

期指承压下行 市场期待政策底

国元期货 许雯

自4月下旬以来大盘开始下行，三大股指期货标的指数均走出头部形态，五一之后由于众所周知的原因，大盘加速下跌，三大股指同步向下破位，随后在颈线下方偏空震荡。从基差方面来看，在市场下跌初期，或者说5月10日之前，三大股指期货主力合约还在与前期相比大体适当的水平上，不过之后随着行情的震荡逐步走高，目前处于不能仅用换月解释的显著高位，其中IF、IH主力合约基差贴水程度相当于2018年6、7月份的水平，而IC则由于套保政策的调整还要更多一些。用后视镜来看2018年7月初正好处于长期下行趋势的中途，和目前的情势不可谓不相似。股指期货贴水走扩显示出了市场对后市的预期片悲观，考虑选择套保的投资者增加。在较为激烈的震荡行情中，建议股指期货投资者轻仓操作严格止损。

我们认为现阶段股指期货的下行压力主要来自于基本面经济数据回落、外部压力的突然升级以及汇率阶段性贬值外资流入预期暂时消退这三个主要方面。支撑来自于宏观政策逆周期调节措施效果的逐步显现与提升，因此也不需要过度悲观。从技术上看，去年10月19日低点2449点与今年1月4日低点2440点形成的W型双底的上沿对市场有较强支撑，这个W的构造市场耗费了4个月，可以判断为阶段性底部。

从基本面来看，四月份宏观经济数据多数回落，其中进出口、投资小幅回落符合市场预期，而生产端、消费端数据下行幅度较大，超出市场预期。2019年4月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，比3月份回落3.1个百分点。工业增加值增速超预期回落，工业生产走弱。4月份，社会消费品零售总额30586亿元，同比名义增长7.2%，比3月份回落1.5个百分点。消费下行的幅度也超出了市场预期。一般地，若某月增加假日减少工作天数，则市场大体会预期消费上行生产下行；反之若增加工作天数减少假期，则大概率出现生产端上行消费下行的局面。生产、消费同时下行则很难用季节性因素充分解释，有可能是经济增长内生动力走弱造成的，因为4月份外部压力还没有升级。自2018年9月规模以上工业增加值增速跌至5.8%，跌破的6.0%的长期平台之后，就有市场分析人士判断是产出趋势性下滑。而2014年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，现在则有加速迹象。综上所述，目前经济增长内生动力不

够强，后期甚至走弱的概率存在，市场在年初预期的“上半年经济见底”的预测可能有风险，资本市场跟随新的市场预期调整。

五一之后市场加速下行的主要因素在于中美经贸博弈的外部压力升级，以及中美为达成协议美国对我们加征关税之后的人民币兑美元汇率下行造成北上资金卖出。目前来看结合全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，对外需预期的影响短期内确实比较大。长期来看考虑我国在国际贸易中的产业链位置，也没必要过度悲观。而国家之间的长期汇率趋势反映的是国家之间相对经济增长的强弱关系，只要我们能通过解决自身问题摆脱经济下行压力，依靠自己内生的新经济增长点提升经济增长动能，压力会逐步消退。

在经济数据波动较大、外部压力增加、市场调整的阶段，投资者对于宏观政策逆周期调节的预期增强。从央行一季度货币政策执行报告来看，货币政策保持了定力，在不改变货币政策大方向的同时，提出了根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

财政政策层面，去年四季度以来，市场对于财政政策更加积极、发挥逆周期调节作用的预期渐强，今年的财政确实发力较早、力度较大，通过拉动基建起到了托底经济的效果，对于一季度经济数据的开门红起到了关键性作用。不过后续财政政策或受到财政收支约束，对于财政政策托底经济可以适度期待，但大幅拉动经济的空间不大。1-4 月累计，全国一般公共预算收入 72651 亿元，同比增长 5.3%；全国一般公共预算支出 75667 亿元，同比增长 15.2%。今年前 4 个月财政收支增速差 9.9 个百分点。因此我们判断目前稳增长、稳就业的压力略大，财政支出偏刚性收入偏弹性，后期虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以理性期待。

对于后市来说，我们认为前期底部上沿 2700 点是大盘重要的支撑位，也是前期的政策底。三大股指呈压下行，遇到抄底与抛盘震荡难免。市场对于目前的下行压力已经有一定程度的消化，对于宏观经济逆周期调节政策有一定预期。若政策面能超预期，则再次形成政策底，否则三大股指或将震荡调整寻找市场底。投资者需谨慎操作严格止损。