

2023 年 5 月 26 号

南华股指期货周度报告 股指破位下跌后该如何思考？

摘要：

本周沪深 300 抹平年内涨幅，上周提及的两大因素对 A 股的影响超出了我们的预计。

我们从时间和空间上重新思考了 A 股合适的底部位置。从横向对比的情况去看，IF 的合理底部位置应该在 3500-3800 点之间。

策略的选择是灵活的，但我们想要强调，好的点位往往在市场恐惧的时候出现，当市场再次给了黄金点位后，你是继续观望，还是选择上车？

南华研究院 金融资产研究组
王梦颖 Z0015429
wangmengying@nawaa.com

电 话：
0571-81727107

请务必阅读正文之后的免责条款部分

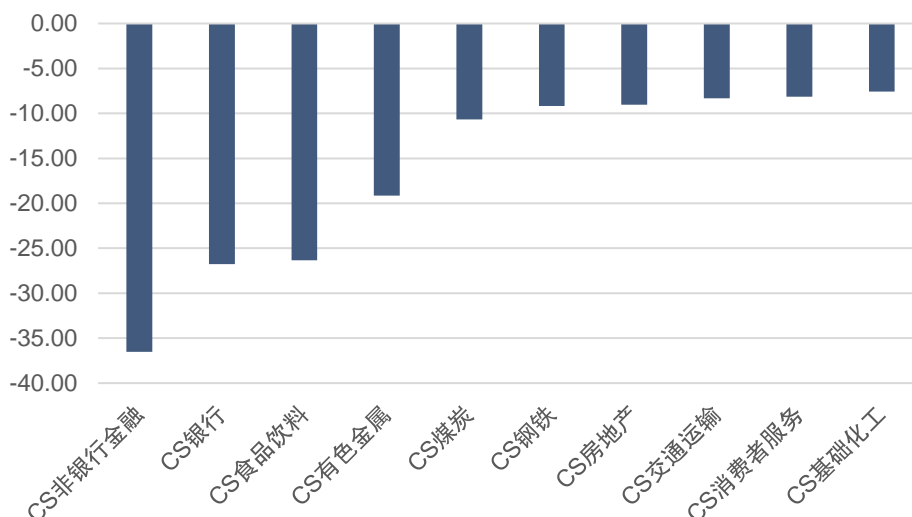
1. 行情分析和策略推荐

本周，市场腥风血雨，沪深300指数抹平全年涨幅，并持续下跌，其他主要指数也同步下跌，盘面单边抛售的迹象十分明显。

上周我们提到，由于国内经济弱复苏和市场对美联储加息乐观预期的修正，市场风险溢价有上升的风险。但从本周盘面表现来看，我们虽然意识到了风险所在，但还是低估了风险带来的影响，尤其是当外部风险和内部忧患结合在一起时，两者一般会互为因果，加剧负面反馈。

本周股票市场最明显的变化是北向资金的动态，连续数日大幅净流出，这是和我们预期中差距最大的地方。通过观察北向资金的历史流动状况，我们发现北向大幅净流出的时间段通常都是对中国经济前景十分悲观的时候，例如22年3月和22年10月。同时，结合近期北向的仓位变动，我们基本能够确定这一波资金流出的主因仍旧是对中国经济前期的悲观。如图1.1所示，本周北向资金流出最多的行业是非银、银行、食品饮料和地产等，都是与经济周期基本盘息息相关的行业。

图 1.1：陆股通净流出额行业 TOP10（周度，亿元）



资料来源：Wind、南华研究

本周，国内大宗商品价格同样大幅下跌，南华工业品指数累计下跌超过3%，同样佐证了市场在为更悲观的经济预期进行定价。试着回想最近股指萎靡不振，国债期货在日日新高的走法，好像又再一次验证了“股指国债中有一个犯错时，通常都是股票错”的市场论调，但我们也注意到本周股指不断下挫时，国债期货的上行动能似乎有所减弱，这时，我们也需要反问**为更悲观的经济预期定价，多少才是合理的？**

同时，我们也很难测算有多少的下跌是因为海外风险的发酵。本周市场的确开始不断上修6月美联储继续加息的概率，从联邦基金利率期货来看，6月加息25bp的概率从18%上升至44%，2年期美国国债收益率从一周前的4.2%上涨至4.5%。2年

