

——股指期货月度策略报告

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
策略报告

2024 年 5 月 30 日

分析师

张月

宏观与股指期货高级分析师
期货从业资格：F03087913
交易咨询资格：Z0016584

联系电话：13472807758
E-mail: zhangyue@ztqh.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：

中泰微投研小程序



中泰期货公众号



- **行情研判：**上周开始 A 股市场震荡上行格局再遇反复，地缘风险边际抬升对行情驱动在时间窗口层面具有较高解释力度，同时增量市格局未能打开、盘面资金热点高速轮动叠加地产放松政策利好落地也阶段性驱动盈利盘提前兑现，此外，离岸人民币兑美元再有小幅贬值，短线不排除指数继续回调可能性但是持续回调空间不大，我们对此并不悲观。中线期指运行逻辑我们主要看三方面（国内政策预期增强、海外扰动减弱、资金面股债切换逻辑），一方面，虽然当下国内经济基本面仍然呈现结构性复苏格局，但是伴随地产端放松政策超预期集中落地，后续市场在“弱现实”和“强预期”之间的博弈或将更加向“强预期”倾斜；另一方面，外围美债收益率持续上行风险阶段性显性缓释，海外人民币资产、港股以及 A 股对外资吸引能力或有增强；此外，资本市场高质量发展措施在新国九条披露后持续落地，国内股相对债的风险溢价仍处高位，后续资金面股债切换逻辑仍有发力空间。整体我们对期指端维持谨慎偏多看法，中线来看期指或再迎震荡上行格局。
- **股指策略：**短线单边谨慎观望为主，中长线寻求低多配置布局机会，品种上可以考虑先 IH/IF，待震荡上行局势更为显性化时逐步切换到 IC/IM 品种上，投资者谨慎持仓，及时止盈止损。
- **风险提示：**国内经济基本面超预期悲观 人民币兑美元持续大幅贬值

阶段性风险偏好再有压制，中长线维持偏多思路对待

——2024年5月股指期货月度策略报告

一、国内A股市场上行格局似乎总差一口“仙气”

- 截至5月28日，月内A股市场各关键性股指最终涨跌互现且先扬后抑节奏特征较为明显，与此同时港股市场格局特征较为类似但是节奏上还是领先A股。盘面资金热点维持快速切换格局，大多数时间里投资者身在其中“如鲠在喉”，提前布局地产以及资源板块的投资者懊恼自己布局仓位太轻，追高地产板块的投资者在面对后期快速回调时懊恼自己过于轻率，始终没有拿地产业板块的投资者懊恼自己白白看了场肥皂剧。不得不说，5月下旬开始的这波回调有点儿挫伤市场锐气，行情驱动更多来自于两个方面：一是地缘风险边际抬升，中东以及台海局势都牵涉市场神经；二是美债收益率似有再度上行风险，但是这方面因素的定价在海外大类资产盘面存在显性分歧，可以看到贵金属资产以及美股阶段性强势行情仍在持续，我们并不过分担心。此外，A股市场回调过程中缩量成交特征较为明显，存量市叠加盘面资金热点高速切换令前期盈利盘提前兑现意愿增强，但因为资金面因素既是因又是果，我们不过度分析。
- 回顾来看，自2月份开始的A股市场指数级别的反弹格局似乎总差一口“仙气”，以沪指为例，其主升浪更多体现为2月份市场显性超跌后的快速反弹，过程中超跌情绪修复以及政策驱动非常显性化，本来市场预期4月底开始能够迎来主升浪的3浪，但是截至目前迟迟没有像样兑现，月中地产政策再迎一波集中性放松更多是被市场解读为“利多兑现”。同时，伴随5月下旬沪指冲高回落，不少投资者开始“嘀咕”去年下半年行情会不会重新上演，我们对此并不认同，库存周期角度看国内经济动能环比小幅改善、宏观政策加速落地或将改善经济基本面预期、资本市场高质量发展“1+N”体系加速落地、海外流动性环境再难趋势性收紧、近期风险偏好扰动更多是脉冲性冲击，A股市场指数层面缓慢震荡上行格局或可持续。

