

风险偏好暂时处于中性状态

股指 上下空间均有限

国内经济、政策、通胀预期相互制约,其中通胀因素是核心变量,而国内消费强势复苏和碳达峰目标实现,以及外部政策是主要的影响因素。



■ 陶玮玮

近期,上证指数在触及本轮调整低点3328后,整体维持3300—3500区间振荡,市场交易信心低迷,两市成交金额降至7000亿元左右。股指结构上,中证500指数表现略强于上证50和沪深300指数。同期,美债收益率暂缓攀升以高位振荡为主,国内流动性预期稳定,央行公开市场连续三周零回笼;最新公布的3月中美制造业PMI均有上升,维持较高经济景气度,对市场风险偏好有维稳效应。

较高的经济景气度现状,利于稳定市场短期风险偏好。国内3月制造业PMI升至51.9%,景气度明显高于2013—2020年同期均值50.9%,仅次于2020年同期,除季节性因素外,3月经济活动仍较强势。相比制造业PMI的高景气度,服务业PMI的景气度回升速度更快,3月高达56.3%,与去年11月疫情反复前的服务业景气度高点基本持平。考虑到疫苗的快速普及,4—5月服务业景气度料将进一步上升,利于国内消费增速进一步复苏,以对冲国内投资增

速的边际降温预期。

不过,与当前经济高景气度相伴随的既有通胀预期的温和上升,也有经济疫后修复周期的见顶回落预期。通胀上升和经济见顶预期的叠加不利于股指表现,通胀预期上升会强化国内流动性边际收敛压力,主要体现在融资需求的逆周期调控,预计1—2月货币供应增速超预期状态较难持续,一季度之后大概率逐步回落,回到货币偏中性状态;结构上,在各热门省市陆续加强房地产领域调控力度的背景下,二三季度地方专项债发行将成为融资需求主要增量部分。

经济节奏预期上,4月即将公布的一季度GDP增速,将在基数效应下出现超高速增长,之后逐季回落,直到四季度回到常态,这基本为市场共识。流动性拐点预期达成共识后,经济预期拐点也将紧随其后,但与流动性预期的“不急转弯”一致,经济拐点出现后仍将在高位呈现较强韧性,二三季度国内流动性收缩和经济高位运行将共存。整体上,国内经济、政策、通胀预期相互制约,其中通胀因素是核心变

量,而国内消费强势复苏和碳达峰目标实现,以及外部政策是主要的影响因素。

通胀的外部影响因素主要来自美国基建刺激计划,但从美国刚公布的2万亿美元基础设施计划看,其计划规模为市场主流预期规模下限,并未超预期;且为期8年,同时配合美债发行和企业加税,以筹集该计划所需资金;预期内的基建刺激方案对短期通胀和美债收益率预期影响有限,但加税计划将摊薄企业盈利水平,并不利于美股走势,而美股潜在的流动性挤兑风险是当前能影响国内股指风险偏好的主要外部因素。

总体上,经过前期15%—20%的调整后,沪深300和上证50指数积累的高估值压力明显释放,近三周的低位振荡期间,北向资金累计净流入181亿元;当前阶段,内外流动性转向预期已成市场共识,目前处于阶段性稳定期,市场风险偏好暂时将维持中性状态,等待新的超预期因素出现,在此之前,股指大概率仍将振荡反复,向上向下空间均有限。

(作者单位:中财期货)

股指 市场情绪恢复不会一蹴而就

■ 何慧

一季度A股交易正式落下帷幕,大盘月线放量大跌,季线冲高回落,这些中线指标的走弱意味着市场情绪恢复难以一蹴而就。具体来看,A股各大主要指数均出现不同程度下跌,其中上证指数收报3441.91点,一季度累计下跌0.9%,深证成指下跌4.78%,创业板指累计下跌7%,科创50指数累计下跌10.39%,位居跌幅首位。

一季度A股市场剧烈波动,尤其是春节过后,被市场称为抱团股的核心资产出现大幅下跌,带动指数快速下行。进入3月之后,三大股指缩量振荡,“碳中和”成为A股主线行情之一,此前大幅调整的基金抱团股逐步企稳。量能上看,前两个月市场成交金额均维持在万亿元左右,3月伴随着A股进入窄幅振荡盘整阶段,市场成交意愿低迷,成交金额持续下降,且市场波动率不断下行,股指VIX从3月初的31.28回落至目前20.26,跌幅超35%。

近期外围市场影响或有放缓,由于欧洲疫情反弹,市场对于经济预期与通胀预期略有下调,美债收益率上行趋势放缓,叠加市场前期已逐步消化预期,对外围流动性的敏感度出现边际钝化。国内经济复

苏超预期,前期抱团股和顺周期龙头股有所企稳,A股韧性增强。考虑到估值情绪压制、赎回压力在反弹阶段可能更大,指数修复空间相对保守。

此外,周四北向交易开始关闭,4月7日恢复开通,市场仅是场内资金博弈的结构性机会。从行业结构来看,一季度行业涨跌各半,顺周期板块强者恒强,包括钢铁、建筑、采掘、化工等多个顺周期指数逆势上涨。相反,受美债收益率飙升等因素影响,高估值资产则出现估值回归。操作上,IF、IH、IC分别关注120日均线以及区间中值5150、3620、6250能否有效突破,清明节前后谨慎操作。

