

不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

超跌反弹空间基本兑现，行情延续需信号支撑

月度博览-股指

广州期货研究中心
2022年5月



要点：超跌反弹空间基本兑现，行情延续需信号支撑

- **行情回顾：**在政策预期、复工复产预期抬升背景下，A股延续自4月底开始的超跌反弹。截至5月27日收盘，上证指数涨2.73%，上证50跌1.51%，沪深300跌0.37%，中证500涨4.83，以成长型制造业为主的中小成长风格表现明显占优
- **逻辑观点：**
 - ✓ **美联储紧缩峰值逐渐浮现，市场交易美国经济衰退预期，需关注大国博弈扰动。**美联储5月议息会议纪要披露后，6月、7月加息50bp的预期进一步强化，但9月、11月和12月或放缓加息幅度至25bp，市场普遍预期美联储或将在经济有韧性的最后阶段，快速加息抗通胀，进入Q4后美联储加息进程可能放缓
 - ✓ **本轮疫情后复苏将较2020年更为缓慢且疫情之外的经济下行压力不小，国内经济修复进程需要更多时间，私人部门风险偏好极低，缺乏足够的、可持续的信用扩张着力点是核心原因。市场对稳增长效果的预期存疑，6月中下旬是稳增长效果预期修复的关键窗口，可能是支撑行情延续的主要来源，**可重点关注：1) 管理层督促下，信贷总量不是主要矛盾，需**中长期信贷的边际改善**；2) 疫情后制造业、供应链修复，**企业生产、出口订单可能企稳回升**；3) **地产数据初步企稳**
- **行情展望**
 - ✓ 市场处于周线级别反弹当中，但沪指3150-3290存在一定平台压力，量能已成为制约大盘走势的关键，由于市场对稳增长效果的预期仍有分歧，增量资金入场意愿不高，预计大盘或将箱体震荡，完成以时间换空间的过程。**目前市场对于政策密集落地预期强烈，信心逐步恢复到平稳状态，但过于一致的政策落地预期也会削弱向上的动力，市场在5月份的反弹后迎来震荡盘整，后续稳增长效果预期修复可能是支撑行情延续的主要来源**
- **操作建议：**股指多单可逐步逢高止盈，待调整后再分批低多IC
- **风险提示：**国内疫情超预期、输入型通胀、大国博弈



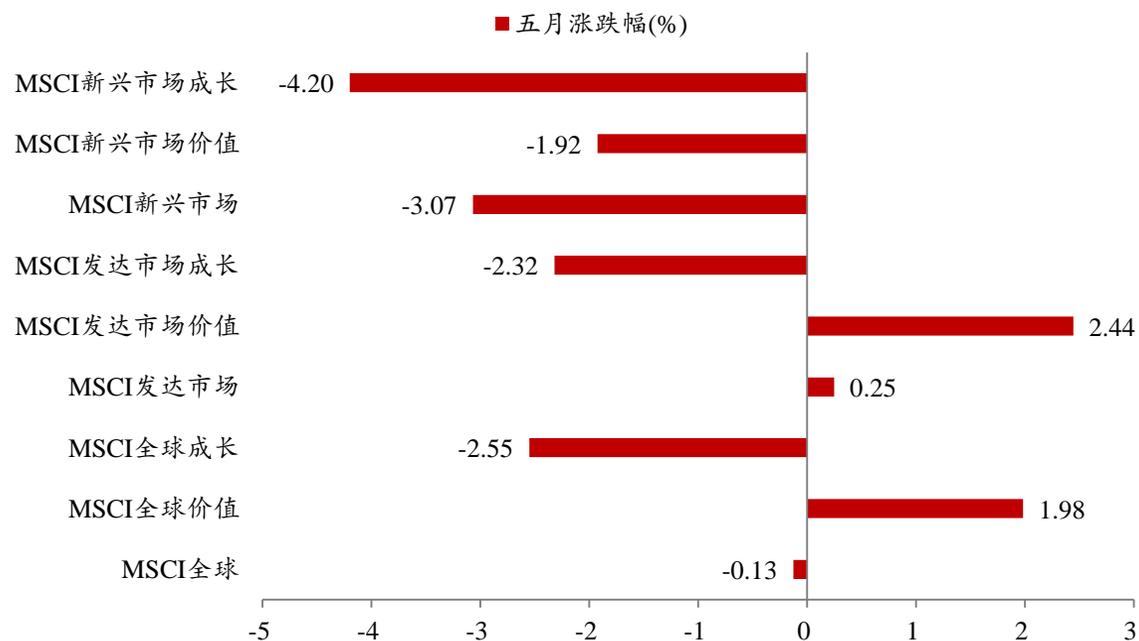
不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE



