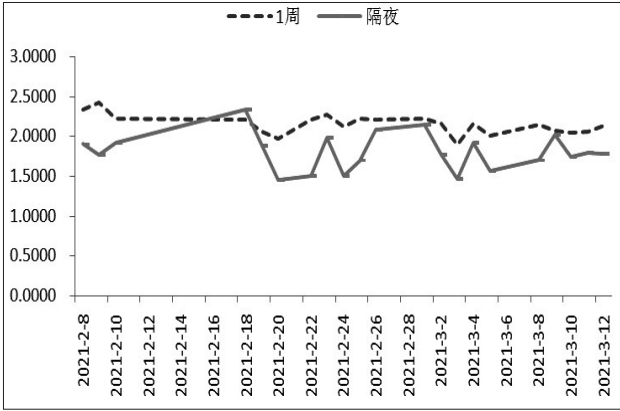


流动性相对充裕

■ 夏豪杰

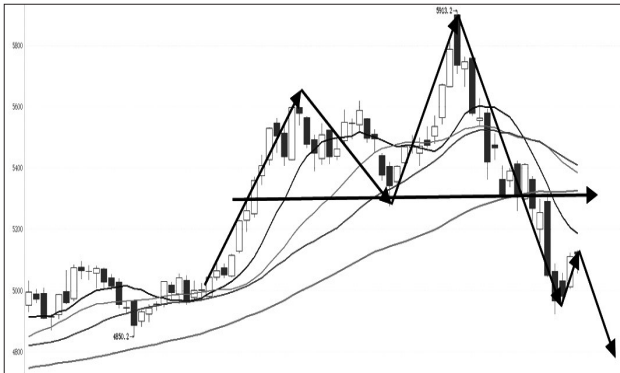
3月12日,隔夜、1月、3月、6月、1年Shibor分别微跌0.90、1.10、1.40、0.70、0.10个基点,报收1.7870%、2.5630%、2.7190%、2.8480%、3.1010%。1周、2周Shibor分别上涨7.40、6.40个基点,报收2.1340%、2.1510%。9月Shibor维持3.0000%未变。



图为隔夜与1周利率

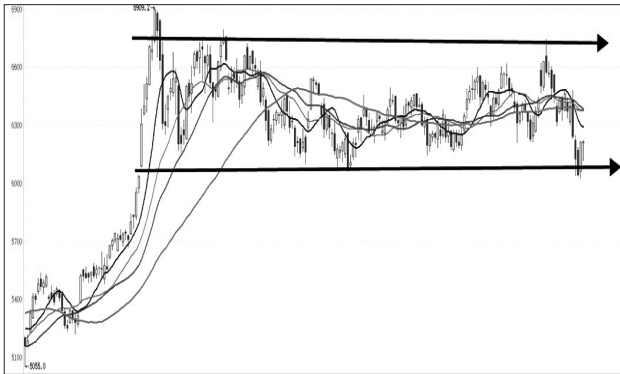
公开市场操作方面,央行在上周持续每个交易日均进行100亿元逆回购操作,共计逆回购500亿元,到期500亿元,总体上保持紧平衡。央行在节后持续克制货币投放,避免形成更为宽松的预期。央行已经连续四周进行净回笼货币,但是总规模却不大,这显示了央行本身并无收紧货币的倾向。从货币的实际投放来看,央行公布的M2远超市场预期。(作者单位:国信期货)

IF 下跌趋势



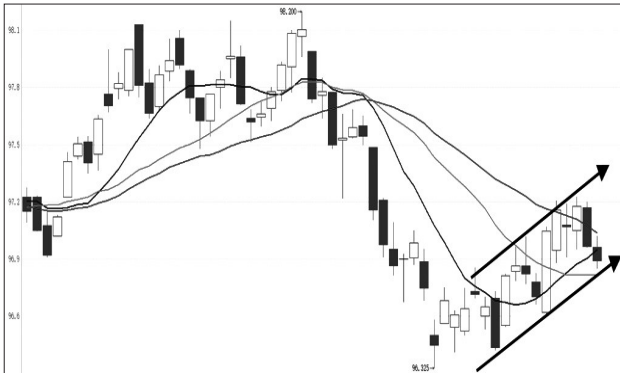
IF主力合约经过振荡上行,形成了左低右高的双顶形态。近期跌破双顶之间的颈线,下跌趋势初步形成。趋势指标上,中短期均线已经形成空排列,且发散程度仍在扩大,长期均线开始走平。综合分析判断,目前行情已经从高位振荡转入下跌趋势。短期走势上,在下破颈线三个交易日后开始反弹,上周四在反弹高点形成一根T形K线,且成交缩量,显示反弹动力有竭尽迹象。后期如不能回到颈线之上,将展开新一波下跌趋势。

