

## 流动性的预期差

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号: Z0015429

[wangmengying@nawaa.com](mailto:wangmengying@nawaa.com)

0571-81727107

### 摘要

我们认为接下来三大股指大概率将呈现上有顶下有底的区间震荡走法,目前单边多单和跨品种轮动策略的胜率都不是特别理想,我们建议观望为主:

1、结合央行在三季度金融数据发布会的表态,以及从央行的表态和举措来看,我们认为货币政策大概率会维持合理充裕,无论是边际收紧边际宽松,目前都看不到明显的倾向性;

2、经济向好预期抬头,但可持续性存疑;向好预期产生的原因有二,一是前面提到的煤炭价格的管控,二是恒大事件风险揭露和地产政策触底带来的情绪修复所致。

从中长远的角度来看,流动性变化的概率较小,但经济预期恐面临不小的波动,因为我们需要更多信号来支持经济好转。因此,目前,虽然权重表现占优,但我们不能盲目乐观,尤其在下周,我们将迎来新一期 PMI 数据的披露,届时数据的结果将会给经济预期带来影响,从而影响股指风格的表现。

策略推荐:结束多 IC 空 IH 敞口,转为观望。

本周重点关注:PMI 的披露状况,以及三季报的落地情况。

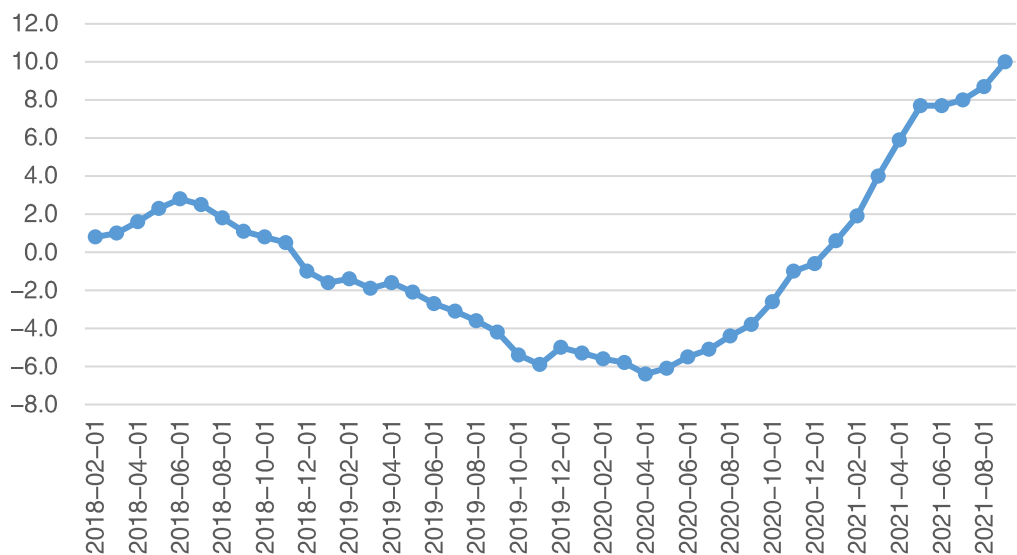
## 一、行情分析和展望

上周，宏观层面有两件大事，第一是煤炭价格在严监管状况下出现大跌，一定程度上缓和了市场对结构性通胀的担忧；第二是市场对后续的货币政策宽松空间存在较大的分歧，流动性预期陷入僵局。现阶段，流动性预期是影响股票市场未来趋势和风格轮动最重要的因素，因此，本期周报我们会重点分析流动性的状况，以更好的对股票指数走势进行判断。

根据我们的股指分析框架，流动性因素是推动股指估值变化的主要推手，因此，当流动性宽裕时，股指估值通常都会上行，类似“水涨船高”。从股票指数内部来看，估值弹性更大的指数将受益更多，三大股指中，IC 的估值弹性明显强于 IF 和 IH，因此，当流动性充裕时，IC 的估值上行幅度会更为显著。除了，整体流动性状况外，我们也注意到了流动性结构对股指品种轮动的影响。在之前的周报中，我们提过，流动性可以分为两个层级去观察，一是银行间的流动性，二是实体的流动性。从历史经验看，当银行间流动性充裕，而实体流动性恶化时，正是 IC 表现强于 IF 和 IH 的最佳时期。我们都知道权重指数的构成成分的大多和经济周期息息相关，当经济预期向好时，这些成分股的业绩预期也会向好，而更佳的业绩预期意味着可以享受更高的估值。当实体经济预期经济会转好时，通常会加大资本开支，实体的借贷意愿将明显提升，从而使实体流动性得到改善。因此，当我们观察到实体流动性出现改善时，说明实体对未来经济的预期转为向好，这时，权重指数将获得更多关注和更高的估值溢价，从而跑赢和经济周期相关性更弱的中小盘指数。

