

## 耐心等待A股筑底

■ 严晗

近两日,市场超跌反弹,外资持续流入,显示出对A股重拾信心。指数大幅波动后,市场交投情绪逐步下滑,市场全面“杀估值”阶段放缓,但指数内部依然存在结构性调整的空间。

从三大指数的股指市盈率估值情况来看,沪深300与上证50依然处于偏高的位置。从市盈率股指来看,沪深300指数目前市盈率为15.45,分位处于近五年94%的高位,而市净率为1.68,处于近五年91%的分位值。上证50指数目前市盈率为13.56,分位处于近五年97%的位置,而市净率为1.48,处于近五年72%的分位值。相对而言,近几年来中证500指数估值上升幅度一直弱于沪深300与上证50,目前市盈率为26.31,分位处于近五年21%的位置,而市净率为1.94,处于近五年18%的分位值。

对比历史来看,近几年沪深300与上证50的表现大多数时间相对占优,背后反映的是机构对于行业龙头、核心资产的追捧。沪深300与上证50这类头部指数获得市场的估值溢价,近半年一直处于过去未有的高估值水平,并有所支撑。我们认为一定程度合理的估值溢价,未来依然是能被市场允许的,而本轮指数估值的调整很难使得整体估值回到平均水平以下,70%左右的估值分位可以被企业业绩增长所消化,指数在去年7月的平台将会获得支撑。

另外,中证500近一两年来一直处于较低估的状态。原因在于,2016年以来市场向大市值稳增长的风格切换,导致市场对于中小市值标的的关注度大不如前,中小市值板块的估值弹性也远不如2016年以前的状态,我们认为未来中证500估值修复的空间更大。在A股注册制的大背景下,扩容速度将会加快,中证500指数中的成份个股,将会成为A股前20%的核心标的,其中不乏部分行业的细分龙头,所以未来中证500也将会享受到不错的估值溢价。

年报披露在即,估值能否被业绩增长消化,也是中期市场比较重要的问题。从目前披露的年报来看,A股最新业绩披露家数占比60%,利润占比30%,提前披露的占比不高。基金重仓股中四类行业前十大公司半数以上披露年报前瞻数据,业绩普遍优于三季报,核心资产的业绩表现依然稳定。

近期市场的估值调整,主要是对于一二月行情的纠偏,极端的分化抱团行情将告一段落,市场偏好也从估值过高的行业龙头调整到处于“估值洼地”的行业龙头。

除了估值调整,市场风险偏好出现明显下移,这主要是海外市场传导的结果。美国10年期国债利率迅速攀升并突破1.5%,引发全球金融市场波动。虽然上周预期的长端利率上行速度边际放缓,但整体仍然处于上升通道,疫苗接种进程加快、就业数据向好都令投资者对经济复苏更加乐观,推动长端利率走升,同时也对美联储收紧流动性产生担忧,利率上升与恐高情绪双重作用于高估值板块,令相对高位的纳指持续回调。

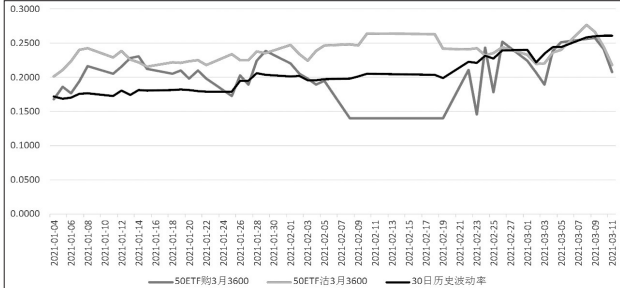
市场正在从快速的回调中修复,结构性的调整将会是未来市场的主题。根据历史经验来看,结构性调整会维持1—2个月的时间,其间有业绩支撑的股票下跌更少。等待市场企稳后,多IC远月空IF近月,会是更优的策略。

(作者单位:中信建投期货)

## 合成标的贴水缩小

■ 牛秋乐 冯世恒

3月11日,两市振荡大涨。三大指数全线上扬,上证50指数涨2.64%,沪深300指数涨2.49%,中证500指数涨2.50%。IH、IF、IC也全线走高,股指贴水略有走扩。期权方面,标的资产50ETF涨2.58%,华泰柏瑞300ETF(510300)涨2.58%,嘉实沪深300ETF涨2.63%,各品种期权购贴隐波逆市走低,合成标的贴水依旧,市场情绪更趋理性。



