

外围市场暂企稳

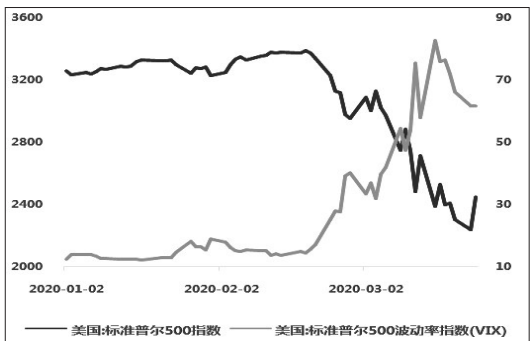
期指阶段性反弹开启 关注大指数估值修复

从A股的估值角度来看,当前各大指数估值均处于合理位置,市场下跌多是源于外部风险因素使得估值承压。随着外部风险的缓和,预计4月初之前A股指数层面风险不大,超跌反弹有望延续。市场风格方面,短期市场结构会继续趋向于均衡,其中以上证50和沪深300为代表的大指数估值修复值得期待。

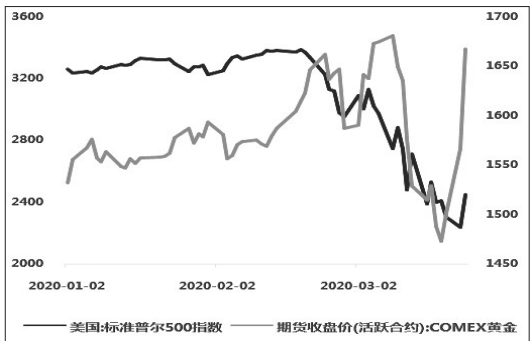
■ 陈畅

过去两周,在全球(尤其是美国)流动性明显紧张的背景下,全球股票市场承受着巨大压力。周一晚间随着美联储宣布实施一系列刺激政策,以美债和黄金为代表的避险资产与以股票和商品为代表的风险资产先后出现大幅反弹,表明海外流动性危机的缓和和初见端倪,市场谨慎情绪开始得到修复。就短期而言,我们认为A股超跌反弹的窗口已经开启,随着海外市场的企稳和波动率的下降,4月初之前市场有望延续反弹态势。

海外流动性风险缓和,市场谨慎情绪有望反转



图为标普500指数与VIX指数(2020年年初至今)



图为标普500指数与COMEX黄金走势对比(2020年年初至今)

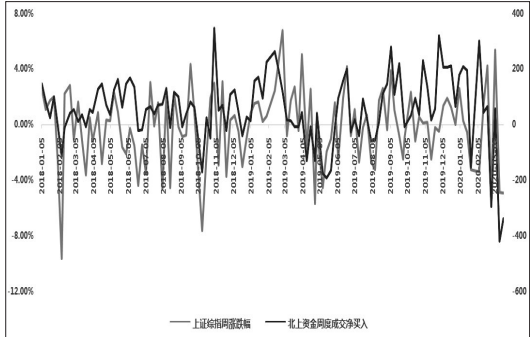
从市场走势来看,本周前两个交易日的行情与上周相比,可谓是冰火两重天。上周在全球(尤其是美国)流动性明显紧张的背景下,权益类市场承受着巨大压力。就A股而言,近期北上资金的大幅外流使得整个市场,尤其是与外资相关性较高的蓝筹股和大指数承压。统计数据显示,3月13日当周北上资金成交净卖出金额达417.95亿元,创历史最大单周净卖出纪录;3月20日当周北上资金成交净卖出金额达337.7亿元,创历史第三大单周净卖出额;尽管上周五(3月20日)是富时罗素第三阶段扩容的建仓日,但是北上资金仅成交净流入16.87亿元,远低于预期。我们认为近期外资之所以频繁大幅流出,除了因为不确定性升温而战略性压缩股票等风险资产的配置之外,还有很大一部分原因在于美股的流动性风险。



由于美股的高杠杆率、高被动交易和高程序化交易特征,当市场连续大跌后,许多机构需要及时补充交易保证金才能不被强制平仓。于是机构选择卖出美债、黄金,甚至是A股和中国国债,来补充美股流动性。因此,过去两周伴随着美股大跌,国际金融市场出现了美元指数持续走强、主要新兴市场汇率大幅贬值,避险资产(主要是美债和黄金)与风险资产(主要指股市和商品)同步下跌的状况。