图表1：5月至今沪指呈先扬后抑走势，阶段性权益风险偏好再受压制（单位：点）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

二、国内宏观：去年经济强预期证伪、今年经济弱预期边际改善

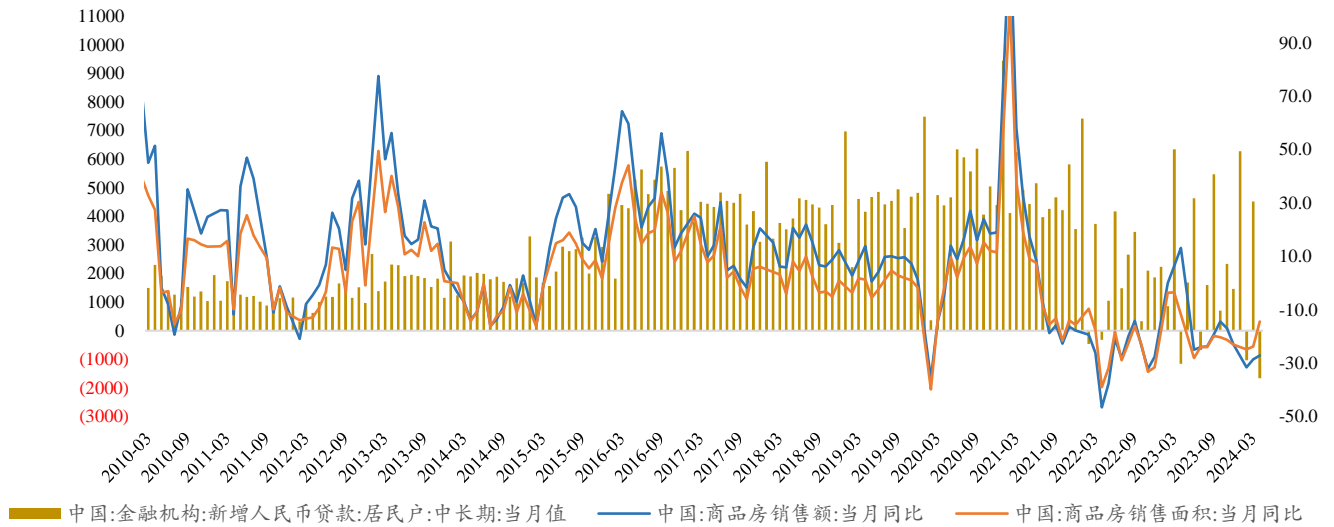
- 2023 年二季度国内经济基本面一定程度上经历了疫情平稳转段后“强复苏”预期的证伪过程，疫情期间积压的购房需求集中性快速释放后二季度商品房销售面积以及金额同比快速转负，同时地产投资各环节累计以及当月同比跌幅持续扩大，市场对前期国内经济疫后“强复苏”预期进行集中性修正，此外国内宏观总量政策端发力更多强调新质生产力方向；再看今年，当下国内经济基本面现实仍然维持结构性复苏格局，年初以来出口超预期改善、内需释放相对温和、固定资产投资增速韧性明显但地产投资维持收缩状态，边际来看地产投资各环节同比跌幅有所收窄，考虑到当前国内宏观政策端已经开始显性加速落地稳增长措施，尤其是近期地产端“倾囊而出”式需求端刺激叠加政策去库存，基本面不改善政策就不停的气势显性提升，国内经济弱预期或将改善。当然，近期面向地产行业的集中性刺激政策落地效果仍需持续跟踪，不可否认的是，在房企资金链条压力有效缓解以及商品房库存去化压力缓解之前，地产投资或难出现大幅改善并压制实体企业盈利弹性。此外，从库存周期角度看，去年二季度窗口期内中美工业企业库存周期均处于主动去库阶段，但是经过去年三季度开始、持续将近两个季度的库存磨底之后，当下中美库存周期呈现扁平化特征，而从价格先行指标来看，后续中美或将开启共振补库阶段，只是这一轮补库斜率以及高度仍存较大不确定性，但是库存周期角度出发国内经济基本面也存在边际向好预期。

