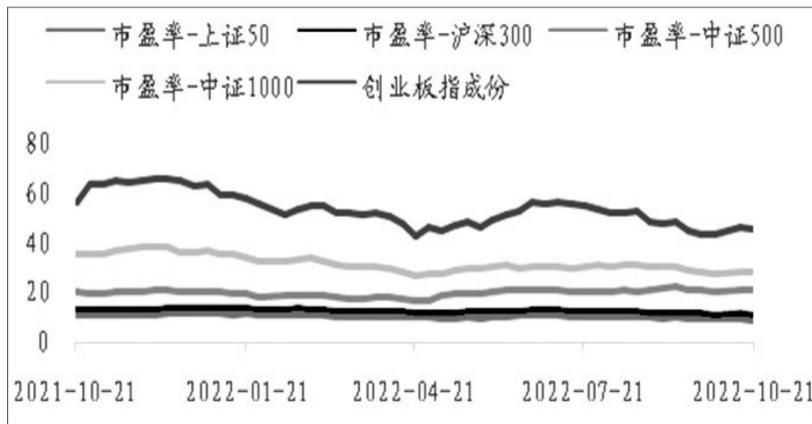


估值进入吸引力区间 股指 中长期配置价值显现

后市随着板块的轮动,各指数先后企稳的概率较大,预计中证500指数与中证1000指数反弹节奏领先,但信心的恢复与指标的修复尚需时日,经济数据的向好与政策利好逐步映射至市场同样需要时间。站在中长期的视角看,当前估值已具备较大吸引力。



图为股指滚动市盈率

于虎山

近期市场整体以回落为主,内部结构分化明显,上证50指数与沪深300指数再创年内新低,而中证500指数与中证1000指数较为抗跌。从各指数近一个月的相关性看,上证50指数与中证500指数、中证1000指数转为负相关,而在9月,上证50指数与中证500指数正相关性一度超过0.9,表现出较强的系统性。随着相关系数的降低,市场呈现风格轮动特征,其中小盘风格表现显著强于大盘风格。

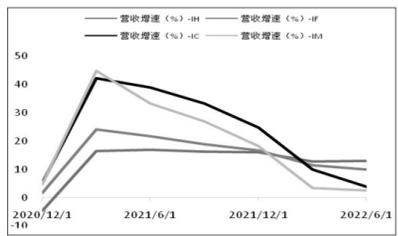
本周发布的经济数据显示,前三季度,国内生产总值为870269亿元。按不变价格计算,同比增长3.0%,较上半年加快0.5个百分点。分季度看,一季度GDP同比增长4.8%,二季度增长0.4%,三季度增长3.9%,国内经济仍在恢复之中。此外,10月20日,中证金融决定整体下调融资融券费率40BP,各期限档次费率均有所调整,其中182天期为2.10%、91天期为2.40%、28天期为2.50%、14天和7天期均为2.60%。本次下调费率一方面有利于券商板块企稳走强,从而对上证50指数与沪深300指数形成支撑;另一方面有望降低融资交易成本,进而提高市场信心,后者在上周融资买入量与融资余额等指标上均有体现。不过,短期市场大幅走弱仍然由资金面与情绪主导,其中北上资金单日净流出创历史新高,且自6月1日以来再度转为年内净流出。北上资金持续、大幅净流出令市场情绪低迷,并导致做多资金捉襟见肘。分指数看,上证50指数与沪深300指数因消费、金融板块的大幅下挫而加速探底,中证500指数与中证1000指数整体表现较强,离10月12日的重要低位尚有距离,后市重点关注市场在连续下跌后的企稳情况。随着重要指数的下跌,市场已经进入价值区间,反而带来中长期配置的机会。

估值处于相对低位

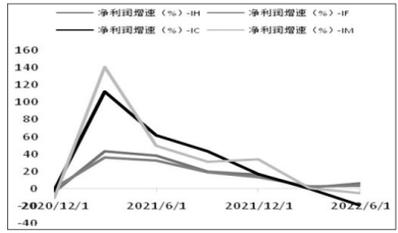
目前,上证50指数PE为8.95,沪深300指数PE为10.98,中证500指数PE为20.96,中证1000指数PE为28.35,分别处于历史19.34分位水平、历史22.66分位水平、历史14.06分位水平以及历史9.51分位水平。其中,上证50指数与沪深300指数估值自去年2月18日的历史99分位水平的高位经过20

个月的持续回落,已经显著降低,无论绝对估值还是相对估值,均已落入价值区间,下方空间相当有限;中证500指数与中证1000指数虽然绝对估值高于上证50指数与沪深300指数,但在历史分位水平方面继续保持较大的相对估值优势。长期资金在此估值区间进行配置具有比较理想的性价比。

