

央行高额净回笼

股指高开低走 结构性牛市特征显著

节后首日,沪深300指数盘中创历史新高,资金进行了较大幅度的调仓操作,外资对高位A股仍结构性看好。

■ 陶玮玮

春节长假后首个交易日,上证指数高开低走,虽如期实现开门红,但整体表现弱于市场预期,上证指数微涨0.55%。此外,股指结构性牛市特征仍显著,当日盘中上证指数最高至3731.39点,仍远离2007和2015年牛市高点;同日沪深300指数盘中则创历史新高,突破2007年牛市高点。边际资金流向方面,今年至今,北向资金净流入额约是国内两融增量的4倍,且进行了较大幅度的调仓操作,显示外资对高位A股仍结构性看好,关注顺周期通胀行情驱动下的弱势指数补涨机会。

社融超预期 缓解紧信用担忧

2月9日,央行公布1月金融数据,各项数据普遍强于此前市场预期,1月社融增量高达5.17万亿元。从M2和社融增速看,1月同比增速分别下行至9.4%和13%,M2增速走弱速度快于社融;考虑到基数原因,2021年名义GDP增速预测中值约在10%左右,在中性定调下,当前M2增速下行空间已有限,8%—9%是合理运行区间,社融增速则仍有下行空间。2021年紧信用基调明确,但紧信用节奏和力度不确定。最新金融数据显示,一季度政策环境转弯力度显著低于预期,利于市场风险偏好的高位维系。

结构上,2021年紧信用和调控压力将聚焦在房地产和地方债,科技创新、绿色经济、农业、供应链升级等领域仍将维持宽信用状态;结构性紧信用环境下,信用风险隐忧难消,春节前地产巨头华夏幸福暴发债务危机,引发市场关注,市场担忧本次52亿元违约仅为开始。房企之外,居民房贷也在同步趋紧;1月以房贷为主的居民中长期贷款当月新增9448亿元,创历史和历年同期新高,同比多增约2000亿元,占总体信贷多增部分的83%;这与去年底开始的局部楼市涨价潮相符,或因此触动节前北上深房地产调控政策集中出台,其中深圳的房价指导价同时抑



制供需两端,冻结炒房意愿,成为房地产调控最强风向标,后期涉房类贷款趋紧方向明确。与房地产类似,2020年疫情特殊因素下非常规财政刺激政策也将回归常态,截至目前,2021年地方专项债仍未提前下达,即将召开的两会将揭晓2021年的财政赤字率和专项债规模,目前市场普遍预期调降幅度温和,若超预期将带来市场风险偏好的再平衡。

央行净回笼2600亿元

节后首日,央行公告表示,春节后现金逐步回笼。2月18日,央行开展2000亿元中期借贷便利(MLF)操作,利率维持在2.95%不变;以及200亿元逆回购操作,中标利率持平于2.2%。统计显示,当日公开市场逆回购到期规模为2800亿元,MLF到期规模2000亿元,因此当日央行公开市场净回笼2600亿元。

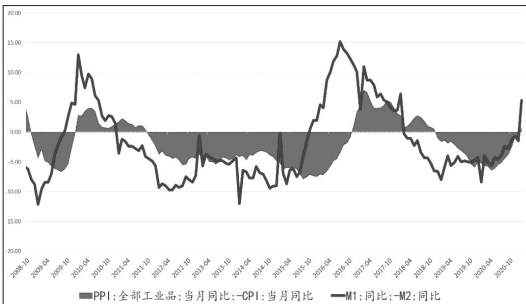
节后首日高额净回笼,在市场预期之外,隔夜SHIBOR利率上涨约40BP至2.34%,但仍显著低于1月底央行持续净回笼时的利率高点3.28%。考虑到19日央行公开市场将有1000亿元逆回购到期,若保持净回笼,则隔夜利率仍有上行空间,叠加下周集中缴税日和银行缴准日,短期资金面预计将稳中偏紧,抑制当前市场乐观情绪的强势蔓延。

美债利率回到疫情前水平

春节期间,倡导就地过年对消费产生结构性影响。交通运输部统计显示,今年春节假期前6天,全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客7724.3万人次,比2019年同期下降76.4%,比2020年同期下降43.1%;但同期,全国重点零售和餐饮企业销售额达到8210亿元,比去年春节同期增长28.7%,春节消费实现“开门红”,利于提振2021年消费稳增长信心。

国内消费信心提振的同时,美国经济复苏预期也在强化。春节期间,10年期美债收益率上

涨14BP至1.29%,回到去年2月底疫情暴发前水平。同时美债利差10Y—2Y高达118BP,处于2017年来峰值区域,隐含疫后经济复苏回归常态的强烈预期。据IMF预测,2021年中美GDP实际增长率分别高达8.09%和5.12%。虽然秋冬季全球疫情再反复,但从中美制造业PMI数据看,经济预期维持较高景气度,并未受到显著影响,与疫情共生成为常态。当前美国新增新冠病例已由1月高峰日近30万例降至7万例左右;进入春季,疫情防控将面临较好的自然环境,叠加疫苗和疫情防控升级的共同作用,疫情大概率全面减弱。全球经济疫后复苏强度将进一步升温,同时带来通胀和利率上升压力,考虑到经济复苏的脆弱性,预计利率上升速度大概率慢于经济复苏和通胀上升速度,利于顺周期资产价格表现。



