

# 期指市场无需过度悲观

未来有望重现中小指数结构性行情

8月中旬以来,A股呈现振荡偏弱走势。市场风格方面,在中报业绩陆续披露、交易拥挤度过高、鲍威尔鹰派表态影响下,8月24日以来A股成长板块大幅调整,由此导致多IM空IH、多IC空IH的跨品种价差大幅回落。

■ 陈畅

鲍威尔鹰派表态引发美股下挫

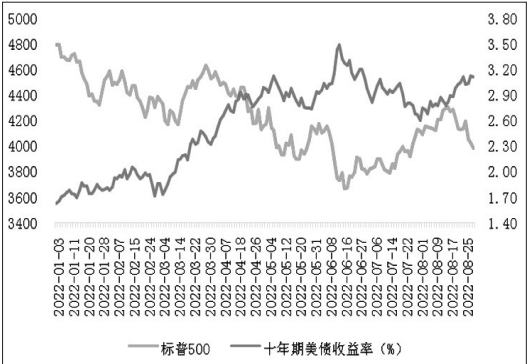
自美联储7月议息会议再度加息75BP后,二季度美国GDP负增长引发衰退担忧加剧以及油价回落使得通胀压力缓解,市场对于美联储远期的宽松预期迅速升温。在此背景下,十年期美债收益率从3.5%的高点回落至2.5%,对应的CME利率期货的降息预期一度提前到2023年5月,美股尤其是成长风格展开反弹。然而,8月26日,美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表的讲话,比市场预期更偏鹰派,故8月26日以来美股出现较大回调,十年期美债收益率则再度攀升。

具体而言,8月26日晚间,鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表讲话。他表示,经济继续显示强劲的基本面动力,9月加息规模取决于“整体”数据。美联储首要任务是将通胀率降至2%的目标,尽管7月较低的通胀数据值得欢迎,但还不足以让美联储相信通胀正在下降,降低通货膨胀可能需要经济增速持续一段时间低于趋势。鲍威尔称,利率上升、经济增长放缓和就业市场疲软将压低通胀,“这会给家庭和企业带来一些痛苦,但这些都是降低通货膨胀的不幸代价,如果无法恢复价格稳定,那么将意味着更大的痛苦”。上述表态暗示尽管美联储已经预料到后续可能的衰退,但平抑高通胀仍是首要责任。

从市场角度看,短期而言,紧缩立场的强化、对通胀的关注以及9月议息会议临近,都意味着紧缩将重新成为资产定价逻辑的主线。值得注意的是,2020年以来,A股成长风格不仅与国内基本面息息相关,而且与美债利率呈现出较高的负相关性。一方面,美债收益率对美股成长股估值造成影响,而随着内外盘联动性的增强,美股成长股走势又会对A



股成长股产生情绪映射。另一方面,美债收益率作为全球资产定价之锚,其变动会左右机构大类资产配置。当美债收益率大幅上行时,会带来外资流出的压力,也会对长久期资产(业绩分布在远端的资产)产生影响。从这个角度看,美联储紧缩立场的强化不仅令美股大幅下挫,而且会对A股成长风格形成阶段性压制。



图为标普500与十年期美债收益率走势

多因素促成短期市场风格回调

4月底至8月中下旬,A股结构分化显著,蓝筹股表现相对不佳,中小市值股票活跃度较高,其原因主要涉及三方面:第一,当前国内宏观层面的阶段性不确定性和挑战较多,经济复苏步伐缓慢,相对景气集中于成长领域。第二,国内宏观流动性持续宽松,银行间市场利率一直处于低位。第三,7月议息会议和美联储二季度GDP数据公布后,美联储紧缩预期降温。

上周盘中,支撑中小市值成长风格结构性行情的部分因素出现边际变化:其一,央行超预期下调MLF利率和逆回购利率后,资金利率有所回升,市

场预期宏观流动性最宽松的阶段已经过去。其二,成长股前期涨幅较大,大盘价值与小盘成长的交易拥挤度和估值明显分化,短期市场风格本身就存在回归均衡的需求。近期中报基本面预期的陆续兑现,加大了资金博弈和预期兑现的压力。其三,多位联储官员发表鹰派表态,使得十年期美债收益率再度走高,一定程度上对成长风格估值形成抑制。

展望后市,国内经济复苏在局部疫情散发、地产周期尚未见到明显拐点的背景下仍然存在挑战;海外主要经济体虽然面临经济周期下行,但由于通胀存在反复可能,现阶段流动性依然偏紧。上述因素均对市场风险偏好形成制约,A股短期将延续振荡态势。考虑到稳增长政策的支撑,风险有限,投资者不必过度担忧。

