期货日报

本版内容仅供参考 据此入市风险自担

# 股指 存量博弈格局短期难打破

## 市场信心需要经济基本面支持

市场风险偏好受到近期海内外不确定性因素影响，股市存量博弈的格局短期难以打破。而中长期看，待经济基本面进一步转好，股指配值性价比将更加突出。

■ 张清

5月以来，国内外风险因素持续发酵，市场风险偏好回落，股指走出振荡下跌行情。两大市场主线中特估和AI集体熄火，两市成交额回落至万亿元以下，避险资金流入防御型板块。5月30日，美元兑离岸人民币开破7.1，与宏观经济密切相关的IF和IH创下年内新低，IC和IM走势也相继转弱。短期经济基本面和政策预期没有明显变化，市场缺乏上行动能，股指偏弱振荡筑底。

**经济温和复苏 政策仍具定力**

4月国内经济数据落地，整体来看经济修复斜率放缓，仅社零、工业增加值和工业企业利润边际改善。上周末公布的数据显示，国内1—4月工业企业利润累计同比下降20.6%，4月当月同比下降18.2%，跌幅有所收窄，但剔除低基数的影响，工业企业利润边际走弱。CPI和PPI均同比下滑，外贸在内外需走弱的影响下环比也有所下滑，未来海外经济体大概率衰退的背景下国内进出口将继续承压。社融信贷总量相比去年4月略增，从结构来看，4月经济补偿性回升的动能减弱，实体企业以去库为主投资扩产意愿不强，居民端仍处于降杠杆的趋势中。

4月表现亮眼的是出行消费相关的服务业，同时必需品及娱乐用品消费增速表现较好，但耐用品消费增速下滑，居民消费信心稍显低迷，“口红效应”明显。固定资产投资三大分项出现不同程度的下滑，房地产仍是拖累项，竣工面积在“保交楼”政策的推进下同比增速保持上行，由14.7%上升到18.8%，但施工面积和新开工面积再次拐头向下，分别为-5.6%和-21.2%，在“房住不炒”的总方针和居民降杠杆的大背景下，房企资金流改善有限，对未来预期也较为谨慎。国内经济复苏结构不均衡一定程度上削弱了市场信心。

弱预期弱现实主导市场，投资者期待政策发力，但当前阶段经济同比增速处于高位，政策具有较强定力。5月MLF平价续作，降息预期落空，央行一季度货币政策报告也继续传递政策维稳信号，总量政策进一步宽松的概率并不明显，下一步政策更多强调精准调控和对“度”的把握。市场对政策发力的预期下修，股指跌幅有所扩大。若未来经济修复不及预期，则政策发力空间将被打开，进而对股指形成一定支撑。

**受到双重影响 增量资金有限**

受到国内经济修复斜率放缓和美元重拾涨势的双重影响，5月美元兑离岸人民币汇率自去年11月以来首次开破7.1关口，北向资金净流出规模扩大，上周连续三个交易日累计净流出220亿元，市场风险偏好回落。国内杠杆资金入场积极性同步下降，两融余额中枢自4月下旬以来持续收缩。资金轮动速度加快，结构化行情下基金赚钱难度加大，今年以来主动权益类基金中的普通股票型基金和偏股混合型基金的平均回报为1.22%和-0.6%，基民购基热情降温，基金发行市场降温，5月新基金发行创去年8月以来单月新低。市场处于存量资金博弈阶段。

**海外加息预期重燃 经济衰退风险增大**

美国经济凸显相对韧性而通胀前景仍不明朗，市场再次陷入摇摆，进而上调美联储继续加息的概率。当前市场已完全计价未来两次会议加息25个基点的预期，并且6月加息25个基点的概率超过50%，推动美元指数和美债收益率高位振荡。6月中旬议息会议之前美国非农数据和联储官员讲话需重点关注。从经济数据来看，全球各主要发达国家制造业PMI均位于荣枯线50以下，其中欧元区制造业PMI创近3年以来新低。欧元区最大经济体之一德国一季度GDP环比下降0.3%，连续两个季度下行，已陷入技术性衰退。欧元区二季度面临更大的衰退压力。

整体来看，当前核心矛盾在于国内经济温和修复和稳增长政策托底的博弈，市场风险偏好受制于近期海内外不确定性因素，资金层面也对股指形成压力，存量博弈的格局短期难以打破，市场信心的提振需要经济基本面或者政策面的进一步支撑。综合考虑，短期股指弱势振荡筑底，中长期配置性价比凸显。（作者单位：中辉期货）

# 风险偏好回落助推债市走强

■ 刘晓艺

5月以来，国债收益率快速下行，国债期货价格不断创出年内新高。随着宏观经济数据陆续公布，经济温和修复得以印证，债市部分投资者选择落袋为安。但近期国内外风险事件令市场风险偏好明显回落，股市和商品持续走弱，助推国债期货强势上涨。

今年以来，债市领跑大类资产。从宏观角度来看，市场运行逻辑从强预期向弱预期切换，股市和商品表现为先扬后抑，债市表现为先抑后扬。目前股市、债市和商品估值均回到2022年11月之前的水平。对比彼时经济基本面，当前风险资产的价格被低估，而无风险资产价格被高估，成为市场争论的焦点。笔者认为短期国内外风险事件频发是市场情绪释放的来源，并加剧了资产定价的分化。

