

方正中期研究院宏观与金融组

研究员：相阳

从业编号：F3009863

Email: xiangyang@foundersc.com

电话：010-68578697

## 巨幅贴水惹关注 利多题材极其匮乏

2015年9月

### 要点：

期指巨幅贴水引发市场关注，一方面是由于市场弱势的看空表达。另一方面原因是旺盛的空单需求得不到满足，提保限仓后虽然抑制了过度投机，但多单需要更多的贴水来弥补承担的风险和成本。

宏观经济数据疲弱，央行在面对货币政策和外汇政策时谨小慎微却又寸步难行。短期利率上行趋势难改，流动性紧张难以缓解。现阶段基本面和资金情况对于股指来说是相当不利的，而股指自身也存在诸多问题需要时间去消化。首先是当前市场情绪极度脆弱与恐慌，前期热炒题材纷纷从逻辑上或业绩上被打破，新的热点题材又难以形成。其次是托市已使得个股与股指出现价值背离，上证50和中证500的走势分化便可说明这一点。畸形的市场总会得到修正，而IH的低调与IC的坚决下杀似乎说明人力难挡市场趋势。最重要的是我们要清楚“国家队”的任务在于预防系统性风险的发生而非拉高指数。综合分析我们有很多利空理由，但利多理由似乎只有相信“救市”。今后相当长一段时间的主要任务会是以降低波动率为主。

## 一、九月行情回顾

### 1. 市场综合表现

八月的记忆似乎只有下旬几根快长直的跳空大阴线，短短一周时间股指打破多个支撑位，飞流直下。国家队耗费无数人力物力财力恢复的指数和市场信心灰飞烟灭。8月单月，上证跌幅12.49%，深证成指跌幅14.75%，沪深300跌幅11.79%，上证50跌幅10.19%，中证500跌幅14.83%。板块方面，防御性板块走势较好，银行板块受惠于托市资金跌幅最小，为5.2%；前期炒作热门互联网+、国企改革等概念跌幅较大。因此，上证50和沪深300走势较好，中证500下杀坚决。期指方面，受交易所规则限制，贴水有进一步走高趋势。在弱势市场行情中空单需求较大，提保限仓等限制提高了交易成本，由此多单所受边际影响较大，需更多贴水溢价补偿成本与风险。



