

南华金融资产配置报告 坐看云起

核心观点：

债市有延续上涨趋势的动力，但央行对于长端利率合意区间的掌控可能导致行情空间逼仄，唯有市场调整才能带来较好的介入时机。股市在 5 月底以来阶段性回调修正结束后，6 月在利空有限，情绪转乐观可期的情况下，存在阶段性上行突破前高的机会，但上涨持续性或仍不强。

我们对股债细分项的观点如下：

债券分项	观点/推荐	股指分项	观点/推荐
利率趋势	利率下行空间不大	股指趋势	谨慎乐观
曲线形态	超长端过于平坦	风格&主题	风格切换，见机行事
国债期货	关注主力看多情绪是否消退	衍生品策略	买入看涨期权、买入跨式期权

南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367
wangying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676
liaochenyue@nawaa.com

电 话：
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1.	制造业向好，房地产政策加力	1
2.	债市：空间逼仄	4
2.1	国债：长债仍受追捧	4
2.2	曲线形态：超长端仍旧平坦	5
2.3	国债期货：主力看多情绪上升	6
3.	股指：突破可期	8
3.1	国内外多空交织，整体偏震荡	8
3.2	情绪待提振，风险在外围	9
3.3	规模指数选择	14
3.4	衍生品交易策略	15

目录

图表

图 1.1：股票市场与债券市场走势.....	1
图 1.2：出口交货值同比增速	1
图 1.3：制造业营业收入利润率.....	2
图 1.4：固定资产投资增速.....	2
图 1.5：30 城房地产周度成交面积.....	3
图 1.6：南华工业品指数.....	3
图 2.1：国债收益率.....	4
图 2.2：社会融资规模存量与 M2 同比增速.....	4
图 2.3：公募基金月度份额变化.....	5
图 2.4：10 年国债与 2 年国债利差	6
图 2.5：30 年国债与 10 年国债利差	6
图 2.6：10 年期国债期货主力持仓.....	7
图 2.7：10 年期国债期货（T2406）CTD 基差	7
图 3.1：规模指数 5 月以来表现（涨跌幅，%）	8
图 3.2：增量资金缺乏阻碍股指上行	9
图 3.3：规模指数 PE（TTM）走势.....	10
图 3.4：规模指数净利润增速下滑，小盘指数继续负增长	10
图 3.5：两市成交额走势一览	11
图 3.6：交易仍偏抵御型	11
图 3.7：经济预期已由低位反弹.....	12
图 3.8：美国联邦基金利率期货 12 月利率点位预测	13
图 3.9：上证 50ETF 隐含波动率走势一览	14

图 3.10：股指期货强弱对比	14
图 3.11：买入跨式期权策略损益图例	15

1. 制造业向好，房地产政策加力

债券市场5月整体小幅震荡向上，并未延续4月末的调整态势。股票市场5月创出本轮反弹高点后回落。

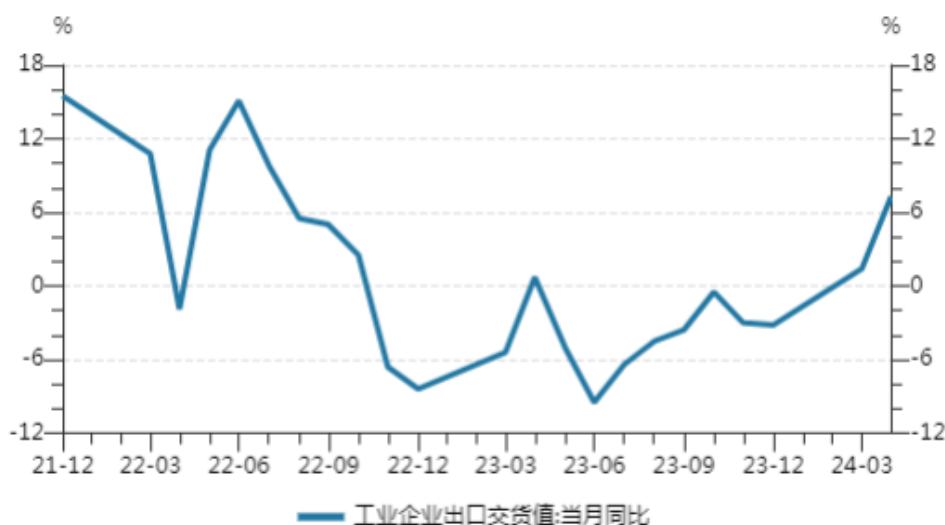
图 1.1：股票市场与债券市场走势



资料来源：Wind、南华研究

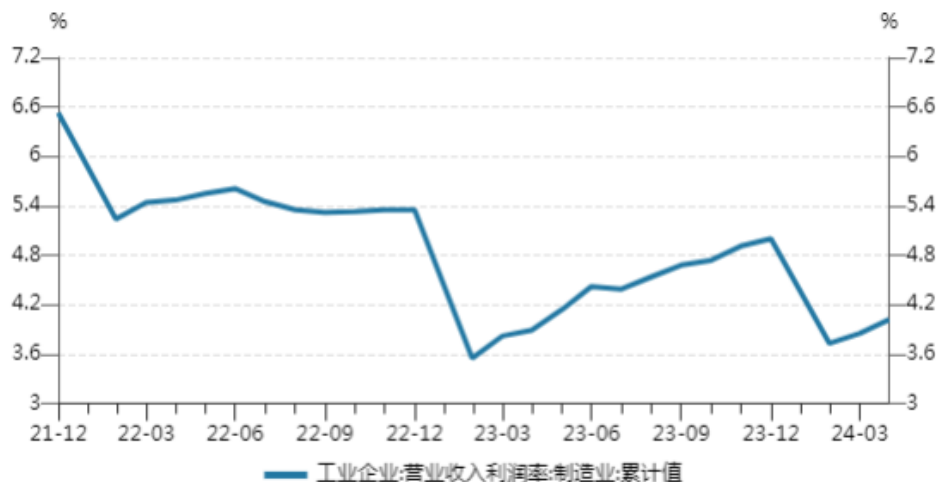
全球制造业周期延续回升态势，国内制造业受益于外需回暖，生产较为旺盛，与此同时产销率回升，营业收入利润率有所上升，整体表现向好。虽然5月PMI回落，但在产成品库存水平较低的情况下，生产动力仍在。从固定资产投资的角度来看，虽然整体强度不高，但分类中设备工具购置增速大超整体投资增速，同时制造业投资增速维持高位，应与技术改造、设备更新等政策支持有关，随着政策的推进，制造业将持续受益。

