

期指单边上行机会暂难现

关注全国两会和国内稳增长政策力度

从基本面角度来看,近期无论是央行一季度货币政策执行报告中并未给出二季度调整存款基准利率的线索,还是5月15日MLF操作低于预期,加上5月以来国债期货持续调整,都表明短期流动性出现边际趋紧的迹象。此外,外围市场环境再生变局一定程度上也对市场的风险偏好造成影响。

■ 陈畅

在国内基本面出现不确定性叠加外部潜在风险依然存在的背景下,指数持续大幅上涨的概率降低,除非政策面有超预期利好出现。A股即将进入全国两会时间,关注政策面是否有超预期消息出现。

5月以来,A股市场持续震荡。除5月6日以外,上证综指在其余交易日中均围绕60日均线及120日均线区间进行箱体运动。从技术层面来看,当前主要指数均处于3月中旬左右的位置,而这些位置对应的是日均成交量万亿元左右成交密集区,前期套牢盘较多,技术面存在一定压力。如果想要成功突破,最好是放量向上。近期两市成交量一直未能明显放大,因此指数层面更多呈现出窄幅震荡状态。

关注全国两会稳增长政策

A股即将进入全国两会关键期。在今年疫情给全球经济增长造成巨大冲击的背景下,市场尤为关注全国两会中关于今年经济社会发展目标的描述,以及政策面会采取哪些措施确保实现全面建成小康社会的目标。根据前期中央政治局会议释放的信号,我们认为未来的稳增长政策将以财政政策为主,即积极的财政政策要更加积极有为。具体财政手段主要包括提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债等措施。由于疫情给经济发展带来的巨大影响,政策面将进一步加大逆周期调节力度,而这次全国两会最终为全年定下多大GDP增长目标和财政赤字率,预示着未来中国政府的推进政策力度究竟几何,决定着后续基本面数据能否加速回升。我们预计今年的财政赤字率可能会提升到3.5%,特别国债的规模可能在5000亿至1万亿元,专项债目标规模有望达到3万亿至3.5万亿元,三者合计筹集财政资金规模为7万亿至8万亿元。

财政措施	政府会议表述	预计规模
赤字率	适当提高财政赤字率	3.5万亿
特别国债	发行特别国债	5000亿至1万亿
地方政府专项债	增加地方政府专项债发行规模,加快地方政府专项债发行和使用	3万亿至3.5万亿
合计	预计三者合计筹集财政资金规模为7万亿至8万亿	

表为中央政治局会议财政政策梳理

无论是去年12月的“红包行情”,还是今年2月



国内疫情冲击后的绝地反击,其背后都离不开流动性边际宽松的推动。但是进入5月,流动性宽松的预期却开始发生边际转向。5月10日,央行发布一季度货币政策执行报告,报告中并未给出二季度调整存款基准利率的线索,降息预期面临降温。5月15日MLF操作低于预期,5月20日LPR报价未变,加上5月至今国债期货接连走弱,都表明短期流动性预期确实出现了边际趋紧的迹象。进入二季度,随着全国两会的临近、复工的加快和财政政策的逐步落地,很多债券和贷款要开始密集发行。很多基建和地产项目也面临开工,实体融资需求较二月份显著回升。在此背景下,股票市场很难实现比2月更加宽松的微观流动性环境,市场风格将从分母端(流动性)占优逐渐演化为分子端(业绩)和分母端(流动性)共同主导,整体性的贝塔机会降低,局部性的阿尔法收益凸显。目前上市公司年报和一季报已经全部披露完毕,在7月上旬中报预告密集披露之前,市场将进入两个月的业绩空窗期,在此期间建议投资者密切关注各板块盈利预测的调整幅度。

警惕不确定因素影响

从A股角度来看,稳增长政策的推出有利于托底市场,使得指数层面发生系统性风险的概率相对较小,但这并不表明市场完全不存在下行风险。我们认为未来一段时间A股市场面临的不确定性主要源于外部的不确定性。同时,国内稳增长政策力度也值得关注。

