

结构性极致行情遇阻力，IM 回调至低位

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

陈尚宇（投资咨询资格编号：Z0022532）

E-mail: chenshangyu@gf.com.cn

行情导读：

本周五，A股市场早盘高开后日内下行，中小盘指数显著受挫，中证500、中证1000收盘跌近3%左右，触及五一节后跳空缺口，当日成交额扩大至3.2万亿以上。从全球股市表现来看，当日亚韩指数仍然情绪高涨，隔夜纳指亦创新高，未见全球流动性紧缩迹象，但A股内部呈现两级风格切换，以半导体为代表的科技板块全系回调，而红利周期板块逆势上扬。我们认为目前走势主要源于一是此前极致抱团行情导致拥挤度过高，因此极易出现主题赛道溢价风险集中释放，二是美伊局势仍存变数而宏观利好在此前上涨中定价完毕，指数上行压力较大，进入技术性调整。此前判断盘面科技板块过于结构性抱团及宏观利好快速兑现后带来高位回落风险，在本周有所体现。

图：盘中行业及核心指数表现

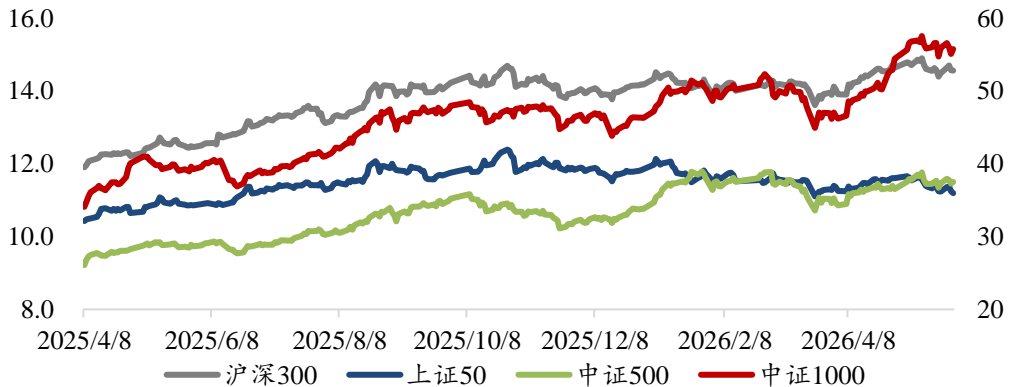
Wind热门概念指数						Wind中国行业指数						A股市场核心指数		
央企煤炭	火电	饮料制造	电力股	水电	白酒	酒类	电力	日用化工	煤炭	零售	银行	深证红利	中证红利	红利
4.27%	4.06%	3.92%	3.73%	3.68%	3.60%	3.65%	2.97%	2.47%	2.32%	1.81%	1.80%	1.49%	1.18%	1.10%
中药	血液制品	白色家电	食品加工	煤炭开采	品牌龙头	制药	保险	公路	办公用品	食品	陆路运输	万得财富	富时中国	上证50
2.86%	2.54%	2.43%	2.40%	2.35%	2.23%	1.75%	1.72%	1.57%	1.51%	1.43%	1.35%	0.84%	0.31%	0.24%
免税店	房地产	银行	乳业	海绵城市	航空运输	水务	机场	工程机械	休闲用品	券商	港口	中证A50	上证180	MSCI中国
1.97%	1.96%	1.88%	1.76%	1.75%	1.51%	1.24%	1.23%	1.15%	1.11%	1.08%	1.05%	-0.05%	-0.35%	-0.43%
保险	仿制药	光刻工厂	MCU芯片	半导体硅	第三代半	餐饮旅游	文化传媒	环保	造纸	林木	石油化工	沪深300	科创创业5	国证2000
1.47%	1.45%	-5.87%	-5.91%	-5.91%	-5.94%	0.67%	0.66%	-2.07%	-2.13%	-2.24%	-2.47%	-0.45%	-3.12%	-3.22%
传感器	Mini LED	半导体产	芯片	半导体	GPU	包装	基本金属	摩托车	电脑硬件	化工原料	电子元器件	北证50	中证2000	万得双创
-5.95%	-5.96%	-6.03%	-6.03%	-6.09%	-6.09%	-2.64%	-2.64%	-2.69%	-2.77%	-2.83%	-3.23%	-3.24%	-3.32%	-3.54%
中芯国际	晶圆产业	汽车芯片	新型显示	OLED	光刻机	能源设备	软件	互联网	汽车零部件	精细化工	化纤行业	全A平均	科创100	科创综指
-6.21%	-6.42%	-6.45%	-6.67%	-6.72%	-6.74%	-3.33%	-3.36%	-3.56%	-3.57%	-3.60%	-3.61%	-3.59%	-4.07%	-4.77%
ASIC芯片	摄像头	模拟芯片	先进封装			发电设备	工业机械	航天军工	半导体			科创50	科创200	
-6.74%	-6.90%	-7.02%	-7.29%			-4.06%	-4.08%	-4.49%	-5.60%			-5.04%	-5.30%	

