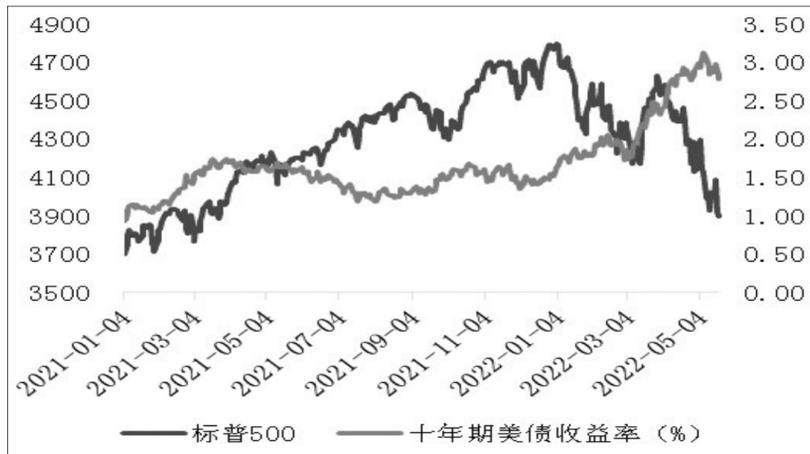


外围市场大幅调整

A股再次展现较强韧性

上周美股等外围市场延续跌势,而A股再次展现出较强的韧性。在央行“非对称”降息、稳增长政策持续发力情况下,主要指数大幅上涨,上证综指站上3100点。从技术层面分析,上证综指上方面临4月中旬形成的小平台,沪深300上涨至年初以来的下降趋势线,后市若能成功突破,则反弹将延续。



图为标普500与十年期美债收益率

■ 陈勃

上周美股等外围市场延续跌势,而A股再次展现出较强的韧性。尽管由于疫情影响,5月16日公布的4月经济数据并不理想,且5月18日晚间美股大跌,但A股市场波澜不惊。5月20日,在五年期以上LPR下调15个基点及房地产等领域稳增长政策加码的共同作用下,主要指数大幅上涨。上证综指站上3100点,上证50指数也补齐了5月6日的跳空缺口。结构上,在过去两周的反弹过程中,成长风格表现相对较强,科创50连续两周领涨,中小指数表现强于大指数。期指标的指数方面,中证500继续跑赢沪深300和上证50。目前看,尽管市场在国内外主要矛盾的改善过程中有可能出现一定反复,但笔者认为投资者不必过度悲观。技术方面,上证综指上方面临4月中旬形成的小平台,沪深300上涨至年初以来的下降趋势线,若能成功突破,则反弹将延续。

■ 美股剧烈波动

5月以来,美股市场持续呈现剧烈波动态势。美联储议息会议和美国4月通胀数据公布后,美股急跌,表明市场担心在通胀尚未见到拐点的情况下,加快紧缩可能会给美国的经济增长和企业盈利带来更大压力。5月12—17日,因其4月零售消费和工业产出数据好于预期,美股有所修复。然而5月18日晚间,美股再度剧烈调整,并创下2020年以来最大单日跌幅。5月20日盘中,标普500一度跌至-2.0%的所谓“技术性熊市”。美股的剧烈波动,本质上是对美国经济和企业盈利增长前景的担忧,是担心美联储无法恰当处理好控制通胀,同时又不伤害增长。美联储主席鲍威尔近期多次提到“想在经济软着陆的情况下抑制通胀预期,确实存在困难”,叠加美部分龙头业绩偏弱,加剧了市场对未来增长和盈利前景的担忧。

5月18日凌晨,美联储主席鲍威尔发声支持继续加息,将在接下来两次会议上各加息50个基点。同时表示如果物价上涨的步伐不放缓,美联储的紧缩政策将不会退缩。5月20日晚间,美国圣路易斯联储储备银行行长布拉德表示,央行应该提前实施一系列激进的加息举措,在年底将利率推高至3.5%。如果成功,将有效压低通胀,并可能在2023年或2024年降息。由此可见,当前美联储政策的核

