

兴证期货·研发中心

2019年6月3日 星期一

金融研究团队

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

高歆月

从业资格编号：F3023194

投资咨询编号：Z0013780

联系人

高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年5月共20个交易日，股票市场经历月初跳空大跌后维持缩量震荡，上证综指月跌5.84%至2898.70点，创业板指跌8.63%至1483.66点。行业板块多数收跌，仅有色金属板块收涨，汽车、非银金融、化工及传媒领跌。

三大股指期货品种集体收跌，且跌幅大于指数。市场流动性继续改善，成交及持仓继续上升，IC增幅较大。期现价差震荡偏弱，IF及IH收到分红影响而维持贴水状态，IC贴水则受市场情绪影响而再度走扩，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。三大品种较为均衡，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值呈现震荡走势。

● 后市展望及策略建议

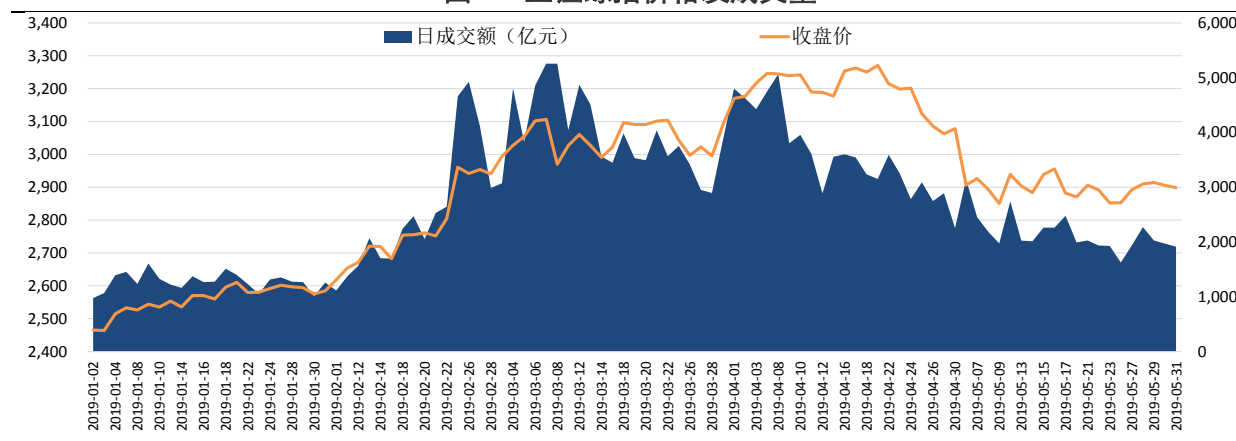
综合来看，股市四月底已显出上行疲软态势，五月走势亦验证我们上月的调整预期。未来多空因素交织，虽然下方空间有限，资金面对股市影响偏多，但宏观经济面及海外市场波动影响偏空，市场不确定因素仍存，市场风险偏好难升。中美贸易问题仍影响市场情绪的最重要因素，需关注六月下旬的G20峰会。因此我们预计短期延续震荡的概率较大，沪指或先抑后扬，继续看好阿尔法策略。期指方面，防御情绪继续占优叠加海外增量资金预期，预计IF相对偏强，IF在3600-4000点区间震荡，IH在2700-3000点区间偏强震荡，IC在4800-5200点区间波动。仅供参考。

1. 期指市场回顾

1.1 股票市场缩量震荡

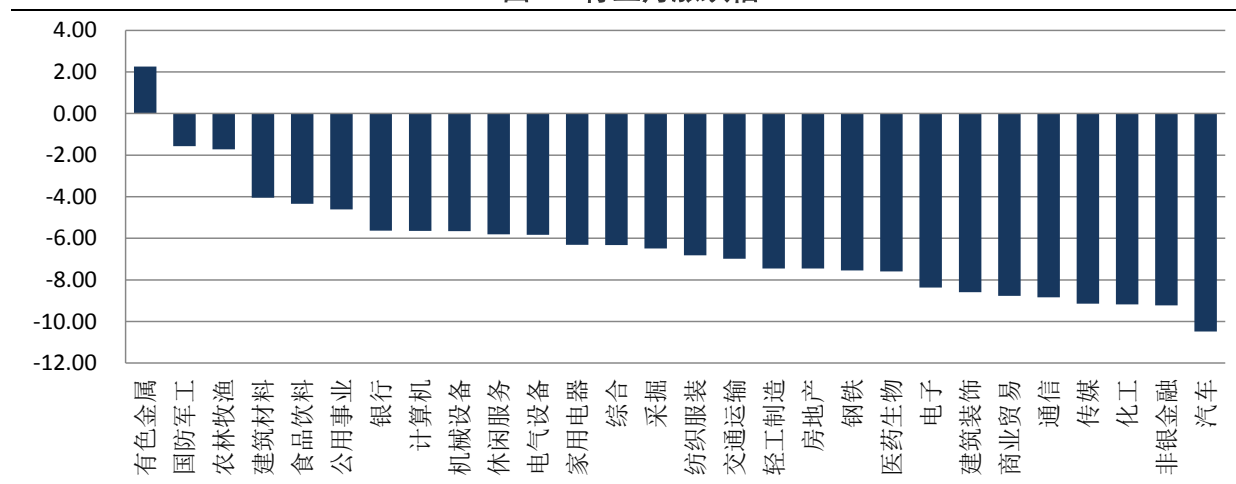
2019年5月共20个交易日，股票市场经历月初跳空大跌后维持缩量震荡，上证综指月跌5.84%至2898.70点，创业板指跌8.63%至1483.66点，沪深300指数跌7.24%，上证50指数跌7.34%，中证500指数跌7.45%。行业板块多数收跌，仅有色金属板块收涨，汽车、非银金融、化工及传媒领跌。

