

2014年5月28日星期三

研发中心金融小组

市场情绪转暖带动期指短期走强

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润霄

010-84183022

chenrunxiao@guodu.cc

张见

010-84180311

zhangjian@guodu.cc

王伟辉

010-84183045

wangweihui@guodu.cc

廖鹏程

Liaopengcheng@guodu.cc

策略剖析

四月份宏观经济数据继续低于预期，制造业虽然出现回暖迹象，但经济增长动能未出现明显提升。进入二季度，市场各方博弈“稳增长”带来的政策宽松，而政府的一系列“微刺激”措施也提振市场信心，期指短期可能保持技术上的强势，但企业盈利增速低迷以及潜在的信用风险将对期指产生持续的向下压力。

主要观点

1. 警惕信用风险以及流动性逆转投资、消费数据或继续走低，经济动能未出现明显改善，期指长期走势维持弱势
2. 通胀或持续低位，工业领域持续萎缩，不利于企业盈利状况的改善
3. 流动性状况相对宽松，市场利率维持低位，在利率拐点到来之前，不过分看多期指后市走势
4. 政策面信号积极，市场情绪提振带动期指短期走强
5. 关注地产现金流恶化所带来的信用风险

一、行情回顾

图 1: IF 当月连续 K 线图

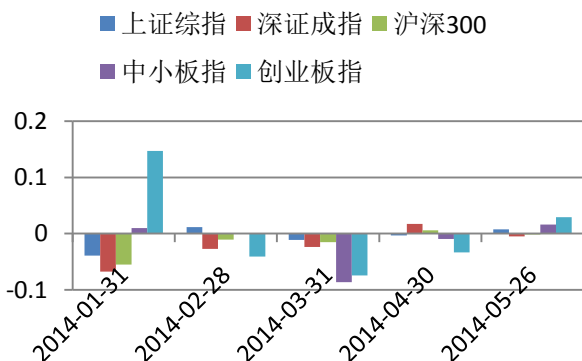


数据来源：文华财经，国都期货

与四月股指期货冲高回落的走势有所不同，期指进入 5 月后整体维持弱势震荡，日内的波动幅度趋于缩小，且呈现急升缓跌的走势特点。日内持仓变化来看，下跌会出现较为明显的持仓增加，但上涨多伴随着持仓的减少，且收盘基本持平，说明市场整体仍然偏空，但由于大盘接近前期低点，市场并不敢过分看空后市。

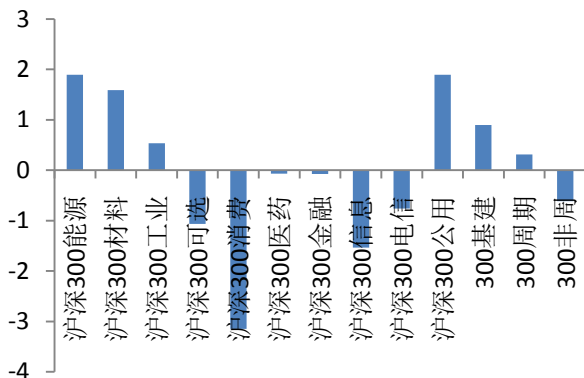
期指目前处于弱势震荡，向上和向下的空间都相对有限。一方面市场各方博弈政府稳增长带来的政策宽松，尤其当大盘跌破 2000 点之后，部分资金入市抄底，前期获利空单也选择在这一区域平仓了结，共同作用导致期指比较容易出现大幅的反弹；另一方面 4 月宏观经济数据依旧低于预期，且投资、消费数据存在继续下跌的可能，虽然 5 月份汇丰 PMI 预览值升至 5 个月来最高，但依旧处于 50 荣枯线之下，制造业短期回暖难以改变经济增长放缓的大趋势。

