

## 多空格局渐明 IC优势突出

### 摘要

我们在二季度展望中的观点是：股指多空临界点已至。这一观点在二季度时得到了市场的验证，但也存在预期差。我们认为预期差出现的原因是中美超市场预期的充裕流动性，因此这也将是下半年的关注重点。

在二季度时，市场多空博弈激烈，且方向难明。站在二季度末，我们发现多空格局开始逐渐明朗，空方的力量进一步加强，股指中枢恐进一步下行，但下行幅度可能有限。

股指的两大支撑力经济增长和外部友好因素都出现了明显的拐头迹象，这会股指的上行带来较大的压力，如果这两个因素继续往不利方向的运行，很可能会给股指带来新的下行压力。但同时，由于疫情隐忧未散，国内宏观政策更倾向于“稳增长”，加上目前股指趋近合理的估值状况，约束了股指的下行幅度。

从品种来看，我们认为 IF 和 IH 的上行压力较大，而 IC 因为低估值的原因拥有很好的安全边际。通过情景分析，我们也发现 IC 在下半年的胜率远优于 IF 和 IH。因此，我们推荐择时做多 IC 的机会。而对于 IF 和 IH 则可以通过卖出看涨期权的方式来赚取时间的钱。

**风险点：通胀并非是暂时现象，中美货币政策加速拐弯，经济超预期下滑**

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

邮箱：wangmengying@nawaa.com

电话：0571-81727107

## 目录

第 1 章	多空临界点已至得到验证，但有预期差.....	4
第 2 章	IF 和 IH 上行压力大，但 IC 优势突出.....	6
2.1.	股指下行的诱因是什么？.....	6
2.2.	股指下行的约束力来自哪里？.....	10
2.3.	事情的发展并非简单的线性外推.....	13
第 3 章	策略推荐.....	14
3.1.	择机做多 IC.....	14
3.2.	卖出看涨期权.....	14
附录 1.	近期大宗商品价格调控措施.....	15
免责声明	.....	16

## 图表目录

图 1.1 IF 和 IH 年初至今走势 .....	4
图 1.2 期指跨品种价差走势 .....	5
图 1.3 3 月期 Shibor (单位: %) .....	5
图 1.4 TED spread (单位: bp) .....	6
图 2.1 南华工业品/南华黄金指数同比增速 (单位: %) .....	7
图 2.2 社融存量规模同比增速 (单位: %) .....	7
图 2.3 企业中长期贷款增速状况 .....	8
图 2.4 中国 PMI 指标 .....	8
图 2.5 国内疫情隐忧仍在 .....	10
图 2.6 PPI-CPI 剪刀差 (单位: %) .....	11
图 2.7 沪深 300 价值指标 .....	12
图 2.8 中证 500 指数 PE 估值历史 .....	12
表 2.1 情景假设分析 .....	14

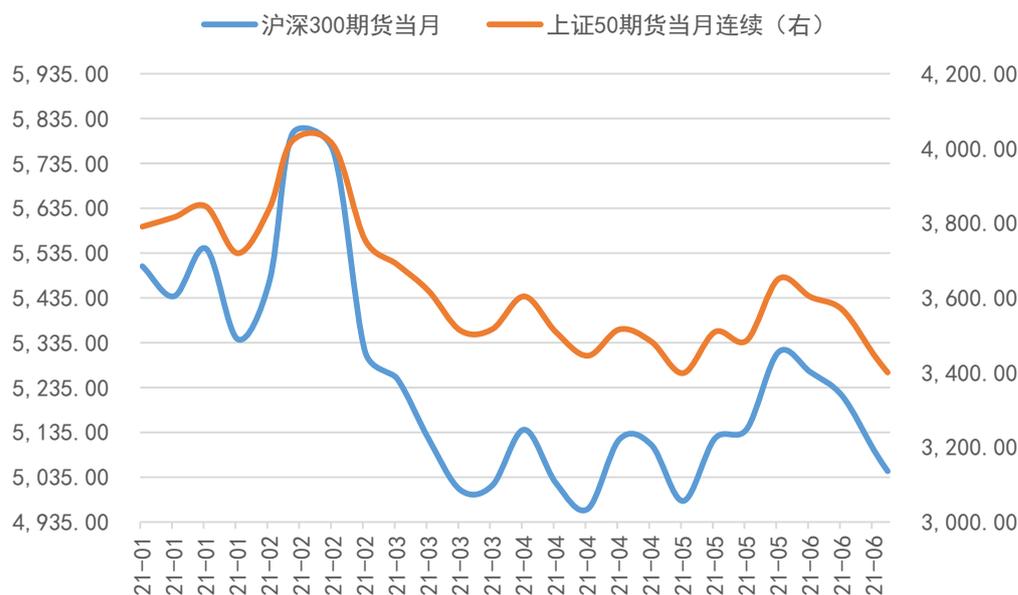
---

## 第1章 多空临界点已至得到验证，但有预期差

我们在二季度展望中的观点是：股指多空临界点已至，二季度股指的运行中枢将低于一季度，逐渐进入倒“V”型的第二笔当中。从具体品种来看，IF 和 IH 的运行中枢大概率下移，IC 估值相对便宜，但是其偏成长的属性让它在利率回升的大背景下，难有突出表现。同时，我们也提到并未观察到期指跨品种轮动在二季度会有明显的机会。