图 1.2：出口交货值同比增速



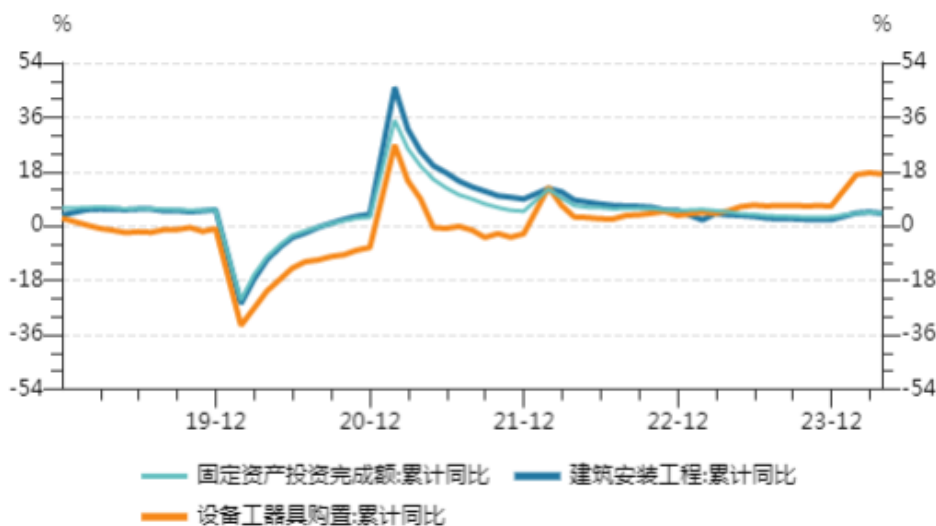
资料来源：Wind、南华研究

图 1.3：制造业营业收入利润率



资料来源：Wind、南华研究

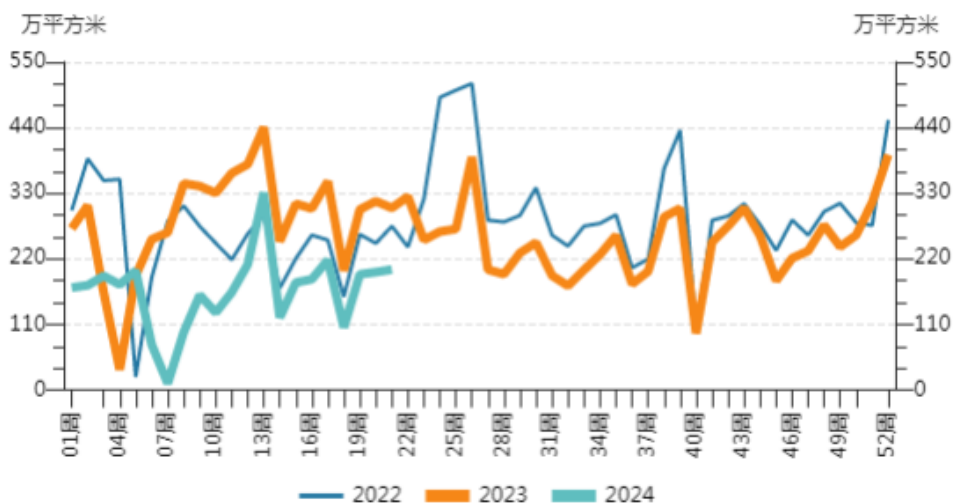
图 1.4：固定资产投资增速



资料来源：Wind、南华研究

今年以来房地产市场未有起色，仍是拖累经济的主要因素。为扭转这一局面，5月以来房地产迎来密集的政策利好，一线城市先后放松限购政策，热点二线城市全面放开限购，央行亦推出“政策包”，包括全面取消二套房个人住房贷款利率下限，降低房贷最低首付比例，下调个人住房公积金贷款利率等。这些政策有助于需求释放，进而缓释房地产市场系统性风险。新政实施后，部分城市的新房、二手房成交量有所上升，关注效果的持续性，不排除政策有进一步放松的可能。2022年以来，房地产市场已进入下跌的第三年，关注下半年能否阶段性改善。

图 1.5: 30 城房地产周度成交面积



资料来源: Wind、南华研究

在有色金属的带动下, 5月南华工业品指数再创新高, 虽月末有所调整, 但难言涨势结束。目前从内需的角度来看, 并不支持大宗商品价格持续上涨, 但部分商品存在供给约束, 且为国际定价, 价格受海外需求、美联储政策预期等多种因素影响。若大宗商品价格维持高位或继续上涨, 则需关注PPI甚至CPI的传导。

图 1.6: 南华工业品指数



资料来源: Wind、南华研究

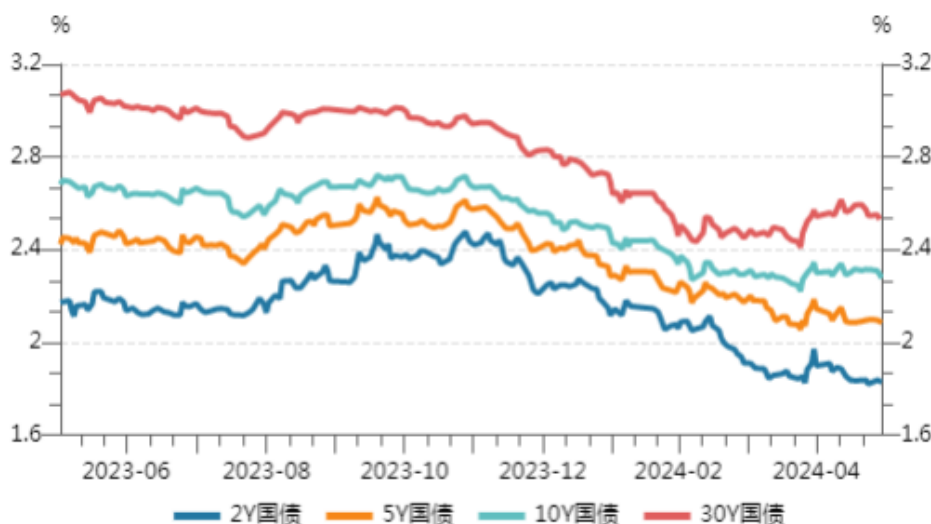
总体来看, 经济的积极因素目前只有制造业向好, 未来需要关注地产政策效果以及大宗商品价格, 若房地产市场能阶段性企稳, 同时PPI显著回升, 则经济预期将大幅改善, 资产配置的方向也需做相应调整。