数据来源：Wind、方正中期研究院

## 2. 各版块表现

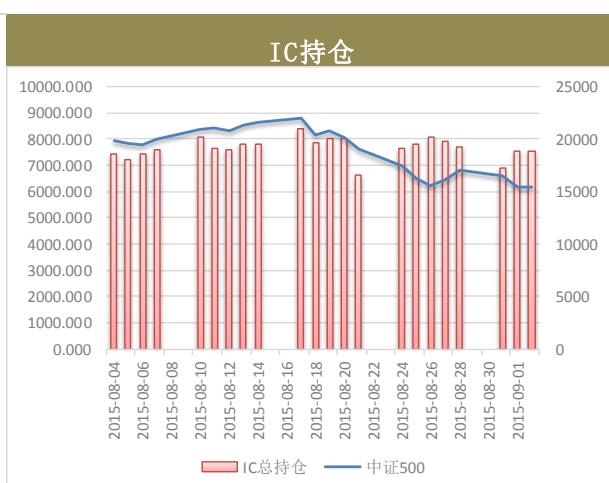
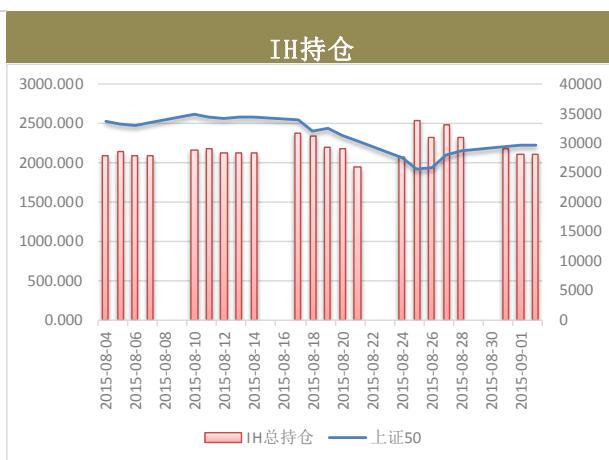
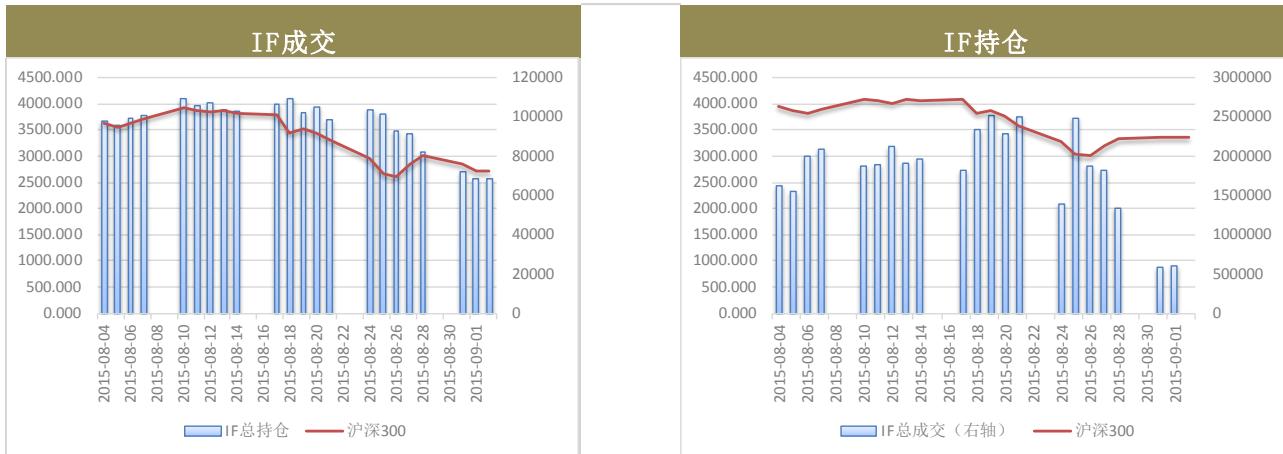


