

经济复苏大方向未变

# 股指 阶段性修复窗口来临

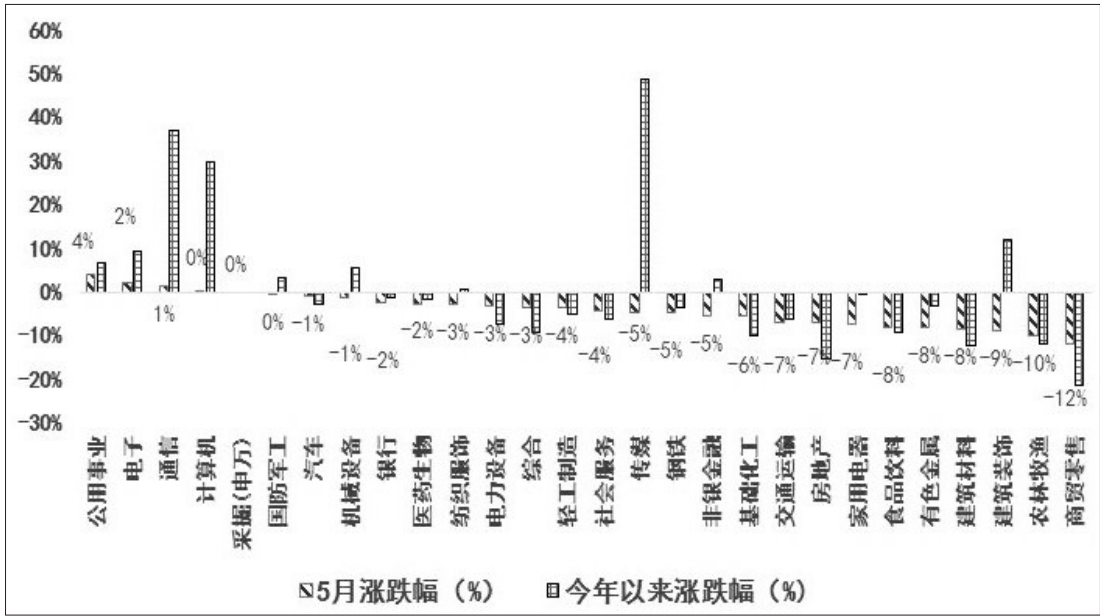
尽管当前市场情绪较为低迷,但是中长线投资者在目前的位置不必过于担忧。从2010年至今四大股指的PE和PB变化来看,目前估值水平处于较低水平。

贾婷婷

本周股指继续下探,截至6月1日,上证50、沪深300、中证500指数、中证1000指数分别下跌2.32%、下跌1.14%、上涨0.27%、上涨0.43%。其中,传媒和计算机行业领涨。资金方面,本周北向资金流出35.13亿元,杠杆资金流入24.61亿元。5月下旬以来,受经济数据不及预期和人民币汇率走弱影响,股指向下大幅调整,短期未见明显止跌迹象,但中长线配置价值开始逐步显现。

5月9日以来,股指整体走弱。“五一”小长假利好对股市提振有限,随着经济数据的披露,资金做多热情不高,四大期指均出现下跌。

从行业数据来看,5月上旬股指行情主要靠银行和非银金融板块支撑,5月下旬以来和经济表现直接相关的房地产、建筑材料、有色金属、建筑装饰、



图为申万一级行业涨跌幅(%)

家用电器等行业大幅下跌,由于这些行业在上证50和沪深300指数中权重较高,因此上证50和沪深300指数走势明显弱于中证500和中证1000指数。

受5月行情走弱影响,上证50指数和沪深300指数全年涨幅已经由正转负,其中,房地产、建筑材料、基础化工等行业领跌。5月股指下跌主要受两个因素影响,一个是经济数据不及预期,另一个是人民币兑美元汇率持续走低。

从各个指数来看,5月以来上证50、沪深300跌幅分别达6.89%、5.72%,虽然股指短期暂无有明显企稳的迹象,不过该跌幅已经较大程度上反映了基本面和人民币汇率走弱的问题。

尽管当前市场情绪较为低迷,但是我们认为中长线投资者在目前的位置不必过于担忧。从2010年至今四大股指的PE和PB变化来看,目前估值水平处于较低的水平。

截至6月1日,上证50和沪深300的PE百分位在41%左右,而中证500和中证1000的PE百分位仅在25%左右,创业板指的PE百分位更是只有22%,这几个指数的估值水平均在中等偏下的水平。