WIND盘后数据显示,50ETF期权市场成交量回升,持仓量延续涨势。当日期权总持仓3444121张,较上一交易日增加48502张。其中认购合约持仓1967763张,较上一交易日减少50581张,认沽合约持仓1476358张,较上一交易日增加99083张。持仓量PCR值0.7503,较上一交易日增加0.0679。成交量方面,当日全市场合计成交3362665张,较上一交易日增加417211张。其中认购期权成交1861558张,较上一交易日增加371756张,认沽合约总成交1501107张,较上一交易日增加45455张。日成交量PCR值0.8064,较上一交易日减少0.1707。

沪深300三个期权品种成交全线上扬,持仓则涨跌不一。其中,沪300ETF期权成交量2699487张,持仓量2510329张,成交金额为27.685亿元;深300ETF期权成交量为346952张,持仓量为517430张,成交金额为2.819亿元;沪深300股指期货成交量39692张,持仓量95193张,成交金额为4.696亿元。

当前各品种期权整体略有回落,合成标的贴水缩小。根据WIND数据显示,目前50ETF期权主力认购平值合约隐波为20.77%,认沽平值隐波为21.79%。沪300ETF期权主力认购平值合约隐波为20.48%,认沽平值隐波为24.92%。深300ETF期权主力认购合约隐波18.95%,认沽平值隐波23.58%。沪深300指数期权近1月认购平值合约隐波为20.02%,认沽平值隐波为25.70%。从各个期权主力合约波动率微笑曲线看,认购及认沽隐波波动率在15%至40%区间内,处于历史均值附近。

操作策略上,短线仍关注日内的剧烈波动,Gamma策略仍存机会。中长期来看,A股上涨格局未变,当下或迎抄底良机,可构建备兑或卖出看跌期权。

(作者单位:方正中期期货)

# 10年期美债收益率回落 股指迎来久违的反弹

目前市场情绪仍偏谨慎,部分并不敢盲目抄底“抱团股”,仍需观察通胀预期和美债收益率攀升是否会持续“杀估值”。

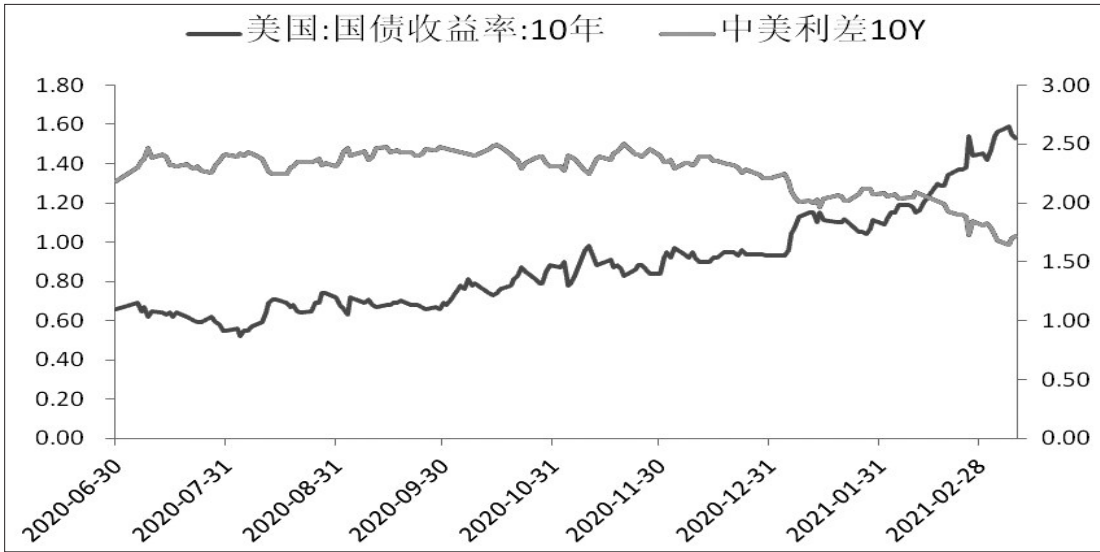
■ 何冀

节后以来,三大期指IF、IH、IC主力连续合约分别创下5928.8、4115.6744高点之后,持续展开调整,相继跌破60日均线、20日区间下沿、120日均线,近两日分别创下低点4923.3489.8、6027.2,节后跌幅分别为17%、15.2%、10%,本周跌速加快且跌幅放大,短期出现情绪化特征,惯性下跌和报复性反弹均存在可能。

考虑到目前价格已下降至去年二三季度振荡区间的上沿附近,该价位是上一轮行情启动的初始位置,近两日伴随着10年期美债收益率回落以及北向资金和权益类ETF逆势买入,周四A股终于迎来了期待中的反弹行情。不过,目前市场情绪仍偏谨慎,部分并不敢盲目抄底“抱团股”,仍需观察通胀预期和美债收益率攀升是否会持续“杀估值”。