以上是我们分析股票市场流动性的一个基本逻辑。目前市场对于流动性预期存在较大的分歧，产生分歧的主因是大家对通胀、以及其带来的影响存在不同的看法。

图 1.1 PPI 和 CPI 剪刀差

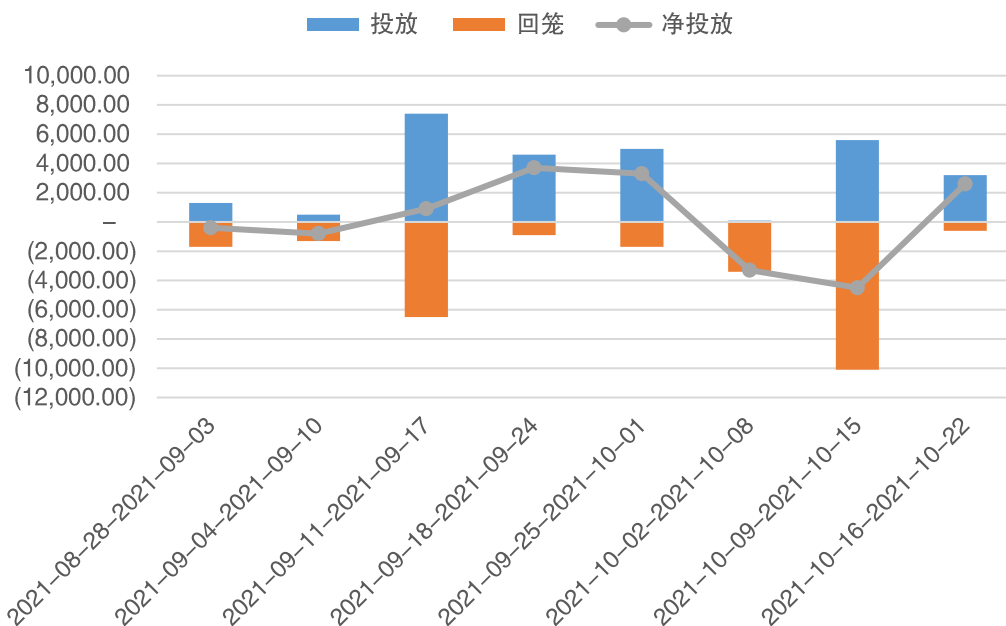


资料来源：Choice 南华研究

我们都知道，目前的通胀状况并非是全面性的，而是结构性的，即 PPI 一路高涨，而 CPI 却温和下行，PPI 和 CPI 的剪刀差创下历史新高，反映出的上游原材料涨价对中下游环节利润的挤压越来越严重。对于这一现象，市场中部分人认为 PPI 的高涨遏制了货币政策的宽松空间，叠加美联储即将 Taper 和加息预期的升温，甚至存在收紧货币政策的概率。而市场中的另一部分人认为，中下游企业的困境需要更宽松的货币政策来应对，以实现经济的企稳。这两个观点都有其支持因素，演绎到现在，双方都没有绝对的博弈优势，情势胶着对于行情来说意味着较大的不确定性，方向不明朗。

市场博弈的最终，还要看政策支持哪一个方向。在 10 月 15 号，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上对市场关注的几个焦点问题做了回应。首先，对于美联储即将收紧流动性，国内是否会跟随的问题，央行表示：下一阶段，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，以我为主、稳字当头。我们认为从官方表态来看，国内跟随美联储收紧流动性的概率是比较低的，“以我为主”表示了将以国内自身状况为基准。第二，当提及 PPI 和 CPI 剪刀差时，央行方面表示 PPI 高位是阶段性的，CPI 可能有所上行，但通胀整体可控。同时，对于中小企业的压力问题，央行介绍了几项帮助小微企业的措施，但并未涉及降准。此外，当记者问及四季度流动性问题时，央行表示会灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动。整个发布会中，都未提及降准，市场预期的降准直接落空，这也是我们看到上周一国债期货大幅低开的原因之一。上周，央行通过公开市场操作向市场净投放资金 2600 亿元，以应对即将到来的税期。从央行的表态和举措来看，我们认为货币政策大概率会维持合理充裕，无论是边际收紧边际宽松，目前都看不到明显的倾向性。

