

研究报告

月度博览：股指

短期不与趋势作对，中期正视客观压力

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836116

摘要：

行情回顾：本月 A 股主要宽基指数稳步抬升，期间多次“蓄意调整”，但多头力量坚挺，承接流畅，大盘成长领涨。截至 6 月 24 日收盘，上证指数上涨 5.13%，沪深 300 上涨 7.41%、中证 500 上涨 5.68%、上证 50 上涨 5.74%。

逻辑观点：在“外弱内强”预期+流动性逻辑支撑下，乐观者主导定价，短期不应与趋势作对。但在当前金融监管趋严的态势下，基本可以肯定的是，没有基本面支撑的“水牛”行情难再重演，（银行间流动性宽裕≠股市增量资金，只有当私人部门形成融资需求并满足了生产和消费之后，剩余的资金才能在监管允许范围内进入股市），同时对于中期中国经济内生动力还需保持谨慎乐观态度。

“中强美弱”尤其是中国具备相对优势的结论确立，是反转关键之一。美国的衰退预期基本已达共识（但边界尚不明晰），国内 Q3 基本面小复苏也成共识。短期交易可以将“疫情后复苏”与“真实复苏”相提并论，但中期交易则不能忽视其隐忧：下半年出口压力客观存在，但仍有韧性，内生动力可能较弱。

1. 海外衰退→消费（尤其是可选消费）需求减弱叠加库存高位的现状，国内出口压力客观存在，但韧性仍会偏强，4 月底以来政策密集部署稳外贸稳外资，人民币贬值、中美关税可能的豁免亦有望提振出口。

2. 居民资产负债表的修复及收入格局的改善至关重要，但“冰封三尺非一日之寒”，居民端的消费及购房意愿难以及时转向，消费有疫后恢复性增长但修复斜率较缓，地产端本身亦存在房价预期负反馈及房企债务风险，因此房地产销售对投资的带动作用尚待观察。

展望与建议：“中强美弱”乐观预期最容易发酵的阶段是当下，但不完全线性外推，随着验证期的到来，中国经济的实际复苏情况可能会较预期偏缓，加之二季报的临近，A 股盈利预测下修或会增加行情向上阻力，后续指数上涨空间不大，结构性演绎概率更大。对于多头资金来说，指数连续拉涨后有震荡蓄势必要，行情波动或放大，故谨慎追高，仍以低多 IC 思路为主。

风险因素：国内疫情再发酵、海外紧缩超预期

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

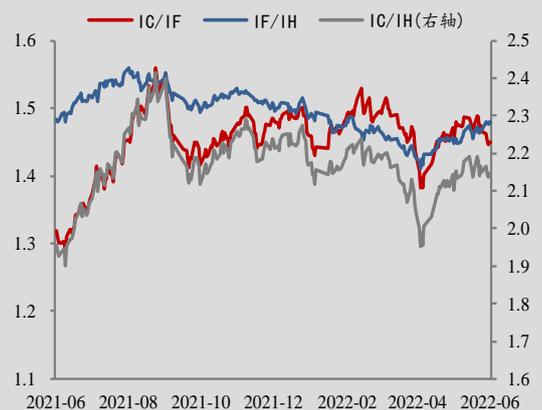
邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

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

- 2022.06.12 《广州期货-一周集萃-股指-基本面“不会更差”，但需有合理修复预期-20220612》
- 2022.06.05 《广州期货-一周集萃-股指-稳增长验证重要性提升，不必急于追高-20220605》
- 2022.05.30 《广州期货-月度博览-股指-超跌反弹空间基本兑现，行情延续需信号支撑-20220530》
- 2022.05.22 《广州期货-一周集萃-股指-稳增长再发力，继续“买预期，卖兑现”-20220522》
- 2022.05.15 《广州期货-一周集萃-股指-困境反转预期提升，短期超跌反弹或延续-20220515》
- 2022.05.07 《广州期货-一周集萃-股指-筑底期“信心比黄金更重要”-20220507》

