

# 股指进入性价比比较高区域

## 配置价值逐步显现

上周A股市场情绪有所回暖,两市日均成交额回升至9440亿元。从估值和风险溢价等指标判断,当前指数已回落至性价比比较高区域,但能否趋势性上行取决于经济修复和稳增长政策落地情况。

■ 东吴期货 陈梦贤

上周A股企稳反弹,市场情绪回暖。主要指数中仅上证50小幅下跌,两市日均成交额也从前一周的8082亿元回升至9440亿元。随着人民币汇率贬值压力缓解,北向资金从前一周的净流出转为净流入50亿元。

### 稳增长政策预期升温

5月制造业和非制造业景气度均出现小幅回落,提振市场需求仍是当前主要任务,经济复苏基础仍不稳固,使得近期市场对稳增长政策的预期升温。从数据看,5月制造业PMI为48.8%,较上月下降0.4个百分点,连续2个月处于收缩区间,主要分项亦出现回落。不同规模企业景气度有所分化,大型企业率先企稳,PMI小幅回升至临界点50.0%,但中型、小型企业PMI继续下滑,位于临界点以下。产需两端继续放缓,生产指数下降0.6个百分点至49.6%,新订单指数下降0.5个百分点至48.3%,均处于收缩区间。尤其是高耗能行业对整体指数造成拖累,化工、非金属矿物制品、黑色金属等行业生产和新订单指数下滑至45.0%以下。新出口订单指数为47.2%,较上月下降0.4个百分点,显示外需尚未回暖,出口仍承压。从业人员指数为48.4%,较上月下降0.4个百分点,说明制造业用工仍待提升。



图1 制造业PMI和非制造业PMI走势

由于大宗商品价格持续下行,市场需求偏淡,价格指数下行。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为40.8%和41.6%,较上月下降5.6和3.3个百分点,原材料价格下滑幅度大于出厂价格。其中,石油煤炭、化工、黑色金属等行业价格指数偏低。由于PMI价格分项和PPI走势相关性较高,因此预计

# 上行动能走弱 债市调整压力渐显

■ 李明玉

5月下旬以来,随着经济温和复苏不断被证实,叠加房地产链条仍待提振,以及内需偏淡、外需走低等因素被市场所消化,再加上美国债务上限问题基本解决,近期债市上行动能明显走弱,调整压力渐显。后期看,随着经济复苏动能下降,国内权益、商品市场持续走弱以及人民币持续贬值,市场对政策发力稳增长预期不断升温,债市压力有所加大。

国家统计局最近公布的5月官方制造业PMI环比回落0.4个百分点至48.8%,位于收缩区间,且在历史同期低位;建筑业、服务业商务活动指数高位回调,环比分别回落5.7、1.3个百分点至58.2%、53.8%,但仍在扩张区间,服务业保持历史同期高位。5月PMI各分项普降,降幅也超预期,指向经济景气度回落。除了积压需求的短期节奏扰动外,本质上还是内生动力不强,需求和信心仍待提振。

分项看,服务业景气度仍在历史高位,建筑业景气度回调至历史中低位。受旅游出行链条以及新动能行业(电信传输、互联网信息技术)带动,服务业商务活动指数处于历史高位;建筑业高位回落,其中土木工程建筑业、房屋建筑业均有所回落,5月基建投资和房地产开发投资有可能边际放缓。由于新旧动能切换需要时间,短期经济修复强度或放缓。当前

当前PPI尚未触底,5月PPI环比可能继续下滑。原材料库存指数为47.6%,较上月下降0.3个百分点,产成品库存指数为48.9%,较上月下降0.5个百分点,库存持续去化,当前国内仍处于主动去库阶段。4月工业企业产成品库存同比增速回落至5.9%,较上月下降3.2个百分点。根据历史库存周期推演,同时考虑到当前经济的温和复苏态势,预计企业去库压力较大,本轮库存或下半年触底。

5月非制造业商务活动指数为54.5%,较上月下降1.9个百分点,但仍保持扩张态势,非制造业景气度好于制造业。分行业看,服务业商务活动指数下降1.3个百分点至53.8%,建筑业商务活动指数下降5.7个百分点至58.2%。从高频数据看,4月房地产销售出现明显回落,且5月以来延续低位。根据30大中城市商品房销售数据,5月日均销售成交面积为41.1万平方米,在近年同期中,仅高于去年的27.9万平方米。