2. 债市：空间逼仄

2.1 国债：长债仍受追捧

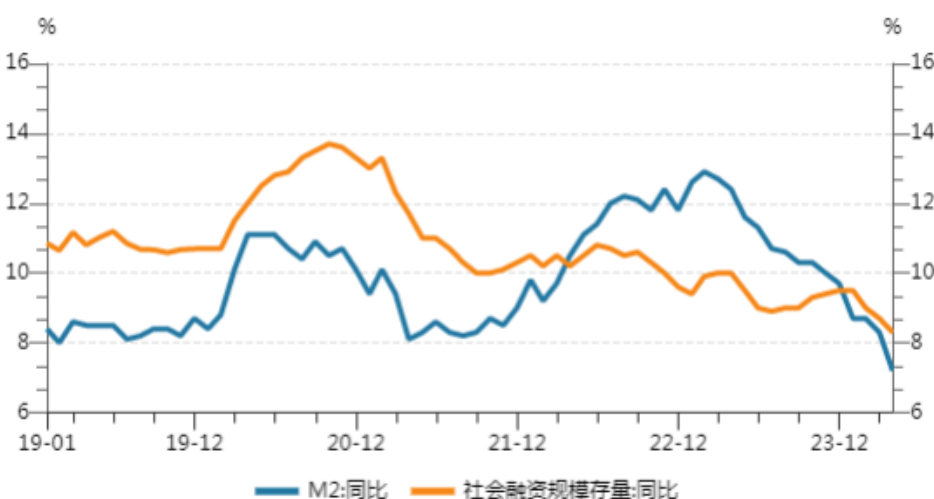
国债收益率在4月末受监管敲打影响小幅回升，5月短端利率有所回落，中长端利率基本呈现震荡态势。经济数据以及政府债券发行并未给市场带来明显利空，唯央行对长端利率的警示令市场却步。

图 2.1：国债收益率



资料来源：Wind、南华研究

图 2.2：社会融资规模存量与 M2 同比增速



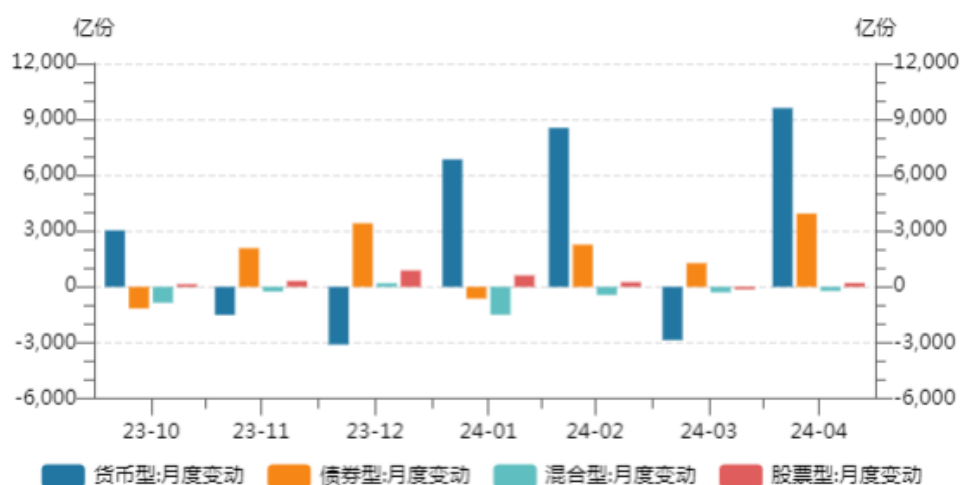
资料来源：Wind，南华研究

4月经济数据最大的意外在于货币信贷方面，由于信贷需求不高，叠加政府债券发行缓慢，社会融资总额出现了罕见的净减少，社会融资存量与M2增速持续下降。央行在5月发布的一季度货币政策执行报告中指出信贷增长已由供给约束转化为需求约束，信贷增速放缓不意味着金融支持实体经济力度减弱。这意味着在高质量发展

的导向下，信贷指标对于经济的前瞻作用减弱。未来的关注重点或需放在与供需关系联系更为紧密的指标上，如CPI、PPI等。

超长国债在5月年内首发，其中30年期、20年期各400亿。由于前期铺垫较多，加上资金面宽松，市场化发行并未给二级市场带来明显影响。值得关注的是普通投资者对于超长国债的青睐，不仅两期国债的承销行均在短时间内售罄额度，二级市场的交易也十分活跃，30年国债上市首日开盘一度受到热炒，居民对于安全资产的追捧可见一斑。结合公募基金份额变化来看，今年以来份额增长最快的为货币型基金，其次为债券型基金，混合型基金份额持续减少，表明目前居民风险偏好很低。当前居民在资产选择方面的偏好与机构并无二致，市场整体风险偏好的扭转并非旦夕可就，从这个角度来说，债券市场还难言转势。

图 2.3：公募基金月度份额变化



资料来源：Wind，南华研究

总体而言，基本上仍未有明显利空，市场对于无风险资产的追捧短期难以改变，债市有延续趋势的动力，但央行对于长端利率合意区间的掌控可能导致行情空间逼仄，唯有市场调整才能带来较好的介入时机。未来如果降息也能一定程度上扩展行情空间。

