

复苏斜率平缓

股市资金更加青睐防御性板块

5月出台大规模经济刺激政策的可能性很低,但由于国内经济处于复苏阶段,指数层面也不会大幅下跌,投资者无需对此过度担忧。

■ 陈畅

5月上旬,在金融股、“中特估”等低估值、高股息个股带动下,上证综指一度向上突破3400点整数关口,并创下年内新高3418点。然而,上周和本周发布的部分国内经济和金融数据低于市场预期,显示出经济复苏斜率较一季度平缓。受此影响,指数振荡调整。市场结构方面,5月以来成长风格整体表现不如价值风格,本周虽然新能源和半导体板块表现稍好,但由于TMT板块大幅调整,前期相对强势的传媒股出现补跌,导致中小指数表现弱于大指数。在市场存量博弈格局并未打破的背景下,价值、成长风格将继续轮动。

经济温和修复

4月30日国家统计局公布的数据显示,4月制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI分别录得49.2%、56.4%和54.4%,较3月分别回落2.7个百分点、1.8个百分点和2.6个百分点。这表明当前国内经济依然处于温和复苏阶段,面临的突出问题是内生动力还不强、存量需求释放后新增需求仍然不足。上周和本周公布的经济和金融数据进一步强化了市场对于经济复苏斜率平缓的判断。



具体而言,5月11日国家统计局公布的数据显示,4月CPI同比上涨0.1%、PPI同比下降3.6%。当日盘后,央行公布4月金融数据,人民币贷款增加7188亿元,同比多增649亿元。从结构来看,企业中长贷增加6669亿元,创历史新高,显示出稳增长政策支持下信贷对基建、高技术制造业的支持依旧较强。而居民短贷、中长贷分别减少1255亿元和1156亿元,表明居民消费和购房意愿还需进一步稳固。社会融资规模增量为1.22万亿元,比上年同期多增2729亿元。M2同比增长12.4%,比3月低0.3个百分点,比上年同期高1.9个百分点。物价和金融数据公布后,部分投资者预期5月16日的MLF利率将调降。但16日央行在续作MLF时,并未对MLF中标利率进行调整。

5月16日,国家统计局公布4月经济数据,国内规模以上工业增加值同比增长5.6%,较3月回升1.7个百分点,但不及预期值10.9%,显示出4月工业生产因需求恢复不足而有所放缓。4月固定资产投资累计同比增长4.7%,较3月回落0.4个百分点。在企业利润不佳、外需走弱、稳增长政策边际改善空间有限及高基数影响下,制造业、基建(不含电力)和房地产投资同比增速分别回落0.6个百分点、0.3个百分点和0.4个百分点。当月社会消费品零售总额季调环比由3月的0.78%降至0.49%,复合增长率为2.6%,

表明当前消费的修复动力尚不强劲。经济复苏斜率平缓,为政策提供了操作空间。但从5月15日央行一季度货币政策执行报告来看,央行对经济增长的判断相对中性,在强调着力支持扩大内需的同时,开始关注“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”,利率水平适当向“稳健的直觉”靠拢,并删除逆周期调节的表述,表明央行对于总量政策进一步放松更加谨慎。

风格趋向均衡

上证综指自5月9日盘中创下3418点阶段性新高后持续调整。从4月底中央政治局会议和5月15日央行货币政策执行报告表态来看,5月出现大规模经济刺激政策的可能性较低,但由于国内经济依然处于复苏阶段,指数层面大幅下跌的可能性不大,投资者无需对此过度担忧。

市场结构方面,自上周开始,沪深两市成交额明显缩量,表明当前增量资金入场意愿不足、投资者风险偏好较前期有所回落。在此背景下,市场资金将更加青睐防御性板块,而与传统经济相关性较高的顺周期板块盈利复苏预期相对降低,成长风格的TMT板块依旧处于盘整阶段。此外,存量博弈状态下,市场风险偏好有限,A股市场更多表现为板块轮动,风格趋于均衡。(作者单位:一德期货)

债市 继续走强需要资金利率的支持

■ 中泰期货 李荣凯

4月中旬以来债券价格加速上涨,十年期国债收益率突破2.8%后持续下行。5月11日十年期国债活跃券收益率跌破2.70%,随着止损盘和止盈盘的相继离场,收益率反弹至2.7%上方。与此同时,国债期货主力合约T2306加速上涨,最高接近102元的整数关口。截至5月16日,收盘价对应最廉券200006.IB的隐含收益率下行至2.728%,期现利差基本修复完毕。