图 2: A 股各指数涨跌幅



数据来源：wind 资讯、国都期货

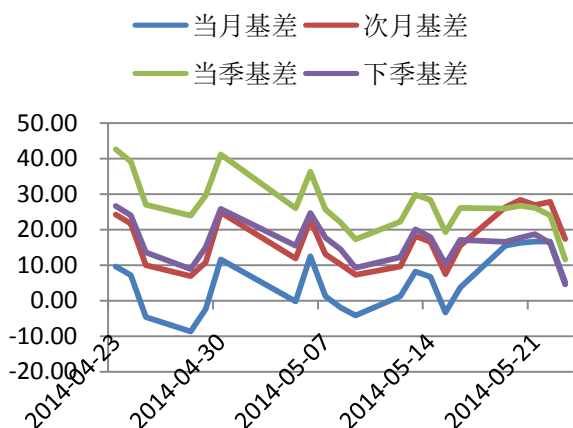
图 3: 沪深 300 行业指数涨跌幅



数据来源：wind 资讯、国都期货

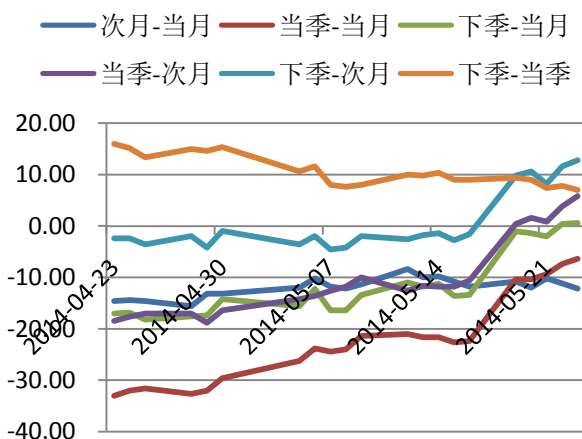
从期现价差来看，期指本月大多数时间处于贴水状态：一方面反映了沪深 300 的分红因素影响，6、7 月份为股市分红较为集中的月份，到 9 月份分红基本完成，这期间指数存在自然回落的风险，反映到期指上则呈现出一定程度的贴水。另一方面体现了市场参与者的悲观情绪，对市场未来走势看法偏空。

图 4：期指个合约基差走势



数据来源：wind 资讯、国都期货

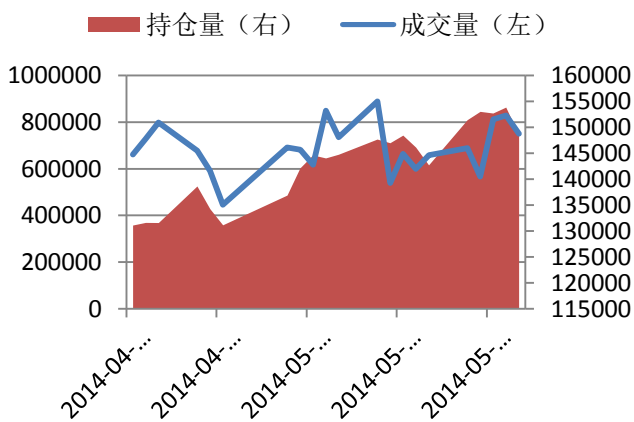
图 5：期指各合约价差走势



数据来源：wind 资讯、国都期货

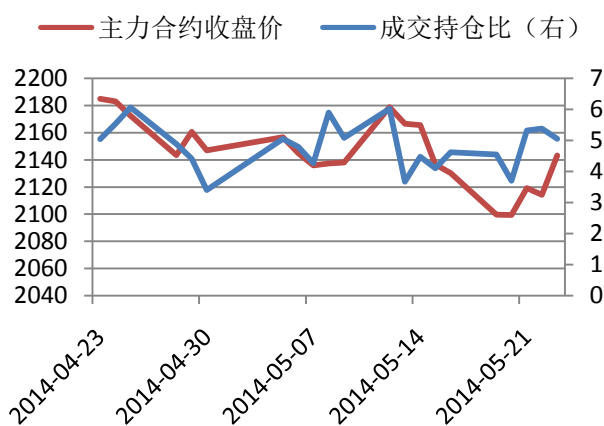
从持仓和成交数据来看，期指持仓攀升至历史高位，同一时段期指维持震荡走势，且日内的波动较小，多空双方力量较为均衡。成交持仓比也维持在 5 左右，市场投机氛围较轻。

图 6：成交量、持仓量



数据来源：wind 资讯、国都期货

图 7：成交持仓比



数据来源：wind 资讯、国都期货

二、影响因素分析

投资、消费数据继续走低，经济增长动能未明显提升

4月宏观经济数据再次小幅低于市场预期，4月规模以上工业增加值同比增8.7%，水泥、粗钢等上游产品产量小幅下降，汽车等终端消费品产量缩减，今年以来投资和消费持续低迷，可能会进一步向生产端传递。