2.2 曲线形态：超长端仍旧平坦

国债10年与2年利差、30年与10年利差在5月中上旬有所扩大，但下旬再度收窄。目前10年与2年利差处于中性水平，30年与10年利差偏低，收益率曲线超长端仍旧过于平坦，但在长债、超长债受追捧的情况下，短期难以修复。

图 2.4: 10 年国债与 2 年国债利差



资料来源: Wind、南华研究

图 2.5: 30 年国债与 10 年国债利差



资料来源: Wind、南华研究

2.3 国债期货：主力看多情绪上升

10年期国债期货主力净多持仓在5月中上旬未有明显变化，但在下旬再度大幅上升，显示主力看多情绪上升，似乎意图尝试突破央行的合意利率水平，但月末金融时报援引业内人士表示，若银行存款大量分流债市，央行应该会在必要时卖出国债，再度敲打市场。目前来看央行对于长端利率的控制意愿较强，不排除主力突破失败暂时退避的可能。

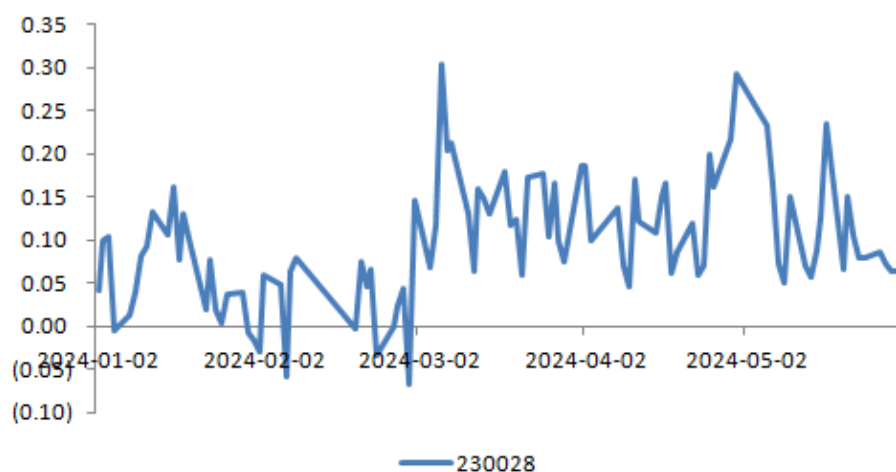
国债期货基差维持低位震荡，仅在市场出现调整时短暂扩大。后续只要行情不出现大幅下跌，基差大概率继续低位徘徊。

