

大象起舞：IH多头强 IC空方凶

□本报记者 马爽

在调整多日之后，周一（4月29日）三大股指期货走势显著分化，其中上证50期指主力合约IH1905全天表现强劲，盘中一度涨2.4%；而中证500期指主力合约IC1905则迭创阶段新低，盘终跌2.53%；相对来说，沪深300指数期指主力合约IF1905则波动加剧，收涨0.38%。

分析人士表示，当前的宏观政策对蓝筹股最为有利，对中小盘股有较大压制，体现在盘面上就是代表蓝筹股的IH最强，代表中小盘股的IC最弱，IF居中。不过，进入5月后，业绩地雷对中小指数的负面影响可能会逐渐消退，基本面有望成为影响市场的核心因素，期指后市料延续分化走势。

期指三兄弟分道扬镳

周一，三大期指走势分化，其中IH1905合约全天表现强劲，最高上探至2979.8点，涨幅一度超2.4%，收报2944.6点，涨1.23%；IC1905合约则低开低走，盘中再创阶段新低5226.2点，收报5258.8点，跌2.53%；IF1905合约日内波动较大，早盘两次翻绿，午后则冲高回落，收报3914.8点，涨0.38%。

“4月29日三大期指走势分化严重，主要是受各自基本面决定。”南华期货期指研究员姚永源向中国证券报记者表示，其一，2018年年报以及2019年一季度业绩报告大部分已披露完毕，其中蓝筹股盈利增速超预期反弹，而以科技股为主的中小创整体盈利增速继续负增长，低于市场预期；其二，2019年一季度中国经济增速超预期，且央行多次强调适度宽松的货币政策为主，因此二季度继续大幅释放流动性的概率减少，这样不利于中小盘股票的估值抬升，在存量资金博弈下，行业龙头企业具有较高的盈利确定性。

中信证券明：债市机会是跌出来的

□本报记者 张勤峰

随着经济金融形势变化，市场逐渐调整对货币政策走向的预期，近期债市利率出现较明显上行。中信证券研究部固定收益首席分析师明明在接受中国证券报记者采访时表示，货币政策在动态微调而非取向逆转，债市收益率继续上行的空间已经不大；债市机会是跌出来的，可等待基本面和政策面新的“预期差”。

政策微调非取向逆转

中国证券报：近期市场对货币政策取向的看法出现变化。货币政策是否出现了边际收紧？**明明：**相对2018年，2019年以来相关方面就货币政策频繁表态，但央行在货币政策实际操作中较为保守，流动性投放缩量频降。未来的货币政策将根据经济金融形势变化微调微调，在保持稳健取向中左右摇摆而非取向逆转；具体操作方面则会呈现锁长放短的特征。**中国证券报：**今后一段时间，央行流动性管理目标和工具手段是否可能出现调整？**明明：**从以往政策表态和央行实际操作来看，货币政策实践要早于政策表态。回顾一季度以来的货币政策操作，显现锁长放短的特征。后续央行流动性管理目标和工具手段调整还需要根据基本面的变化做出调整，如果经济基本面企稳回暖，货币政策可能继续边际收紧，流动性投放以逆回购为主。

从目前的情况看，年中MLF大额到期仍需要中长期流动性释放对冲，经济基本面对后续的不确定性仍然存在，年内仍然存在降准可能性，但即便降准也大概率是以定向降准的形式实施。

利率水平继续上行空间不大

中国证券报：对后续流动性走向有何判断？货币市场利率低点出现了吗？未来DR007中枢在哪里？

明明：后续流动性不会明显收紧，仍将维持合理充裕的环境。二季度货币市场流动性可能发生波动的时段主要在资金到期时点附近，其中，5月中旬1560亿元MLF到期与缴准时点临近，6月份共有6630亿元MLF到期，半年末时点监管考核影响也值得留意。

随着货币政策数量投放逐渐从降准转向逆回购和MLF，流动性调控转为预调微调后，货币市场利率中枢已逐渐抬升到2.55%的水平。往后看，货币市场利率波动性会逐渐降低，DR007中枢大概率也会维持在7天逆回购操作利率水平附近。

中国证券报：经近期调整，债市收益率继续上行空间大吗？机会可能来自哪里？**明明：**利率前期的调整主要是信贷和经济超预期的刺激，金融数据和经济基本面的企稳回升预期陆续得到验证，货币政策进入观察期，利率前期的上行基础有所夯实。3.4%的10年期国债收益率仍然可能是市场情绪博弈的重要关口，但基于基本面超预期和货币政策的调整，利率大幅上行的空间已经不大，收益率曲线将会平坦化。

