

# 期指陷入区间波动格局

## 关注外围不确定性因素

当前市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底,下行风险则主要来自于海外不确定性因素。近期油价的超预期下行将成为美股二次下探的触发因素。从技术层面来看,A股也存在回调的可能性,因此预计短期市场大概率表现为震荡态势。进入五月,伴随着财政政策的发力和货币政策的放松,指数层面有望出现阶段性反弹。



■ 陈畅

3月底以来,随着海外市场流动性风险的缓和,A股市场开始企稳回升,但是反弹的力度和空间都较为有限。本周油价的剧烈波动再次引发市场关注,投资者开始担忧其可能引发海外信用风险以及美股二次回落,因此前三个交易日指数整体呈现震荡态势。

### 海外不确定性不容忽视

本周油价再度出现剧烈波动,这使得市场很容易联想起3月9日因沙特和俄罗斯无法达成减产协议导致油价大跌,进而加剧了后续全球市场动荡和流动性紧张的局面。我们认为,本次油价大跌一定程度上是受到了期货合约交割的影响,但是更多反映出全球疫情扩散对于需求的打压和拖累。在这一背景下,美国页岩油公司及相关高收益债的潜在风险不容忽视。虽然3月23日和4月9日美联储两次采取针对性措施缓解金融市场信用冲击和实体经济流动性风险,并取得较好的效果,但是在疫情得到有效控制之前,部分企业依然要面临较高的融资成本和紧张的现金流状况。因此目前美国信用市场发生局部危机(尤其是高收益企业债)的可能性依然存在,后续仍需继续观察各类流动性及信用指标,警惕高收益企业债风险对A股部分行业的映射(尤其是地产)。

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。政策面的宽松和对疫情、复工的乐观预期提振了市场情绪,但随着一季度业绩期的开启,美股盈利的下调压力却在不断加大。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(比如后续海外疫情防控不当),或是市场流动性因为局部信用危机和部分资管机构风险暴露再度趋紧,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,美股市场恐将面临二次下探的风险。美股后续走势可能类似于2008年10月至2009年3月期间美股在经济和企业盈利下行的影响下持续回落。但是如果后期美元指数出现大跌,这不但会给人民币汇率带来预期外的升值压力,还容易使得美股市场在短期内出现剧烈波动(类似2015年8月的A股),需要格外警惕内外盘负向联动的风险。

### 国内稳增长政策托底市场

4月17日,中央政治局召开会议,首提“六保”目标,明确特别国债的投向和老旧小区改造纳入专项债使用范围,并指出降息降准、再贷款,都是保持流动性合理充裕的手段。这意味着未来进一步引导贷款利率下行大概率需要降息的配合。根据政策面释放的信号,我们预计后期逆周期调节政策将进一步加码。就二季度而言,稳增长政策将以财政政策为主,同时配合货币政策的宽松。当前市场对

于降低存款基准利率的预期升温,需密切关注降息的时点。

就A股而言,从基本面角度来看,当前市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底,下行风险则主要来自于海外不确定性因素。稳增长政策的推出有利于托底市场,当前较高的股权溢价也意味着A股的估值相对占优,这些因素使得指数层面发生系统性风险的概率相对较小,但是短期油价的剧烈波动极可能引发的海外信用风险和美股回落风险也不容忽视。从技术层面来看,经过前期的反弹,主要指数均回到三月中旬左右的位置,而这些位置对应的是日均成交量万亿左右成交密集区,窄盘较多,在这里出现振荡调整不可避免。上证综指和深综指都呈现上升楔形形态,这种形态的末端往往会出现向下调整。

综上所述,我们认为在基本面和技术面都存在不确定性因素的背景下,短期市场大概率呈现震荡态势,不排除出现大幅回调的可能性。进入5月,伴随着财政政策的发力和货币政策的放松,指数层面有望出现阶段性反弹。因此单边操作上,前期指数ETF的定投仓位继续持有,期指单边方面以区间操作为主,激进者可逢分时反抽轻仓布局空单,注意风控。跨品种套利方面,财政政策发力有利于基建和蓝筹龙头白马等大指数成分股基本面的改善,降息预期升温但对中小指数更为有利。因此,整体市场风格大概率将趋向于均衡,类似2月的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。

(作者单位:一德期货)