现在我们回头来看一季度末时的判断，其中有符合预期的发展，即 IF 和 IH 的运行中枢的确低于一季度（见图 1.1），但也有超预期的发展，期指跨品种轮动的机会在二季度时得到了延续（见图 1.2）。

图 1.1 IF 和 IH 年初至今走势

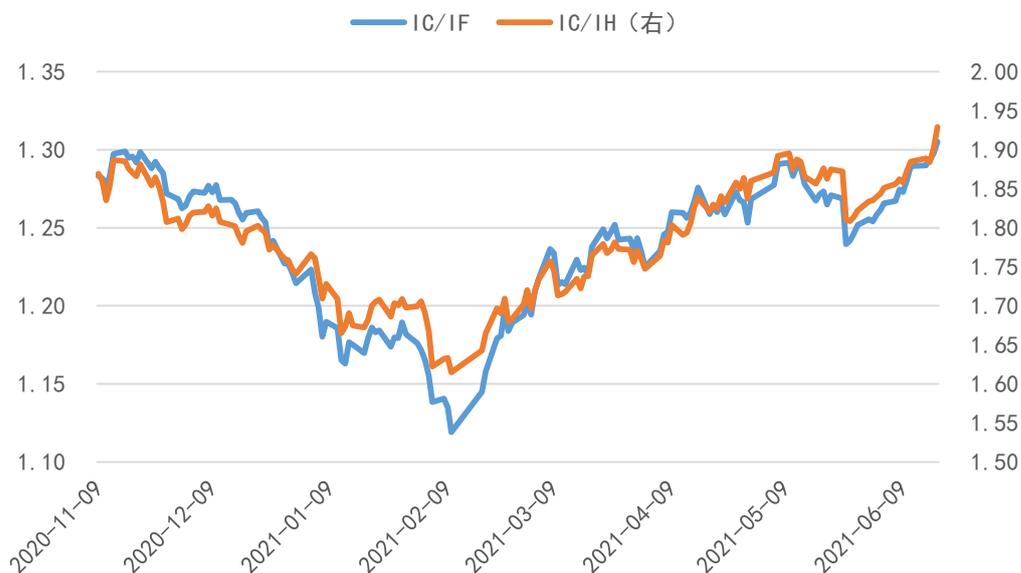


资料来源：Wind 南华研究

根据我们的研究（详见专题报告《期指跨品种轮动原因探究》），每年一季度时，由于年初市场流动性相对宽松，总是能出现期指跨品种的轮动机会。但后续三个季度，只有在市场流动性好的时候才能出现期指的跨品种轮动机会。

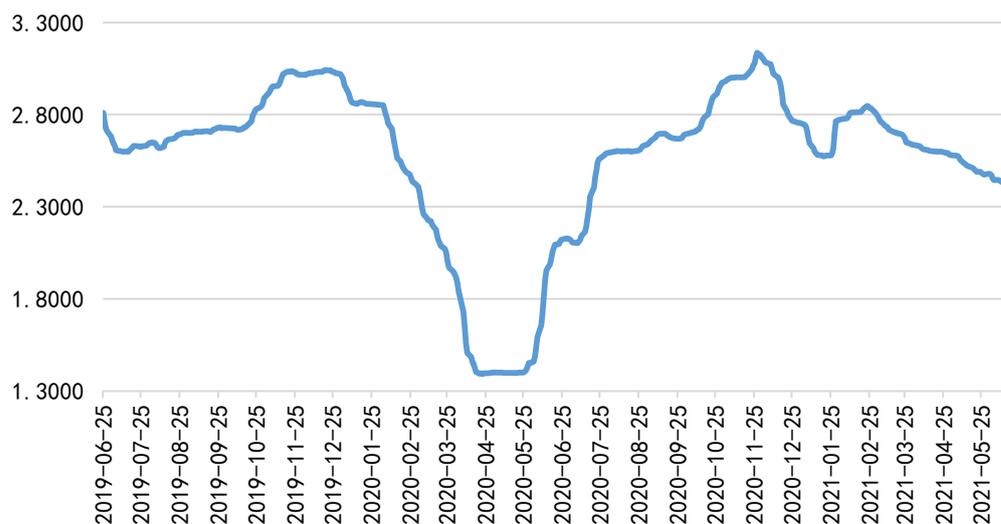
今年二季度时，市场流动性的充裕程度超出了市场的预期。国内的 3 月期 shibor 自春节后一路走低，说明国内市场流动性状况十分充裕。同时，衡量国际金融市场资金拆借意愿的 TED 利差也在今年二季度持续走低，甚至低于次贷危机后的 QE 时期。这说明国际市场流动性较次贷危机后的 QE 时期更为充裕。其实，美元指数从 3 月底的 93 一路跌回 89 也从侧面证明了国际市场上美元流动性的泛滥。