总体上,2021年股指行情不再由超跌修复和全球流动性溢价驱动,而是基于全球经济疫后修复共振带来的盈利预期驱动,以及与流动性转向预期之间的博弈,其间通胀因素是关键变量,温和通胀下盈利速度大概率快于政策收紧速度,市场风险偏好仍将稳中有升。但若通胀压力超预期,引发政策过快收紧,则将带来市场风险偏好的拐点。短期看,1月强势的金融数据和3月初两会政策预期,利于股指维持偏强状态。结构上,当前上证50与中证500比值已达2010年以来峰值,在顺周期通胀行情的主导下,关注中证500的补涨和比值调整机会。

(作者单位:中财期货)

海外市场通胀预期升温 债市弱势运行

10年期美债收益率已突破1.3%,创下近11个月以来高点。从原因来看,一是美国通胀预期持续升温,二是美国财政刺激计划加速落地,共同引

■ 何慧

春节长假后首个交易日,三大期债跳空低开,日内有所分化,二债和五债先抑后扬,十债相对偏弱,市场交易逻辑从资金流动性层面转向通胀层面。春节假期之前,流动性环境和资金面的剧烈波动引发了债券市场的调整,资金面主导了春节前流动性债券市场的行情。春节假期期间,海外市场出现了明显的全球经济复苏和通胀交易行情,带动国内期债节后首日跳空低开,尤其对长端利率债产生不利影响。



从外部环境来看,节假日期间全球疫苗接种加速推进,新增确诊病例持续下降,海外疫情蔓延趋

缓。此外,美国拜登政府要求联邦法院暂停抖音海外版TikTok禁令,提振全球市场风险偏好。与此同时,海外商品市场、股票市场和债券市场对国内债券市场的影响都偏不利。

首先,春节期间主要大宗商品价格出现上涨,尤其是国际油价出现集体快速上涨,反映了明显的通胀预期。最新数据显示,美原油3月合约盘中触及62.26美元/桶,上涨至13个月高点,布伦特原油价格一举突破65美元/桶,年初至今涨幅已超过25%。油价上涨背后有多重因素,一方面是疫苗接种量增加、新增确诊病例快速下降带来的需求修复预期以及美国财政刺激计划落地预期,另一方面是美国严寒天气导致的部分油企停工的供给冲击。与此同时,铜价以及其他有色金属价格的大幅上涨更是直接地反映了全球经济复苏预期和通胀预期,2月以来COMEX铜期货价格上涨超10%,黄金价格也在通胀预期之下下跌3.71%。

其次,春节期间全球长端国债收益率大多数都处在反弹过程中,美国、日本、印度和南非等国家十年期国债到期收益率均出现明显上行,其中美国长期国债到期收益率上行幅度较为明显,10年期美债收益率已突破1.3%,创下近11个月以来高点。从原因来看,一是美国通胀预期持续升温,二是美国财政刺激计划加速落地,共同引发长债收益率上行。

最后,春节假期海外主要股票市场均有所上涨,其中道琼斯工业指数、标普指数、纳斯达克指数、欧洲50指数均创下近期新高,日经225指数30年来首次冲上3万点。全球股票市场的普遍上涨反映了市场风险偏好的明显回升,这与大宗商品价格上涨、债券收益率上行是同方向的,背景都是全球经济修复预期和通胀预期。

海外市场在春节假期表现出明显的通胀预期和风险偏好提升,对国内债券市场而言,全球再通胀预期与国内通胀回升的吻合可能会引发债券市场对经济修复、再通胀、政策加速退出的预期,均对债市不

友好。从国内环境出发,影响债券市场的因素也是多空交织。

从国内基本面的来看,春节前公布的1月通胀PPI数据回升、新增贷款投放创新高、新增社融超预期,春节期间发布的消费数据好于预期等均在一定程度上构成了不利于债市的基本面环境。数据显示,1月人民币贷款增加3.58万亿元,同比多增2252亿元;社会融资规模增量为5.17万亿元,预期4.47万亿元,前值1.72万亿元。此外,1月PPI同比上涨0.3%,前值下降0.4%,连续11个月之后首次转正。

PPI同比重回正增长,回升趋势或将延续一个季度。全球疫情见顶、需求回升成为推动上游大宗商品价格的主要因素。海外疫苗接种逐步推进,全球新增确诊病例明显下降,国际原油价格和长期国债利率回升均表明了全球经济逐步修复。预计随着全球经济修复延续,工业品价格上涨趋势会延续,叠加基数效应,一季度PPI同比回升速度将进一步加快。

