

分化的市场新格局

■ 华翔

2017年以来,A股市场分化明显,造成了个股涨跌分化,指数表现与以往市场共同涨跌时完全不同,本文将分析造成这种格局的原因和后续可能的变化。

从市场表现看,大盘蓝筹股集中的上证50指数自2017年5月至今涨幅29%,而中小盘集中的中证500指数跌幅16%,两者拉开46%的收益。从板块看,食品、家电、非银、银行等受经济周期影响相对较小的板块涨幅好于建筑装饰、采掘、钢铁、纺织服装等周期行业。

回顾2017年以来股票的业绩表现、市值和主题,可以发现这一轮的上涨主要遵循三个因素。第一,从股票的内在价值看,摘取上涨幅度前列的行业与下跌幅度较大的行业进行对比,符合净资产收益率平均较高和改善的行业涨幅好的规律。第二,从股票的定价看,大盘股表现强于中小盘,高分红股票强于低分红股票。第三,从股票的主题看,与宏观周期关系弱的必需消费品例如食品饮料最强,周期性越强的主题表现越弱。

追究其原因可以发现,除了投资回归股票的基本面以外,选择市值大的龙头股和分红高的股票或者是与周期相关性弱的股票,从短期看符合2018年初以后我国和世界经济增速放缓的情况下,用这类股票进行防御性配置;从长期看,A股中上游原材料的分配占比逐渐减少,而消费品类则则在逐渐提升,未来占比最少的TMT类别的空间很大。结合2010年以来的三季报,行业归母净利润占比上升的主要是中游制造业(其中提升最大的是建筑装饰)、必选消费(其中占比较大的是食品饮料和医药生物)和TMT(主要是电子)。

另外,外资的进入同样带来了重要影响。今年以来,外资通过陆股通净流入资金超过2000亿元。我们发现中美利差的变化与上证50的涨跌变化比较一致,说明蓝筹白马股除开自身的基本面估值外,也需要考虑作为资产配置的需求。根据2019年三季报披露,QFII和陆股通资金在行业配置上占流通A股比例最高的是家用电器,占比10%,其次是休闲服务、食品饮料、建筑材料、医药生物,分别是6.18%、5.36%、3.99%、3.67%;占比最低的是有色金属、化工和采掘,分别是1.15%、1.1%和0.98%。三季度外资持股市值最高的行业分别是食品饮料、银行、家用电器、医药生物和非银金融;持股市值最低的行业是一些周期行业,例如纺织服装。从外资持股选择的行业看,也主要是一些消费类股票。

美国股票市场的经验表明,消费股和TMT行业的前景展望目前来看是最好的。至今,美股的行业总市值排名为信息技术、金融、可选消费、医疗保健、日常消费。市盈率排名为医疗保健43倍,信息技术31倍,房地产30倍,工业27倍,可选消费和日常消费26倍和24倍。我国股票市场的总市值排名前几位为银行、非银金融、医药生物、电子、食品饮料。除了金融占比略大以外,顺序和美国有类似之处。

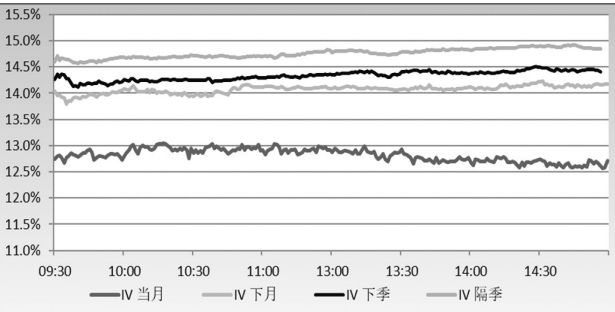
2017年以来国内股票市场的投资风格发生了较大的变化,这种变化既有短期的资金和业绩因素,也有长期的宏观结构调整因素。作为投资者我们应该正视这种变化,顺应时代发展的需求,在未来的股票行业选择上作好积极的准备。

(作者单位:永安期货)

IV处于偏低水平

■ 范林燕

受港股拖累,周一A股低开 after 一路走低,沪指大跌超1.8%,随后3个交易日均呈现弱势窄幅振荡结构,昨日日内振幅仅0.6%,微涨0.16%于2909.87,险守2900点之上,市场观望气氛浓厚。中小票偏强,深成指涨超0.6%,两市超50家涨停,这表明市场仍有做多力量,待港股市场稳定后有望实现向上突破。蓝筹股为主的上证50指数亦窄幅整理,强守3.0整数支撑,缩量收平于3.013。