业绩驱动存在压力



图为营收增速



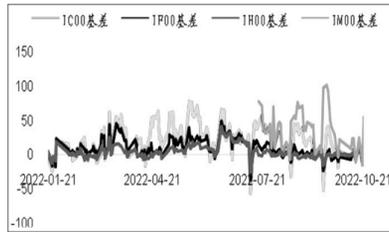
图为净利润增速

今年二季度业绩已经披露完毕,三季度业绩正在披露中,从上证50指数、沪深300指数、中证500指数与中证1000指数的营收增速与净利润增速两个维度观察,出现一定分化。其中,上证50指数营收增速在去年二季度达到16.90%的高位后开始回落,直至今年二季度才企稳;沪深300指数、中证500指数与中证1000指数营收增速在去年一季度分别达到24.12%、42.33%与44.88%的高位后开始回落,今年二季度也尚未止跌。净利润增速方面,上证50指数与沪深300指数在去年一季度分别达到43.34%与36.13%的高位后开始回落,直至今年二季度才企

稳;中证500指数与中证1000指数净利润增速在去年一季度分别达到112.70%与141.21%的高位后开始回落,今年二季度也尚未止跌,且净利润增速已经落入负值。二季度疫情散发导致供应链中断,其对中小企业的负面影响较大,预计二季度业绩增速将形成年内低点,而三、四季度逐步企稳转强。

各品种基差均走弱

中证1000指数、中证500指数、沪深300指数与上证50指数在近期合约上的基差分别为18.43、-0.30、2.37与3.00点,其中中证500指数转为升水,中证1000指数、沪深300指数与上证50指数贴水收窄。在现货市场走低的背景下,各品种基差均走弱,期货作为衍生品,表现出较强的抗跌性,表明在目前位置,投资者利用衍生工具进行对冲的规模有所控制,其正在当下的下跌与未来的估值修复间寻求平衡。



图为四大股指期货主力合约基差

后市展望

尽管近期市场以回落为主,情绪较为低迷,但各指数的正相关性持续下降,表明并未出现系统性风险。后市随着板块的轮动,各指数先后企稳的概率较大,上证50指数与中证1000指数在反弹节奏方面处于领先地位,但信心的恢复与指标的修复尚需时日,经济数据的向好与政策利好逐步映射至市场同样需要时间。站在中长期的视角看,当前估值已经具备较大吸引力,投资者在此位置进行配置将产生较好收益。

(作者单位:招商期货)

期权观察

隐含波动率走低

彭经纬

周二,A股冲高回落,上证指数小幅收跌0.04%,创业板指数收跌0.95%,两市成交0.80万亿元。与此同时,期权标的均收跌,创业板ETF跌幅最大,为1.1%,沪深300ETF微跌0.43%,中证1000指数下跌0.36%,50ETF下跌0.33%。此外,隐含波动率全天走低,与历史波动率的价差缩小。期权市场交投活跃度降温,当日沪深两市及中金所期权总成交897.02万张,较前一交易日的1087.97万张减少17.55%;总持仓709.54万张,较前一交易日的629.48万张增加12.72%。

50ETF期权成交量减少27.76%,而持仓量增加8.02%。具体来看,50ETF期权总成交307.45万张,较前一交易日的425.59万张减少118.15万张;总持仓220.78万张,较前一交易日的274.72万张增加22.03万张。当月合约即将到期,从次月合约各执行价的持仓变动看,认购、认沽总持仓增加21.99万张。其中,认购增持14.32万张,认沽增持7.67万张。整体上,认购各个价位增持明显,特别是在浅虚值部位,而认沽浅实值部位增持较多,预计后市走势偏弱。

沪深300期权成交量降幅超过15%,而持仓量继续小幅回升。深证300ETF期权成交量降幅最大,为23.46%;中金所股指期货期权成交量降幅最小,也有10.70%。另外,深证300ETF期权持仓量涨幅最大,为22.26%;中金所沪深300股指期货期权涨幅最小,为9.30%。从交投最为活跃的上证300ETF期权持仓变动看,次月合约总持仓增加20.74万张。其中,认购增持9.99万张,认沽增持10.75万张。与50ETF期权有所区别,沪深300期权在浅虚值部位大笔增持,而认沽增持相对均衡,预计后市宽幅振荡。

中证1000期权是期权市场唯一的成交量增加的品种,持仓量为5.63万张,较前一交易日增加12.27%。其次月合约总持仓增加0.42万张。其中,认购增持0.27万张,认沽增持0.15万张。认购增持主要集中在虚值部位,分布较为均衡。预计后市上行压力增大。另外,上证50ETF期权、深证500ETF期权、创业板ETF期权成交量不同程度下降,而持仓量继续回升,其中认沽虚值增持明显,预计后市偏弱运行。