数据来源：Wind 广发期货研究所

一、科技板块拥挤度过高，溢价风险积累较多

4月以来，科创指数一路上涨，而信息技术行业占比较高的中证1000指数估值随之飙升，达到50倍以上，明显高于其余三大指数，溢价风险凸显。而从波动率来看，中证1000指数主力的2606合约从5月14日见顶以来，震荡下挫伴随平值期权隐含波动率上升，表现出上方遇阻力后，回调风险逐渐积累，并在期权波动率定价上发出信号。我们判断，这一定程度上验证单一主线拥挤度过高，则使得估值溢价逐渐积累，并且走势上逐渐形成冲高回落，每一次反弹的高点都逐渐降低的特点。

图：四大期指市盈率估值分化，溢价风险凸显



数据来源：Wind 广发期货研究所

图：中证1000指数近一周升波下跌

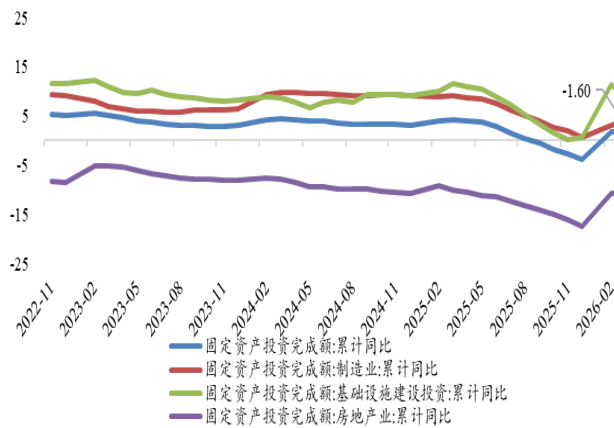


数据来源：OpenVlab 广发期货研究所

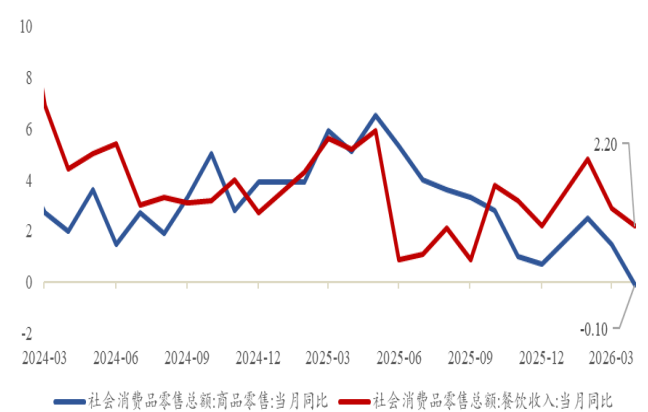
二、宏观利好已消化定价完毕，4 月经济数据中场回落

在特朗普表示和伊朗接近达成最后谈判协议、中美元首会谈达成“中美建设性战略稳定关系”共识后，5月初全球股指共振上涨，已将宏观利好消化完毕。但国内4月份消费投资、制造业景气度等经济数据边际均下滑——社会消费品零售总额同比增长0.2%，较三月放缓0.7个百分点。4月份，全国固定资产投资累计同比下降1.6%，预期增1.7%，3月累计增1.7%。其中，制造业投资增长1.2%，房地产开发投资下降13.7%。4月全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.2个百分点。工业生产增速亦稍有放缓，规模以上工业增加值同比增长4.1%，较3月下降1.6个百分点。我们判断，主要是需求不足及上游成本快速攀升对部分企业生产形成压制，内需主要依靠一季度政策发力支持，自然复苏斜率较低。

图：固定资产投资完成额：累计同比 (%)



图：社会消费品零售总额：当月同比 (%)



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

三、后市展望

美伊接近达成协议但局势时有反复，而中美关系趋于稳定降低左侧风险。目前从国内经济数据验证来看，维持外需强于内需、结构性产业扩张大于全面经济复苏的判断，股指进入高位多空博弈震荡区，还需等待下一轮宏观催化提供突破动能。因此，基于短期震荡调整，中长期慢牛上行的观点，推荐在五一后指数跳空缺口附近底部位置构建远月牛市价差策略，反弹逢高卖出虚四档近月看涨期权。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

投资咨询业务资格:证监许可【2011】1292号

数据来源: Wind、iFinD、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话: 020-88800000

地址: 广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码: 510620