目录

一、逻辑分析与行情研判.....	1
二、图表与数据.....	2
(一) 行情回顾：指数稳步抬升，大盘成长领涨.....	2
(二) 经济基本面：5月经济数据修复.....	3
(三) 流动性：宏观流动性充裕，信贷结构待改善.....	4
(四) A股资金面：市场情绪略有修复.....	5
(五) 指数估值：指数估值修复，IC性价比相对较高.....	6
免责声明.....	8
研究中心简介.....	8
广州期货业务单元一览.....	9

图表目录

图表 1：美国当前面临较强的衰退风险.....	1
图表 2：6月 EPMI 回到略低于季节性均值水平.....	1
图表 3：剩余流动性指标与 A 股股指相关性较高.....	1
图表 4：PMI 和 A 股隐含 ERP 相关性较高.....	1
图表 5：股指月度表现 (06.01-06.24).....	2
图表 6：汽车、新能源等领涨，煤炭、石油石化等领跌.....	2
图表 7：成长强于价值，其中大盘成长领涨.....	3
图表 8：成长>消费>周期>金融>稳定.....	3
图表 9：短期外需韧性仍存，出口增速超预期增长.....	3
图表 10：除地产外，投资增速平稳增长.....	3
图表 11：5月社零同比增速修复略超预期.....	3
图表 12：PPI-CPI 剪刀差持续收窄.....	3
图表 13：5月 PMI 回升但尚处在收缩区间.....	4
图表 14：5月财新 PMI 回升但尚处在收缩区间.....	4
图表 15：M2-M1 剪刀差走阔，实体经济活力并未出现明显改善.....	4
图表 16：5月社融存量同比增加 10.5%.....	4
图表 17：银行间市场较长时间保持偏低利率水平.....	5
图表 18：各期限 Shibor 下行.....	5
图表 19：两市日均成交金额持续上行.....	5
图表 20：北向资金本月连续净买入共 627.29 亿元.....	5
图表 21：融资余额筑底回升.....	5
图表 22：新发偏股基金处历史低位，同比-90%.....	5
图表 23：沪深 300 股债收益差处于均值附近.....	6
图表 24：上证 50 股债收益差处于均值附近.....	6
图表 25：中证 500 股债收益差跌破-2 倍标准差.....	6
图表 26：沪深 300 风险溢价率处于+1 倍标准差之下.....	7
图表 27：上证 50 风险溢价率接近均值.....	7
图表 28：中证 500 风险溢价率滑落至+1 倍标准差附近.....	7

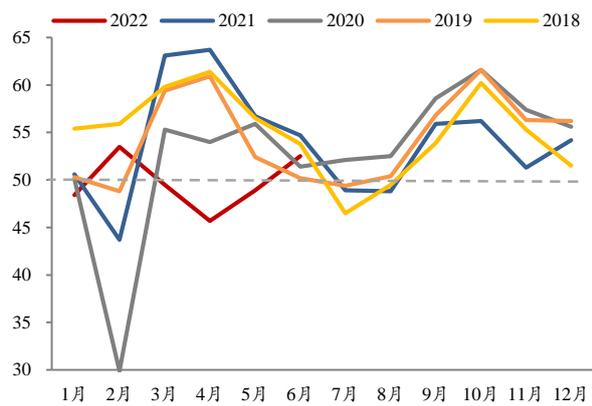
一、逻辑分析与行情研判

我们认为本月市场的强势表现是市场超跌后受短期多重利好集中刺激的结果。1) 基本面：海外衰退+国内复苏预期持续发酵且暂难证伪，市场集中抢跑三季度乐观预期，受益于政策催化的以汽车为代表的景气赛道引领市场行情；2) 流动性：宽信用缺乏有效抓手，宏观流动性异常充裕，资金空转风险较大，“资产荒”声音不断，部分乐观投资者甚至期待新一轮“水牛”行情，流动性逻辑带来短暂的估值容忍度，基本面验证期被容许拉长。