期美中利差重新扩大至2%之上。前两次美中利差大于2%的时间段是2023年2月-3月初,以及2022年10-11月,相对应的人民币汇率水平分别是6.8-6.9,7.1-7.2。这两段时期汇率水平存在差异的主因是经济预期的不同,一个预期积极,一个预期悲观。当前,我们已经从大类资产走势及北向资金的流动上感受到了经济预期从之前的弱复苏转向更为悲观的境地,那么在美中利差再次回到2%之上时,汇率大概率会重新奔着7.2的方向前进,这无疑会加大北向资金的流出压力,构成A股负反馈中的一环。

图 1.2: 美中利差 (%) 和人民币汇率



资料来源: Ifind、南华研究

综上,本周A股的破位下跌的确超出了我们的预期,超预期的原因在于市场对国内经济预期的进一步走弱,甚至可以说大幅走弱,其中有事件因素的影响,例如地产、城投债等消息,但也有市场信心本就不足的原因在。由于国内经济预期的超预期走弱,导致A股在内外双重压力下破位下跌,需要一个标志性的事件来打破这样的负反馈,否则就只能等情绪宣泄足够。如果在没有标志性事件发生的情况下,A股的底部会在哪里?我们觉得从时间上来说,6月中旬的FOMC会议前后可能会是一个时间点,但其实我们更关注的是从空间上来看的结果。

如果从横向对比,我们有两个参考点位:第一个是22年4月底,IF在3800点上下,第二个是22年10月底,IF在3500点上下。目前,IF已经跌到了22年4月底的水平,现在和当时基本面最大的区别是,经济预期应该比当时乐观一些,但当时中美利差还是正的,还未出现倒挂,美联储的加速加息也才刚刚开始不久。其实从中美利差去看,当前和22年10-11月的情况比较接近,那么剩下的差异就在对国内的经济预期上了。虽然说当前经济预期偏悲观,但我们觉得当前结构性弱复苏下的经济预期还是会比疫情封控不知何时结束的时候乐观一些。因此,从横向对比的情况去看,IF的合理底部位置应该在3500-3800点之间,这个区间亦包含了美债仍有上行空间的考虑。

那么IF在3500-3800之间够便宜吗?从股债性价比来看,当前股票的下跌让股

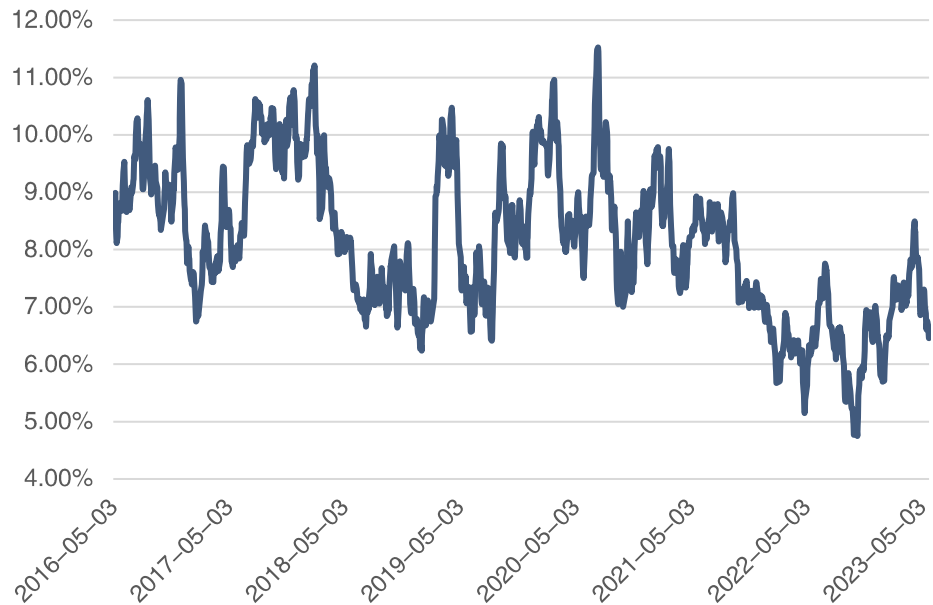
债之差再次跌破了历史的一倍标准差；从我们的价值指标来看，沪深300目前的历史分位数也已经跌到了5%之下，属于中长期相当有吸引力的位置。因此，中长线视角来看，这个位置因为恐惧下跌去割肉是不太合适的，更合适的做法是耐心等待一个更具吸引力的点位，加仓。