周一晚间美联储宣布实施一系列刺激政策,其中包括购买投资级信用债和相关ETF,该措施直接针对当前市场所面临的信用冲击,有助于缓解市场的流动性紧张和信用风险。在上述措施出台后,美债和黄金等避险资产率先反弹,随后全球股票市场大幅上涨,美国主要投资级和高收益债券的ETF也出现明显反弹。避险资产与风险资产先后反弹,意味着海外流动性危机的缓和和初见端倪,此前由于流动性风险导致的市场谨慎情绪开始得到修复。同时美元指数走弱、VIX指数下跌,预示着前期恐慌性的交易美元头寸回补需求得到缓解,后续海外市场波动率将逐渐下降。

随着海外流动性风险出现缓和,本周二起北上资金恢复净流入,这有利于缓解甚至消除外资重仓品种短期的抛压,对蓝筹股和大指数的估值修复构成利好。



图为上证综指周涨跌幅与北上资金周度成交净买入额

超跌反弹一触即发,关注大指数估值修复机会

从A股的估值角度来看,当前各大指数估值均处于合理位置,市场下跌多是源于外部风险因素使得估值承压。一旦外部压力缓解,A股随时可能迎来超跌反弹。周一晚间美联储宽松政策的出台有助于缓解流动性压力和信用风险,减少此前由于流动性紧张而持续压制市场的无差别抛售。3月25日午间,美国参议院就两党刺激计划达成协议,2万亿美元刺激法案的获批将更加有利于市场情绪的回暖。就短期而言,我们认为A股超跌反弹的窗口已经开启,随着海外市场的企稳和波动率的下降,4月初之前市场有望延续反弹态势。但是进入4月之后,有以下几点事项需投资者重点关注:

一是海外疫情防控和进展。随着流动性风险得

到缓和,市场的关注点将逐渐从因流动性原因导致的无差别抛售转向因疫情原因导致的基本面下行,因此需密切关注海外疫情的防控状况及各国政府的刺激政策。如果后续疫情防控不当,那么在市场避险情绪和经济悲观预期的双重压力下,行情可能再次出现大幅回调。

二是海外信用和汇率风险。近期A股和港股房地产股票大跌,很大程度上源于海外信用风险传导到国内。目前美国信用市场发生局部危机(尤其是高收益企业债)的可能性依然存在,后续仍需继续观察各类流动性及信用指标,警惕高收益企业债风险对A股部分行业的映射(尤其是地产)。此外,部分疫情严重地区及新兴主权国家债务风险和汇率风险也值得重视。

三是国内政策面刺激措施。上周A股出现了对经济基本面的担忧情绪,由于近期公布的经济数据偏低,但政策面并没有伴随海外市场继续宽松(MLF利率和LPR报价并未调降),使得短期市场对于稳增长预期产生了分歧。我们认为,虽然短期内上述利率并未调降给市场带来了扰动,但是后续政策面大概率会继续出台一系列刺激政策来托底经济。当前在银行体系流动性较为充裕的背景下,政策面更加侧重于引导利率下行,降低中小企业融资成本。周二晚间国常会提出鼓励大企业融资后向上下游中小微企业支付预付款,有利于支持打通宽货币到宽信用的传导环节。未来随着国内疫情防控取得明显成果 and 有效复工的不断推进,宽松的货币政策可能伴随着财政政策的出台逐步实施,以求达到更好的政策效果。

四是上市公司一季报状况。进入4月,上市公司将陆续披露年报和一季报。受病例防控影响,部分上市公司一季报存在业绩不及预期的风险,需警惕个股业绩地雷对市场情绪的冲击。

综上所述,我们认为4月初之前A股指数层面风险不大,超跌反弹有望延续。市场风格方面,预计短期市场结构会继续趋向于均衡,其中以上证50和沪深300为代表的大指数估值修复值得期待。

首先从估值角度来看,上证50和沪深300的PE值处于历史较低水平,盈利估值匹配度具有明显吸引力。

其次从资金角度来看,前期北上资金大幅外流使得外资重仓的蓝筹股和白马股遭受持续抛售压力,这些股票大多为沪深300和上证50成分股。短期随着海外流动性风险的缓和以及北上资金重新恢复净流入,上述标的存在补涨需求。

