

抱团股深度回调 股指全线大跌

顺周期和低估板块受到青睐

春节结束后市场担忧流动性收紧,股指表现不佳。在连续大幅回调后股指依然存在超跌反弹的机会,但上行空间有限。



■ 贾婷婷

近期A股持续弱势大幅下跌,2月18日至3月4日上证指数、沪深300、中证500已经累计下跌4.15%、9.07%、4.50%,板块方面,顺周期板块和低估板块波动,近20个交易日以来钢铁、采掘、房地产等涨幅居前,食品饮料、医药生物、家用电器等抱团股跌幅靠前。

2月以来,美债收益率持续走高,2月25日10年期美国国债收益率触及去年2月以来新高1.45%,10年期美国国债收益率利差大幅收窄至183个基点,当日造成美股大幅下跌。经过几日的回调后,3月3日10年期美国国债收益率再度飙升至1.476%,从而造成科技股大幅回调,3月4日A股低开低走全线大跌。

春节结束后市场持续担忧流动性收紧,股指表现不佳。中美经济与宏观政策存在周期性错位,中国利率水平率先重估,提前反映和消化基本面及政策变化的影响,短期不会快速上行。此前央行

也表示当前应该重点关注的是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标,以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

整体来看,政策不会急转弯,从目前央行较为稳健的操作风格来看,需要适当地降低对指数未来空间的预期。

当前市场风格发生了明显的变化,前期抱团白马股持续下跌调整并拖累指数表现,而顺周期(有色金属、钢铁等)和低估板块(金融和房地产)受到资金青睐。我们认为,最近下跌的原因主要有三点:

第一,由于当前国内外经济都表现出较好的复苏势头,市场担忧货币政策逐渐收紧,美国国债利率上行以及我国央行较为中性的公开市场操作均超市场预期。

第二,大宗商品价格持续大涨,市场担忧通胀到来。2021年以来,大宗商品持续火热,周期股表现亮眼,上游原材料涨价恐会传导到中下游从而带来通胀预期。但当前大宗商品价格上涨主要和我国经济复苏有关,是阶段性的表现。从宏观层面看,历史上大

宗商品进入“超级周期”往往与全球经济出现新增长动力紧密相关,然而,本轮上涨的宏观经济背景更多表现为从去年谷底状态反弹,而非出现可支撑长期持续发展的新动力;从供需层面看,两端均存在不确定性。全球经济复苏预期与实际间的“温差”,供给方的反应以及需求结构的变化都将影响未来大宗商品价格走势。

第三,前期涨幅过大的高估值板块存在调整的需要,同时存量基金在股票市场上也有一定的调仓换股,将部分资金从获利较多的抱团股中撤出投入到低估值板块和顺周期板块中。

当前海外风险有所加剧,市场担忧货币政策收紧。在连续大幅回调后股指依然存在超跌反弹的机会,但上行空间有限,一方面后续经济复苏强弱存不确定性,另一方面各类积极政策退出可能对市场会有冲击。整体上看,在稳健的货币政策下预计股市仍以慢牛长牛的走势为主。技术上A股走势较弱,短线仍存不确定性,建议先观望,等待明确的企稳信号。

(作者单位:申银万国期货)

多空均衡 债市等待方向明朗

由于目前期价距离区间下沿的空间较小,交易难度相对较大,在未出现明确的方向性驱动因素之前,多看少动更为稳妥。

■ 何慧

近期债券市场面临的多空因素相对均衡,春节后两周期债市场维持低位窄幅震荡,一方面通胀和全球经济复苏预期等中期层面的利空因素仍在,另一方面国内资金流动性改善和债券供给预期下降等短期层面的因素提供下方支撑,导致短期利率上下空间均不大。本周,五债、十债分别反弹至20日区间中值99.372、97.185附近再次承压回落,在中期逻辑未发生改变的情况下,阶段性逢高偏空为主。

全国两会召开期间,资金面大概率维持宽松格局,短端利率依然相对安全,但消息面的不确定性明显上升,对中长期利率带来一定程度的冲击,或将加剧市场波动。10年期国债收益率3.3%附近是个短