心关注点仍是高通胀,在通胀水平显著回落前,美联储将继续紧缩进程。

短期而言,在通胀拐点未现、美联储紧缩延续的背景下,增长的前景将成为左右美股走势的关键。值得注意的是,虽然紧缩有助于缓解通胀压力,但同样会抑制需求。如果增长回落而政策面却由于通胀的掣肘很难完全转向,可能会导致市场的分子(增长)和分母端(通胀+紧缩)同时遭受挤压。在此背景下,紧缩预期将继续引导美元流动性收紧,美国市场可能出现美元指数上涨、股债双杀的局面。在美元流动性收紧和美股剧烈波动的背景下,北向资金也将流出A股市场。因此短期看,投资者对美国通胀、紧缩和增长的担忧依然存在,不排除美股市场继续大幅波动的可能性,需重点关注美股波动加大背景下北向资金的流入节奏。

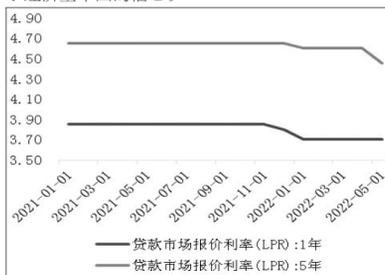
■ 股指价格中枢将抬升

5月以来,A股市场表现较为坚挺。尽管国内依然面临信用走弱、基本面探底等挑战,海外市场也因增长、通胀和紧缩担忧出现剧烈波动,但A股市场走势凸显韧性,主要得益于国内经济形势与政策边际改善。

5月13日,央行公布4月金融数据。数据显示,4月份社会融资规模增量9102亿元,比上年同期少增9468亿元,社融同比增速录得10.2%。分项看,除了委托贷款、信托贷款及股票融资为新增社融带来正贡献外,其余分项均对社融数据产生拖累,其中最主要的拖累来自于人民币贷款。正如央行所述,4月新增贷款的同比少增反映出近期疫情对实体经济的影响进一步显现,叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素,企业尤其是中小微企业经营困难增多,出现有效融资需求明显下降的情况。5月16日,国家统计局发布的经济数据显示,4月固定资产投资环比下降0.82%,社会消费品零售总额同比下降11.1%,规模以上工业增加值同比下降2.9%,1—4月全国房地产开发投资同比下降2.7%,表明生产端和需求端在疫情扰动下都受到一定程度的冲击。

在此背景下,政策面积极出台相应措施,稳增长力度不断加大。5月15日下午,人民银行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》,将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20

个基点。该项举措拉大了首套房与二套房贷款利率差,既有利于刺激首套房需求的释放、减轻刚需购房成本,又坚持了“房住不炒”原则、避免投机性需求的扩大。5月17日,全国政协在北京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会,会议明确指出“支持平台经济、民营经济持续健康发展”,极大地稳定了市场对中概股的信心。5月18日,中共中央政治局常委、国务院总理李克强在云南主持召开座谈会,会议指出要加大宏观政策调节,已出台政策要尽快落实到位,看得准的新举措能用尽用,5月份能出尽出,确保上半年及全年经济运行在合理区间,努力使经济较快回归正常轨道。5月20日,央行将五年期以上LPR下调至4.45%,幅度超出市场预期。LPR的“非对称”调降显示了货币政策对房地产的支持,宽信用信号进一步明确。随着相关政策的落地起效,将很大程度上稳定和提振投资者对于经济基本面的信心。



图为LPR报价

综上,虽然地缘政治局势的不确定性和美联储紧缩政策都会给A股市场和人民币汇率带来扰动,但笔者认为A股走势主要取决于国内基本面的演化情况。尽管国内外环境依然存在挑战,市场在主要矛盾的改善过程中也可能出现一定反复,但投资者不必过度悲观。随着上海疫情得到有效控制且逐步复工复产,叠加一系列稳增长措施落地,预计二季度将迎来“经济底”和“盈利底”,市场的信心也将随之增强。操作上,技术上上证综指上方面临4月中旬形成的小平台,沪深300指数上涨至年初以来的下降趋势线,关注能否成功突破。操作上前多单可谨慎持有,若突破可继续逢回调分批加仓多单,反之则可止盈离场,注意风控。

(作者单位:一德期货)