5月中旬开始，大类资产联动性再度增强。资产表现为汇率贬值、股市和商品下跌、债市上涨。从国内情况来看，本月公布的经济数据不及预期印证了经济复苏斜率放缓，内需增长稍显不足不支持风险资产走强。上周南部某地城投债务问题引发关注，与内需密切相关的黑色金属和A股走弱较为明显。叠加美国债务上限问题引发的避险情绪和美联储6月加息预期升温，先后推动美元指数走强，人民币走弱，上证50、沪深300、大金融和中特估深跌，表明近期A股下跌最主要的推手是汇率。短期无论从国内基本面还是从外部环境来看，风险资产难有亮眼表现，避险资产存在利多支撑。

不过，值得注意的是，本轮债市已经上涨近3个月。自3月初央行行长在国新办新闻发布会上释放降准信号以来，市场打消了流动性边际收紧的担忧，债市做多情绪被点燃，3月中旬降准消息落地后收益率曲线逐渐陡峭。4月初，多地农商行下调存款利率，同时高频数据显示房地产销售再度放缓，银行间票据利率回落佐证信贷放缓，基本面和流动性预期利好债市，机构开始加杠杆买债，银行间质押式回购成交量逐步抬升。5月，随着宏观数据陆续公布，市场对于中期流动性预期依然乐观，城投债务和美国债务上限问题引发避险情绪升温，10年期国债收益率因此突破2.7%的重要关口。

在债市已经定价流动性宽松、经济温和复苏、风险偏好回落等利多的情况下，债券收益率进一步下行需要新的因素催化。笔者认为，新的催化可能来自5月经济数据的变化，或是城投债务问题的发酵。而如果上述利多没有出现，那么机构止盈动力就会增强。一方面，今年前5个月不少债券机构投资者已经取得不错收益；另一方面，临近年中，6月资金面和政策预期扰动增强，机构倾向于落袋为安。

从国债期限结构来看，目前较为平坦的国债收益率曲线意味着长端利率下行需要短端利率打开空间。5月以来，同业存单利率快速下行至低位2.45%。作为短端利率的锚，若1年期存单收益率不能突破2.4%，则比价效应下，1—2年期利率债下行空间将受制约，进而使得长端利率继续下行的阻力增大。因此，当前市场关注点再度转向资金面。如果6月资金面能够维持宽松态势，银行间质押回购利率R007维持在1.8%—1.9%（5月DR007中枢为1.8%），那么1年期同业存单利率可能下行至2.4%，带动长端利率进一步走低。反之，如果资金面难超预期，那么债券收益率易涨难跌。

综上所述，短期基本面对于债市仍有较强支撑，新的利多因素出现前，投资者对于资金利率上行的担忧和止盈动力的增强会制约收益率的下行空间。中长期看，收益率能否突破新低要密切关注资金利率中枢变化。

（作者单位：一德期货）

## 持仓分析

# 期指 各品种持仓量不同程度增加

■ 赵晶

周二沪深两市先抑后扬，上证指数早盘一路振荡下行，最低探至3186.63点，午后在地产走强带动下自低点回升，最终收复全部跌幅，报于3224.21点。

同期，期指四个品种走势继续分化，IF、IC、IM均收红，主力合约分别上涨0.1%、0.66%及0.58%，仅IH收绿，主力合约下跌0.54%。基差方面，除IM外，其余品种主力合约贴水均有所扩大。截至收盘，IF、IH及IC主力合约分别贴水12.2、14.5及13.7点，IM主力合约贴水则收窄至6.5点。

当日，期指持仓量继续回升，四个品种共计增仓25667手，至830282手。期指各品种持仓量不同程度增加，其中IF增仓7946手，持仓量升至225153手；IH增仓8981手，持仓量升至140673手；IC增仓4008手，持仓量升至292523手；IM增仓4732手，持仓量升至171933手。

具体看，期指各品种前20席位持仓量均较前一交易日明显增加。其中，IF多头增仓6089手，空头增仓6653，净空持仓量升至29075手；IH多头增仓7768手，空头增仓8399手，净空持仓量升至24545手；IC多头增仓3032手，空头增仓3354手，净空持仓量升至5424手；IM多头增仓2538手，空头增仓2143手，净空持仓量降至5146手。

指数波动加剧，市场分歧凸显，IF多数席位持仓量发生明显变化。多头方面，海通期货席位增仓1095手，净多持仓量升至635手；南华期货席位增仓192手，净多持仓量升至3103手。与此同时，申银万国期货席位减仓366手，净多持仓量降至4022手；浙商期货席位减仓126手，净多持仓量降至4978手。空头方面，中信期货席位增仓1897手，净空持仓量升至3408手；中银期货席位增仓168手，净空持仓量升至9534手。与此同时，摩根大通期货席位减仓185手，净空持仓量降至8408手。

