

期债 仅是反弹而非反转

后期仍以下行为主

近两周 DR007 和 Shibor1 周等基准利率维持在 2% 附近, 低于 7 天逆回购利率 2.2%, 带动利率债一级市场投标需求回升, 机构配置积极, 支撑债市走强。

■ 唐广华

近期, 3 月金融数据和经济数据略低于市场预期, 央行表态密切关注 4 月流动性供求变化, 税期缴款叠加地方债发行并未对市场流动性产生明显影响, 资金面超预期平稳, 带动国债期货价格继续反弹, 10 年期国债收益率回落至 3.15% 附近。

3 月社会融资规模增量为 3.34 万亿元, 3 月末社会融资规模存量为 294.55 万亿元, 同比增长 12.3%, 比上月显著回落 1 个百分点, 但比上年同期高 0.8 个百分点, 主要是因为去年同期处于疫情特殊时期, 央行为防止企业出现现金流断裂的情形, 为企业正常经营提供了必要的流动性支持, 金融市场也加大了为企业提供的直接融资力度。从融资分项上看, 居民和企业中长期贷款均有所增加, 融资结构不断优化。广义货币 M2 余额 227.65 万亿元, 同比增长 9.4%, 狭义货币 M1 余额 61.61 万亿元, 同比增长 7.1%。3 月 M2 增速有所回落, 主要是因为去年同期疫情期间, 居民消费和企业投资均受到较大影响, 故存款基数较高, 导致 3 月居民和企业存款较去年同期均显著少增, M1 增速显示当前企业投资活动有所减弱, 不过仍处于高位。

3 月以来, 央行持续开展 100 亿元逆回购操作, 并基本对冲到期的 MLF 资金。进入 4 月中旬, 随着



例行缴税期的来临, 加上地方债大量发行, 部分机构对资金面有所忧虑。不过在一季度金融统计数据新闻发布会上, 货币政策司司长称央行将密切关注 4 月财政收支和市场流动性供求变化, 对流动性进行精准调节, 保持银行体系流动性合理充裕, 为政府债券发行提供适宜的流动性环境。受此表态影响, 市场情绪基本稳定, 随着财政支出的加大, 税期缴款叠加地方债发行并未对市场产生明显影响, 资金面超预期平稳。近两周 DR007 和 Shibor1 周等基准利率维持在 2% 附近, 低于 7 天逆回购利率 2.2%, 带动利率债一级市场投标需求回升, 机构配置积极, 支撑债市走强。

截至 4 月 21 日, 全球累计确诊病例超过 1.44 亿例, 累计死亡病例超过 300 万人, 全球单日新增确诊人数再次回升至 80 万例上方, 回到 1 月初的高点水平。主要是印度单日新增确诊人数飙升至 30 万例上方, 欧洲法国、德国单日新增确诊人数也维持在 3 万例左右, 不容乐观。海外疫情反复, 引发市场担忧, 近期美债收益率也有所回落。不过新冠疫苗接种进度较快的国家, 疫情逐步得到控制, 当前以色列接种比例超过 119%, 完全接种人口接近 60%, 单日新增确诊人数降至 200 人以内。美国接种比例达到 63.8%, 单日新增确诊人数维持在 6 万例左右, 英国接种比例达到 64%, 单日新增确诊人数维持在 2000

例左右。

统计局数据显示, 3 月 CPI 环比由上月上涨 0.6% 转为下降 0.5%, 主要受春节后需求季节性回落影响, 同比由上月下降 0.2% 转为上涨 0.4%, 处于低位。3 月 PPI 环比上涨 1.6%, 涨幅比上月扩大 0.8 个百分点, 主要受国际大宗商品价格上涨等因素影响, 由于 2020 年同期 PPI 环比下降 1%, 因此带动 PPI 同比上涨 4.4%, 涨幅比上月扩大 2.7 个百分点, 高于市场预期。从历史数据来看, PPI 当月同比与大宗商品指数相关性较高, 且商品指数当月同比大约领先 PPI 当月同比 6 个月左右。最新大宗商品指数同比增速高达 38%, 随着工业生产持续回升, 市场需求继续回暖, 大宗商品价格指数仍有可能上行, 预计将继续带动 PPI 速回升 5%—6% 上方, 不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下, 货币政策边际收紧的可能。

总体上, 短期在金融数据回落、资金面超预期宽松和海外疫情反复的情况下, 支撑债市继续反弹。不过随着疫苗接种有序进行, 海外疫情逐步得到控制, 经济展望继续改善, 国内经济持续稳定恢复, 工业品价格大幅上行, 叠加政府债券大量发行, 预计近期国债期货价格的上涨仅是反弹而非反转, 后期仍以下行为主。