从投资数据来看，1-4月城镇固定资产投资同比增长17.3%，延续了去年9月以来增速不断下滑的趋势。分项目隶属关系来看，地方项目增速基本稳定，而中央项目同比下降明显，由3月份的11.3%下降至5.7%，说明进入二季度中央并未过多的为稳定经济增长而加大中央投资，而在2013年的3季度，中央投资有较为明显的增长。房地产开发投资也出现明显下滑，同比增速降至16.4%，房地产销售数据的持续负增长，以及对经济前景的谨慎态度，导致房地产行业投资能力及意愿的下降。与此同时基建投资存在加速的迹象，经验数据表明，在房地产和固定资产投资减速的背景下，基建投资往往用来对冲投资增速的过快下跌。

消费方面，社会消费品零售总额同比增长11.9%，为近22个月低位，其中珠宝消费同比大幅减少30%，政府持续的打击贪污腐败行动，预计会对高端消费品领域产生持续的负面影响。

投资放缓、消费低迷，外围市场存在较大不确定性的背景下，经济再次出现大幅增长的可能性降低，虽然政府出台了一系列“微刺激”措施可能在未来提振经济体的表现，但难以改变经济增速放缓的大趋势。

图 8: 工业增加值同比

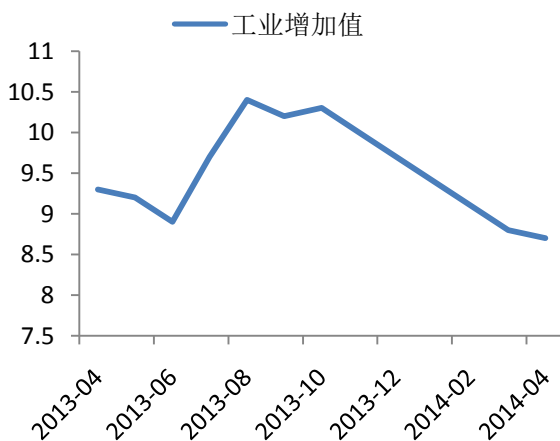
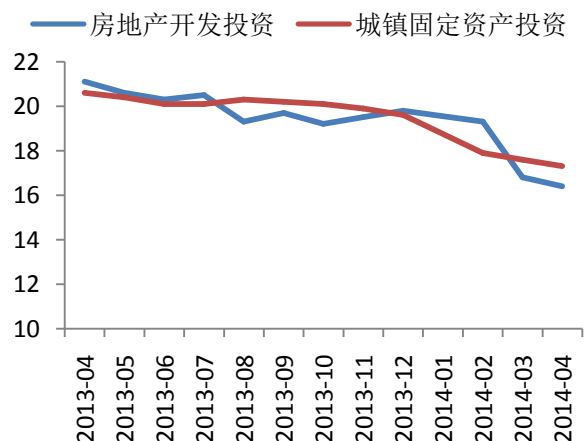


