股指月报："弱修复"充分计价，短线风格或再切换，等待政策方向指引

2023年6月1日

信达期货宏观金融团队
联系电话：
0571-28132632

核心观点

- **宏观经济与流动性：海外阴霾未散，国内等待政策刺激**

从总量上看，4-5 月我国经济基本面延续波动，其中剔除了基数影响后的"三驾马车"数据普遍回落，暗示国内经济仍是"弱现实"。往后看，伴随着前期基数的抬升，经济数据端表现或面临更大挑战，短期悲观预期被充分计价后，投资者对待政策端的乐观预期反而可以更加强烈一些。流动性方面，5 月在央行未有超预期放水动作的基础上，我国银行间市场利率仍然维持低位偏松运行，这一方面是受到了海外强美元的压制，另一方面关键在于国内经济修复过程的再波动。接下来，国内"宽货币"的基准环境仍将持续，而"宽信用"的传导不畅问题如何解决仍是关注重点。

- **股指回顾与展望：悲观预期充分计价，短线风格再度轮动**

5 月 A 股整体呈现先扬后抑态势，其中上证指数在 3300 点重要整数关口得而复失，对于"经济弱修复"的预期仍是主导各指数上攻乏力的关键因素。短期来看，连续的下跌调整后，四大指数均已具备一定筑底回升的安全边际。中期来看，指数估值均处于历史合理水平，我们对待全年指数上方空间维持理性乐观。二季度，在我们对政策"组合拳"密集出台的预期落地兑现之前，预计各期指走势仍以区间震荡为主。风格表现上，近月来以"中特估"与"人工智能"为代表的主线风格呈现此消彼长态势。目前，包括 AI 算力、数字经济等前期热门概念赛道拥挤度已显著降温，短期大盘抛压快速释放后，相关赛道试探性抄底的动作有所增加，预计 6 月成长风格或阶段性回归。

- **操作建议：**

短期，在数据端或政策端出现确定性指引前，投资者可选择少量布局 IC、IM 多单。往后看，我们对待政策端扩内需、稳经济基本面的托底力度抱有较强预期，预计中期 IH、IF 配置价值更高。

- **风险提示：**

美联储加息路径再摇摆、政策承接力度不足、地缘局势再升级等

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路188号天人大厦19-20层
全国统一服务电话：
4006-728-728
信达期货网址：www.cindaqh.com

目录

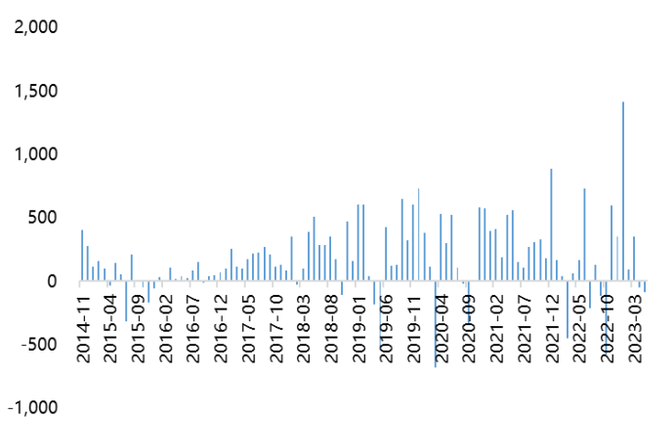
一、 5月股指行情回顾：A股冲高回落，资金观望情绪升温 3
二、 宏观经济与流动性追踪：海外阴霾未散，国内等待政策刺激 6
（一） 海外“黑天鹅”尚存，人民币汇率再承压 6
（二） 经济修复动能转弱，政策预期可乐观对待 8
三、 股指后市展望：悲观预期充分计价，短线风格或再切换 9
（一） “弱修复”压制盘面情绪，指数安全边际尚高 9
（二） 市场风格或再切换，可逢低维持波段性最多思路 10
（三）风险提示 11

