

# 研究报告

## 月度博览：股指

### 悲观预期计价较为充分，等待边际新变化

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836116

**摘要：行情回顾：**5月市场先扬后抑，月初在中特估主线引领下创下年内新高后走弱，一方面是市场在经历年初以来“数字经济”与“中特估”两大主线的轮动上涨后，阶段性进入到主线动能减弱、资金存量博弈甚至出现缩量、市场缺乏合力的混沌窗口。另一方面，近期经济数据回落、人民币贬值、外资流出以及海外风险事件等，也对市场风险偏好形成冲击。临近月末沪指一度跌破3200点后有所反弹。截至5月26日，万得全A下跌2.89%，上证指数下跌3.33%，沪深300指数下跌4.42%，上证50下跌4.41%，中证500下跌3.30%，中证1000跌2.63%。小盘股相对韧性，中证1000指数相对上证50、沪深300等大盘指数的跌幅相对较浅。

**逻辑一：**国内基本面现实弱势难改，但悲观预期计价较为充分，市场对于稳增长政策预期极低，风险偏好易提振、难恶化，若政策超预期则是刺激变量，从市场当前位置看，做多的赔率与胜率皆不低。当然，触发增量政策需要满足一定的条件，若后续宏观经济数据连续两个月走弱，总量政策可能性或将提升。

**逻辑二：**6月不加息概率大，注意是否转降息定价逻辑依然存在反复。海外经济衰退及金融不稳定性风险仍大对加息路径起到抑制作用，而4月PCE消费和通胀数据的超预期则降低了2023年下半年联储转向的概率。总的来说，预计不会形成较大利空，而近期美债上限问题有所缓解，美债问题达成协议是当前市场一致预期，一定程度上提振市场风险偏好。

**逻辑三：**近期人民币持续贬值是北向资金大幅流出有密切联系，从过去人民币3次破7复盘看，人民币回到7以下仍需时日，且其对外资持仓为主的大盘风格有着较大的压制作用，中期看，人民币不具备持续贬值基础，后续人民币的回摆也是市场走强的重要条件。

**展望与建议：**5月市场的调整一方面来自于前期市场涨幅的兑现另一方面来自于经济复苏预期的修正。5月A股交易情绪持续走弱，日均成交额已从月初的万亿规模回落至8000亿元左右。当前市场估值处于均值以下的相对低位，沪深300股债收益差位于十年以来94%的相对分位，性价比进一步提升。从市场当前位置看，做多的赔率与胜率皆不低，等待边际新变化。经前期持续调整后，“数字经济”拥挤度已处于较低水平，其中多数细分方向拥挤度压力已回落至低位，来自交易拥挤的风险已显著化解。对于超跌反弹资金而言无疑是较好的选择，近期我们建议逢低布局IM多单，而后续若有稳增长政策超预期，则可转向IH或IF多单。

**风险因素：**疫情反复、美国银行风险超预期、美国流动性收紧超预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

## 联系信息

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

## 相关图表



## 相关报告

- 2023.05.03《广州期货-月度博览-股指-经济定调中性，外围扰动仍存，结构性机会为主-202305》
- 2023.04.02《广州期货-月度博览-股指-中美经济相对景气逆转，震荡后渐入布局良机-202304》
- 2023.03.05《广州期货-月度博览-股指-跟踪经济复苏可持续性，结构性行情为主-202303》
- 2023.02.05《广州期货-月度博览-股指-短期逻辑演绎充分，等待进一步催化-202302》
- 2023.01.01《广州期货-月度博览-股指-回调是布局良机-202301》

## 目录

一、逻辑分析与行情研判.....	1
二、图表与数据.....	3
(一) 行情回顾：指数普跌，小盘相对更具韧性.....	3
(二) A股资金面：成交热度下滑，北水大幅流出.....	4
(三) 指数股债收益差：指数性价比中等偏上.....	4
免责声明.....	6
研究中心简介.....	6
广州期货业务单元一览.....	7