从央行公开市场操作来看,节后首日央行开展了2000亿元MLF操作和200亿元7天期逆回购操作,当日有2000亿元MLF和2800亿元逆回购到期,实现净回笼2600亿元。在公开市场业务公告中,央行指出其操作背景在于春节后现金逐步回笼。对于债券市场来说,货币政策和资金面作为更为敏感的因素在春节后并非绝对利空,货币政策仍以稳为主,尚未明确转向。

节前央行发布的《2020年第四季度中国货币政策执行报告》中提出下一阶段将“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动”。事实上,春节前夕股份制银行1年期同业存单发行利率已连续12个交易日在3.0%上方运行,显著高于2.95%的1年期MLF操作利率。短期货币政策操作或将再次引导同业存单利率回归MLF操作利率,资金面预计维持紧平衡,叠加通胀预期,资金利率和长债收益率或将继续弱势振荡。

(作者单位:中辉期货)

期权观察

认沽持仓重心上移

■ 彭鲸桥

周四沪深两市高开低走,期权标的普跌,上证50ETF收跌0.12%,沪深300指数收跌0.7%左右。沪深两市及中金所期权总成交金额为86.00亿元,较前一交易日89.70亿元下降4.13%,总持仓量556.25万张,较前一交易日增加13.91%。

50ETF成交量、持仓量均明显增加。周四50ETF期权总成交393.25万张,较前一交易日增加7.39%,持仓量415.77万张,较前一交易日大幅增加17.20%。从当月合约持仓看,总增持18.70万张,其中认购大笔增持16.12万张,认沽增持2.57万张。从当月合约各执行价增减持变动情况看,认购在4.1至4.4平值浅虚值价位大笔增持,总计18.52万张,实值价值明显减持。认沽则在平值浅实值附近大笔增持8.16万张,虚值价位大笔减持。

沪深300三大期权交投活跃度也有所提升。从持仓量的增持变动幅度看,上证300ETF增幅10.09%,深证300ETF增幅18.32%,中金所期权增幅0.72%。从交投最为活跃的上证300ETF期权各执行价增减持变动情况看,当月认购增持1.63万张,增持主要来自5.75和6.0平值附近,合计增持2.65万张。认沽增持0.09万张,增持主要集中在5.75平值价位,虚值价位则明显减持。从增持变动情况看,与50ETF期权变动类似,认购虚值大笔增持,认沽持仓重心上移,整体看,上行压力有所增加。

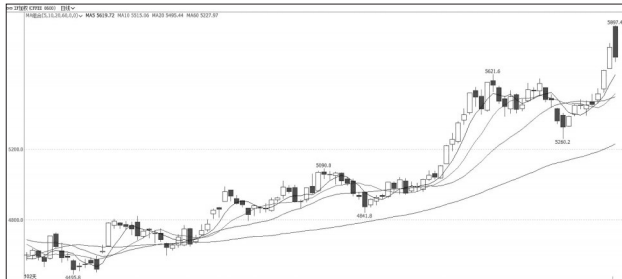
隐含波动率近期内日振幅偏大,但变动幅度不大。目前50ETF当月平值认购隐含波动率15.46%,认沽19.96%,认购下行,认沽维持稳定。上证300ETF当月平值认购15.60%,认沽19.88%,较前一交易日变动不大。历史波动率略有回落但仍较前期明显抬升,50ETF30日历史波动率从前期的18%提升至20%左右,沪深300指数30日历史波动率22%。从认购认沽波动率价差看,50ETF期权价差扩大,合成标的贴水走阔。

市场高开低走,从持仓变动看,认购虚值部位大笔增持,认沽持仓重心上移,投资者仍以多头思路为主,逢低构建牛市价差组合。

(作者单位:中信建投期货)

技术解盘

IF 压力较大



IF加权节后首日高开低走,形成刺透形态,且成交量创出新高,资金流入明显,反映出上方有较强压力。指标方面,均线系统整体走势偏强,MACD指标再度交出金叉。综合来看,IF加权节后创出新高,但日内高开低走出现调整,目前技术形态整体偏强,建议10日均线不破的情况下继续偏多思路对待。

IC 区间运行



IC加权节后首日冲高回落,价格最高上涨至6500点附近后再度走弱,且出现明显的增仓放量,但收盘依旧未能摆脱近几个月以来的振荡区间。指标方面,均线系统和MACD指标依旧缺乏明显趋势方向,等待价格的方向指引。综合来看,IC加权节后冲高回落,上方压力依旧有效,建议维持短线操作思路,关注近期振荡区间的突破。

十债 创出新低



十债加权节后首日低开低走,一举放量跌破前期低点96.835点一线,持仓量延续上涨趋势。指标方面,均线系统跟随价格走弱,MACD指标慢线继续在弱势区域运行。综合来看,十债加权节后创出新低继续寻底,建议以10日均线为防守偏空思路对待,下方关注2019年4月低点95.805点一线能否守住。

(中原期货 刘培洋)