从国内经济基本面上来看,周三公布的3月官方制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI分别为51.9%、56.3%和55.3%,比上月回升1.3、4.9和3.7个百分点。其中,3月生产、新订单、新出口订单、建筑业、服务业活动等多项指标在连续两个月下滑后出现回升迹象。此外,3月制造业PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%,较上月上升2.7和1.3个百分点。3月布伦特原油均价环比升5.6%,南华工业品指数环比增2.8%,大宗商品价格持续攀升,物价指数创新高,通胀预期不断增强。

3月PMI数据向好,宏观经济环境维持高景气度,A股将在部分高景气板块带动下横盘振荡向上走势。从内部来看,利润持续改善,产能利用率处于高位,并且各行业利润改善相比于投资改善更加明显。从外部来看,全球居民储蓄存款处在高位,预计海外居民部门短期消费动能依然不弱,美国基建刺激计划抬升后续预期,整体有利于我国出口动能和制造业景气上行。综合来看,由于内外需求共振,制造业景气上行,未来盈利改善趋势确定性较强,以盈利驱动的投资景气仍将持续上行。

目前3月行情已经收官,4月将迎来上市公司2020年年报和2021年一季报的密集披露,市场风格将以估值修复和业绩成长为主。一方面,市场需要根据年报、季报梳理新冠肺炎疫情对行业、公司损益影响是阶段性还是持久性的,对行业与公司基本状况与趋势有再梳理的需求。另一方面,随着业绩增速的最终结果得到确认,核心资产基本本面将延续高景气,会用盈利消化一定的估值“泡沫”,而信用收敛带来估值水平收敛,以及“抱团”瓦解,A股已经进入结构再梳理阶段。此外,机构近期也有调仓动作,这也意味着低估值板块再平衡。

(作者单位:中辉期货)

期债 见顶回落概率大

■ 葛自力

3月中旬以来,国债期货价格振荡上扬,10年期国债价格接近去年8月以来形成的振荡区间上沿,特别是在美债收益率大幅走高的背景下,国内长端利率明显下行,造成中美利差快速收缩。此轮期债反弹有几个方面原因:首先,宽松的资金面是期债上行的主要动力;其次,2月经济数据显示国内经济增速有放缓迹象;最后,欧洲疫情加重以及国内股市价格显著下行导致风险偏好回落。随着前期利多消息不断消化,期债价格高点大概率已现,未来见顶回落的概率较大。

经济向好的基本面没有发生变化。2月PMI下行至50.6%,1—2月工业增加值、固定资产投资和消费等数据不佳,经济似乎有放缓迹象。但2月出口数据和金融数据超市场预期,3月PMI快速回升至51.9%,这表明当前经济增长仍有较强韧性。我们认为,当前依然处于制造业库存周期上行阶段,且工业品产成品库存不高,未来企业仍有补库需要,制造业

补库周期将带动制造业投资明显回升,这将抵消房地产和基建投资可能的放缓。全球疫情依然为我国出口提供支撑,叠加疫情后的消费仍有回升空间,强劲的经济增长可能要延续到今年第三季度。

资金面难以继续宽松。春节以来,资金面持续宽松,DR001大部分时间低于2%,DR007从2.3%回落至当前2.1%附近,资金利率显著低于去年下半年的平均水平。从公开市场操作来看,央行对当前资金利率水平比较认可。因此,DR007继续下行的空间有限,显著低于2.2%的逆回购利率的概率较小。近期资金市场利率有所回升,DR007已经回升至2.3%以上的水平,预计未来仍将在2.2%附近波动,资金面大体维持当前水平,进一步宽松的空间有限。

市场风险偏好回升有几个方面的因素:第一,资产价格经历过1个月调整,风险得到较大释放,美国股市经历过短暂调整后继续创新高,国内股市出现企稳迹象,商品市场原油和有色经历了较大调整后,下跌动能不足,预计未来股市和商品依然会有不错的表现。第二,疫情方面,近期包括欧洲和美国在内

的一些国家新冠肺炎确诊人数明显上升,但预计疫情在美国、印度和俄罗斯等大国疫情大幅反弹的概率较小,主要原因在于疫苗对于病毒的传播起到较大的隔离作用。

在经济快速恢复以及通胀预期的影响下,美债长端收益率大幅回升,中美利差快速缩窄。从历史统计规律来看,美债和国内债券的到期收益率具有较强的相关性。近期美债收益率上行并没有造成国内债券价格的显著下跌,但是如果美债收益率继续大幅走高,比如10年期收益率从1.7%上行至2%以上,将对国内债券形成一定冲击,国内10年期国债到期收益率将上行至3.5%以上。