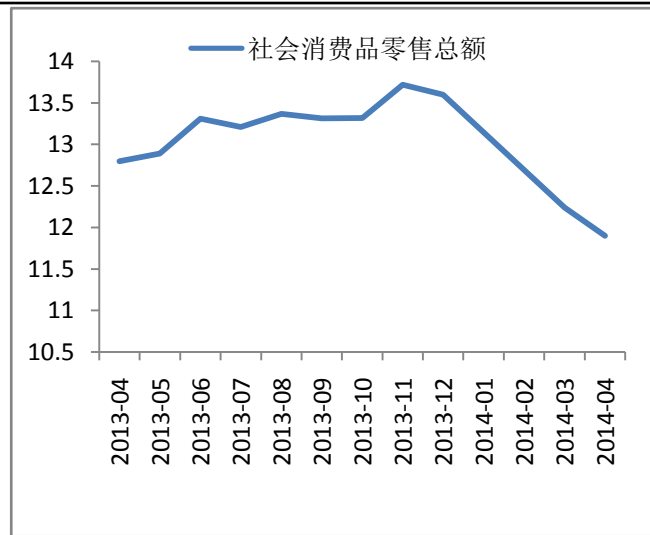
图 9: 投资增速同比



数据来源: wind 资讯、国都期货

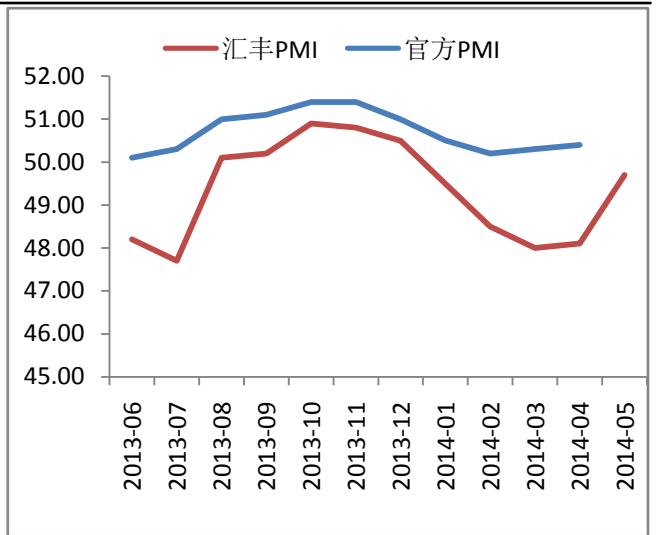
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 10: 社会消费品零售总额同比



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 11: PMI

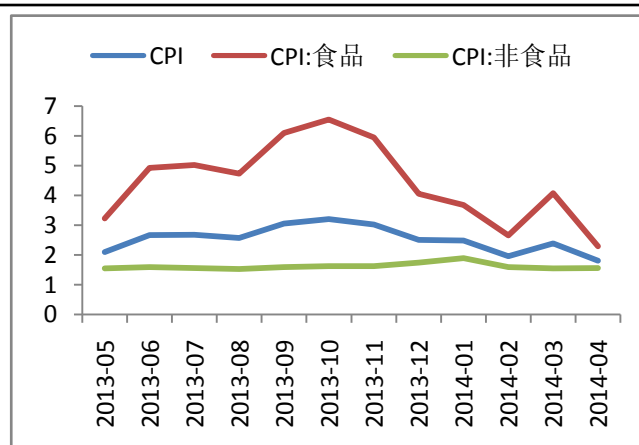


数据来源: wind 资讯、国都期货

通胀维持低位, 工业领域持续萎缩

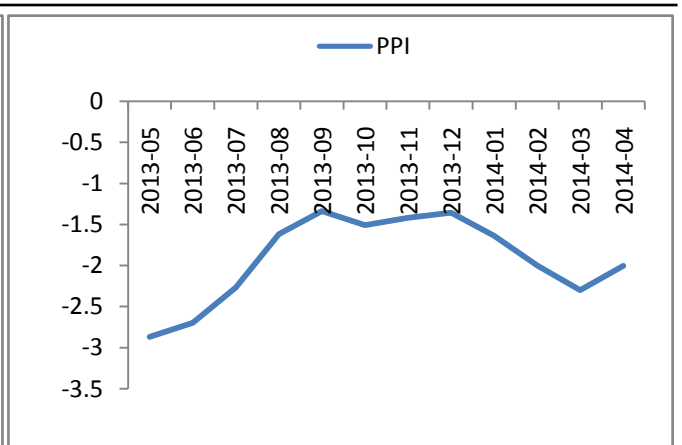
中国 4 月 CPI 同比+1.8%, 预期+2.1%, 前值+2.4%; 中国 4 月 PPI 同比-2.0%, 预期-1.9%, 前值-2.3%。CPI 持续相对低位, 通胀压力不大, 但也反映出经济总需求仍然偏弱, PPI 的持续低迷也表明工业领域萎缩明显, 产能过剩情况仍然严重。近期猪肉等食品价格虽然出现一定程度回升, 但对 CPI 影响相对有限, 而工业品等原料端价格持续低迷, 若通货膨胀继续下滑, 或者发生通货紧缩, 这对企业盈利的改善会造成较为负面的影响。

图 12: CPI 同比增速



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 13: PPI 同比增速



数据来源: wind 资讯、国都期货

市场流动性相对宽松，市场利率维持低位

进入5月以来，shibor 短端利率小幅回升，除月末等时点利率出现小幅波动外，大部分时间市场利率均稳定在相对的低位，资金价格没有出现明显的回升，资金面总体状况较为宽松，在月末时点后还可能出现一定程度回落。

