

恐高情绪出现

## 期指大涨后陷入短期整理走势

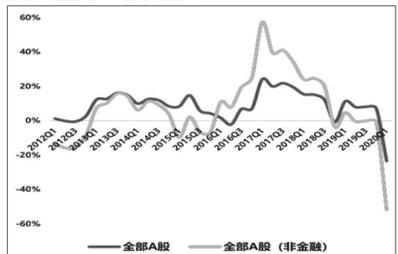
7月前两周市场的强势与增量资金息息相关,无论是突破万亿的成交额、疯狂流入的北上资金,还是刷新四年半新高的两融余额,都表明有增量资金入场推动行情升温。由于推动本轮市场上涨的增量资金主要来源于基金和北上资金,后续新发基金的募集状况以及北上资金流向,将很大程度上决定行情未来的高度。

■ 陈畅

经过前两周的放量大涨后,上证综指回到2018年2月左右的位置,上方面临2018年高点3587点。本周以来,期指三品种持续呈现振荡态势,与前两周的连续上涨形成鲜明对比。在此背景下,投资者普遍关心两个问题:一是市场能够延续上涨态势,二是市场风格究竟如何演化。下面我们从企业盈利、流动性和风险偏好三个维度出发,阐述我们对近期市场的看法。

## 企业盈利修复趋势已定,过程曲折

截至4月30日,全部A股2019年年报和2020年一季度全部披露完毕。受疫情影响,上市公司盈利增速毫无悬念录得负增长。统计数据显示,一季度全部A股归母净利润增速为-23.45%,较去年年报的7.2%下滑30.65%;非金融A股归母净利润增速为-51.79%,较去年年报的-0.74%下滑51.05%。非金融A股净利润增速之所以下滑显著,除疫情因素外,还源于一季度国际油价暴跌的冲击。在此背景下,中石油、中石化、海航、国航、南航和东航一季度合计亏损近600亿元,占到非金融A股净利润总额的25%左右。期指标的指数方面,上证50、沪深300、中证500三大指数净利润增速分别为-17.78%、-17.24%和-24.55%。毫无疑问,蓝筹指数表现出更强的抗风险性。



图为全部A股归母净利润累计同比(%)

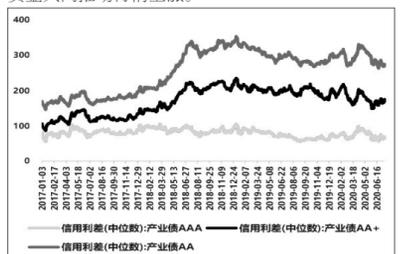
5月以来,伴随疫情防控常态化以及政府稳增长政策的落地起效,国内经济景气度持续改善。后续随着规模性政策的逐步落实,制造业回升预期依旧向好。值得注意的是,尽管欧美经济重启令海外需求短暂企稳,但考虑到目前海外疫情风险有增无减,外需持续改善仍存不确定性。这意味着后续三个季度A股企业盈利有望出现修复,但是修复进度存在着不确定性。从时间轴来看,截至昨日,深证主板和中小板有条件强制披露的公司已经发布了中报预告,而8月31日前所有上市公司都将公布中报数据,建议投资者跟踪全球疫情防控进展以及各类板块中



报业绩和三季度盈利预测的调整幅度。

## 流动性宽松基调不变,但有边际趋紧压力

年初在宏观流动性宽松(1月倾向于货币供给发力,2月是融资需求不足推动)的背景下,利率水平不断走低促使金融资产估值提升,由此导致股票市场和债券市场双双上涨。7月以来,伴随着A股连续轧空上涨,债券市场却持续走弱,如此分化的股债走势告诉我们:本轮A股微观资金面的宽松并非源于宏观流动性的宽松(即利率水平的走低),而是由于信用利差收窄引发的市场风险偏好提升。具体而言,利率的反弹对债券市场形成压制,但同时信用利差出现明显回落,并且回落幅度超过利率提升幅度,促使企业融资成本降低,从而提升了股票市场的风险偏好,对股市形成了流动性支撑。本次增量资金的涌入,同年初一样选择了认购基金的方式(而非2015年的配资优先级的方式)。因此我们看到,伴随着债市赚钱效应的减弱,叠加资管新规配套文件落地强化了投资者对理财产品净值化的预期,导致基金减少债券仓位转而增加股票配置,并配合北上资金共同推动行情上涨。



图为产业债信用利差(BP)

就三季度而言,我们认为宏观流动性宽松的总基调不会改变,只是从边际变化来看,三季度货币政策较一季度存在边际收紧的压力。虽然二季度随着疫情防控常态化以及政府稳增长政策的落地起效,国内经济景气度持续改善,但是从驱动经济复苏的结构性因素来看,大中型企业的复工复产需求较为旺盛,而小型企业的恢复动力却依然存在不足。在此背景下,积极政策带来的流动性宽松并不会马上退出,而是继续以结构化的方式运行。也就是说,虽然三季度货币政策较一季度而言存在边际收紧的趋势,但宽信用的格局依然会继续。