机会是跌出来的，前期利率大幅调整的利空因素基本已经出尽，后续信贷数据和经济基本面不及预期、后劲不足等的出现可能会带来一波利率的回调，可把握波段交易机会。

三大期指及对应标的指数表现			
名称	4月29日收盘价	4月29日涨跌幅	4月以来累计涨跌幅
沪深300指数	3900.3点	0.28%	0.72%
沪深300期指IF主力1905合约	3914.8点	0.38%	0.94%
上证50指数	2939.41点	1.61%	3.55%
上证50期指IH主力1905合约	2944.6点	1.23%	3.40%
中证500指数	5265.6点	-2.63%	-5.08%
中证500期指IC主力1905合约	5258.8点	-2.53%	-4.79%

数据来源：Wind、文华财经

格林大华期货分析师赵晓霞认为：“当前的宏观政策对蓝筹股最为有利，对中小盘有较大压制，体现在盘面上就是代表蓝筹股的IH最强，代表中小盘股的IC最弱，IF则居中，这反映市场对不同类型企业的不同预期。”

赵晓霞进一步表示，新一轮国企混改或启动，国企运营效率有望进一步提高，激发了市场对蓝筹股的积极预期。“在三大期指对应的标的指数成分股中，上证50指数中的国企占比最大、沪深300指数居中、中证500指数最小，这也是IH在三大期指中表现最强、IC表现最弱、IF居中的主要原因。”

此外，IC表现较弱可能还与注册制越来越接近有关。赵晓霞认为，科创板很快就会开启，科创板的制度性创新有望给我国证券市场带来真正的注册制，那么原有的中小盘股的壳价值就会显著降低，带来估值向下调整的压力，这也是IC表现弱的另一主因。

分化走势有何预示

三大期指表现分化是否是对标的指数走势的提前预期？姚永源认为，三大期指走势分化在各自基差表现中已体现出来。比如，4月15日至24日，IF当月合约持续维持贴水状态，IH整体上维持升水状态，IC当月合约持续维

供应端趋紧 “羊贵妃”或卷土重来

□本报记者 张利静

“猪周期这么火，羊怎么看，牛怎么看？”近日随着猪周期行情爆发，有人调侃称。其背后，养殖板块的分化成为一个值得注意的现象。实际上，从历史上看，牛羊肉价格跟生猪价格走势有较强的一致性，那么，猪肉价格上涨对羊肉价格的提振程度如何？对资本市场相关板块又有什么影响？

羊肉涨价潮有望再现

从现货价格走势来看，商务部监测的数据显示，4月15日至19日，全国36个大中城市猪肉、牛肉价格比前一周分别下降0.7%和0.3%，羊肉价格基本持平。其中，武汉、大连、郑州猪肉价格分别下降4.7%、4.3%和3.5%，西安、成都、呼和浩特牛肉价格分别下降4.1%、3.1%和1.7%，成都、北京、上海羊肉价格分别下降3.1%、3%和0.5%。

从猪肉与羊肉价格的联动性来看，业内分析人士指出，去年以来，在相关疫

美元走强冲击大类资产配置价值

□本报记者 张利静

4月份以来，美元指数走强程度超乎市场预期。在其影响下，市场对宏观流动性格局的预期也悄悄发生动摇，分析人士认为，二季度包括大宗商品及债市在内的大类资产配置价值或将生变，市场料震荡加剧。

流动性逻辑生变

4月以来美元指数表现整体偏强，近日一度冲破98，创近两年新高。“美元走强，美股创新高，再次说明美国经济没那么差。市场不应忽视美国经济的韧性，尤其是家庭消费的扩张。美元走强还表明部分新兴经济体的风险仍在。”光大证券宏观研究指出，往前看，1—2个季度内美元指数或继续在95—100区间震荡。一方面，欧元区经济底部仍有待确认，另一方面，美联储在调整货币政策指引后进入观望期，短期内再“放鸽”的概率降低。

此外，该机构认为，油价走高、经济数据改善、资产价格回升也减少了美联储宽松的必要性。

从近期消息面来看，美国一季度实际GDP年化季环比初值远超预期，经济表现稳定，数据方面并未出现市场预期中的下行压力。欧洲经济数据表现偏弱。整体上，包括美联储、欧洲及日本在内的主要央行“鸽派”态度尚未发生明确变化。