隐含波动率方面,目前,上证50ETF当月平值隐含波动率为22.12%,低于前一交易日的24.83%;上证300ETF期权当月平值隐含波动率为22.90%,低于前一交易日的23.22%。历史波动率近两日整体走高,50ETF30日历史波动率为18.58%,沪深300指数30日历史波动率为17.31%。隐含波动率和历史波动率差值走扩后再度走缩。从认购、认沽波动率价差看,50ETF期权认购、认沽波动率价差变动明显,合成标的重回贴水。

整体上,大盘指数创出新低,隐含波动率回升,各期权标的均出现认购虚值部位明显增持现象,而认沽虚值部位分散,预计短期内延续弱势格局。需要注意,近期市场波动加大,投资者宜控制仓位,多看少动。

(作者期货投资咨询从业证书编号Z0012925)

央行上调跨境融资宏观审慎调节参数至1.25

《上接1版》中国人民银行先后下发《中国人民银行关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》和《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》(前两个通知现已废止)。修正完善后的通知明确,自2017年1月13日起,在全国范围内的法人企业(政府融资平台与房地产企业除外)和法人金融机构实施本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理,取消外债事前审批,便于境内机构跨境融资;同时规定企业和金融机构开展跨境融资按风险加权计算余额,风险加权余额不得超过上限。

根据相关政策规定,跨境融资风险加权余额上限=资本或净资产×跨境融资杠杆率×宏观审慎调节参数。因此,跨境融资宏观审慎调节参数的高低,直接影响着企业和金融机构可以在境外融资的风险加权余额上限的大小。光大期货宏观分析师于浩接受期货日报记者采访时表示,本次上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数,将提升企业和金融机构跨境融资风险加权余额上限,从而间接增加外汇供给,对稳定人民币汇率起到积极作用。

记者梳理发现,2020年以来,跨境融资宏观审慎调节参数曾历经多次调整。2020年3月12日,人民银行、外汇局将这一参数由1上调至1.25,以便利中小企业、民营企业更好地利用国际国内多种渠道筹集资金。接着,在人民币持续升值、企业外币融资快速增加的背景下,2020年12月11日将金融机构的这一参数从1.25下调至1,同时表示“金融机构应树立风险中性理念,更好地服务经济社会发展”。随后,于2021年1月7日将企业的这一参数也由1.25下调至1。

谈及此次调整,中国国际期货高级研究员汤林阁告诉记者,跨境融资宏观审慎调节参数的调整需要考虑一系列因素,包括我国宏观经济状况、企业融资需求等。总体而言,本次调整主要基于两方面原因:一是当前国内经济总体恢复向好,但发展动力基础尚不牢固,消费仍偏弱,出口预期也有所转弱,需要政策进一步支持;二是近期人民币汇率走弱压力有所增大,政策上有必要给予一定的回应。

在一德期货外汇分析师车美超看来,上调跨境融资宏观审慎调节参数体现了央行稳定外汇市场预期的目的。在我国出口压力有所增加的背景下,通过上调这一参数,有利于扩大境外融资,促进外汇回流,进而对人民币汇率形成支撑。

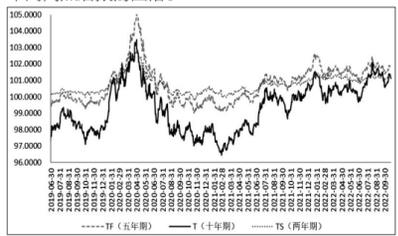
汤林阁也认为,本次上调跨境融资宏观审慎调节参数对市场具有积极意义。“一方面,该参数上调有利于国内企业增加跨境融资,实现融资渠道拓宽和融资成本降低,优化资产负债结构,缓解融资难、融资贵等问题;另一方面,该参数上调后,金融机构可以调节优化自身的外币资产负债结构,且有利于提高金融机构的外部负债加权利率和外债结汇量,对稳定人民币汇率产生一定积极作用。”

“据我们测算,当前我国的跨境融资杠杆率企业为200%、非银行法人金融机构为100%、银行类法人金融机构为80%。本次对跨境融资宏观审慎调节参数上调后,企业跨境融资风险加权余额上限由原来净资产的2倍提高到2.5倍,非银行法人金融机构上调为1.25倍,银行类金融机构上调为1倍,向境外融资的空间较之前扩大25%。”于浩认为,这将提升企业和金融机构的外币业务发展风险偏好,有助于其外币资产负债表扩张,降低资产负债表成本。

债市 上行空间收窄

牛秋乐

受海外因素影响,金融市场风险偏好仍然较低,国债市场表现虽好于股市,但也呈高位调整态势。近期公布的国内主要经济指标好转并高于预期对债市形成一定压力。另外,海外市场美债收益率大幅上行,中美长端收益率利差扩大,外部因素对国内市场的影响加大。综合作用下,国债期货价格在创出年内高点后震荡回落。



