

■ 财富圆桌

科创板示范效应带动

# 创业板或现第二波上涨机会

□ 本报记者 马爽

近期,三大股指期货呈现高位盘整,暂停了年初以来牛市冲天的单边上涨行情。历史上,一波牛市行情中,股指期货往往会比标的指数展现出一定的预示性。南华期货研究员姚永源、格林大华期货研究所分析师赵晓霞、一德期货期指分析师陈畅等认为,随着科创板进一步推进,在其示范效应带动下,创业板大概率会迎来第二波上涨机会、继续跑赢主板。建议投资者届时关注多IC、空IH的跨品种套利。

## 期指陷入高位盘整

中国证券报:近三周以来,三大股指期货呈现高位盘整走势,暂停此前的单边上涨行情,背后的原因有哪些?

赵晓霞:今年以来,沪深300指数、上证50指数和中证500指数区间最大涨幅均超30%,近三周则出现高位盘整,既有基本面因素也有技术面原因。从基本面来看,市场的上涨行情需要经济数据的确认,而近期的经济数据却在下滑。从技术面上看,当前行情也有调整的需要。通常股市“深蹲”之后,都会出现因估值修复而导致的快速反弹,反弹时间通常有2至3个月,然后就会步入调整,调整之后能否重新上涨则取决于基本面。因此,近期调整属正常现象。

姚永源:原因主要有四方面:其一,流动性不会继续大幅宽松。预判二季度市场流动性不会延续一季度的大幅宽松态势。其二,全球经济增速放缓开始发酵。其三,3-4月是一季报、去年年报披露高峰期,在企业业利润增速继续放缓的压力下,预计一季度上市公司净利润增速继续下滑的概率较大。其四,从存在年度业绩压力的机构投资者行为分析来看,从全年来看,由于影响股市的不确定性因素较多,一般情况下,年初不会满仓进入股票,需预留一定的资金以应对不确定性因素,因此一季度股票大涨后继续购买意愿大幅下降。

陈畅:从基本面来看,进入3月后,一系列利好因素逐渐体现在价格上涨行情中,而宏观层面缺乏的利好信息指引,一些负面扰动因素逐渐显现。从技术面来看,在经过前期量价齐升后,无论是指数还是成交额都达到阶段性重要关口。且在指数年初急速上攻过程中也积累大量获利盘,即市场面临着上有套牢盘、下有获利盘的局面,不可避免会产生剧烈震荡。

## 避险情绪显著升温

中国证券报:近期,股指期货升贴水以及持仓量方面有何变化?反映了哪些问题?

姚永源:从升贴水方面来看,3月以来,三大期指远月合约相对于近月合约贴水,且价差不断走弱,说明步入3月后投资者并未持续看涨后市表现。3月10日以来,IC相对现货持续贴

水,但截至28日收盘主力合约贴水竟达51.52,与2018年底水平相当,29日由于行情大涨,IC贴水反弹至-13,同时IF、IH仍未出现明显升水,因此股指期货能否继续走高还需观察。

从持仓量方面来看,3月以来,IF、IH、IC合约总持仓量增幅分别为11.98%、18.02%、15.56%,但同期主力合约涨幅分别为5.41%、3.10%、9.93%,K线形态上维持高位箱体震荡,说明持仓量高位大幅上升但期价并未同步上升,说明投资者大幅增加期货仓位以锁定利润,避险情绪显著升温。

赵晓霞:目前,IH和IF基本处于平水状态,IC略微贴水。去年三大期指贴水幅度均较大,今年各个期指品种贴水幅度均有所改善,这说明与去年相比今年市场情绪变得乐观。

此外,目前,股指期货成交量、持仓量与去年相比均有明显增加,主要是因自去年12月初中金所放松了股指期货交易限制。不过,与3月中上旬相比,近期则出现一定下滑。近日,股指期货成交量与持仓量之比略有回落,这显示股指期货市场投机力量有所下降,说明近日常行情震荡利用股指期货进行套期保值的力量在增强。

陈畅:从升贴水角度来看,自2月25日股指期货所有合约呈现大幅升水之后,期指升水幅度不断收缩。进入3月以来,除IH品种在绝大多数交易日维持升水之外,IF品种和IC品种四个合约都在不时出现贴水(IC最为明显)。即使在3月29日指数大涨的前提下,IC四个合约收盘仍呈现贴水。这在一定程度上反映出股指期货投资者的市场情绪偏向谨慎。

## 二季度该如何掘金

中国证券报:未来哪些因素将成为主导股指期货走势的关键?