一、 5 月股指行情回顾：A 股冲高回落，资金观望情绪升温

回顾 5 月股市表现，A 股走势冲高回落，四大指数悉数飘绿。在前期大盘试探性上攻后，5 月 A 股整体呈现先扬后抑态势，其中上证指数在 3300 点重要整数关口得而复失。具体来看，中特估、AI 等热门题材冲高回落令市场情绪骤然降温，包括科创 50、创业板指等在内的成长类指数上月迎来获利盘的集中回吐，上证 50、沪深 300 等大盘类指数深度调整，各指数盘面悉数飘绿。风格表现上，5 月消费、周期风格跌幅领先，成长、稳定风格在前一月抛压充分释放后走势相对坚挺，整体市场情绪“寒意”笼罩。海外方面，美国债务上限“闹剧”引发国际市场广泛关注，投资者押注美联储加息周期即将收尾。权益市场上，美股三大股指涨跌不一，其中以科技股为主的纳斯达克指数反弹收红。

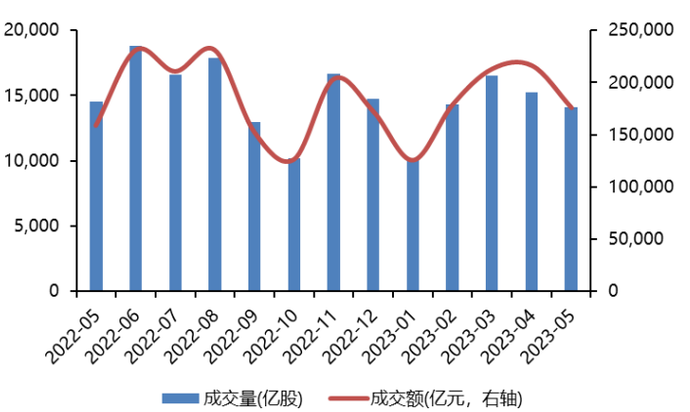
量价指标方面，5 月两市成交金额再度回落，最后两个交易周连续维持在万亿级别以下，表明经济数据波动的过程中，资金面纠结观望情绪明显升温。外资方面，5 月北向资金继续净流出，美元触底抬升叠加人民币汇率承压破 7，带动国际资金对 A 股风险偏好下降。综合来看，5 月 A 股整体呈现缩量下跌态势，其中“经济弱复苏”是压制盘面情绪的关键因素，短期抛压充分释放之后，指数再度进入震荡筑底阶段。