图 2.6：10 年期国债期货主力持仓



资料来源：Wind、南华研究

图 2.7：10 年期国债期货（T2406）CTD 基差



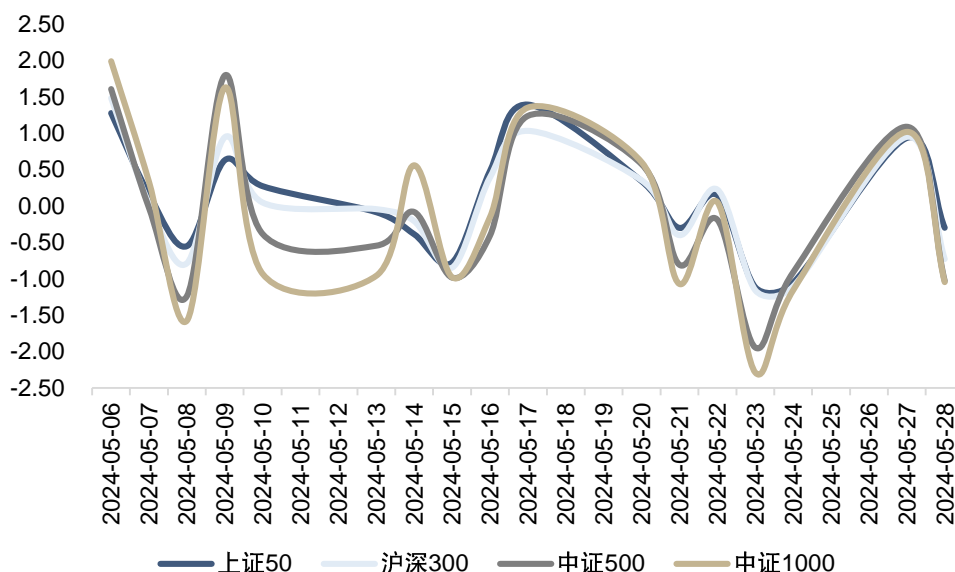
资料来源：Wind、南华研究

3. 股指：突破可期

3.1 国内外多空交织，整体偏震荡

5月A股在国内政策及外围降息预期调整等因素影响下，双向波动，走势整体偏震荡。

图 3.1：规模指数 5 月以来表现（涨跌幅，%）

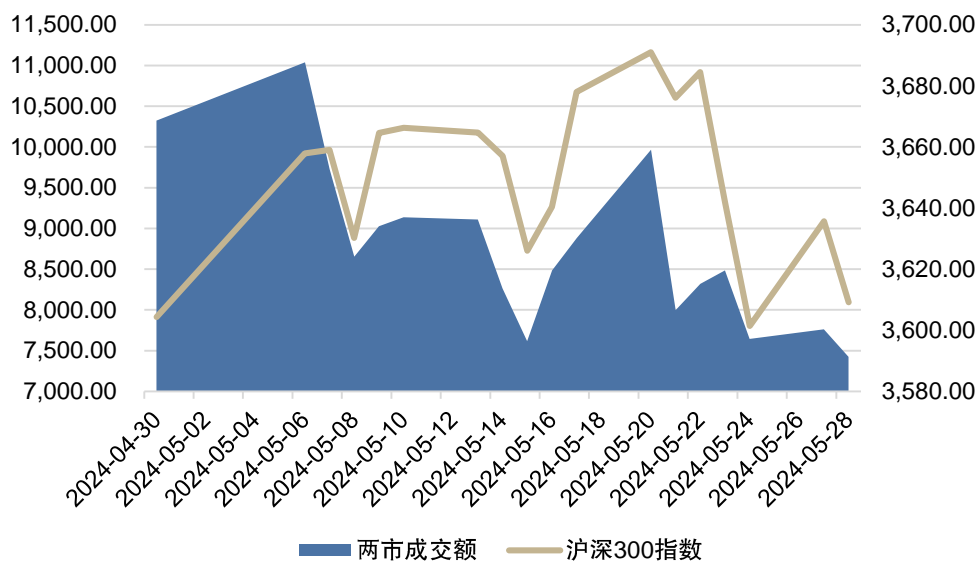


资料来源：Wind、南华研究

具体来看，其一，国内地产政策落地刺激上涨。（1）五一假期间政治局会议召开，提出统筹研究消化存量房地产和优化增量住房政策。后部分新一线城市，如杭州、西安等纷纷宣布全面取消住房限购措施。（2）5月17日，地产多项政策齐发，取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、下调商业性个人住房贷款最低首付款最低比例等。两次地产政策落地后，情绪面乐观拉动股指大涨。

其二，外围降息预期反复，影响增量资金流入，对A股反弹带来压力。五月以来美联储多位官员表态偏鹰，美联储降息节点仍存较大不确定性，甚至有官员表示尚未完全排除加息可能性，外围压力反复，作为增量资金重要来源之一——北向资金，其流入A股的节奏受到影响。两次政策落地带动的股指大涨皆因后续成交额萎缩而回落，市场成交量仍然偏向存量博弈，交投情绪待提振。

图 3.2: 增量资金缺乏阻碍股指上行

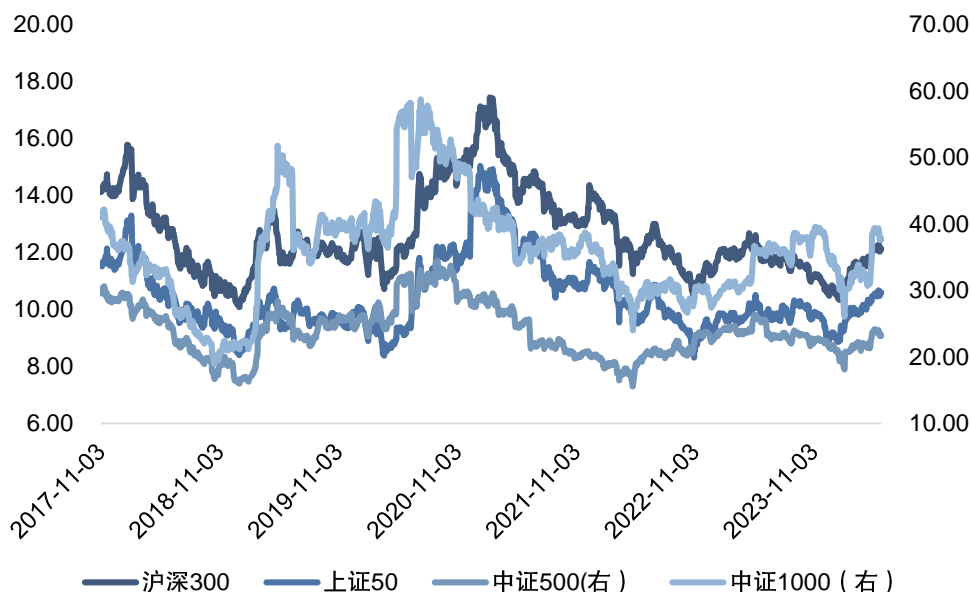


资料来源: Wind、南华研究

3.2 情绪待提振，风险在外围

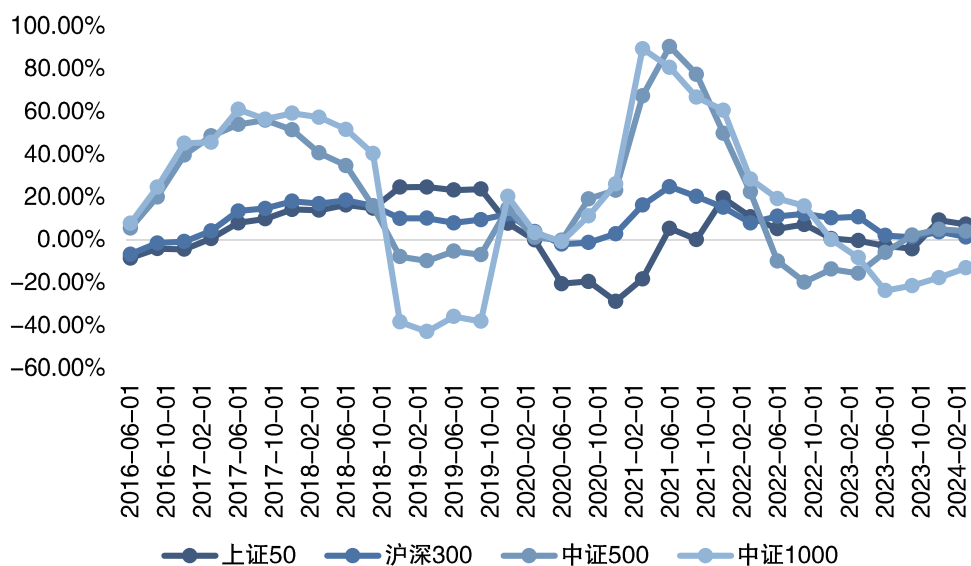
我们在年度展望中对于三部门主体发力时，股市的表现进行了详细的梳理，得出，在政府发力阶段，股市走势主要受到估值影响，而由于经济预期偏弱，估值上行受限，A股表现也不强。年初至今，由于三部门中仍由政府发力支撑经济，居民、企业消费、投资意愿低迷，支出意愿不强，股指走势如我们年报梳理的逻辑一致，走势主要受估值影响。规模指数中，以沪深300为例，截至目前公布的数据来看，估值上涨超过10%，而一季度净利润增速下降2.4%。估值的上涨主要与政策息息相关，2月、5月的两轮上证分别受到降准降息、房地产放开政策加码影响，政策面带来经济预期的小幅回暖，进而支撑股市中枢上行。