随着风险因素被逐步反映,我们认为下跌主体部分已经完成,即使短期无法完全企稳,但下跌的速度大概率会放缓。对于中长线投资者来说,目前是比较好的左侧入场的机会。不过在当前的宏观大背景下,股指短期反弹空间相对比较有限。

当前我国经济运行内生动力不强,需求仍然不足,盈利端较难为股指提供较强的反弹动力,但国内经济复苏的大方向未变,仍是股指下方较为有力的支撑。因此,短期股指超跌后或有望迎来阶段性修复。

(作者单位:申银万国期货)

## 中长线投资者迎配置良机

张月

5月份以来,国内A股市场波动再次加大,且整体呈现先扬后抑格局,各关键性指数月度明显收跌,市场投资者情绪较为低迷。

伴随股指回调,期指各品种合约贴水幅度加大,持仓明显增加。行情关键性驱动因素主要包括国内经济复苏预期下修、海外宏观不确定性阶段性增强及存量资金背景下主题投资回撤三个方面。

进入二季度,国内经济复苏动能显性边际走弱,落实到经济数据层面体现为供需同比增长不及预期、供需环比增速回落超预期及需求端结构性冷热不均特征愈加明显三个方面,在此背景下市场投资者不断下修国内经济复苏预期。具体来看,月度供给端无论是工业还是服务业增加值均表现为当月同比增速抬升而环比增速回落,同时服务业修复明显强于工业。月度需求端数据结构层面,消费结构性复苏、出口下行压力增大而地产投资当月同比降幅在去年低基数背景下较上月再度扩大。可以看到4月份房地产开发投资完成额当月同比下降16.2%、较上月扩大9.0个百分点,结构上房地产新开工、施工及商品房销售面积当月同比降幅分别为28.3%、45.7%和11.8%。同时,高频数据显示,房企拿地积极性仍然偏弱。诚然

供需双弱格局之下国内工业企业利润层面仍然承压,5月27日根据国家统计局数据披露,4月份国内规模以上工业企业利润当月同比下降18.2%,同时1—4月份国内工业企业利润累计同比下降20.6%。此外,国内政策定力十足,4月底中央政治局会议指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的,内生动力还不强”,但是宏观政策定位与之前较为一致,未出现明显增量政策预期。

海外宏观不确定性有所增强,美元指数阶段性走强并压制全球风险资产偏好。一是美联储在6月份是否如市场预期暂停加息。客观来看,当下美国通胀仍处高位,同时美国就业市场显性供需缺口尚未有效弥合,美联储6月份如期暂停加息存在较大不确定性。事实上近期美联储多位关键性官员的预期管理方向确实偏鹰,更多给到的是数据依赖性管理信号,后续市场仍将重点关注美国通胀以及就业数据。二是美国债务上限谈判进展缓慢,月内美国两党围绕债务上限的谈判多次陷入僵持阶段,市场避险情绪明显增强,可以看到美元指数阶段性再度明显走强。

年初至今,围绕“中特估”与“人工智能”概念展开的主题投资热度始终处于高位,5月初在“中特估”板块集体拉升背景下,上证综指一路上行突破3400点关口,但是两市成交并未出现显性放量、行业热点结构性分化明显,同时个股层面维持涨少跌

多格局,增量资金入场积极性并未出现同步抬升,公募基金发行明显弱于季节性表现,而北上资金转为净流出格局。可以看到,5月中旬以来,主题投资开始集中性回撤且进一步压降资金风险偏好,进而带动指数出现快速回调。

客观来看,我们认为当下股指已经对国内基本面进行了快速且充分的超额计价,后续持续回调空间有限,投资者无需悲观。展望6月,我们预期A股关键性指数层面或迎探底回升格局,指数持续回落空间不大,但是V形反转并趋势性上涨概率同样较低。在国内经济基本面复苏预期调降背景下,指数磨底过程或有所延长。

研判逻辑上,一方面,A股各关键指数估值近期持续回落,股权风险溢价持续提升,流动性充裕背景下“资产荒”格局或将驱动资金关注高性价比配置机会。同时A股换手率已至低位,新发基金遇冷及新股破发等情绪性特征一定程度上都在预示指数或已接近底部。另一方面,海外美国银行业流动性风险有所缓解,美国债务上限谈判取得关键性进展。同时,6月美联储加息预期相对可控,海外风险资产投资偏好或迎阶段性提振,美元有望重归弱势。我们并不认为6月份指数探底完成之后直接步入趋势性上涨阶段,国内经济基本面月内对指数上行驱动力仍显不足。