总体来看，期指持仓量继续攀升，同时各品种主力增仓明显。整体上，期指走势依旧偏弱，且市场继续分化，预计IC和IM表现继续强于IF、IH。

（作者单位：永安期货）

## 期权观察

# 交投活跃度升温

■ 彭鲸桥

周二A股日内探底回升，期权市场交投活跃度明显升温，沪深两市及中金所期权总成交623.56万张，较前一交易日增加51.63%；总持仓690.16万张，较前一交易日增加10.32%。

50ETF期权成交量增加68.86%、持仓量增加12.84%。50ETF期权成交264.58万张，较前一交易日增加104.25万张；持仓264.58万张，较前一交易日增加30.11万张。从当月合约各执行价的持仓变动情况来看，合计增持8.94万张，其中认购增持4.57万张、认沽增持4.36万张。认购在虚值部位增持，认沽在浅实值部位增持，预计后市偏多运行。

沪深300期权持仓量也明显回升。上证300ETF期权成交量增幅为56.80%，中金所沪深300股指期权成交量增幅为53.93%，深证300ETF期权成交量增幅为45.60%。与此同时，深证300ETF期权持仓量增幅为16.40%，中金所沪深300股指期权持仓量增幅为4.31%。从交投最为活跃的上证300ETF期权持仓变动情况来看，当月合约总计增持5.24万张，其中认购增持2.69万张、认沽增持2.55万张，且持仓变动与50ETF类似。

中证1000股指期权持仓量为9.38万张，较前一交易日增加2.55%。当月合约总计增持383张，其中认购增持99张、认沽增持284张。上证500ETF期权、深证500ETF期权、创业板ETF期权持仓量不同程度回升，且认购在虚值部位全面增持，认沽在虚值部位增持，但幅度不大，预计后市偏多振荡。

目前，上证50ETF当月平值期权隐含波动率为15.64%，较前一交易日的15.80%小幅回落；上证300ETF期权隐含波动率为14.38%，较前一交易日的14.61%小幅回落。历史波动率则有所回升，50ETF30日历史波动率为15.92%，沪深300指数30日历史波动率为13.50%。隐含波动率与历史波动率价差小幅收缩。50ETF期权认购、认沽波动率价差走扩，合成标的维持平水状态。

综上所述，指数走势分化，波动率表现平稳，持仓上认购在虚值增持、认沽在浅实值部位增持，投资者可逢低持小盘股认沽空头。（作者单位：中信建投期货）

## 技术解盘

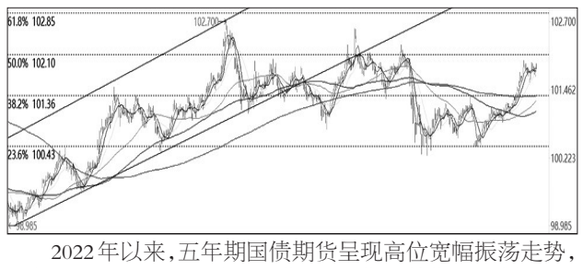
**IF 上冲受阻**

IF主力合约2022年10月底跌至黄金分割0.236对应的3670点的支撑位后触底反弹，之后向上突破60日均线和下跌通道上沿，走势逐渐转强。2023年以来，IF多次上攻至黄金分割0.382对应的4100点的压力位受阻，价格转而回落。均线方面，呈现明显的空头排列。指标方面，MACD指标死叉之后持续发散，说明下跌趋势没有改变；KDJ指标、RSI指标出现明显金叉和底背离迹象，说明价格存在反弹需求。量仓方面，价格下跌过程中伴随着增仓放量，下跌动能较足。结合上述分析，IF整体弱势格局不变，但部分指标底背离，不排除短期小幅反弹的可能。操作上，空单继续持有，空仓者逢反弹做空。

**IC 指标金叉**

IC主力合约2022年6月以来呈现箱体振荡走势，运行区间在5830—6530点。近期上攻6530点的压力位受阻，目前临近5830点的支撑位。均线方面，呈现空头排列。指标方面，MACD指标明显金叉迹象；KDJ指标、RSI指标金叉后持续发散，说明价格存在反弹需求。量仓方面，近期价格下跌过程中出现一定减仓，下跌动能正在减弱。结合上述分析，IC临近箱体下沿，后续有望反弹。操作上，前期空单部分止盈，空仓投资者背靠5830点一线轻仓试多。

**五债 呈顶背离**




2022年以来，五年期国债期货呈现高位宽幅振荡走势，运行区间在100—103点。近期，五年期国债期货短暂上涨，在102点的箱体上沿受阻后继续振荡运行。均线方面，呈现多头排列，但5日均线和10日均线拐头，短期走势有转弱迹象。指标方面，MACD指标、KDJ指标、RSI指标均高位死叉，且呈现顶背离，显示上涨存在较大的风险。量仓方面，近期价格振荡过程中伴随着量仓的抬升，说明多空双方分歧加大，后期波动将加剧。综合上述分析，五年期国债上涨至重要压力位，指标走弱，难以支撑其继续上行。操作上，前期多单适量止盈，空仓者可以背靠102点轻仓试空。

（汇果实业 黄李强）