## 外资流入可期,变数依然存在

在未来企业盈利有望出现改善但复苏路径存在不确定性、流动性宽松基调不变但大概率不会比2

月份更加宽松、海外市场潜在风险依然存在(主要是疫情,还包括地缘政治博弈)的大背景下,市场的估值确实存在一定支撑,然而当下就断言市场已经处于全面牛市为时尚早。我们认为,市场大概率处在走出熊市末端、进入牛市初期的节点,预计三季度依然是以头部企业、景气行业和未来突破方向为主的结构化行情,建议投资者密切关注中高层会议释放的信号。

毋庸置疑的是,7月前两周市场的强势与增量资金息息相关,无论是突破万亿的成交额、疯狂流入的北上资金,还是刷新四年半新高的两融余额,都表明有增量资金入场推动行情升温。由于推动本轮市场上涨的增量资金主要来源于国内基金和北上资金,后续新发基金的募集状况以及北上资金流向,将很大程度上决定行情未来的高度。就新发基金来说,主要取决于监管层的态度,近期无论是国家队属性基金的减持,还是证监会和银保监会的表态,都有给市场降温的迹象。就北上资金来说,5月中下旬以来伴随着美元指数的不断走弱,人民币汇率出现升值,北上资金流入A股的速度逐渐加快。考虑到国内在复工复产、疫情防控和政策空间等方面的明显优势,A股的性价比相对于其他主要经济体而言依然较高。但是由于AH股溢价指数已经来到年内高位,在没有超预期利空出现的情况下,预计短期北上资金流入速率大概率较7月前两周放缓,除非港股大幅上涨或是A股调整使得溢价指数降低。而一旦超预期利空出现导致美股暴跌或是全球进入避险模式,全球投资权益的产品都要从战略角度整体性降低仓位。当前美股处在一个微妙的紧平衡状态:虽然病例数据的反弹和贸易摩擦的升温给市场带来了扰动,然而美联储继续维持宽松的货币政策一定程度上对市场形成支撑。如果由于疫情失控或是贸易摩擦升温出现大幅回调,那么前期流入A股的北上资金很可能会转为流出,需警惕北上资金外流带来的潮退效应(类似2018年2月、2018年10月、2019年5月和2020年3月)。

操作上,考虑到监管层政策导向和美股市场的不确定性,短期新发基金和北上资金等增量资金的流入大概率较7月前两周放缓。此外昨天中芯国际上市、下周科创板面临密集减持等事件,也会对股市的资金面造成扰动。技术层面上,在经过前期的连续轧空上涨后,短期市场出现振荡调整的概率比较大,因此建议7月8日以来布局的多空IH跨品种套利离场,暂时观望。就中长期而言,我们依然看好以消费科技医药为代表的结构性行情。叠加创业板改革后的第一个新股有可能在8月到来,在短期资金面扰动结束之后,建议投资者继续关注多IC空IH跨品种套利。如果后期宏观因素有变或是出现突发利空,需要评估上述因素对策略的影响。

(作者单位:一德期货)

## 资金市场监测

## 市场利率延续涨势

■ 黄李强

近期国内股市表现强劲,资金大量流入股票市场,市场的资金需求上升。本月资金回笼压力较大,导致了资金供应偏紧。在此作用下,本周国内利率整体呈现上升的态势。截至7月8日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜、1周、2周、3个月、6个月、9个月、1年期市场利率分别报收于2.088%、2.137%、2.209%、2.335%、2.404%,较7月1日分别上升12.1、4.2、3.1、3.6、4.3个基点。2周、1月、3月市场利率分别报收于1.872%、1.998%、2.111%,较7月1日分别下降11.2、7.3、1.1个基点。

项目	7月15日 Shibor	较7月8日变化
单位	%	BP
O/N	2.0220	-6.6
1W	2.1500	1.3
2W	2.1130	24.1
1M	2.1000	10.2
3M	2.2410	13.0
6M	2.3340	12.5
9M	2.4380	10.3
1Y	2.5160	11.2

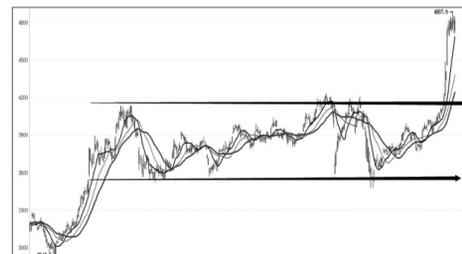
表为Shibor周度变化

进入7月,上证综指快速上涨,吸引大量资金进入股市。与此同时,随着抗疫特别国债的发行,月中缴税、缴款期的到来使得市场对于资金的需求开始上升。另一方面,央行在6月28日暂停了逆回购操作,但是仍然有逆回购陆续到期。本周,央行有1900亿元的逆回购到期,本月有4000亿元的中期借贷便利(MLF)到期,这进一步加大了资金的紧缺程度。针对这一现象,央行在7月1日起下调再贷款、再贴现利率,客观上缓解了市场的资金压力,但是力度相对有限。