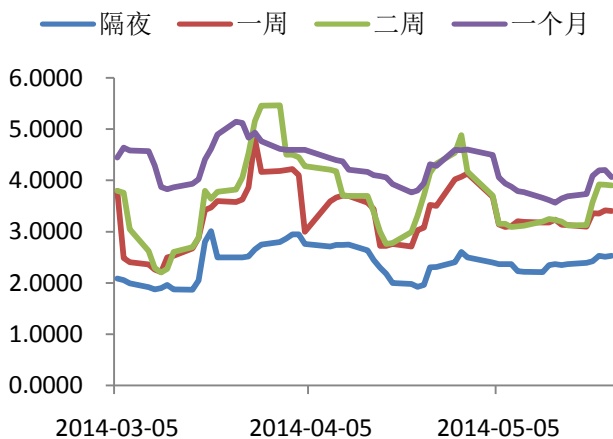
4月末，广义货币(M2)余额 116.88 万亿元，同比增长 13.2%，从存量上来说，货币供应量较为充足，外汇占款也连续 9 个月出现增长，4 月份金融机构新增外汇占款 1169.21 亿元，但值得注意的是外汇占款的增幅放缓，这一定程度说明资金的流入放缓，这也解释了央行的公开市场操作开始向净投放转向。

近期央行公开市场操作由资金净回笼逐步向净投放转变，虽然正回购操作仍然在进行，但额度逐步减小，且操作由 7 天向 28 天正回购集中。外汇占款和公开市场操作是市场流动性两个较为重要的来源，在央行未出现明显降准信号的情况下，两者的波动主导市场利率的短期波动。

此外，近期影响流动性的一个因素来自政策面，整顿同业资金将一定程度导致降低表外融资的可得性，从而提升实体经济融资成本，另一方面，资金回流银行体系，将导致银行间市场流动性充足。

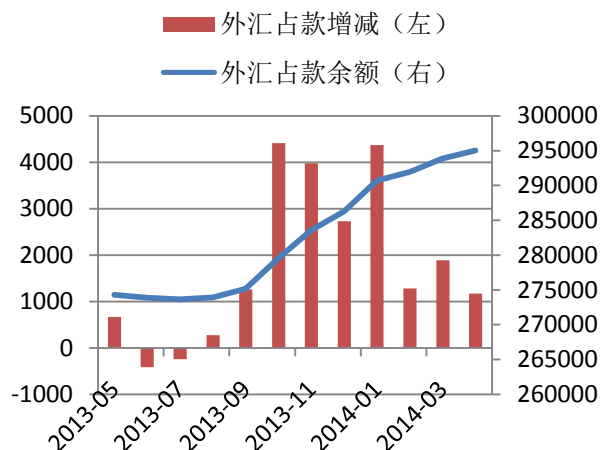
由于利率目前处于低位，一旦利率出现回升，将导致企业利润的减少和估值的下降，因此在利率拐点到来之前，并不过分看多后市走势。

图 14: Shibor 短端利率



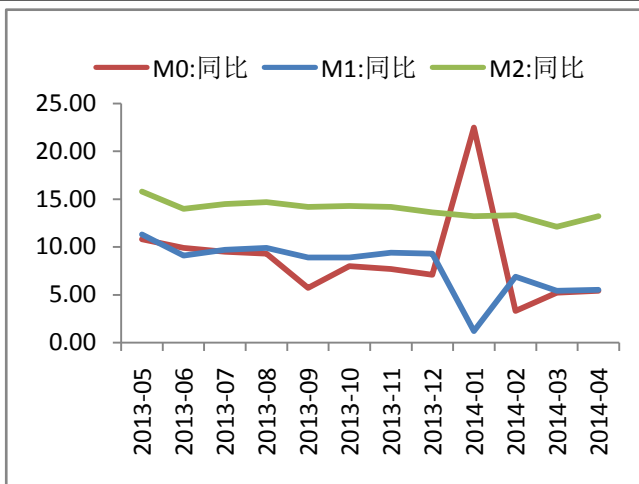
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 15: 外汇占款变动