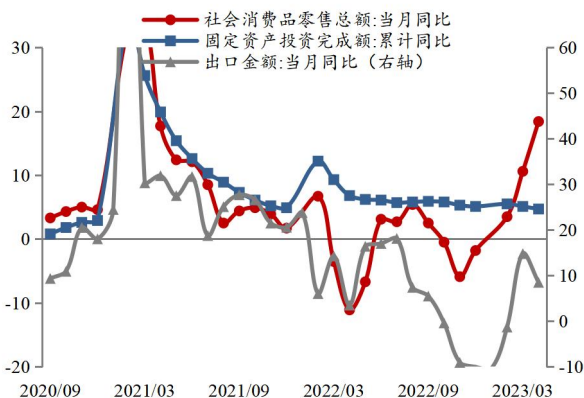
## 图表目录

图表 1：国内经济复苏分化.....	1
图表 2：5月 EPMI 继续走弱.....	1
图表 3：4月中旬来，债牛股熊.....	2
图表 4：5月 EPMI 继续走弱.....	2
图表 5：股指月度表现 (05.01-05.26).....	3
图表 6：仅电力及公用事业、汽车、机械等上涨，消费者服务、传媒、建筑等领跌.....	3
图表 7：小盘相对少跌.....	3
图表 8：中信风格均出现不同程度下跌.....	3
图表 9：两市成交额持续下滑至 8000 亿元.....	4
图表 10：北向资金本月净流出 45.53 亿元.....	4
图表 11：杠杆资金本月变动不大.....	4
图表 12：新发偏股基金发行低迷.....	4
图表 13：沪深 300 股债收益差接近-2 倍标准差.....	4
图表 14：上证 50 股债收益差低于-1 倍标准差.....	5
图表 15：中证 500 股债收益差低于-1 倍标准差.....	5
图表 16：中证 1000 股债收益差低于-1 倍标准差.....	5

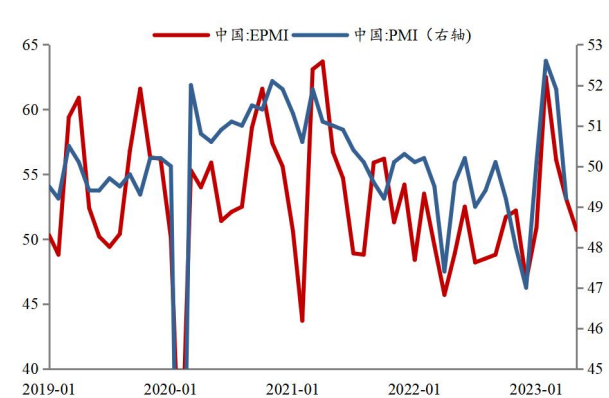
## 一、逻辑分析与行情研判

**行情回顾：**5月市场先扬后抑，月初在中特估主线引领下创下年内新高后走弱，一方面是市场在经历年初以来“数字经济”与“中特估”两大主线的轮动上涨后，阶段性进入到主线动能减弱、资金存量博弈甚至出现缩量、市场缺乏合力的混沌窗口。另一方面，近期经济数据回落、人民币贬值、外资流出以及海外风险事件等，也对市场风险偏好形成冲击。临近月末沪指一度跌破3200点后有所反弹。截至5月26日，万得全A下跌2.89%，上证指数下跌3.33%，沪深300指数下跌4.42%，上证50下跌4.41%，中证500下跌3.30%，中证1000跌2.63%。小盘股相对韧性，中证1000指数相对上证50、沪深300等大盘指数的跌幅相对较浅。

图表 1：国内经济复苏分化



图表 2：5月 EPMI 继续走弱



数据来源：Wind 广州期货研究中心

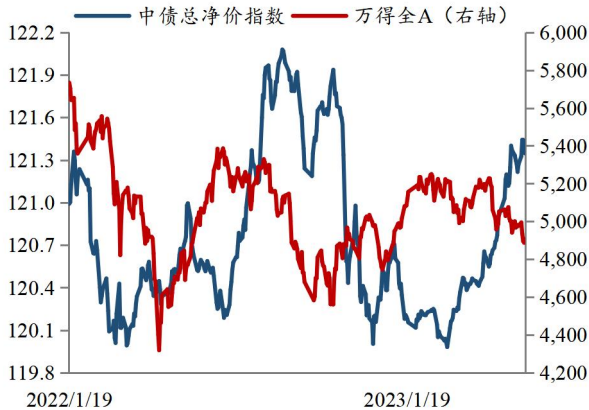
**逻辑一：**国内基本面现实弱势难改，但悲观预期计价较为充分，市场对于稳增长政策预期极低，风险偏好易提振、难恶化，若政策超预期则是刺激变量，从市场当前位置看，做多的赔率与胜率皆不低。当然，触发增量政策需要满足一定的条件，若后续宏观经济数据连续两个月走弱，总量政策可能性或将提升。1) 国内经济复苏分化，出口和服务消费是支撑，投资需求回落，地产销售降温，5月EPMI继续走弱，基本面弱势难改，弱预期+弱现实组合是前期调整主要理由。2) 如若稳增长政策超预期，则有望加速修复，当前市场已经隐含了较多经济悲观预期，春节假期后至今，10Y中债利率累计下行21.4BP；Q1全A非盈利筑底，新旧产业景气分化，三季度PPI或有望企稳回升。