姚永源:全球经济增速放缓和国内经济刺激效果形成博弈点,未来是否可以再次确定做多的关键因素在于出现以下因素之一即可:其一,全球央行货币政策步调一致,再次出现全球性流动性释放以刺激经济;其二,中国经济韧性很强,宏观经济数据确定反弹或反转时。

赵晓霞:目前来看,影响行情走势的最



南华期货研究员 姚永源

格林大华期货研究所分析师 赵晓霞

一德期货期指分析师 陈畅

键因素是企业盈利情况能否真正地改善。从A股历史上看,从盈利高点到盈利低点通常会经历八个季度,上一次盈利高点在2017年一季度,按照历史规律推算,今年一季度有望是盈利的底部。但是否会真正见底还需要后续数据的验证,这也是影响未来行情的关键性因素。

陈畅:对A股市场来说,驱动行情的主逻辑——由信用扩张和流动性溢价回升带来的估值修复,目前仍有效。如果未来无风险利率与风险溢价有望进一步回落,那么从货币角度来看,市场的风格更偏向均衡。但在PPI下行、流动性充裕、宽货币向宽信用转换的背景下,今年市场风格将整体表现为成长相对于价值占优,中小市值相对大市值占优。具体而言,在决定估值扩张的各种因素中,企业融资环境的改善至关重要。而随着宽货币向宽信用的推进,融资资源会逐渐向民营企业倾斜,信用利差的下降空间明显大于无风险利率。一旦信用利差大幅收窄,回落至合理区间,小指数估值回升速度和空间将远超大指数。因此,建议投资者在随后三个季度继续关注IC品种的弹性。

赵晓霞:对于二季度股指期货走势有何预期?投资者该如何布局?

姚永源:建议二季度主要以风险控制为主,可以适当把握结构性行情。中长期来看,预计IC将强于IH;现货方面,建议布局弱周期消费蓝筹股和科创成长股机会。

赵晓霞:预计当前A股高位震荡走势将会持续到二季度,随后有望重拾涨势,但之后上涨速度有望放缓,体现在指数上,就是斜率不像第一波反弹时那么陡。复盘历史上多轮指数深跌之后的走势发现,深跌之后就会快速反弹,包括垃圾股都会快速上涨,表现在指数上就是指数的斜率变陡。当修复性反弹结束后,行情就会出现分化,只有那些业绩好的股票才能迎来真正的上涨,大盘的斜率也将变缓。建议投资者可以采取三种方式进行布局:其一,择机做多;其二,选择有业绩支撑的股票,同时用股指期货对冲系统性风险,博取Alpha收益;其三,采用套利方式,由于国家支持民营企业发展,IC未来仍有望强于IH。

陈畅:二季度前半段市场大概率继续维持震荡调整态势,除非市场出现极度缩量或者指数再次出现较大跌幅,否则在当前点位不建议投资者大规模布局多单,关注上证综指在2960点-3129点箱体之间的运行情况。市场结构方面,考虑到短期基本面扰动,建议投资者在二季度前半段关注多IH空IC的跨品种操作,但需要注意美股和北上资金波动对大指数可能造成的负面扰动。二季度后半段,随着科创板进一步推进,在其示范效应带动下,创业板大概率会迎来第二波大机会、继续跑赢主板,届时建议投资者关注多IC空IH的跨品种套利。

■ 市场连线

# 东吴期货张华伟:今年铜价有望超预期上涨

□ 本报记者 张利静

今年以来,国内工业品期货总体强势震荡,前两个月走势尤为强劲。在流动性宽松预期和经济基本面下行预期的双重博弈之下,工业品能否继续走高?东吴期货有色研究员张华伟认为,未来工业品仍存五大利好支撑,但同时也要注意三个风险点。投资角度看,铜价有望超预期上涨。

中国证券报:今年以来国内工业品期货先扬后抑,涨幅一度超过10%,背后原因是什么?