图 1：北向资金（亿元）



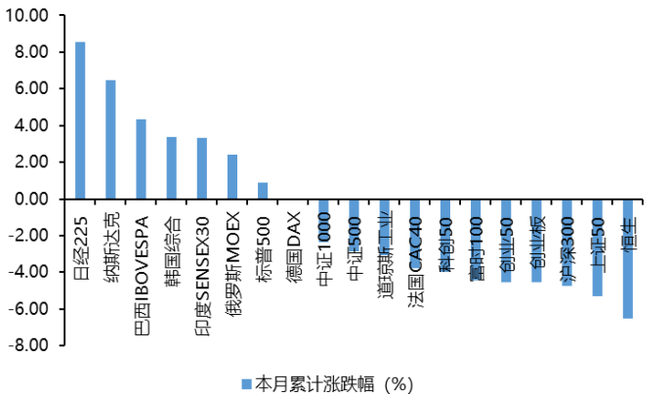
数据来源：wind，信达期货研究所

图 2：成交量与成交金额



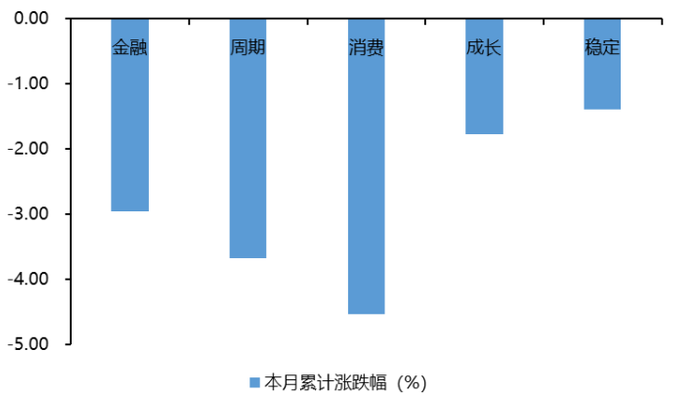
数据来源：wind，信达期货研究所

图 3：全球股指本月涨跌幅



数据来源：wind，信达期货研究所

图 4：消费、周期风格领跌



数据来源：wind，信达期货研究所

图 5：上证 50 指数（月 K 线）

数据来源：wind，信达期货研究所

图 6：沪深 300 指数（月 K 线）

数据来源：wind，信达期货研究所

图 7：中证 500 指数（月 K 线）

数据来源：wind，信达期货研究所

图 8：中证 1000 指数（月 K 线）

数据来源：wind，信达期货研究所

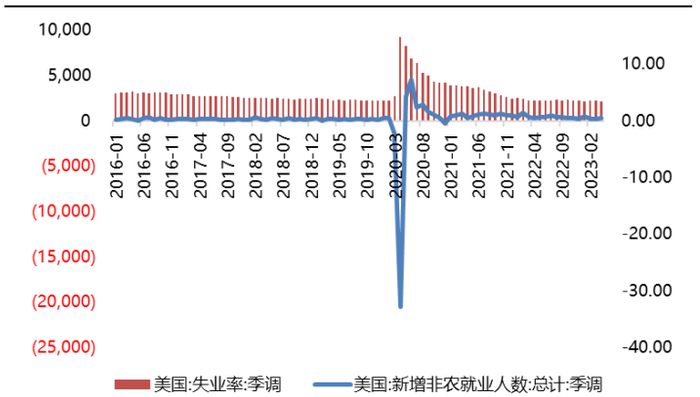
二、 宏观经济与流动性追踪：海外阴霾未散，国内等待政策刺激

（一） 海外“黑天鹅”尚存，人民币汇率再承压

债务上限“闹剧”收尾，市场押注美联储 6 月停止加息。一方面，5 月美联储议息会议宣布加息 25bp，其结果基本符合市场预期，从会后鲍威尔的发言以及公布的会议纪要内容来看，当前官方对待 6 月是否停止加息尚未有明确定论。金融市场上，交易者们仍倾向于押注美联储 6 月停止加息，“危机”层出不穷的背景下，未来降息窗口何时开启仍是大类资产定价的关键。另一方面，美国债务上限问题持续发酵，引发国际市场避险情绪再度升温，美元指数随之探底回升，带动人民币等非美货币贬值压力重现。从事态本质出发，我们认为债务上限的背后是两党的政治博弈，因此对待政府违约等国家信用底线尚不会轻易触碰，目前有关于提高债务上限的相关法案正在进入投票通道，市场继续聚焦其尾部风险发生的可能。展望后市，美国债务“闹剧”大概率悬崖勒马，但近期一系列风波背后所衍生出的“去美元化”等问题仍令外围市场的前景不容乐观。

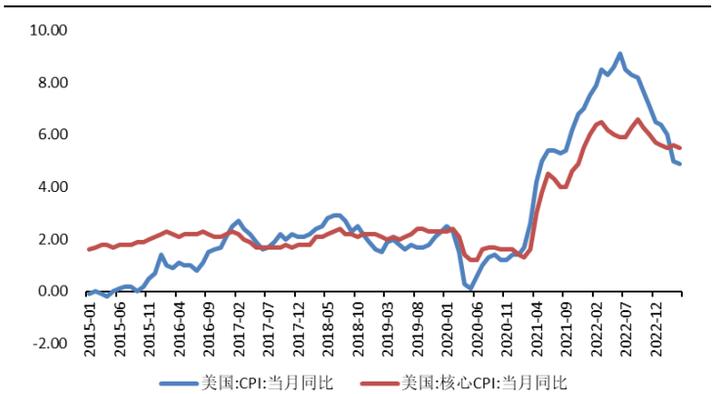
人民币汇率再度承压，股债再现交替波动。从货币流动性的角度看，5 月在政策端未有超预期放水动作的基础上，我国银行间市场利率仍然维持低位偏松运行，这一方面是受到了海外强美元的压制，另一方面关键在于国内经济修复过程的再波动。根据上月最新公布的金融数据，4 月我国新增人民币贷款 7188 亿元，总量与结构表现均呈现转弱状态，尤其是一季度积压需求释放叠加外围银行风波干扰下，居民端存贷呈现双降态势。展望后市，我国“宽货币”的基准环境有望持续，而“宽信用”的传导不畅仍是接下去的关注重点。短期，国内再次进入宏观冷静期，而人民币汇率以及国际关系等消息面波动令权益市场多空分歧强化，预计二季度股债走势交替波动持续，下半年权益配置价值更强。