图表 1：美国当前面临较强的衰退风险



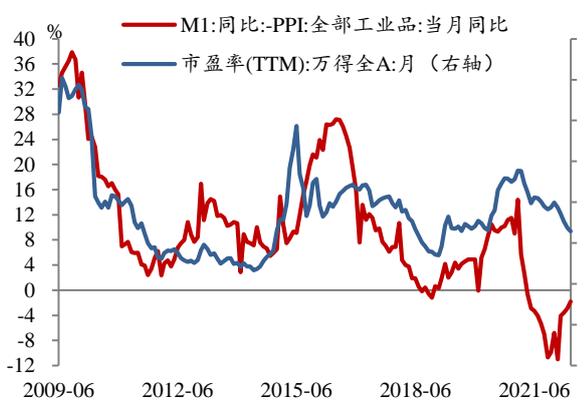
图表 2：6月 EPMI 回到略低于季节性均值水平



数据来源：Wind 广州期货研究中心

在“外弱内强”预期+流动性逻辑支撑下，乐观者主导定价，短期不应与趋势作对。但在当前金融监管趋严的态势下，基本可以肯定的是，没有基本面支撑的“水牛”行情难再重演，（银行间流动性宽裕≠股市增量资金，只有当私人部门形成融资需求并满足了生产和消费之后，剩余的资金才能在监管允许范围内进入股市），同时对于中期中国经济内生动力还需保持谨慎乐观态度。

图表 3：剩余流动性指标与 A 股估值相关性较高



图表 4：PMI 和 A 股隐含 ERP 相关性较高



数据来源：Wind 广州期货研究中心

“中强美弱”尤其是中国具备相对优势的结论确立，是反转关键之一。美国的衰退预期基本已达共识（但边界尚不明晰），国内 Q3 基本面小复苏

也成共识，短期交易可以将“疫情后复苏”与“真实复苏”相提并论，但中期交易则不能忽视其隐忧。

1.海外衰退→消费(尤其是可选消费)需求减弱叠加库存高位的现状，国内出口压力客观存在，但韧性仍会偏强，4月底以来政策密集部署稳外贸稳外资，人民币贬值、中美关税可能的豁免亦有望提振出口。

2.居民资产负债表的修复及收入格局的改善至关重要，但“冰封三尺非一日之寒”，居民端的消费及购房意愿难以及时转向，消费有疫后恢复性增长但修复斜率较缓，地产端本身亦存在房价预期负反馈及房企债务风险，因此房地产销售对投资的带动作用尚待观察。

总的来说，“中强美弱”乐观预期最容易发酵的阶段是当下，但不可完全线性外推，随着验证期的到来，中国经济的实际复苏情况可能会较预期偏缓，加之二季报的临近，A股盈利预测下修或会增加行情向上阻力，后续指数上涨空间不大，结构性演绎概率更大。