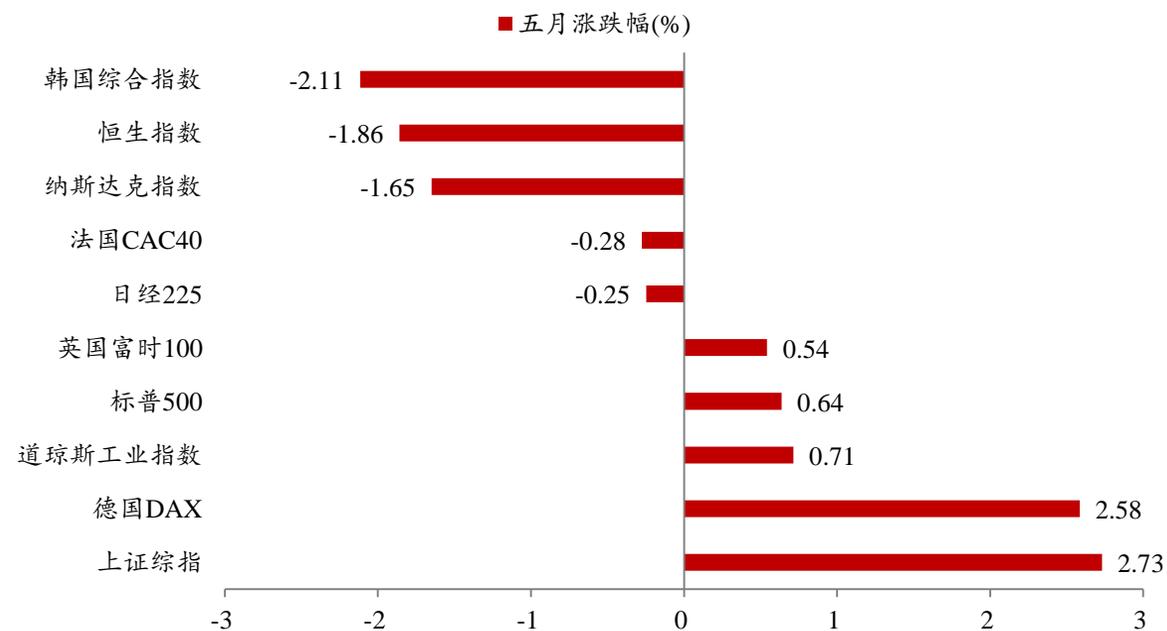
第一部分 **行情回顾**

全球权益市场行情回顾：5月发达市场股指表现相对占优

发达市场表现优于新兴市场，价值优于成长



全球权益市场主要指数中上证综指领涨

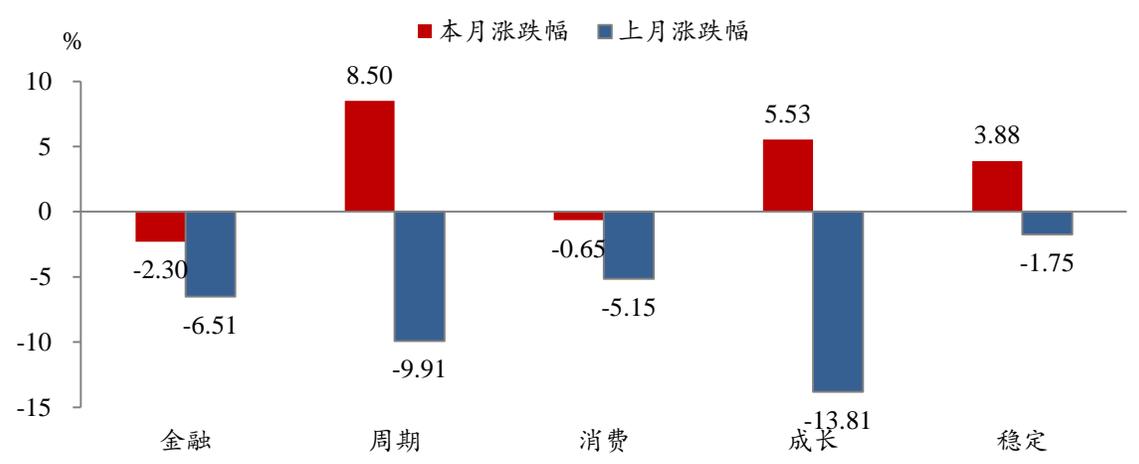


行情回顾：A股延续超跌反弹

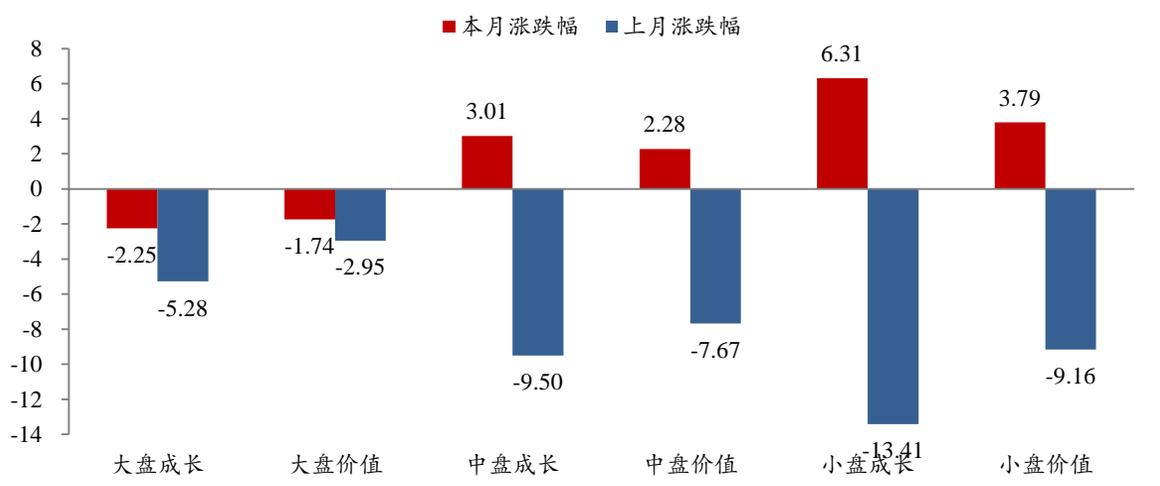
股指月度表现 (05.01-05.29)

	收盘价	涨跌 (%)	成交额 (亿元)	换手率 (%)
上证指数	3,130.24	2.73	3,734.85	0.85
深证成指	11,193.59	1.56	4,594.55	1.26
创业板指	2,322.48	0.14	1,519.17	1.42
上证50	2,763.07	-1.51	598.70	0.23
沪深300	4,001.30	-0.37	2,233.54	0.44
中证500	5,899.92	4.83	1,351.02	1.31

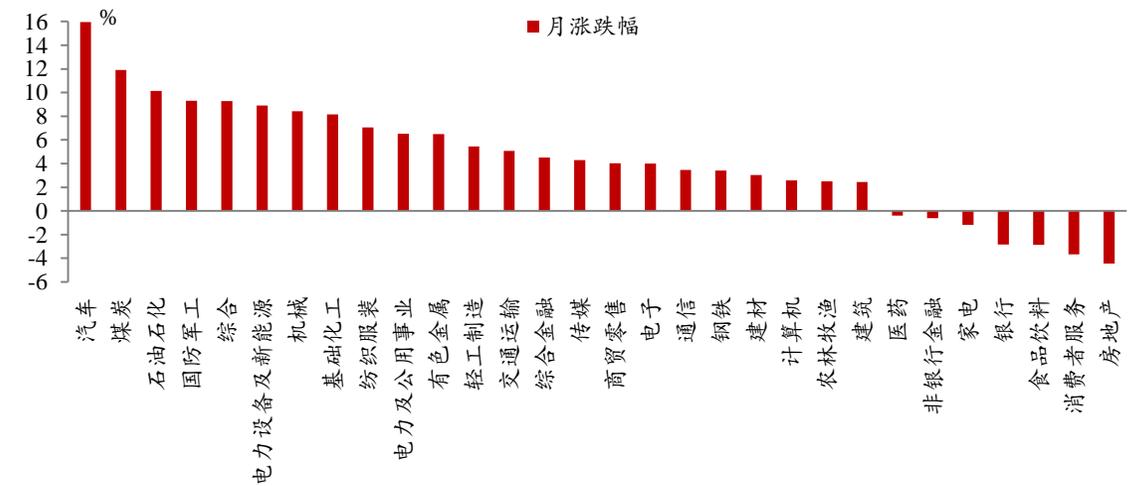
中信风格中，周期领涨，成长、稳定表现较好，金融领跌



中小盘表现优于大盘，成长优于价值



中信一级行业中汽车、煤炭等领涨，房地产、消费者服务等领跌



数据来源：Wind 广州期货研究中心 (数据截止至2022年5月29日)



