

信用风险释放后，A股或将加速上行

2020年11月23日星期一

摘要：

上周，沪深300指数和上证50指数上涨态势良好，均线多头排列指数重心沿着5日均线继续上移，中证500指数则是突破了压制其长达2个月的60日均线。支撑A股上涨的主要逻辑链有两条：风险的释放和经济的修复，市场仍然在交易着复苏的预期，这也是周期股集体异动的主要因素。

首先，10月宏观经济数据显示出了较强且有持续性的经济复苏趋势。上市公司的盈利水平将持续修复，EPS在未来两到三个季度的提升是确定性较大的事件，盈利水平的提升将会成为提高指数中枢的重要推动力。其次，前期海外市场的风险在近期都出了较大的转折性事件。

市场的异象：价格指标于情绪指标的背离。

三大指数的价格指标均偏向多头，情绪指标却相对中性。

什么因素导致了价格指标和情绪指标的背离？

我认为问题并不是出在A股市场本身，而是债市的信用风险一定程度上压制了A股市场的风险偏好。

情绪指标转强后，市场或将加速上行。

近期的信用风险事件更多是个体的暴露，债券市场存在着个券风险被放大至系统性风险的错杀，所以一旦市场认识到这种错杀并逐渐确认现阶段发生集体大规模信用违约的概率较低时，债券市场的风险将得到释放，即压制A股风险偏好的因素将得到缓解，情绪指标也将逐渐转强，反应到具体指标上，A股交投活跃度有望提升，杠杆资金入场速度有望加速，市场赚钱效应有望放大，进一步吸引场外资金入场，从而形成一个较好的正向循环直至市场过热。

目前的上涨并不是单纯依靠流动性的推动，而是存在着基本面的支持，在中性预期下，三大指数的领先市盈率均处在一个中等偏下的分位，市场目前的定价还没有充分反应未来上市公司盈利的修复，而指数上行的周期其实更多的取决于上涨的速率，如果保持较为平缓的斜率上涨，那么周期可能相对较长，但若短期出现快速上涨且在升势的尾声市场出现明显过热迹象，则周期可能相对较短。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

许青辰

投资咨询部研究员

xuqingchen@htfutures.com

从业资格号：F3077365

投资咨询号：Z0015042

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、市场的异象：价格指标于情绪指标的背离。

上周，三大指数的价格指标均偏向多头，沪深300指数和上证50指数上涨态势良好，均线多头排列指数重心沿着5日均线继续上移，中证500指数则是突破了压制其长达2个月的60日均线，整个市场的赚钱效应也较9、10月份有了明显好转。但是，与价格指标强势的表现不同情绪指标却相对中性，市场的交投活跃度尚处在中位，融资买入额占市场成交额的比重也仅位于中下的分位（历史上该指标在大于10%时显示市场可能过热，目前为9%左右），各指数的短期（5日和10日）历史波动率在处在历史较低的分位（A股的波动率往往在上涨是放大），股价波动性较大的小盘成长股最近也明显跑输波动性较小的大盘价值股。

二、市场仍在交易着经济复苏的预期

近期，支撑A股上涨的主要逻辑链有两条：风险的释放和经济的修复，市场仍然在交易着复苏的预期，这也是周期股集体异动的主要因素。

首先，10月宏观经济数据显示出了较强且有持续性的经济复苏趋势。工业生产维持强势，固定资产投资增速也有明显回升。社会消费品零售总额增速虽然低于预期，但它主要是受价格因素的拖累，排除价格因素，不管是总量上还是结构上都出现了明显的修复。往后看，出口、消费和制造业投资回升的趋势比较明确，基建投资尽管反弹空间不大，但方向继续是往上的，经济的复苏仍将持续下去。信贷数据方面，社融同比增速维持在较高的水平，增量的下降主要是季节性因素的影响，社融增速向名义GDP增速的回归隐含着货币政策还会继续延续回归中性的趋势。同时，企业存款结构的活期化也显示企业的预期在好转。宏观经济数据的指引反应在A股基本面上，上市公司的盈利水平将持续修复，EPS在未来两到三个季度的提升是确定性较大的事件，盈利水平的提升将会成为提高指数中枢的重要推动力。