图 1.2 期指跨品种价差走势



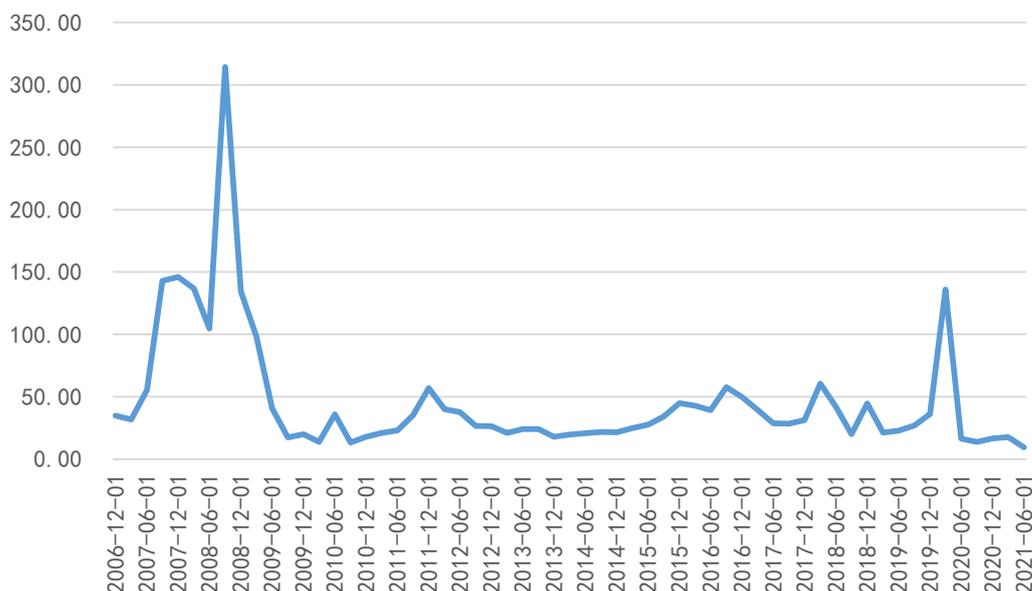
资料来源: Wind 南华研究

图 1.3 3 月期 Shibor (单位: %)



资料来源: Wind 南华研究

总的来说,我们对股指二季度“多空临界点已至”的判断基本得到验证,其中虽然有预期差的存在,但随着时间的推移,股指做多的胜率的确在不断下滑,而造成预期差的原因是中美超市场预期充裕流动性,这也将是我们在下半年关注的一个重点。

**图 1.4 TED spread (单位: bp)**


资料来源: Wind 南华研究

## 第2章 IF 和 IH 上行压力大, 但 IC 优势突出

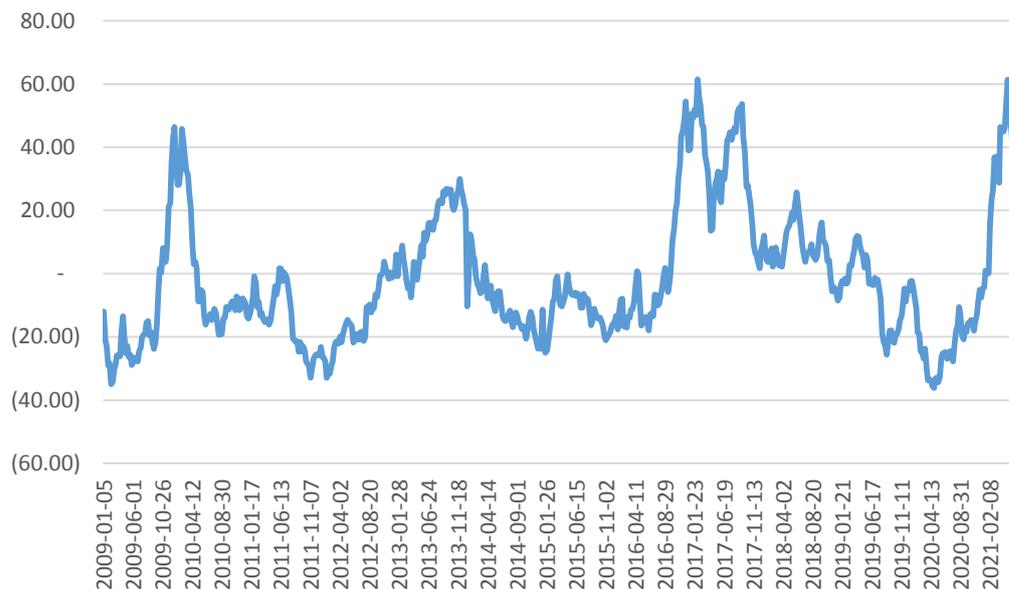
我们在二季度展望时, 认为多空临界点已至的原因是此前支持股指上涨的四大要素已经演绎到了极致: 国内经济复苏, 中性的国内货币政策, 外部友好因素, 以及股票市场的资金供应量大概率会大于需求量。其中, 第四个理由, 资金供求大概率会跟随行情的变化出现滞后反应, 不能单独作为支撑股指趋势性上行的因素。因此, 股指的后续上行动能已经出现了不足的状况。

