

IC短期大概率见底，中期胜率下降

摘要

IC已经调整了一个月的时间，而IH也从底部回升近一个月。对于这两者的后续走势，我们的观点如下：IC短期大概率见底，但中期胜率下滑；IH短期市场情绪偏热，中期反弹空间有限。

1、从指数交易状态来看，IC从过热回归合理，升贴水从9月底大幅回升，IH从极度稳定状态向合理靠拢，而升贴水已经升至历史高位附近，反而需要引起警惕；

2、短期流动性视角看，非银市场季节性流动性紧缩将逐渐过去，减轻IC的下行压力；

3、中长期流动性视角看，国内实体经济的疲软提高了宽信用的必要性，流动性大概率将维持合理充裕，但愈演愈烈的结构性通胀问题给国内宽货币带来一定的掣肘，同时提高了美联储转鹰的概率，这将导致IC的中期胜率下滑，同时遏制了IH和IF的反弹空间。

策略推荐：择时增加多IC空IH敞口。

本周重点关注：能源价格的波动，以及三季报的披露状况。

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

0571-81727107

一、行情分析和展望

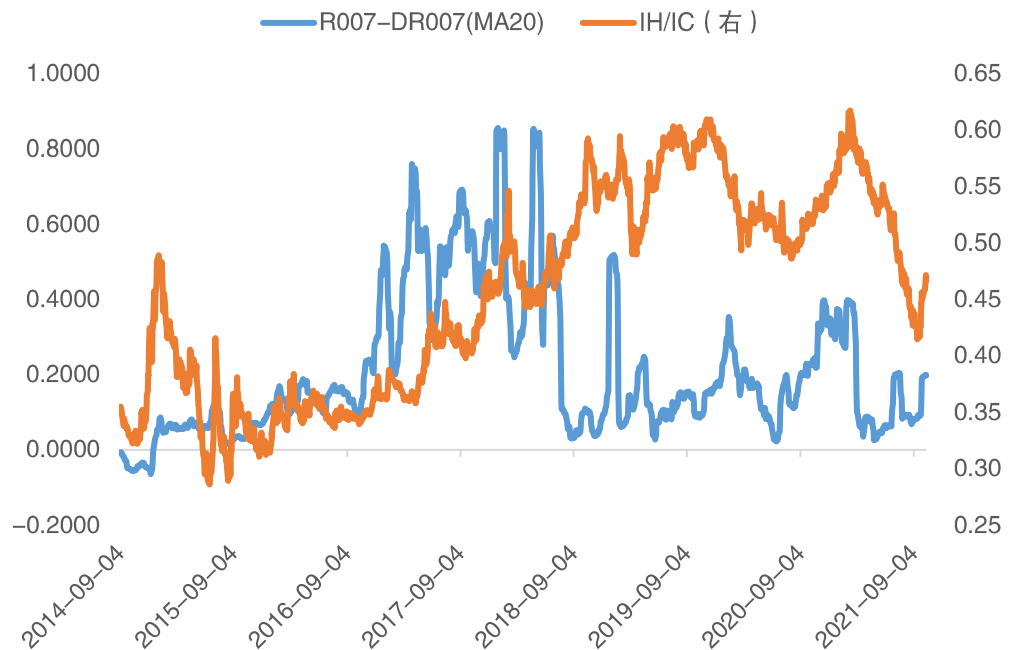
十一黄金周后，IC 延续了节前的调整，IH 表现越发强势，IC 和 IH 的价差进一步收敛。截止上周五，IC 已经调整了一个月的时间，而 IH 也从底部回升近一个月。对于这两者的后续走势，我们的观点如下：IC 短期大概率见底，但中期胜率下滑；IH 短期市场情绪偏热，中期反弹空间有限。

首先，我们认为这一个月来 IC 的相对弱势是 IC 自身交易结构偏热和非银流动性季节性收紧所致。

通过对历史行情的分析，我们发现 IC 通常会在流动性充裕的时候跑赢 IF 和 IH。IC 的成分股以中小市值股票为主，而 IH 和 IF 的成分股以大中型市值股票为主，当流动性充裕时，市值越小的股票拥有更大的估值弹性，因此，我们可以观察到市场流动性充裕时，IC 的表现一般会优于 IH 和 IF。从这一逻辑出发，我们也可以比较好的理解最近一个月 IC 走势偏弱的原因。