不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

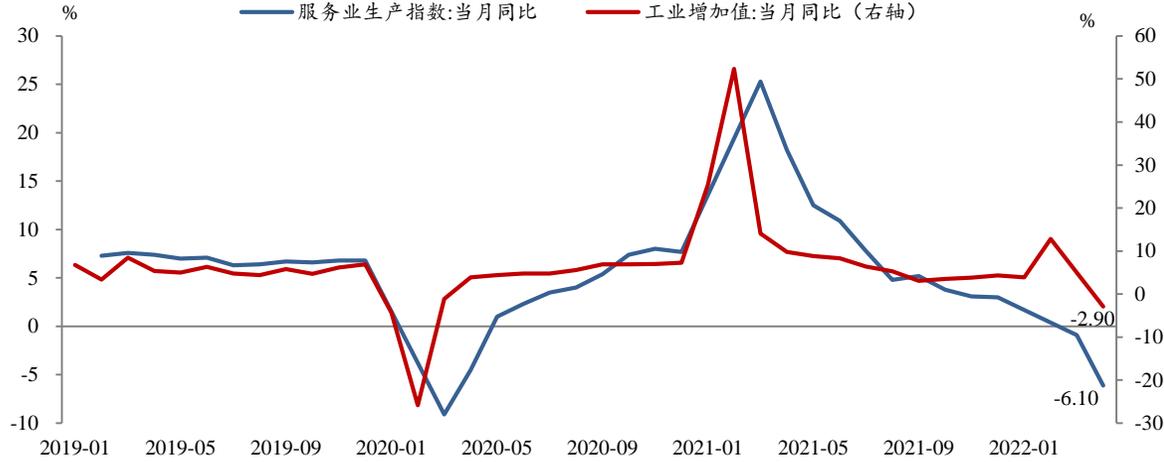


第二部分

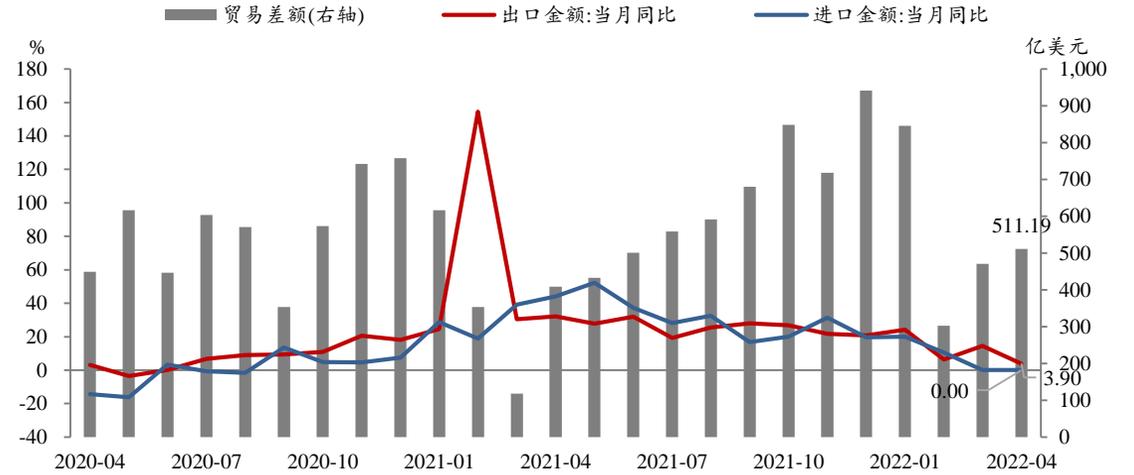
宏观基本面

4月疫情挖坑，经济数据低于市场预期

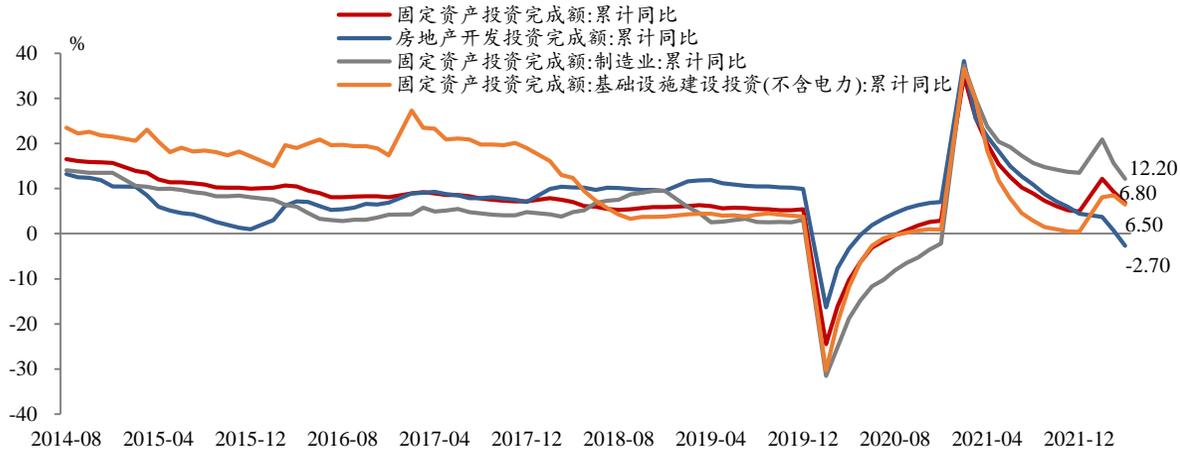
疫情影响下当前工业生产增速转负，对服务业冲击更加明显



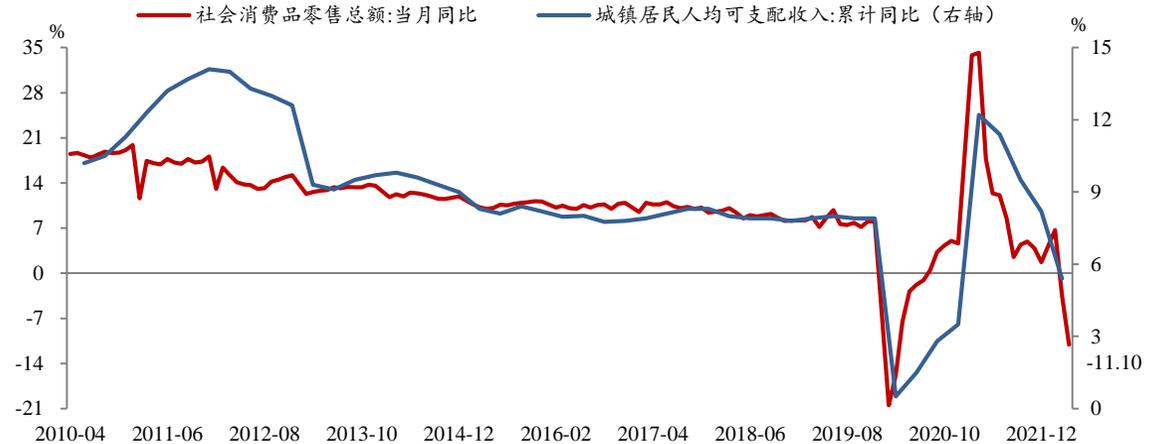
出口增速有所回落



地产持续低迷，基建暂时回落，制造业韧性较强

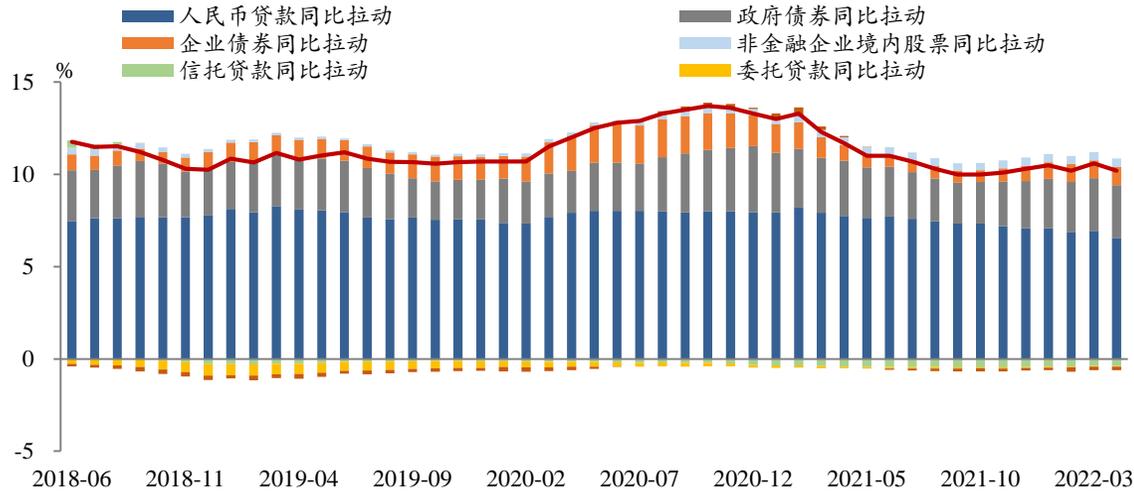


4月社零同比增速降幅进一步扩大，较3月降低7.6个百分点