图表 2：国内经济基本面边际企稳反弹格局持续巩固，4 月地产投资当月同比跌幅显性收窄（%）

指标	工业增加值(原计同比)	固定资产投资(原计同比)	房地产投资(原计同比)	基建投资(原计同比)	制造业投资(原计同比)	消费(原计同比)	出口(原计同比)	进口(原计同比)
2024-04	6.3	4.2	-9.8	7.8	9.7	4.1	1.5	3.2
2024-03	6.1	4.5	-9.5	8.8	9.9	4.7	1.5	1.5
2024-02	7.0	4.2	-9.0	9.0	9.4	5.5	7.0	3.5
2024-01	26.3	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	8.1	15.4
2023-12	4.6	3.0	-9.6	8.2	6.5	7.2	4.7	-5.5
2023-11	4.3	2.9	-9.4	8.0	6.3	7.2	5.3	-6.1
2023-10	4.1	2.9	-9.3	8.3	6.2	6.9	5.9	-6.6
2023-09	4.0	3.1	-9.1	8.6	6.2	6.8	5.8	-7.6
2023-08	3.9	3.2	-8.8	9.0	5.9	7.0	5.7	-7.8
2023-07	3.8	3.4	-8.5	9.4	5.7	7.3	5.2	-7.9
2023-06	3.8	3.8	-7.9	10.2	6.0	8.2	3.5	-7.1
2023-05	3.6	4.0	-7.2	9.5	6.0	9.3	1.4	-7.2
2023-04	3.6	4.7	-6.2	9.8	6.4	8.5	0.3	-7.6
指标	工业增加值(当月同比)	固定资产投资(当月同比)	房地产投资(当月同比)	基建投资(当月同比)	制造业投资(当月同比)	消费(当月同比)	出口(当月同比)	进口(当月同比)
2024-04	5.0	7.9	-7.3	5.9	9.3	2.3	1.5	8.4
2024-03	6.3	8.4	-16.8	8.6	10.3	3.1	-7.5	1.9
2024-02	-12.7	-5.1	-13.4	9.0	9.4	5.5	5.4	8.1
2024-01	26.3	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	8.1	15.4
2023-12	6.8	-19.0	-24.0	10.7	8.2	7.4	2.1	0.3
2023-11	6.6	-14.8	-18.1	5.4	7.1	10.1	0.7	0.6
2023-10	4.6	-11.3	-16.7	5.6	6.2	7.6	-6.6	8.0
2023-09	4.5	-11.6	-18.7	6.8	7.9	5.5	-6.8	6.3
2023-08	4.5	-13.0	-19.1	6.2	7.1	4.6	-8.6	7.2
2023-07	3.7	-11.6	-17.8	5.3	4.3	2.5	-14.3	-2.1
2023-06	4.4	-17.1	-20.6	11.7	6.0	3.1	-12.4	7.1
2023-05	3.5	-21.2	-21.5	8.8	5.1	12.7	-7.6	5.3
2023-04	5.6	-17.4	-16.2	7.9	5.5	18.4	7.1	8.8

