

最近市场在交易什么？

核心观点：

国内复苏预期持续修正。沪深 300 指数和 10 年期国债收益率均接近低点。据我们测算，假如沪深 300 指数未来走势触及历史底部趋势线，则下行空间还有 10%左右。在极端疫情不太可能再次出现的情况下，预计现阶段可预期的 10 年期国债最低收益率大概在 2.6%左右，也就是说 10 年期国债收益率大概还有 10BP 左右的下行空间。

当各类资产开始向历史极值靠近，投资者信心的极限也正在被挑战。经济越悲观，政策预期就越强，但我们仍然预期政策以托为主，强有力的刺激性政策出台可能性较小。

近期美元再次走强，除债务上限带来的避险交易外，其实还是在交易美联储的政策利率——6 月是否会加息和年未能降息几次。尽管债务上限问题带来的避险支撑逐步消退，但紧缩问题仍将持续，美元短期仍有强势可能。

不过如我们之前反复强调，是反弹不是反转，美指大趋势依然向下，而本轮美指上升高度预计不太可能超过上一轮。

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

戴朝盛：
投资咨询证号：Z0014822

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示 黑天鹅事件

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 第 1 章 最近市场在交易什么？	1
1.1 股债走势接近历史极值，市场期待政策	1
1.2 债务上限初步达成，但高度的故事持续	2
I. 免责声明	6

第 1 章 最近市场在交易什么？

1.1 股债走势接近历史极值，市场期待政策

本周风险资产跌幅较大，南华工业品指数几乎回到了去年7月的低点，权益资产中与经济复苏成色更加相关的上证50、沪深300跌幅远大于中证500、中证1000，10年期国债收益率在上周企稳回升后，这周又再次回到2.7%，人民币汇率则一度接近7.10，所有大类资产均对国内经济复苏状态程度进行向下修正。

从股债的历史走势来看，当前位置已接近历史低点。根据我们测算，假如沪深300指数未来走势触及历史底部趋势线，则下行空间还有10%左右。

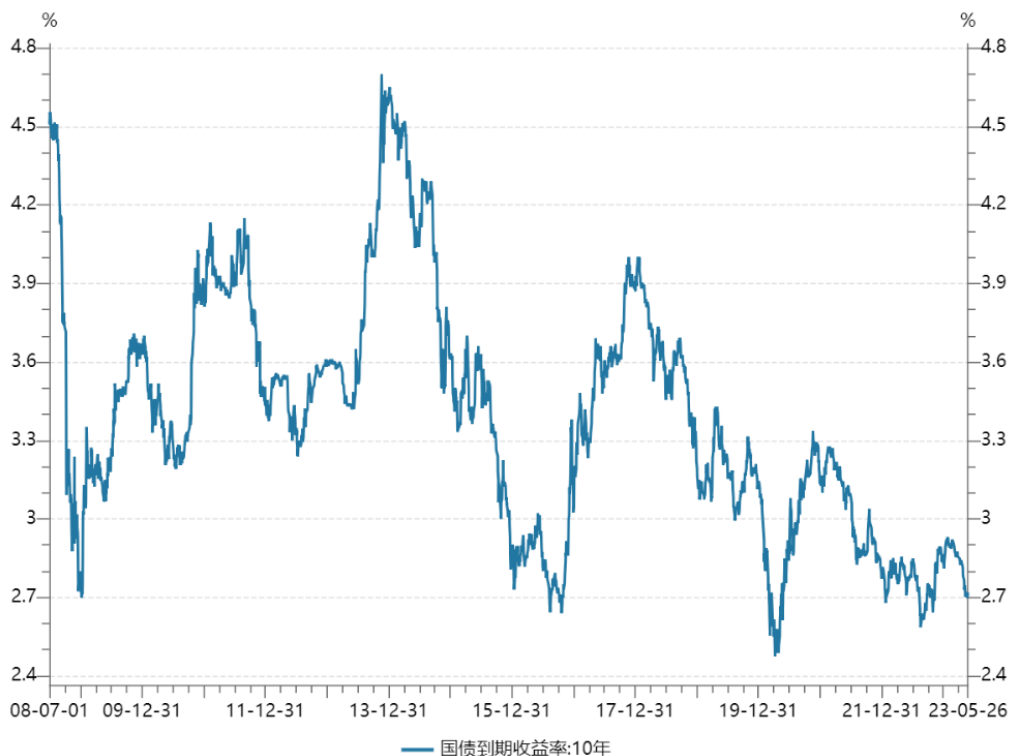
图 1.1.1：沪深 300 指数历史走势图



图片来源：Wind 南华研究

截至5月26日，10年期国债收益率为2.72%。从走势图上看，当前位置其实已经很低了，往前的第一个可参考的低点是2022年8月，当时央行下调7天期逆回购利率和MLF各10BP，10年期国债利率触及2.58%。再往前的低点则出现在2020年，疫情期间央行极尽呵护，10年期国债收益率达到历史最低点2.48%。在极端疫情不太可能再次出现的情况下，预计现阶段可预期的最低利率大概在2.6%左右，也就是说10年期国债收益率大概还有10BP左右的下行空间。