对于股票市场来说，非银市场间的流动性是最关键的。我们用 R007 和 DR007 的差值来衡量非银市场间的流动性好坏。从图 1.1 中可以看到，从 9 月初开始，非银市场间的流动性开始收紧，而到 9 月下旬时，流动性加速收敛。我们可以看到每当季度末时，非银市场间的流动性通常都会出现紧缩，这是流动性的季节性特征。如果从更长的时间维度来看，我们会发现期指跨品种价差的走势和非银市场间的流动性状况是高度相关的。每当流动性出现紧缩时，IC 的表现都会转弱。

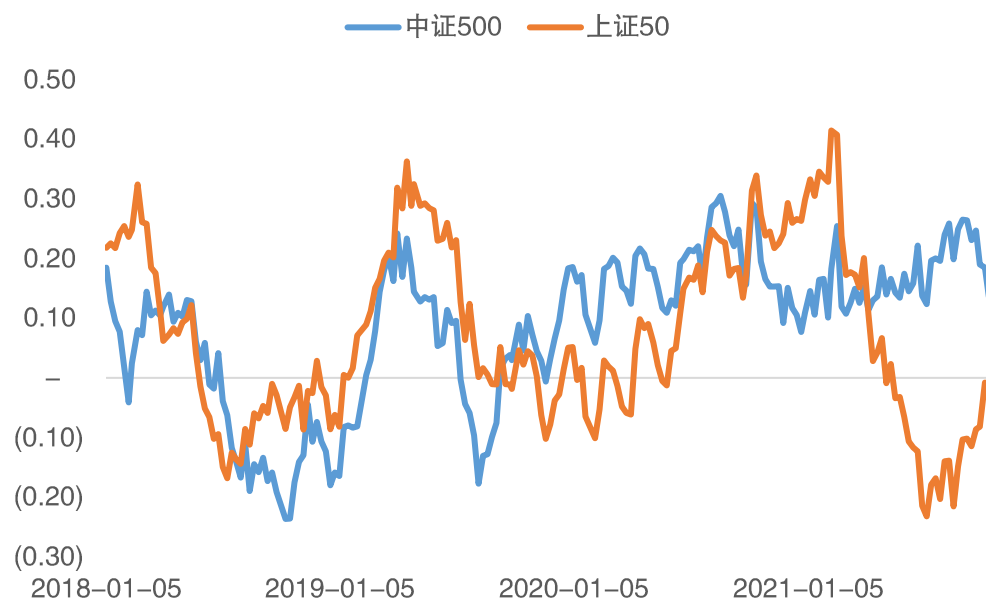
图 1.1 非银流动性和跨品种轮动走势



资料来源：Choice 南华研究

除了流动性的因素外，此次 IC 本身过热的交易状态也加剧了此轮跨品种价差的逆转程度。我们用涨跌幅和振幅的比值来衡量指数本身的状态，当涨跌幅和振幅的比值位于高位时，通常是指数本身交易过热的时候，反之，则是指数本身状态偏稳定的状态。中证 500 指数在 9 月中旬时就出现了交易过热的迹象，而同期上证 50 指数则处在十分稳定的状态。因此，当非银流动性不断紧缩时，中证 500 的调整幅度很大，而上证 50 等权重指数则成为了资金的短期避风港。