在二季度时, 我们看到市场的矛盾集中在国内经济状况, 外部友好因素和货币政策导向/通胀上。在等待政策指引和经济数据验证的过程中, 多空双方博弈激烈, 导致行情呈现出区间震荡的态势。此时, 站在二季度末, 我们发现多空格局开始逐渐明朗, 空方的力量进一步加强, 股指中枢恐进一步下行, 但下行幅度可能有限。

### 2.1. 股指下行的诱因是什么?

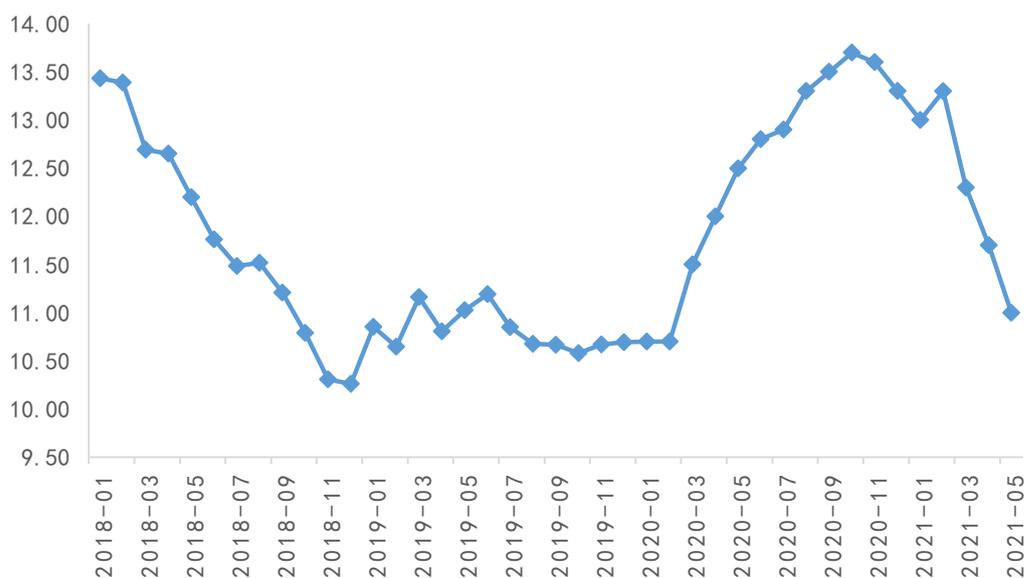
我们之所以认为多空格局开始明朗, 是因为上述三个主要矛盾中的国内经济状况和外部友好环境都出现了明显的拐点, 并且在朝着不利于股指上升的方向运行。

首先, 市场对于经济增长的预期已经开始转弱。我们用南华工业品指数/南华黄金指数的同比增长率来跟踪市场对于经济增长的预期。从图 2.1 可以看到, 目前, 该曲线已经从高位回落。在回落前, 此轮市场对经济的预期也已经接近前几轮经济周期的顶部, 因此, 市场对经济增长的预期是在达到极度乐观后的自然回落, 符合周期性特征。

**图 2.1 南华工业品/南华黄金指数同比增速（单位：%）**


资料来源：Datayes 南华研究

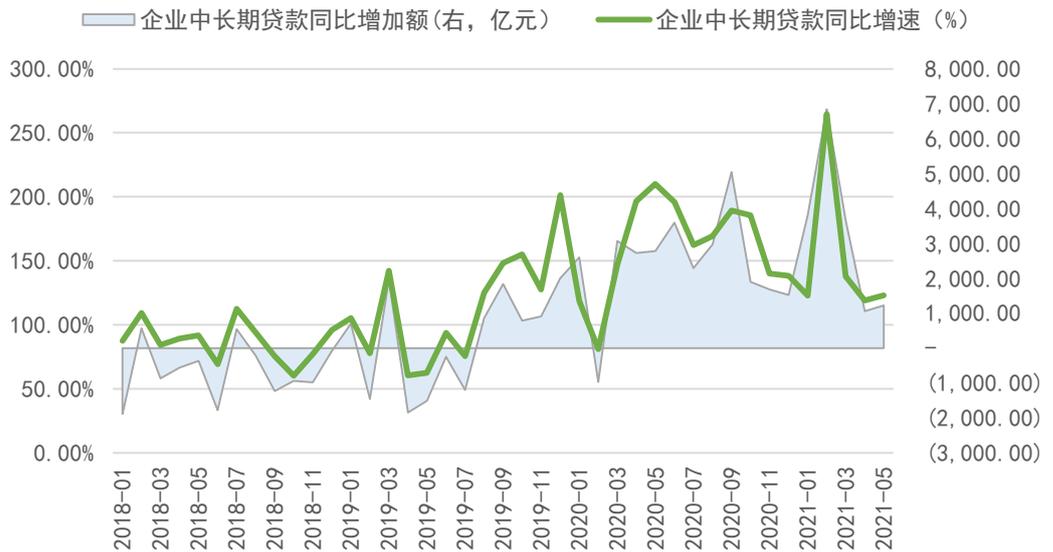
上述指标可以看作是市场预期的一个领先指标，但实际的经济状况，我们还需要配合经济数据去做进一步的验证。截止 6 月 20 号，我们看到经济的两大领先指标：社融增速和 PMI 指标，也出现了转弱的迹象。