IC 短线反弹



IC主力合约长期保持振荡走势,并形成了矩形形态,近期行情从形态顶部下行至底部支撑线附近后受到支撑,并开始止跌反弹。趋势指标上,均线系统相互缠绕,并保持横向运行,表明目前没有明显的趋势方向。从近期走势上看,行情在跌至支撑线附近后,开始反弹,一根阳线完全覆盖最后一根下跌的中长阴线,表明短线反弹力度较强。上周五收出长下影线的十字小阳线,显示多空双方争夺较为激烈,后期需关注反弹能否持续。

十债 止跌上行

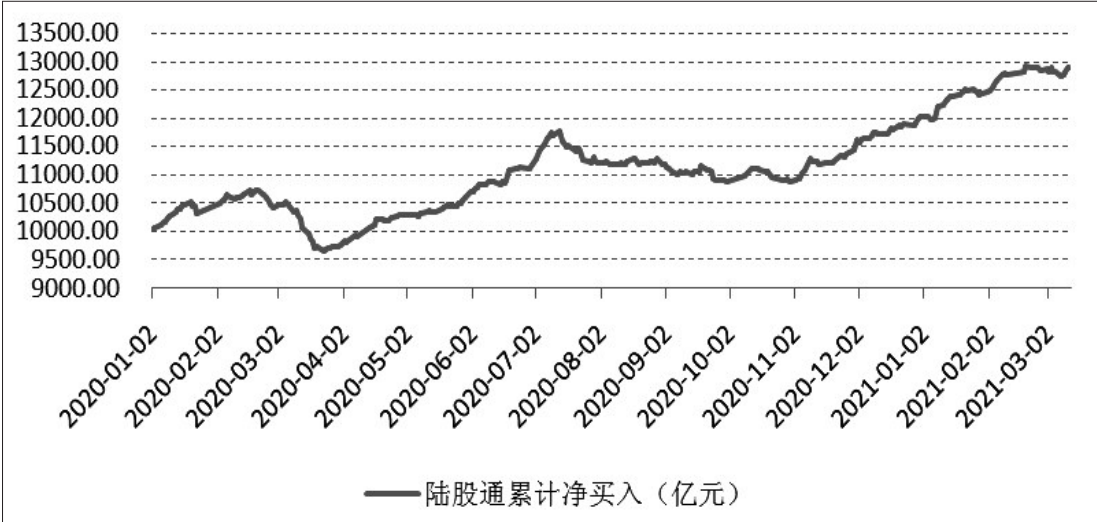


十年期国债主力2106经过一波下跌之后,近期形成底部开始振荡上行,并形成了上涨通道。从趋势指标上看,均线系统开始相互背离,短期均线拐头向下,中期均线开始走平,长期均线仍保持下行,整体表现为转势变化之中。K线形态上,阴短阳长呈振荡上行走势,上涨放量,下跌缩量,价量配合良好。上周最后两个交易日连续回调,上周五收出一根小阴线,显示回调动力减弱,后期止跌上行的可能性较大。(华泰期货 王卫东)