(作者期货投资咨询从业证书编号 Z0016584)

## 期债 上涨格局良好

何慧

5月中旬以来,期债上涨斜率有所放缓,陷入振荡上涨格局。一方面,4月经济数据陆续公布之后进入数据真空期,与此同时,5月MLF降息预期落空,叠加人民币汇率有所走弱,推动债市上涨的力度开始减弱。另一方面,在国内外基本面偏弱、资金面偏松、风险偏好偏低的氛围中,债市仍表现相对偏强。

经济基本面上来看,周三公布的5月制造业和非制造业PMI双双回落,虽然非制造业PMI仍在扩张区间,但受到的制约正逐渐显现,制造业PMI则继续陷入收缩区间。对于债市而言,经济复苏程度不及预期,这不仅从经济基本面角度对债市形成强支撑作用,也引发市场开始博弈政策预期,亦对债市产生利多因素。

资金面来看,央行在公开市场维持低量逆回购操作,银行间资金流动性维持宽松态势。5月LPR报价不变,符合市场预期,主要原因是当月MLF操作利率未做调整,LPR报价基础稳定。另外,近期银行净息差下行幅度偏大,再创历史新低,报价行压缩LPR报价加点动力不足。6月MLF到期量为

2000亿元,对银行间中长期流动性宽松程度预期的影响可能较为有限,央行延续4月来小幅超额续作的可能性较高。在流动性缺口较小的环境下,预计6月初资金利率处于偏低区间,对短端利率而言仍然存在一定的利多。

海外环境来看,一方面,美国债务上限谈判达成初步一致,市场风险阶段性有所消退,有利于提振市场风险偏好。另一方面,美国4月PCE数据超预期上行,美国通胀重新抬头,加大了市场对美联储继续加息的押注,压制市场风险偏好抬升力度。最近三周,伴随着美元指数回升,人民币持续走弱,周三在岸、离岸人民币汇率均跌破7.1,这既与中美货币政策分化造成的货币利差走扩有关,也有短期国内经济恢复不及预期的因素存在。

具体来看,5月初美联储继续加息25BP,而国内中小银行新一波下调存款利率引发降息预期,10年期中美国债收益率之差倒挂幅度再次扩大至100个基点左右。由于美国通胀回落叠加银行业危机,美联储加息逐步接近尾声,这意味着海外因素对国内货币政策的制约以及人民币汇率的影响趋于减弱,国内经济基本面变化情况或在更大程度上影响人民币汇率走势。不确定性在于美联储

6月暂停加息并不明朗,多名美联储官员公开发声,提示紧缩周期未必会结束,即使6月基准利率维持不变,也不应被视为利率已达到本轮紧缩周期的峰值。

对于债市而言,人民币汇率走弱对国内资产均不太有利。相对来说,初期对权益商品等风险资产负面影响较大,国债、黄金等避险资产则相对受益,若汇率持续走弱,央行或采取行动扭转走弱预期,进而利率债或有阶段调整压力。但美联储加息进程逐步落幕,将有助于中美利差出现缩窄,从而推升企业的结汇意愿,将再给人民币汇率带来支撑。

目前债券市场主要围绕国内政策博弈,基本面数据仍缺乏亮点,长期深层次问题比如新旧动能切换、微观主体活力问题待进一步改善。期债短期上涨斜率趋缓,但中长期上涨格局良好,债市打开空间需要基本面和货币政策超预期变化驱动,年中时点是新的政策窗口期,背靠20日均线可逢低做多操作。风险在于,财新制造业PMI时隔2个月重回扩张区间,警惕商品和股市持续反弹带来短期风险偏好改善以及债市开始显露出交易拥挤的现象。

(作者单位:中辉期货)