“虽然本次美国一季度实际GDP年化季环比初值远超预期，但源于出口和库存增长的支撑长期来看恐难以持续。美元在美国经济数据超预期的影响下会有所走强，但是在个人消费和企业投资端表现有所下行的背景下，美元指数继续升值的空间不会很大。”中信证券分析师明明表示。

情影响下，各地生猪存栏量不断下降，肉食市场供应端趋于紧张的格局较为明显，机构普遍预测生猪产业将在今年二三季度出现严重的供应缺口，届时猪源紧张的局面将对羊肉价格带来提振。

从国内牛羊养殖基本面的来看，近两年，牛羊养殖数量减少趋势较为明显。从市场活羊存栏量来看，活羊存栏量不足、能繁母羊数量缓慢增长。究其原因，主要是不少中小养殖户在环保压力之下逐渐退出了市场，这部分产能暂时难以恢复。在2018年，羊肉价格就不断掀起涨价潮。

从季节性角度分析，相关研究人士指出，一般来说，由于羊肉燥热的特性，每年的春秋两季是羊肉消费的淡季，需求不佳对价格提振有限，近期羊肉价格下跌背后就有这个原因；但进入夏季，烧烤活动增加会提升羊肉需求量，进而带动羊肉价格上涨。

相关板块引关注

值得注意的是，与去年同期相比，目

美元走强冲击大类资产配置价值

中银国际证券分析师张晓娇、朱启兵认为，从国际环境来看，美国的经济数据依然较强劲，但日本、欧洲等发达国家和地区依然受到经济增速下行和贸易走软的困扰，全球迫切需要出现强劲的增长突破口；从国内环境来看，财政政策和货币政策在一季度已经超预期发力，二季度估计暂且观望政策效果，经济增速有望保持稳定。

短期料加剧震荡

分析人士指出，无论如何，伴随美元阶段性走强，市场对美联储趋于宽松的一致预期已经发生分化。这将影响未来大类资产操作的宏观逻辑。

“美国经济的超预期表现对美联储的决策可能带来矛盾影响：一方面，美国经济增长仍然强劲有韧性，这对美联储来说可能构成一个货币政策趋紧的理由；但另一方面，消费端数据疲弱依旧，这意味着货币政策有必要放松；故美联储对于利率调整将会继续保持耐心。”方

中国期货市场监控中心商品指数（4月29日）							
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		85.79			85.18	0.6	0.71
商品期货指数	993.45	997.58	997.68	992.86	993.31	4.26	0.43
农产品期货指数	822	823.13	824.56	822	822.28	0.85	0.1
油脂期货指数	439.73	440.16	441.18	439.25	440.28	-0.12	-0.03
粮食期货指数	1216.63	1223.86	1225.84	1215.72	1215.79	8.07	0.66
软商品期货指数	798.69	798.88	801.54	796.99	799.68	-0.8	-0.1
工业品期货指数	1073.84	1079.59	1079.69	1072.75	1073.94	5.64	0.53
能化期货指数	685.98	685.74	688.87	684.66	687.09	-1.34	-0.2
钢铁期货指数	1256.08	1273.16	1273.29	1254.37	1254.34	18.82	1.5
建材期货指数	1082.34	1090.17	1090.44	1080.55	1082.56	7.61	0.7

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（4月29日）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	974.98	977	972.69	973.63	-5.24	974.62
易盛农基指数	1258.58	1259.81	1254.71	1254.92	-5.87	1257.08

以卖出取现的最后一天的影响），因此资金倾向于大指数进行避险和防御，盘面再次出现今年1月末的恐慌性抛售。不过，进入5月后业绩地雷对中小指数的负面影响将逐渐消退。”陈畅表示。

基本面将成核心因素

展望二季度剩余时间走势，姚永源表示，一季度A股估值修复已较为充分，业绩报告披露后基本面因素有望回归并将成为影响股市的核心因素，二季度主要关注的核心问题就是年中货币政策走向、美联储议息决议等。因此，整体上看，建议以避险为主。对于市场风格方面，市场资金追逐盈利性较好的板块，预计IH强于IC在二季度是主要风格表现。

赵晓霞也表示，看好后市期指表现，因货币政策边际会略紧，但并未转向，仍属于宽松范畴。同时，财政政策仍在宽松，减税降费、减少对国企的行政干预、支持民营企业发展，这些措施都有利于经济的恢复，后市经济有望企稳。股市的估值合理、政策宽松、企业盈利有望进一步改善，这些因素从中长线上看会驱动股市继续向上。对于投资者而言，建议趁现在的调整时机可进行多头布局，也可进行买IH抛IC的套利操作。