**图 2.2 社融存量规模同比增速（单位：%）**


资料来源：Wind 南华研究

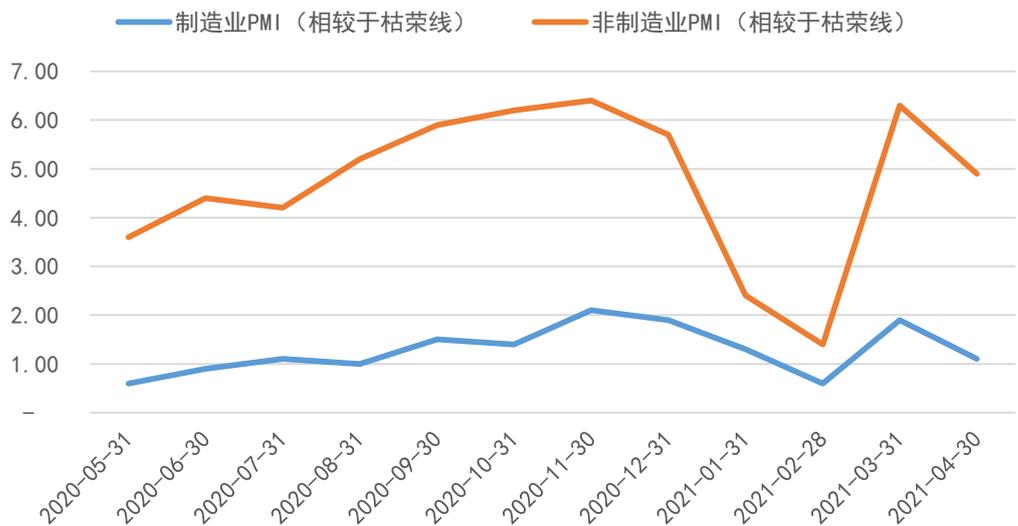
我国的社融存量同比增速自去年 11 月见顶后持续回落，今年二季度时，回落幅度开始加速。到 5 月份时，社融存量同比增速已经从今年 2 月的 13.30% 下滑至 11%。11% 的增速仅比 2019 年下半年阶段性的社融增速底部高出 0.5% 左右，已经属于近些年的相对低位，说明社融的增长十分乏力。

图 2.3 企业中长期贷款增速状况



资料来源：Wind 南华研究

图 2.4 中国 PMI 指标



资料来源：Wind 南华研究

结合 3 月期 shibor 的走势，我们认为二季度时，宽货币、紧信用的特征是非常明显的，而对于实体经济来说，信用的派生比货币数量更为重要。在信贷数据中，企业中长期贷款状况一直是观测经济增长活力的良好领先指标。该指标在今年 2 月见顶，随后也持续回落，这暗示着企业愿意进行中长期借贷的意愿出现了下滑，这是对经济前景缺乏信心的信号。因此，从社融、信贷数据中，我们得到的信息是市场对经济前景的看法不如之前乐观了，尤其社融存量同比增速一直都是领先于经济周期的，其回落值得引起我们的警惕。

PMI 指标也较一季度末时有所回落，已经连续回落两个月。同时，制造业新订单指数也出现了同步回落。

简单来说，市场对国内经济增长的预期已经触顶回落，经济数据对此有所验证，这意味着拉动股指上涨的“盈利”因子开始转弱。

其次，之前对股指运行非常友好的外部因素也出现了明确的拐头信号。在去年和今年年初，弱美元和弱美债利率都给 A 股上行提供了良好的氛围，而这两个现象的出现更多的是依赖美联储宽松的货币政策。因此，一旦美联储货币政策态度出现变化，美元和美债大概率会向着不利于 A 股的方向运行。

从去年年底至今，美联储在货币政策上的态度已经出现了明显的变化，并发生了两个标志性的事件。第一个事件发生在去年 12 月，美联储在 FOMC 会议纪要中出现了“Taper”的讨论，引发了市场担忧美联储即将开启“Taper”的预期。从盘面来看，美元和美债利率都以上涨的态度对此做出了反应。

第二个事件发生在今年 6 月，美联储在 FOMC 会议上释放出了强烈的鹰派信号。虽然此次会议并没有提及“Taper”，并维持了基准利率和 QE 规模的不变，但是却上调了超额准备金率（IOER）和隔夜逆回购利率（ONRRP）各 5 个基点。同时，会议纪要的点阵图显示，有 7 位委员认为 Fed 应该在 2022 年（明年）启动加息，更有两位委员比较激进的认为 2023 年基准利率应该上升到 1.5%-1.75% 区间，按每次加息 25 个基点，则对应加息 6 次。3 月 FOMC 会议纪要显示，赞同 2022 年开始加息的委员仅有 4 位，对 2023 年基准利率的最高预期在 1.0%-1.22%。如果将 6 月会议纪要和 3 月的进行对比，我们可以明显的看到，FOMC 委员们的加息预期变强了，而且对利率的上限也出现了上调。会后，美元指数同样出现了迅猛的上涨，而美债利率却没有明显的表现。市场普遍认为出现这种状况的原因是大家缺乏对政策退出后经济的信心，这样的矛盾会让行情的演绎变得更加复杂。