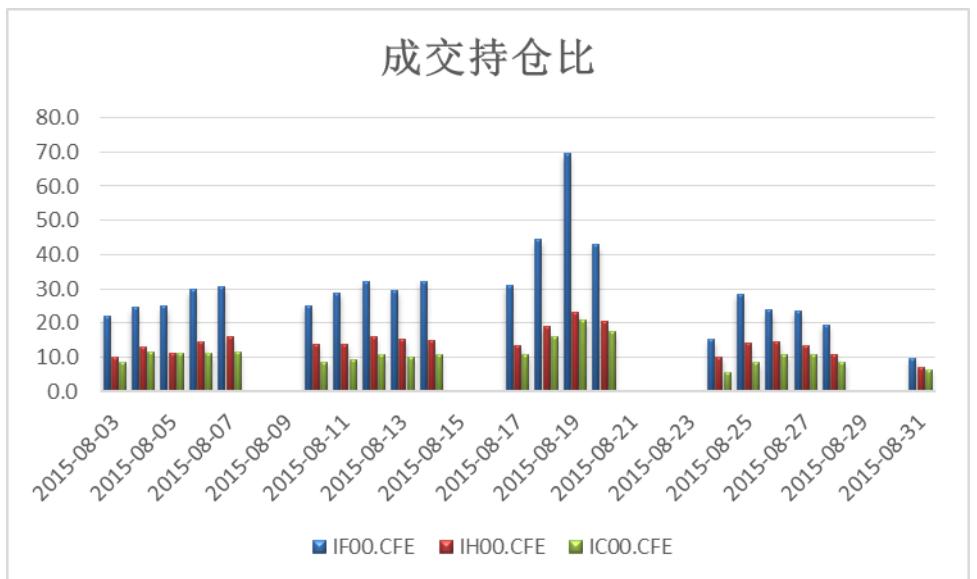
数据来源: Wind、方正中期研究院

## 二、股指期货分析

### 1. 成交持仓分析

8月成交量受行情影响较大，IF成交量跟随股指回落，持仓受中金所限制回落至较低水平；IH和IC的现货指数走势相反，成交和持仓表现较为一致。值得关注的是投机持仓比的变化，在暴跌之前成交持仓比飙升，IF达到了70倍，随后一致维持在30以上，直到中金所提包限仓才有所回落。但是中金所此举虽然一定程度上遏制了投机行为，但由于多单所受边际影响较大，需更多贴水溢价补偿成本与风险，进而造成近期贴水持续放大。





数据来源：wind、方正中期研究院

## 2. 基差分析



数据来源：wind、方正中期研究院

## 三、市场分析

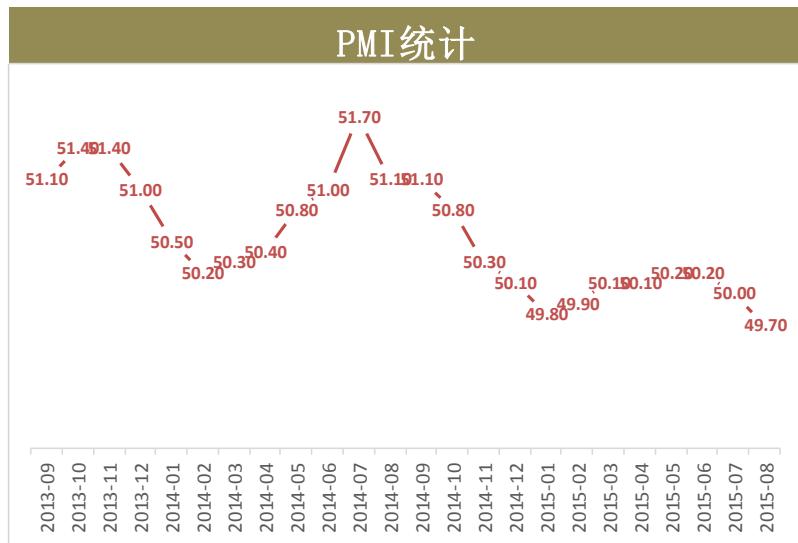
放眼全球，全球资本市场也陷入了恐慌之中，似受中国市场传染暴涨暴跌频现。央行上调人民币中间价是本次恐慌的导火索之一，而财新 PMI 的意外降低以及 22 日周末降准预期的落空、引发了全球对于经济好转前景的怀疑。欧元、日元、国债等避险品种纷纷飙升，美元、原油、美股等资产纷纷遭到抛售，而在短短几天后美国季调 GDP 大幅好于预期，又引发了情绪的迅速好转，美元暴涨单周暴涨 3%，原油三天涨幅逾 22%。与暴涨暴跌相对的是 vix 指数迅速攀升，这一代表市场恐慌情绪的指数曾于 8 月下旬创造了 53.29 的高点。在新兴市场经济遇到压力，美联储加息不明朗的情况下，市场情绪极度紧张。

抛开情绪影响，国内基本面的疲软为股指的下挫提供了充分的理由。8 月 PMI 只有 47.1，位于荣枯分界线下方，低于市场预期。创 09 年 3 月以来新低。另外，1-6 月全国完成固定资产投资同比增长 11.2%，较 1-6 月增速下降 0.2%；7 月份社会消费品零售总额同比增长 10.51%，增速比上月略降 0.12 个百分点；7 月份出口下降 8.3%，进口下降 8.1%。出口、消费和投资数据表现均较低迷，总体来看，数据显示出国内经济疲弱，整体经济下行压力依然较大。