# 债市收益率曲线呈陡峭化

■ 鲁证期货 刘晓玲

上周及本周一央行未开展逆回购操作,也无逆回购到期,央行已连续13个交易日暂停逆回购操作。此外,上周央行开展了1000亿元MLF操作,中标利率下调20BP至2.95%,有2000亿元MLF到期,实现净回笼1000亿元。本周五有2674亿元TMLF到期。OMO、MLF、LPR三连降,实现了政策利率向贷款市场利率的传导。

本月缴税截止期延后,且上周降准首次实施,叠加MLF操作,给市场注入大量流动性,导致供过于求,隔夜加回购利率及隔夜Shibor均创历史新低。上周银行间国债收益率不同期限涨跌少,各期限品种平均下跌5.70BP。中短期品种下行幅度大于长期品种,国债下行幅度大于国债。

美联储不断缩减QE规模,从最初的每天750亿美元减少到每天300亿美元,又在本周减到每天150亿美元。美联储资产负债表总规模已经扩大至6.42万亿美元,刷新历史新高。疫情影响下,经济偏弱运行,美国10年期国债维持高位运行,上周到期收益率跌8BP报0.65%,中美利差再次扩大至190BP附近。上周国债期货震荡盘整,2年期主力合约累计

上涨0.13%,5年期主力合约累计上涨0.27%,10年期主力合约累计上涨0.11%。总持仓方面,上周2年期、5年期国债期货上行,分别增仓3259手、1168手,10年期下行,减仓1426手。前20会员净空持仓方面,上周2年期国债期货上行,增仓73手,5年期、10年期下行,分别减仓509手、2271手。

上周国债期货表现强于现券,多数合约基差较前一周期缩小。银行间债券市场中2年期国债活跃可交割券190003最新成交价跌6.6BP报1.5121%;5年期国债活跃可交割券190013最新成交价跌3.73BP报1.9977%;10年期国债活跃可交割券190015流动性较好,最新成交价跌0.75BP报2.5425%。

技术上,上周10年期国债期货主力合约围绕5日线上上下下振荡,周线收于所有均线上方。从四个方面的日线指标来看:MACD红柱变短,上行动能有所减弱。多空布林线轨道变宽,国债期货价格在上轨道线与中线之间徘徊。BR指标下行,与AR指标重合,国债期货市场上买卖意愿降低。波动指标下行,国债期货市场的波动性减小。从各项技术指标来看,短期而言,国债期货市场情绪下降,价格继续上行的概率下降。

基本上,中国一季度GDP同比下降6.8%,去年四季度为增长6%。随着全球疫情逐渐控制,预计下半年经济会明显比上半年更好。整体来看,3月经济金融数据陆续公布,市场反应平淡。基本面的情况需关注全国两会对于全年经济目标及政策的明确,以及海外疫情对经济负面冲击的逐步显现。上周中央政治局会议指出要提高赤字率,发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,并运用降准、降息、再贷款等手段,保持流动性合理充裕,引导贷款市场利率下行,把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

因此,政策持续加码,短端的持续宽松和长债配置价值的下降使得债市收益率曲线不断呈现陡峭化状态,预计短端下行空间将大于长端,收益率曲线有望延续陡峭状态。



### 持仓分析

# 期指净空头寸明显收敛

■ 刘宾

近两周来大盘基本呈现横盘整理状态。上周五和本周一期指上攻,虽然本周一被打回,但是周三再度拉升,总体表现了抗跌的局面。截至周三收盘,沪深300、上证50和中证500指数涨跌幅分别为0.82%、0.71%、0.82%,对应股指期货当月合约涨跌幅分别为1.04%、0.85%、1.2%,对应升贴水为-37.78点、-34.44点、-68.62点。三大期指表现略强于股票指数,贴水小幅收敛。不过,从绝对数看,贴水幅度还是较大,说明情绪有一定改善,但谨慎心态还是较为明显。

期指周三全面减仓,IF减仓8003手,IH减仓2045手,IC减仓2745手。从分时图看,午后拉升较

为明显,伴随着资金回流,说明多头主动性有一定加强。期指周一上涨,但持仓大幅下降,周二下跌明显减仓,周三上涨再度减仓,说明上涨对资金吸引力不够,而下跌对资金吸引力更强。从最近三周来看,IF和IH持仓均呈现温和下降趋势。IF从前期177298手的持仓下降到143423手,IH从79719手持仓下降到62326手,IC下降幅度稍小,说明近期市场观望情绪较浓。