图 1.2 央行公开市场操作投放回笼（周度，亿元）

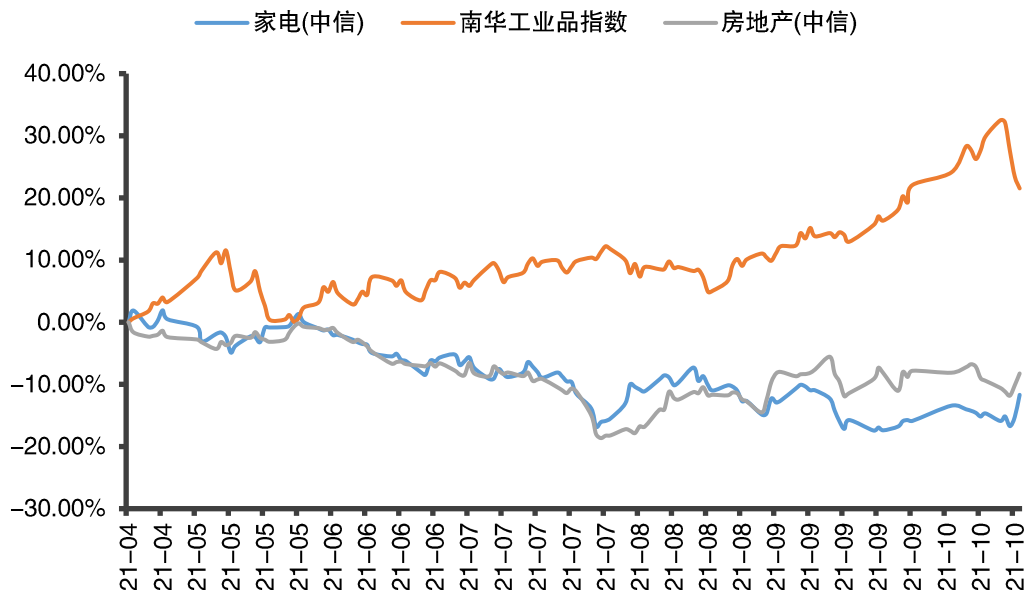


资料来源：Wind 南华研究

因此，从流动性状况来看，目前对股票市场的整体支持作用力仍旧在，这意味着股指的底部依旧有支撑力，但由于流动性宽松的预期并未明朗，因此，股票指数的上行空间存疑。从这一角度来看，三大股指将呈现上有顶下有底的区间震荡走法。

我们再进一步对股指轮动做一些分析。相信上周大家都看到了权重指数的持续强势，这和我们的预判存在差异。我们认为这是市场为经济后续存在转好概率定价的表现，而促使市场产生这一预期的因素有两个，一是前面提到的煤炭价格的管控，二是恒大事件风险揭露和地产政策触底带来的情绪修复所致。我们看到随着南华工业品指数的不断上涨，使用诸多原材料的家电板块受到的冲击是最大的，其股价一路走低，即使地产板块再8月初就已经开始触底反弹，但原材料的抑制让家电板块持续新低中。上周，随着煤炭价格的大跌，工业品整体大幅回落，家电板块大幅反弹，说明商品价格下行缓和了市场对中下游企业利润的担忧。至于地产板块，虽然央行在上周五的新闻发布会上提及房地产信贷管理政策，表示和银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，会保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。但从盘面看，市场并未买账。到10月20日，金融街论坛年会召开，刘鹤表示目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。同时，易纲行长再次表示恒大是个案，并且总体上恒大事件对金融行业的外溢性可控，有信心能把风险控制一定范围，避免发生系统性风险。这样的表态，极大的稳定了市场信心，地产板块也出现了明显的上行。简单来说，上游原材料价格的回落和地产板块预期的回暖，改善了市场对后续经济的预期，因此，权重指数IF和IH的表现强于IC。