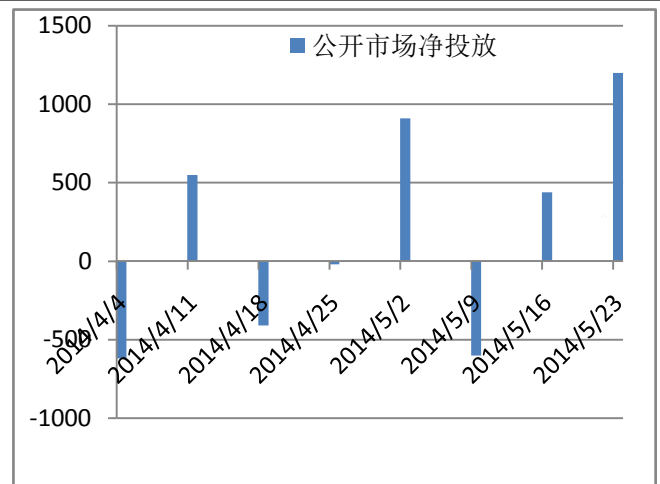
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 16: 货币供应量增速



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 17: 公开市场净投放 (周)



数据来源: wind 资讯、国都期货

政策面信号积极, 市场信心短期有所提振

5月初国务院公布“新国九条”——《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，针对资本市场的深化改革提出了具体方向。“新国九条”中强调，在2020年建成多层次资本市场体系。今后将发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设。

“微刺激”政策有所加速：铁总三次上调铁路投资年内目标，财政部允许十省市自主发债、出台基建支持项目、承诺建立专项基金用于出口退税等，这些措施可能在未来提振经济体的表现；李克强总理近期也表示经济下行压力仍然较大，政策工具要适时适度预调微调，盘活资金存量，保持货币信贷合理增长，推进金融改革。这些都提升了市场对包括降低存款准备金在内的“稳增长”预期。

在宏观经济减速、企业盈利改善空间有限，利率基本维持低位徘徊的背景下，市场情绪成为股指波动的最大影响因素。政府是否会出台“稳增长”的政策措施也成为市场各方博弈的焦点，这也部分解释了几次周期板块的大幅反弹。

三、后期关注热点

（一）、市场信用风险的变化

未来地产风险可能推动信用风险再次上升。今年二三季度将有大量的地产类信托到期，而房地产企业的资金链趋于紧张，存在较大的偿付风险。光耀地产即为这类企业的缩影，由于前期过度增加杠杆，使企业负担较大。而地产减少，房屋销售两家齐跌，使得内生性的现金流恶化，而目前企业的融资环境趋于恶化：一方面监管层加强同业监管，企业资金来源减少；另一方面，人民币持续贬值，不仅削弱了地产企业海外的融资优势，更加大了前期借款的还款负担。

（二）、企业盈利状况的改善

前四个月企业盈利未出现明显改观，不论是从上市公司披露数据还是企业所得税同比来看，企业的盈利增速均处于历史低位；但5月汇丰PMI初值显示制造业有回暖迹象，生产和新出口订单指标也升至近期高位，如果制造业回升超预期，将对企业盈利产生积极的影响。

（三）、存款准备金政策的变动

存款准备金下调将释放大量的流动性，之前的“定向降准”提升了市场对全面降准的预期，但是目前中国大型机构存款准备金率高达20%，即使出现轻微的下调，也属于正常的货币政策。QE退出已经成为定局，随着中国经济增速的放缓，资金存在大幅流出的可能性，如果新增外汇占款开始持续下降，将导致外源性货币供应减少。如果出现降准，更大的意图可能在于对冲这部分资金的缩减，而不足以说明货币政策的全面转向。

四、技术分析及后市展望

图 18: IF 当月连续技术分析



数据来源：文华财经、国都期货

短期市场可能仍然会处于持续胶着状态，目前大盘接近 2000 点，空方不敢过于看空，大多选择在此区域获利了结，而政策面的积极信号也一定程度提振了市场信心，因此市场难以大幅下跌；但由于经济整体处于弱势，企业盈利处于近年来低位，可能对期指产生持续的向下压力。

期指目前受阻于 2297.8 下跌至 2082 点的 0.382 的反弹位，短期站稳 20 日均线，向上仍然存在一定的上涨空间，短期看多到前期高点；若跌破 10 日均线，则可能重回前期下跌趋势。

免责声明

如果您对《国都期货投资月刊》有任何意见或建议，您可在我们的网站 (www.guodu.cc) 论坛上留言，或致信于国都信箱 (gdqh@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。