

估值风险已经释放

股指 下方空间不大

市场在经历一季度大幅调整之后,估值风险已经释放,企业盈利的修复将支撑市场逐步企稳。

■ 何慧

最近两周,三大期指在行至近20日区间上沿和中长期120日均线附近再次承压回落,周四收盘,IF再次逼近前期低点,IH盘中创下新低,IC则相对偏强,在区间中值获得支撑,结构上出现分化,IC强于IH。

临近前期低点,针对股市是否调整到位要从时间和空间两个视角观察。从空间角度看,春节后的跌幅已经不小,IF、IH、IC主力连续合约自春节后高点至本轮低点已分别下跌17.8%、17.4%、10.6%。;从时间角度看,市场自3月下旬展开弱势反弹,清明节后再次遇阻回落,振荡消化时间不足一个月的时间,市场反转还需要耐心。

未来投资者情绪的修复还需要一定的时间,短期内市场行情或以振荡筑底为主,大幅下行的概率较低,不过短期向上的动力也较为有限。IF、IH、IC主连合约振荡参考区间分别为4870—5160、3400—3610、6080—6360,区间内高地低吸为宜,其中IC区间中值6200获得短期支撑。

春节之后,股票市场出现调整的表象现象是10年期美债收益率持续上行站上1.7%,海外无风险收益率的提高不利于权益市场表现,深层矛盾依旧是流动性边际收紧的预期对高估值带来的压力。近期美债利率上行风险最陡峭的一段已经过去,一批中小市值股票则开启了价值回归之路,核心资产



调整大概率已近尾声,优质公司估值进入合理区间,财报季将重新检视企业成色。

从经济与政策组合来看,目前的宏观面与货币政策环境处于经济基本面向上、宏观流动性向下的局面,这意味着企业盈利正在逐渐修复,但估值会受到一定压制,体现在市场的特征就是区间振荡。当市场向上的时候,由于流动性收紧估值受到抑制,市场上行空间有限;当市场下跌到一定程度时,企业盈利的支撑又会形成底部。市场在经历一季度大幅调整之后,估值风险已经释放,企业盈利的修复将支撑市场逐步企稳。

从年报以及一季报来看,企业盈利持续复苏,市场基本面上实际上有着较强的支撑,下跌更多是食品饮料等个别板块相对较贵导致的调整,以及光伏等少数行业景气度出现下行。截至4月15日,有1539家公司公布2020年年报,其中1028家净利润同比增长,511家下降,业绩增幅翻倍的公司有253家。核心资产“估值锚”的回归有助于稳固市场信心,迎来盈利驱动的阶段性反弹。

虽然当前市场依旧处于盈利向上估值向下的振荡阶段,但要防止出现盈利估值双杀。关注的风险点主要集中在信用收紧对微观流动性的冲击及对经济的传导上,此外地缘政治风险对市场情绪的冲击也应引起投资者重视。

在货币政策正常化的大背景下,信贷与社融的

边际收紧是大势所趋。目前宏观经济数据仍在高位,但金融数据拐点似乎已经来到。周一公布的3月M2同比增9.4%,预期增9.6%,前值增10.1%;社会融资规模存量同比增长12.3%,前值13.3%。信用收缩的直观感受就是信贷和社融增速的持续回落,逐步形成紧信用的环境,并最终对宏观经济产生一定的向下压力,边际上也会使得部分企业的融资环境恶化,违约压力增大,对于权益资产偏向利空。

从近期北上资金变化趋势来看,逢低买入的意愿则更加积极。临近前期市场低点,北上资金以攻为守,本周前三日连续3天逆势净流入185亿元。北上资金对外围市场、利率汇率波动、地缘政治等信息较为敏感,其资金的走向代表了外资对目前A股市场的态度,往往能够反映出当下市场热点的变化方向。值得关注的是,与前期不同,北上资金本次主要砸向了超跌绩优股,地产等低价股受到冷落。与此同时,北上资金对估值的容忍度提升,净买入股票的平均市盈率超40倍。

目前万得全A(剔除金融、石化)的PE为36.8,所处历史分位在70%左右,PB为2.9,所处历史分位约60%,整体估值水平并不算很高,春节后调整的主因在于微观结构的恶化。目前来看,微观结构已经出现一定的缓和,相关指标也降至阈值附近。短期市场下跌空间不大,但需要时间消化。

(作者单位:中辉期货)

交易逻辑切换 期债等待方向

在国内“稳货币,紧信用”背景下,信贷增速和社融增速回落会给经济带来一定压力,而这恰恰是利率债市场的机会所在。

■ 艾若曦

本周金融数据公布后,国债期货三大主力合约跳空上涨,并维持高位运行。

复盘2021年一季度期债行情,1月最主要的影响因素是资金面状况。1月上半月,资金面延续宽松,1年期商业银行存单利率持续下行。随即央行

缩减MLF和OMO规模,短端和长端利率受此影响,同时攀升;虽然2月美债收益率上行和全球通胀升温对长端收益率上行有一定推动作用,但核心因素还是央行收紧货币的预期;3月,市场开始修正政策预期,期债表现得很有韧性。4月,市场对货币政策预期回归中性,宏观经济走向和信贷环境重新成为市场的焦点。