图 1.2 涨跌幅/振幅（周度，MA20）

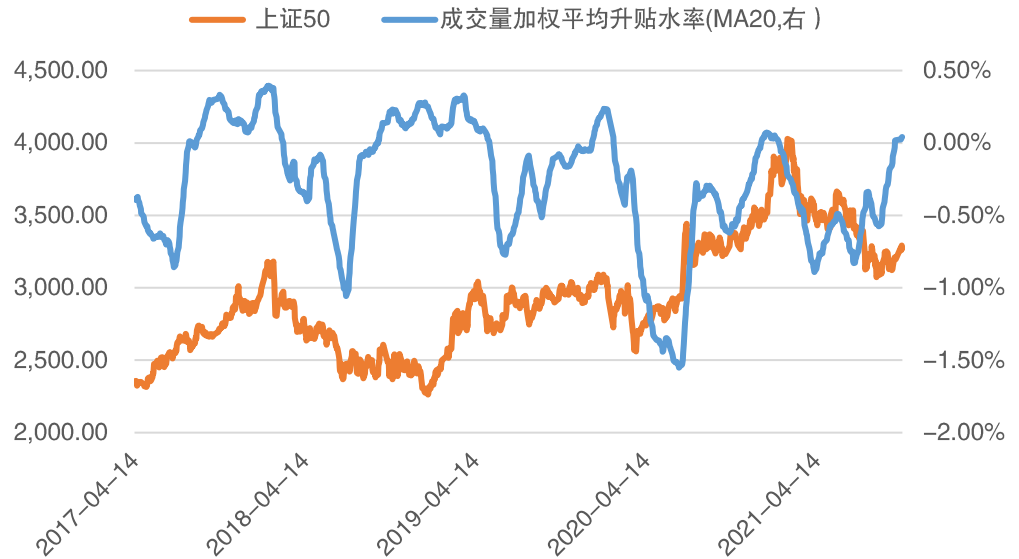


资料来源：Choice 南华研究

目前，从指数的自身交易状态来看，目前中证 500 已经从交易过热的状态中脱离出来，基本回到了相对合理的交易状态中。同时，上证 50 指数从偏稳定的状态逐渐向合理状态靠拢，其交易状态的相对优势也不如此前明显。同时，我们发现 IC 的成交量加权平均升贴水率已经从 9 月下旬的历史底部位置回升，说明 IC 的市场情绪得到了明显的修复，而 IH 的成交量加权平均升贴水率则接近历史阶段性高位，说明 IH 的短期市场情绪已经较为乐观，反而需要引起警惕。因此，从指数自身的交易状态来看，IC 的相对优势又回来了。

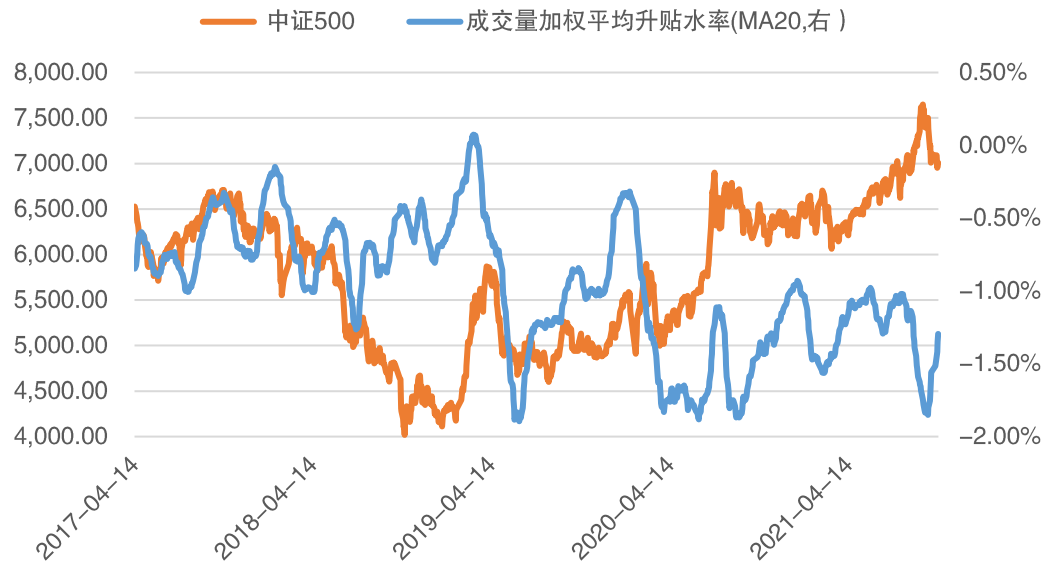
其次，市场的流动性状况也较黄金周前后有了明显改善。虽然目前来看 R007 和 DR007 的差值并未出现明显的回落，但另一个观察股票市场流动性的指标 1 天期国债逆回购 GC001 的利率中枢从 10 月 11 日开始，已经大幅回落，目前的利率中枢在 2% 上下，而在 9 月底，中枢在 2.5%-4% 以上。因此，我们认为金融市场短期流动性紧张的状况已经明显缓解。