结构分化 小盘股会相对坚挺

整体IC走势将强于IF和IH

从未来中国股市走势来看,部分高估值股票还将迎来估值调整的压力,但不会全面进入熊市。股市结构性行情,尤其是周期性股票和高技术制造业板块牛市行情还将持续。



图为陆股通累计净买入量

■ 程小勇

2月下旬以来,中国A股出现持续调整,尤其是在2020年抱团的白马股暴跌导致A股总市值出现较大幅度缩水。笔者认为,中国A股出现持续大调整可能主要是有几个方面原因导致的:一是中国流动性最充裕的时期可能已经过去,盈利扩张可能见顶;二是外围市场的冲击,尤其是美债收益率攀升带来资产价格重估,部分估值偏高的股票出现“杀估值”的走势;三是美国通胀预期攀升;四是未来政策退出带来流动性收紧预期。

从未来中国股市走势来看,部分高估值股票还将迎来估值调整的压力,但是并不会全面进入熊市。股市结构性行情,尤其是周期性股票和高技术制造业板块牛市行情还将持续。因全国两会通过“十四五规划”直指制造业升级和科技创新,而部分垄断性较强的板块如互联网板块,估值较高板块如消费、食品饮料等板块面临调整压力。整体看,可能未来小盘股上涨潜力大于大盘股,IC走势可能强于IF和IH。

美债收益率攀升带来估值调整的压力

美债收益率持续攀升,引发金融市场担忧,类似情况在2018年一季度也出现过。美债收益率攀升带来的资产价格重估一方面来源于资产价格的估

值。美债收益率会引发美元实际利率攀升,而美元实际利率是风险资产的机会成本。另一方面来源于美元流动性的变化。一旦美元利率攀升伴随美元汇率攀升,美元流动性会回流美国,非美经济体尤其是新兴市场会出现资金外流,从而导致投资下降,经济复苏中断。

实际上,我们需要更关注的是美元的实际利率,即美国通胀保值指数国债(TIPS)收益率攀升带来的冲击。TIPS收益率攀升,意味着美元实际利率在触底反弹。

从中国A股和美债收益率关系来看,可以分两个层面解读:一是美债收益率攀升会不会引发中美利差缩减,从而导致国际资本从中国回流美国,导致中国A股流动性收缩。数据显示,从2月22日至3月8日,陆股通净买入资金量持续是负值,在3月9日—11日短暂反弹之后,在3月12日再度降至8.27亿元,累计净买入量在其期有出现回流趋势,截至3月12日降至12893.68亿元,此前在2月19日一度创下12910.91亿元的纪录。

二是随着中国A股国际化,美债收益率也成为中国A股定价的一个重要因素,尤其是A股龙头股的国际化意味着龙头股的定价基准将转变为美债收益率,可以看到2017年以来沪深300估值与10年美债收益率的负相关性明显增强,美债收益率的大幅回升对龙头股带来的调整压力会更大。

从结构上来看,笔者认为去年受益于美元利率

和人民币利率回落的涨幅过大的白马股、部分科技股和食品饮料等板块面临调整压力,但是周期性股市受益于经济复苏和对冲通胀利好而保持坚挺。

中期A股难有转熊系统性风险

从流动性来看,居民财富增配股票,尤其是地产调控加码和资管新规实施带来居民财富配置流向证券市场的大背景下,中国A股流动性暂时不会出现断崖式下降。资管新规下,银行理财和信托面临非标转标和净值化转型的压力,银行理财和信托产品收益率仍在下行趋势中,规模也可能进一步下降,有利于居民财富配置流向证券市场。

从美元流动性来看,由于美联储对通胀的容忍度较高,2021年上半年预计货币紧缩难出现。然而,从长期来看,并不排除美国陷入滞胀下的被动收缩。当前中国经济类似于上个世纪90年代美国,制造业升级,地产依赖下降。因此,中国资产具备很高的投资价值,美元资本大规模外流的可能性不大。

总结,笔者认为中国A股调整压力还会持续。部分高估值、强垄断和过度抱团的白马股面临继续调整风险。低估值、潜力大和存在盈利修复可能的小盘股会相对坚挺。因此,未来小盘股上涨潜力大于大盘股,IC走势可能强于IF和IH。(作者单位:宝城期货)