就美股而言,3月24日以来,在货币财政等刺激政策持续加码、海外部分地区新增病例增速放缓以及美国重启经济等因素作用下,美股市场持续反弹。虽然政策面的宽松和对疫情、复工的乐观预期提振了市场情绪,但随着一季度业绩的开启,美股盈利的下调压力却在不断加大。考虑到美股目前的上行动力主要来源于宽松政策和乐观情绪,而非基本面的改善,一旦上述预期生变(比如美国复工后疫情防控不当、中美摩擦再度升级等),那么在基本面盈利下行压力仍存、投资者风险偏好降温的双重影响下,美股市场恐将面临回调风险。

在今年疫情对经济增长造成冲击较大的背景下,随着全国两会的召开,市场对于稳增长政策的预期较高。一旦政策力度不及预期,可能会使市场出

现对经济基本面的担忧情绪,类似3月16日当天MLF利率未下调给市场带来的扰动。

期指大概率维持振荡

从当前时点来看,我们认为短期市场大概率继续维持振荡。首先,从基本面角度来看,近期无论是央行一季度货币政策执行报告中并未给出二季度调整存款基准利率的线索,还是5月15日MLF操作低于预期,加上5月以来国债期货持续调整,都表明短期流动性出现边际趋紧的迹象。此外,中美关系再生变局一定程度上也对市场的风险偏好造成影响。在国内基本面出现不确定性叠加外部潜在风险依然存在的背景下,指数持续大幅上涨的概率降低,除非全国两会期间政策面有超预期利好出现。

从盘面表现来看,当前市场结构反差较大,资金主要集中在科技(半导体、新能源)、医药、消费(农业、食品)三个板块之中,而在存量博弈的背景下这种状况很难持续。

从技术层面来看,当前主要指数均处于3月中旬左右的位置,而这些位置对应的是日均成交量万亿元左右成交密集区,前期套牢盘较多,技术面存在一定压力。如果想要成功突破,最好是放量向上。但是近期两市成交量一直未能明显放大,使得指数层面很难向上突破。虽然周一早盘指数在振荡上涨的过程中成交量出现过放大,但想要向上成功突破3月中旬日均成交量万亿元的成交密集区,该交易量略不够,因此指数层面更多呈现出窄幅振荡状态。

综上所述,我们认为短期A股大幅上涨的概率较低,大概率继续维持振荡。除非有超预期利好出现或者市场出现放量上攻。操作上,建议投资者关注全国两会政策面信息以及海外不确定性因素发展,比如美国复工后疫情防控状况、中美关系等,维持区间思路为主。如果有超预期利好出现或者市场放量上攻,可在注意风控的情况下逢分时回调布局多单,否则建议多看少动。跨品种套利方面,由于当前稳增长政策将以财政政策为主,预计市场风格将从分母端(流动性)占优逐渐演化为分子端(业绩)和分母端(流动性)共同主导。这意味着类似2月的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低,因此建议投资者暂时观望。(作者单位:一德期货)

资金市场监测

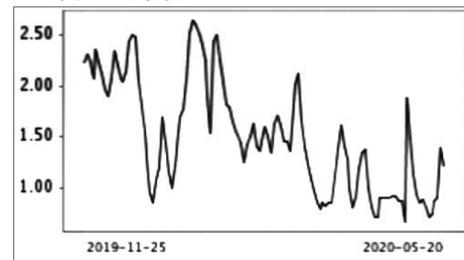
利率缓慢走升

■ 洪宁

近期央行货币政策力度减弱,加之前期货币政策效应递减,市场利率整体呈现回升的态势。截至5月20日,上海银行同业拆放利率隔夜、1周期、2周期、1月期、3月期、9月期、1年期利率分别报收于1.220%、1.534%、1.321%、1.301%、1.399%、1.599%、1.699%,较5月13日分别上升51.5、4.9、6.8、0.1、0.1、0.2、0.3个基点。6月期利率报收于1.492%,较5月13日下降0.1个基点。

项目	5月20日shibor	较5月13日变化
单位	%	BP
O/N	1.220	51.5
1W	1.534	4.9
2W	1.321	6.8
1M	1.301	0.1
3M	1.399	0.1
6M	1.492	-0.1
9M	1.599	0.2
1Y	1.699	0.3