图 1.1.2：10 年期国债收益率历史走势图



数据来源：Wind 南华研究

当各类资产开始向历史极值靠近，投资者信心的极限也正在被挑战。经济越悲观，政策预期就越强，导致夸张的小作文横行。但政策是否真的能到来，可能仍需要打个问号。

4月政治局会议后，我们就曾说不要期待强有力的政策出台，理由是KPI指标不高，完成很容易。目前这一论据其实并没有改变。尽管各类工业生产以及地产类高频数据走弱，但服务业依然可观，加之低基数原因，从预测值来看，5%依然不是难事。

表 1.1.1：彭博私营机构对于中国 GDP 数据预测

Q2	Q3	Q4	全年预测
7.8%	5.5%	5.1%	5.5%

数据来源：Bloomberg 南华研究

因此，我们预计政策定力依然较高。假如有的话，政策也会相对收着点，可以联想的工具可以参考去年，例如降准降息、政策性金融工具等，但空间都不会太大。

1.2 债务上限初步达成，但高度的故事持续

美国总统拜登和众议院共和党籍议长麦卡锡27日晚分别宣布，已就联邦政府债

务上限和预算达成初步一致，预计很快把有关协议文本提交国会投票。持续了差不多1个月的债务上限问题终见曙光。从目前情况来看，假如一切进行顺利的话，本次债务上限问题对市场的影响并没有2011年如此猛烈。

现在的问题是如果债务上限问题和解，根据5月份季度再融资会议，财政部需要大量补充TGA余额，预计短期内增加量超过5000亿美元。而这些量大部分将由短债来承担。短债的大量供给是否会消耗大量准备金，导致流动性紧张？

图 1.2.1: TGA 账户余额极低 (百万美元)

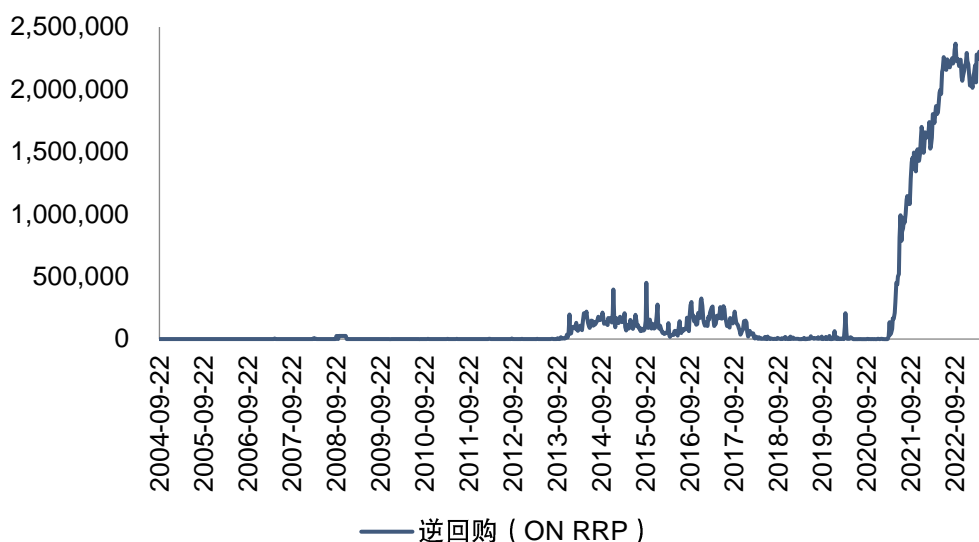


数据来源: Wind 南华研究

可能性不大。主要是本次停留在ON RRP的资金依然很充裕，截至5月24日，依然有2.25万亿资金。这部分资金可以作为短期国债的购买者从而形成缓冲垫。假如短期利率不够有吸引力，那么相信财政部也有办法驱使货币基金离开ON RRP，譬如降低ON RRP利率，限制交易额度等等。

但不排除阶段性干扰。主要在于假如中间某个环节衔接不畅，或有意外事件发生，导致货币市场基金不愿意购买短期国债，从而令银行准备金迅速下降，引发银行资金紧张状况。

图 1.2.2: ON RRP 资金依然充裕 (百万美元)



数据来源: Wind 南华研究

近期美元再次走强，除债务上限带来的避险交易外，其实还是在交易美联储的政策利率——6月是否会加息和年末能降息几次。尽管债务上限问题带来的避险支撑逐步消退，但紧缩问题仍将持续，美元短期仍有强势可能。

不过如我们之前反复强调，是反弹不是反转，美指大趋势依然向下，而本轮美指上升高度预计不太可能超过上一轮。

图 1.2.3: 美元指数仍在交易美联储年末利率



数据来源: Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址： 浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编： 310008
全国统一客服热线： 400 8888 910
网址： www.nanhua.net
股票简称： 南华期货
股票代码： 603093



南华期货营业网点