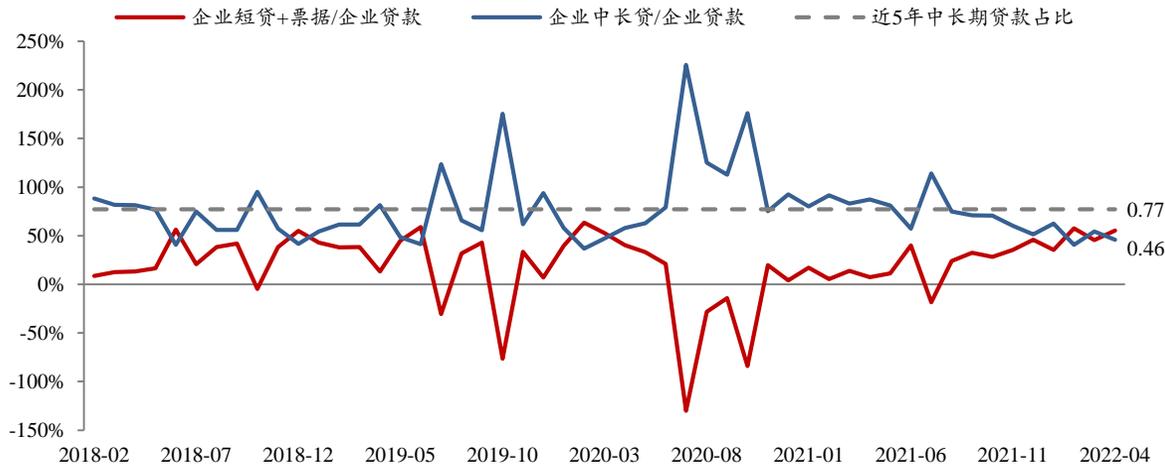


4月新增社融信贷数据断崖式下滑

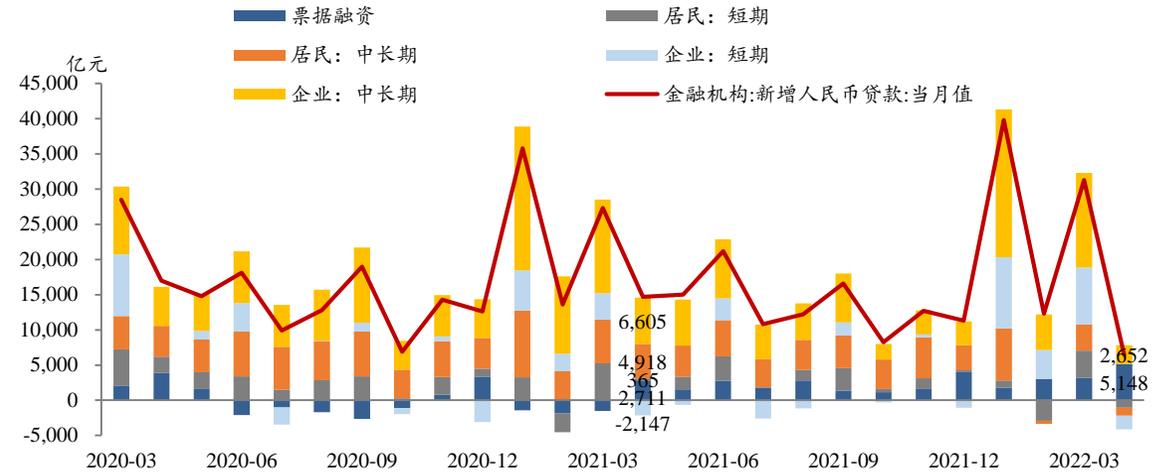
信贷是主要拖累项，政府债支撑力度较前期弱化



企业中长期贷款占比处近5年低位



居民贷款与企业中长期贷款表现不佳，票据延续冲量



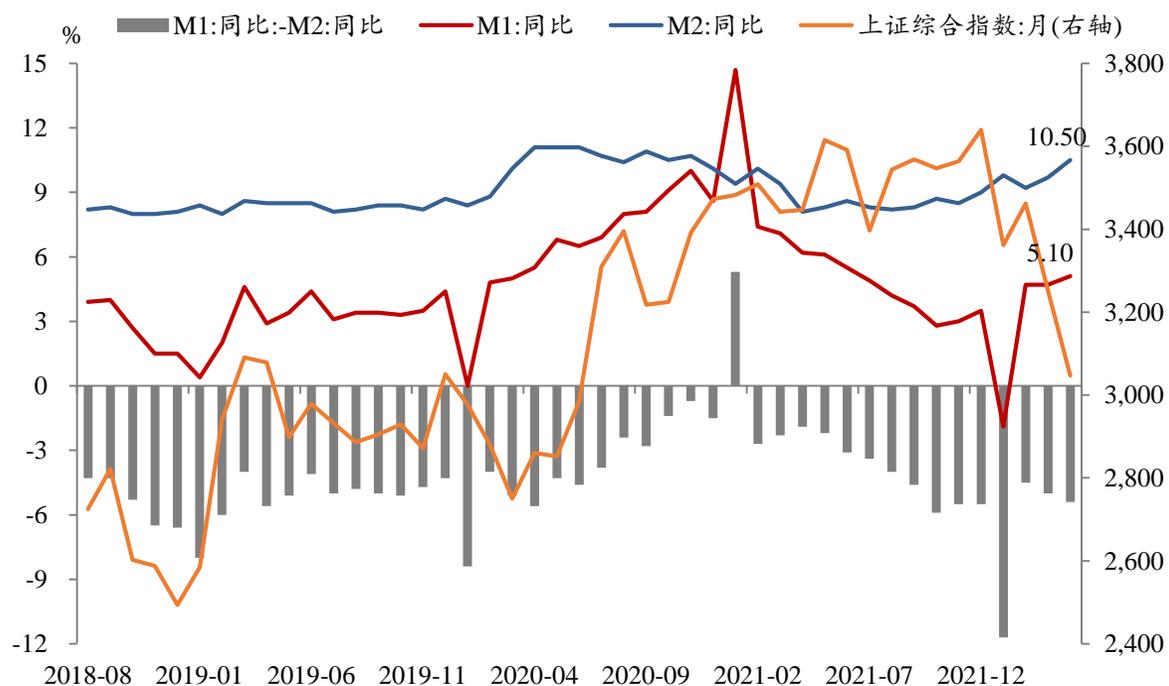
5月底票据贴现利率再度探底



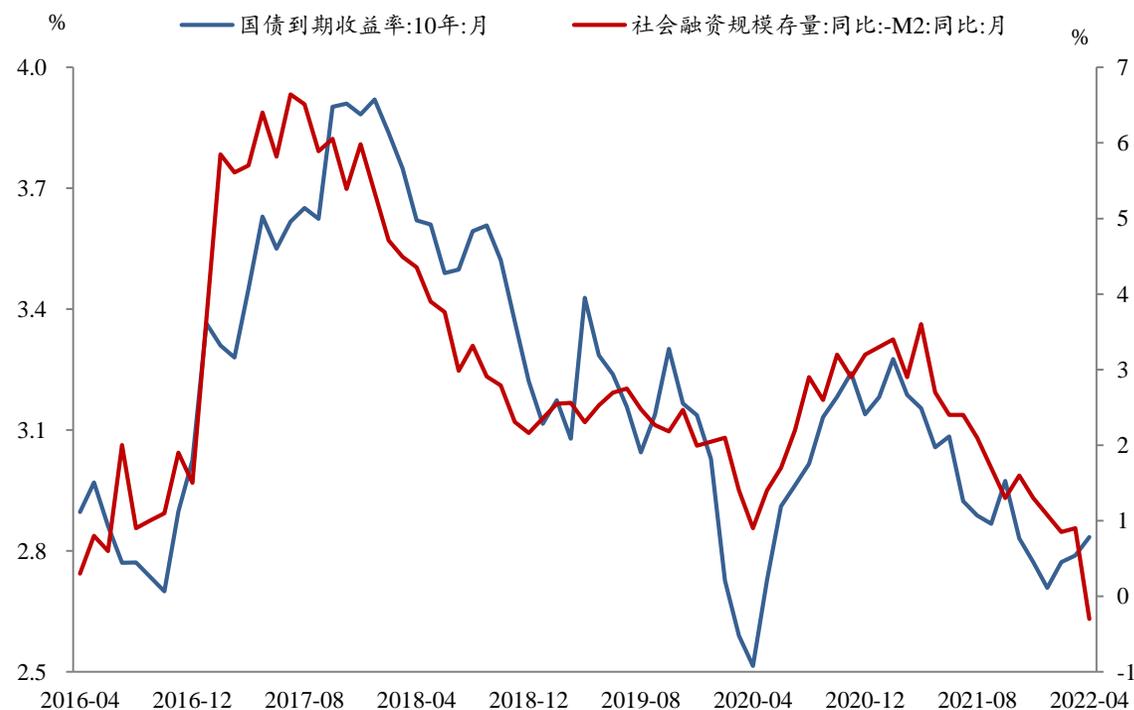
社融低迷之下，M2超预期高增

- 4月M2超预期高增，M2-M1剪刀差走阔，社融-M2剪刀差倒挂显示实体经济活跃度亟待修复，市场主体信心急剧下滑，预防性储蓄意愿抬升，意味着随着疫情逐步缓和，后续稳增长政策加速、加码的必要性提升