复盘这段时间的债券行情,基本是三方面因素共同推动的。第一,货币市场资金价格明显回落。3月R007月均价格触及顶部2.50%后转头回落,截至目前的均值为1.95%。这是债券价格上涨的关键。第二,低通胀环境下,经济温和复苏不对债券构成实质性利空。第三,商业银行存款利率自发性下调以及存款加点上限下调在资金端和情绪端推动债市收益率下行。

从近期公布的数据来看,经济结构性复苏特征

明显。受益于疫情防控优化,国内基础消费自发修复和循环较为顺畅,4月社会消费品零售总额同比增速明显,但环比季调数据表现稍弱,说明消费复苏斜率存在一定的疫后“伤疤”效应。数据发布后,债券市场反应相对平淡。部分数据不及预期,但市场对于经济复苏的大方向没有分歧。不过,高频经济指标在方向上与月频指标反映的问题吻合,并且随着数据的陆续发布,市场开始修正复苏强度预期。

当前,消费、房地产和工业恢复不一致的局面需要稳增长政策的进一步发力,特别是在地产端。考虑到去年中美政策利率深度倒挂过程中,国内调降政策利率令外汇承压,故未来加码稳增长不一定非得选择调降OMO和MLF利率。现阶段十年期国债收益率的运行区间已经蕴含了降息的必要性。

近期十年期收益率快速下行,做多国债的情绪由谨慎转为高涨,十年期国开和国债的隐含税率仅有17BP,说明市场已经处于情绪过热阶段。此外,就期限结构来看,本轮国债收益率的下行并

未带动长端期限收益率利差大幅走扩,这意味着债市套息空间没有打开,债券持续上涨的动能并不充足。

总结来看,尽管经济结构性复苏和低通胀环境对债市基本面具有支撑,但结合市场情绪和长端期限利差来看,十年期国债收益率跌破2.75%后继续下行的动能不足。对应的十年期国债期货,T2306合约贴水修复完成,T2309合约贴水修复速度同历史相比偏快,短期期货表现可能弱于现货。操作上,如果货币市场资金利率没有调降,那么国债期货将由单边上涨转为振荡运行,激进者可以根据技术图形逢高空试,且振荡思路止盈止损。



持仓分析

期指 四个品种总持仓量回升

■ 赵晶

周三A股市场延续前一交易日的偏弱走势,上证指数早盘大幅低开,全天弱势运行,最终收报于3284.23点。同时,期指四个品种走势继续分化,IC和IM收红,主力合约分别上涨0.11%和0.49%,IF及IH表现不佳,主力合约分别下跌0.52%和0.82%。基差方面,由于期指走势弱于股指,IF和IH升水收窄,其中IF主力合约几近平水,IH主力合约仅升水0.2点,IC及IM由升水转为贴水,分别贴水6.1和10.2点。

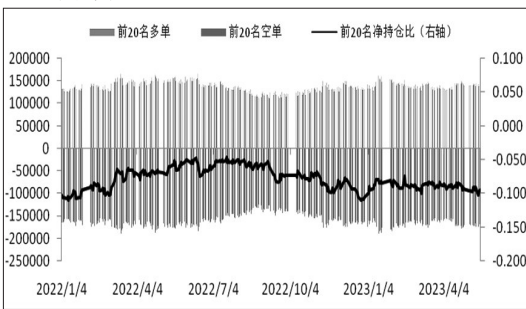
量能方面,期指持仓量回升,四个品种共计增仓7914手,至796579手。不过,各品种持仓变化不同。其中,IF增仓4368手,持仓量升至210762手;IH增仓4270手,持仓量升至128594手;IC增仓455手,持仓量升至287627手;IM减仓1179手,持仓量

降至169596手。

期指各品种前20席位(主力)的持仓变化也不尽相同。IF多头主力增仓2357手,空头主力增仓2643手,净空持仓量升至29752手;IH多头主力增仓1666手,空头主力增仓3419手,净空持仓量升至24920手;IC多头主力减仓582手,空头主力减仓805手,净空持仓量降至5410手;IM多头主力减仓920手,空头主力减仓1003手,净空持仓量降至8250手。

具体席位方面,IF多数席位持仓较前一交易日明显变化。多头方面,国泰君安期货席位增仓164手,净多持仓量升至254手;中信建投期货席位增仓247手,净多持仓量升至588手。与此同时,申银万国期货席位减仓421手,净多持仓量降至5470手。空头方面,华泰期货席位增仓114手,净空持仓量升至5171手;乾坤期货席位增仓489手,持仓量升至