但不管怎么说，我们可以看到从去年 12 月至今年 6 月，FOMC 会议的内容已经反映出美联储对宽松政策的态度出现了边际变化。我们认为美联储对货币政策的边际收紧已经开始，这将给全球风险资产带来压力，A 股股指也不例外。

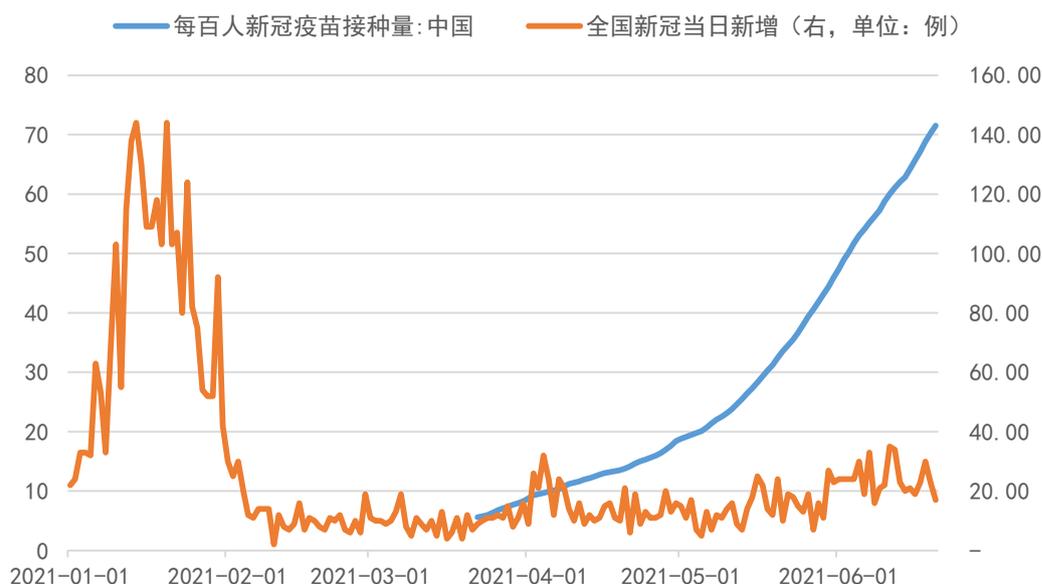
总而言之，我们看到股指的两大支撑力经济增长和外部友好因素都出现了明显的拐头迹象，这会给股指的上行带来较大的压力，如果这两个因素继续往不利方向的运行，很可能会给股指带来新的下行压力。

## 2.2. 股指下行的约束力来自哪里？

虽然上述两个因素的拐头会给股指带来额外的下行压力，但是由于此次经济状况的特殊性，我们认为股指的潜在下行空间是有限的。当下，疫情隐忧未散和股指趋近合理的估值状况，约束了股指的下行幅度。

第一，新冠疫情在 2021 年依然是困扰经济发展的重要因素。虽然我国的疫苗接种量已经突破了 10 亿剂，每百人疫苗接种量也超过了 70%，但是从年初的河北省石家庄，到 4 月份的云南省瑞丽，再到最近的广东省地区，国内疫情局部反复的状况陆陆续续发生。虽然局部疫情反复的负面程度无法和去年疫情爆发时相比，但却拖累了经济的复苏，尤其是居民的外出消费，受波及最深。

图 2.5 国内疫情隐忧仍在



资料来源: Wind 南华研究

此外，上游原材料的涨价也给中下游企业带来了巨大的压力，加剧了经济复苏的不平衡。虽然目前我们无法判断上游原材料价格的飞涨有多少是因为市场流动性的过度充裕，又有多少是因为疫情影响了其供给，但不可否认，目前的结果就是中下游企业面临着巨大的成本压力。我们从 PPI 和 CPI 的剪刀差可以看到实体经济的成本压力已经接近历史周期的极限。对于这一问题，很多人的担心是 PPI 上扬带来通胀的隐忧，导致货币政策出现收紧，但从最近的政策态度来看，国家更多采用行政手段来控制原材料涨价的问题（详见附录 1）。此次宏观政策的态度更偏“稳增长”。

图 2.6 PPI-CPI 剪刀差（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

4月30日的政治局会议再提要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，并新增了固本培元，稳定预期的说法。此次会议是对二季度宏观政策的定调。之后，5月21日的国务院金融委第五十一次会议要求，金融系统要坚持大局意识，坚持稳字当头，科学精准实施宏观调控，把握好度，不搞急转弯，并提到要维护股、债、汇市场平稳运行。这是金融体系层面对宏观政策的进一步细化，同样体现了稳增长的思想精髓。

从5月底至今，我们看到了两次政策积极引导市场预期平稳的事件。5月底，由于美元的进一步下跌，人民币进入加速升值期，从5月24日至5月31日，美元兑人民币从6.43升至6.35，一周内升幅超过800个bp。在这种状况下，5月31日，央行宣布自6月15日起上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，意在给人民币过快升值的势头降降温。