图为国债期货价格表现

从经济条件看,近期国内经济数据好转,其中实体经济数据普遍好于预期,产出端增长较快,实际、名义工业增加值同比均大幅加速。需求端,投资增速进一步回升,尤其是基建与制造业投资表现良好,地产投资稍有好转,政策效果逐步显现。消费则继续受疫情影响,地产相关消费维持低位,汽车消费在需求释放后回落。另外,国外经济增速放缓,外需缩水对外贸数据形成压力。国内物价总体呈现CPI低位回升、PPI高位快速回落、PPI-CPI剪刀差收敛的态势。国内继续加大需求端支持力度,尤其是地产方面连续出台利好,国庆节前政策“三箭齐发”。与此同时,基建方面,国家发改委加快推动两批共6000亿元政策性开发性金融工具落地形成实物工作量。近期需要观察新增政策性开发性金融工具以

及专项债结存限额使用对基建投资的撬动作用。预计国内经济继续修复性回升,基本面条件将限制收益率回落空间。

从货币层面看,国内政策积极性明显提升,9月金融统计数据显著好转并高于预期,其中企业短期和中长期贷款大幅增加,表明企业部门流动性继续改善,投资需求维持快速增长状态,预计流动性保持宽松,广义社融增速上升趋势不变。利率方面,商业银行再度调整个人存款利率,其中包括活期存款和定期存款在内的多个品种,利率下调10BP。汇率方面,因中美货币政策分化,利差倒挂幅度走扩,央行下调金融机构外汇存款准备金率两个百分点,并将金融机构远期售汇业务的外汇风险准备金率从零上调至20%。10月,央行对月内到期的5000亿元MLF进行等额续作,并未通过降准进行置换操作,但鉴于11-12月仍有1.5万亿元MLF集中到期,故预计11月仍有降准的可能。另外,10月LPR报价利率不变,这也是在8月下调后,连续两个月保持不变。目前,货币市场资金面明显收敛,DR001与DR007已经上行至政策性金融工具利率附近。从政策导向看,国内货币政策依然以我为主,宽松取向暂未改变。

从利率债融资供给看,年内政府债券发行前置,二季度债券发行创出历史新高,地方政府专项债新增限额也基本发行完毕。7月末政治局会议上提出“支持地方政府用足用好专项债限额”,8月国务院常务会议再增加3000亿元政策性开发性金融工具额度,同时确定5000多亿元专项债地方结存限额,而9月债券发行继续规模回落,尤其是地方政府专项债新增规模确定后,地方政府债券发行规模并未明显扩大,预计随着5000亿元专项债结存限额的发行,10-11月地方政府债券发行规模逐步扩大,总体供给压力不大。二级市场上,目前国债牛市行情已经延续一年半,8月现券收益率创出年内低点,9-10月收益率小幅回升,可以认为,债市处于收益

率下行的牛市尾部,但收益率继续下行的空间有限,预计10年期国债收益率运行区间在2.5%-3.0%。整体上,国债市场面临国内经济修复、宽信用效果显现等的压制。

从海外经济与政策看,欧美通胀数据保持强劲势头,美国9月季调核心CPI年率录得6.6%,为1982年8月以来的最高值。与此同时,能源危机影响下,英国和欧元区通胀数据继续攀升。英国9月CPI年率录得10.1%,重返7月的40年高位;欧元区9月CPI年率录得9.9%,为纪录以来最高值。对抗通胀依然是欧美央行货币政策的核心,美联储等主要央行激进加息,9月欧洲央行历史性加息75BP,美联储议息会议继续鹰派加息75BP,且强调年内仍有100-125BP的加息空间。预计11月美联储将继续加息75BP,之后加息速度逐步放缓,但利率显然并未达到高点。近期美联储官员发布鹰派言论,强调加息应对通胀的必要性,随后美元与美债收益率再次回升,目前美元指数高位波动,10年期美债收益率一度突破4.3%,创出2008年以来的高点,中美10年期国债收益率利差倒挂幅度最大超过150BP。海外资金回流以及估值压力对国内金融市场形成较大压力。

总体而言,近期市场风险偏好依然不高,国债期货价格高位波动,避险情绪推升国债市场相对配置价值。10月LPR报价利率保持不变,央行对到期的MLF进行等额续作,并未采取降准对冲,但11月仍有降准可能。随着国内信用条件的好转,经济继续恢复性增长,市场收益率进一步下降的空间有限,这意味着国债期货上行空间收窄,其价格将区间运行。叠加近期美债收益率持续走高,国内外利差倒挂加剧,海外因素对国内债市的影响加大。建议交易型资金区间操作,持债机构可利用价格高位进行风险管理和久期调整。

(作者单位:方正中期期货)