

投 资 有 言

2018.06.18~06.24

◇ 市场观察

➤ 股票市场

受贸易战与市场流动性影响，本周权益市场继续震荡下行，最终上证综指单周下跌 4.37%，最终收于 2889.76 点，为 3 月份以来最大单周跌幅。从大小盘风格来看，大盘蓝筹指数表现相对强于中小创，上证 50 单周跌 3.16%，沪深 300 跌 3.85%，中证 500 跌 5.9%，创业板指跌 5.6%，中小板指跌 4.67%。

行业风格方面，本周所有中信一级行业指数都处于下跌状态，其中煤炭、餐饮旅游、医药跌幅较小，分别为-0.95%、-1.25%、-1.73%；而通信 (-10.6%)、计算机 (-8.9%)、综合 (-8.3%) 表现较差，位居跌幅榜的前三位。

➤ 债券市场

本周央行共进行了 3700 亿元逆回购，周二开展了 2000 亿元的 1 年期的 MLF 操作，并且于 6 月 24 日正式公布定向降准 0.5%。受此影响，本周债券市场是比较乐观的，十年期国债收益率较上周下跌 4.24 个 bp，收于 3.5604%，十年期国开债收益率下行 9.19 个 bp，收于 4.299%。10 年期国债期货上涨 0.5%，5 年期国债期货上涨 0.37%。

◇ 投研观点

➤ 权益观点

本周市场出现大幅下跌，表面原因是中美贸易战的反复无常，但实际原因是 A 股流动性收紧，对于即将发行的独角兽的恐慌。但是从央行行长及研究局局长的讲话来看，高层认为目前经济形势是比较健康的，没有到必须释放流动性来挽救市场的地步。这与市场是存在预期差的，而这种预期差主要影响的是没有业绩支撑的中小创板块，预计下周将大概率继续下跌；但是对于核心资产，主要为泛消费类蓝筹股，如家电、医药、房地产，以及一些超跌的周期品，目前存在很强的投资价值，应当逢低介入，抓住这一难得的建仓机会。

➤ 固收观点

利率债市场收益率保持下行趋势。由于受到中美贸易战的影响风险资产出现恐慌性下跌，市场避险情绪高涨。同时，本周三国务院常务会议上，李克强总理明确要求，研究部署对小微企业融资政策要尽快出台，预计很快将会出台定向降准的政策，这对利率债市场具有显著的正面作用。加之上周美联储加息后，国内没有跟随工作。而时值半年末，在央行连续逆回购和 MLF 的呵护下，资金面较以往并不十分紧张。这些都给利率债市场带来了相对确定的机会。

信用债市场依旧低迷，市场对于信用风险的悲观看法仍然没有完结，信用债发行难的局面没有改观。上周经济数据和金融数据公布，明显低于预期，为宏观经济敲响了警钟，在信用紧缩的环境下如果社融持续低迷，那么中国经济将面临下行风险。紧信用环境下，企业融资不足将进一步激发信用违约，继而促使金融机构收紧融资条件，带来恶性循环，处置风险的风险将显著上升。不过，从郭树清在陆家嘴论坛上的讲话来看，监管对于去杠杆态度坚决，对信用违约的容忍度较高，信用环境改善尚需时日，信用债收益率短期内难以出现明显下行。

综合各方面因素，我们对近期利率债市场持较为乐观的看法，10 年期国债收益率存在向下突破 3.5% 的可能；信用债市场仍需保持警惕，去杠杆下半场的信用紧缩仍将持续。

➤ 量化观点

1、资金流向

融资融券：本周融资融券整体规模小幅下降，截止到本周四，两融余额为 9,305.50 亿元，相对 A 股流通市值占比稳定在 2.32%。两市融资融券交易额整体而言小幅下降，相比全部 A 股的成交额占比为 7.68%。从融资融券数据来看，目前市场情绪较为悲观，市场参与的活跃度有所下降。

沪深港股通：本周北向资金结束了连续净流入状态，两市合计流出 31.15 亿元，其中通过沪股通累计流出 21.47 亿元，通过深股通累计流出 9.68 亿元。南下资金方面，两市本周累计净流入 5.91 亿元，其中通过沪港通南下资金累计小幅净流出 0.1 亿元，而通过深港通南下资金共流入 6.01 亿元。从沪港通数据来看，相较前几周市场下跌过程中北上资金仍然持续流入，而本周北上资金出现了大幅净流出，说明国外的聪明资金对于目前中美贸易战、A 股流动性收紧等问题是比较担忧的，市场情绪较为紧张。

2、市场情绪

股指期货升贴水：本周期现基差宽幅震荡，三大股指期货深度贴水，叠加分红预期贴水幅度有扩大趋势。截止周五收盘，三大期指 IH、IF 和 IC 主力合约贴水率分别为 0.97%、1.07%、1.08%，IH 贴水幅度较上周略降，IF 与 IC 贴水幅度同步扩大。本周期指整体上都呈震荡下行，贴水幅度大，市场情绪恶化。

期权：本周上证 50ETF 下跌 2.99%，收于 2.598 元，成交量为 2470 万手。本周 50ETF 期权共成交约 518 万张，其中认购期权成交约 270 万张，认沽期权成交约 248 万张，PCR 指标为 0.92，该比值较上周增长 0.04。本周期权隐含波动率较上周上升，均值为 29.55%，认购期权的隐含波动率整体均值为 26.46%，部分合约隐含波动率高达 85.94%。认沽期权的隐含波动率整体均值为 32.65%左右，部分合约隐含波动率达到 120.31%。PCR 指标的上升、期权隐含波动率的上升均说明期权投资者同样是较为悲观的，避险情绪升温。

整体上看,本周量化指标表明市场短期依然悲观,避险情绪浓厚。虽然周末如期降准对流动性改善或利好周初市场表现,但全球贸易争端走向的不确定性,以及长期的流动性和利率水平的变化对资产价格的重估预期依然压制市场的表现。故操作上,依然建议控制好仓位进行防御性布局。

➤ 央行降准

6月24号央行正式宣布自2018年7月5日起,下调法定存款准备金0.5个百分点,具体包括:

1.下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点,可释放资金约5000亿元,用于支持市场化法治化“债转股”项目,同时撬动相同规模的社会资金参与。

2.下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点,可释放资金约2000亿元,主要用于支持相关银行开拓小微企业市场,发放小微企业贷款,进一步缓解小微企业融资难融资贵问题。

我们认为,央行降准是与当前的市场环境密不可分的。一方面是中美贸易战的反复无常,另一方面是紧信用过程中,债务违约风险蔓延的担忧上升。但是,结构性去杠杆、紧信用的政策方向仍然不会改变。

由于6月社融增量大幅低于预期,引发市场对后续经济数据的担忧,降准将缓解企业流动性和融资压力,维持企业经营的稳定,从而改善市场对经济下行的悲观预期。

对于权益市场,降准有利于缓解流动性恐慌、对于市场底部企稳有帮助作用。但是市场投资者已经对于降准有一定的预期,对于行情的推动的作用有限,我们认为应当重点关注有业绩支持的股票,如银行、地产等,未来短期存在大幅反弹的可能。

对于债券市场，央行需要通过定向降准的方式释放长期资金，降低无风险收益率。我们认为，未来利率债的走势仍然是比较乐观的，十年期国债收益率跌破 3.5% 的概率进一步提高

数据来源：Wind，国融基金投资研究部

◆ 提示声明：

本网站所载信息来源于公开资料，投资观点不构成对任何投资者的投资建议。基金有风险，投资需谨慎。购买基金前，请投资者认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。