图为Shibor周度变化



图为隔夜Shibor走势

5月15日,央行续作了1000亿元的中期借贷便利(MLF),中标利率2.95%不变,同时到期的MLF为2000亿元,央行通过MLF操作回笼资金1000亿元。4月央行货币政策密集,因此5月以来央行货币政策力度明显减弱。这说明目前央行倾向于观察前期政策的效果,在这种情况下市场货币供应短期略微偏紧。1—4月债券发行密集,加之近期经济逐渐摆脱疫情影响,新增人民币贷款、社会融资等数据都显著回升,这说明市场信心恢复以及政府政策的支持加大了市场资金的需求。

基于上述判断,我们认为短期内随着货币政策力度的降温,市场利率将缓慢回升。在目前的经济格局之下,央行势必会压低利率托底经济,因此利率不具备大幅上涨的条件。

(作者单位:广汇能源)

持仓分析

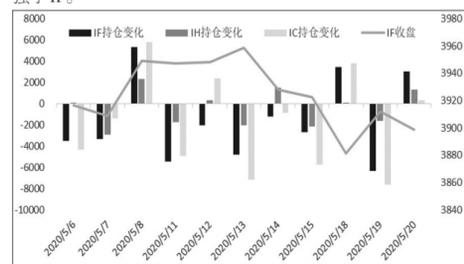
IH短线偏强

■ 刘爽

本周大盘欲涨还跌,虽然周一略显企稳,并在周二出现跳空上涨,但是周三再度回落,未能形成向上突破,继续高位箱体震荡。截至周三收盘,沪深300、上证50和上证500指数涨跌幅分别为-0.53%、-0.16%、-1.05%,对应股指期货当月合约涨跌幅分别为-0.34%、0.04%、-0.81%,对应升贴水为-36.62点、-26.14点、-79.5点。三大股指期货均略强于股票指数,贴水呈现一定收敛,但是绝对数还是较高,说明市场情绪不稳定。

期指周三小幅增仓,IF增仓3026手,IH增仓1326手,IC增仓308手。按照增仓下跌的一般原则,短线市场压力犹存。从分时图看,增仓主要在午后振荡回落的时段,盘面空头压力有所增加。站在中长线看,本轮温和的反弹行情从3月24日开始,但是这两个月的交易过程中,总持仓基本呈现温和和减的趋势。3月19日IF持仓最高177298手,IH持仓82281手,IC持仓206348手。截至本周三,IF持仓129836手,下降27%,IH持仓58182手,下降29%,IC持仓174751手,下降15%。虽然本周三小幅增仓,但是趋势还是在减仓过程中,这对于上涨行情始终是隐忧。从这两个月走势非常缓慢温和也得到一定印证,投资者进场谨慎拖累步伐。

分析周三交易所公布前20席位合并持仓数据,IF多头增仓2123手,空头增仓2424手,IH多头增仓438手,空头减仓246手,IC多头减仓1365手,空头减仓1085手。从多空持仓变动看,IH略强于IF和IC。不过,从净持仓看,IF净仓从8551手扩大到9868手,IH净仓从7139手缩小到6845手,IC净仓从17541手缩小到16199手。净空数据显示,IH和IC略强于IF。



主力席位数据分析,IF合约国泰君安减仓较多,五矿多头增仓明显大于空头增仓呈现偏多,华泰明显减少,东证增多加仓。综合看,IF表现出多空分歧且相对平衡的局面。IH主力席位持仓变动不大,只有中信期货席位多空减仓力度略大,且空头减仓大于多头减仓,但差距也较小。IH主力席位呈现出较强的指引性。对于IC虽然总持仓变动不大,但是主力席位持仓变动还是较大,前10席位多头基本以减仓为主,空头分歧较大。海通、中信、五矿、兴证和银河减仓较大,但是华泰、申万、广发、国投加仓较多,显示空头分歧。

综合分析,期指趋势仍处于减仓上涨格局,对于市场仍然是隐忧。主力席位分歧,指引性不强,但净持仓和多空总变化显示IH短线略偏强。(作者单位:中信期货)

市场分歧加大 国债期货面临拐点

■ 樊梦真

年初以来国债期货表现亮眼,接连创出新高,但4月29日以来却高位回落,十年期合约T2009从102.8跌至100.7,跌幅约2%。十年期活跃券收益率从2.47%上行至2.7%,上行超20BP。这一波的回调除了相对确定的供给加码外,并没有其他显著的利空冲击,如何看待本轮调整?