期债 关注预期差带来的交易机会

■ 李明玉

进入5月以来,疫情对经济的冲击不断加深,中央政治局会议释放明确的稳增长信号,政策加码预期再起,债市走强。后期看,疫情管控形势下经济进一步夯实“政策底”,“经济底”仍需打磨。从疫情影响的情况看,5月经济基本面定价不足,大概率呈现弱现实强预期的局面,叠加货币政策支持力度仍在,中短期债市仍可把握预期差带来的交易机会,操作上可逢回调继续做多。

5月中旬公布的4月经济数据显示,生产、消费同比增速较前值分别回落7.9、7.6个百分点,明显低于2020年暴发疫情时。消费方面,可选消费仍是主要拖累,必需消费受物流等因素影响边际弱化。生产方面,由于大宗商品价格强势,上游企业仍有较强的生产动力,但中下游生产大幅走弱。投资方面,制造业投资与基建投资仍具有韧性,或主要受益于稳增长政策发力。4月固定资产投资表现强于消费、生产,制造业投资与基建投资是主要拉动。基建投资保持正增长并不让人意外,但制造业投资同样维持正增长,与2020年疫情时期明显不同。地产方面,资金压力加大叠加疫情扰动,投资增速进一步下滑。“保交付”政策支持下,1—2月投资转正,但3—4月房企资金压力增大,房地产开发投资增速大幅回落。从销售端看,房地产市场需求仍未见明显改善。

预计本轮疫情影响仍将持续一段时间,政策有望继续发力。年内经济与市场大概率经历从疫

情拐点到经济拐点,再到市场拐点的过程。目前疫情的拐点已经出现。中央政治局常委会会议强调“毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”,预计经济拐点将在二季度末出现。而后随着疫情对经济的短期冲击逐渐缓解,市场担忧情绪也将逐步缓和。

央行“非对称”降息,短期宽信用效果有限,对债市的影响利多大于利空。5月20日,央行下调5年期以上LPR符合市场预期,但“非对称”下调方式超预期,体现出政策层面强有力地支持中长期投资,特别是房地产市场的意愿。近期,监管部门接连出台多项政策推动商业银行负债成本下降,包括降准、再贷款和存款定价机制改革。同时在维持政策利率稳定的情况下,通过数量型工具将银行间回购和拆借利率维持在相对较低水平。4月降准后,LPR报价并未下行,且银行负债成本下降,为LPR下调提供了条件。短期看,5年期以上LPR下调对企业部门宽信用提振效果有限,仅靠降低居民利息支出修复房地产需求也需要时间。住房贷款综合收益呈下降趋势,银行配置利率债资产的倾向会相对提高。为配合LPR下调,央行大概率将进一步支持利率债收益率下行,以减轻银行资金成本压力。

市场尚未完全定价经济基本面,债市仍具有配置价值。根据疫情形势判断,5月是经济二次启动之时,若没有本轮疫情掣肘,本次经济启动应该会提前到3月,现实是目前的经济形势更为严峻,一是复工复产完全铺开尚需时日,二是疫情反复冲击使市场信心受挫,通过宽信用提振经济的效果短期内将减弱。在目前宽信用未大幅铺开、经济V形向好环

境下,笔者认为市场尚未完全定价经济基本面,未来利率上行的可能性偏小,而下行空间扩大。

从银行资产配置的角度考虑,5年期以上LPR下调后,房贷综合收益必然呈下降趋势,其与债券资产特别是不用考虑税收因素和资本占用成本的国债、不用考虑资本占用成本的政金债的比价将进一步降低,接下来银行配置利率债资产的倾向将相对提高。LPR发布后30年期国债招标全场倍数达到近期高点,发行加权利率为3.26%,低于当天预期区间。