图 3.3：规模指数 PE（TTM）走势



资料来源：南华研究

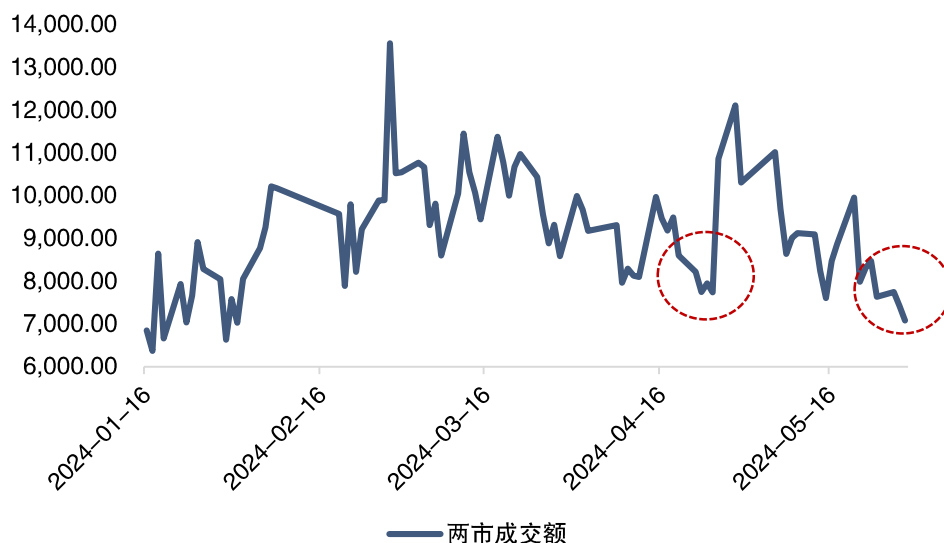
图 3.4：规模指数净利润增速下滑，小盘指数继续负增长



资料来源：南华研究

但是，由于居民、企业支出意愿没有明显改善，经济增长内生动能受限，即使政策面带来利好，经济预期缺乏持续向上的“底气”，估值上行受限，表现为股市阶段性上涨，持续性不强。乐观情绪对于政策的依赖度较高，需要持续的利好入场支撑情绪，政策利好消化完成之后，市场上的交投热情就整体下滑，表现为两市成交额均在政策利好入场消化之后，下滑至较低水平。在内部信息平淡、情绪低迷时，市场关注点就移向海外，以美联储货币政策为主，降息预期的回升在4月和5月底，均一定程度加大股市修正幅度。

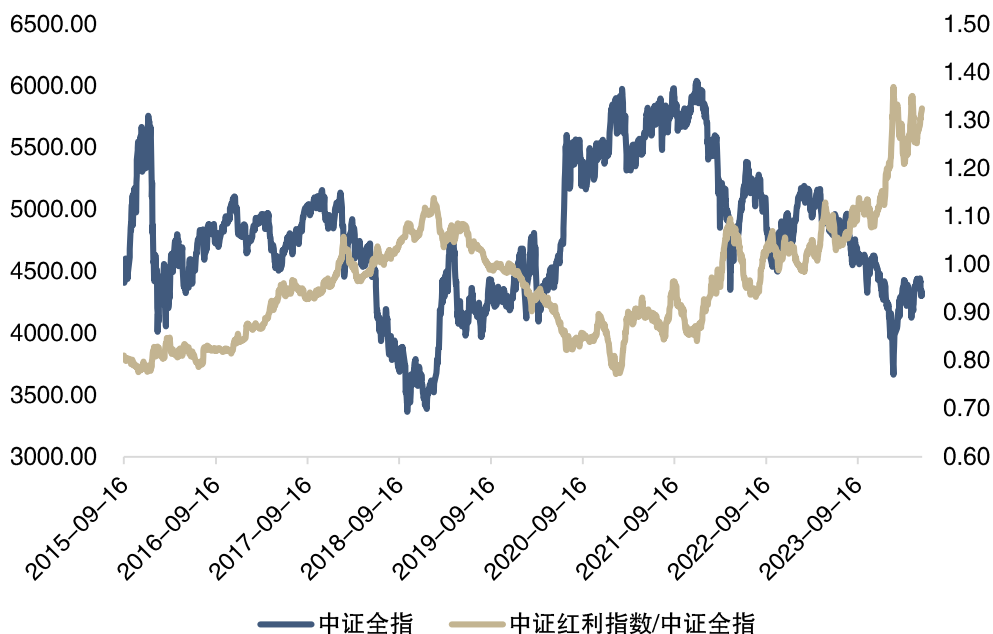
图 3.5：两市成交额走势一览



资料来源：南华研究

同时，从历史红利指数/中证全指与中证全指走势对比来看，两者呈现明显的负相关关系，近期由于股市反弹缺乏延续性，市场交投偏谨慎，表现为红利指数上涨走势连续创新高，反映市场交易偏抵御型。

图 3.6：交易仍偏抵御型



资料来源：南华研究

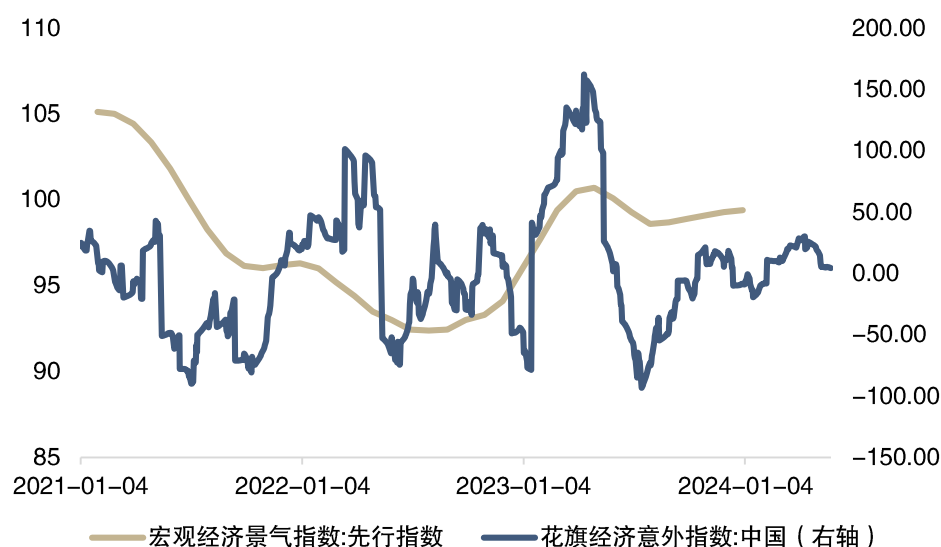
我们延续年报的思路来看，结合以上分析认为，股市在上涨之后出现阶段性回调在预期之中，同时，在经济增长内生动能没有明显好转前，股市呈现趋势性持续上涨的概率较小。