图 1：上证综指价格及成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 期指合约走势较指数更弱

三大期指品种集体收跌，且跌幅大于指数，IF1906 合约下跌 7.78%，IH1906 下跌 7.78%，IC1906 合约下跌 7.79%。

市场流动性继续改善，IC 成交持仓增幅较大。IF、IH、IC 5 月日均成交 137121 手、56236 手、103585 手，较 4 月均值分别增长了 18.94%、9.18%、26.38%；月初三大期指持仓均创新高，5 月中旬高位回落，IF、IH、IC 5 月日均持仓量较 4 月分别增加 1.25%、5.79%、14.42%。

期现价差震荡偏弱，IF 及 IH 收到分红影响而维持贴水状态，IC 贴水则受市场情绪影响而再度走扩，截止 5 月 31 日，IF、IH 及 IC 主力分别贴水 0.96%、0.80%、2.10%。同时，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。

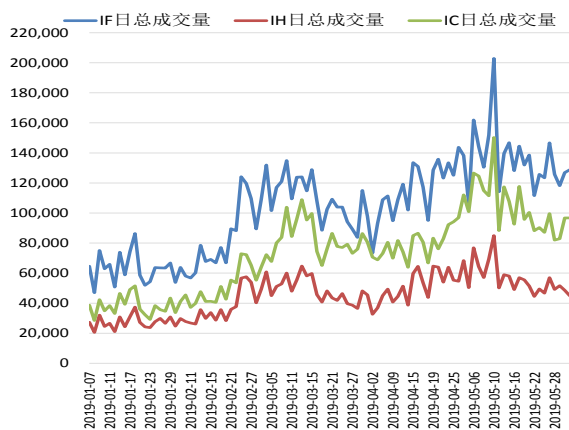
三大品种 5 月走势较为均衡，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值呈现震荡走势。截至 5 月 31 日，IF/IH 主力合约点数比值微涨 0.17% 至 1.3280，IC/IF 主力合约点数比值下降 0.60% 至 1.3377，IC/IH 主力合约比值跌 0.43% 至 1.7764。另外，中金所决定自 2019 年 6 月 3 日结算时起，对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度，对沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货和中证 500 股指期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金。此举有利于提高资金使用效率，有降低跨品种交易成本，活跃市场流动性。

表 1: 股指期货 2019 年 5 月表现

当前合约	合约收盘价	月涨跌幅%	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	剩余交易天数	年化升水率
IF1906.CFE	3594.8	-7.78	-35.0	-0.96%	2019-06-21	14	-16.66%
IF1907.CFE	3569.8		-60.0	-1.65%	2019-07-19	34	-11.76%
IF1909.CFE	3548.6	-8.42	-81.2	-2.24%	2019-09-20	78	-6.94%
IF1912.CFE	3532.4	-9.00	-97.4	-2.68%	2019-12-18	136	-4.77%
IH1906.CFE	2707.0	-7.78	-21.9	-0.80%	2019-06-21	14	-13.90%
IH1907.CFE	2684.0		-44.9	-1.65%	2019-07-19	34	-11.72%
IH1909.CFE	2690.0	-8.17	-38.9	-1.43%	2019-09-20	78	-4.43%
IH1912.CFE	2690.2	-8.32	-38.7	-1.42%	2019-12-18	136	-2.53%
IC1906.CFE	4808.8	-7.79	-103.2	-2.10%	2019-06-21	14	-36.32%
IC1907.CFE	4746.0		-166.0	-3.38%	2019-07-19	34	-24.05%
IC1909.CFE	4645.0	-9.69	-267.0	-5.44%	2019-09-20	78	-16.86%
IC1912.CFE	4553.2	-10.57	-358.8	-7.30%	2019-12-18	136	-13.00%