二、图表与数据

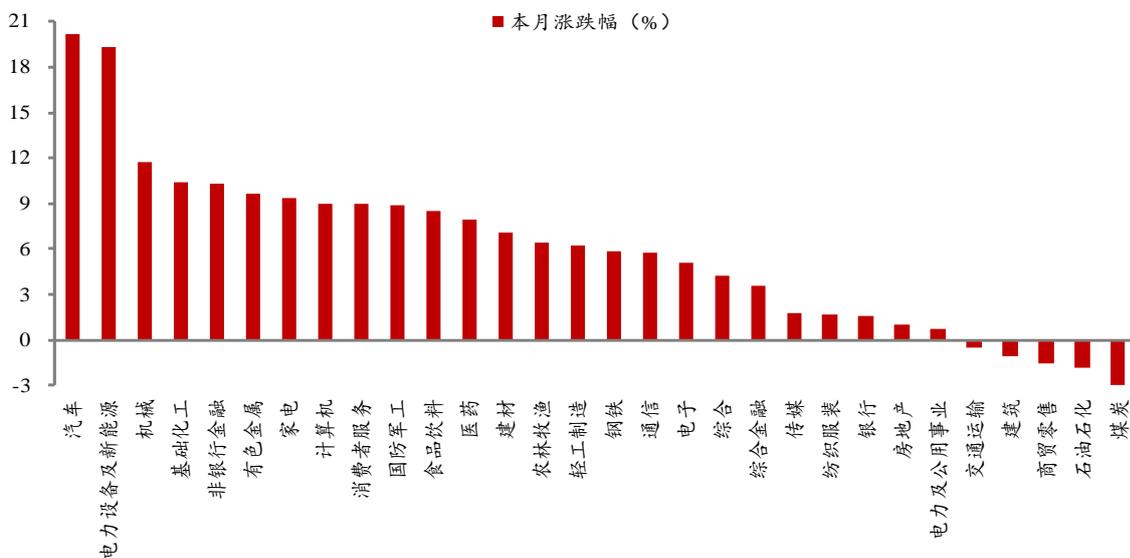
(一) 行情回顾：指数稳步抬升，大盘成长领涨

图表 5：股指月度表现 (06.01-06.24)

	收盘价	涨跌(%)	成交额(亿元)	换手率(%)
上证指数	3,349.75	5.13	4,924.70	2.43
深证成指	12,686.03	10.05	5,778.13	2.61
创业板指	2,824.44	17.44	1,927.50	2.62
上证50	2,974.75	5.74	883.09	1.40
沪深300	4,394.77	7.41	3,212.29	1.55
中证500	6,368.28	5.68	1,811.86	2.87

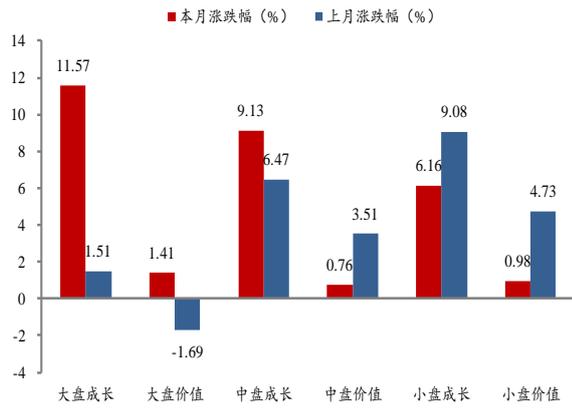
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 6：汽车、新能源等领涨，煤炭、石油石化等领跌