其次，前期海外市场的风险在近期都出了较大的转折性事件。美国大选的闹剧逐渐尘埃落定，虽然特朗普团队仍不认输，但是市场对其的影响力已经并不在乎。11月19日在彭佩奥的牵头下美国国务院政策规划办公室发布了《中国挑战的方方面面》研究报告，西方部分媒体将这份报告形容为“乔治·凯南式”的报告，继续兜售特朗普团队的冷战思维。但是，这份报告不管是在政治界还是在金融界都没有引起较大的反应，这也从侧面显示出市场已经不再认为美国大选还会出现尾部风险。欧美疫情还在肆虐，严重程度稍有分化，美国单日新增持续飙升，欧洲单日新增二阶导出现缓和迹象，按照之前的经验新增出现拐点后2-3个月左右疫情的传播将得到明显控制。好在目前死亡率和治愈率都较一次爆发时情况好很多尚未出现明显的大规模医疗挤兑现象，市场并未出现恐慌情绪，欧美部分城市已开始实施新一轮的经济活动限制，本轮限制较3月份的限制程度较为轻松尚未出现大规模停工停产的情况，对于市场而言，疫苗研发向好的重大进展一定程度上抵消甚至超额抵消了疫情再次爆发对经济的负面影响。

三、什么因素导致了价格指标和情绪指标的背离？

我认为问题并不是出在A股市场本身，而是债市的信用风险一定程度上压制了A股市场的风险偏好。自11月10日永煤发布公告其超短期融资券不能按期足额偿付本息构成实质性违约后，事件一直在持续发酵。对二级市场最直接的影响就是，投资人对债券信用风险的担忧导致了债券类基金较大规模的赎回潮，而这种交易的行为又间接推升了债券的到期收益率。这也就解释了为什么较好的经济数据出炉以及央行偏松的公开市场操作之后，国债期货价格并没有出现利空出尽而上涨的情况而是继续下行。

综合来看，近期债市的走熊主要受以下几个因素影响，首先，银行中长期负债的紧张和配债能力下降是主要原因，同业存单利率仍在上行。其次，地方国企信用风险事件的影响，不少产品面临赎回压力，以致流动性最好的利率债被率先抛售。最后，基本面的因素，经济数据比较强势，宏观经济的拐点还未显现。

由于央行压降结构性存款的态度比较坚决，银行在负债端的压力很难出现明显的改善，同业存单利率短期仍将是市场利率的“锚”，年内或许很难得到明显的缓解。在经济整体复苏形势较好的背景下，央行在货币政策上也很难出现趋势性的宽松，但是参考历史上历次信用冲击的经验，利率往往在短暂上行之转而下，所以短期来看，债券市场可能存在着对由于担忧信用风险而产生的异常交易行为的纠偏的机会（即当市场逐渐消化个券的信用风险后，国债期货价格可能出现上涨）。

四、情绪指标转强后，市场或将加速上行。

对于投资者而言，最为关心的其实是价格指标和情绪指标的背离将由哪种方式回归，因为长期来看两类指标的匹配程度还是比较高的，是强势的价格指标转为中性，还是中性的情绪指标转为强势？

我认为后者（即中性的情绪指标转为强势）的可能性较高，回到上文中的分析，近期A股的风险偏好不高其实是受债券市场的信用风险的影响，不同于2018年受去杠杆政策滞后的影响民企违约潮其实是反映了当时基本面的走弱，而近期的信用风险事件更多是个体的暴露，债券市场存在着个券风险被放大至系统性风险的错杀，所以一旦市场认识到这种错杀并逐渐确认现阶段发生集体大规模信用违约的概率较低时，债券市场的风险将得到释放，即压制A股风险偏好的因素将得到缓解，情绪指标也将逐渐转强，反应到具体指标上，A股交投活跃度有望提升，杠杆资金入场速度有望加速，市场赚钱效应有望放大，进一步吸引场外资金入场，从而形成一个较好的正向循环直至市场过热。

我认为在情绪指标转强后，市场或将进入加速上行的阶段，目前的上涨并不是单纯依靠流动性的推动，而是存在着基本面的支持（即经济修复带动指数EPS提升的预期），在中性预期下，三大指数的领先市盈率均处在一个中等偏下的分位，市场目前的定价还没有充分反应未来上市公司盈利的修复，而指数上行的周期其实更多的取决于上涨的速率，如果保持较为平缓的斜率上涨，那么周期可能相对较长，但若短期出现快速上涨且在升势的尾声市场出现明显过热迹象，则周期可能相对较短。

总体上，对四季度股指期货维持看多的态度。结构上，虽然近期在金融和周期股的带动下，IF和IH的涨势好于IC，但考虑到上证指数冲关3400点的效应，未来不排除“权重搭台，中小市值唱戏”的可能，且从基本面的角度来看也更看好盈利水平修复更快的中证500指数（即IC），合约上，目前IC各合约对多头都存在年化8%-10%的贴水保护，所以，投资者可以参考自己的投资周期进行合约的选择，投资周期较长的投资者可选择2103合约，而周期较短的投资者可选择2012合约。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。