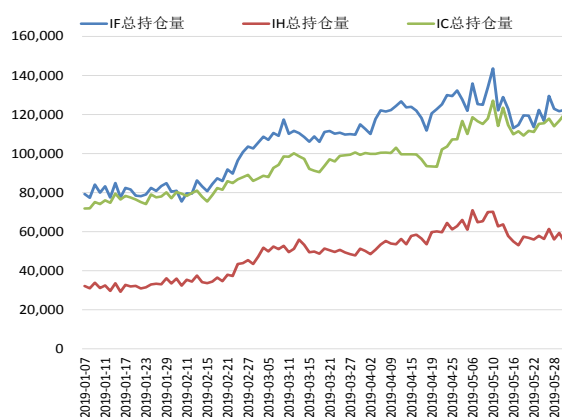
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 股指期货成交量



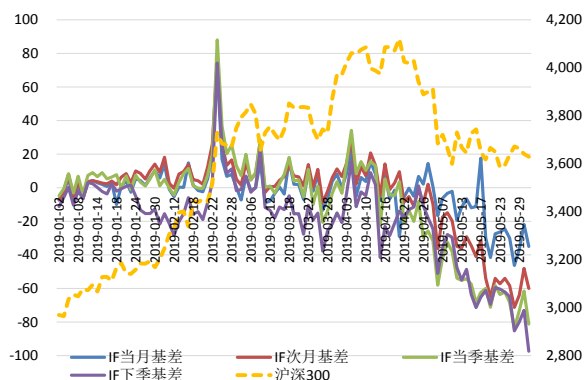
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 股指期货持仓量



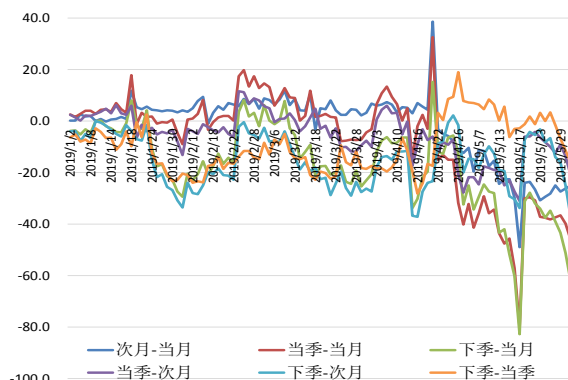
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



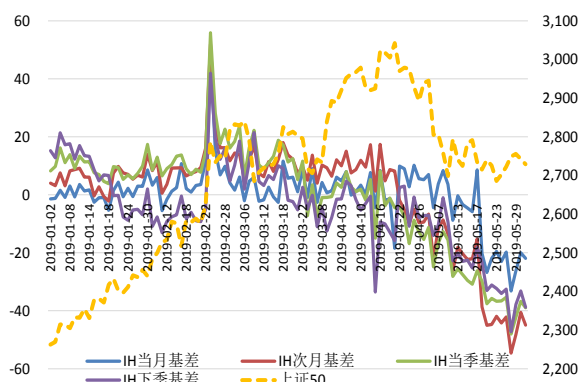
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IF 各合约跨期价差走势



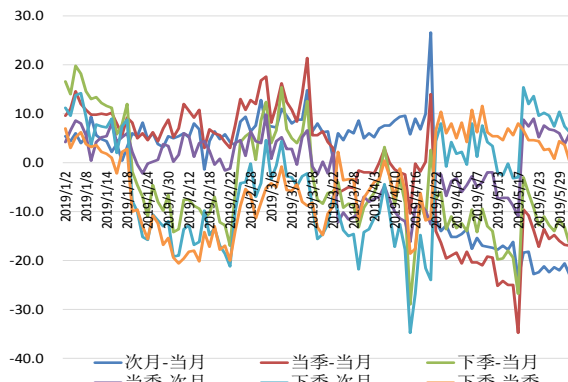
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势



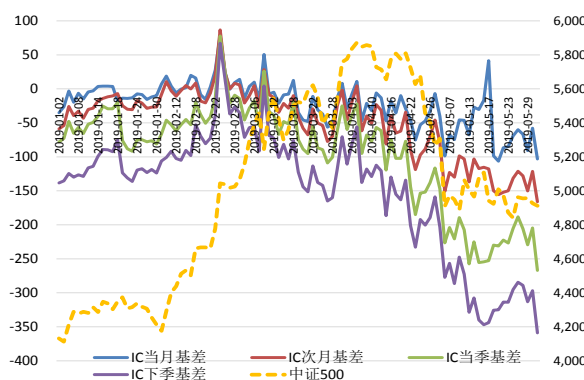
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IH 各合约跨期价差走势