目前市场资金供应偏紧,资金需求有所上升,在央行不进一步推出宽松货币政策的前提下,下周国内利率整体上升的态势不会改变。(作者单位:新疆果业)

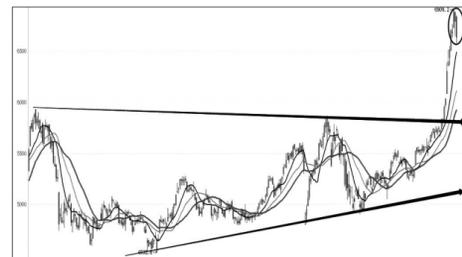
## 技术解盘

## IF 偏离均线



IF主力合约在经过快速上涨后,近期在高位振荡整理,短线进入整理走势。从目前的走势看,突破振荡区间后的涨幅与区间宽度基本相同,第一目标已经达到。从上涨动能上看,在大涨之后成交量开始萎缩,持仓减少,显示上涨动力开始减弱,部分多头开始获利离场。趋势指标上,均线系统向上快速发散,表明上涨趋势仍然保持,但由于涨势过快,K线已严重偏离均线,乖离率指标处于高位,需进行修复。整体看来,短线将进入回调整理走势。

## IC 快速回调



IC主力合约本周二开始在高位放量回调,周三继续放量回落,持仓下行。经过大幅上涨之后,市场开始出现恐高情绪,获利多头开始离场。从K线走势看,在大阳之后,连续出现两根中大阴线,疾上疾下,表明资金快速进出。从趋势上看,均线系统仍保持多头排列,但K线偏离较大,需要修复。从整体走势看,上涨趋势仍未改变,但短线可能进入高位剧烈振荡走势。

## 十债 短线反弹



十债主力2009合约持续振荡走弱,近期在突破下跌中继续加速下行后,开始止跌企稳并反弹。从趋势指标上看,均线系统仍保持空头排列,持续向下,表明下跌趋势仍未结束。周三,十债走出一根放量中长阳线,显示行情进入反弹。持仓减少表明有部分空头开始离场,短线反弹仍在持续。(华泰期货 王卫东)

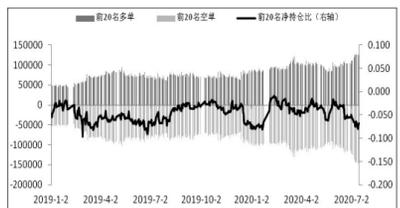
## 持仓分析

## 期指波动加剧 主力大幅增仓

■ 赵晶

周三沪深两市开盘后双双下挫,上证综指盘中最低跌至3345点,此后指数一度拉升,但涨势未能持续,尾盘再度走弱,上证综指最终收报3361点。期指三个品种全部走低,其中前期表现较好的IC跌幅最大,主力合约当日下跌1.91%,IF及IH相对抗跌,主力合约跌幅分别为0.89%和0.77%。基差方面,期货贴水小幅收窄。截至收盘,IF、IH及IC主力合约分别贴水8.3、3.2及3.8点。

量能方面,随着市场波动增大,期指持仓再度回升,当日三个品种持仓共计增加4889手,总持仓升至49万手之上,再创历史新高。但期指各品种持仓各有增减,其中IF增仓7056手,持仓升至195305手,IH增仓760手,持仓升至87092手,IC则减仓2927手,持仓降至211664手。



图为IF多空主力持仓

主力持仓方面,虽然临近交割,但IF及IH主力持仓继续增加。其中IF多空主力双双增仓5000余手,净空持仓减少504手至18980手;IH主力多头增仓1330手,空头增1263手,净空持仓较周二微减67手至13798手;IC主力持仓变化略有不同,多头增1756手,但同时空头减仓327手,净空持仓

降至23242手。

具体席位方面,指数再度大幅下行,但多数席位多头继续增仓,市场分歧进一步增大。以国泰君安期货为例,多头增仓905手,净多持仓升至2620手,兴证期货多头增仓505手,净多持仓升至1382手,此外银河及光大期货多头均小幅增仓,净持仓由空翻多。空头方面,中信期货空头增仓将近2000手,净空持仓跃升至3000手之上,同时华泰期货空头增仓1629手,净空持仓进一步增至7604手,此外国投安信及西部期货空头分别增仓243和837手,净空持仓各自升至1867和1513手。

总体来说,在市场波动加剧的情况下,期指持仓持续走高,同时市场风格再度轮换,主力增仓态势明显。整体看,期指虽然连续调整,但由于上行动能不足,未来仍有进一步回落的空间。(作者单位:永安期货)