短期上方运行存在一定的限制，下方我们认为同样具备支撑，虽然持续上行的可能性不大，但存在阶段性向上突破前高，估值上涨推动中枢上移的可能性。主要依据为：1、当前影响股市的中枢经济预期，最为悲观的时期已经过去；2、外围冲击层面，美联储当下定价最鹰状态为年内降息一次，六月点阵图大概率不会更鹰；3、交易情绪极度压抑，利好刺激下或存在阶段反转。具体来看：

■ 经济预期“最”悲观已过

从A股走势的主逻辑来看，影响股市中枢的国内经济预期已经有所好转。从宏观经济景气指数先行指标来看，自疫情防控放开以来，经济预期由底部回升，虽然2023年5月之后有所回调，但7月政治局会议政策面引导加强，之后资本市场、房地产相关政策连续入场，财政政策、货币政策也更加积极，政策底过后，预期再次呈现反弹趋势。同时，观察花旗经济意外指数也可以发现，去年七月至今，海外对于国内经济预期整体呈现明显上行趋势。股市自去年7月至今走了一个深“V”行情，其中下行阶段交易了较现实更加悲观的经济预期、外围压力以及交易层面带来的被动下降，交易层面冲击已经有所修复，自去年七月开始，经济预期也已经有明显好转。此外，7月将举办二十届三中全会，市场对于政策、经济预期可能将进一步上升。

图 3.7：经济预期已由低位反弹



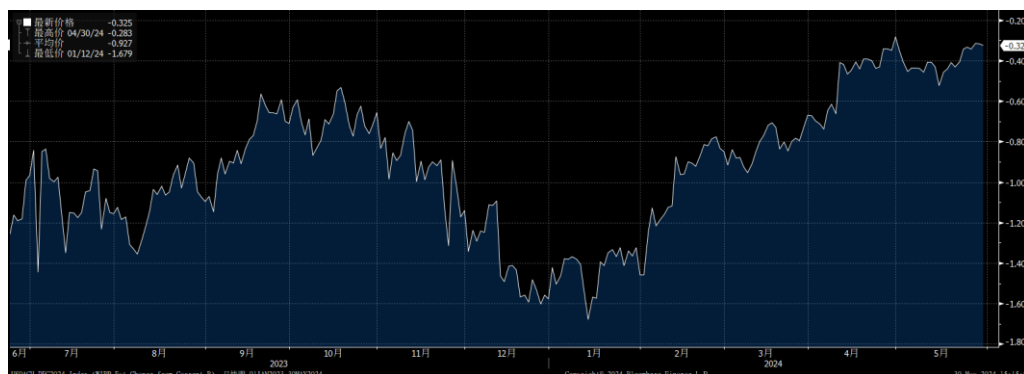
资料来源：Iifind 南华研究

■ 美联储6月点阵图难更“鹰”

外围压力方面，集中在美联储货币政策偏鹰派。去年七月至今，由于美国经济整体比预期要更加具有韧性，3月份美联储对于2024年美国经济预期，由去年12月的1.4%上调至2.1%，而去年6月预期2024年经济增速仅1.1%，美债收益率整体呈上行趋势，中美利差整体下降。美国联邦基金利率期货对于今年12月的利率预测也整体有所上涨。站在当下，从年内的美联储降息预期这个视角来看，截至5月底，美联储联邦基金利率期货所定价的市场预期，最鹰状态为年内降息一次，这也是当下市场的一致预期，并在A股市场定价完成，而对于年内不降息以及年内转向加息的预期，虽有相关观点，但尚未定价，所以美联储年内仍有一定“鹰”派空间。聚焦

到六月，美联储FOMC利率决议将于6月13日公布，同时将公布最新的点阵图，在近期美联储官员已经偏鹰派，而市场预期没有交易鹰于年内降息一次，同时5月公布的就业数据低于预期，CPI低于市场预期的情况下，预计6月点阵图大概率仍引导年内降息至少一次，这将基本定调整整个六月美联储货币政策预期，那么对于A股而言，外围影响不会有相较现在更大的冲击，若信息意外鸽派，还将有利于股市情绪面的好转。