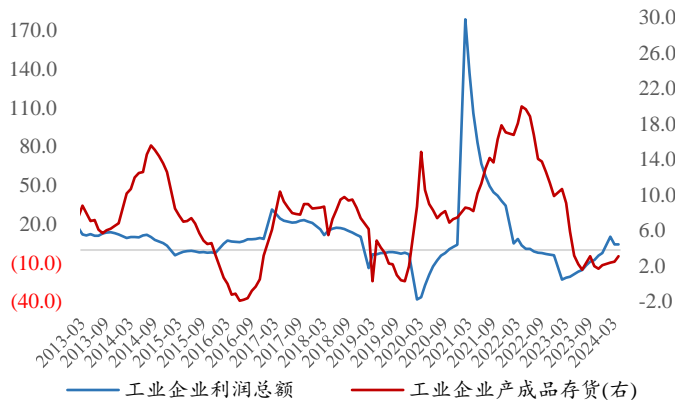
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 3：国内商品房销售疲软态势尚未有效缓解，居民端持续主动加杠杆意愿低（亿元，%）



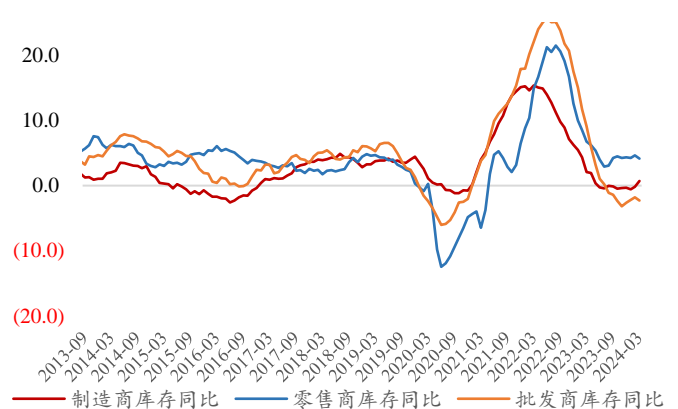
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 4：中国工业企业产成品存货同比（%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 5：美国各环节商业库存同比（%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

三、资本市场政策“1+N”体系建设加速，政策底持续夯实

- 相较于去年，伴随今年“新国九条”的落地，市场对 A 股市场基础制度建设层面的“诸多期盼”正在陆续成为现实，从监管层年内政策落地效率来看资本市场高质量发展建设节奏正在加快，这或将成为 A 股市场政策底以及市场底持续明晰背景下阶段性助推市场风险偏好抬升的“助力”。具体来看，4 月 12 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后的第三个“国九条”。可以看到，与前两个“国九条”相比，本次文件充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线，重在提“质”，同时提出补短板、强弱项，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。《意见》在上市准入、上市公司监管、退市、证券基金机构监管、交易监管、中长期资金入市、深化改革开放、形成资本市场合力等方面做出了方向性的指导。同一天，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，并就《科

创属性评价指引（试行）》等 6 项制度规则向社会公开征求意见，同时沪、深、北交易所同步就相关业务规则公开征求意见。5 月 24 日证监会发布《减持管理办法》和《持股变动规则》，是贯彻落实新“国九条”的重要制度设计。《减持管理办法》将原有的规范性文件上升为规章，完善了相关内容：严格规范大股东减持、有效防范绕道减持、细化违规责任条款。修订后的持股变动规则“进一步明确董监高离婚分割股票后各方持续共同遵守原有的减持限制；优化了禁止买卖股票的窗口期，支持董监高依法增持股份。”

图表 6：三次“国九条”政策文件提纲

时间	文件	提纲
2004 年	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	1、充分认识大力发展资本市场的重要意义。 2、推进资本市场改革开发和稳定发展的指导思想和任务。 3、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展。 4、健全资本市场体系，丰富证券投资品种。 5、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作。 6、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平。 7、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平。 8、加强协调配合，防范和化解市场风险。 9、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放。
2014 年	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	1、总体要求。 2、发展多层次股票市场。 3、规范发展债券市场。 4、培育私募市场。 5、推进期货市场建设。 6、提高证券期货服务业竞争力。 7、扩大资本市场开放。 8、防范和化解金融风险。 9、营造资本市场良好发展环境。
2024 年	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	1、总体要求。 2、严把发行上市准入关。 3、严格上市公司持续监管。 4、加大退市监管力度。 5、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。 6、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。 7、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。 8、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展。 9、推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