最后,从政策角度来看,如果后期稳增长政策落地,有利于传统周期消费行业基本面修复,那么大指数有望迎来预期反转的投资机会。

因此操作上,前期指数ETF的定投仓位可以进行滚动操作降低成本。期指方面,不建议投资者单边做空,同时激进者可逢回调布局多单(以IF、IH为主)。如果消息面有变导致海外市场波动增加,多单立刻平仓。

(作者单位:一德期货)

资金市场监测

长期利率弱势难改

■ 黄李强

在短期资金需求上升以及中长期宽松政策持续发酵的共同作用下,国内市场利率呈现短升长降的态势。截至3月25日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜、1周利率分别报收于0.847%、1.745%,较上一工作日分别上升3.3、5.2个基点;2周、1月、3月、6月、9月、1年期利率分别报收于1.745%、1.66%、1.897%、2.01%、2.131%、2.245%、2.355%,较上一工作日分别下降0.8、4.1、4.6、3.9、4.8、3.7个基点。

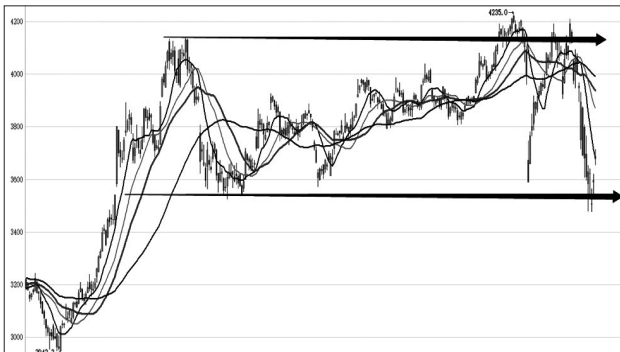
本月,央行先后进行了普惠降准和中期借贷便利操作(MLF),国内市场利率呈现下降的态势。由于疫情在全球持续扩散,各国经济都受到了极大的影响,美国等主要经济在本月纷纷降息,这将迫使国内降息进程加快,在这种情况下国内市场利率中长期仍然是呈现下降态势的。短期来看,近期国内股市有所企稳,投资需求上升,对短期利率有所提振,加之国内短期利率已经处于极低水平,进一步降低的空间有限,也存在修复性上升的需求。

基于上述判断,我们认为中长期市场利率弱势的格局将会延续,短期市场利率有望反弹,但是幅度有限。

(作者单位:金石期货)

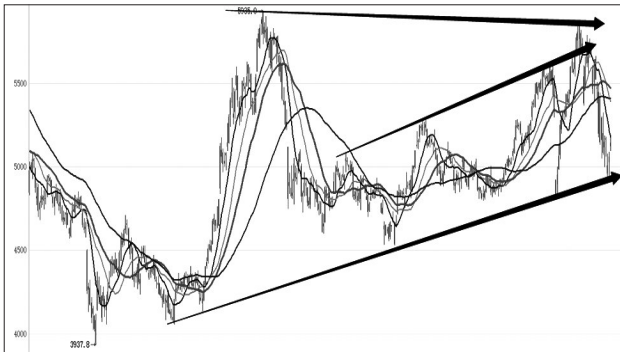
技术解盘

IF 区间波动



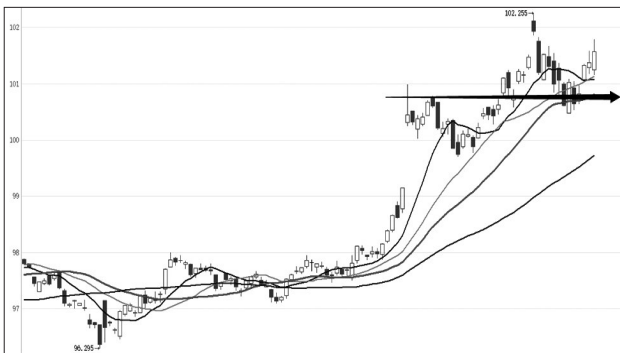
IF主力合约持续保持宽幅震荡走势,形成矩形形态,近期再次快速下行至形态下沿并受支撑开始反弹。从趋势指标看,长期均线开始拐头向下,短期均线快速下行,系统已形成空头排列。MACD指标在零轴下方低位下行减速,有转向上行迹象。BOLL通道开口迅速扩大,K线紧贴下轨运行后,开始回到通道内。从各指标看,后期有走弱迹象。但从形态上看,目前在区间底沿形成支撑后开始反弹。如后期能持续反弹或保持在区间内运行,将对指标进行修复,并继续保持区间震荡行情。

