

投 资 有 言

2018.12.17~12.21

◇ 市场观察

➤ 股票市场

本周市场继续调整，截止到周五收盘，上证综指收于 2516.25 点，周跌 2.99%，中小板指周跌 4.88%，创业板指周跌 3.06%。板块方面，上证 50 周跌 4.84%，沪深 300 周跌 4.31%，中证 500 周跌 2.44%，中证 1000 周跌 2.67%。

行业风格方面，本周 29 个中信一级行业指数全线下跌。医药 (-6.60%)、食品饮料 (-4.62%)、银行 (-4.48%)、石油石化 (-4.30%)、房地产 (-4.21%) 领跌；钢铁 (-1.45%)、通信 (-1.38%)、电力及公共事业 (-1.14%)、传媒 (-1.13%)、农林牧渔 (-1.04%) 相对跌幅较小。

➤ 债券市场

本周央行公开市场操作净投放 6000 亿，资金面由于受跨年因素影响，3 个月 Shibor 利率仍上升 5bp 至 3.20%。利率债收益率继续回落，10 年期国债收益率下降 3bp 至 3.31%，10 年期国债收益率下行 3bp 到 3.74%，10 年期国债期货主力合约上涨 0.35%。

◇ 投研观点

➤ 权益观点

本周市场继续调整，改革开放 40 周年大会和年度中央经济工作会议召开前，市场预期可能不会涉及当前市场较关心的降企业税费等问题，再加上银行业控利润增速传闻影响，投资者信心较为脆弱，市场反应消极。实际上，中央经济工作会议明确了更大规模的减税降费，预期得到修正。

总体来看，短期内市场情绪波动较大，中长期来看市场对于企业业绩也存有担忧，从卖方的
专业专注 承载托付

主要观点看，明年上半年市场可能会面临较大的考验。我们判断，若 A 股明年一季度下探到 2500 点以下，则二三季度将有较好的配置空间。短期来看，市场超跌的板块相对安全边际较高，绝对收益型产品可逐步寻找超跌的品种来做阶段性的反弹。建议关注消费和医药板块。

➤ 固收观点

当前经济基本面继续下行，PMI、社会消费品零售总额、固定资产投资、社会融资总额、M2 等增速持续回落，货币政策仍将保持较为宽松的方向，12 月 19 日央行进行 1000 亿 TMLF 操作支持民营企业，利率下降 15bp，海外美联储加息落地，明年加息步伐将放缓，都有利于收益率的下行。而美元指数高位震荡，中美利差维持低位，人民币汇率压力犹存，短期国内利率下降过快等，对收益率下行也有抑制作用。但整体而言目前国内经济形式依然较弱，宽松政策不具备退出基础，从中长期来看收益率将继续在震荡中缓慢下行。

信用债市场继续保持高度警惕，目前的违约事件多发，而且有扩散迹象。在经济下行的大环境下，中小企业、民营企业仍会不断触发违约风险，特别是随着违约主体增加，违约事件有群体化迹象，发行人在偿债极其困难的情况下存在消极对待的可能。虽然近期政府不断出台多项支持民营企业政策，利好优质民营企业，但下半年是信用债到期高峰，对信用债市场，特别是中小民营企业债券整体仍需保持高度谨慎。信用债配置上仍以短期限为主，并需仔细甄别个券的信用风险。

综合各方面因素，利率债短期来说，应关注市场的风险偏好调整、年末资金变紧，利率下降过快获利了结的压力带来的潜在调整，判断 10 年期国债收益率短期将在 3.25-3.45% 区间内震荡；信用债方面，随着支持民营企业的政策的不断推出，对优质民营企业的信用风险缓解将有所帮助，但对信用债市场总体仍需保持警惕，以短期限配置为主。