### 6月美联储或暂停加息

美非农大超预期,就业仍然紧张。5月美国非农新增就业33.9万人,大幅高于市场预期的19.5万人,4月从25.3万人上修至29.4万人。分行业看,主要新增人数仍然集中于服务业,政府部门新增5.6万人,建筑业新增2.5万人,制造业减少0.2万人,制造业新增就业出现下降,反映出美国制造业复苏有一定放缓。5月服务业新增25.7万人,其中教育和保健服务新增9.7万人,专业和商业服务新增6.4万人,休闲和酒店业新增4.8万人,运输仓储业新增2.4万人,较上月增幅明显扩大,出行继续修复。

美国5月失业率为3.7%,高于市场预期的3.5%,前值为3.4%。失业率上行和新增非农大增出现背离,主要原因在于统计口径不同。非农数据是通过企业调查统计得出的,失业率是通过家庭调查统计得出的。5月劳动参与率为62.6%,连续3个月持平。5月平均时薪同比为4.3%,前值为4.4%,平均时薪环比为0.3%,前值为0.4%。虽然平均时薪同比、环比均出现放缓,但较疫情前仍处于相对高位,未来美国核心通胀仍有韧性,难以快速回落。4月美国职位空缺数从上月的974.5万人反弹至1010.3万人,职位空缺率从5.9%反弹至6.1%,也反映出就业市场依然强劲。

美国众议院和参议院已经通过投票,债务上限问题基本解决。美国债务上限危机这一不确定性暂

工业生产修复幅度边际放缓,需求仍然偏淡,传统动能主导下,经济重回主动去库阶段。虽然其中制造业新动能表现相对较好,服务业也延续强势表现,但相对于年初,经济修复强度边际放缓。

强预期渐起,稳增长政策有望陆续出台。近半个月,国常会多次提到加快出台全国统一大市场政策,支持新能源汽车产业,多部委会见外企负责人,北京、上海、深圳等多地密集发布人工智能产业政策。总体看,近半个月政策主要聚焦“新能源汽车”和“人工智能”两大产业,包括6月2日国常会延续和优化新能源汽车购置税减免、各地继续发放新能源汽车补贴、多部委会见特斯拉CEO马斯克、多地密集发布支持人工智能政策等。另外,国家金融监督管理总局明确金融监管6大思路,教育部允许适当引进科学类非学科培训及合规的第三方机构入校,6月2日国常会明确将针对全国统一大市场分批次加快出台政策等。整体看,当前经济仍处于温和复苏阶段,后续稳增长政策出台的可能性较大。预计近1—2个月有可能出台稳信心、稳增长、扩内需、稳地产、促消费、中央加杠杆等一系列组合拳。

但笔者认为,短期出台强刺激政策也面临很多约束。

一是地方债务尤其是城投债的约束。目前管理层在控制地方城投债扩张,同时地方财政也较吃

紧。地方城投债也在收缩,投资强度下滑。一些地方表面上债务融资规模很大,但是并未用到项目上,部分用于还旧债,这是杠杆率的约束。

### 指数回落至底部区间

从估值和风险溢价等指标看,目前指数已经回落至相对底部区间。从估值看,截至6月2日,沪深300指数PE为11.85倍,处于近10年33.55%分位;上证50指数PE为9.75倍,处于近10年41.86%分位;中证500指数PE为25.65倍,处于近10年35.42%分位;中证1000指数PE为36.12倍,处于上市以来32.14%分位。虽然当前估值水平和去年10月底相比仍有一定差距,但从历史分位看,当前估值水平已经比较合理。从风险溢价看,去年10月沪深300和上证50指数风险溢价突破2倍标准差位置,反映当时市场预期较悲观,但目前两者的风险溢价已回到1倍标准差附近,相对于债券,股票的配置价值逐步显现。5月以来,美元指数持续走强,同时国内经济延续温和复苏态势,使得美元兑离岸人民币汇率破“7”,资金流出压力加大。但近期人民币汇率有所企稳,贬值压力缓解,北向资金重新回流,A股性价比回升。

