

投 资 有 言

2018.07.02~07.08

◇ 市场观察

➤ 股票市场

本周上证综指下跌 3.52%，收于 2747.23 点，周线 7 连阴。本周市场受到内外部负面因素影响跌幅较大，国内信用紧缩带来经济下行预期，信用风险的恐慌情绪蔓延到股票市场。在信用环境恶劣的情况下，一些民营上市公司已经面临再融资困难的窘境。叠加中美贸易战的外部影响，市场不断创出新低。

➤ 债券市场

债券市场收益率小幅波动，10 年期国债收益率在 3.5% 附近震荡，10 年期国开债收益率在 4.2% 附近波动。货币政策转向合理充裕具有确定性，经济基本面存在下行风险，看好利率债下半年的表现，预计 10 年期国债收益率年底前有望下行到 3.3% 左右。去杠杆带来的信用紧缩仍对信用市场造成较大压力，永泰能源本周实质性违约说明实体企业的流动性风险仍大，对信用债继续保持谨慎。

◇ 投研观点

➤ 权益观点

上周市场继续大幅下跌，上证综指下跌 3.52%，深成指下跌 4.99%，沪深 300 下跌 4.15%，创业板下跌 4.07%。上证综指从今年高点 3587 点下跌以来，最低点 2691 点，最大跌幅已经达到 25%。从 3000 点以来也下跌超过 10%。一方面反映了中美贸易战对国内经济的影响，另一方面反映了今年去杠杆带来信用紧缩，可能造成债务危机的各种影响。而更重要的是信心危机。监

专业专注 承载托付

管层也开始意识到这一点，金融官员开始喊话，盘中国家队的护盘动作也频繁显现。我们认为A股已经跌出了价值，估值无论从纵向还是横向比较都已经达到了非常低的水平。本轮市场下跌与08年6000点以及15年5000点的下跌不同，而是从3500多点直接下跌了900点，从幅度上来讲已经足够大了，在当前的位置上应该立足选好品种，特别是具备一定防御性的品种，做好迎接反弹的准备。特别是可转债类的资产，属于进可攻退可守的品种，应该进行适当布局。此外，半年报业绩公布在即，业绩确定性强的品种在未来反弹中应该可以获得更具确定性的机会。综合来看，市场下跌幅度已经巨大，应该为随时可能发生的反弹做好准备。

➤ 固收观点

利率债市场收益率保持稳定，10年期国债收益率小幅上行，重回3.5%上方，10年期国开债收益率延续下行至4.2%以下。下半年国内经济压力较大，一方面国内去杠杆带来的信用紧缩正在影响实体企业；财政政策在限制地方政府融资的情况下转向积极存在资金约束；地产棚改政策有退出迹象，虽然在国务院2018年大督查中提及启动新三年的棚改攻坚计划，但这与6月PSL投放量下降仍显矛盾。另一方面，中美贸易对抗正式拉开序幕，美国抑华政策具有长期性和艰巨性，自奥巴马的重返亚太，到特朗普的贸易战，美国对华政策的目标清晰，未来仍然存在贸易战扩大化的潜在风险。目前，国内最清晰的政策是货币政策，流动性合理充裕是确定预期；经济基本面下行风险也正在成为大概率预期。在此背景下，我们认为利率债下半年仍将具备较好的投资机会，预计10年期国债收益率会打破近期的波动区间，下行至3.3%附近。

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。需要关注未来货币政策放松后对社融的影响程度，如果未来几个月社融增速能够有所恢复，那么证明货币政策转向可以适当缓解企业融资难的局面。信用债市场的好转仍有待观察，不过我们相信，政策制定者已经意识到信用紧缩对于实体经济带来的潜在伤害，对于外部环境存在较大不确定性的情况下，国内政策有望回暖。

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年期国债收益率向下突破3.5%，预计未来波动区间在3.3%-3.6%之间；信用债市场仍需观察，但政策已经在向好的方向发生转变。

➤ 量化观点

1、资金流向

融资融券：市场震荡走低，融资融券余额继续下跌。截止07月05日，两融余额9,088.72亿，较上周同期下降118.40亿元；两融余额占A股流通市值2.37%，该比值较上周微增。本周两融交易额1,008.44亿，较上周同期增长77.15亿元；两融交易额占A股成交额7.22%，该比值较上周下降0.14个百分点。市场弱势，投资者采用两融杠杆交易热情持续下降。

沪深港股通：人民币贬值预期改善，北向资金重回净流入状态。本周两市合计净流入55.63亿元，日均11.13亿元，一改上周日均流出4.66亿元状态；分市场看，本周北向资金沪市合计净流入56.74亿元，深市合计净流出1.11亿元；分行业看，北向资金整体流入金融行业，流出白酒、医药行业。本周南向资金合计净流出38.22亿元，日均流出7.64亿元，较上周有所放大。整体上，本周北向资金流向数据有所改善，资金对A股的避险情绪有所缓解。

2、市场情绪

股指期货升贴水：本周期指贴水幅度微幅增加，贴水幅度走势分化。截止周五收盘，三大期指IH、IF和IC主力合约贴水率分别为0.86%、1.10%、0.97%，IF、IC相较上周同期贴水幅度分别增加0.14%和0.35%，IH较上周同期收敛0.06%。本周市场继续走弱，风格指数走势也产生分化，上证50指数风格好于中证500，故期指升贴水走势上也得到印证。不管怎样期指贴水幅度整体上升，市场情绪依然偏弱，且风格指数分化走势值得关注。

期权：本周上证50ETF下跌2.81%，成交量较上周增加167万手至3,196万手。上证50ETF

期权合约成交量共成交 712 万张，较上周大幅增长 194 万张。其中，认购期权成交 363 万张，周环比增加 98 万张；认沽期权成交 349 万张，周环比增加 96 万张。认沽认购成交比率 PCR 为 0.96，该比值较上周微增。本周期权隐含波动率较上周大幅上升，均值为 28.15%，较上周大幅增加 8.57 个百分点。其中，认购期权的隐含波动率整体均值为 25.40%，周增加 5.08 个百分点；认沽期权的隐含波动率整体均值为 30.90%，周增加 12.06 个百分点。本周市场考虑到关税开征及反制或引起贸易战升级，风险情绪增加，期权隐含波动率大幅增加，市场资金参与跨式组合看多波动率较为积极，使得看涨看跌期权成交量同步上升。

量化监控数据好坏参半，不同数据维度也体现出多空分歧加大，从贸易战开打，关税开征及反制或引发新一轮贸易纷争这一最大不确定性来看，市场反应为利空出尽。量化角度，着眼于市场货币和流动性、市场本身环境和风险的预期改观，市场情绪还是在逐步修复过程中，故量化策略操作上，依然建议采用稳步增仓或是中性偏乐观的敞口管理策略以提高弹性收益的可能。

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。