(作者单位: 申银万国期货)

债市易上难下

■ 何慧

最近两周, 债市重心有所上移, 但速度较为克制。近期债券市场的做多交易逻辑主要在于经济边际走弱、流动性稳中偏松以及海外疫情和地缘政治风险加剧。虽然股市有所反弹, 但债券市场表现较为坚挺, 也验证了市场多方力量较强的判断。目前市场对利空的钝化反应反应主要是基于资金利率平稳这一基础, 若后续出现资金利率中枢的抬升和波动性加大, 债券市场可能会出现一些波折。

从经济基本面来看, 近期公布的 3 月工业生产和一季度 GDP 略不达市场预期, 一季度 GDP 同比增 18.3%, 两年平均增 5.0%, 环比增 0.6%, 环比增速明显低于历史平均水平。其中, 3 月工业生产增速回落可能与就地过节出口减少、环保限产和芯片缺口有关。春节后建筑业施工旺季逐步来临, 房地产投资维持高位运行, 基建投资有所改善, 但可持续性存疑。社会零售额和制造业投资继续恢复, 但从居民收支数据看, 收入增速明显高于支出, 居民的储蓄偏好仍然偏高, 对消费有一定压制作用。

中期来看, 前期政策对经济的影响逐渐消退后, 疫情对经济的长期影响会逐渐显现, 叠加刺激政策

陆续退出, 经济景气度处于寻顶的过程中。前期经济数据越强, 则后期的环比改善力度会更低, 债券市场可能正在提前消化对于后期经济走弱的预期。

从资金面来看, 此前市场普遍预期 4 月由于缴税大月和政府债券发行等原因, 资金面整体会有所收紧, 但从 4 月以来的隔夜和 7 天回购利率来看, R001 和 R007 分别较 3 月底下行 48.8bp、58bp, 各期限银行间货币市场利率呈现不同程度下行, 资金面超预期宽松, 支撑债券市场的乐观情绪。

本周进入缴税走款高峰期, 4 月 20 日为缴税截止日, 但资金面未见明显紧张。与此同时, 央行在公开市场继续零投放零回笼, 操作较为克制。在此背景下, 税期资金面并未如市场预期那样出现明显波动, 主要有三方面原因: 第一, 地方债发行节奏偏慢, 地方缴款减少了资金压力; 第二, 3 月财政支出较多, 对冲了 4 月的税收压力; 第三, 可能与缴税规模不及预期、信贷投放相对偏弱以及机构杠杆水平不高有关。

需要注意的是, 历史上资金面往往在缴税截止日后 2 至 4 个交易日收紧, 今年以来看, 资金面虽然依旧宽松, 但 4 月 21 日也有了小幅抬升, 质押式回购加权利率小幅上行不足 3bp, 因此税期对资金面

的影响仍需观察几日才能确定。从目前的市场环境看, 前期预期的流动性利空基本证伪, 债市仍有机会。

从市场情绪来看, 近期海外风险偏好有所回落。一方面, 地缘政治风险不断升级, 美俄外交关系出现恶化, 白宫政府表示将驱逐 10 名俄罗斯外交官, 制裁 32 名俄罗斯个人和实体, 还将扩大对美国金融机构交易俄罗斯国债的限制, 俄罗斯随即表示将采取同等措施进行反击。另一方面, 海外疫情有所反复, 全球新增确诊人数逼近前期高点, 其中印度已连续 7 天单日新增病例超 20 万, 4 月 20 日新增确诊人数近 30 万, 打破该国自疫情以来的最高纪录, 后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在。

展望未来, 一方面, 随着税期平稳度过之后, 资金面有望保持平稳态势, 短端利率稳中有降为长端利率交易情绪的延续创造条件。另一方面, 随着经济数据进入空窗期, 高频数据缓慢回落背景下, 市场对经济复苏放缓的预期仍在延续, 也进一步支撑了债市情绪的延续。短期而言, 市场缺乏增量驱动因素, 前期交易逻辑有望维持, 债市易上难下的格局大概率延续。

(作者单位: 中辉期货)

期权观察

合成标的重回贴水

■ 彭鲸桥

周四沪深振荡格局延续, 上证指数下跌 0.23%, 创业板指数收涨 0.77%。两市成交金额仅 7400 亿元左右, 个股涨多跌少, 资金入场意愿有所放缓, 赚钱效应一般。期权标的整体小幅下跌, 隐含波动率小幅走弱。沪深两市及中金所期权总成交金额为 38.24 亿元, 总成交量 423.72 万张, 较前一交易日降低 1.36%。