图为各月份IV日内走势

期权市场随标的缩量13%,昨日成交量仅160.6万张,其中认购期权减少13.1万至88.4万张,认沽期权减少10.8万至72.2万张。成交PCR为0.82,与前期持平,投资者侧重于在认购期权上进行交易,博取50ETF价格上涨带来的收益。当月成交占比高达75%,投资者主要集中于11月合约上进行交易。

期权持仓量继续稳步增长,多空双方博弈激烈,昨日增加1.4%至45.2万张,其中认购期权持仓增加2.3万至248.6万张,认沽期权持仓增加3.8万至203.7万张。当前当月持仓占比为57.8%,相比前值58.4%小幅下降。持仓PCR值0.82,投资者在认购期权上的持仓积累逐渐增加。

从各行权价成交分布情况可以看出,投资者主要集中于3.0平值期权上进行交易,11月3.0认购期权合约成交量320万张,认沽期权成交量为25.3万张,二者流动性最佳。当月平值附近期权合约均呈现不同程度增仓,并在较远行权价上逐渐减仓。

因标的日内波动较小,当月期权时间价值损耗较大,IV值振荡走低,而后面3个月IV在逐渐小幅走高,投资者在博弈振荡之后的大波动机会,当前各月份IV值分别收于12.6%、14.2%、14.4%、14.8%,呈现近低远高的“升水期限结构”。整体来看当前IV处于偏低水平,可考虑做多波动率。

方向性操作上建议,中长期来看股市将表现为振荡上行,投资者可继续逢低卖出认沽期权,长期持有赚取期权时间价值。

IF、IH靠近今年以来的长期趋势线
股指下行力度减缓



股票对通胀具有一定的免疫力,目前股债相对回报率围绕历史80分位波动,股市相对债市的性价比和安全边际更高。

■ 何慧

上周利好因素较多,在MLF利率调降、人民币汇率回暖、MSCI提高A股纳入因子的背景下,A股仅微幅上涨。周一公布的新增贷款和社融规模大幅回落,A股市场迎来快速调整,反映出市场当前的矛盾在于企业盈利能否企稳。

上周IF、IH、IC分别在4000、3000、5000整数关口再次遇阻回落,快速运行至区间下沿3850、2930、4800附近,其中IF、IH已靠近今年以来的长期趋势线,IC临近黄金分割线。另外,前期6月和8月下旬的两个横盘振荡区间有望提供支撑,同时,11月11日的跳空缺口也有回补需求。目前股指在快速调整后的下行力度有所减缓,未来一段时间市场或将维持振荡格局。

从近期公布的10月数据来看,除了CPI超预期上涨之外,PPI价格、金融数据、经济数据均继续下滑,进一步验证了市场的“类滞胀”预期。一方面,周六公布的CPI同比高达3.8%,预期3.4%,前值3%,通胀上升后往往具有惯性,大幅回落的可能性较低,且容易引发通胀预期。另一方面,周一公布的10月新增信贷和社会融资规模双双下降,且不及预期。周四公布的工业增加值同比4.7%,前值5.8%,低于预

期5.3%;固定资产投资同比5.2%,低于前值和预期的5.4%,消费零售同比7.2%,前值7.8%,低于预期7.9%。此外,结合已公布的10月PPI同比-1.6%,工业通缩加剧,企业利润拐点短期难现。但与此同时,PPI见底企稳的时间缩短,企业利润也出现季度性边际改善。

在“类滞胀”背景下,股债均难有亮眼表现,但仍存在一定差异。从定价原理来看,股债的价值均来自未来现金流的贴现,不同之处在于债券的现金流是固定的,而股票的现金流是可变的。一般来说,通胀的上升必然会蚕食未来的固定利息,从而导致债券价值缩水,而通胀高企的过热阶段,通常会伴随着企业盈利的增长,那么企业未来的现金流也随之增加,股票通常还会上涨。因此,“胀”是债券的天敌,股票对通胀具有一定的免疫力,反而受经济“滞”的影响较多。从国内积极出台的稳增长政策角度来说,“滞”相对“胀”更为乐观一些,目前股债相对回报率围绕历史80分位波动,股相对债的性价比和安全边际更高。

从市场风险偏好来看,一方面,短期市场存在一些积极因素。11月5日,MLF降息超预期5bp,目前市场将注意力放在了20日LPR报价是否会同步下调5bp。11月7日,商务部新闻发言人高峰表示,过

去两周中美双方牵头人就妥善解决各自核心关切,进行了认真、建设性的讨论,同意随协议进展,分阶段取消加征关税。证监会拟对《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订,旨在提升再融资效率,降低上市公司杠杆率;同时,沪深300期权产品试点审批通过,ETF期权和股指期权扩容等资本市场制度改革措施出台,制度的完善短期或对资金供给产生压力,长期则有利于引入增量资金。