近期股指的加速调整主要是由于美国长期利率攀升、商品价格波动以及自身核心资产的自发性调整和再均衡导致。

首先,大宗商品价格快速上涨,全球通胀预期快速上行,美国10年期国债收益率从年初的0.9%左右稳步上升,3月8日一度逼近1.6%,创出一年多新高,持续引发货币政策收紧和利率上行的担忧,对高估值权益资产形成重压,导致市场短期出现较大回调,尤其是全球科技及高估值白马板块共振调整。



图为10年期美债收益率与中美利差

其次,伴随着美国经济修复加快和美债收益率持续上行,中美利差持续缩窄,周二美元指数首次升破92,创下三个多月以来的高点。与此同时,人民币对美元汇率大幅贬值,周二中间价大幅下跌逾500点,跌破6.5。一般而言,当美债收益率升至一定位置,将吸引资金回流,增加对美债资产的配置,进而影响外资流入,2月22日至3月8日北上资金在11个交易日累计净流出169.26亿元,其中A股受外资青睐的主要是以白酒为代表的核心资产,在本轮的调整幅度较大。

最后,伴随着美债收益率和美元指数上行,全球股市的风格也在切换。国内股市因为结构性高估的矛盾较为突出,抱团股缺乏接盘力量导致局部流动性丧失,出现了踩踏现象,整体下跌速度显著超预期,沪深300自节后已下跌超千点。核心品种的自发性调整在一定程度上说明了市场仍在理性范畴之中,这也是一种估值回归的现象。

从估值角度来看,目前沪深全A的市盈率PE-TTM为23.43倍,处于历史上47%的历史分位水平,基本接近历史平均水平,整体来看,当前A股的估值不算贵,但A股的估值分化则相当严重。其中,以大盘股为代表的指数估值处于较高分位水平,上证50、沪深300分别处于64.01%、75%的历史分位水平,尤其是基金抱团和重仓的股票估值达到了历史最高水平。以中小盘股票代表的中证500、中证1000等均处于历史40%以下的分位水平,目前市场

正在从极端分化走向再均衡,经过短期调整之后,市场会重新选择方向。

最近两个交易日,10年期美债收益率有所回落,从3月8日的1.59%回落至3月10日的1.53%,跌幅3.8%,脱离了1.6%的高位,隔夜美股全面反攻,带动周四A股核心资产全线回暖。周三晚间美国劳工部公布的数据显示,美国2月CPI环比增长0.4%,同比增长1.7%,均符合预期;美国2月核心CPI同比增长1.3%,环比增长0.1%,均低于预期。当日公布的CPI数据一定程度上降低了市场对美国通胀上行的担忧,缓解了美债收益率上涨的压力。

此外,虽然市场情绪弱,赚钱效应差,但被誉为“聪明钱”的北向资金近三个交易日合计净流入超140亿元。与此同时,权益类ETF也是越跌越买,在本周股市大跌期间的两个交易日净流入120亿元。部分短期交易型投资者,依据相关板块的景气度、市场情绪、估值等变化去投资,资金在股市下跌中越跌越买,也反映了资金对后市总体看好。

从国内经济基本面来看,当前经济复苏动能边际放缓,通胀预期抬升,货币政策回归正常化,信用政策结构性收紧,流动性拐点确认。近期公布的经济数据表明国内经济周期正从复苏转向过热和滞胀阶段,市场整体估值可能受到流动性收敛的制约,市场需要修正的过程,但盈利向上的逻辑主线大概率延续,市场重心仍高于去年水平。

(作者单位:中辉期货)

# 信贷超预期缓解市场情绪

■ 陶玮玮

春节长假之后,股指短暂冲高后持续调整,前期资金集聚的高估值板块受冲击最大,三大股指期货指数中,曾在2月18日再创历史高点的沪深300指数跌幅最大,上证50指数跌幅次之,前期表现最弱的中证500指数跌幅最小。流动性收缩预期下,前期高估值抱团股集体面临估值重估压力,但由于流动性收缩预期来自经济 and 通胀复苏驱动,有正面和偏积极的因素,对市场情绪存在支撑,待流动性预期缓和后,仍存在顺周期板块为主的结构性反弹机会。

本轮调整的核心驱动来自内部和外部的流动性收缩预期共振。内部流动性收缩预期来自央行公开市场操作的持续净回笼,这是市场观察短端市场流动性的高频指标。年初至今,央行公开市场以持续净回笼为主,1月底央行公开市场3日累计净回笼逾3000亿元,同期上交所1天期逆回购利率最高触及9.99%,达到两年来新高,隔夜SHIBOR利率也向上突破3%,为2015年6月后最高点。春节之后的央行持续净回笼则与1月底有所不同,虽然春节后3周累