50ETF 成交持仓均小幅回升。周四 50ETF 期权总成交 212.72 万张, 较前一交易日上涨 0.3%, 持仓量 326.56 万张, 较前一交易日 311.94 上涨 4.69%。从当月合约持仓看, 总增持 3.03 万张, 其中认购大笔增持 5.57 万张, 认沽减持 2.54 万张。从当月合约各执行价增减持变动情况看, 认购在 3.4 至 3.5 平值浅实价值位大笔增持, 总计 6.53 万张。认沽则在 3.3 至 3.6 平值浅虚值附近全面减持 2.49 万张。整体看, 认购实值增持, 认沽虚值减持, 后市方向偏多。

沪深 300 三大期权交投活跃度较前一交易日变动不大。从持仓量的增持变动幅度看, 深证 300ETF 期权增幅最大为 5.75%, 中金所期权小幅增加 2.33%。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 1.38 万张, 增持主要来自 5.00 至 5.25 平值浅虚值价位, 合计增持 1.42 万张。认沽减持 1.60 万张, 减持主要集中在 4.7 至 5.25 虚值价位。从增持变动情况看, 与上证 50 类似, 呈认购增持虚值认沽减持态势。

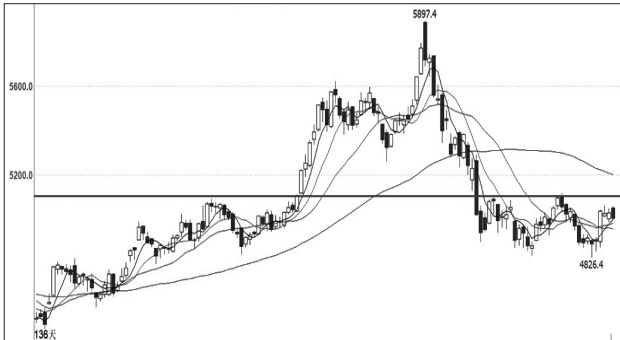
隐含波动率方面, 指数振荡, 波动率小幅走低。目前 50ETF 当月平值认购隐含波动率 14.99%, 认沽 16.52%, 认购较前一交易日 19.41% 降幅明显, 认沽维持稳定。上证 300ETF 当月平值认购 17.12%, 认沽 23.69%, 较前一交易日降低。指数虽变动不大, 但历史波动率降幅明显。目前 50ETF30 日历史波动率从前期的 26% 下降至 21.12% 左右, 沪深 300 指数 30 日历史波动率 23.99%, 较之前的 29% 明显回落。从认购认沽波动率价差看, 在合成升水三个交易日后, 50ETF 期权价差重回负值, 合成标的贴水走阔。

近期市场振荡反弹, 波动率有所回升, 从持仓变动看认购实值增持, 认沽虚值减持, 后市方向偏多, 投资者可持有牛市价差多头组合。

(作者单位: 中信建投期货)

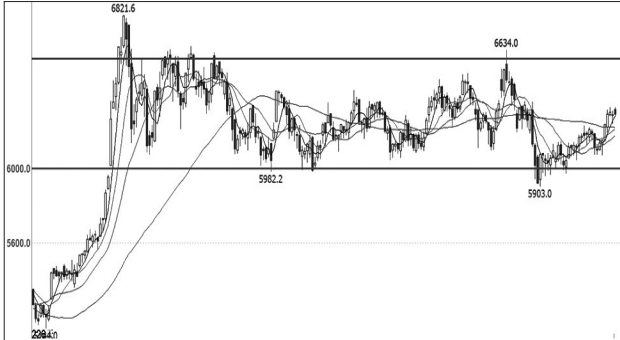
技术解盘

IF 关注压力



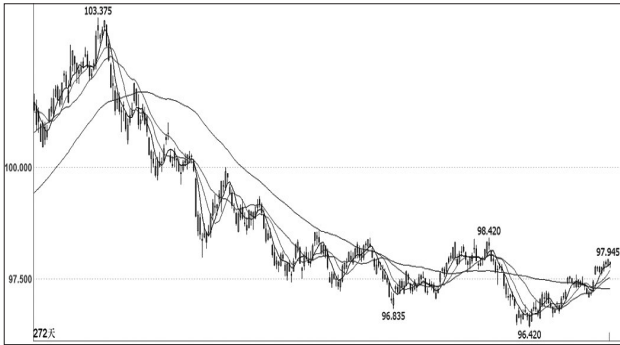
IF 加权近期最低探至 4826.4 点一线后有所止跌, 日线有望形成三重底形态, 上方即将考验颈线位置 5100 点一线的压力。量能方面, 本周价格止跌反弹过程中, 成交量不断收缩, 持仓量明显下降。指标方面, 短期均线相互黏合在一起, 60 日均线走势偏弱, MACD 指标快慢线在零轴下方逐步走强。综合来看, IF 加权日线形成三重底形态, 价格一旦向上突破颈线位置压力, 可以偏多思路操作。