➤ 量化观点

1、资金流向

融资融券：两融余额继续回落，杠杆交易热情仍旧低迷。截止 12 月 20 日，两融余额 7,665.98 亿，较上周同期回落 42.68 亿元，周降幅连续两周扩大。两融余额占 A 股流通市值 2.14%，微增 0.07 个百分点；两融交易额 680.57 亿元，较上周同期降低 58.56 亿元；两融成交额占 A 股成交额 7.43%，周降 0.07 个百分点。本周市场继续调整，量能继续萎缩，两融交易数据同步回落，杠杆交易热情继续降温。

沪深港股通：北向资金由净流入转净流出，南向资金依旧小幅净流入。本周北向资金合计净流出 39.11 亿元，日均净流入 7.82 亿元，由净流入转净流出，结束了连续三周净流入的状态；分活跃个股看，近 7 日北向资金主要流入中国平安 (+11.19 亿)、招商银行 (+11.09 亿)、美的集团 (+3.23 亿)、格力电器 (+2.84 亿)，主要流出贵州茅台(-5.61 亿)、恒瑞医药 (-5.21 亿)、中国国旅 (-3.45 亿)、海螺水泥(-3.10 亿)、上汽集团 (-3.06 亿)、海康威视(-2.81 亿)等。本周南向资金保持小幅净流入状态，周合计净流入 10.13 亿元。本周人民币离岸汇率整体趋贬，一定程度上影响北向资金流向状态转变。

2、市场情绪

股指期货：当月合约贴水交割，次月合约升贴率走势分化。因周五尾盘，指数反弹，指数价格高于算术均价，三大期指当月合约均贴水交割；从次月合约看，截止周五收盘，三大期指 IH、IF、IC 升贴水率分别为 0.31% (降低 0.18 个百分点)、0.16% (提高 0.05 个百分点)、-0.59% (提高 0.15 个百分点)，明显看出 IC 升贴水率走势好于 IH，三大期指升贴水率走势分化，市场表现为小盘股好于大盘股风格。

期权：成交量与波动率双升。本周市场大幅调整，50ETF 周跌 4.99%，成交量较上周增加 484 万手至 4,140 万手；上证 50ETF 期权合约成交量 905 万张，较上周增加 375 万张。其中，认购期权成交 462 万张，较上周增加 172 万张，认沽期权成交 442 万张，较上周增加 203 万张；认沽认购比率 PCR 为 0.96，较上周增加 0.13。本周期权隐含波动率走高。其中，所有认购期权的隐含波

动率均值为 27.08%，较上周增加 3.29 个百分点，所有认沽期权的隐含波动率均值为 21.27%，较上增加 3.13 个百分点。整体上，市场量能萎缩，但 50ETF 及期权成交量不降反增，主要是期权交割移仓所致。分类来看，认沽期权成交量增加幅度高于认购，致使 PCR 大幅走高。回顾本周，市场在银行利润增速窗口指导传言以及中央经济工作会议降税费政策或弱于预期等因素影响下，连续下探，期权波动率及 PCR 均走高，市场风险情绪陡增。

综上，本周量化监控数据均转弱。量化策略方面，加大 Alpha 类策略的跟踪和研发。本周风格套利策略后半周胜率走高，风格走势分化有利于策略表现。此外，由于期权波动率走高，我们加大期指保护下的备兑开仓策略的研发，以期通过升水股指期货对备兑组合现货资产进行保护，获取期指升水回归和卖出看涨期权权利金双重收益，该类 Alpha 策略将是我们后续量化策略的研发重点。

数据来源：Wind，国融基金投资研究部

◆ 免责声明：

未经国融基金管理有限公司事先书面许可，任何人、机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。本报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道和分析师个人判断，但本公司不对其准确性或完整性提供直接或间接的声明或保证。投资有风险，可能发生投资损失。过去业绩表现或任何预测都不预示其将来投资结果。此报告不应被接收者作为其投资决策的依据，本公司或本公司的相关部门、雇员不对任何人使用此报告内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。本文的知识产权由国融基金管理有限公司所有。本文件为内部资料，仅供国融基金管理有限公司向符合条件的特定客户发送。