图 9：美国就业市场



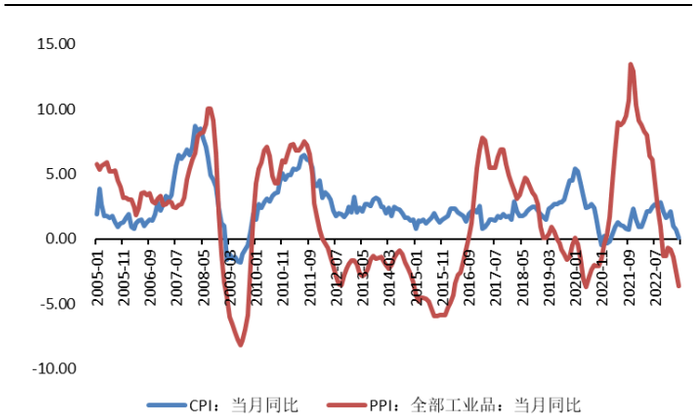
数据来源：wind，信达期货研究所

图 10：美国 CPI 与核心 CPI



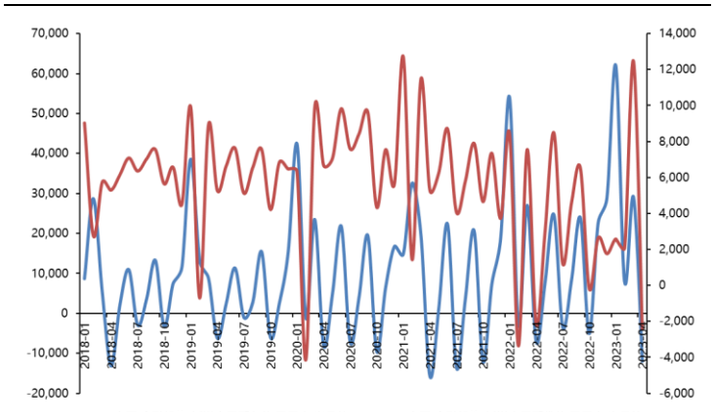
数据来源：wind，信达期货研究所

图 11：中国 CPI 与 PPI



数据来源：wind，信达期货研究所

图 12：5 月金融数据存贷双降



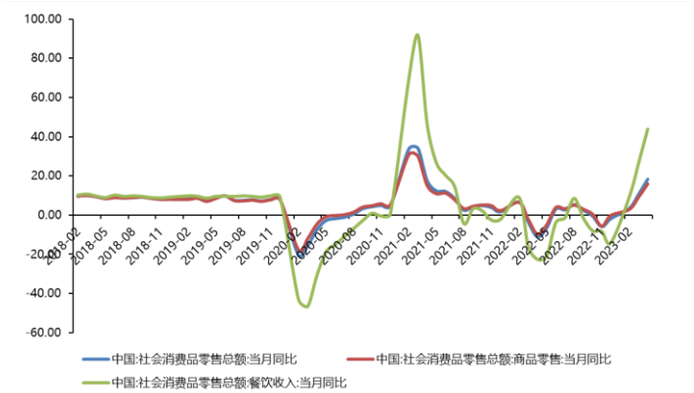
数据来源：wind，信达期货研究所

（二） 经济修复动能转弱，政策预期可乐观对待

经济仍是“弱现实”，后续拐点仍需等待。根据上月公布的最新经济数据，4 月我国工业增加值同比增加 5.6%，较前值 3.9%上升 1.7 个百分点，社零消费同比增长 18.4%，较前值 10.6%上升 7.8 个百分点，尽管读数延续回暖，但剔除低基数等因素影响后，4 月经济数据普遍低于市场预期。除此之外，1-4 月我国固定资产投资完成额增速小幅回落，其中地产投资仍是关键拖累项，结合当月物价报告以及部分高频数据，短期内需疲软现象尚未出现进一步拐点。从结构表现上，3-4 月出口金额的大幅上行成为前期市场信心重聚的主要贡献项，但综合国际贸易格局变化以及发达国家制造业指标走弱等因素考虑，未来出口超预期的可持续性仍有待商榷。短期，经济基本面缺少有力抓手，投资者试图寻找更多超预期信号指引。