计净回笼近4000亿元,但银行间利率整体稳定在1.5%—2%之间。边际上看,外部流动性收缩预期的发酵对市场情绪冲击更强。

外部流动性收缩的核心表现即美债收益率的陡峭式上涨。2月至今,10年期美债收益率最高达到1.59%,较1月底上升50BP。10年期美债收益率是全球资产价格的定价基准,利率向下逼近零利率通常伴随着资产价格的泡沫化;反之利率向上远离零利率,也将伴随着资产价格的去泡沫化。但是,由于本轮疫情下的国内经济和政策周期,中国均领先美国,其中中国10债收益率的上行先于美国一个季度,因此,本轮春节后的美债收益率上行,国内10债并未跟随,维持在3.2%—3.3%区间内振荡。截至3月10日,中美利差依然高达172BP,离80—100BP的官方认定舒适区间仍有相当距离。因此,美债上行虽然会间接对国内股指产生冲击,但与中国先行收缩流动性和较高的中美利差作为缓冲,冲击程度可控。

流动性收缩预期是当前市场矛盾焦点,市场风险偏好的止跌企稳也将取决于政策的维稳信号。

# 融资“淡季不淡” 一季度末成重要观察点

■ 吴嘉颖 徐闻宇

国内宏观政策不急转弯,预计社融增速下滑可能要慢于预期,但平稳回落是大概率事件,一季度末将成为重要观察点。

社融超预期回升,信贷结构优化。2月社会融资规模17100亿元,同比多8392亿元,超市场预期;社融存量同比13.3%,较前值上升0.3%,去年11月以来首次出现回头。2月由于春节假期原因工作日少,本应是融资淡季,结合政府融资缺口、信贷额度管控、房地产严监管政策等,市场普遍预期信贷较弱。但实体经济融资需求较强,中长期贷款成为主要社融贡献项,同时由于去年低基数效应推升社融走高。从分项上来看,一般贷款同比去年多增8700亿元,信贷投放较强,其中股份银行和区域性银行投放量较多。政府债券和信托是主要拖累项,政府债券发行较慢,2月融资额仅为1017亿元,同比少增807亿元;信托减少936亿元,压降较多,降幅高于去年同期。对表外的压降仍在持续,预计今年全年社融将呈现表内强、表外弱的格局。

企业中长期贷款强劲,居民购房需求不减。2月新增人民币贷款1.36万亿元,同比多增4529亿元,大幅高于市场预期。从结构方面来看,同比多增主要受到企业与居民中长期贷款的共同支撑,继续呈现实体经济融资需求旺盛的局面。其中,企业中长期贷款增长1.1万亿元,同比多增6843亿元,延续了下半年以来的信贷结构优化。企业短贷与票据融资在2月延续弱势,主要由于银行信贷额度受限,投资方向更偏向于中长期。居民端中长期贷款增长4113亿元,同比多增3742亿元,一方面受去年疫情影响基数较低,另一方面剔除低基数后仍高于往年增幅,说明居民需求端依旧强劲。

2月地产销售仍然韧性十足,居民买房需求高涨,房贷相关政策收紧的影响尚未体现。后续我们认为,在消费金融和房贷双双严监管下,居民长短贷继续保持多增的可能性不大,而企业中长贷意愿仍是后续社融重要支撑点。

M1与M2剪刀差回正,符合预期。2月末M1同比增速7.4%,较前值14.7%回落了7.3个百分点,M2同比增速回升0.7个百分点至10.1%。从基础货币

和货币乘数的角度看,2月流动性总体维持平稳,超出发率较1月有明显改善,拉动M2同比走高;同时贷款需求拉动,信用派生支撑M2增速。M1由于节前发放奖金的习惯以及2020年和2021年春节错位因素共同导致增速明显放缓。此外,2月财政存款减少8479亿元反映财政资金加快投放,推升M2走高。财政资金从国库中流出转入金融系统,形成对市场流动性的补充。后续M1与M2剪刀差将会持续回正,M2将逐渐升至与社融相匹配。

再通胀到信用收缩,货币紧信用逻辑不变。央行持续通过MPA考核压降银行广义信贷增速,压降实体经济部门负债端数据。流动性方面,根据往年数据观察,3月财政存款通常减少而4月财政存款增量较大,分别对应财政支出大月和缴税大月,两者对流动性都将造成较大冲击。此外,后续地方债发行量是否如预期,央行4月公开市场操作是否放量对冲缴税造成的资金面紧缺都值得关注。结合节前和节后央行的投放力度,加量投放流动性的可能性不大,预计4月流动性将现收敛,对短端利率不利。

(作者单位:华泰期货)