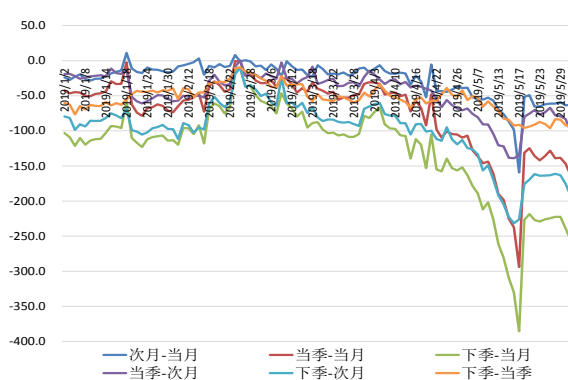
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



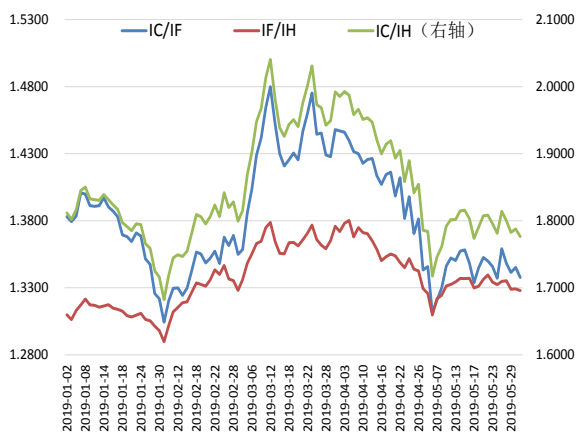
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



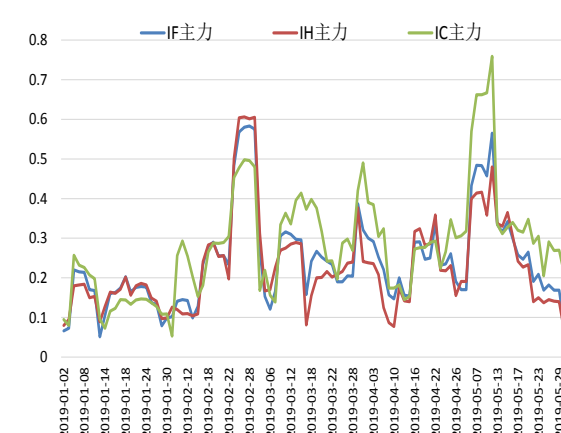
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 跨品种合约比值走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 期指短期波动率 (5 日平均)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 宏观预期二次修正，对 A 股影响偏空

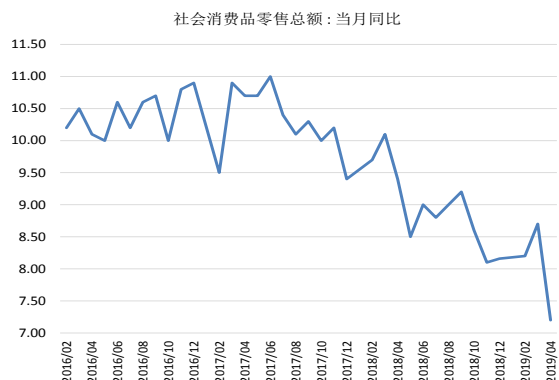
五月公布的宏观数据整体低于预期，一季度乐观预期面临二次修正，对股市影响偏空。

消费、投资及出口数据均在 4 月有所下滑，低于此前预期。4 月份社会消费品零售同比增长 7.2%，增速比 3 月份回落 1.5 个百分点。1-4 月固定资产投资同比增长 6.1%，增速比 1-3 月份回落 0.2 个百分点，其中房地产投资维持韧性，基建投资不温不火，制造业投资继续下滑。出口同比负增长，按美元计价 4 月份中国出口同比增长-2.7%，进口同比增长 4.0%，目前全球贸易摩擦升级及经济增长动能转弱，外部贸易环境面临较多不确定因素。

工业数据并未延续 3 月超预期表现，4 月规模以上工业增加值同比增长 5.4%，增速较 3 月回落 3.1 个百分点。4 月全国规模以上工业企业利润总额同比下降 3.7%，创 2015 年 12 月份以来最大的月度降幅。另外，5 月官方制造业和非制造业 PMI 数据出现分化，制造业 PMI 为 49.4%，比上月回落 0.7 个百分点，时隔两个月后再次回落到 50% 的荣枯线下方，非制造业商务活动指数则录得 54.3%，与上月持平。