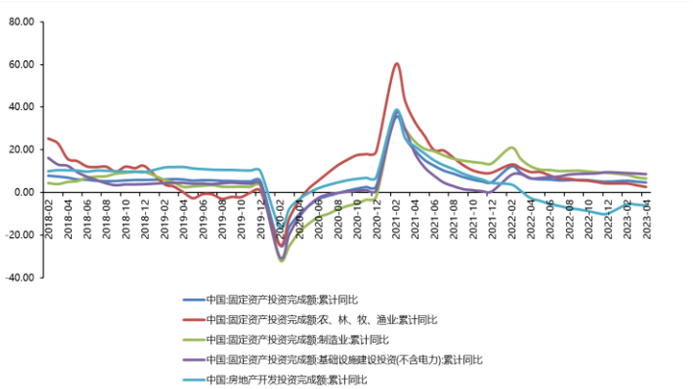
数据端面临挑战，政策刺激值得期待。根据上月最新数据显示，我国 4 月工业企业利润公布降幅收窄，其中 1-4 月规模以上工业企业利润累计同比下降 20.6%（前值-21.4%），PPI 价格下行为主要拖累项。从利润分配结构来看，中游装备制造业利润回升幅度较大，为本次主要拉动项，内外需双弱背景下，下游行业表现延续疲软。往后看，伴随着前期基数抬升，国内经济数据端表现或面临较大挑战，短期“弱现实”被逐步计价之后，投资者对待政策端的乐观预期反而可以更强烈一些，其中针对居民资产负债表修复以及稳内需方面的政策接棒力度相对值得期待。

