

市场上攻乏力，期指短期观望为宜

一德期货 陈畅 投资咨询号：Z0013351

摘要：自7月13日创下3458点的年内高点以来，上证综指持续震荡。考虑到短期外围市场不确定性仍存、增量资金入场的持续性不强，我们认为短期A股继续维持震荡的概率较大，除非有超预期利好出现，否则即使上证综指突破3458点的前期高点，其反弹力度和速度也大概率不及七月初。本月是上市公司中报发布的重要时间窗口，建议投资者在关注中报数据的同时，也需要关注创业板注册制和中美关系给市场情绪可能带来的阶段性扰动。

八月以来，尽管市场整体走势波澜不惊，但期指交易难度却较前期明显增加。从指数的走势来看，期指标的指数依然在七月形成的箱体中进行区间震荡，没有明显的趋势性特征，这使得期指单边交易的难度增大。此外近期盘中，各板块轮动的现象较为明显，顺周期板块和成长型板块平分秋色，一定程度上加大了跨品种套利的难度。

金融数据不及预期引发政策收紧担忧

昨日盘后，央行公布七月金融数据。其中国内新增社会融资1.69万亿元，不及1.85万亿元的市场预期；国内新增信贷9927亿元，低于1.18万亿元的市场预期；M2同比增长下10.7%，低于11.2%的市场预期；M1同比增长6.9%，略低于7%的市场预期。数据发布后，市场对于下半年货币政策收紧的担忧骤然增加。

从国内基本面角度来看，在经济复苏势头延续的背景下，下半年政策再宽松的力度出现减弱是较为正常的，这一点在7月30日政治局会议和央行二季度货币政策执行报告中就已经有迹可循。我们认为，虽然下半年货币和信用的扩张力度的确会较上半年放缓，但出现类似去年四月的全面转向概率不大，主要原因在于疫情常态化调控及外部风险依然存在的背景下，下半年经济复苏的不确定性要高于往年。具体而言，首先七月PMI数据显示，虽然大中型企业PMI表现尚可，但小企业的PMI连续三个月走低，可能和外需以及服务业恢复程度仍低有关。从驱动经济复苏的结构性因素不难看出，大中型企业的复工需求较为旺盛，而小型企业的恢复动力却依然存在不足。其次七月金融数据反映出的货币增速回调、信贷期限结构调整、社融增量放缓等特点，体现了财政和货币政策强调精准滴灌后，信用扩张步伐将有所放缓，但贷款社融结构会延续优化趋势。这意味着积极政策带来的流动性宽松并不会马上退出，而是继续以结构化的方式运行。因此下半年信用扩张节奏很可能会呈现三季度走平、四季度缓慢收缩的状况，股票市场全面杀估值的风险小于去年二季度。在经济复苏态势向好但并不过热、流动性虽然边际趋紧但不会大幅收紧的背景下，未来市场估值中枢上移的概率依然较大，但波动可能会较前期增加。

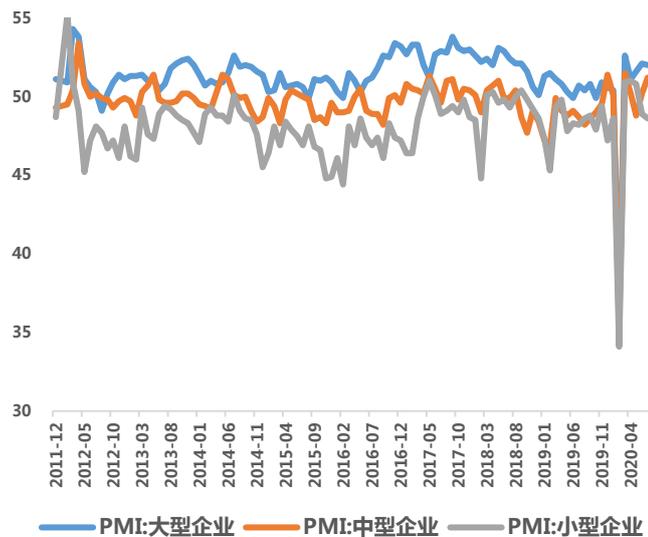
信用扩张放缓促使市场风格回归均衡

目前来看，我们认为市场可能处在风格回归的临界点。首先从估值角度来看，当前消费、医药、科技等板块中不少股票的估值已经处于历史高位，虽然它们有业绩和政策导向的支撑，但短期其性价比相对降低，需要一定的时间逐步消化估值泡沫。其次从基本面角度来看，顺周期蓝筹板块估值相对较低、安全边际高。尤其是在下半年经济复苏态势向好、信用扩张步伐放缓的背景下，顺周期蓝筹板块性价比更高。因此未来一段时间，市场风格大概率会由高位的消费医药科技逐渐向低位的周期蓝筹切换，只是切换需要时间。需要注意的是，这种风格的回归并非仅限于A股，近期美股的结构已经呈现出较为明显的分化：在顺周期股票相对强势而科技板块不断调整的作用下，道琼斯指数和纳斯达克指数走势分化明显。如果下半年疫苗获批上市，则会加速推动风格回归。

操作上，自7月13日创下3458点的年内高点以来，上证综指持续震荡。考虑到当前外围市场不确定性依然存在（主要是海外疫情和中美关系）、增量资金（尤其是北上资金）入场的持续性不强，我们认为短期A股继续维持震荡的概率较大，除非有超预期利好出现，否则即使上证综指突破3458点的前期高点，其反弹力度和速度也大概率不及七月初。因此建议期指单边操作上暂时观望，或以区间思路对待。市场结构方面，由于八月中下旬创业板将面临注册制集中上市和涨跌幅变为20%等改革，加上当前创业板指的估值处于历史高位，预计创业板改革可能会对

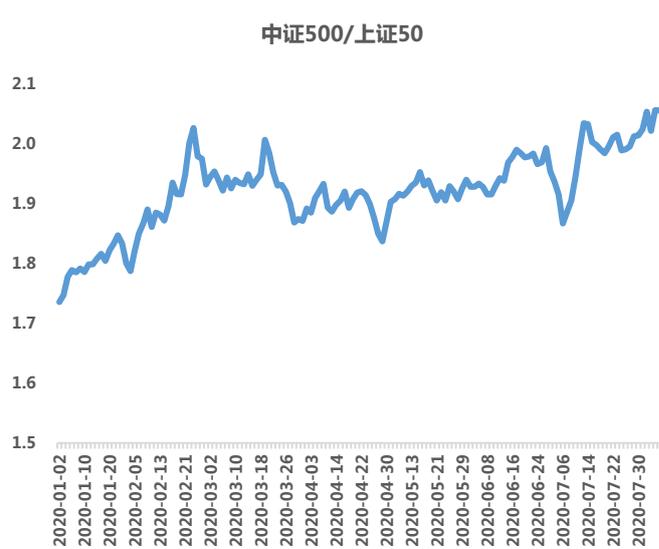
市场的资金面构成考验，建议择机布局多IH空IC跨品种套利。

图1：大中小型企业PMI指数



资料来源：wind，一德期货

图2：中证500与上证50比价数据



资料来源：wind，一德期货