市场结构方面,在中报业绩陆续披露、成长板块交易拥挤度过高、鲍威尔鹰派表态影响下,短期成长风格性价比降低,不排除多IC空IH、多IM空IH价差继续走弱的可能。但是,经过调整,待成长股交易拥挤度回落,估值回归合理水平,中小指数将重新呈现结构性行情。首先,从基本面角度看,地产周期尚未见到明显拐点,7月经济金融数据低于预期、局部地区疫情再起,意味着本轮经济复苏存在一些挑战,一定程度上会影响顺周期的金融、地产及消费板块的盈利预期,而与经济弱相关的成长板块的盈利确定性及相对景气度依然存在。其次,从流动性角度看,考虑到国内经济缓慢复苏、流动性维持宽松态势的宏观环境,基本面和流动性对中小市值风格的支撑依旧,成长板块的估值溢价有望持续,市场风格完全转向需要等待宏观层面主要矛盾的化解。最后,美联储激进加息压制通胀势必加剧衰退风险。如果四季度美国通胀压力逐步回落,那么随着衰退预期的升温,美债长端收益率还会重回下行通道,市场追逐景气成长仍是主线。操作上,建议投资者前期多IC空IH、多IM空IH跨品种套利降低仓位,底仓谨慎持有,注意风控。

(作者单位:一德期货)

## 8月我国制造业PMI环比回升

■ 记者 杨美

国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会8月31日公布的数据显示,8月份,我国制造业采购经理指数(PMI)为49.4%,低于临界点,比上月上升0.4个百分点,制造业景气水平有所回升。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河在进行解读时表示,8月份,制造业PMI回升至49.4%,在调查的21个行业中,有12个行业PMI较上月上升,多数行业景气水平有所改善。具体来看,一是产需指数一平一升,生产指数为49.8%,与上月持平,新订单指数为49.2%,高于上月0.7个百分点,两个指数均继续位于收缩区间,表明制造业产需恢复力度仍需加强。二是价格指数低位回升,主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为44.3%和44.5%,比上月上升3.9和4.4个百分点,制造业市场价格总体水平降幅收窄。调查结果显示,本月反映原材料成本高的企业占比为48.4%,比上月下降2.4个百分点,年内首次低于50.0%,企业成本压力有所缓解。三是大、中型企业PMI有所回升,大型企业PMI为50.5%,比上月上升0.7个百分点,升至扩张区间。中型企业PMI为48.9%,比上月上升0.4个百分点,景气水平有所改善。小型企业PMI为47.6%,比上月下降0.3个百分点,景气水平继续下降,小型企业生产经营压力较大。四是部分重点行业保持扩张。

申银万国期货宏观研究所宏观分析师叶慧超对期货日报记者说,8月份经济改善迹象明显,制造业PMI高于前值0.4个百分点,但当月受极端干旱和多地疫情复发影响,经济复苏基础仍不牢固,需要进一步落地稳增长措施。

“具体来看,首先,极端天气抑制需求恢复,8月以来南方省份极端高温干旱对生产造成一定拖累,拖累程度超过外需。其次,工业生产成本低位回升。最后,生产回落导致被动去库延续,产成品库存指数大幅下行至45.2%。预计四季度能恢复至50%以上。”叶慧超说。

方正中期期货研究院首席宏观分析师李彦森也认为,疫情和天气异常是影响8月经济运行的重要因素。8月份制造业主要分项显示供需变动不大,但需求改善程度稍强于供给,其中产品净需求回升明显;同时,需求改善多于产出令库存加速回落。此外,8月天气异常导致降水减少、水电出力下降,叠加多地出台限电措施,对产出恢复带来拖累,并导致库存周期重回被动去库阶段。“展望后市,目前天气已恢复正常,电力缺口将会缓解,未来我国制造业PMI存在改善的可能,库存周期也将由‘被动去’转向‘主动加’。”

### 技术解盘

IF 争夺激烈



IF加权本周二、周三分别收长下影线与上影线的K线组合,表明市场在该位置争夺较为激烈,同时与8月3日的低点形成小双底的形态结构,下方支撑较为明显。均线方面,MA5开始拐头向上,MA10、MA20成为短期重要的移动压力线。指标方面,MACD绿柱维持窄幅运行,DIF与DEA继续在零轴之下,表明IF加权短期处于蓄势之中。IF加权逐步修复技术指标后,反弹可期。

(招商期货 于虎山)

## 期债窄幅波动 等待后续数据指引

■ 张晨

8月下旬适逢各项数据发布的真空期,十年国债期货主力合约T2212在101.22—101.72窄幅调整。8月22日央行发布最新贷款市场报价利率(LPR),5年期LPR15个BP的下调幅度基本符合市场预期,期债市场反应平平。8月24日召开国常会,部署稳经济一揽子政策的19项接续政策措施,次日期债价格回落。8月31日国家统计局发布数据,制造业PMI及各分项指标较前值均有改善,但仍处于收缩区间,债市市场同样反应平平。