图 1.3 商品和股票板块的联动



资料来源：Wind 南华研究

这是我们依据股指分析框架，对近期行情的一个解读。从动态视角来看，市场的预期都是需要经过事实验证的，而行情也需要事实数据的支持才能延续，出现趋势性行情。

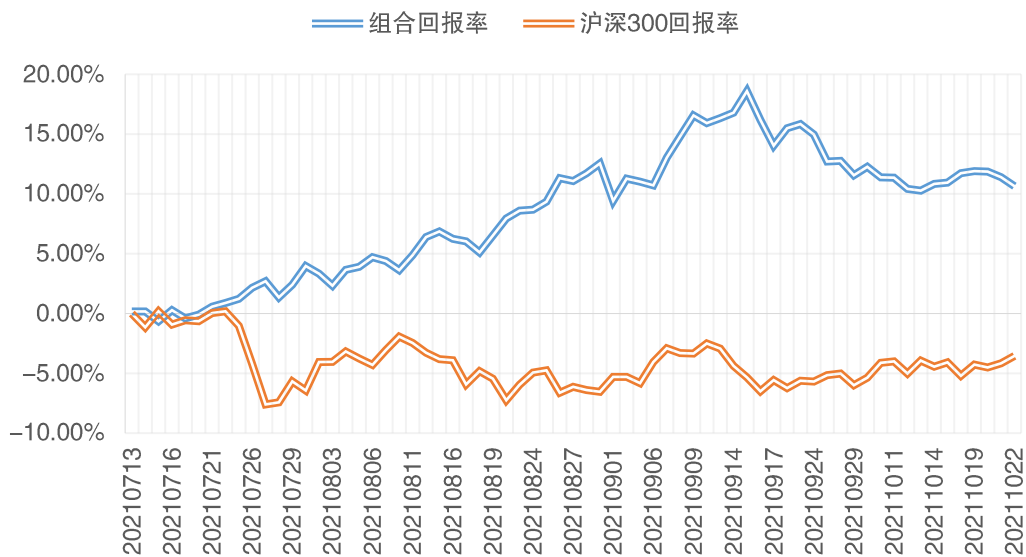
从流动性角度来看，我们认为三大指数都是上有顶下有底，从近期的经济预期来看，股指内部结构演绎权重占优。从更长远的角度来看，流动性变化的概率较小，但经济预期恐面临不小的波动，因为我们需要更多信号来支持经济好转。虽然目前从社融增速看已经落至历史低位，但是要触底反弹并非是一蹴而就的。从 2018 年底的经验来看，当时政策面进行了明显的加码才带动社融的反弹，因此，目前，虽然权重表现占优，但我们不能盲目乐观，尤其在下周，我们将迎来新一期 PMI 数据的披露，届时数据的结果将会给经济预期带来影响，从而影响股指风格的表现。从策略的角度来看，目前单边多单和跨品种轮动策略的胜率都不是特别理想，因此，我们建议观望为主。

## 二、策略推荐及跟踪

### 1. 多 IC 空 IH 策略跟踪

由于经济预期产生的变化给股指轮动带来了较大的不确定性，我们将结束该策略，转为观望为主。该策略成立于 7 月 14 日，到 10 月 22 日为止，收益率为 10.56%，跑赢沪深 300 指数 3.55%。

