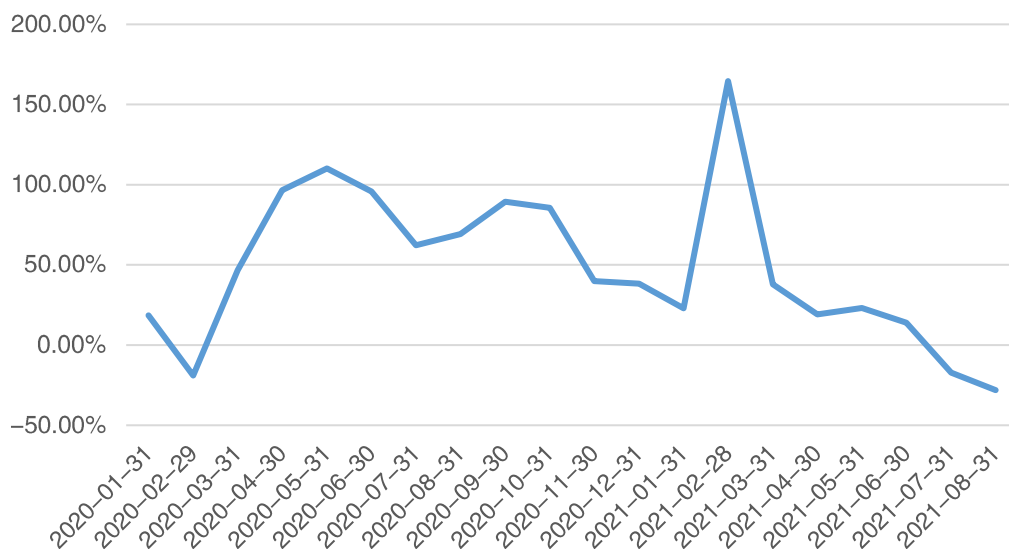


资料来源：Datayes 南华研究

从社融存量规模增速来看，8月增速环比继续下滑0.4%，录得10.3%，已经和2018年11月的增速持平，而2018年11月上上一轮社融周期的最低点，这说明社会融资需求整体增长乏力。我们最关注的企业中长期贷款增速也继续下滑，说明目前宽信用难有

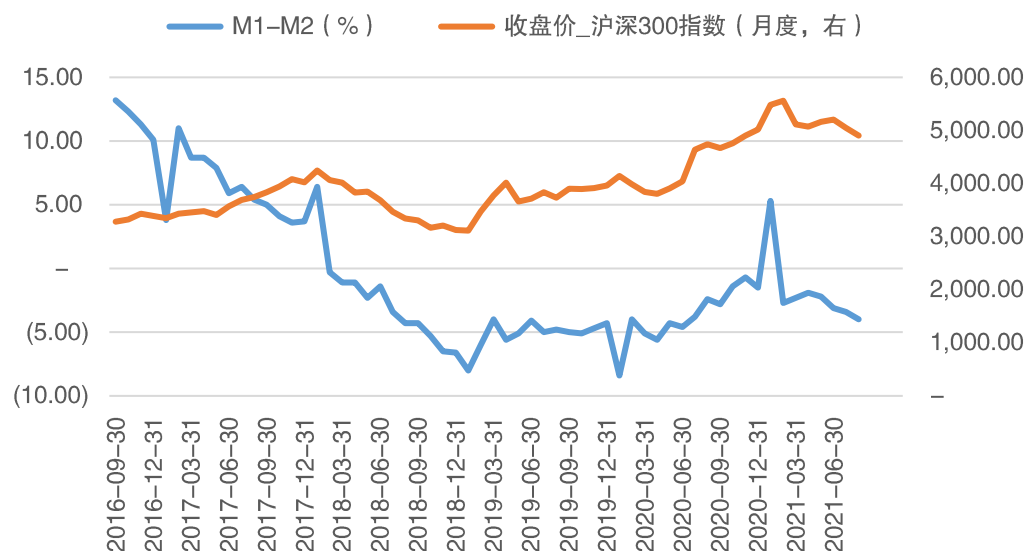
起色，实体对未来经济的观点也并未变得积极。同时，M1-M2 剪刀差继续扩大，说明实体经济的流动性状况并未得到改善，反而加速恶化了。这一指标的恶化，给权重指数上行带来了额外的压力。