### 期权观察

## 隐含波动率显著抬升

邱宁

周四三大指数冲高回落。期权方面,上证50、沪深300、中证1000、中证500表现依次较弱。

上证50ETF期权市场日成交量214.68万张,累计持仓量270.98万张,成交PCR为0.87,持仓PCR为0.59,日成交额8.94亿元。近期上证50较弱,周四50ETF结束7连阴,午后涨幅收窄至0.20%,价格由2.531回落到2.505。当天成交集中在6月看涨2.55、2.60和看跌2.50合约,日成交量均超过20万张。目前看涨合约沉淀较多资金,仓位集中在2.6—2.75,卖出交易胜率较大。当天标的和IV波动不大,各期权合约价格小幅整理,6月2.50看涨收涨2.5%,看跌收跌3.43%。中金所50股指期货市场日成交量和日持仓量分别为5.74万张和8.20万张,成交PCR为0.96,持仓PCR为0.42,日成交额1.96亿元,合约成交和价格表现基本同ETF期权。合期期货多头小幅贴水,卖涨备兑策略可以增强持股收益。

当天沪深300指数上涨0.22%,沪300ETF、深300ETF以及中金300股指期货当日成交量分别为123.56万张、21.18万张、10.99万张,成交PCR分别为0.90、0.94、0.84;当日持仓量分别为152.07万张、27.32万张、18.49万张,持仓PCR分别为0.85、0.85、0.68。目前沪300ETF期权平值为3.8,深市为3.9,平值及上下两档合约交投活跃,沪市单合约日成交量均15万张,当天看涨合约涨幅4%,看跌合约跌幅7%。全合约价格表现方面,看涨普涨,看跌普跌,深虚值合约价值加速衰减,趋势整理预期较强。中金300股指期货6月合约剩余可交易不足半个月,价格波动稍大,当天看跌虚值跌幅在20%以上。

中证500指数收涨0.06%,沪500ETF、深500ETF期权当日成交量分别为61.33万张、11.74万张,成交PCR分别为1.03、0.91;当日持仓量分别为72.84万张、19.32万张,持仓PCR分别为1.09、1.01。

中金中证1000期权日成交量和日持仓量分别为6.90万张和9.53万张,成交PCR为0.96,持仓PCR为0.87。6月合约临近到期,市场开始逐渐向远月移仓。当月平值及浅虚看涨涨幅在10%以内,看跌跌幅在10%左右。

深交所创业板ETF期权日成交量和日持仓量分别为78.14万张和121.28万张,成交PCR为0.86,持仓PCR为0.60。市场参与度继续提升,累计持仓逐渐攀高,仓位主要集中在6月看涨2.20—2.25,均超13万张,市场存在对该点位压力预期。

近期隐波显著抬升,标的振荡偏空,期权策略上建议采用更为稳健的价差组合。(作者单位:永安期货)

### 技术解盘

IF 偏空思路



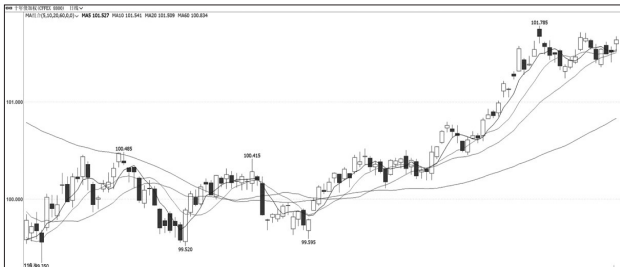
IF加权本周价格沿5日均线振荡走弱,并跌破3800点一线技术支撑。量能方面,本周价格下跌过程中成交量一度有所放大,持仓量整体先增后减。指标方面,均线系统延续空头运行,MACD指标快慢线跟随价格走弱,但绿色能量柱并未持续放大。综合来看,IF加权日线振荡走弱,建议偏空思路对待,下方关注3660点一线的支撑表现。

IC 向上试探



IC加权本周价格出现反弹,并向上测试6050点一线的压力,该位置是前期技术支撑,破位后由支撑转为压力。量能方面,本周价格反弹过程中成交量和持仓量均变化不大。指标方面,均线系统整体走势偏弱,MACD指标快慢线则在零轴下方刚刚交出金叉。综合来看,IC加权本周反弹测试上方压力位,建议6050点一线没有被突破的情况下以偏空思路对待。

十债 挑战前高



十债加权近期回调至20日均线附近后再度企稳走强,价格上方即将挑战前期高点101.785点一线。量能方面,本周价格高位运行过程中成交量一度有所放大,持仓量则出现下滑。指标方面,短期均线相互粘合在一起,60日均线延续偏强走势,同时MACD指标快慢线在零轴上方陷入调整。综合来看,十债加权日线延续偏强运行,上方即将挑战前期高点一线,建议以20日均线为防守偏多思路对待。

(中原期货 刘培洋)