另一方面,市场情绪仍受到多方面因素的抑制,包括通胀连续上行、利率快速反弹,IPO供给加大、解禁市值增加等,加之当前疲弱的宏观经济数据,盈利兑现并不充分,且年底投资者趋于落袋为安,均或将使得年末的市场风险偏好回落。在低风险偏好背景下,投资者更倾向于把握景气度明确或存在边际改善迹象的品种,低波动、稳定类、低估值的板块相对占优,这从市场的结构性上涨可以得到验证。自9月中旬以来,三大期指走势虽然保持一致,但强弱却出现明显分化,其中IH依旧处于上行通道,重心不断上移,且创下年内新高,而IC的市场重心却在不断下移。

(作者单位:中辉期货)

债市收益率不具备大幅上涨的基础

分点,跟预期持平,CPI与PPI的剪刀差进一步扩大。

进入11月之后猪肉价格连续两周环比下降。11月12日,国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业座谈会,会上提到要加快恢复生猪生产,取消不合理禁限养规定,多策并举确保市场供应。目前中美贸易谈判取得积极进展,在国内生猪生产短期内难以快速恢复的情况下,加大进口力度值得期待。目前猪肉价格大涨已经受到政府的高度重视,虽然短期内价格很难明显下降,意味着在去年低基数数的作用下,CPI同比增速仍将保持高位,但是继续大幅上涨的可能性已经不大。综合来看,当前的通胀只能说是一种供给不足引起的结构性通胀,工业品的价格持续下降,呈现出明显的通缩特征。上周央行超预期降低MLF操作利率,缓解了市场对于当前通胀的担忧。

周二公布的10月金融数据显示,新增人民币贷款6613亿元,低于市场预期8000亿元,社会融资规模增量6189亿元,低于市场预期1万亿元。新增贷款和社融收缩明显,主要是季节性影响,从历史来看,每年的10月新增信贷减少是惯例。此前两个月信贷和社融冲量,进入10月后有所回落情理之中。同时也要考虑到,截至9月底,今年的专项债额度基本提前发行完毕,这也成为10月社融规模出现

下滑的重要原因。

周四公布的10月经济数据有所回落,虽然有季节性因素的原因,但总体上还是略微不及预期的。从数据上看,工业增加值同比实际增长4.7%,比9月回落1.1个百分点,低于预期值5.3%,1—10月,固定资产投资同比增长5.2%,增速比1—9月回落0.2个百分点,低于预期值5.4%,其中基础设施投资同比增长4.2%,增速比1—9月回落0.3个百分点,房地产开发投资同比增长10.3%,增速比1—9月回落0.2个百分点,商品房销售面积同比增长0.1%,增速今年以来首次由负转正。总体来看,预计四季度经济下行压力依旧较大。

对当前的债市而言,此前9月、10月市场担忧的通胀加剧、经济企稳和货币政策收紧等预期被一一证伪,市场流动性始终保持在较为充裕的水平,收益率不具备重新大幅上行的基础,预计期债反弹短期仍会持续。接下来需重点关注新一期的LPR报价利率,尤其是5年期的报价利率,由于目前LPR报价利率锚定MLF操作利率,既然此前MLF操作利率下调5个BP,按照预期本期LPR报价利率也将下调5个BP,如果出现偏离预期的情况,预计将对期债形成明显的冲击。

(作者单位:中信建投期货)

IF 等待突破



IF加权近期反弹至4000点一线遇阻回落,价格仍未有效突破高位整理三角形形态。目前,价格在60日均线附近获得一定支撑,5日均线拐头再度向下穿越10日均线和20日均线,MACD指标也再次交出死叉。综合来看,IF加权反弹至4000点一线遇阻回落,且市场资金有一定的流出,表明上方压力较大,后市重点关注60日均线的支撑情况及价格对近期高位整理三角形的突破。

IC 收缩整理



IC加权近期跌至4800点一线有所企稳,之前下跌过程中每次反弹的高点都逐次降低,日线架构呈现收缩整理。目前,均线系统排列较为混乱,MACD指标的快慢线在零轴附近粘合在一起超过了半个多月的时间,等待价格指引方向。综合来看,IC加权日线架构呈现收缩整理之势,且近期价格跌至4800点一线获得支撑,如果市场量能出现放大,或将打破现有僵局。

十债 低位反弹



十债加权于10月底在97点的整数关口出现止跌,之后价格逐步进入反弹,并连续突破5日均线、10日均线和20日均线。目前,价格已经向上突破了之前一个半月下跌的下降压力线,MACD指标在零轴下方交出金叉后,红色能量柱也有所放大。综合来看,十债加权近期日线架构已转为反弹,且价格向上突破重要压力位,建议空单逐步止盈离场,短线转为偏多思路操作。

(中原期货 刘培洋)