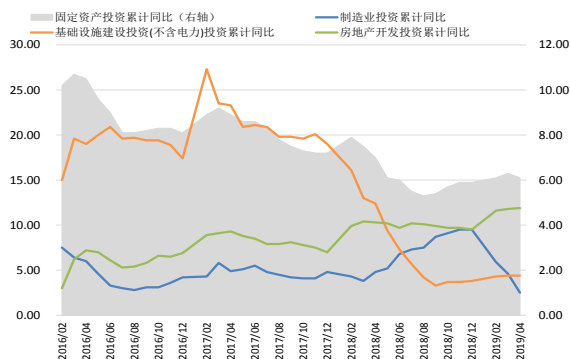
经济数据不尽如人意，金融数据亦全面回落且低于市场预期。M1 增速大幅下滑，M1 同比增长 2.9%，增速比上月下降 1.7 个百分点；M2 同比增长 8.5%，增速分别比上月下降 0.1 个百分点。新增社融 1.36 万亿，同比增长-23%，社融存量增速较 3 月下降 0.3 个点；新增人民币贷款亦大幅回落至仅过 1 万亿。

图 13: 消费增速



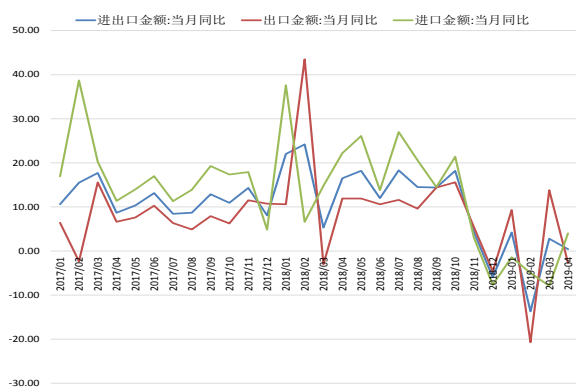
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 固定资产投资增速



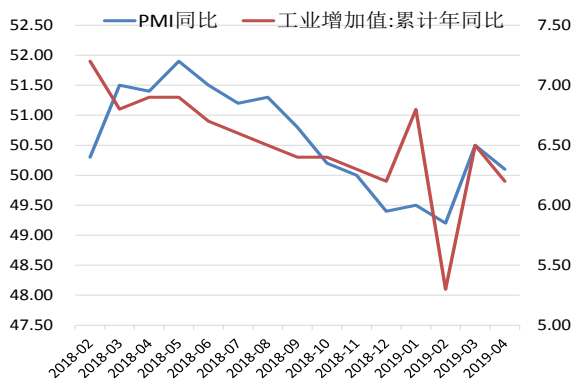
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 进出口增速 (按美元计)



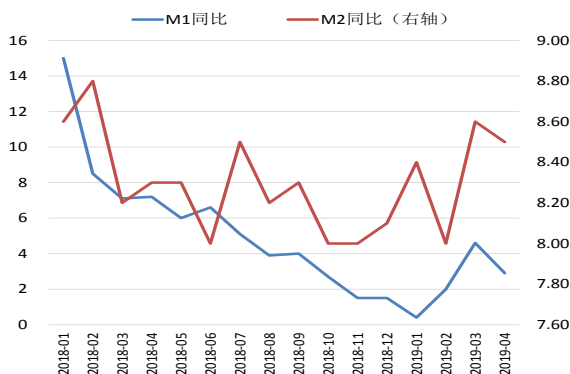
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 以及工业增加值 走势图



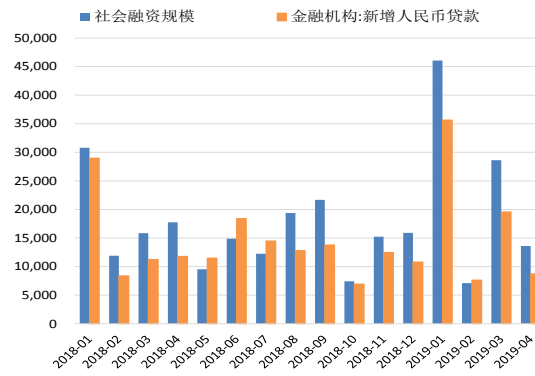
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 人民币贷款与社融



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

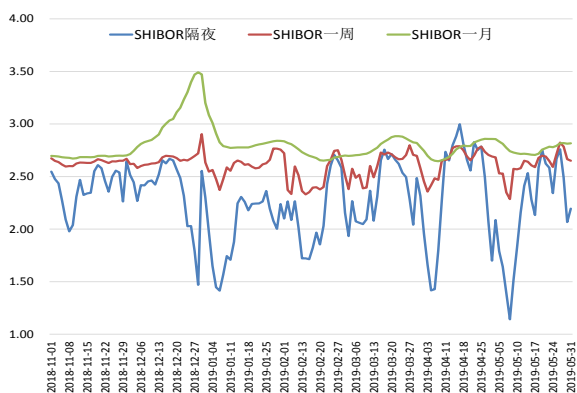
2.2 国内外经济承压，资金面或再度利多

央行再度宣布定向降准，分3次调整到位，5月15日起下调县域农商行人民币存款准备金率1个百分点，6月17日起再次下调县域农商行人民币存款准备金率1个百分点，7月15日起下调县域农商行基准档人民币存款准备金率至8%。大概释放出3000亿人民币，三个月每次释放1000亿，主要用于发放小微和民营企业的贷款。