M2-M1剪刀差走阔，实体经济活力不佳

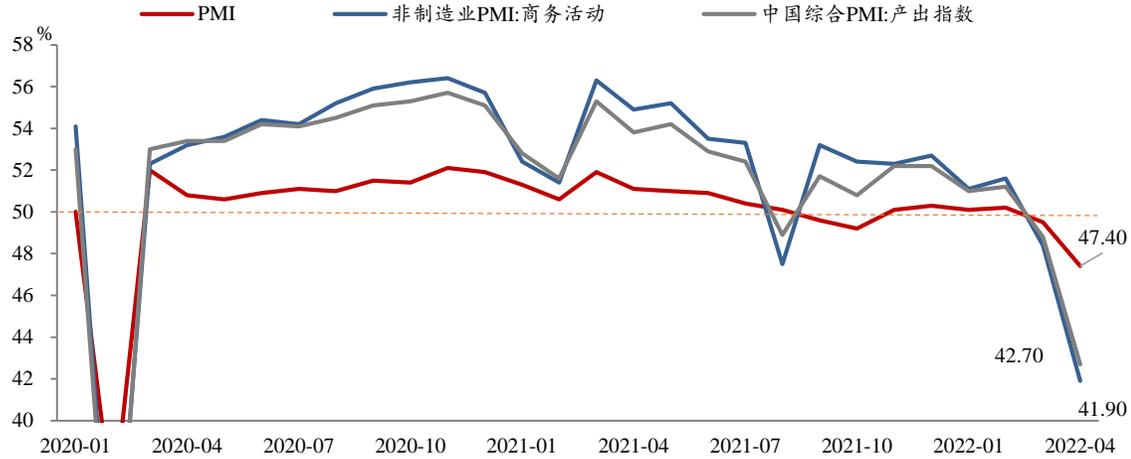


社融与M2倒挂

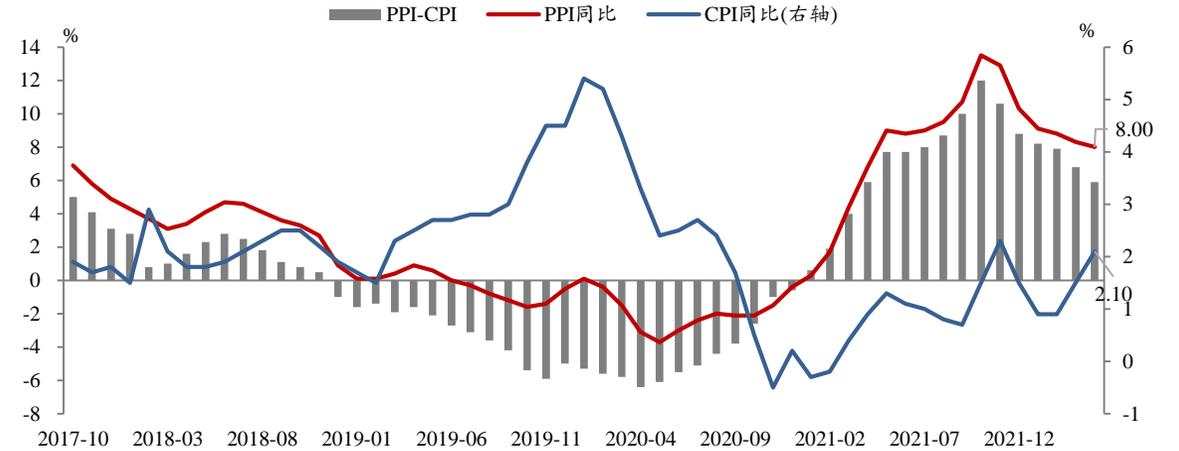


疫情对经济的影响进一步加深并加快显现

4月PMI指数全面跌落至荣枯线之下



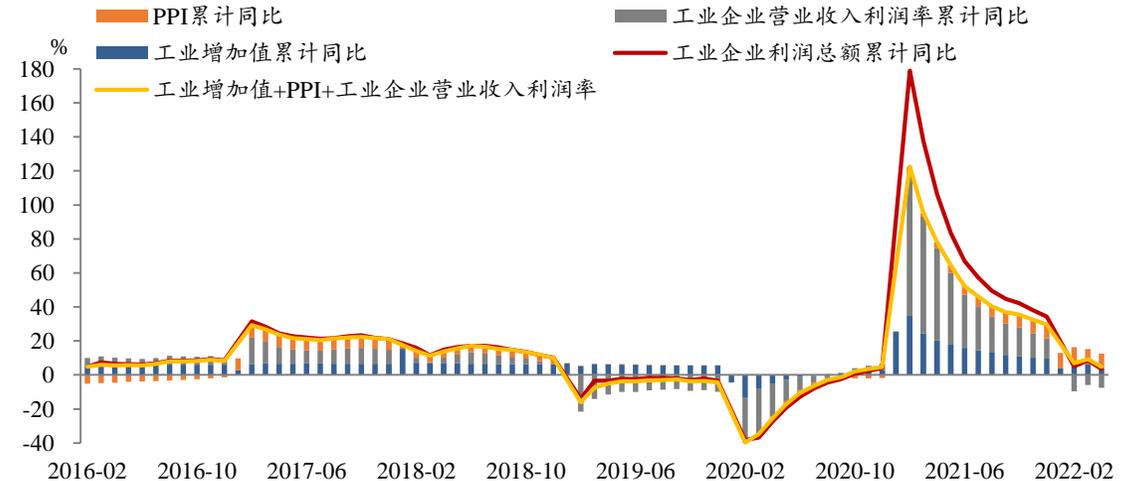
PPI-CPI剪刀差持续收窄



疫情影响下库存小幅上行，达近10年最高水平



工业企业盈利增速放缓，4月累计同比3.5%，较Q1回落5个百分点





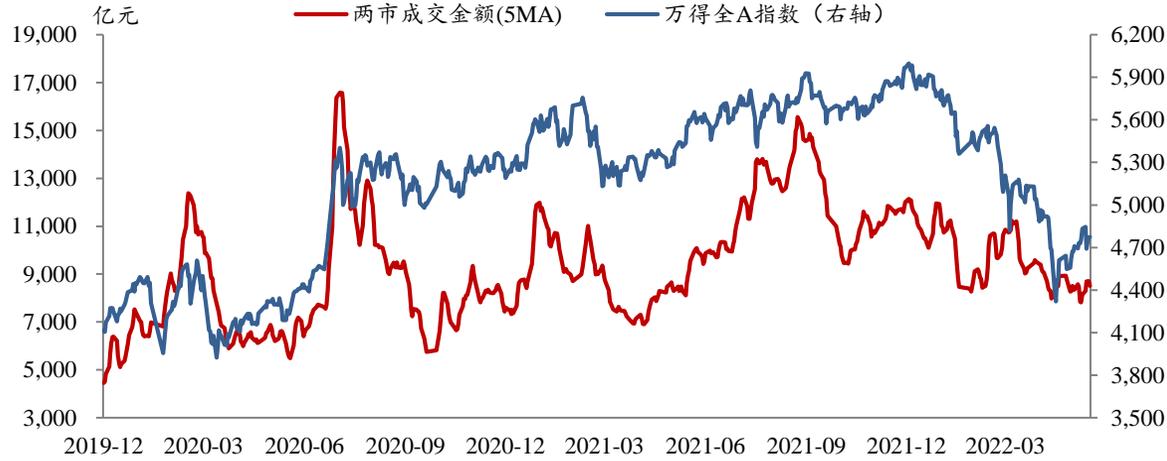
不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE



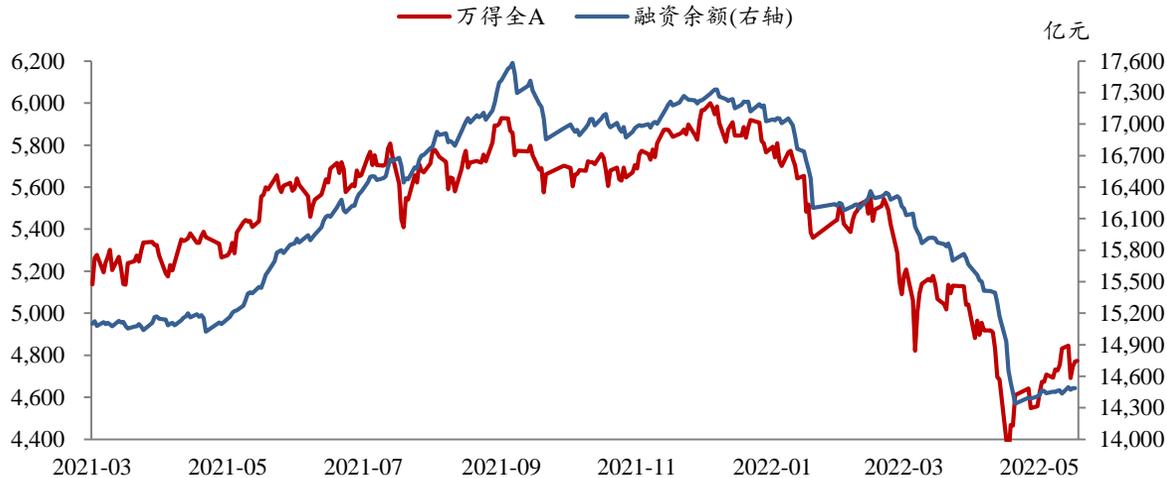
第三部分

指标观测

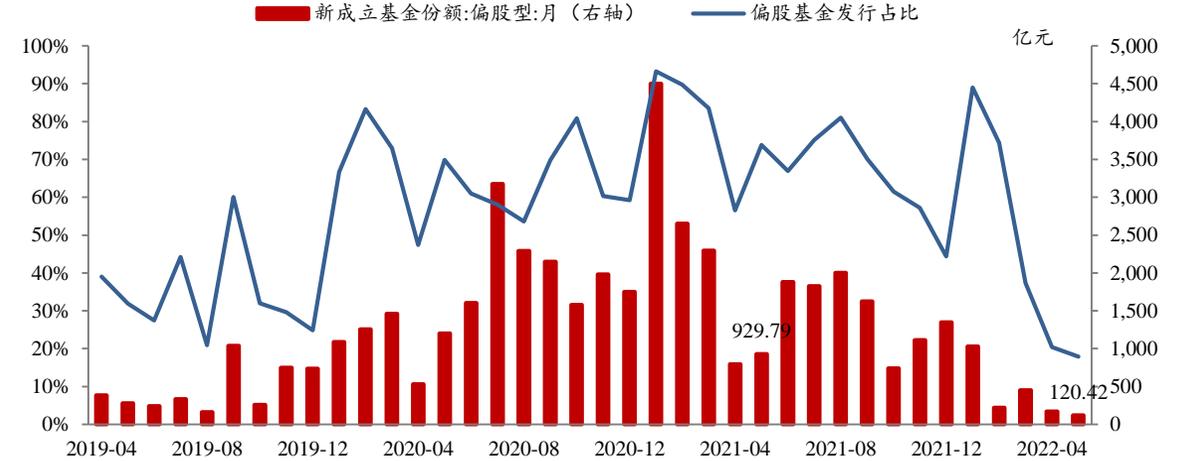
两市成交额震荡



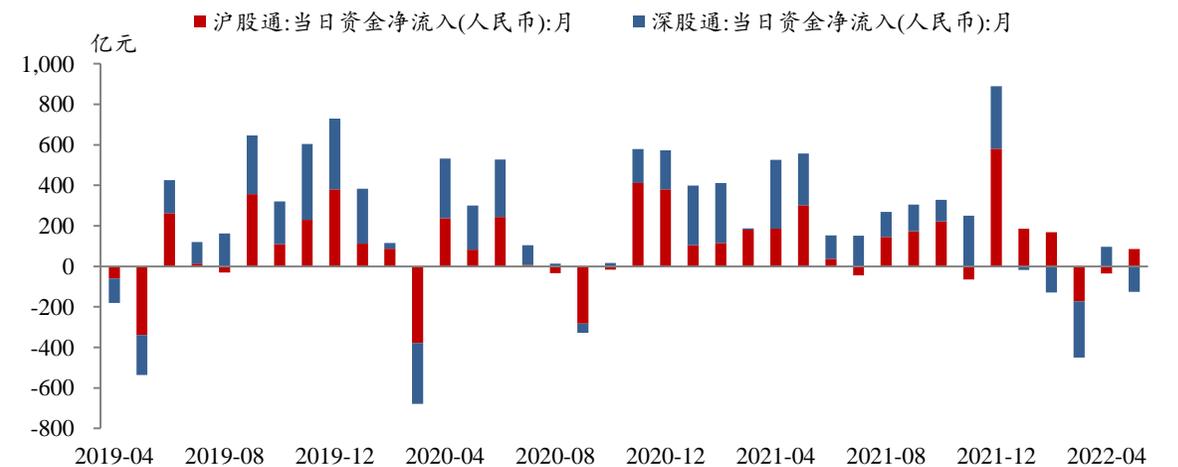
融资余额筑底



新发基金热度持续低迷, 较上年同期减少87.05%



北向资金沪深分歧较大, 5月净卖出40.47亿元



股债收益差对比：中证500性价比相对较高

沪深300股债收益差比值处于-1倍标准差附近



上证50股债收益差比值处于-1倍标准差附近



中证500股债收益差比值低于-2倍标准差



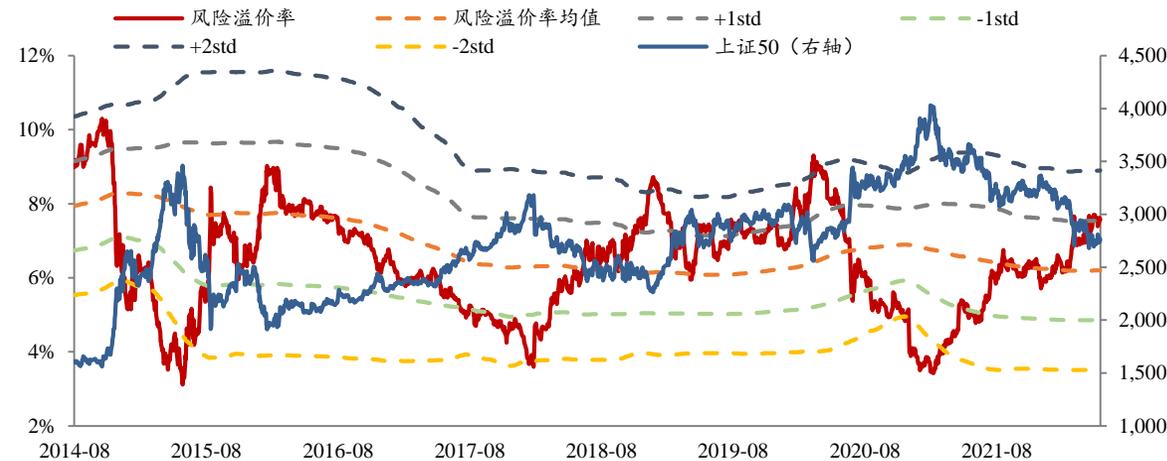
- 股债收益差=十年期国债利率-股息率的差值，既体现了股票与债券之间的性价比关系也是考虑了利率水平和分红能力之后的估值所处的历史分位
- 当股债收益差触及-2x标准差位置时，意味着指数性价比大幅提升，从历史规律看，一般大的周期底部要回落至-2X标准差附近

风险溢价率对比：三指数风险溢价率均处于历史高位，中证500性价比相对较高

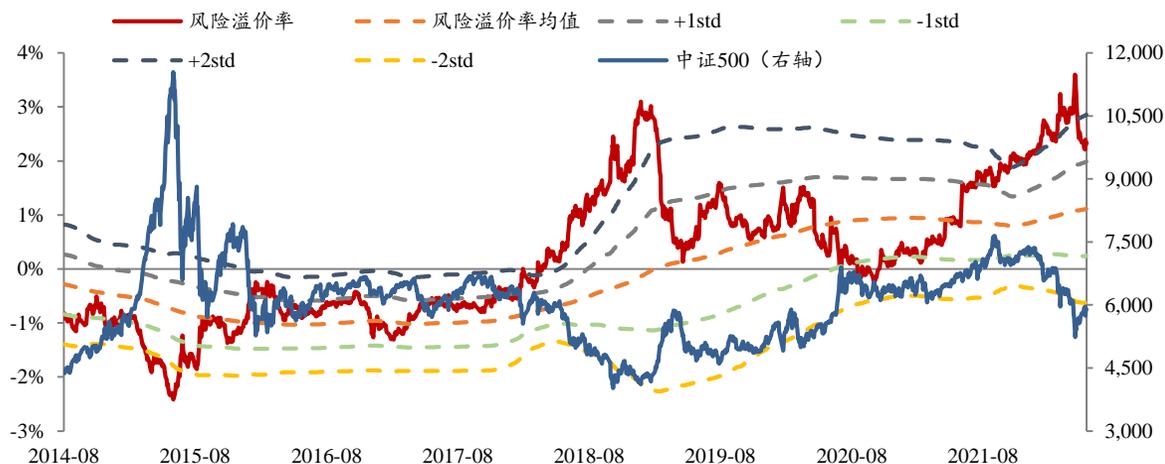
沪深300风险溢价率处于+1倍标准差附近



上证50风险溢价率处于+1倍标准差附近



中证500风险溢价率处于+2倍标准差附近



- 以 $1/PE$ -无风险利率来衡量市场风险偏好程度
- 当前沪深300与上证50的风险溢价率处于中性水平，对指数并未形成绝对的压力或支撑；中证500风险溢价率处于+2倍标准差之上，性价比相对较高



不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE



第四部分

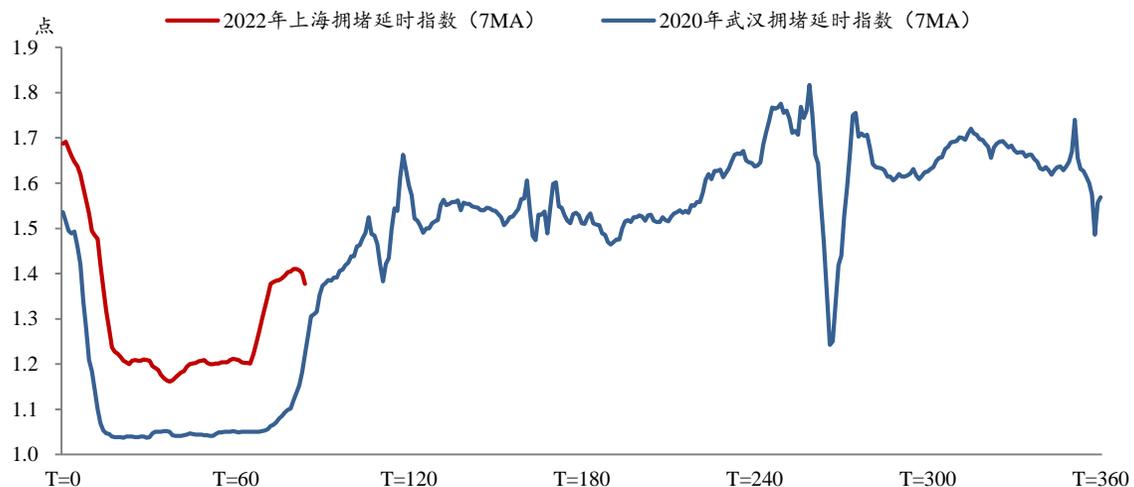
本月关注

封城冲击对比——上海VS武汉

上海疫情的影响明显大于武汉：

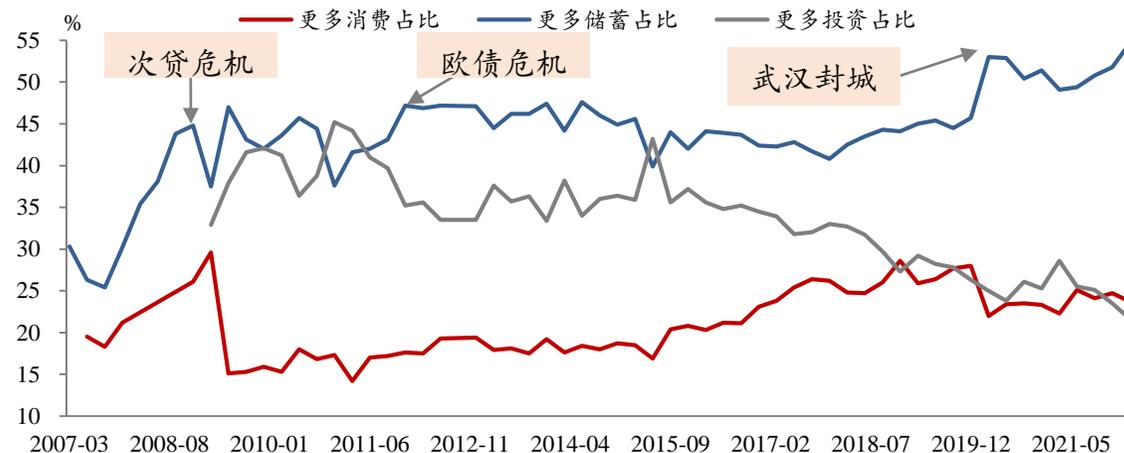
- ✓ 从拥堵延时及商品房交易数量下降幅度来看，本次疫情对上海的影响约为武汉的8成，但经济基数不一样，上海GDP是武汉的2.5倍，高度融合的长三角地区GDP占全国总量1/4
- ✓ 上海的在国内乃至国际的地位：长供应链的产业密集；高附加值工业重镇；物流人流重要枢纽
- ✓ 时间上看，武汉疫情影响2-3月，上海疫情影响4-5月