对于上证 50 和中证 500 的走势分化我们可以从两个角度去理解。首先是“国家队”通过大蓝筹的托市。其次是当前各上市公司多数已发布中报，沪深 300 成分股剔除金融与石油行业净利润 13.2%，中证 500 成分股利润同比减少 2.6%，营收减少 0.28%。金融行业尤其是券商上半年经营情况较好，22 家券商占到了沪深 300 总利润的 8.9%。中证 500 的估值面临大幅度下修。

央行当前面临很大的压力，主动上调汇率似乎有放弃汇率政策而保货币政策的意图。但人民币的抛压过于猛烈，国内流动性市场面临失血过度的危险。央行采用短期公开市场操作的方式持续释放流动性，8 月净投放已逾 2000 亿元，但短段利率仍然存在上升趋势。央行紧急降准在预期之内，但降息在降低社会融资成本的同时，降低了人民币资产的价格，加速了流动性外流压力。虽然政府表态人民币并无长期贬值基础，但是市场方向和央行抛售外储的动作还是引发了极大担忧。

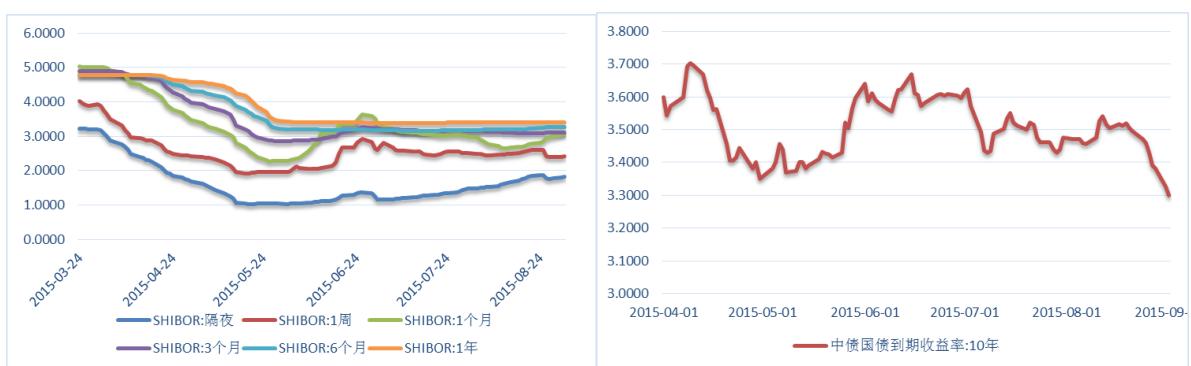
股指暴跌的好处是风险偏好较高的资金迅速被挤出股市回归固守市场。这在逻辑上也符合稳增长的大方向。去产能的阵痛仍然延续，稳增长政策向增加投资专项，地方政府债务置换规模已达 3.2 万亿，债务存量与增量需要大量流动性。虽然央行对于商业银行购债与放贷均有一定支持力度，但如此规模的流动性需求仍需加大社会资金填补。股权投资与债权投资存此消彼长的关系。



数据来源：wind、方正中期研究院



数据来源：wind、方正中期研究院





数据来源: wind、方正中期研究院

#### 四、后市展望与操作建议

现阶段基本面和资金情况对于股指来说是相当不利的，而股指自身也存在诸多问题需要时间去消化。首先是当前市场情绪极度脆弱与恐慌，前期热炒题材纷纷从逻辑上或业绩上被打破，新的热点题材又难以形成。其次是托市已使得个股与股指出现价值背离，上证 50 和中证 500 的走势分化便可说明这一点。畸形的市场总会得到修正，而 IH 的低调与 IC 的坚决下杀似乎说明人力难挡市场趋势。最重要的是我们要清楚“国家队”的任务在于预防系统性风险的发生而非拉高指数。综合分析我们有很多利空理由，但利多理由似乎只有相信“救市”。今后相当长一段时间的主要任务会是以降低波动率为主。

方正金融，正在你身边。

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-64636998