从市场利率的走势来看，短期SHIBOR及银行质押式回购利率先低后高。4月政治局会议后市场预期货币政策“不再那么松”，但国内外形势均不乐观，国内经济数据下行，中美贸易摩擦持续，加上海外宽松预期升温，国内货币政策面临相机选择，在“稳中求进”总基调下，未来有望再度转松，市场有望迎来预期差的修复，资金面或再度利多。

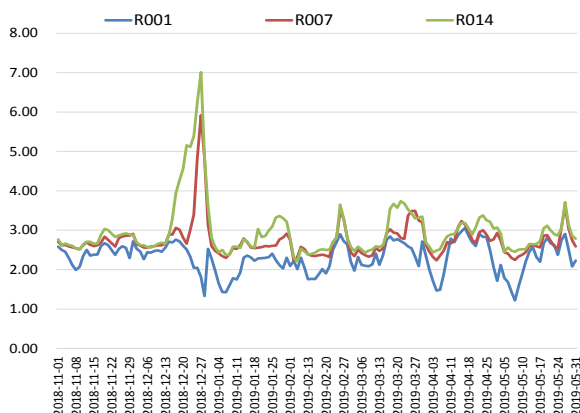
从目前股票指数的市盈率及市净率来看，IF及IH估值小幅回落，IC估值受盈利放缓而被动回升，目前三大指数动态市盈率均在均值水平以下，市净率处于较低水平，其中IC估值相对更低，但估值上修仍需基本面的盈利企稳。

图 19: 短期 SHIBOR 走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 短期银行质押式回购走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: 三大指数估值数据一览 (2010 年至今)

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	11.75	9.41	26.37
平均市盈率	12.51	10.42	35.94
标准差	3.03	2.47	12.03
偏离标准差	-0.25	-0.41	-0.79
百分比排序	43.36%	34.51%	15.93%
最新市净率	1.38	1.14	1.82
平均市净率	1.70	1.49	2.77
标准差	0.41	0.40	0.72
偏离标准差	-0.79	-0.88	-1.33
百分比排序	19.47%	10.62%	6.19%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 月末增量资金加仓，但短期受到风险偏好压制

5 月股市仓位受到风险偏好压制，虽然有海外增量资金被动流入，但整体呈现流出态势，月末略有好转。

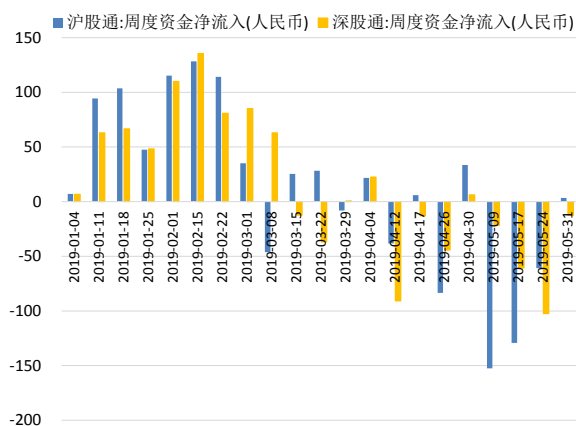
从 A 股供应来看，5 月募集资金合计 686.5 亿元，较 4 月大幅减少。从 A 股需求来看，国内资金有所减仓，两融余额从 4 月高位逐渐回落，5 月 30 日为 9731.7 亿元，较 4 月 30 日减少 336.6 亿元，市场风险偏好回落。同时，海外资金在 5 月加速流出，截止 5 月 31 日，沪股通、深股通月分别净流出 339.2 亿元、197.5 亿元，仅 5 月 2 日呈净流入态势，净流出金额创史上最高规模。不过 5 月 28 日 MSCI 指数调整生效，A 股纳入因子将从 5% 增至 10%，指数基金集体的被动调仓引发 A 股尾盘异动，但由于短期受到风险偏好压制，主动性基金仍在观望。