城市间疫情期间拥堵延时指数发展趋势

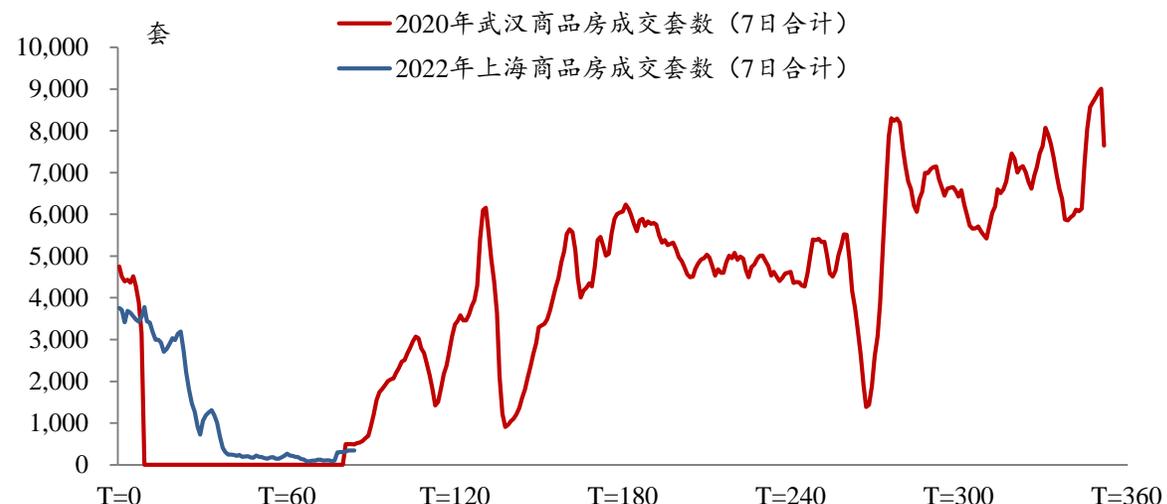


注：武汉疫情起始2020年1月15日，上海疫情起始2022年3月1日

一季度居民储蓄意愿达历史最高，挤压消费和投资的趋势仍在继续



疫情期间商品房交易趋势



数据来源：Wind 广州期货研究中心

疫情是各方面问题的总症结，是讨论经济运行的前提

□ **“共存还是清零”**：政治局会议“坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响

- ✓ 人口基数之大→死亡绝对人口数量高企
- ✓ 我国加强针接种率仅为 53%，尤以老人、小孩接种率低，免疫屏障薄弱
- ✓ 医疗资源挤兑现象

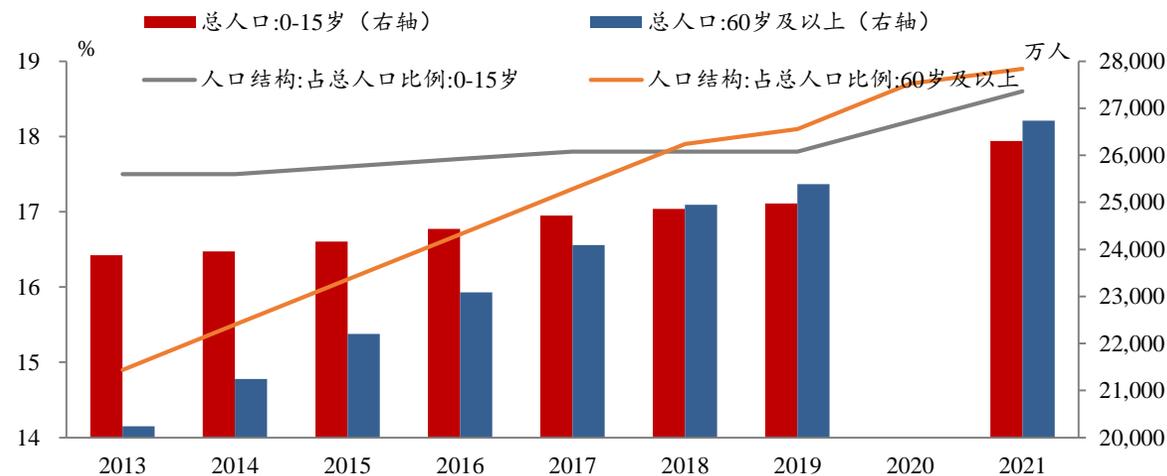
□ **“高效统筹疫情防控和经济社会发展”**：避免过度防疫

- ✓ 强化动态清零意识，提高疫苗加强针接种率，强化人群免疫屏障，尽量做到风险外溢最小化
- ✓ 防疫工作要做到果断、科学、精准、灵活，在切断传播链条的同时要保物流、保供应链努力用最小的成本取得最大的防疫成果

高传染+高隐匿+低致死率，Omicron冲击最大的阶段暂时过去



基本国情：我国老龄化趋势明显，少儿人口比重近年有所提升



城市间物流和城市间交通均受到明显冲击

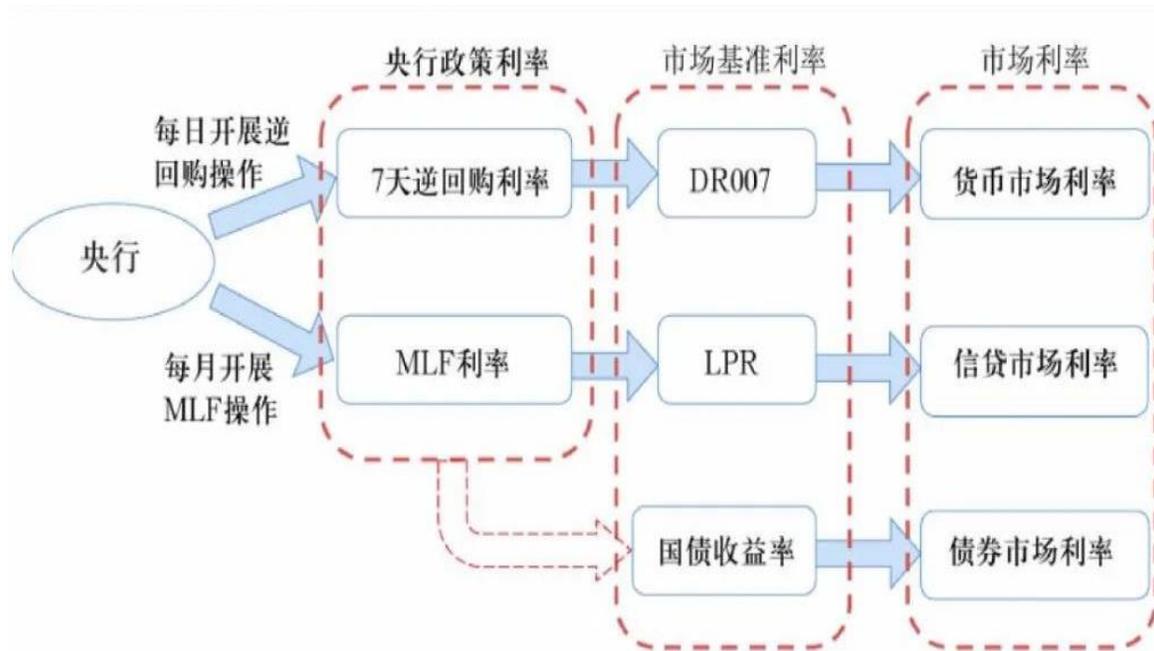
指数	地区	最大回落幅度
公共物流园吞吐量指数	全国	-29%
主要快递企业分拨中心吞吐量指数	全国	-30%
整车货运流量指数	全国	-20%
	上海	-61%
	吉林	-84%
交通拥堵延迟指数	上海	-31%
	深圳	-26%
	长春	-39%