陈畅则认为，3月经济金融数据全面超预期，短期加大宽松力度的必要性降低，四至五月政策将步入观望期，在此期间，货币政策边际改变对市场的影响不容忽视。但从“着力解决融资难、融资贵问题”的表述来看，宽松的货币政策仍未结束。市场结构方面，考虑到基本面的扰动，二季度前半段的市场风格偏向于大指数，但后半段，在宽货币向宽信用转换的背景下，叠加科创板的示范效应，预计整体市场风格将再度表现为成长相对于价值占优、中小市值相对大市值占优，届时建议投资者关注多IC空IH的跨品种套利。

前各地的羊肉价格依然处于高位水平。“进入下半年，节假日因素及猪产业供应短缺影响之下，牛羊肉消费料有明显提升。因此价格也将进一步上涨。”分析人士指出。

此外，羊肉进口方面，随着进口关税降低，对国内羊养殖业影响又将如何？对此，研究人士指出，有一定影响，但影响不大，进口部分增量很难对国内羊肉价格造成冲击。一方面，整体上从国外进口的羊肉价格并不是很低；另一方面，不仅是国内，包括海外市场在内的全球羊养殖数量近年来均呈现下降趋势。此外，在相关疫情影响下，国内外羊肉消费均在增加。

从投资角度来看，分析人士指出，投资者可关注A股上市公司中具有牛羊肉业务的标的。“由于全国生猪存栏量下降明显，预期猪价在下半年会有较明显的上涨。从历史上看，牛羊肉价格跟生猪价格走势有较强的一致性，预期猪肉价格上涨后，部分涉及牛羊肉业务的股票或将受益。”太平洋证券分析师黄付生、孟斯硕指出。

美元走强冲击大类资产配置价值

正中期货分析认为。

从国内来看，该机构指出，目前央行货币政策虽未实质收紧，但更重要的是较前一阶段已经出现明显转向。无论是财政政策还是货币政策，总量政策正在向更加有针对性的定向政策调整，表现在TMLF的运用和定向刺激消费的措施上。“宏观逻辑的这一点改变需要注意，市场运行的逻辑正在从对宽松政策的反应转向对经济预期和企业盈利的期待。根据我们对今年宏观形势的判断，估值仍有上行动力，短期虽然出现一定调整，但大方向保持向上不变。”

“经济下行压力较大时聚焦逆周期调控，经济下行压力缓解以后再聚焦结构性去杠杆和三大攻坚战，这将成为今年经济问题的一个主线，而且进入二季度以后，这种逻辑也已经被市场充分预期。因此，资产配置的关键逻辑将倾向于资金面博弈，重点在资产性价比。”华泰证券宏观研究认为。

■ 记者观察

5月资金面料不松不紧

□本报记者 张勤峰

4月份虽然资金面在多数时候偏宽松，有时候还很宽松，但波动性明显加大。目前来看，5月份资金面通常变化不大，应该不会比4月份更紧张，但也很难回到较宽松的状态。

4月29日，央行未开展逆回购操作。央行公告称，临近月末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平。

货币市场利率走势印证了这一点。29日，短期货币市场利率全线继续走低，以银行间市场存款类机构质押式回购利率为例，隔夜利率DR001大跌34bp报1.69%，7天利率DR007跌1bp报2.70%。

回头看，4月份资金面呈现两头松、中间紧”的特征，虽在多数时候偏松，但波动性加大。4月初，DR001一度跌至1.42%，处于2015年8月以来的低位水平，显示短期流动性十分充裕。而月中时点，受财政收税、MLF到期、市场情绪变化等因素的影响，流动性出现收效，DR001最高涨至2.98%，创了2015年4月以来新高。近两三日短期货币市场利率重新回落，DR001回到年初以来的运行中枢之下。

4月份货币市场利率中枢水平继续小幅上移。以最新数据计算，4月份DR001算术均值为2.36%，较3月份高出1个基点，为连续第3个月上扬；最具代表性的DR007算术均值为2.62%，较3月份高出3个基点，连续第2个月上扬。

4月份资金面以上两点变化，可能表明流动性最充裕的时候已经过去。这符合金融机构超储率的季节性变化趋势。从往年来看，随着超储资金不断消耗，到每年第

二、三季度时，衡量银行体系流动性水平的超储率通常会迎来一个低点。今年也不例外，由于一季度信贷投放创历史新高，地方债发行额亦为历年一季度之最，超储的消耗可能比往年更快。