表 3：股权融资规模一览

日期	集资金额合计		IPO统计		增发统计		配股统计		优先股统计		可转债统计		可交换债统计	
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)	优先股家数(家)	优先股募集资金(亿元)	可转债家数(家)	可转债募集资金(亿元)	可交换债家数(家)	可交换债募集资金(亿元)
2019-05	44	686.52	13	155.891	16	256.895					8	143.417	7	130.318
2019-04	74	1,668.75	10	87.844	24	265.234	4	90.166	1	300.000	26	516.766	9	408.740
2019-03	42	718.64	11	93.555	15	66.982	3	18.794			11	536.314	2	3.000
2019-02	29	1,457.63	6	34.277	17	1,142.098					4	276.451	2	4.800
2019-01	61	1,212.77	16	126.860	35	1,015.296					7	59.883	3	10.730
2018-12	41	915.60	5	28.441	21	658.584			1	50.000	13	177.074	1	1.500
2018-11	31	503.36	8	96.772	13	201.785	1	45.889	1	100.000	4	45.620	4	13.292
2018-10	18	267.23	5	98.710	10	133.752	1	17.160			1	10.973	1	6.633
2018-09	28	489.27	11	130.858	11	312.056					4	37.140	2	9.220
2018-08	41	1,071.24	6	48.017	21	912.367					12	101.095	2	9.760
2018-07	30	1,765.23	7	52.481	14	1,627.377	2	25.653			7	59.720		
2018-06	39	792.08	9	404.018	25	352.788	1	4.851			2	10.700	2	19.720
2018-05	33	440.86	8	62.813	18	276.735					4	54.710	3	46.600
2018-04	53	732.99	9	57.685	33	496.232	2	47.056			5	89.312	4	42.710
2018-03	51	921.15	10	117.505	29	675.723	3	18.464			6	91.270	3	18.190
2018-02	52	1,803.01	12	143.717	28	1,249.946	2	29.707	1	24.759	2	50.000	7	304.880
2018-01	92	2,405.34	15	137.136	44	626.181	3	39.537	4	1,175.000	17	343.482	9	84.000

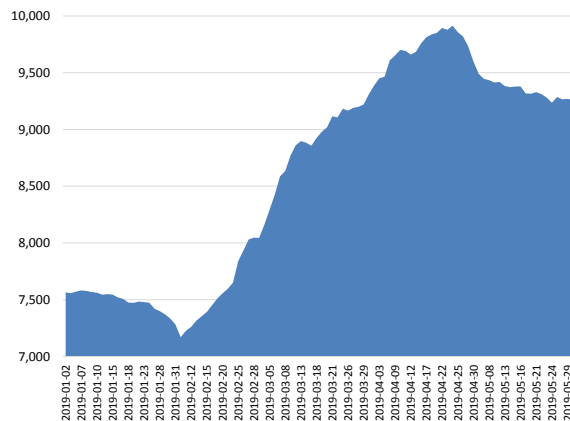
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：沪港通深股通资金流向（周）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：融资余额



资料来源：Wind，兴证期货研发部

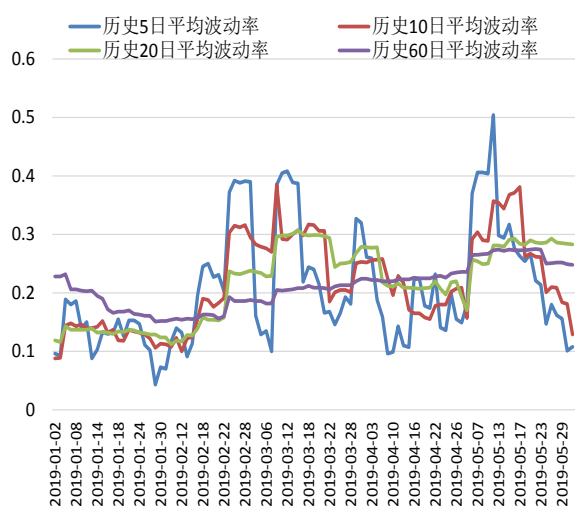
2.4 避险情绪大幅升温，海外波动对 A 股偏空

海外市场近期 PMI 数据均偏弱，美国 5 月制造业和服务业 PMI 大幅不及预期，其中服务业 PMI 降至 50.9%，创 2016 年 2 月以来新低；制造业 PMI 降至 50.9%，创下 2009 年 9 月或 116 个月以来的新低，新订单指数也自 2009 年 8 月以来首次下跌。欧元区 PMI 连续低于 50，经济增长进入下行通道；德国 5 月制造业 PMI 初值为 44.3，继续位于荣枯线下方；法国 PMI 处于 50 以上，小幅超预期，全球经济增长动力不足。同时，美国总统特朗普出人意料地宣布将对所有墨西哥进口商品征收最高可达 25% 的进口税，使全球贸易紧张局势进一步恶化，避险情绪大幅升温，美国国债收益率继续下跌，3 个月期国债收益率高于 10 年期国债收益率，再次出现所谓的国债收益率倒挂，继三月来，再次释放经济衰退即将到来的警示讯号。