数据来源：Wind 广州期货研究中心

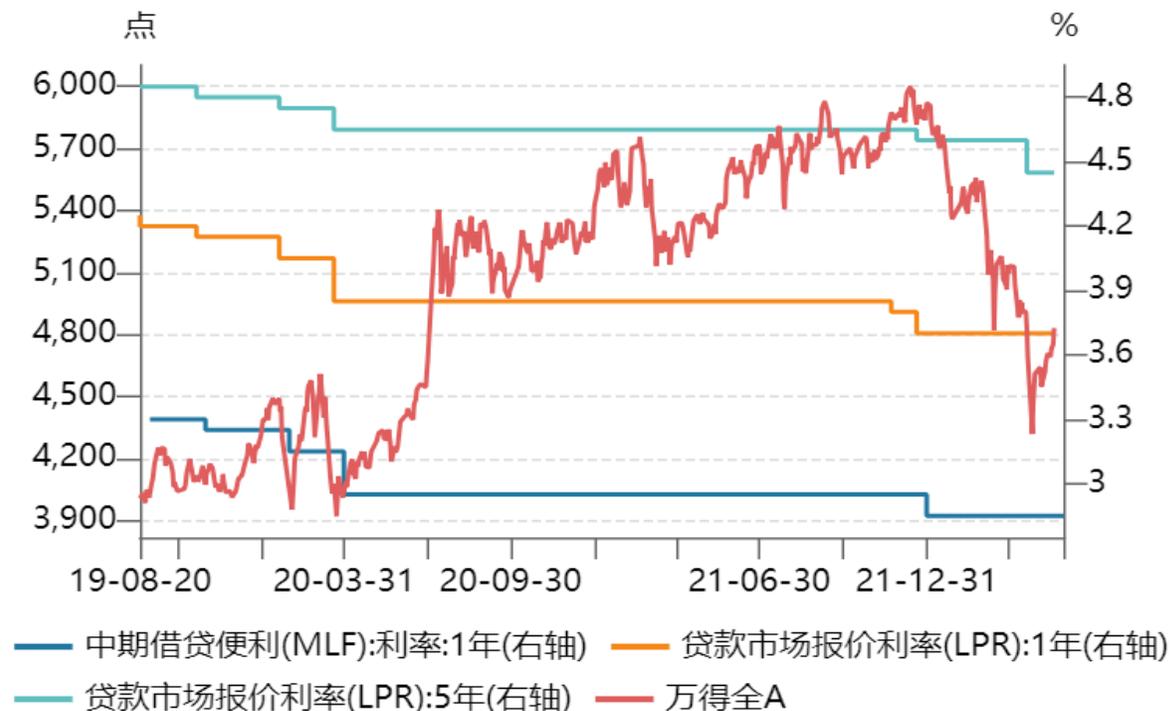
5年期LPR超预期单边下调，宽信用信号进一步显现

- 客观上来讲，央行比较在意息差，不太愿意调降政策利率，调了1年期LPR可能要调MLF和OMO
- 5年期LPR超预期单边下调，宽信用信号进一步显现。一方面一定程度上有利于提升A股整体估值；另一方面，体现了托底地产和为居民部门减负的政策取向，有利于提振市场信心

我国利率体系和调控框架



贷款市场报价利率与万得全A走势



□ 近期政策对经济研判的变化：**困难在某些方面大于2020年首轮疫情冲击时期**

- ✓ “3月份尤其是4月份以来，一些经济指标明显走低，困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大”
- ✓ 从经济下行压力来看，5-6月份就是政策对冲较好的窗口时期，如果等到下半年再进行政策对冲，对经济的呵护可能相对偏晚。近一周重要会议密集部署稳经济大盘，政策进一步落地发力兑现

□ 近期政策部署方面的边际变化：**强调抓落实促落地**

- ✓ 5月23日国常会提到，**各地各部门要增强紧迫感，狠抓落实**，同时提出将对地方落实稳经济举措进行督查
- ✓ 5月25日全国稳住经济大盘电视电话会议，强调要确保中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完成，国常会确定的稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则，要求各地在助企纾困上政策能出尽出，同时再次强调将对地方政策落实和配套开展督查

□ 政策部署看后续政策导向：**聚焦于保市场主体、保就业、保民生**

- ✓ 增值税留抵退税范围的扩大、消费购置税的减免、普惠小微贷款支持工具的增加
- ✓ 往后看，疫情拖累下政策刺激频繁出炉，对缓解经济下行压力有着积极的作用，显示了政府的积极、及时作为和充足的政策储备。若未来疫情扰动下，经济下行压力持续，增量的货币政策和财政政策仍有进一步发力的空间

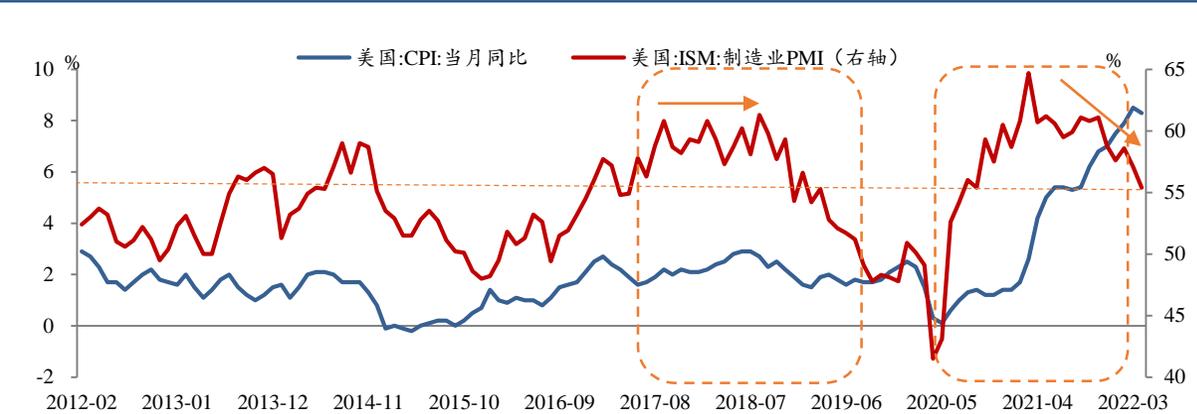
□ **5·25会议释放强烈撑地产信号**

- ✓ **房地产行业从去杠杆到稳杠杆**。适当提高宏观杠杆率，加强逆周期调节，**支持财务可持续的企业适当加杠杆**，尽快矫正对民营房企信贷收缩的行为。**居民家庭部门稳杠杆**，支持金融机构对受疫情严重影响的个人住房与消费贷款。
- ✓ **全面落实政治局会议的两个“支持”**。支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展

美联储加速加息后大概率放缓加息，关注大国博弈

- 美国就业市场恢复放缓，美国经济走弱信号持续累积，消费者信心走弱。美联储5月议息会议纪要披露后，紧缩预期发生微妙变化
- 布林肯全面阐述拜登政府对华政策方针，尽管声称避免新冷战，但仍突出强调经济、科技、产业链方面竞争意图
 - ✓ “竞争、对抗、合作” → “投资、结盟、竞争”
 - ✓ 特别突出了美国进行基建建设、高新技术研发投入的决心，以及联合盟友与中国竞争的意图

与历次加息过程不同，当前美联储加息处于经济复苏后周期



美联储未来议息会议加息概率 (BP)

日期	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022-6-15	94.1%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022-7-27	0.0%	0.0%	92.3%	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022-9-21	0.0%	0.0%	1.3%	61.6%	35.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022-11-2	0.0%	0.0%	100.0%	0.1%	60.4%	33.7%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2022-12-14	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	6.5%	59.2%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%

		5月FOMC：加息如期落地，缩表弱于市场预期
加息	时隔22年再现50bp加息	
	在接下来几次会议上继续加息50bp， 加息75bp的情形尚不在考虑范围内，将尽力在高度动荡的环境中减少不确定性	
	“中性利率”的定义是灵活的，将取决于金融条件、以及利率升高后对经济的影响，先达到中性利率再考虑加息终点	
缩表	宣布将于6月1日开始被动缩表 ，即每月通过到期不再投资的方式减持300亿美元美债与175亿美元MBS	
	3个月后将上述减持规模分别提升至600亿美元（美债）与350亿美元（MBS）	
经济	通胀	首先，美联储目前主要针对需求过剩问题。其次，主要关注核心PCE指标，美联储将致力于通胀预期的锚定（在2%的目标附近）。
	就业	强调当前就业市场格外强劲 ，未来职位增长预计放缓，继而就业市场供需更加平衡，反而有益于通胀缓和
货币政策的干扰因素	强调地缘局势与供应链因素带来的额外通胀风险	

数据来源：Wind 广州期货研究中心

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰 期货从业资格：F3084112 投资咨询资格：Z0016329 邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：陈蕾 期货从业资格：F03088273 邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	苏州营业部 联系电话: 0512-69883586 办公地址: 中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山南海营业部 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部 联系电话: 020-28180338 办公地址: 广州市天河区体育东路136,138号17层02房、17层03房自编A	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-68525389 办公地址: 北京市西城区月坛南街59号5层501-1、501-26、501-27	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-85181099 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	



不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

欢迎交流!