综合看,前期利多因素基本上消化完毕,在基本面向好、通胀回升、资金宽松空间较小、风险偏好回升以及美债收益率快速回升等利空影响下,期债上行空间有限。技术上,期债各合约已经运行至底部振荡区间上边界,上行阻力加大,需要技术性回调。T2106合约在97.6—97.8一带有较强阻力,建议逢高做空,突破98止损。(作者单位:宏源期货)

期权观察

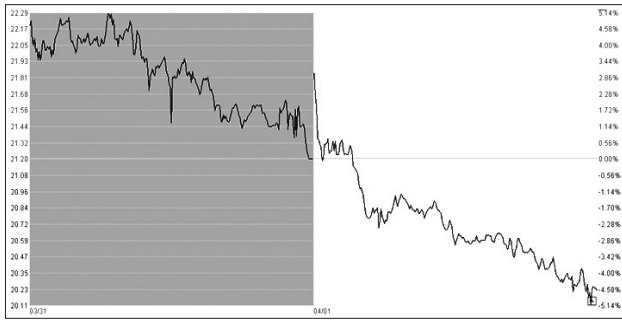
看跌期权价格普跌

■ 邱宁

4月首日两市收红,尾盘振荡走高,市场成交量再度萎缩,增量资金入场不明显,市场赚钱效应偏弱。以每日额度余额口径,北向资金截至收盘净流出逾55亿元;以买卖成交额口径,北向资金净卖出逾79亿元。

金融期权市场方面,当日50ETF、沪/深300ETF以及300股指期权的累计成交量分别为192.28万、159.69万、18.51万、9.38万张,累计持仓量分别为264.30万、182.12万、27.54万以及17.31万张,均较上一交易日有所放大,但仍处于中等偏下水平,市场参与度较低。

当日标的走强,50ETF当月看涨期权平值附近合约大幅减仓,看跌期权则增仓明显。300ETF/股指期权平值附近及浅虚值合约沉淀较多参与资金,若是行情继续反弹走高,300期权的行权价变宽,精细化管理的功能会有所减弱。买卖价差方面,当月合约流动性最佳,ETF期权平值附近合约盘口价差基本维持在1—3个tick,远月合约最大超过10个tick;股指期权因市场规模和交易限制,目前盘口价差较大,如当月平值附近若以对价成交,1手要承担几十元(100元/点)交易成本。期权单合约价格涨跌方面,标的变动叠加隐波走弱,前者影响程度较高导致看涨期权大部分收涨,而对于看跌期权,多重削弱则价格普跌,跌幅多超过20%。



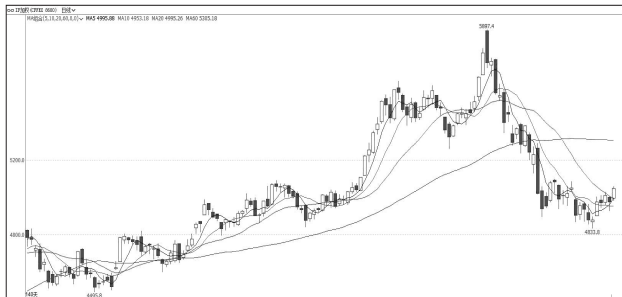
图为300股指期权和加权IV日内走势

目前大盘缩量整理,市场对波动预期降温,隐波率持续走低。截至收盘,50ETF、沪/深300ETF以及300股指期权加权IV分别收于18.34%、18.50%、19.54%、20.22%,均较上一交易日降低1个点左右。操作建议上,近期期权卖方收益可观,卖出宽跨策略会赚取隐波降低和时间价值;持有现券投资者,可以构建备兑策略即卖出看涨期权增强收益,若行情向上突破执行价,可向上移仓。

(作者单位:永安期货)

技术解盘

IF 量能不佳



IF加权本周止跌反弹并再度站上20日均线上方,但量能方面表现不佳,成交量维持低位,持仓量继续减少,价格继续反弹动能成疑。指标方面,短期均线处于调整走势,60日均线延续水平走势,MACD指标在零轴下方再度交出金叉。综合来看,IF加权日线止跌反弹并站上20日均线,但量能方面没有明显放大,建议谨慎反弹思路对待。

IC 耐心等待



IC加权本周价格小幅上涨,整体变化不大,价格重心处于近8个月以来的振荡区间之内。量能方面,本周成交量再度收缩,持仓量变化不大。指标方面,均线系统和MACD指标缺乏明显趋势方向,技术指标参考意义不大。综合来看,IC加权市场仍旧处于僵持之中,量能方面处于低位,建议耐心等待价格对振荡区间的突破。

十债 防守思路



十债加权本周围绕60日均线振荡整理,价格延续低位反弹架构。量能方面,本周成交量变化不大,持仓量小幅增加。指标方面,短期均线转入多头排列,60日均线处于水平走势,MACD指标红色能量柱本周有所收敛。综合来看,十债加权本周延续低位反弹架构,建议以本周低点一线为防守反弹思路对待。

(中原期货 刘培洋)