更重要的是，这在一定程度上折射出央行流动性操作的变化

当前新增基础货币基本靠央行供给，流动性水平和货币市场利率水平皆为央行根据市场形势进行调控后的结果，比较能够直接地反映出一个阶段内央行货币政策意图。不少市场人士认为，随着经济和金融形势变化，央行货币政策边际放松已告一段落，流动性最充裕的时候已经过去。

但分析人士表示，考虑到经济初现企稳迹象，向上弹性有限，货币政策不存在大幅收紧的基础。流动性告别最宽裕时段，但未必会持续收紧，货币市场利率中枢可能小幅上移，但持续向上空间可能不大。

往后看，5月份流动性供求仍将面临财政收税、MLF到期、政府债券发行缴款等因素影响。但相比之下，这些因素的影响可能不会有4月份那般显著。首先，由于上年度企业所得税汇算清缴，5月份财政存款通常是增加的，但规模一般会比4月份少；其次，5月份暂时没有央行逆回购到期，有1560亿元MLF到期，公开市场到期量大幅少于4月份；最后，今年地方债发行前置，缓和了年中供给压力，5月份地方债发行规模同比可能不会有太明显的增长。

5月份流动性供求压力较大的时点预计还是在中旬，此时税期因素影响最明显，MLF也是在5月14日到期。总体上，预计5月份资金面将大体平稳，不会比4月份更紧张，但也很难回到前期较宽松的状态，不松不紧可能成为今后一段时期资金面的常态。

铜铝上行节奏或被打乱

□本报记者 张利静

近期，“淡化逆周期调节”的提法令商品市场乐观预期弱化，业内人士认为，随着稳增长进入观望期，市场乐观情绪消退，前期情绪因素支撑较多的有色金属多头行情节奏短期将难以持续，警惕调整风险。

乐观预期弱化

近期在“结构性去杠杆”的政策导向提法之下，市场预期，社融回升或将受到抑制，4月份经济难有超预期的表现。整体上市场乐观情绪受到压制。

业内人士认为，随着稳增长进入观望期，一些与宏观关系密切的品种比如有色金属的短期支撑或将弱化，投资者需警惕短期调整行情及相关资产联动下的投资风险。

值得一提的是，4月以来，沪铝继续了震荡上行的周期并且涨势加大，外盘伦铝却由于外需较差呈现出截然相反的情形。

“宏观方面的维稳刺激措施、货币政策的预期宽松，叠加上新增产能（主要是置换产能）释放放缓，以及旺季即将来临的预期，市场情绪被大幅提振。在资金追捧下，沪铝在有色金属中一枝独秀地震荡上行。”方正中期期货研究指出。

此外，在前期乐观氛围及铜库存降低的背景下，市场对铜价走强也存在一定预期。业内研究人士指出，目前处于传统金属消费旺季，且冶炼厂

集中检修，导致近期国内库存连续下降。

短期调整或加剧

展望后市，分析人士指出，短期有色金属板块调整有望加剧，市场上行节奏或暂时打乱，但整体上下方存在较强支撑，调整区间预计有限。

从基本面来看，南华期货分析师郑景阳表示，铜精矿TC持续下滑加剧铜矿供给担忧，而且二季度国内冶炼厂集中检修影响精铜供应，加之精废价差收窄后部分废铜消费转至精铜，因此尽管旺季需求弱于往年，但铜库存下降趋势难改。“我们认为短期市场乐观情绪消退后铜价有回调需求，但供应端对其存在支撑，因此铜价下跌空间或有限。然五一长假来临，建议谨慎为主，沪铜区间操作。”

信达期货分析师陈敏华认为，随着国内一季度较好宏观经济数据落地，而国内需求并没有明显起色（部分归因于税改导致3月抢订单所致），叠加欧美经济持续走弱，美元指数走强等因素，铜价呈现高位偏弱调整走势。此外，近期市场对后期货币继续放水预期被打破，也在一定程度上施压短期铜价表现。目前市场关注的焦点依旧在下游消费回升与国内炼厂检修，消费回升库存持续炼厂检修去化，但铜价上涨缺乏点动力，短期料将继续呈现高位震荡偏弱走势。

铝价方面，方正中期期货研究分析，上游氧化铝方面，其价格在持续走跌后近期终于有所企稳，可氧化铝产能新增较为可观，未来原铝成本线偏低将持续较长时间。库存方面情况较为乐观，交易所以及社会铝锭库存在经历了季节性累库后又再度转入下行区间，去库存周期仍然在继续。

■ 2019年4月30日 星期二

责编:张枕河 电话:010-63070408 E-mail:zbs@zzb.cn