市场关注点集中在以下几个方面:第一,利率债供给压力。第二,市场对通胀数据的担心。3月通胀数据公布后,利率不升反降,市场反应钝化,一方面市场对于PPI数据5月达到同比增速高点、且高点接近6%有比较充分的预期,另一方面,本轮通胀主要是输入型的,通胀对货币政策影响较小。第三,期债经历上涨之后,部分看空情绪需要释放。不少机构并不是趋势看空,只是在等待利率反弹到相对高位再去配置。从以上几点来看,4月初期债偏弱运行,是逐渐消化利空的过程,在3月金融数据公布后,市场才开始选择短期方向。

整体来看,3月金融数据喜忧参半,超预期的信

贷数据显示出实体经济融资需求依然较为旺盛,短期经济下行风险可控。社融数据不及预期和社融增速大幅回落反映出随着宽信用政策力度边际减弱,叠加去年同期的高基数,未来一段时间社融增速或将迎来加速下行的阶段。从市场表现来看,目前国内已经进入了“稳货币,紧信用”的状态,在经济还没有完全恢复到正常水平的状况下,信贷增速和社融增速回落会给经济带来一定的压力,而这恰恰是利率债市场的机会所在。

春节过后,期债虽然表现出比较大的波动性,但走势偏强,主要推动逻辑是资金面宽松和风险偏好的回落。其间国际间关系不确定性抬升,包括中欧关系的恶化以及海外疫情重新抬头,通胀预期大幅上行再弱化,均对行情起到了推波助澜的作用。我们认为,交易主线已向紧缩信贷的逻辑切换,在基金面未出现明显收紧,供给压力还未从预期变为现实的背景之下,期债市场不存在大幅调整的基础,短期利多因素占优,中期趋势仍需等待4月后才能明确。

(作者单位:海通期货)

利空出尽 期债有望否极泰来

的“抱团”白马股普遍回调超过30%。近期一季报将密集公布,部分白马股业绩不及预期导致股价快速下跌,未来短期股市或继续演绎利好出尽的行情。与之对应的是,债市持续反弹。近期政策面继续释放乐观信号、国债配置需求旺盛、市场资金面宽松、信用风险上行等因素或继续推升债市上行。

近期白马股大幅回调,一方面,各公司将公布一季度季报,若业绩符合预期,个股可能继续维持“慢牛”行情;若低于预期,则将演绎成利好出尽的行情。另一方面,随着美债收益率上行,部分北向资金回流,外资的暂时流出对白马股利空。与之对应的是,我国国债性价比凸显。首先,股市的趋势性上涨概率较低,或吸引部分配置资金从股票转向债券。其次,在中国金融周期领先和货币政策“以我为主”的背景下,中美经济、利率周期受疫情影响错位,中美利差高达170BP,配置价值凸显。最后,

年初受诸多利空消息影响,机构普遍保持低杠杆与低久期,在《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》公布后,市场对信用风险担忧加剧,机构对债券资质下怀疑虑较大,因此低久期高等级信用债已被充分挖掘,部分信用债配置转向利率债成为必然趋势。

4月正值缴税和地方债发行大月,对资金需求偏高,但市场资金利率DR007一直维持在2%下方,与往年相比都处于较为宽松的位置。在缴税高峰过去后,考虑面临五一假期的资金跨月和发债高峰压力,预期资金价格仍将保持低位。

综上,股债跷跷板效应、国债配置需求旺盛和信用风险升高推升国债配置需求等或将成为继续推升期债价格的主要因素。短期利空出尽或继续推升期债价格,操作上建议在3.2%附近少量做多期债。

(作者单位:光大期货)

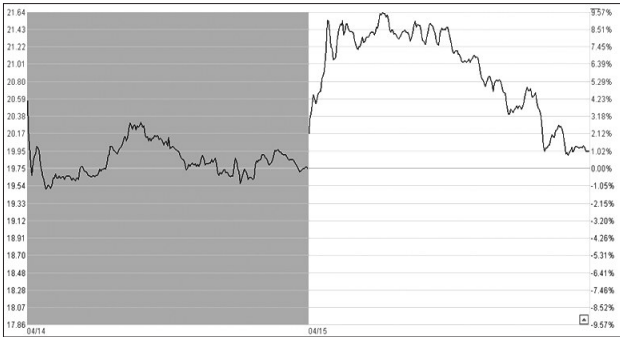
期权观察

卖方策略注意风控

■ 邱宁

股指走势偏弱,增量资金未见明显入场。以每日额度余额口径,北向资金净流入近13亿元;以买卖成交额口径,北向资金净卖出逾9亿元。

期权市场方面,当日50ETF、沪/深300ETF以及300股指期货的累计成交量分别为283.29万、245.14万、28.85万、13.79万张,均较上一交易日大幅增加,尤其ETF期权增幅40%左右,累计持仓量分别为325.22万、214.02万、37.79万以及19.14万张。当日标的走弱,波动率反弹回落,看跌期权多数收涨,看涨期权普遍收绿。300指数期权当月合约周五到期,平值附近期权时间价值衰减加速,行权价4950、5000看涨期权价格下跌50%以上,虚值4800、4850看跌期权价格下跌,若周五指数跌幅不足2%,期权价值同样要归零,若要博末日机会要谨慎选择虚值合约。50ETF期权四月份看涨与看跌期权当日表现明显分化,当月看涨虚值期权仓差为负,平值及3.5行权价合约则持仓7万多张。