期平衡点,债市在窄幅震荡中等待方向。由于目前期价距离区间下沿的空间较小,交易难度相对较大,在未出现明确的方向性驱动因素之前,多看少动更为稳妥。

近期美债收益率大幅上行突破1.5%,引发市场重点关注。目前美元兑人民币即期汇率维持在6.46附近,在当前人民币汇率仍表现强势的背景下,美债收益率上行导致的中美利差适当收窄或能在一定程度上缓解人民币进一步升值的压力。当前中美利差水平运行至1.8%附近,仍处于可承受范围之内,因此,美债收益率上行引发中美利差快速收窄对于国内债市的影响或相对中性。

从国内基本面来看,本周相继公布的2月制造业、非制造业数据受春节假期影响,景气水平均较1月出现回落。其中,2月官方制造业PMI、非制造业PMI指数分别为50.6、51.4,环比回落0.7、1.0个点,但仍连续12个月保持在荣枯线以上。与此同时,2月财新制造业PMI和财新服务业PMI分别为50.9、51.5,分别降至2020年6月、5月以来的最低值,但仍连续第十个月位于扩张区间。目前国内基本面暂未出现超预期恢复,PMI显示经济修复动能边际放缓,但现阶段仍处高位,高频数据也并未提示经济出现明显下行,中期对债市的压制仍然存在。

从资金流动性来看,货币市场利率自2月以来持续下行,2月1日存款类机构隔夜7天加权利率DR007为阶段性高点3.1656%,3月1日为2.1974%,下跌96.82个基点,本周资金面继续向宽,DR001跌

破1.5%关口,DR007则创近两个月新低。从影响银行间流动性的主要因素看,财政因素与现金的回流将对银行间流动性产生利好,跨季压力可能要到月中缴税后才逐步显现,预计3月资金面依旧呈现中性偏宽的整体态势。需要注意定向降准、季末考核、存单价格以及再贷款续作情况的影响。

从央行公开市场操作来看,央行春节前后操作均偏谨慎,非货币流动性因素驱动资金价格中枢回到政策利率附近。近两周央行维持每日100亿元或200亿元的逆回购投放,流动性呵护体现为“小步快跑”,态度上意在维持银行间资金面的稳定。考虑到后续结构性的通胀脉冲大概率不会对货币政策产生制约,货币政策依旧会维持稳定的基调。

全国两会召开期间,市场高度关注赤字率和新增地方专项债的目标情况。随着疫情缓和和经济复苏,财政政策或将更加注重适度性和可持续性,预计不会持续扩张力度,外加特别国债大概率退出,今年国债和地方债的供给压力将适当缓解。不过,与赤字率、经济增长目标等量化指标相比,需要高度关注全国两会召开期间释放的政策信号。

周二,银保监会主席郭树清在新闻发布会上表示房地产领域的金融化泡沫化问题比较大,担忧欧美发达国家金融资产泡沫破裂,此番银保监会表态,进一步确定了货币政策重心或将切换到金融风险监管层面。此外,延续国企改革,2021年年初以来舆情事件不断,信用市场情绪脆弱,需特别关注3月、4月到期压力,以及部分区域国企的债务协调结果对信用债市场的冲击。(作者单位:中辉期货)

美债收益率攀升 中债受影响有限

■ 吴嘉颖 徐闻宇

2月25日10年期美债收益率上升至1.54%,盘中一段突破1.6%。笔者观察发现,自2月10日至25日美国10年期通胀保值债券(TIPS)利率上升46BP,本轮美债收益率快速上行源自通胀预期与实际利率共同推动,且实际利率上升速度更快。

由于疫情期间各国宽松货币政策引发流动性过剩,权益市场、房市、商品等资产价格实现普涨,而随着全球通胀和经济复苏预期抬头,各国货币政策边际收紧,资本市场对流动性变得异常敏感。虽然美联储官员近期持续释放偏“鸽派”信号,表示美国通胀仍低于2%的长期目标,货币政策将维持宽松。但

随着拜登1.9万亿美元刺激法案落地,市场担忧经济复苏过快带来货币收紧。实际利率是影响全球资产再平衡的重要因素,实际利率上升将会导致融资成本增加,令风险资产承压,不利于高估值资产。由于美联储2020年QE期间大量买入美债,压低美国实际利率,扭曲了基本面定价,因此实际利率仍在负区间。当前一轮实际利率的快速抬升实质是投资者逐步按照基本面对实际收益率进行再定价,预计后续实际收益率将回升至零以上,对10年期美债收益率贡献60BP—80BP上升空间。