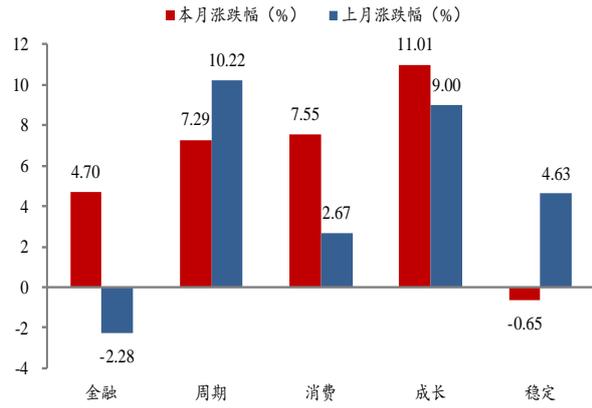


数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 7: 成长强于价值, 其中大盘成长领涨



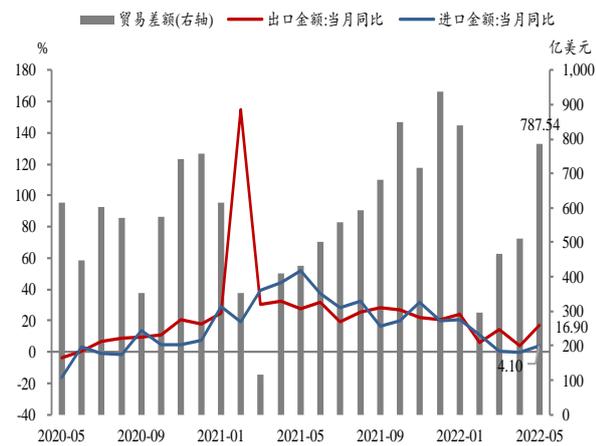
图表 8: 成长>消费>周期>金融>稳定



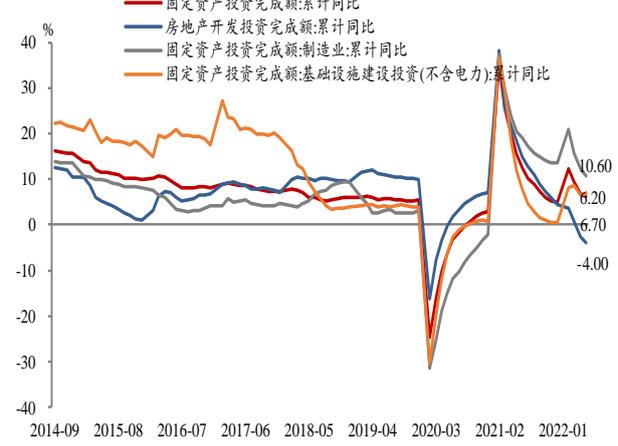
数据来源: Wind 广州期货研究中心

(二) 经济基本面: 5 月经济数据修复

图表 9: 短期外需韧性仍存, 出口增速超预期增长



图表 10: 除地产外, 投资增速平稳增长

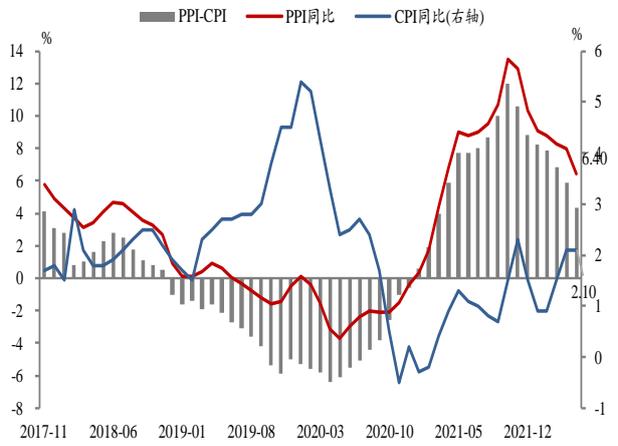


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 11: 5 月社零同比增速修复略超预期

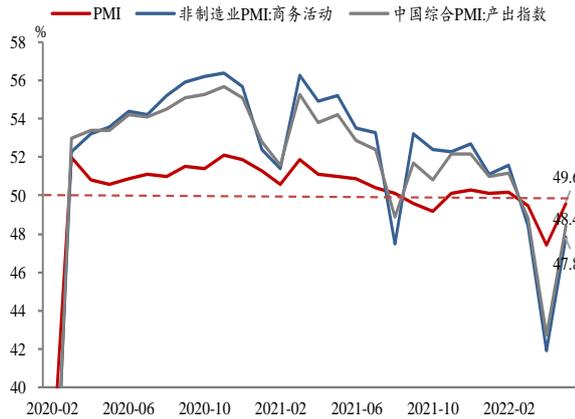


图表 12: PPI-CPI 剪刀差持续收窄

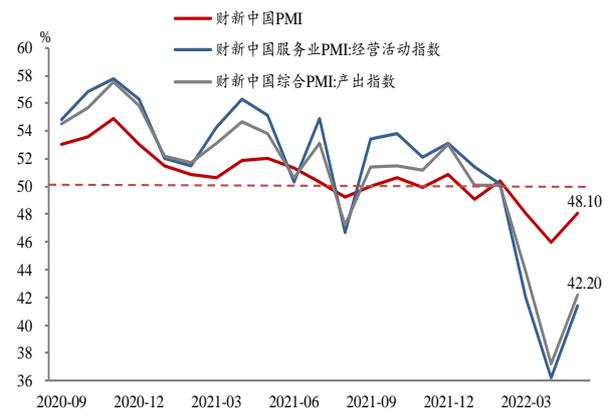


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 13: 5月PMI回升但尚处在收缩区间



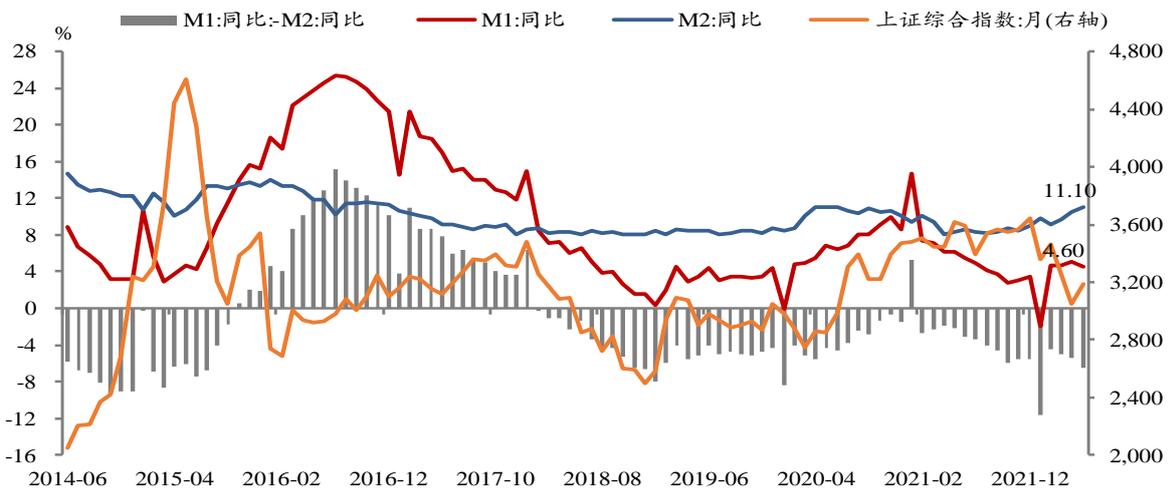
图表 14: 5月财新PMI回升但尚处在收缩区间



数据来源: Wind 广州期货研究中心

(三) 流动性: 宏观流动性充裕, 信贷结构待改善

图表 15: M2-M1剪刀差走阔, 实体经济活力并未出现明显改善



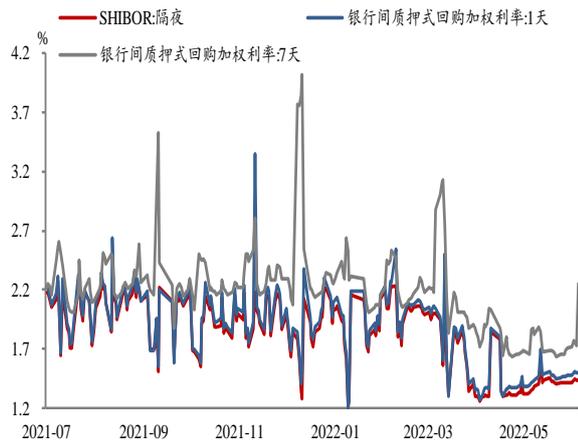
数据来源: Wind, 广州期货研究中心

图表 16: 5月社融存量同比增加10.5%

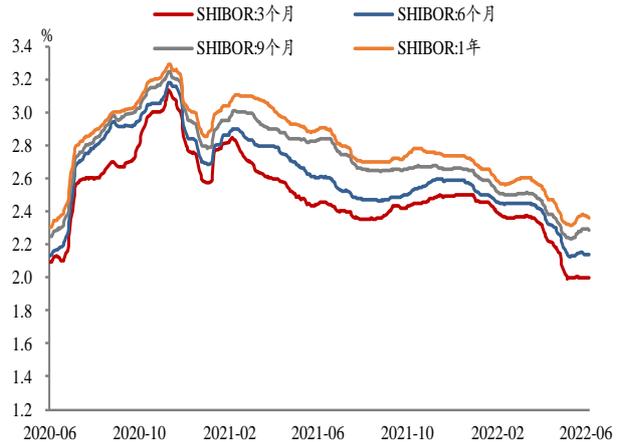


数据来源: Wind, 广州期货研究中心

图表 17: 银行间市场较长时间保持偏低利率水平



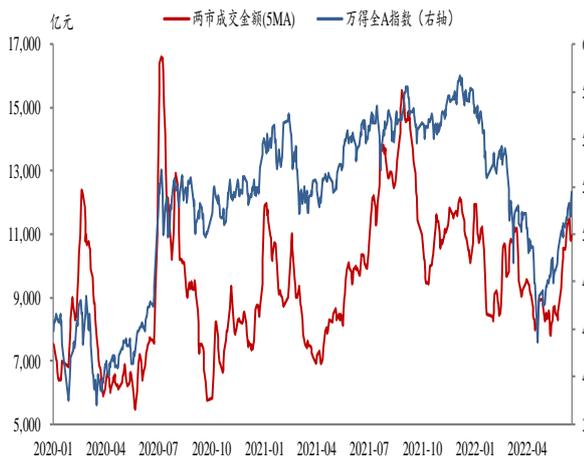
图表 18: 各期限 Shibor 下行



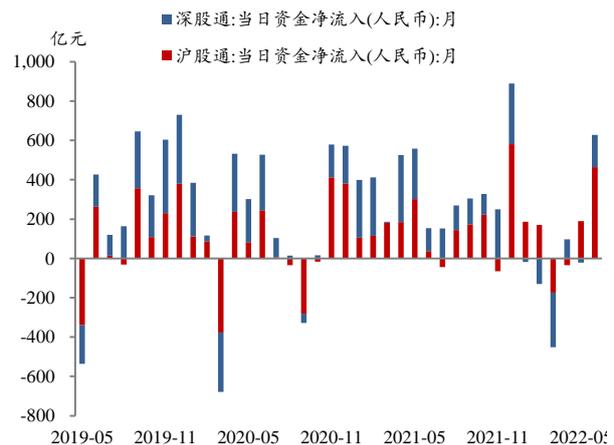