第二次事件发生在6月中旬，彼时由于地方债发行提速、同业存单密集到期等原因，市场对流动性松紧的讨论很激烈，而国债期货价格也大幅下挫。6月20日金融时报刊文《没有根据的所谓流动性预测可以休矣》称，在货币政策“稳字当头”政策取向下，央行保持流动性合理充裕不是一句空话。受此消息影响，国债期货重回升势，行情回归平稳。

这两件事情证明了当前宏观政策的取向是稳字当头。目前大宗商品涨价势头已经得到了一定的控制，后续中下游企业的成本压力会有所缓和，这也意味着我们不需要额外收紧宏观政策去控制通胀。同时，目前中美利差依然处在历史高位，这意味着即使美联储流动性进一步收紧，国内仍有一定的挪腾空间。

因此，我们认为在国内经济复苏依旧不平衡的状况下，宏观政策大概率会保持当前

的态度，这对于股票市场来说属于“托底性”利好。

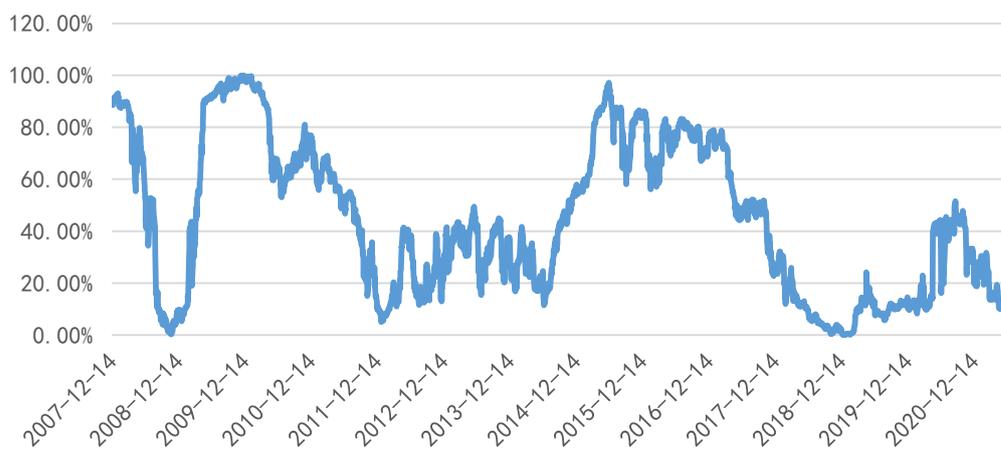
第二，股指目前的估值已经趋向合理水平，这意味着后续下跌的动能不是那么的足。我们依然用价值指标来观察股指当前的估值状况。如图 2.7 所示，沪深 300 指数在当前利率水平下的估值水平处于历史 61%左右，已经从 2 月初的 89.5%高估状态回落到了目前的相对偏贵状态。同期上证 50 指数的估值分位数为 66%，会比沪深 300 更贵一些，但也不再高估了。

图 2.7 沪深 300 价值指标



资料来源：Wind 南华研究

图 2.8 中证 500 指数 PE 估值历史



资料来源：Wind 南华研究

中证 500 指数由于业绩弹性更大，不适用价值指标，因此，我们直接用 PE 估值来观察。从图 2.8 中我们可以看到，当前中证 500 指数的估值水平是三个指数中最便宜的，当前其历史分位数仅在 6% 左右。虽然其估值的下移有成分股调整的因素在，但不可否认，中证 500 指数的估值优势已经十分明显。

目前，三大股指的估值水平都不再高估，这意味着即使后续出现因利率上行带来的“杀”估值行情，其影响也不会太大。这同样约束了股指的潜在下行幅度。

## 2.3. 事情的发展并非简单的线性外推

我们基于现有信息对股指的多空力量做了分析，从目前的分析来看，股指的下行压力在加大，但是下方也有一定的支撑，这样的结果大概率是股指会震荡走低。然而这样的结论是基于已有信息的静态结果，我们在现实状况中经历的却是不断有新信息输入的动态模式。这意味着，我们需要在静态结果的基础上做一些合理的推演。但是事情的发展通常并非简单的线性外推，也就是说我们很难对未来做出一个相对准确的预测。

例如，我们现在看到了股指下行的两个诱因，经济增长拐头和美联储边际收紧，但是我们很难确定这两者变化的路径。假设经济增长的确拐头，却并未持续下滑，或者美联储边际收紧的速度较我们想象中的更慢，下半年没有更多的举措，那么这两个因素就不会给股指带来特别大的压力。

因此，我们一直认为应对比预测更重要，以策略的角度去看待行情，会比单纯靠推演预测行情来的重要。对于策略来说，胜率和盈亏比是最重要的两个因素，胜率取决于“确定性”的程度，盈亏比则取决于安全边际的厚薄。

对于股指来说，确定性最高的安全边际通常来源于低估值。目前，三大股指中 IC 的安全边际是最大的，其次是 IF，最后是 IH。依据这种估值特征，我们也可以合理推断出目前 IF 和 IH 的上涨更多依靠的是盈利的增长，而 IC 既可以靠盈利上涨，也可以靠估值拉升。从这个角度来看，IC 的胜率是高于 IF 和 IH 的。当然，我们也可以做一个情景分析来更精准的评估品种的胜率。