工业增长基础依然脆弱

8月31日,国家统计局发布当月采购经理指数,制造业PMI为49.4%,较7月上升0.4个百分点,但未冲出收缩区间。其中,构成制造业PMI的多数细分指标虽有改善,但仍处于临界点以下。据官方解读,生产指数为49.8%,与上月持平;新订单指数为49.2%,高于上月0.7个百分点。两个指数均位于收缩区间,表明制造业产需恢复力度需要加强。同时,主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为44.3%和44.5%,分别较上月上升3.9和4.4个百分点,制造业市场价格降幅收窄,企业成本压力有所缓解。此外,大型企业PMI为50.5%,较上月上升0.7个百分点,升至扩张区间;中型企业PMI为48.9%,较上月上升0.4个百分点,景气水平提升;小型企业PMI为47.6%,较上月下降0.3个百分点,景气水平下降。新出口订单、进口量、采购量、主要原材料购进价格、出厂价格以及在手订单等指标均较前值好转,但都处于50的临界点以下,表明制造业尚未摆脱减速收缩阶段。

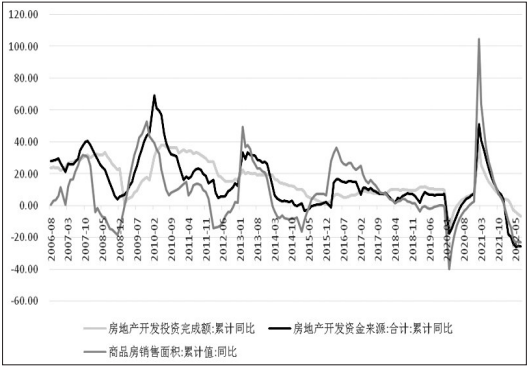
7月,部分地区疫情反复,工业生产活动减缓,工业企业利润总额累计同比增速由正转负,录得负1.1%,是2020年10月以来的首次负增长。8月开工率相较7月有一定回升,PMI主要原材料购进价格和PMI出厂价格的降幅收窄,产成品库存加速去

化,工业生产恢复叠加货币供给持续放量,预计8月工业企业利润将企稳,但尚不具备好转基础,这对债市产生支撑。

贷款利率下调影响待传导

8月22日,央行发布公告,1年期LPR报价3.65%,较前值下调5BP;5年期LPR报价4.3%,较前值下调15BP。自8月15日人民银行开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作和20亿元公开市场逆回购操作,中标利率均下降10个基点以后,市场对此LPR调降已经有了充分预期。

今年以来,地产销售数据表现不佳。商品房销售面积累计同比始终为负,7月该项指标录得下跌23.09%,接近2020年一季度疫情暴发时的水平。30大中城市商品房成交套数下滑,月度同比增速始终为负,且跌幅较大。70个大中城市二手住宅价格指数下跌,当月同比增速始终为负,且跌幅不断扩大。此外,全国城市二手房出售挂牌价指数同样回落。



图为国内地产市场数据走势

需求端不足,供给端也表现清淡。今年以来,地产开发投资完成额累计同比增速持续下滑。4月,该项指标转为负增长,且跌幅一直扩大,7月录得下跌6.4%,接近2020年一季度疫情暴发时的水平。地产开发资金来源累计同比始终为负,7月录得下跌

25.4%,为发布该项数据以来的最低水平。

房贷风波后,地产市场陆续出台措施保交楼、保房企。8月19日,住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门出台措施,完善政策工具箱,通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。重点强调此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”,严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付,实行封闭运行、专款专用。同日,交易商协会召集多家民营房企召开座谈会,探讨通过中债增进公司增信的方式支持民营房企发债融资。

本轮5年期LPR的下调幅度高于此前中期借贷便利(MLF)操作和公开市场逆回购操作10BP的下调幅度,进一步提振市场信心,有望一定程度上改善地产贷款的供需失衡,有助于降低居民存量贷款负担,有利于地产需求端的恢复。不过,地产的改善是一个长期的传导过程,降息短期内对债市的影响有限。

政策重心再次回到稳增长上

8月24日,国务院召开常务会议,部署稳经济一揽子政策的19项接续政策措施,包括依法用好5000多亿元专项债结存限额、增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、允许地方“一城一策”运用信贷政策,合理支持刚性和改善性住房需求、支持中央发电企业等发行2000亿元债券,再发放100亿元农资补贴等。稳经济接续政策有助于进一步巩固经济恢复基础,但短期对债市的压制有限。

综上所述,当前工业增长尚不具备好转基础,一系列地产政策的直接效果更多在于纾困,稳经济接续措施重申债市逻辑仍在经济增长上。然而,当前世界经济增长动能放缓,主要经济体面临高通胀挑战,叠加疫情反复,期债将继续窄幅振荡,等待后续数据的指引。

(作者单位:银河期货)