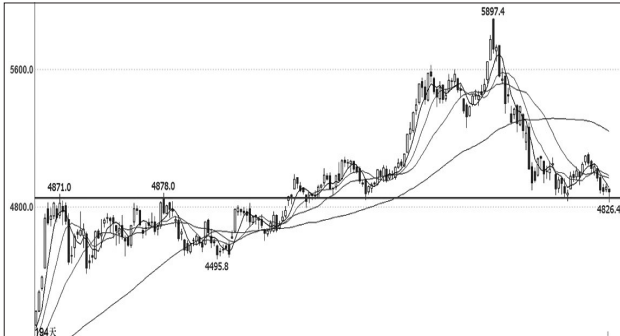
目前市场情绪偏悲观,隐含波动率连续下跌,近期有小幅反弹迹象,日内与行情方向呈现明显负相关,即价格走低隐波走高,反之则回落。截至收盘,50ETF、沪/深300ETF以及300股指期货加权IV分别收于18.89%、19.26%、20.12%、19.94%。

操作建议上,当前卖方策略要注意风控,隐波一旦走高会加速亏损。若是前期持有卖方策略,可采取部分盈利匹配买方策略,保守可做价差策略,激进可做单边买入策略或者买入跨式博取波动收益。

(作者单位:永安期货)

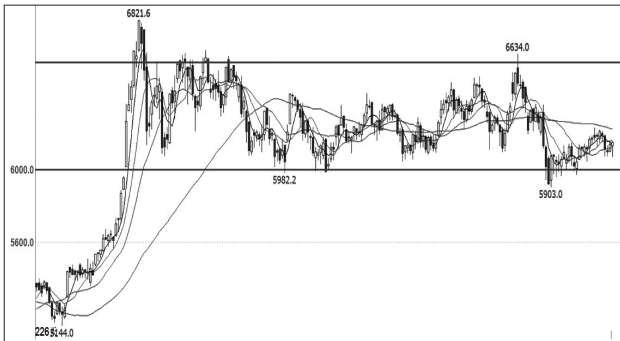
技术解盘

IF 关注支撑



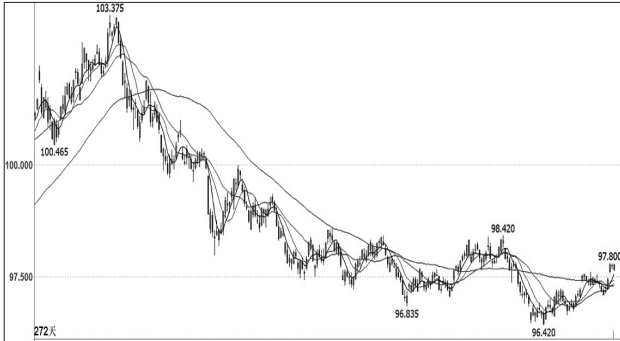
IF加权本周价格最低探至4826.4点一线后有所止跌,价格曾于3月底在该位置止跌反弹,该位置有一定技术支撑。量能方面,本周成交量小幅放大,持仓量先减后增。指标方面,均线系统跟随价格走弱,MACD指标快慢线在零轴下方黏合在一起。综合来看,IF加权本周价格再度走弱,但价格跌至3月低点一线有所止跌,关注该支撑位置能否收住。

IC 窄幅波动



尽管IC加权仍旧处于近半年多以来的振荡区间之内,但近期价格波动幅度进一步收窄,大部分时间内涨跌幅都在1%之内。量能方面,本周成交量小幅增长,持仓量先增后减。指标方面依旧参考意义不大,均线系统和MACD指标缺乏明显趋势方向。综合来看,IC加权日线架构仍旧处于振荡区间之内,且近期波动进一步收窄,建议耐心等待价格对振荡区间的突破。

十债 反弹新高



十债加权本周二价格高开高走一举创出近期反弹新高,同时成交量有所放大,持仓量明显增长。指标方面,短期均线跟随价格走强,60日均线仍旧处于下跌趋势,MACD指标快慢线运行至零轴上方。综合来看,十债加权本周反弹突破均线压力并创出新高,建议可以偏多思路对待,防守20日均线位置。

(中原期货 刘培洋)

■ 李宇霆

春节后,股债跷跷板现象较为明显。伴随着美债收益率的快速上行,北向资金大幅流出,此前大涨