图 3.8：美国联邦基金利率期货 12 月利率点位预测

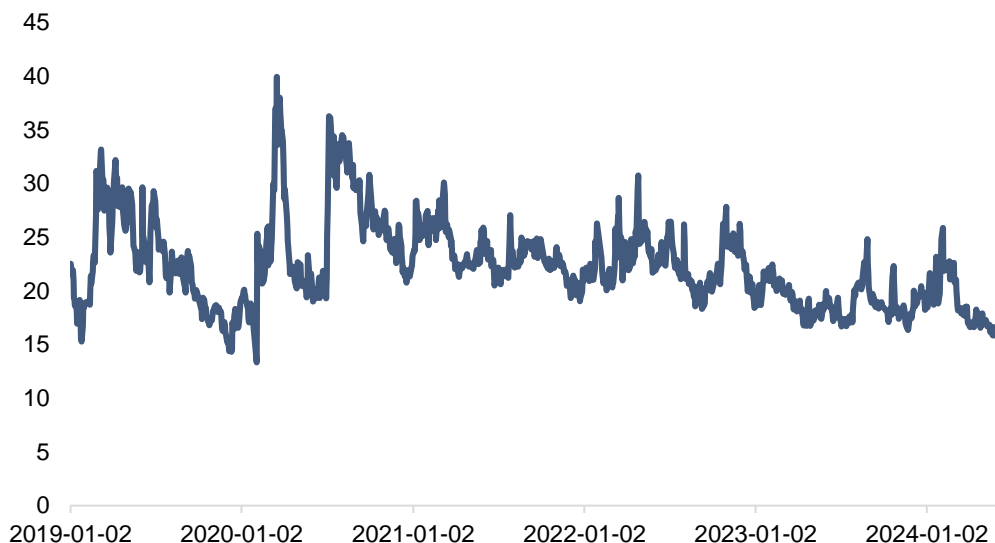


资料来源：Bloomberg、南华研究

■ 情绪面极度压抑

从盘面来看，市场交易情绪极度压抑，除了以上提到的两市成交额缩量交易之外，我们观察到股指ETF期权隐波已经达到2020年初的极低水平，六月，在利空基本定价的情况下，若存在利好入场，交易情绪拐头向上，或存在驱动股市阶段性创新高的可能。预期层面，尽管经济预期已经由低位回升，但市场交易定价的经济预期明显要更加悲观。政策面的持续入场带动情绪面修复，交易现实经济预期状况，股指表现将不弱。

图 3.9：上证 50ETF 隐含波动率走势一览



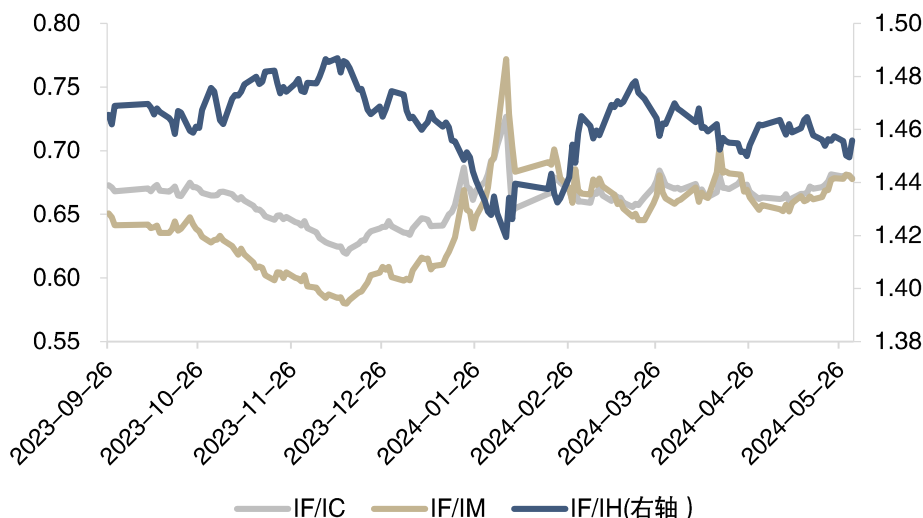
资料来源：Wind 南华研究

综上所述，五月这一轮A股修正行情我们认为继续下探的空间不大，而在修正行情结束之后，市场或继续震荡，等待信息加码尝试向上突破，整体走势维持谨慎乐观的看法。主要风险在于市场意外定价美联储年内不降息，甚至加息预期。

3.3 规模指数选择

5月规模指数走势强弱轮番切换，6月指数强弱预计也不会一成不变，主要围绕政策预期变化，有两个方向，一是提振内需、稳增长政策带来的顺周期交易，这种情况下，IF、IH将表现更优；二是降息降准政策方向，流动性宽松预期带来的阶段性小盘股偏强的交易机会。建议结合信息面变动适时跨品种交易，并及时止盈。

图 3.10：股指期货强弱对比

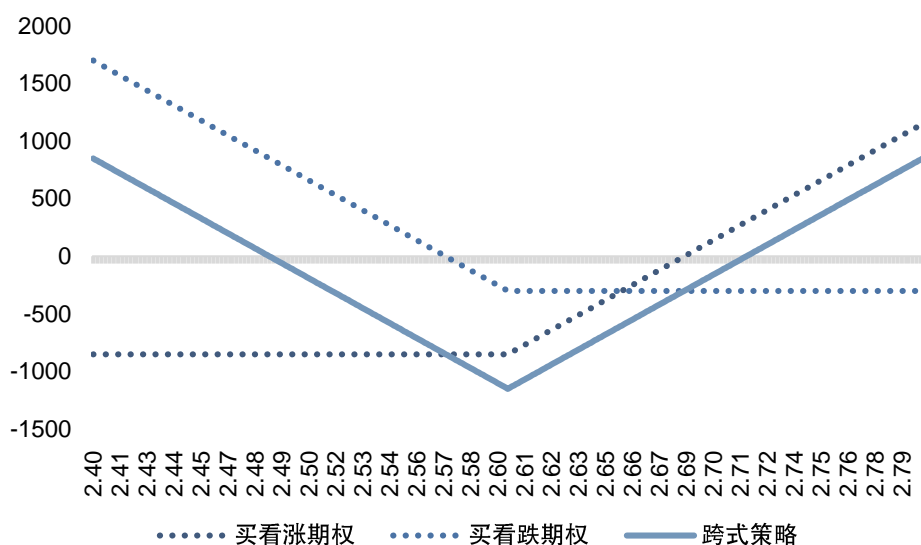


资料来源：Wind 南华研究

3.4 衍生品交易策略

正如上文所述，当下股指期权已经处于历史极值水平，建议期权操作以做多波动率为主。结合我们对于6月股市的观点为谨慎乐观，策略一是逢低布局单腿看涨期权。策略二是做多波动率经典策略，即买入跨式期权策略，买入认购期权的同时，买入相同到期日、相同手数、相同行权价的认沽期权。买入跨式策略最大损失为买入时的期权费支出，最大收益无限，主要风险在于股市波动率继续收窄，股市走势小幅震荡。

图 3.11：买入跨式期权策略损益图例



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