图 1.3 IH 升贴水率变化



资料来源: Choice 南华研究

图 1.4 IC 升贴水率变化

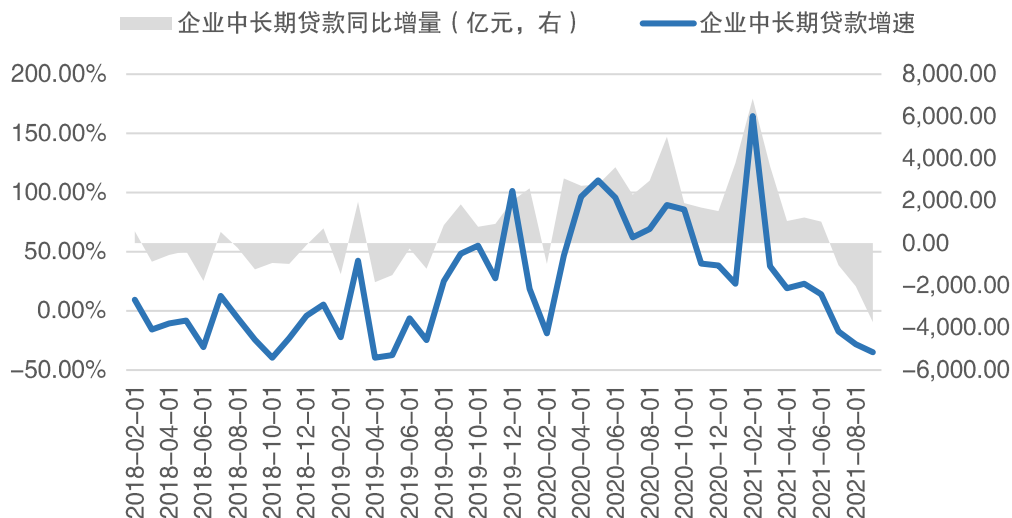


资料来源: Choice 南华研究

从中期展望来看,市场的流动性状况难以持续收紧,甚至存在边际宽松的预期。目前市场对流动性预期存在分歧的点在于上游原材料价格带来的结构性通胀问题愈演愈烈和中下游企业利润被进一步挤压,导致实体疲软之间的矛盾。在8月央行信贷会议以

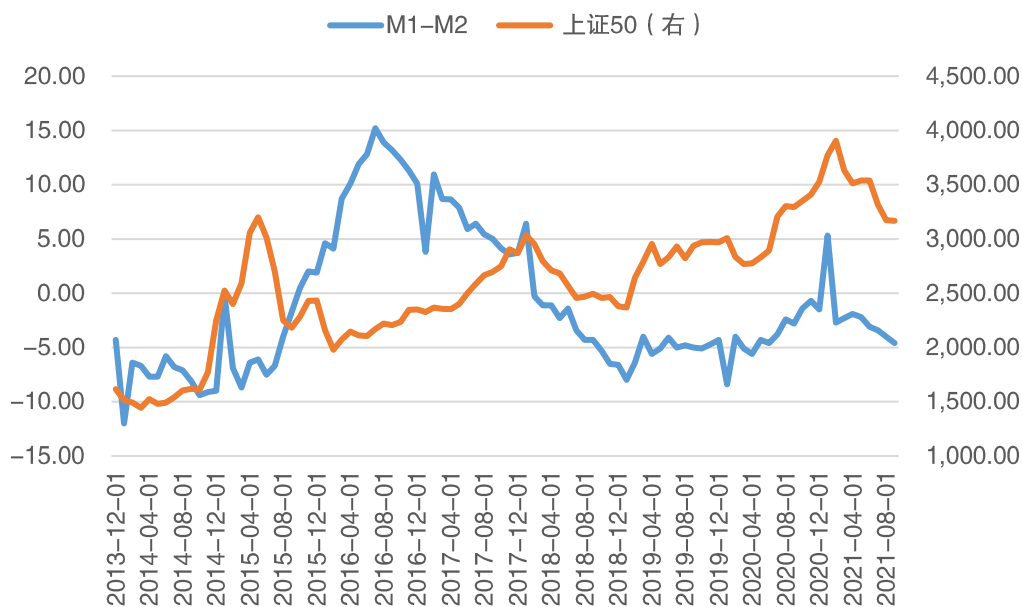
及 8 月金融数据出炉后，疲软的金融数据和央行的举措让市场对宽信用的预期开始冒头。这一预期其实也对期指品种的强弱产生了一定的影响。这一预期在经过一个多月的发酵后，迎来了数据的验证。