图 2.1 多 IC 空 IH 组合收益率

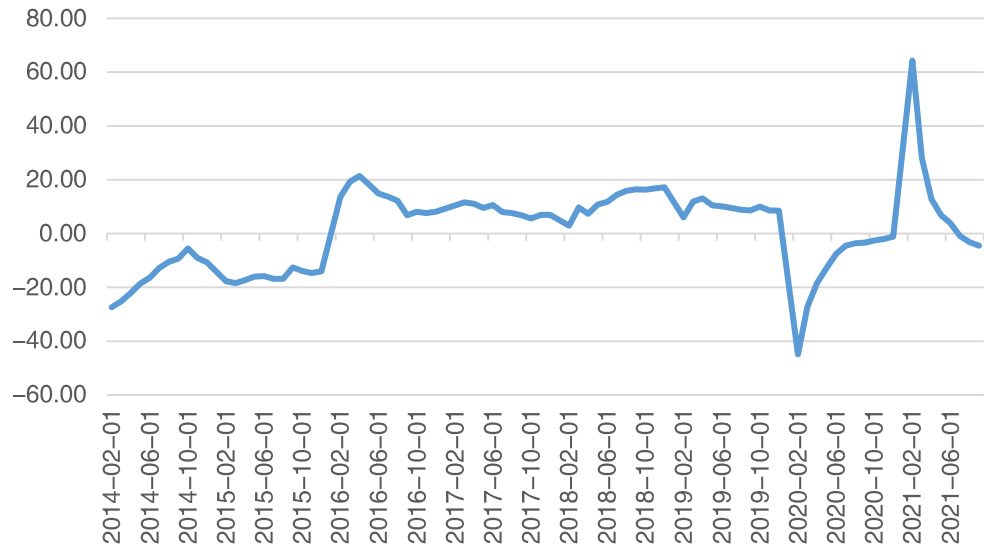


数据来源：南华研究

### 三、一周趣图

国内地产开工面积从年初开始持续下滑，一方面是基数影响，但也说明地产投资乏力。

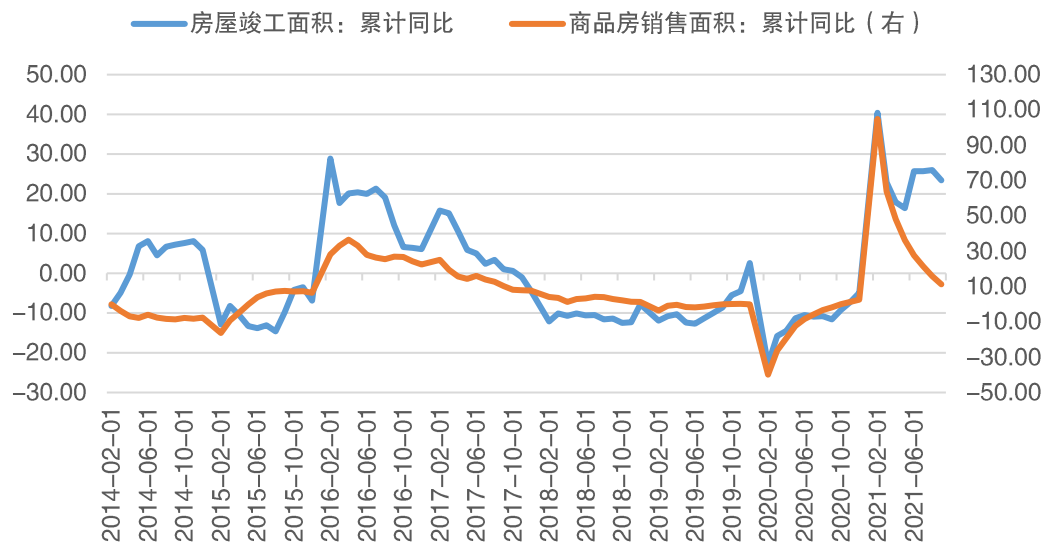
图 3.1 房屋新开工面积累计同比 (%)



资料来源：Choice 南华研究

去年房屋开工的面积进入竣工期，竣工维持在高位，但商品房销售状况却差强人意。

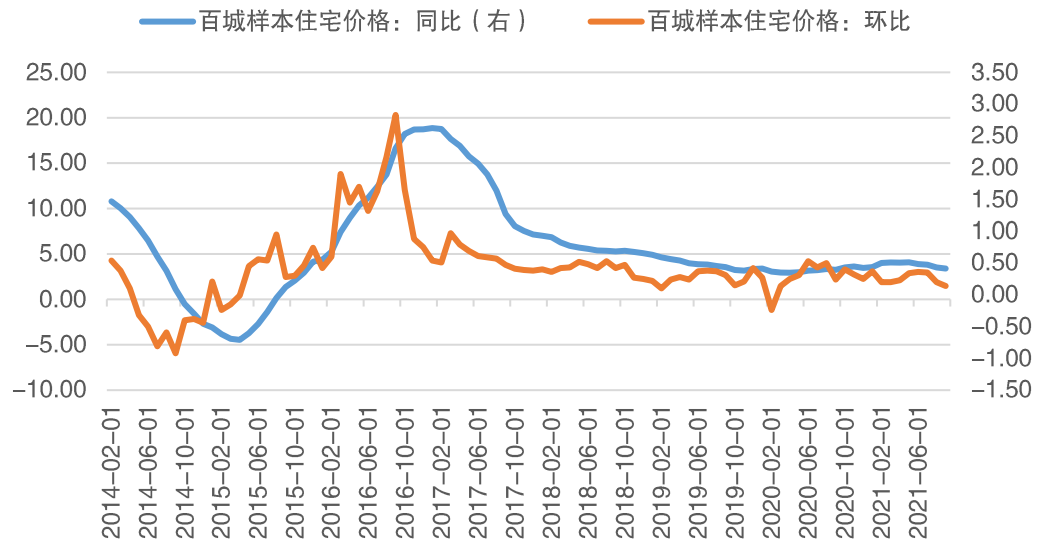
图 3.2 房屋竣工和销售状况



资料来源：Choice 南华研究

严监管给地产行业带来了较大的下行压力，房价出现明显的下滑趋势。

图 3.3 房屋价格波动情况



资料来源：Choice 南华研究

## 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：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点