IC 波段运行



IC主力合约长期走势上形成底部不断抬高的大三角形形态,中期走势则形成了向上的扩大形态,波动不断加剧。从趋势指标看,长期均线整体仍保持上行,中短期均线随着K线剧烈波动而上下起伏,MACD也在剧烈波动中不断上下穿越零轴。近期在零轴下方开始减速,BOLL通道持续保持较大开口、各指标均表明在剧烈的波动中没有明显方向,K线走势上显示行情在向上的扩张形态内上下反复,呈波段式运行,后期关注新的波段能否持续上行至前期高点形成的压力位。

十债 上行动力减弱



十年期国债主力2006合约持续保持上涨趋势,近期在创出新高后回调,有测试前期支撑有效后再次上行。从趋势指标上看,均线系统仍保持上涨趋势,但整体有开始收敛,MACD指标则在高位形成背离,BOLL通道开始收窄,各指标均表明目前的上行动力有所减弱。从形态上看,近日的上涨中虽然放量,但涨幅较小,表明上行动力减弱迹象,在前高处可能存在较大压力。后期十债进入高位振荡的可能性较大。

(华泰期货 王卫东)

持仓分析

期指减仓再显谨慎

■ 刘宾

本周大盘呈现三周来难得的探底反弹格局,周一完成二次探底,周二和周三较强反弹,周三收盘沪深300、上证50和中证500指数涨跌幅分别为2.69%、2.3%、2.38%,对应股指期货当月合约涨跌幅分别为2.48%、1.97%、2.22%,对应升贴水为-35.32点、-26.59点、-75.82点。期指涨幅小于股指,使得贴水全线扩大。三大期指当月合约的贴水绝对数仍处于高位,彰显投资者情绪仍没有明显转暖。

期指周三持仓明显减仓,IF减仓5114手,IH减仓4431手,IC减仓13684手。结合分时图看,期指全天高位窄幅振荡,彰显多空分歧不算太大。期指减仓收涨说明多空都在高位了结的迹象,这对短线

能否继续上攻带来一定隐忧。不过,从中线看,上周后半段市场出现一定的减仓,为本周的反弹奠定了一定基础。市场反弹的高度则取决于后期是否有更多资金重新流入。虽然期指本周二和周三都是流入,但周三减仓力度较大,几乎回吐了前两天的增仓,说明目前投资者信心不足。因此,随后两天持仓的变动较为关键。

分析周三交易所公布前20席位合并持仓数据,三大期指空头减仓力度均略大于多头减仓,IF多头减仓2464手,空头减仓2602手,IH多头减仓2858手,空头减仓2948手,IC多头减仓6313手,空头减仓8851手,使得净空头寸改善。IF净空从11039手下降到8758手,IH净空从6672手下降到6337手,IC净空从16755手下降到12382手。虽然这些数据显示空

头优势在减弱,但是上涨还是需要依靠多头的力量。如果多头不能重新进场,会缺乏后续上涨动能。

主力席位合并数据分析,IF合约出现中信、东证减仓超过1200手,而且银河减仓加多,但总体多头略微占优。IH合约主力席位持仓变动缺乏看点。IC合约出现中信减仓2101手和兴证减仓1619手的大单,但国泰、华泰、兴证减仓也是超过1000手,说明部分主力多空资金都在离场。

综合分析,总持仓减仓收涨,主力多空资金都有离场迹象,而且贴水扩大呈现谨慎心态,这对短线继续上攻略微不利。从净持仓看,空方优势在下降,空头资金并没有加码施压,也使得市场短期压力不是很大。因此,预计短线呈现一定振荡格局,等待更多信息面指引方向。

(作者单位:中信证券)