图 1.5 企业中长期贷款状况



资料来源: Choice 南华研究

图 1.6 企业中长期贷款状况



资料来源: Choice 南华研究

从 10 月 13 日公布的 9 月金融数据来看，宽信用预期被证伪。9 月社融存量增速环比继续下滑，仅为 10%，已经比 2018 年的最低点 10.26% 还要低，也是 2015 年以来的最低增速。细分来看，和经济预期息息相关得企业中长期贷款增速也在继续恶化，此外，居民和政府信贷的意愿也持续下滑。宏观三大主体信贷需求的疲软反映出了实体经济的不振。9 月 M1 同比增速继续下滑，仅为 3.7%，M2 同比环比回升 0.1%，录得 8.3%，导致 M1 和 M2 的剪刀差继续缩小，这同样说明实体经济的预期在继续恶化。我们从图 1.6 可以看到，上证 50 指数和 M1-M2 的存在比较明显的正相关性，即上证 50 等权重指数会在经济预期向好时，才能有比较好的表现。同时，9 月的价格指数再次证明了上游原材料价格上涨给中下游带来的压力。9 月 PPI 同比增速录得 10.7%，创下历史新高，CPI 同比为 0.7%，PPI 和 CPI 的剪刀差继续扩大，同样创下历史新高，说明中下游的成本压力极大，这和社融反映出的实体疲软是一致的。因此，在这种状况下，上证 50 和沪深 300 的反弹力度将是有限的。

市场应该也关注到了，通胀预期高涨给美联储货币政策加速转鹰的风险。从最新公布的美国 9 月 CPI 来看，同比增速达到了 5.38%，基本上接近 08 年的历史高位，核心 CPI 也维持在 4%，两者都超出了市场预期。如果看美国 PPI 和 CPI 的剪刀差会发现，这个数值也一直位于历史高位附近，说明上游原材料涨价同样给美国市场带来了压力，但其对中下游价格的传导显然比国内市场顺畅一些。这意味着目前的价格压力可能会促使美联储采取更加鹰派的货币政策，Taper 节奏和加息的时间点都可能往前移，这可能会影响美元的流动性状况，间接对国内流动性产生一定的影响。

这一轮由供给端引发的结构性通胀给中美两国央行带来的难题是一样的，但显然国内的结构性问题更为严峻，因此，中美的货币政策的导向恐存在进一步分化的概率。中国在宽信用的压力下大概率会维持流动性的合理充裕，甚至不排除存在边际宽松的可能性，而美国在通胀的压力下大概率会实行更为鹰派的货币政策。这种分化的政策导向给权重指数的压力会更大。同时，如果通胀预期迟迟不落，也会给国内货币政策的宽松带来压力，这将让 IC 的中期胜率出现下滑。

总而言之，我们认为当前的结构性通胀问题，并不是单纯收紧货币政策可以解决的，甚至由于中下游企业压力的进一步加剧，宽信用的难度大幅提升，反而要求国内的货币政策维持合理充裕以确保宽信用的顺利进行。这意味着国内金融市场的流动性会在较长的一段时间内都保持充裕。随着 IC 的调整逐渐接近尾声，这将给 IC 继续跑赢 IF 和 IH 的机会。