5449手。与此同时,中银期货席位、瑞银期货席位、中金期货席位持仓量则有所回落。



图为IF多空前20席位持仓情况

总体来看,虽然临近交割,但周三期指持仓量继续上升,且多数品种主力席位呈现增仓态势。(作者单位:永安期货)

消费成为拉动经济第一动力

■ 南华期货 戴朝盛

今年的复苏跟以往有所区别,今年由消费主导,而不是消费和投资形成合力。消费的恢复目前依赖消费场景放开后前期挤压性需求的释放,表现为以餐饮、旅游消费为代表的服务型消费趋势喜人。

放在以往,单纯消费的恢复并不足以撬动整体经济增长率满足目标要求,总能看到投资的身影。但是,由于疫情的特殊效应,今年消费仅凭“一己之力”就能撑起KPI任务,市场对逆周期调节工具的依赖性并不强。这从4月中央政治局会议以及货币政策一季度例会的表述中就能感受出来。

一季度货币政策例会表明,当前的货币政策已经处于复苏期的思维之中,央行开始考虑不再“逆周期调节”,结构性货币政策工具从“做加法”到“聚焦重点、合理适度、有进有退”,宏观政策不仅扩大需求,而且注重“改革创新和防范化解风险”。

4月中央政治局会议指出,“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解,经济增长好于预期”,同时防风险表述再次出现,表明在完成全年经济指标任务难度不大的情况下,对应的调结构政策可能再次出台,只是现阶段“经济运行好转主要是恢复性的,内生动力还不强,需求仍然不足”,因而政策整体还是处于呵护状态,对应的调结构力度可能不如2021年。

目前来看,消费独树一帜,而投资相对疲软的状态将持续。唯有等待,在“养”的过程中,内需逐步修复,经济内生动能逐渐转强,市场认为的“弱复苏”与政策认为的“好于预期”之间的分歧才会逐渐弥合。

结构性复苏也带来一些有趣现象,因为同样的经济增速,驱动力不同对市场的影响也不同。通常而言,只有以地产为代表的投资复苏才会带来大家想要的融资需求和资产供给。当地产缺席,而新的增长引擎尚未出现时,只能政府挺身而出,表现为企业和居民部门稳杠杆、政府部门加杠杆。

这种复苏路径,一方面政府能撬动的民间资源有限,不能跟企业部门和居民部门相比;另一方面,由于政府有意识地督促银行降利率,促使部分企业贷款利率甚至低于存款或者理财利率,存在资金空转现象。这也是宏观经济数据火热的同时,金融市场反应相对平淡的原因。



技术解盘

IF 测试支撑



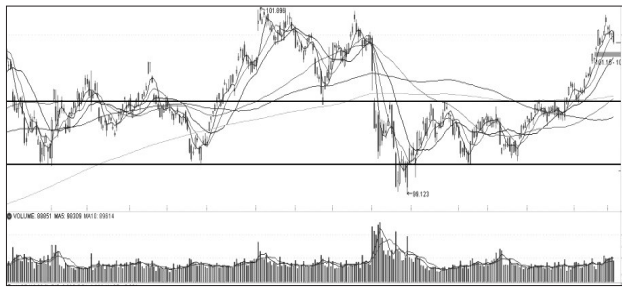
IF加权5月9日的K线形成长上影线的垂线,对应的现货成交量录得今年极大值,表明5月9日处存在较大压力。然而,本周一K线收出一根光头中阳线,同时在4月25日与3月20日的低点连线获得支撑,表明该支撑较强。当前IF加权连续两日缩量收阴,是对周一大幅反弹的修正,后市重点关注该支撑的有效性,预计后市振荡运行、修复均线与指标的概率较大。

IC 修复指标



IC加权从较大的周期来看处于振荡区间。均线方面,MA5、MA10以及MA20仍然向下,中短期处于弱势。指标方面,MACD绿柱收窄,但DIF与DEA均在零轴之下,表明IC加权指标正在修复过程中。整体上看,IC加权将测试4月25日低点的支撑有效性,若该支撑位有效,则修复指标后会向区间上沿靠拢。

十债 动能减弱



十债加权在上周四加速上涨后转而下行。均线方面,MA5拐头向下,MA10、MA20与MA60仍然向上,表明十债加权中期上涨趋势未改,短期则开始对本轮上涨进行修正。指标方面,MACD红柱收窄,但DIF与DEA维持在零轴之上,表明十债加权上涨动力犹在,但边际动能减弱。预计后市高位振荡的概率较大。(招商期货 于虎山)