

# 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指数主力合约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或将逐渐消退，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。中信证券研究院固定收益首席分析师明明在接受中国证券记者采访时表示，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，流动性投放缩量降频。未来的货币政策将根据经济金融形势变化预调微调，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受信贷和经济超预期的刺激，货币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，对中小盘股来说就是代表蓝筹股的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或将逐渐消退，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。”

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，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。

## 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

持贴水状态则要追溯到3月12日，且呈不断扩大趋势，说明投资者看空IC的程度远大于IH。对短期而言，三大期指主力合约贴水程度不断收窄，特别是IC虽然周一大跌，但贴水幅度大幅收窄，预计短期有望企稳。

实际上，昨日三大期指走势分化并非新鲜事。就本周而言，期指三品种的分化走势与1月末的行情场景较为类似。

据一德期货期指分析师陈畅介绍，在1月最后一周，随着业绩爆雷个股数量不断增多，中小市值股票无论有没有商誉减值风险均出现下跌，恐慌性抛售十分严重。而大指数方面并未受到业绩地雷的干扰，反倒在北上资金的加持下继续上扬。因此，在当时的期指盘面中，呈现非常明显的“IH多头强、IC空方凶”的分化格局。2月1日，随着个股业绩地雷的消散和春节效应的临近，中小指数出现暴力反弹，分化格局就此终结。

就当下行情而言，陈畅表示，自3月底以来，A股已从增量式脉冲上涨逐步转向存量式的震荡结构。由于4月30日是上市公司2018年年报和2019年一季报披露的最后关口，因此在4月最后几个交易日中个股会再度面临业绩地雷风险。

“存量的市场环境再度遭遇业绩的不确定性（这点与1月末类似），叠加消息面和资金面（4月29日是‘五一’节前资金可

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在二季度主要是风格原因。

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，也可进行买入抛售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。

## 记者观察

# 5月资金面料不松不紧

□本报记者 张勤峰

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，央行间市场存款类机构质押式回购利率为例，隔夜利率DR001大降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3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，流动性出现收敛，DR001最高涨至2.98%，创了2015年4月以来新高。近两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以下。

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月份资金面上以上两点变化，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

4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。

## 或卷土重来

# “羊贵妃”

## 或卷土重来

## 供应端趋紧

# 供应端趋紧 “羊贵妃”

□本报记者 张利静

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牛羊肉价格带来提振。

从国内牛羊养殖基本面来看，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

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，进口部分增重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。

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）释放较慢，以及旺季即将来临的预期，市场价格被大幅提振。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市库存降低的背景下，市场对铜价走强也存在一定预期。业内人士指出，目前处于传统金属消费旺季，且冶炼厂

# 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，美元指数的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”态度尚未发生明显变化。

“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。

## 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	85.79	85.79	85.79	85.18	0.6	0.71
商品期货指数	993.45	997.58	997.68	992.86			