地方债供给压力有限。近期政策要求加快地方债发行,市场对地方债供给放量的预期较高,同时要关注地方债发行对资金面的冲击。另外,中央政治局会议提出谋划增量政策工具,考虑到当前形势已大幅偏离年初预算安排,从稳就业、保财力、提信心等角度看,下半年存在发行特别国债的可能性。但笔者认为,地方债供给对资金面的影响程度与当时所处的货币信用环境高度相关。若在宽货币环境中,央行大概率配合财政政策,地方债供给对资金面的扰动可能只是阶段性的,不会形成系统性影响。但若在紧货币环境中,央行对财政政策的配合度将降低,地方债供给可能进一步加剧资金利率上行的压力。也就是说,地方债供给压力只是表象,归根到底还要看当时的货币信用环境。整体看,地方债供给不会对资金面形成明显冲击,当前市场普遍担心流动性充足的状态会很快结束,但实际上有可能维持较长时间,这是市场最大的预期差,因此当前仍可见多债市。

(作者单位:新湖期货)

资金市场监测

中长期Shibor窄幅整理

■ 卢涛

5月23日,Shibor利率市场三涨五跌,短期资本流动性相对充足。隔夜利率上行0.10个基点至1.3230%,与上周同期基本持平;7天期利率上行2.80个基点至1.6930%,上周同期小幅下跌;14天期利率上涨0.30个基点至1.7040%;1个月期利率下跌3.20个基点至1.9000%,利率价差恢复正常。中长期利率窄幅振荡,3个月、6个月、9个月和1年期利率分别报2.0210%、2.1670%、2.2540%、2.3310%。

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	1.3230	+0.10
1W	1.6930	+2.80
2W	1.7040	+0.30
1M	1.9000	-3.20
3M	2.0210	-2.90
6M	2.1670	-1.90
9M	2.2540	-0.70
1Y	2.3310	-0.60

表为Shibor利率(人民币)报价

俄罗斯和乌克兰的局势继续恶化,国际油价居高不下,能源危机和粮食危机短期得不到有效解决,美联储紧缩的货币政策效应逐渐为市场所消化,控通胀效果并不显著,美股连续走弱,美元指数创新高后上涨略显乏力,冲高回落,近期小幅回调的可能性较大。国内疫情形势局部仍在反复,经济发展受到一定影响,人民币汇率小幅回落,但贬值势头暂缓,后市小幅下行的可能性较大。近期上证综指延续小幅反弹,成功收复3100点一线,近期延续小幅反弹的可能性较大。从技术角度分析,短期均线线上穿中期均线,即将上穿长期均线,价格反弹到长期均线附近运行,表明近期市场走强迹象明显;布林通道开口略微收窄,价格由中轨向上轨附近运行,表明价格走势略偏强。(作者单位:北京溪水基金)

技术解盘

IF 量能缩减



IF 加权价格连续两日反弹后,将在4000点附近回踩确认。周一早盘IF略高开承压震荡下行,盘中维持低位运行,仓位缩减明显,量能较前期大减。IF主连合约较现货指数维持贴水,净基差偏离正常水平较多,期货走势较现货指数大幅偏弱。IF加权MACD指标红柱有收敛迹象,KDJ快线自高位开始转向,主连合约大幅减仓,远月合约仓位分化。整体表现为量能缩减较多,将回踩并回补缺口,建议站稳4000点后把握短多机会。

IC 多单介入



IC 反弹走势延续,反弹幅度将加强,上行走势与量仓配合度待提升。周一早盘小幅高开出现振荡,盘中量仓均大减,但走势再度转强上行。当前主连合约较现货维持较多贴水,净基差明显大于正常水平,期货较现货表现略偏强。主连合约大幅减仓,远月合约仓位出现分化。预计当前量仓与价格出现分化后将再度趋同,日内基差波动较大。IC当前MACD红柱继续扩大,KDJ快线仍在高位运行,日K线维持反弹走势但量仓配合度不高,建议多单介入。

十债 走势偏强



十债加权继续在100上方整理,利多因素仍有效,偏强走势延续。周一早盘大幅跳空高开后维持强势振荡格局,盘中量能缩减较明显,仓位出现较大分化。其中,近月合约仓位缩减较多,主连合约持仓较明显,总体仓位小幅缩减,量能较前几个交易日大幅缩减。MACD红柱收敛将转绿,KDJ快线在中间运行,日K线在100附近受到短期均线支撑。从技术形态上看,日K线在100附近整理且有量能支持,建议期债多单继续加仓。

(田瑞 期货投资咨询证编号TZ008852)