5 月全球股市遭遇重挫，多只重要指数跌幅超过 5%，美国道琼斯指数月跌 6.69%，纳斯达克指数月跌 7.93%，标普 500 指数月跌 6.58%，恒生指数大跌 9.42%。其他风险资产也遭遇抛售，国际油价持续下挫，NYMEX 原油期货月跌 16.51%，布油月跌 14.29%，均创 2018 年 12 月以来最大单月跌幅。伦敦基本金属 5 月集体收跌，LME 期铜月跌 9.22%，LME 期锌月跌 10.64%，创 2012 年以来最大单月跌幅。

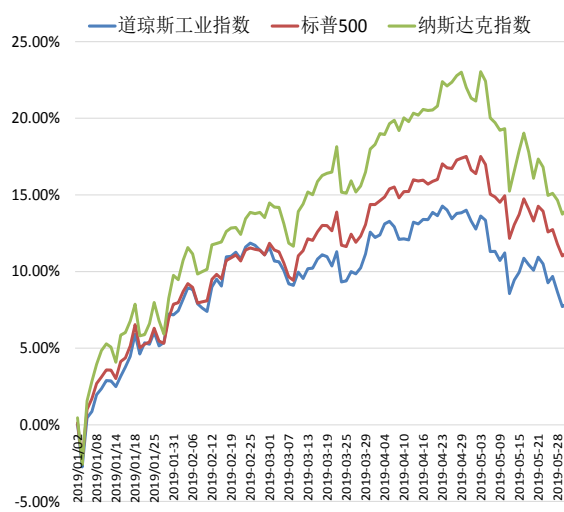
我们认为在短期全球经济局势较为不明朗的情况下，未来股市波动风险较大，全球股市的避险情绪联动性较强，预计 A 股受海外股市的影响偏空。

图 23：上证综指波动率变化



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：美三大指数 2019 年以来涨跌走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

表 4：我国及全球市场近期表现

	道琼斯工业	纳斯达克	标普500	富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	恒生指数	上证综指
最近一周	-3.01	-2.41	-2.62	-1.59	-2.05	-2.37	-2.44	-1.66	1.60
2019年5月	-6.69	-7.93	-6.58	-3.46	-6.78	-5.00	-7.45	-9.42	-5.84
最近三个月	-4.25	-1.05	-1.16	1.23	-0.63	1.83	-3.67	-6.05	-1.44
2019年至今	6.38	12.33	9.78	6.44	10.08	11.06	2.93	4.08	16.23

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结与展望

2019年5月共20个交易日，股票市场经历月初跳空大跌后维持缩量震荡，上证综指月跌5.84%至2898.70点，创业板指跌8.63%至1483.66点。行业板块多数收跌，仅有色金属板块收涨，汽车、非银金融、化工及传媒领跌。

三大股指期货品种集体收跌，且跌幅大于指数，IF1906合约下跌7.78%，IH1906下跌7.78%，IC1906合约下跌7.79%。市场流动性继续改善，成交及持仓继续上升，IC增幅较大。期现价差震荡偏弱，IF及IH收到分红影响而维持贴水状态，IC贴水则受市场情绪影响而再度走扩，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。三大品种较为均衡，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值呈现震荡走势。

从目前市场多空因素来分析，4月份经济数据低于预期，5月份数据有望环比改善，但经济增速下行的压力依存，5月PMI数据显示内外需求压力较大，环比改善幅度比较有限，宏观经济面对股市影响偏空，预期或将继续下修。但市场利率下行的概率较大，贸易问题及经济数据走弱后，货币政策或再度转松，因此资金面对股市影响偏多，或有预期差修复。目前三大指数动态市盈率均在均值水平以下，市净率处于较低水平，其中IC估值相对更低，但估值上修仍需基本面的盈利企稳。从增量资金的角度来看，股市仓位受到风险偏好压制，虽然有MSCI提高A股权重第一阶段实施，海外增量资金被动流入，但主动性配置资金观望情绪较重，陆股通呈现流出态势。另外，资金对经济放缓及贸易摩擦的担忧情绪升温，全球风险资产承压，我们认为在短期全球经济局势较为不明朗的情况下，未来股市波动风险较大，全球股市的避险情绪联动性较强，预计A股受海外股市的影响偏空。

综合来看，股市四月底已显出上行疲软态势，五月走势亦验证我们上月的调整预期。未来多空因素交织，虽然下方空间有限，资金面对股市影响偏多，但宏观经济面及海外市场波动影响偏空，市场不确定因素仍存，市场风险偏好难升。中美贸易问题仍影响市场情绪的最重要因素，需关注六月下旬的G20峰会。因此我们预计短期延续震荡的概率较大，沪指或先抑后扬，继续看好阿尔法策略。期指方面，防御情绪继续占优叠加海外增量资金预期，预计IF相对偏强，IF在3600-4000点区间震荡，IH在2700-3000点区间偏强震荡，IC在4800-5200点区间波动。仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。