周三中金所前20席位合并持仓数据显示,IF多头减仓3167手小于空头减仓3973手,IH多头减仓770手小于空头减仓2073手,IC多头减仓959手小于空头减仓1106手。多头明显占优,也使得净持仓全面改善。IF净空从6138手下降到5115手,IH净空从7835手下降到6838手,IC净空从13854手下降

到12772手。IF净空回到这几个月来较低水平,显示市场多头优势在提高。

主力席位数据分析,IF合约华泰和国信出现减仓,中信空头减仓力度也明显大于多头减仓力度。IH也出现银河、瑞银、国投安信席位减仓加多的局面。IC分歧略大,华泰减仓加多,但银河和光大减仓力度也较大。整体分析看,IF和IH多头主动性增强略明显。

综合分析,期指减仓上涨略微对不上攻不利。从净空头明显改善以及IF和IH出现一些转多的席位持仓变动看,多头主动性和优势略有回升,市场或呈现一定抗跌性。不过,期指中线能否维持上涨,还是要看资金能否改变观望态度积极入场。

(作者单位:中信证券)

### 资金市场监测

## 利率偏弱运行为主

■ 黄李强

在前期央行货币政策持续发酵的作用下,本周国内利率整体呈现下跌的状态。截至4月22日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜利率为0.901%,较4月15日上升10个基点。1周、2周、1月、3月、6月、9月、1年期利率为1.5760%、1.2960%、1.3000%、1.3910%、1.4840%、1.5780%、1.6760%,较4月15日下降5.6、5.4、4.1、5.6、5.5、5.3、3.6个基点。

项目	4月22日 Shibor	较4月15日变化
单位	%	BP
O/N	0.9010	10.0
1W	1.5760	-5.6
2W	1.2960	-5.4
1M	1.3000	-4.1
3M	1.3910	-5.6
6M	1.4840	-5.5
9M	1.5780	-5.3
1Y	1.6760	-3.6

图为上海银行间同业拆放利率周度变化

本月央行先后进行定向降准、下调中期借贷便利(MLF)利率等偏宽松的货币政策。随着这些政策的持续发酵,国内市场的融资成本逐渐走低。随着疫情的好转,3月国内经济数据明显回升。监管机构需要观测前期政策效果,因此短期内继续推出力度较大的货币政策的概率极低。市场进入政策真空期,利率波动幅度将会随之下降。整体来看,目前市场需要时间消化前期的宽松政策,中长期利率继续走低的概率较大。随着月底资金需求高峰的临近,短期利率有望企稳,但是难以出现较大幅度的回升

(作者单位:金石期货)

### 技术分析

#### IF 成交萎缩



IF主力合约近期形成一波下跌之后,在前期低点附近获得支撑,展开反弹。从趋势指标上看,短期均线已经形成多头排列,并开始上穿中期均线。MACD指标在零轴下方形成金叉后持续上行,且已接近零轴,BOLL通道持续收窄。从K线走势看,震荡上行过程中力度偏弱,且成交量呈萎缩状态,持仓不断减少。综合各指标及走势判断,目前IF属下跌之后反弹行情,目前仍在持续之中。

#### IC 横盘振荡



IC主力合约在高位下跌后形成小双底形态,并突破颈线线展开上行走势。从趋势指标上看,短期均线形成多头排列,并向上穿越中期均线。MACD指标在零轴下方形成金叉后转向上,目前已接近零轴,BOLL通道开口持续收窄。从趋势指标上看,目前处于下跌之后的反弹之中,K线形成上,向上突破小双底形态颈线之后,横盘振荡,在积蓄上涨动力。走势与成交量形成背离,显示后期如上涨需增加动力。短期关注能否突破目前整理区间,如突破关注上方压力线附近走势变化。

#### 十债 矩形整理



十年期国债主力2006合约经过持续上涨后,近期在高位振荡并形成矩形整理形态。从趋势指标看,均线系统保持多头排列,但短期均线开始走平并收敛。MACD指标在零轴上方高点不断下移,与价格走势形成背离,BOLL通道开口仍保持扩大状态。从K线走势上看,自创出高点之后,开始高位振荡,形成矩形形态。成交量也出现萎缩迹象,持仓下行,表明目前已经进入整理走势。十债后期继续创出新的可能性较小,将长期保持高位横盘运行走势。

(华泰期货 王卫东)