张华伟:今年以来工业品价格先扬后抑,其中1月出现较强反弹,主要原因在于去年四季度工业品价格大跌后,利空得到集中释放,期货市场价格得到修复性反弹。多种因素叠加,导致去年四季度工业品价格下跌,但进入2019年后,随着外部扰动因素缓解、房地产投资好于预期、原油价格大涨等因素提振下,工业品价格在1月强势反弹。2月份工业品价格延续反弹,但动能有所减弱。进入3月份后工业品转跌,主要原因在于市场预期经济提振政策

落空,以及春节后传统消费旺季到来下游需求复苏缓慢,去库存速度不及预期。2019年我国国内经济增长目标定为6%-6.5%,为时隔两年之后首次经济增长目标区间下调,既反映了目前中国经济下行压力较大,也反映了政府将不再推行“大水漫灌”式政策。从全国中央和地方财政安排上也可以看出财政政策相对中性,未来基建投资回升力度有限。2019年中央安排财政赤字2.76万亿元,赤字率为2.8%,比上年仅提高0.2个百分点。拟安排的地方政府专项债券2.15万亿元,同比增加8000亿元,低于此前预期。去库存速度不及预期;甲醇、橡胶等多个化工品库存处于近些年高位;有色金属铜冶炼厂库存有积压现象,保税库存快速上升,铝社会库存虽低于去年同期,但仍远高于2018年之前的同期水平,反映了工业品社会总需求不足,价格出现了回调。

中国证券报:从流动性和经济基本面角度综合来看,今年工业品价格将如何演绎?

张华伟:我们对于二季度及下半年工业品价格走势持谨慎乐观的态度。主要原因在于以下几点:一是包括中国在内的全球主要经济体货币流动性趋于进一步宽松;二是中国大幅度减税让利,企业投资意愿上升;三是外部扰动因素缓解;四是中国基建投资增速回升,一定程度上也将拉动国内工业品需求增长;五是经济周期来看,下半年国内或再次进入补库存阶段。但是以下因素也将抑制工业品需求的释放和价格反弹空间:一是全球经济下行压力仍较大;二是全球主要经济体包括中国社会总杠杆偏高,抑制了财政与货币政策的空间,也抑制了投资与消费需求。三是国内在前几年为了稳增长对汽车、家电市场推出了多项刺激消费的政策,随着这些政策的逐渐退出,短期内国内需求增速下降明显。

中国证券报:如何看待今年工业品期货投资机会?

张华伟:今年工业品投资机会由于宏观经济环境不是特别有利,因此主要还要参考各品种各自的供需基本面,在需求端难有超预期释

放的前提下,供应端成了重要的考量因素。从这一点看,基本金属当中,铜仍有可能脱颖而出。根据ICSG的数据,铜矿山产能自去年下半年以来一直处于同比收缩状态,且供应中断事件频发,抑制铜精矿供应增长,从近期铜精矿冶炼加工费用大幅下调也可以看出这一点。国内由于环保政策不断趋严,对废铜进口不断收紧,在禁止进口七类废铜后,今年六类废铜也被归入限制进口类,国内废铜的回收利用能力短期难以释放,难以弥补进口废铜减少的缺口,势必有一部分需求被精炼铜替代。从需求端来看,铜的需求也要好于一般工业品,因铜的良好工业属性难以被替代,新能源、电动汽车快速增长将拉动铜的需求。同时中国的“一带一路”倡议获得更多国家的响应,沿线国家的基础设施建设投资预计将快速增长,也将刺激铜的消费需求膨胀。目前铜全球显性库存偏低,在全球流动性趋于进一步宽松的情形下,一旦全球贸易环境得到实质性改善,铜价或将超预期上涨。