**逻辑二：**6月不加息概率大，注意是否转降息定价逻辑依然存在反复。海外经济衰退及金融不稳定性风险仍大对加息路径起到抑制作用，而4月PCE消费和通胀数据的超预期则降低了2023年下半年联储转向的概率。总的来说，预计不会形成较大利空，而近期美债上限问题有所缓解，美债问题达成协议是当前市场一致预期，一定程度上提振市场风险偏好。1) 美国4月核心PCE同比超预期上行，5月美国Markit服务业PMI再创新高，美国5月服务业和制造业分歧加剧，整体消费支出逐渐从商品转向服务。美国5月Markit服务业PMI初值边际持续上行至55.1%，整体服务业需求大幅好转，服务业通胀压力也处于历史高位。与之相反，美国5月Markit制造业PMI初值边际下行至48.5%，制造业需求明显下行。整体而言，美国消费逐渐从商品转向服务，服务业强劲的需求下+劳动力市场趋紧或进一步加剧通胀压

力。截至2023年5月27日，美联储6月加息25BP的概率上升至64.2%，12月份美联储保持利率高位的预期大幅上升。

2) 美国债务上限谈判有新进展，协议的接近达成也使提振了市场情绪，两党皆立场有所软化和妥协，下周初众议院和参议院将进行投票。

图表 3: 4月中旬以来, 债牛股熊



图表 4: 5月 EPMI 继续走弱



数据来源: Wind 广州期货研究中心

**逻辑三:** 近期人民币持续贬值是北向资金大幅流出有密切联系，从过去人民币3次破7复盘看，人民币回到7以下仍需时日，且其对外资持仓为主的大盘风格有着较大的压制作用，中期看，人民币不具备持续贬值基础，后续人民币的回摆也是市场走强的重要条件。离岸人民币兑美元汇率于上周突破7的高点，创下年内新高，而后汇率持续在7以上运行。本周北向资金大幅流出178.88亿元，本月累计净流入达-104.25亿元。北向资金卖出居前的行业有非银金融、银行、食品饮料、有色金属、钢铁。近年来人民币汇率共3次破7，分别为2019.8-2019.12、2020.2-2020.7以及2022.9-2022.12，汇率回到7以下所用时间分别为95个交易日、109个交易日以及47个交易日。

**展望与建议:** 5月市场的调整一方面来自于前期市场涨幅的兑现另一方面来自于经济复苏预期的修正。5月A股交易情绪持续走弱，日均成交额已从月初的万亿规模回落至8000亿元左右。当前市场估值处于均值以下的相对低位，沪深300股债收益差位于十年以来94%的相对分位，性价比进一步提升。从市场当前位置看，做多的赔率与胜率皆不低，等待边际新变化。经前期持续调整后，“数字经济”拥挤度已处于较低水平，其中多数细分方向拥挤度压力已回落至低位，来自交易拥挤的风险已显著化解。对于超跌反弹资金而言无疑是较好的选择，近期我们建议逢低布局IM多单，而后续若有稳增长政策超预期，则可转向IH或IF多单。