图 1.5 企业中长期贷款增速 (%)



资料来源: Datayes 南华研究

图 1.6 M1-M2 剪刀差和沪深 300 指数



资料来源: Datayes 南华研究

我们在今年 8 月 30 日的周报《市场风格会切换吗？》中提到，当实体流动性恶化，而银行间流动性保持充裕时，IC 通常会有更好的表现。目前，从经济数据来看，下游企业的压力仍存，经济不平衡的状况会让货币政策保持宽松，而宽信用需要更长的时间，即实体流动性改善短期难以一蹴而就，这就意味着接下来国内的流动性结构依然会是银行间流动性充裕，实体流动性紧缩的状况，这会继续利好 IC 相对于 IH 的走强。从股指单品种来说，我们目前依然维持对 IC 后市看好，对 IH 和 IF 维持震荡整理，但关注底部空间的观点。短期来看，我们需要注意的是三个指数都有点盘面过热的迹象，容易在消息面的影响下引发回调。但从中长期看，基本面的变化还是支持 IC 的上行，IH 和 IF 的下行空间越来越窄，但底部的确认依然需要时间。

二、策略推荐及跟踪

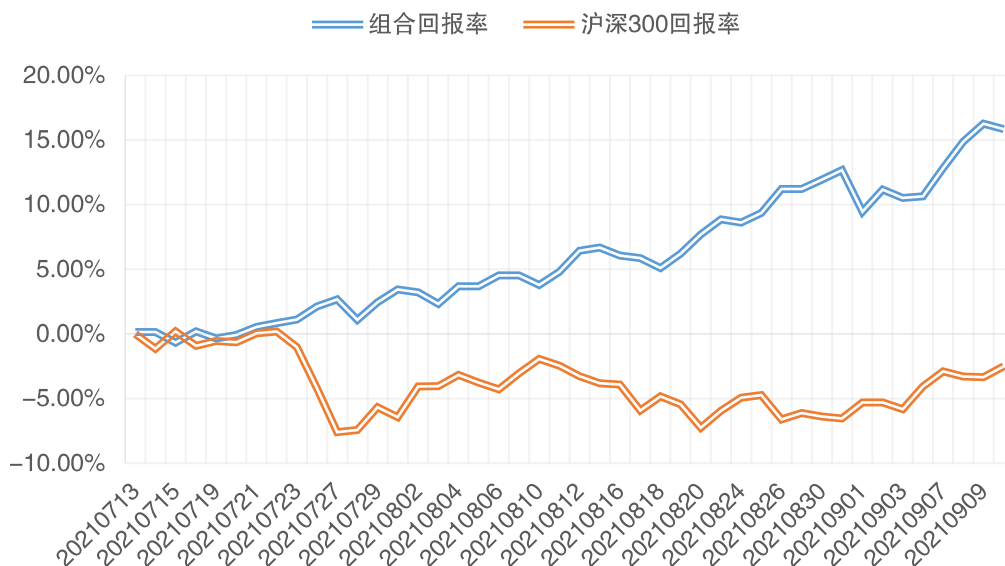
1. 多 IC 空 IH 策略跟踪

上周，我们维持仓位不变，组合收益率大幅走高，盘面反复带来的回撤比我们预期的小一些，说明 IC 相对强势的力量较足。

短期的风险点有两个，第一个还是上周提到的换手率高企问题，这一问题在上周继续加剧，结合市场其他指标，盘面短期过热的迹象已经出现，需要引起警惕。第二，9 月 FOMC 会议将在 21-22 号召开，本周可能市场会因为对会议的预期出现摇摆，需要注意短期的波动风险。