# 连涨3个月 一季度转债大放异彩

□ 本报记者 张勤峰

2.11%!3月29日,可转债市场以全月最大单日涨幅,为3月份的行情画上圆满的句号。据统计,3月份中证转债指数累计上涨3.55%,为连续第三个月上涨,2019年一季度涨幅为2015年以来各季度最大。市场人士指出,一季度转债远远跑赢纯债,成为债券投资者获得超额回报的主要来源;往后看,转债估值透支不明显,5月前供求格局仍将稳定,转债行情仍然有戏,二季度重在挖掘结构性和新券机会。

## 转债市场持续上涨

3月29日,在A股强势反攻的背景下,沪深可转债全面走强。截至收盘,中证转债指数报328.47点,上涨2.11%,单日涨幅为全月最大。回想3月1日,中证转债指数上涨超过1%。

以上涨开始,以上涨收尾,3月份转债市场的行情也算圆满。据统计,3月份,中证转债指数上涨3.55%,为2019年1月以来连续第三个月上涨。

但与前两个月相比,3月份转债市场波动加大。3月初和3月中旬中证转债指数分别有一轮上涨,下旬则以回调为主,其中3月26日单日就下跌了将近2%,而月末最后一天的大涨几乎为全月贡献了超过一半的涨幅。

除波动加大以外,3月份转债市场热点也出现轮动,前期领涨品种如特发转债转入盘整,东财转债则有所回调,广电转债、天马转债、康泰转债等“新势力”趁机崛起,引领了热点的切换。

新券上市表现不俗,成为3月份转债行情的一大看点。Wind数据显示,3月份两市共有11只转债新券上市交易,首日全部实现上涨,涨幅最小为6.77%,最大为18.7%,平均为

13.38%。相比之下,2月份现券首日平均涨幅为10.39%;1月份则为2.93%。随着转债市场热度上升,新券定价逐渐走高,使得一级市场“打新”颇为火爆。

## 围绕两主线布局

整个一季度,中证转债指数累计上涨17.48%,涨幅为2015年以来各季度最大。转债成为大赢家,远远跑赢纯债,成为今年债券投资者获得超额回报的主要来源。

业内人士指出,对于一些债券投资者而言,转债是其分享股市行情的重要渠道。就今年一季度的行情而言,转债无疑扮演了“胜负手”的角色,如果抓住了一季度的转债行情,在实现收益目标和业绩排名方面显然能够得到一份好的保障。

往后看,转债行情波动和分化可能加大,

■ 瞭望塔

## 货币政策易松难紧

□ 本报记者 张勤峰

3月最后一个工作日,央行公开市场操作继续停摆。整个3月,央行只开展了3次逆回购操作,这在近年来实属罕见。近期处于传统的资金面宽松时期,流动性无风无浪,央行减少操作也在情理之中,但货币市场利率中枢触底回升可能表明货币政策进入一段观察期。未来央行何时打破“沉默”,取决于经济形势和外部环境。不过,就目前而言,货币政策仍易松难紧,政策拐点并未到来。

考虑到季末财政支出力度较大,银行体系流动性总量处于较高水平,2019年3月29日不开展逆回购操作。”央行一纸公告,宣告3月份公开市场操作平淡收场。

3月份,央行仅在15日、18日和19日开展了3次公开市场逆回购操作,单次操作量分别为200亿元、600亿元和500亿元,合计1300亿元。Wind数据显示,这是2015年5月份以来,央行公开市场操作投放量最少的一个月。

事实上,从2月开始,央行就明显减少了流动性投放。2月份,央行总共开展了3600亿元逆回购操作,处于2016年以来的低位水平。

2018年以来,在保持流动性合理充裕的既定目标下,央行综合利用公开市场操作等手段对流动性进行双向调节,以维持流动性总量和市场利率水平的合意状态。按照这一逻辑,近期央行降低了流动性投放力度,很大程度上说明流动性总体是充裕的,还没有到需要央行出手填补流动性缺口的地步。