在表 2.1 中，我们假设了六种下半年可能出现的情景。倘若六种情景出现的概率相同，那么 IF 和 IH 出现震荡和下跌的概率有 66.7%，而 IC 出现震荡和下跌的概率为 50%，同时，IF 和 IH 出现上涨的概率仅有 16.7%，而 IC 出现上涨的概率能有 33.3%。

如果我们依据前文对三大因素：国内经济状况、美联储态度和国内政策导向的分析，可以发现下半年国内经济状况要出现超预期好的概率是比较低的，而 IF 和 IH 只有在这种情景下才可能发生上涨的状况，而 IC 在经济下滑情景下也存在上涨的概率，因此，IC 的胜率是高于 IF 和 IH。

从情景分析中，我们也可以发现目前股指的两个下行约束力的“确定性”程度是比较高的，并且估值因素还为股指提供了一定程度的安全边际。相较而言，股指的两个下行诱因的不确定性依然较高，体现在其幅度和节奏的难以把控上。因此，如果我们要下注，理应在股指下行约束力上下注，而不是押注下行诱因。

简而言之，以策略的角度看待下半年的股指行情，我们认为股指的下方支撑力更强劲，而下行诱因的演变充满了不确定性，可以将其视为一个风险因素去做一些管理。从品种来看，我们认为 IC 的潜在机会远胜于 IF 和 IH，值得重点关注。

表 2.1 情景假设分析

情景假设			IF/IH	IC
国内经济状况	Fed 举措	国内政策导向	更多靠 EPS 拉动	EPS+估值双驱动
下滑	收紧	难收紧	EPS 动力不足，杀估值概率亦有，大概率下跌	EPS 动力不足，杀估值空间很小，偏震荡
下滑	保持当前状态	维稳，利率有下行概率	EPS 动力不足，杀估值概率小，大概率震荡	EPS 动力不足，估值存在修复空间，大概率有上涨空间
平稳	收紧	有维稳空间	EPS 边际变化不大，存在杀估值概率，大概率下跌	EPS 边际变化不大，杀估值空间小，大概率震荡
平稳	保持当前状态	维稳	EPS 边际变化不大，杀估值概率小，大概率震荡	EPS 边际变化不大，估值也难修复，大概率震荡
超预期好	收紧	存在收紧概率，利率有上行概率	取决于 EPS 和利率上行的边际变化	取决于 EPS 和利率上行的边际变化
超预期好	保持当前状态	利率有上行概率，但幅度有限	EPS 边际改善，杀估值概率小，有上涨空间	EPS 边际改善，杀估值空间小，存在上涨空间

资料来源：南华研究

## 第3章 策略推荐

### 3.1. 择机做多 IC

目前，IC 是三个股指品种中胜率和盈亏比最佳的品种，因此，我们推荐重点关注 IC 的做多机会。根据历史经验，IC 只在流动性较好的时期会有突出的表现，因此，我们需要择机去做多 IC。时机的来临需要高度关注利率水平的变化。从合约来看，IC 的合约依然保持着较大幅度的贴水，如果后续出现趋势性的机会，可以优选远期 IC 合约。

### 3.2. 卖出看涨期权

在趋势性不明朗的状况下，我们通常可以选择赚取时间的钱。在当前状况下，IF 和 IH 的上行压力是比较大的，也存在着被杀估值的风险，因此选择卖出看涨期权会比卖出看跌期权胜率高一些。在合约选择上，深度虚值的合约安全性会高一些。

## 附录 1. 近期大宗商品价格调控措施

序号	日期	事件
1	4月8日	国务院金融委召开第五十次会议，会议提及要保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性... 要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势
2	4月11日	国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会，会上企业家代表反映了大宗商品涨价带来的成本压力，而总理表示强原材料等市场调节，缓解企业成本压力，同时再次提及保持宏观政策连续性稳定性可持续性，政策不“急转弯”
3	4月30日	政治局会议：保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期
4	5月12日	国务院常务会议：会议要求，要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。
5	5月18日	国家发改委新闻发布会：大宗商品价格将逐步回归供求基本面，正与市场监管总局联合调研钢材与铁矿石等市场情况，将持续加强监测预警，强化市场监管，采取针对性措施，切实维护市场稳定。
6	5月19日	国务院常务会议：要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导
7	5月25日	监管层再出手稳价保供，加强大宗商品期货和现货市场联动监管。国家发改委等五部门联合约谈铁矿石、钢材、铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业，要求维护大宗商品市场价格秩序，不得相互串通操纵市场价格、捏造散播涨价信息，不得囤积居奇、哄抬价格。
8	5月26日	国务院常务会议：多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台，用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为。
9	6月21日	国家发展改革委价格司与市场监管总局价监竞争局赴北京铁矿石交易中心开展调研，详细了解今年以来铁矿石交易及价格变化情况，并召开专题座谈会，研究做好铁矿石等大宗商品保供稳价工作。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我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。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点