本周，我们大概率维持仓位不变。

图 2.1 多 IC 空 IH 组合收益率

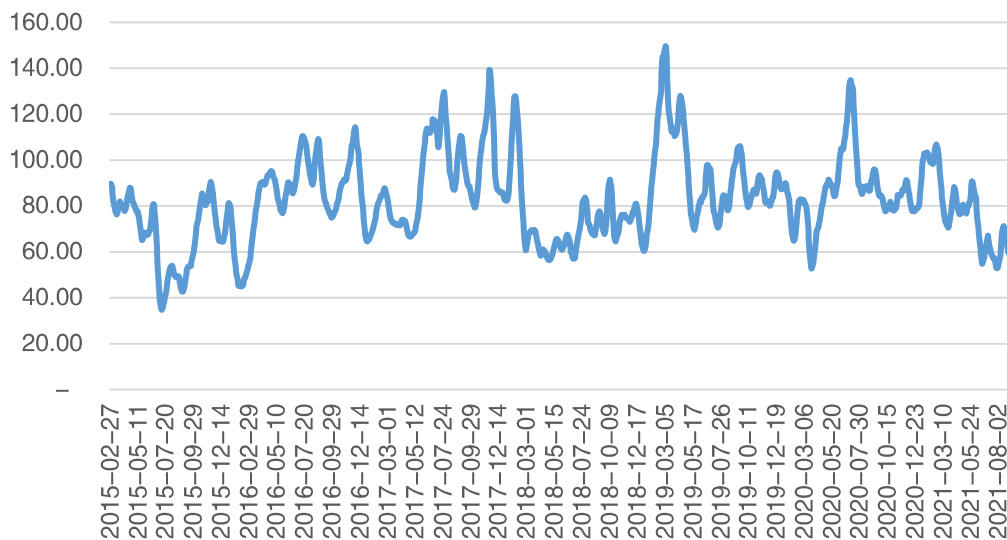


数据来源：南华研究

三、一周趣图

50ETF 期权的认沽认购持仓比依然位于历史相对低位，盘面虽然火热，但认沽相对于认购的持仓量并未出现明显上行，说明市场看空情绪并不强烈。

图 3.1 50ETF 期权认沽认购持仓比 (MA10)



资料来源: Datayes 南华研究

虽然近两个月，中证 500 指数的涨幅可观，但从估值来看，变化并不大，说明中证 500 的盈利增长抵消了指数上涨带来的估值波动。

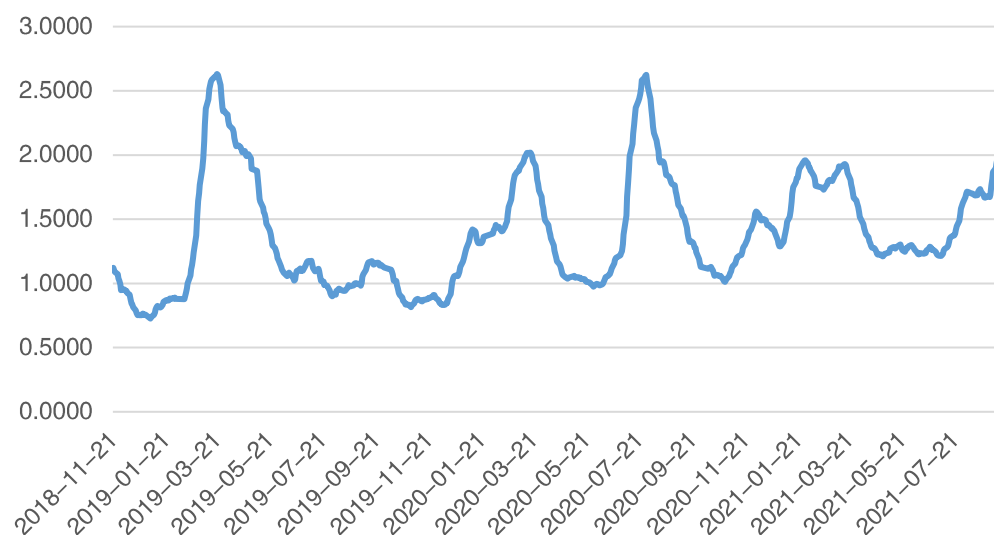
图 3.2 中证 500 PE 估值



资料来源: Wind 南华研究

近期，沪深 300 指数持续反弹，交易热度较高，换手率一路高涨，已经超过今年年初高点，市场多空分歧进一步扩大。

图 3.3 沪深 300 换手率 (MA20,%)



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，但我公司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

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点