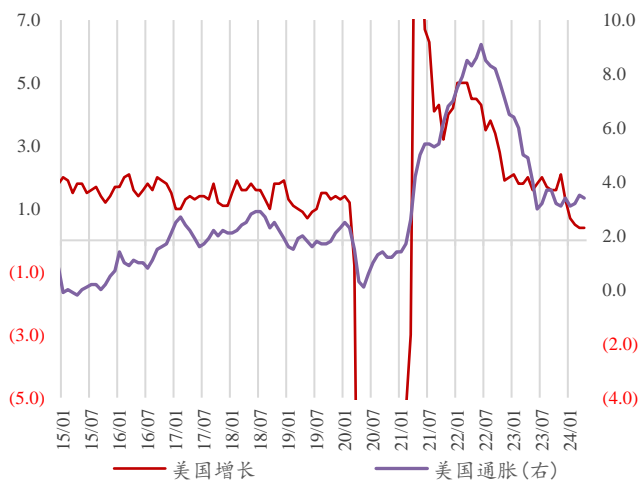
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

四、近期美债收益率小幅上行但不具备趋势性，这有别于去年

- 近期尤其是 5 月月中以来，美国超预期的经济景气数据叠加中东地缘局势不确定性边际增强共同推动美债收益率小幅上行，可以看到 5 月 28 日十年期美债收益率再度上破 4.50% 整数关口。同时，与此相对应，近期美联储预期管理持续偏鹰，最新美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息。但是中性研判，往后看海外流动性环境已经不具备持续收紧的基本面基础，近期美债收益率小幅上行格局也不具备趋势性，这有别于去年。回顾来看，去年尤其是三季度，10 年期美债收益率自 7 月末起开始趋势性上行，至 8 月底成功上破前期高点 4.3%，而 9 月美联储议息会议后再度冲高，10 月 19 日一度突破 5% 并刷新 2007 年以来最高记录，期间关键性驱动因素主要包括两个方面：一是美债供需失衡提供资

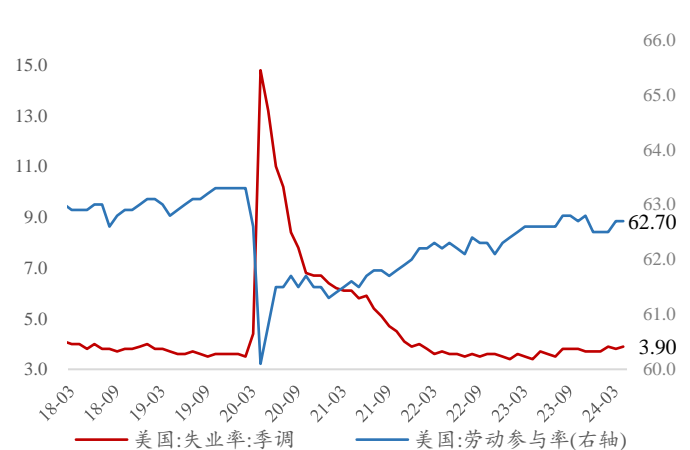
金面基础（6月初国会同意暂缓执行联邦政府债务上限后财政部加大国债发力度），二是美国经济数据持续超预期并集中推升通胀预期以及市场对美国政策利率“Higher for Longer”的预期，期限溢价同步走高。回到现在，虽然从库存周期角度看中美经济体或将迎来一波补库阶段，同时海外地缘风险持续抬升并始终对大宗商品存在供给冲击阴云，但是伴随高利率环境下欧美经济下行压力持续增大，海外流动性拐点大概率已于去年四季度出现，美债收益率难回去年下半年走势格局，当下美联储年内降息预期持续摇摆但欧央行降息或已决，海外流动性紧缩环境对风险资产估值端压制效应环比去年应该显性减弱。