10年期美债收益率快速上行突破关键点位1.5%,除了基本面因素推动,不排除技术因素导致。由于部分程序化交易指令在关键点位产生连锁反

应,最终导致超卖。2月25日当日,10年期美债隔夜波动率已经接近过去一年的2倍标准差,因此我们判断短期债市将出现回调,后续维持震荡,中期回归基本面驱动。由于目前美联储货币政策仍处于宽松阶段,10年期美债收益率短期继续快速走高的可能性不大,将处于稳步上升阶段,至下半年回升至1.7%—1.9%区间。

美债走势通常对国内早盘债券走势有一定影响,但国内基本面仍是驱动债市的主要因素。此外,目前中美利差超过180BP,对美债收益率快速上升压力不大。后续来看,国内债市需要关注债券供给、央行流动性投放节奏以及2月PMI数据对债市的影响。(作者单位:华泰期货)

期权观察

隐含波动率走高

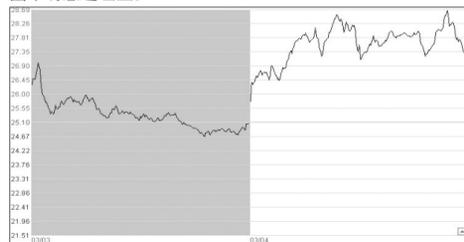
■ 邱宁

3月4日沪深两市单边下跌,沪指收跌2.05%,深成指跌3.46%,创业板指跌4.87%。中证500表现相对好于沪深300、上证50,分别下跌1.88%、2.85%、3.15%。

标的继续重挫,隐含波动率走高。对于看涨期权,波动收益依旧被方向性损失吞噬,期权价格普跌。持有看跌期权仓位,方向波动双丰收,无论是50ETF、300ETF/股指期货,主力3月看跌合约,平值及虚值一到三档的当天涨幅均超过100%,赚钱效应明显。大幅下跌行情对于看跌期权卖方不利,风控不到位会面临加速亏损风险。当天50ETF3月行权价为3.8看跌期权大幅减仓,卖方止损离场或移仓至更低行权价。

虚值看涨期权建仓明显,市场视3.9、4.0为较强压力位。300期权市场交易反映出相似结果。总体来看,当日50ETF、沪深300ETF以及300股指期货的累计成交量分别为351.60万、258.92万、38.66万、13.97万张,均较上一交易日增加30%以上;当日累计持仓量分别为309.51万、239.43万、49.80万、20.60万张,均较上一交易日增加10%左右。在成交持仓比上,深市及中金品种,因市场参与度较弱,该值目前小于1。

隐含波动率一路走高,市场交易情绪高涨。截至收盘,50ETF、沪深300ETF以及300股指期货加权IV分别收于24.96%、26.10%、26.70%、27.32%。近期行情持续下跌,隐波虽处于上升趋势中,但波动没有过分剧烈,仍在区间调整,反映出市场趋理性。



图为300股指期货期权IV日内走势

操作建议上,市场继续调整走低,卖出看跌期权要加强风控,现阶段新入场的裸买看跌会受行情企稳波动降低和时间衰减双重风险。3月合约到期不足一个月,若是认定上方强支撑,可卖出该价位虚值看涨期权,收益虽不一定丰厚但获利概率较大,万一向上沿突破,则要及时处理头寸。

(作者单位:永安期货)

技术解盘

IF 回落调整



IF加权本周价格继续走弱并跌破60日均线支撑,创出近两个月以来的新低。量能方面,本周下跌过程中,成交量有所缩小,持仓量整体有所下降。指标方面,短期均线跟随价格走弱,60日均线整体延续强势,MACD指标背离后持续走弱。综合来看,IF加权本周继续回落调整并跌破60日均线创出新低,下方重点关注去年11月、12月成交密集区的支撑。

IC 区间整理



IC加权本周价格继续在近几个月以来的震荡区间内运行,量能方面持续缩小。指标方面,均线系统和MACD指标依旧缺乏明显趋势方向,等待价格方向指引。综合来看,IC加权本周价格呈现阴阳交错的震荡走势,日线延续区间震荡整理,建议维持短线操作思路,继续关注该振荡区间的突破。

十债 再度走弱



十债加权本周价格反弹至20日均线附近再度走弱,并向下跌破5日均线和10日均线,但成交量继续缩小,持仓量变化不大。指标方面,均线系统延续空头趋势,MACD指标在低位交出金叉,有止跌迹象。综合来看,十债加权短线反弹遇阻回落,价格重回弱势运行,建议20日均线下方继续以偏空操作思路对待。(中原期货 刘培洋)