数据来源: Wind 广州期货研究中心

(四) A 股资金面: 市场情绪略有修复

图表 19: 两市日均成交金额持续上行



图表 20: 北向资金本月连续净买入共 627.29 亿元

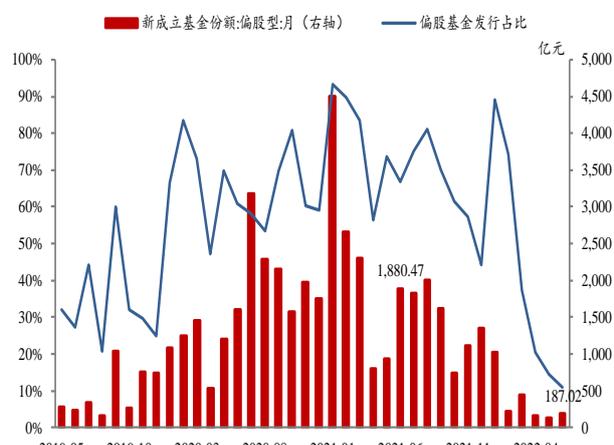


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 21: 融资余额筑底回升



图表 22: 新发偏股基金处历史低位, 同比-90%



数据来源: Wind 广州期货研究中心

(五) 指数估值：指数估值修复，IC 性价比相对较高

图表 23：沪深 300 股债收益差处于均值附近



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 24：上证 50 股债收益差处于均值附近



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 25：中证 500 股债收益差跌破-2 倍标准差



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 26: 沪深 300 风险溢价率处于+1 倍标准差之下



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 27: 上证 50 风险溢价率接近均值



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 28: 中证 500 风险溢价率滑落至+1 倍标准差附近



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

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
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：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	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	深圳营业部	佛山南海营业部	东莞营业部
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	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：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	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	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
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025房、17层03房自编A	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星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	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	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
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：0531-85181099 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	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	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
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	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：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
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
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	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	