**风险因素:** 疫情反复、美国银行风险超预期、美国流动性收紧超预期

## 二、图表与数据

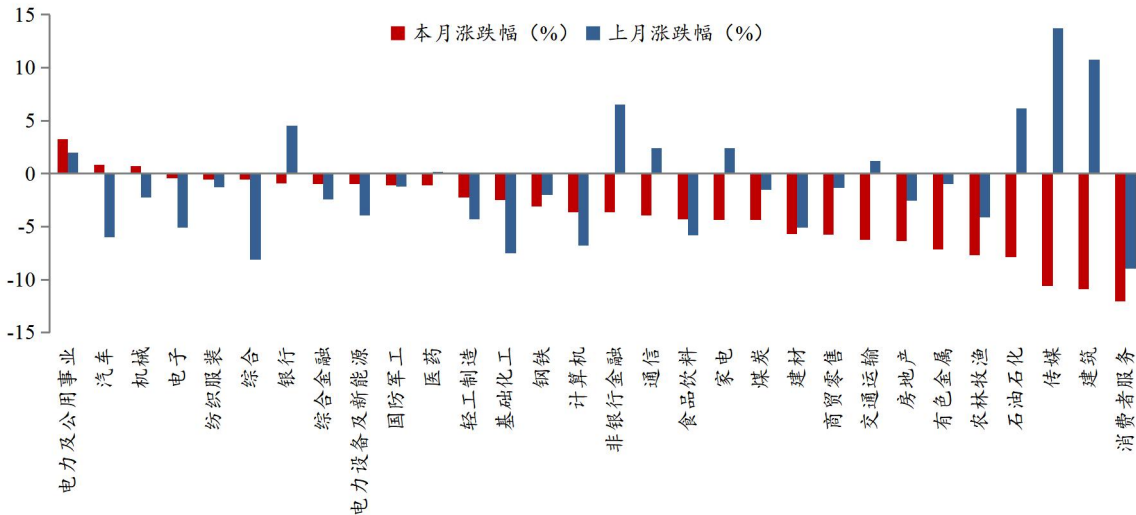
### (一) 行情回顾：指数普跌，小盘相对更具韧性

图表 5：股指月度表现 (05.01-05.26)

	收盘价	涨跌(%)	成交额(亿元)	换手率(%)
上证指数	3,212.50	-3.33	4,169.32	1.96
深证成指	10,909.65	-3.78	5,077.95	2.06
创业板指	2,229.27	-4.11	2,353.76	1.94
上证 50	2,559.61	-4.41	635.49	1.20
沪深 300	3,850.95	-4.42	2,560.73	1.47
中证 500	6,034.98	-3.30	1,546.86	2.26
中证 1000	6,546.41	-2.63	1,936.44	2.80

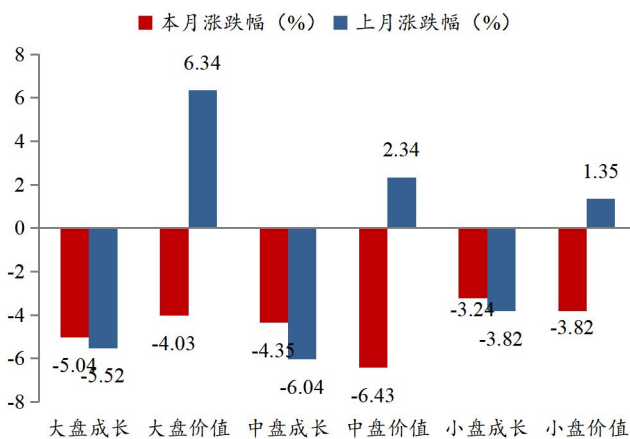
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 6：仅电力及公用事业、汽车、机械等上涨，消费者服务、传媒、建筑等领跌