综上,5月以来,由于人民币贬值、美国债务上限危机等因素的影响,A股市场出现明显调整。但此次调整后,风险释放较为充分,从估值和风险溢价等指标判断,指数已经回落至性价比比较高的区域,下行空间不大。5月国内制造业PMI继续收缩,经济复苏动能下降,推升了近期市场对稳增长政策的预期。未来指数有望逐步企稳,能否趋势性上行取决于经济修复和稳增长政策落地情况。受政策预期催化,以IH为代表的价值风格有望反弹,但在经济温和复苏态势改变之前,IC、IM等成长风格仍然占优。



## 资金市场监测

## 短期Shibor持续走低

■ 夏豪杰

6月5日,隔夜Shibor下跌7.70个基点,报收1.2300%。2周、1个月、3个月、6个月、9个月、1年期Shibor分别下跌2.00、0.50、0.60、1.00、1.00、0.80个基点,报收1.8500%、2.0630%、2.1930%、2.2970%、2.3690%、2.4270%。1周Shibor微涨3.30个基点,报收1.8470%。

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	1.2300	-7.70
1W	1.8470	3.30
2W	1.8500	-2.00
1M	2.0630	-0.50
3M	2.1930	-0.60
6M	2.2970	-1.00
9M	2.3690	-1.00
1Y	2.4270	-0.80

表为Shibor利率(人民币)报价

公开市场操作方面,央行逆回购规模有所扩大,上周合计逆回购840亿元,到期230亿元,净投放610亿元。消费方面,4月份社会消费品零售总额环比下降0.08%;工业企业方面,1—4月份,全国规模以上工业企业实现利润总额20328.8亿元,同比下降20.6%。国家统计局最近公布的数据显示,5月份国内制造业PMI较上个月下降0.4个百分点,制造业景气度小幅回落,但从综合分项指数变化看,新动能趋稳回升,企业预期相对乐观,具有持续回升向好的基础。从规模看,大型企业制造业PMI为50%,在荣枯线附近波动,中、小型企业制造业PMI分别为47.6%、47.9%,在荣枯线下方。非制造业商务活动PMI为54.5%,继续处于扩张区间。建筑业商务活动PMI降幅较大,服务业商务活动PMI降幅较小。综合PMI产出指数为52.9%,虽有所下降,但仍保持在景气区间,表明我国企业生产经营总体延续恢复发展态势。总之,在经济复苏动能有所减弱的压力下,货币政策将维持稳中偏松格局,短期Shibor将持续走低。

(作者单位:国信期货)

## 技术解盘

### IF 观望为主



上周IF加权走势出现小幅反弹但难改弱势,量仓等指标出现分化。周一早盘低开低走震荡下行走势未见转变,临近尾盘仍维持低位,回升乏力。主连合约较现货指数小幅贴水,净基差波动不大,期货走势较现货指数表现偏弱。IF加权MACD指标绿柱收敛未转红,KDJ快线自低位开始转向。主连合约较多减仓,远月合约不同程度增减仓,总体表现为减仓下行,同时成交量大幅低于上周平均水平。短期市场弱势明显,需关注技术指标分化情况,建议观望为主。

### IC 择机短多



上周IC加权继续回升,不过量仓等指标分化更严重。周一早盘低开低走,盘中维持低位震荡走势,临近尾盘未见回升动能。当前主连合约较现货指数小幅贴水,净基差波动未放大,短期期货较现货指数表现偏弱。主连合约较多减仓,远月合约则不同程度加仓,整体仓位仍明显缩减,量能较前几个交易日大幅减少,近期建议以反弹策略对待。量价仓等指标分化明显,IC当前MACD绿柱转红,KDJ快线上行至高位,且日K线与多条均线纠缠,建议观望为主,可择机逢低做多。

### 十债 多单持有



十债加权创新高后持续出现高位振荡调整走势,上周五大幅下跌考验振荡平台支撑。周一早盘高开高走,盘中维持振荡偏强走势,临近尾盘市场波动同时表现强势。其中,主连合约大幅加仓,其他合约变动有限,使得总体仓位增加较多,但成交量能较近期多数交易日明显缩减。MACD绿柱延续,KDJ快线维持中位运行,日K线在振荡区间下沿获得支撑的概率较大,但仍面临短期均线压制。从技术形态上看,日K线高位振荡的可能性较大,关注量仓变化情况,建议多单加仓持有。

(田瑞 期货投资咨询证编号 TZ008852)

(作者期货投资咨询从业证书编号 Z0011341)