首先,供给方面,5月6日国常会指出要在5月之前发行完毕提前下达的1万亿元专项债新增限额。全国两会召开在即,赤字率上调突破3%的红线以及市场关注的特别国债发行规模均将落地。市场预期在抗疫的刚性支出和收入锐减的背景下,赤字率可能达3.5%—4%,专项债发行规模约3.5万亿元左右,特别国债规模约1万亿元。相比往年,供给压力加码,对市场扰动也不言而喻,这是我们此前提示的短期风险之一。

其次,回调压力或来自于货币政策的观望和经济的短期修复。4月7日,央行调整了超额准备金利率至0.35%,带动利率中枢下移,隔夜资金利率回落至1下方后,并未达到市场预期区间。央行连续保持静默,近日仅缩量对冲到期MLF,货币政策短期进入观望期,市场预期进一步的宽松或难以兑现。经济在深坑之后向上修复本是预期之中,但超预期的是较为悲观的出口数据亮眼以及具有先行性的金融数据大幅回升。相对确定的未来经济修复也使得远月合约成为空头的最优选项,远月贴水

大幅走扩。

最后,从机构行为来看,商业银行面临着放贷和配置债券的选择,放贷的收益率(LPR上浮比例)与国债收益率走势往往高度一致。年初以来发生了一定背离,主因市场预期经济停滞导致不良率攀升,贷款性价比低于债券配置,但随着经济上修预期形成,银行对于不良资产担忧下降,利率债的吸引力下降,配置力量减弱。从4月托管数据来看,银行国债新增托管量减少117亿元,3月则增加1797亿元。对于非银机构而言,随着国债和政金债等利率债收益率处于低位,其对收益率的硬性要求导致配置信用债需求增加。4月广义基金信用债较上月增持4609亿元,券商自营信用债环比增持333亿元,广义基金4月增持655亿元,较3月大幅下滑,券商减持国债23.65亿元。

债市这波回调之后,是迎来了利率的拐点还是配置的良机?我们认为后者。经济改善并不等同于利率下行的终点,但经济企稳是利率拐点的一个必要条件。货币政策的变化是利率拐点更为准确的信号。

先来看经济,金融数据先行于经济数据,4月金融数据超预期是否意味着经济企稳?3万亿社融除了实体经济需求的改善外,更重要的是逆周期政策带动。基建相关企业加杠杆、国企和城投债规模加大是重要支撑。房产销售回暖和基建项目资金落地也同步推升了M1增速上行0.5个百分点至5.5%。但M2和M1剪刀差持续走扩意味着资金空

转和套利活动活跃,实体进行投资开支或补库的意愿不强。企业中长期贷款占比依旧不高,这也印证了企业面临更多是生存问题而不是发展问题,解决企业资金链、弥补短期流动性。同时,消费的回升也不及预期。短期消费贷同比断崖式下跌,表明对于透支消费更为审慎,报复性消费出现的可能极低。综合来看,金融细分数据表明经济复苏偏弱,逆周期政策传导到实体仍需确认。

再者,央行一季度货币政策执行报告发布后,市场对于货币政策的顾虑好转,随之短端表现偏强。未来稳健的货币政策将更加灵活适度,把握好政策出台的力、节奏和重点,做好多目标(稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀)均衡。保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高,“略高”确认了逆周期调节延续,宽松方向不变。此外,4月CPI回落,食品价格逐步趋缓,“控通胀”压力减轻,对于货币政策的制约下降,叠加5月的供给高峰,央行大概率加大宽松力度。因此,担忧货币政策拐点的到来为时尚早。再考虑到债务问题的约束,有必要长期保持低利率环境。

目前,中美利差维持高位,外资配置债券的意愿有望持续,这也限制了债市回调的幅度。市场分歧加大之际,我们维持此前的判断,债市在回调之后大概率继续向上,建议把握上车的机会。短期扰动风险来自于供给压力和机构行为(商业银行风险管理),方向性变化来自于疫情发展和中美关系的变化。(作者单位:国贸期货)