图 13：社会消费品零售总额



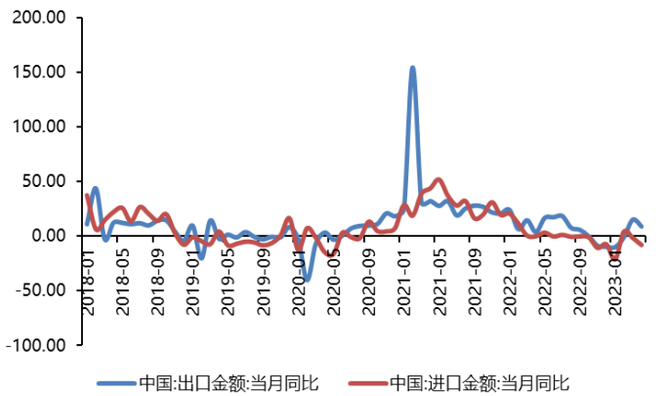
数据来源：wind，信达期货研究所

图 14：固定资产投资



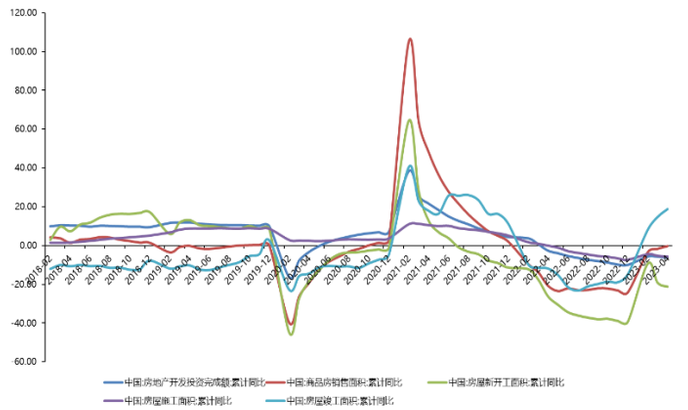
数据来源：wind，信达期货研究所

图 15：出口



数据来源：wind，信达期货研究所

图 16：房地产市场表现



数据来源：wind，信达期货研究所

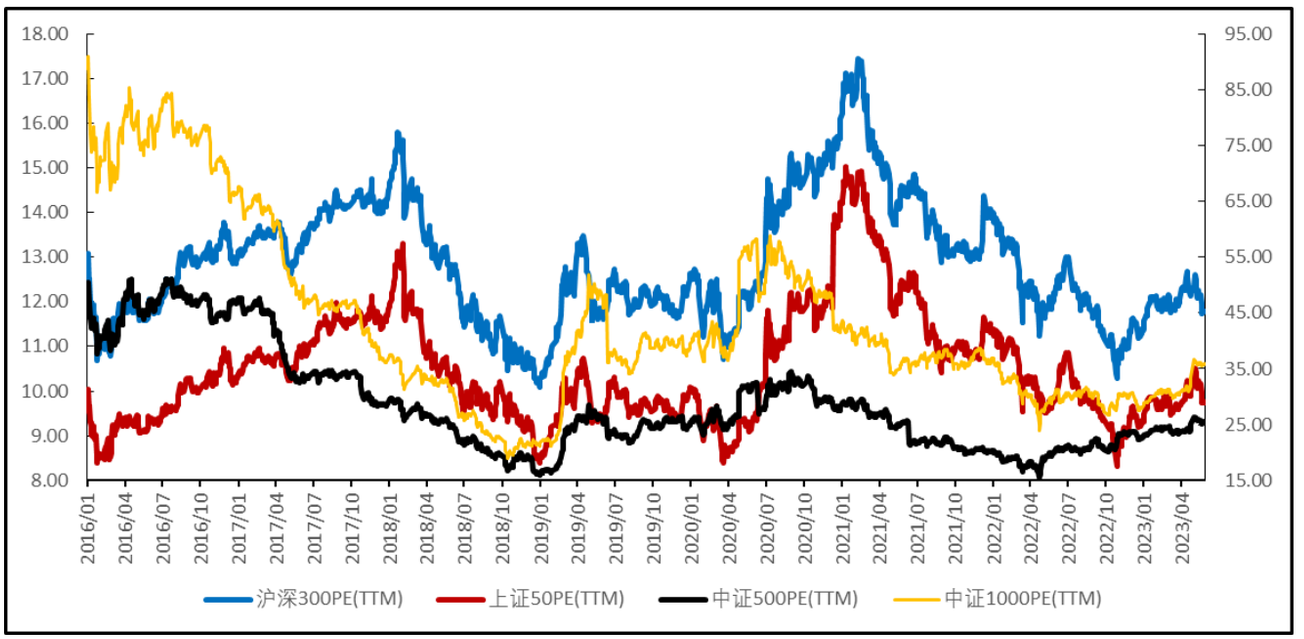
三、 股指后市展望：悲观预期充分计价，短线风格或再切换

（一） “弱修复”压制盘面情绪，指数安全边际尚高

从短周期来看，伴随着政策空窗期与热门题材的集中回落，5 月 A 股多空分歧再度强化，其中对于“经济弱修复”的预期仍是主导各指数上攻乏力的关键因素。技术上，包括 5、10、20 日均线在内的技术性指标走空，对四大指数上攻均构成阶段性压力。往后看，悲观预期充分计价后，四大指数均已具备一定筑底回升的安全边际。

从中周期来看，四大指数估值均处于历史合理水平，我们对全年指数上方空间维持理性乐观。二季度，在我们对政策“组合拳”密集出台的预期落地兑现之前，预计指数走势仍以区间震荡为主。

图 17：四大股指估值



数据来源：wind，信达期货研究所

（二） 市场风格或再切换，可逢低维持波段性最多思路

操作上，近月来以“中特估”与“人工智能”为代表的主线风格呈现此消彼长态势。目前，包括AI算力、数字经济等前期热门概念赛道拥挤度已显著降温，短期大盘抛压快速释放后，相关赛道试探性抄底的动作有所增加。短期，在数据端或政策端出现确定性指引前，投资者可选择少量布局IC、IM多单。往后看，我们对待政策端扩内需、稳经济基本面的托底力度抱有较强预期，预计中期IH、IF配置价值更高。

四大期指中，预计 IH 主连月度运行区间 2400-2800，IF 主连月度运行区间 3700-4200，IC 主连月度运行区间 5900-6400，IM 主连月度运行区间 6400-7000。

（三）风险提示

1） 政策承接力度不足

2） 美联储加息路径再摇摆

3） 国际地缘冲突再升级

【重要声明】

■ 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【信达期货简介】

■ 信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

分支机构分布
CINDA FUTURES
公司分支机构分布
9家分公司 7家营业部
金华分公司、台州分公司、深圳分公司
东北分公司、苏州分公司、四川分公司
福建分公司、宁波分公司、广东分公司
北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
大连营业部、石家庄营业部
乐清营业部、富阳营业部