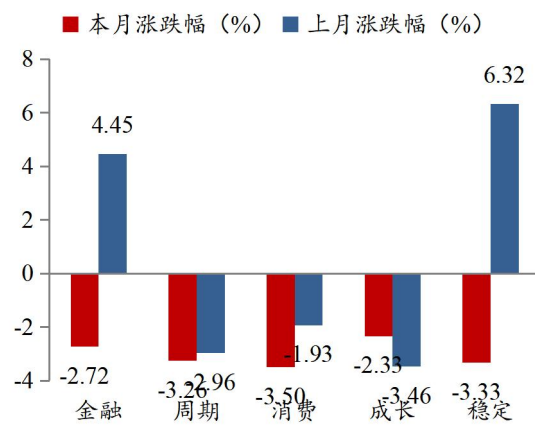


数据来源：Wind, 广州期货研究中心

图表 7：小盘相对少跌



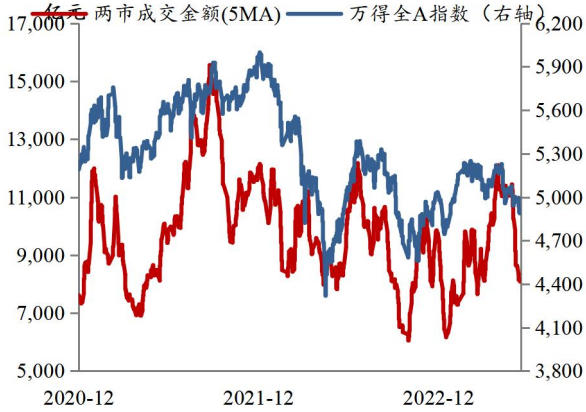
图表 8：中信风格均出现不同程度下跌



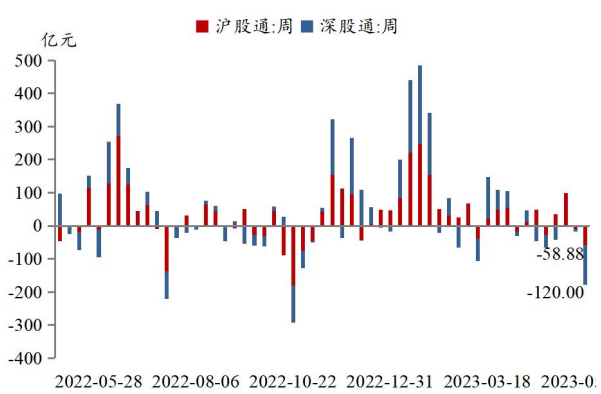
数据来源：Wind 广州期货研究中心

## (二) A股资金面：成交热度下滑，北水大幅流出

图表 9：两市成交额持续下滑至 8000 亿元

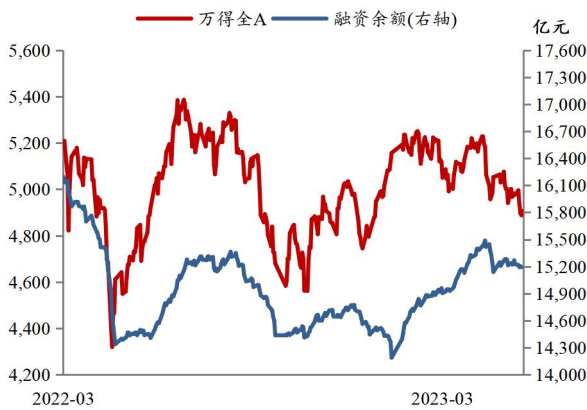


图表 10：北向资金本月净流出 45.53 亿元

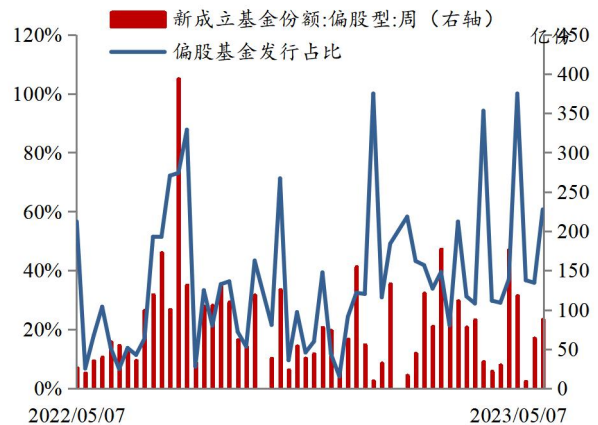


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 11：杠杆资金本月变动不大



图表 12：新发偏股基金发行低迷



数据来源：Wind 广州期货研究中心

## (三) 指数股债收益差：指数性价比中等偏上

图表 13：沪深 300 股债收益差接近 2 倍标准差



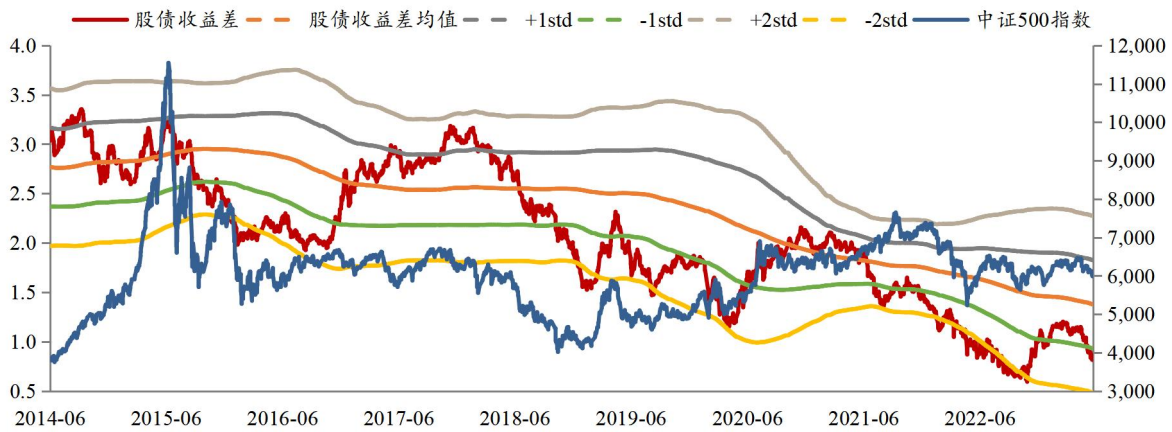
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 14: 上证 50 股债收益差低于-1 倍标准差



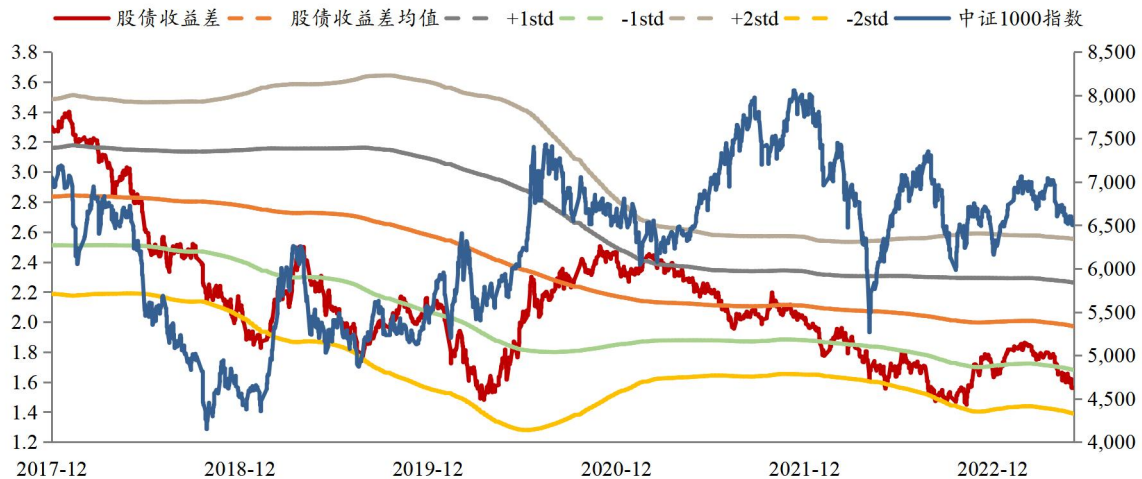
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 15: 中证 500 股债收益差低于-1 倍标准差



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 16: 中证 1000 股债收益差低于-1 倍标准差



数据来源: Wind 广州期货研究中心

## 免责声明

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！**

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

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

邮政编码：510627



## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

<b>上海分公司</b>	<b>杭州城星路营业部</b>	<b>四川分公司</b>	<b>上海陆家嘴营业部</b>
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	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	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	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
<b>广东金融高新区分公司</b>	<b>深圳营业部</b>	<b>佛山分公司</b>	<b>东莞营业部</b>
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2301、2302房	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	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	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
<b>广州营业部</b>	<b>清远营业部</b>	<b>肇庆营业部</b>	<b>华南分公司</b>
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	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	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	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
<b>北京分公司</b>	<b>湖北分公司</b>	<b>山东分公司</b>	<b>郑州营业部</b>
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	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	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	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
<b>青岛分公司</b>	<b>机构业务部</b>	<b>机构事业一部</b>	<b>机构事业二部</b>
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	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	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	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
<b>机构事业三部</b>	<b>广期资本管理（上海）有限公司</b>		
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	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		