市场永远都在贪恋和恐惧中轮回，回想今年1月时很多投资者因为没有上车，只能望“高”兴叹，都想等一个更便宜的位置买入，现在这个机会来了，但上次没有上车的人这时还敢上车吗？好的点位往往在市场恐惧的时候出现，当市场再次给了黄金点位后，你是继续观望，还是选择上车？

2. 一周趣图

融资买入额交易占比继续大幅下降。

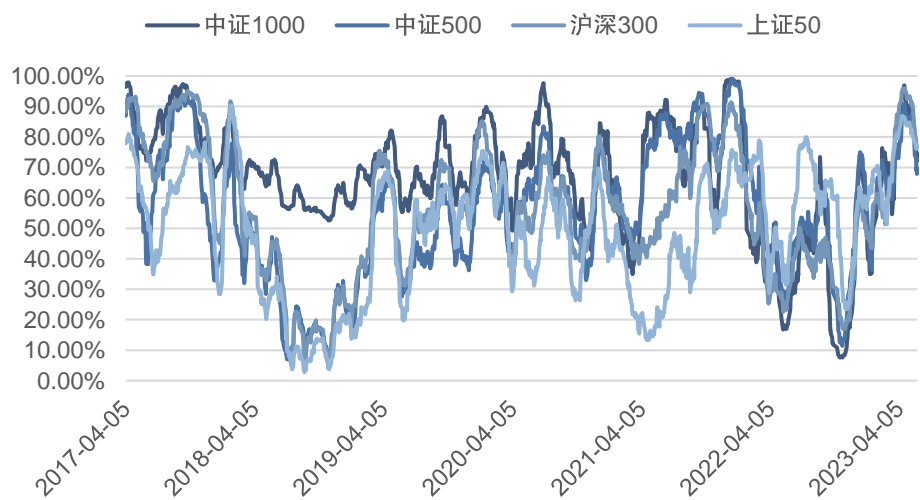
图 2.1：融资买入额占 A 股成交比例



资料来源：ifind、南华研究

四大指数的交易热度同步下降

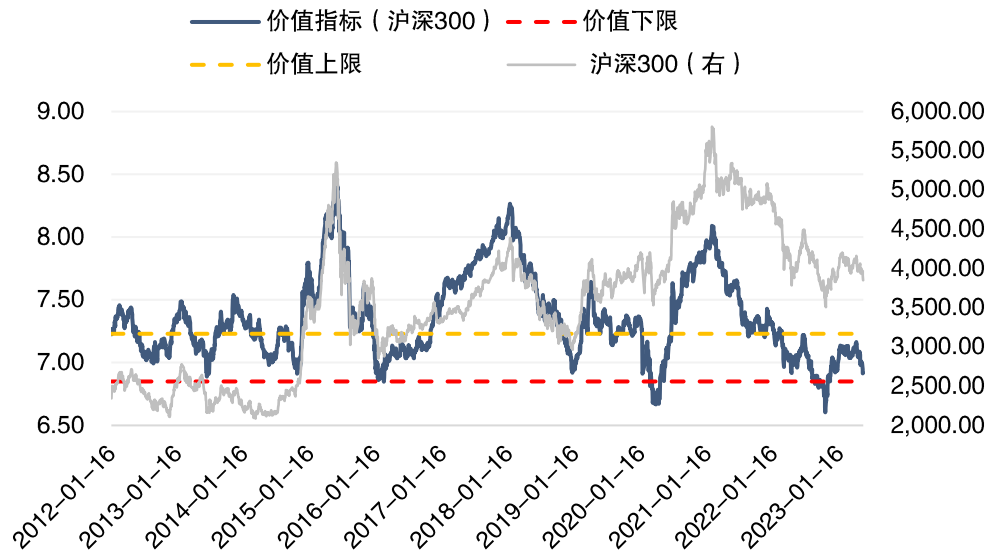
图 2.2：四大指数换手率/振幅指标（MA20）



资料来源：ifind、南华研究

沪深300已经跌出了价值。

图 2.3：沪深 300 价值指标



资料来源：ifind、南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