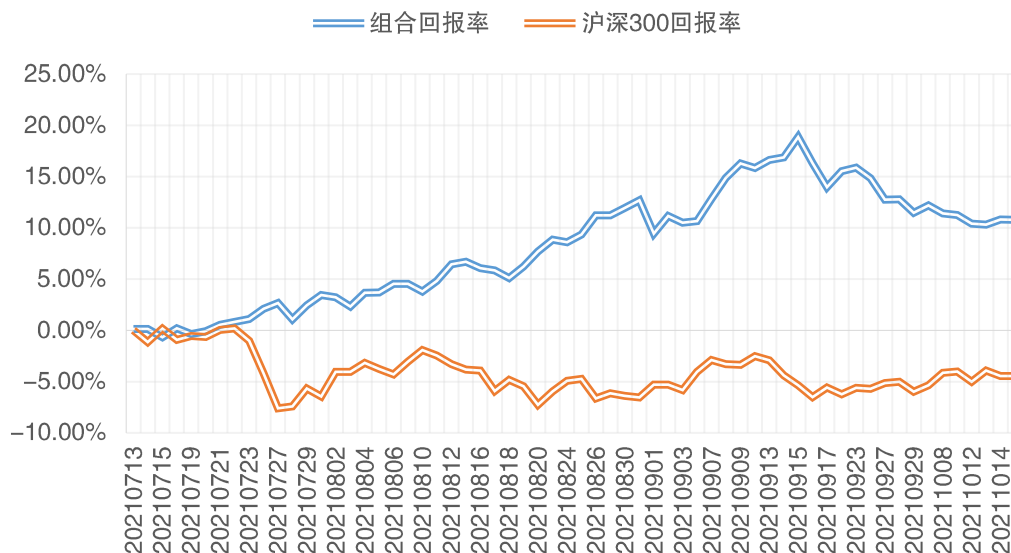
二、策略推荐及跟踪

1. 多 IC 空 IH 策略跟踪

节前，我们降低了组合的整体仓位，并一直维持不变。从模拟仓的收益率来看，虽然节后跨品种价差在继续收敛，但我们的收益相对平稳。

展望本周，我们会继续跟踪观察跨品种价差的走势，择时提升仓位。

图 2.1 多 IC 空 IH 组合收益率

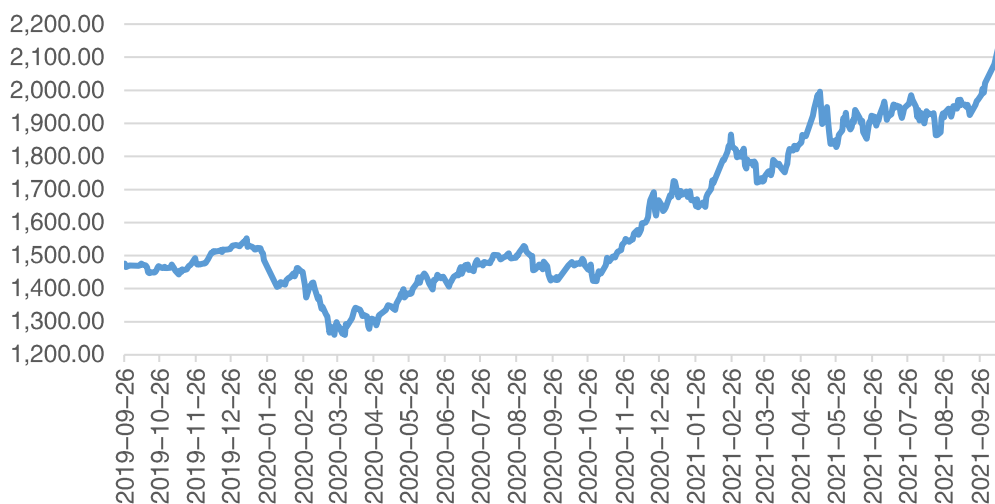


数据来源：南华研究

三、一周趣图

南华工业品指数从 8 月底开始加速上涨，不断续创新高，工业品尤其是能源供不应求状况加剧。

图 3.1 南华工业品指数



资料来源：Choice 南华研究

虽然大宗商品价格在不断上涨，但是以铜金比衡量的全球经济预期已经开始下滑。

图 3.2 铜金比同比 (%)



资料来源: Choice 南华研究

虽然全球通胀预期不断高涨，引发市场对美联储货币政策收紧的担忧，但从 Ted 利差看，美元流动性状况无虞。

图 3.3 TED 利差 (%)



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，但我公司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

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点