IC 短线偏强



IC 加权日线仍旧处于去年 7 月以来的振荡区间之内, 但短期来看, 近一个月价格重心稳步上移, 目前运行至该区间中枢位置。量能方面, 本周成交量再度缩小, 持仓量持续下降。指标方面, 均线系统和 MACD 指标缺乏明显趋势方向。综合来看, IC 加权尽管短期走势偏强, 但日线架构仍旧处于振荡区间之内, 建议耐心等待价格对振荡区间的突破。

十债 创出新高



十债加权本周继续创出 3 月份以来的反弹新高, 但量能方面没有进一步放大。指标方面, 短期均线跟随价格走强, 60 日均线仍旧处于下跌趋势, MACD 指标红色能量柱有所放大。综合来看, 十债加权本周反弹再创新高, 上方即将考验 1 月高点 98.420 点一线, 建议继续偏多思路对待, 防守 20 日均线位置。

(中原期货 刘培洋)

期指难有趋势性机会

■ 陈夏昕

周四 A 股全天窄幅振荡, 截至收盘, 沪指收 3464.11 点, 跌 0.23%, 量能进一步收窄。期指方面, 三大期指涨跌互现, IF 收跌 0.35% 于 5057.2 点, IH 收跌 0.74% 于 3476.0 点, IC 收跌 0.13% 于 6397.4 点。

一季度 GDP 同比增长 18.3%, 符合预期, 主要受去年低基数效应、员工就地过年等因素影响。但环比增长弱于季节性, 主要与去年四季度高基数有关, 经济增长略有减速。

一季度房地产投资大幅超出预期。从领先指标来看, 土地购置面积和新开工面积两年复合增速仍为负, 反映出房地产行业融资收紧对地产投资增速的拖累。但短期房地产销售火热, 对房地产增速仍有支撑, 预计房地产增速大幅下行概率较低。

随着国内疫情得到有效控制, 消费复苏动能加快。在房地产投资增速具有韧性、消费和制造业投资增速回升的带动下, 经济有望延续复苏态势。考

虑到经济增长已基本恢复至疫情前水平, 后续经济增长速度或逐步趋缓。

受二季度大量信用债到期、地方债发行提速和财政缴税等多重因素影响, 4 月流动性面临趋紧压力。为维护短期流动性平稳, 4 月以来央行精准调控资金面, 一面持续小量开展逆回购操作, 一面通过到期续作 MLF 提前续作 TMLF 和国库现金定存等多管齐下, 加大流动性投放力度, 流动性维持宽松局面。

近期企业家座谈、金融稳定委员会和央行高层先后表态, 保持宏观政策连续性稳定性可持续性, 重提政策“不急转弯”。此外, 国家发改委在 19 日例行会议上回应大宗商品价格上涨现象, 认为这是全球经济复苏、供需结构短期调整等因素作用, 大宗商品不具备长期上涨的基础, 对国内货币政策的掣肘弱化。

目前处于一季报密集公布窗口期。截至 2021 年 4 月 22 日, 两市共计 1423 家上市公司披露了 2021

年一季度业绩预告, 整体披露率为 33.3%。分板块来看, 主板 3067 家上市公司中共有 1134 家披露一季度业绩预告, 披露率为 36.97%; 创业板 941 家上市公司中有 246 家披露一季度业绩预告, 披露率为 26.14%; 科创板 265 家公司有 43 家披露, 披露率为 16.23%。从预告类型看, 2021 年一季报业绩预告整体呈现高速增长, 预喜率为 77.02%, 预忧率为 22.98%, 预喜率远高于预忧率。从预告净利润增长上限来看, 一季度业绩增幅超过 200% 的上市公司有 484 家, 主要集中在化工、机械设备、汽车等顺周期行业, 制造业持续高景气得到验证。展望后市, 宏观经济整体延续复苏态势, 上市公司一季报整体表现较好, 有利于提升市场风险偏好, 期指下行空间有限。

综合来看, 货币政策短期收紧可能较低, 一季报整体表现较好提升市场风险偏好, 期指下行空间有限。但经济复苏动能放缓, 流动性边际收紧, 叠加市场仍处于存量资金博弈等因素, 期指难有趋势性机会, 大概率维持振荡格局。

(作者单位: 福能期货)