回顾一季度,市场资金面总体较为平稳,多数时间呈现偏松的状态,一度还十分宽松。不过,与2018年三、四季度相比,今年一季度货币市场利率波动有所加大,2月末和3月初期高峰时期资金面还出现了短时期紧张的情况。

作为央行调控流动性的结果,货币市场利率中枢水平的变化,能直观反映出当前货币条件和央行态度。DR007的月均值从2018年5月开始进入一段持续下行的过程,对应着去年一季度的后货币政策边际放松。2019年2月,DR007月均值降至2.44%,较2018年4月份下滑了超过40bp,但从3月开始出现反弹。

这可能表明央行无意助长货币政策和流动性的单边预期。货币政策进入观察期。分析人士指出,当前处于宽信用初期,信用派生改善引起实体经济的正向反馈还需时日,但信用紧缩-经济下滑”的负向循环已被打破,经济出现失速下滑的风险正在减轻。货币当局有条件先看前期效果再做决策。

与此同时,全球经济增长再现放缓迹象,外部需求的不确定性进一步加大。宏观政策的“子弹”不能一次性“打完”,有必要给应对今后可能出现的风险留出政策空间。

未来央行何时打破“沉默”,取决于经济形势和外部环境。但总的来看,当前货币政策放松的概率仍大于收紧,谈论政策拐点时间尚早。一方面,经济下行压力犹存,前期政策效果有待观察,经济增长仍有不确定性,特别是随着主要国家经济增长放缓,全球经济增长的压力进一步加大。另一方面,随着主要央行暂停收紧货币政策,中外利差收窄的势头出现反转,人民币保持平稳运行的有利因素增多,我国货币政策自主调控的空间得以拓宽。

## 4月LLDPE或最后一跌

□ 中信期货 胡佳鹏

3月中旬以来,L1905期货价格走出了横盘整理的行情,表现相对坚挺。对期价形成支撑的主要是地膜消费旺季与中下游企业“抢粮点”备库等一些短期因素,考虑到需求支撑即将放缓,而供应压力并不会明显减轻,判断4月聚乙烯的基本面仍将面临较大的压力,下跌风险尚未完全解除。

第一,本周石化库存的快速下降主要有两方面原因:一方面是地膜传统旺季构成了较强的刚需支撑,另一方面则是中下游企业为了更多的进项抵扣,抢在增值税正式下调之前提前备货,而这无疑会透支部分后期的需求。

第二,调研显示,地膜国家厚度标准从0.008mm到0.010mm的提高并没有给2019年LLDPE原料需求带来明显增量,华北地区执行力度较为宽松,而西北新疆等地因气候条件相对苛刻,早在前两年就已经开始使用0.010mm的厚膜。此外,即使是在旺季时段相对较晚的西北地区,目前地膜的生产也已接近尾声,因此旺季需求对LLDPE价格的支撑可能逐渐减弱。

第三,4月PE进口供应依然会有比较大的压力。在增值税降低以后,众多进口贸易商纷纷通过“买现货抛盘面”的套利行为赚取税费,同时也将一部分3月未到港的进口PE的报关时间推迟至4月,因此在一季度持续压制价格的进口压力在4月甚至5月上旬仍不会有明显减轻。

最后,2019年是石化检修的小年,4月PE的检修量将同比大幅减少,国内供应可能会持续处在相对较高的水平。

综上所述,L1905价格在4月仍存在比较大的下跌风险,下方支撑动态参考原料价格,目前静态含税水平约在8000元/吨左右。

不过对于9月合约而言,随着外盘库存降低,进口到港在5-6月大概率会逐渐减少,同时国内检修量虽然同比依然偏低,环比却会呈现逐渐上升的趋势,因此PE整体供应压力届时将较4月有明显减轻,反弹动能可能会逐渐积蓄。