图表 7：美国经济增长与通胀 (%)



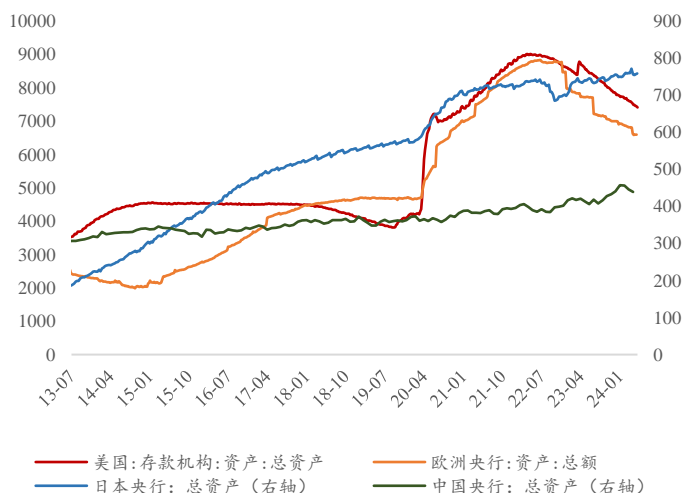
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 8：美国就业市场边际降温，失业率小幅上行 (%)



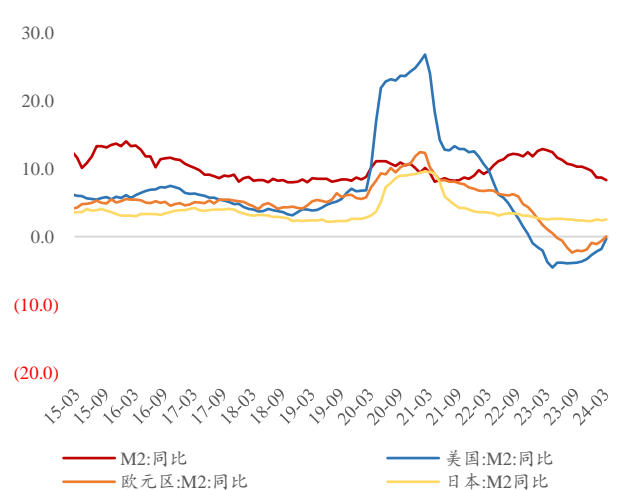
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 9：各国央行资产负债表



来源：iFinD，中泰期货整理，单位：百万美元、百万欧元、万亿日元、千亿人民币

图表 10：中日欧美 M2 同比, 欧美流动性拐点或已至 (%)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

五、阶段性风险偏好扰动仍在，中长线偏多思路对待观点不变

- 上周开始 A 股市场震荡上行格局再遇反复，地缘风险边际抬升对行情驱动在时间窗口层面具有较高解释力度，同时增量市格局未能打开、盘面资金热点高速轮动叠加地产放松政策利好落地也阶段性驱动盈利盘提前兑现，此外，离岸人民币兑美元再有小幅贬值，短线不排除指数继续回调可能性但是持续回调空间不大，我们对此并不悲观。中线期指运行逻辑我们主要看三方面（国内政策预期增强、海外扰动减弱、资金面股债切换逻辑），一方面，虽然当下国内经济基本面仍然呈现结构性复苏格局，但是伴随地产端放松政策超预期集中落地，后续市场在“弱现实”和“强预期”之间的博弈或将更加向“强预期”倾斜；另一方面，外围美债收益率持续上行风险阶段性显性缓释，海外人民币资产、港股以及 A 股对外资吸引能力或有增强；此外，资本市场高质量发展措施在新国九条披露后持续落地，国内股相对债的风险溢价仍处高位，后续资金面股债切换逻辑仍有发力空间。整体我们对期指端维持谨慎偏多看法，中线来看期指或再迎震荡上行格局。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。