通胀仍然可控 期债不宜悲观

■ 吴媛瑾 黄楚楚

上周三,我国2月经济数据公布。中国2月CPI同比降0.2%(预期降0.5%);PPI同比涨1.7%(预期涨1.5%)。2月CPI下降主要是因为今年与去年春节月份错位导致。PPI同比涨幅扩大,生产资料价格上涨2.3%,涨幅扩大1.8个百分点,生活资料价格下降0.2%,降幅与上月相同,表明当前输入型通胀多作用于生产资料,例如2月涨势强劲的有色金属、黑色、原油等大宗商品价格。与消费相关的生活资料价格还未出现明显上行。

可以看出,当前国内整体通胀仍然可控。叠加美债收益率上行,一定程度上也抑制美国通胀飙升,短期货币政策因通胀升准加息的概率较小。货币政策收敛并非主要对标通胀,国内金融风险、外汇风险等因素均会左右政策走向。例如,在2020年5月时,经济仍处于恢复不稳定期,但官方提出“要关注政策的‘后遗症’”,明确货币政策边际收紧信号。2021年1月央行通过持续“地量”操作,控制资产价格风险。下一阶段我们认为通胀数据为增长走势。二季度或维持低位慢速增长。三、四季度或将提速。随

着疫苗接种的普及化,全球经济往来的恢复是必然事件,输入型通胀压力犹存,国内消费需求的提振也是国策重点。虽当前CPI、PPI数据分歧,但PPI向CPI的传导也是时间问题,通胀对内对外都有上行支撑,利空期债。但也正是有这样比较明显的预期,货币政策早在去年便开始收敛。即使后续通胀抬升,债市受其冲击影响也有限,期债或不会因通胀预期而过分悲观。除非输入型通胀压力陡增失控,货币政策因通胀产生的收紧也不会超预期剧烈。

2月融资需求旺盛,货币供应M1回落、M2反弹。后疫情时代社融增速在2020年11月第一次见顶后下行,2021年2月社融增速回升,二次见顶,M1-M2剪刀差再次转正为负。我们认为2月的社融与信贷数据不会对其下行趋势产生较大干扰,当前数据向好并不具备持续性。对于融资需求而言,新增的1.36万亿元人民币贷款中,企业中长期贷款同比增幅较为明显,创历史同期新高,或许与本次春节就地过年政策相关。企业特别是建筑类施工较晚开工较早,中长期融资需求较同期强劲。M2的回升,市场主流分析原因有三:一是信用扩张,2月人民币贷款余额增速转降为增;二是非银金融机构存

款增加,同比多增1.1万亿元,或因节前股市较好,吸金较多;三是财政性存款下放,财政存款同比大幅减少8687亿元。

经济数据与金融数据均超预期向好,但3月10日期债对此利空消息反应并不强烈,反而全线小幅收涨。究其原因,除流动性保持宽松收益率上行空间有限外,本周债市与股市的跷跷板效应更为凸显。3月11日与12日期债走弱,但我们不认为是对宏观数据的延迟反应,而是由于股债资金流转。

现阶段的宏观数据对下阶段的期债走势还是具有指导意义的。当前市场对利空信号响应模糊,或许证明价格已提前反应,期债对后续利空或也难有剧烈反应。3.3%的收益率阻力位较为坚挺,收益率向上突破或需要更大刺激,目前的国内外基本面不足以改变货币政策方向。信贷供给的减少、广义流动性收紧都利好未来债市,但二季度地方债的发行也将阶段性抬升国债收益率。社融见顶后的利率见顶具体会滞后多长时间、后续通胀扩张和美债收益率上行幅度都需要现实去验证。短期内10年期国债收益率或将在3.1%—3.4%附近振荡。(作者单位:中国国际期货)

期指持仓略有回落

■ 赵晶

经历连续两周持续下挫之后,上周国内A股市场有所企稳,全周呈现先抑后扬走势,上证综指最低一度探至3328点,之后逐步回升,最终收报3453.08点,周跌幅为1.4%。期指三个品种继续回落,其中IH相对抗跌,主力合约跌幅为2.07%,IF及IC表现相对较差,主力合约跌幅均超过2.8%。基差方面,期货贴水继续加深。截至上周五收盘,IF、IH及IC主力合约分别贴水26.4、14.4及7.2点。

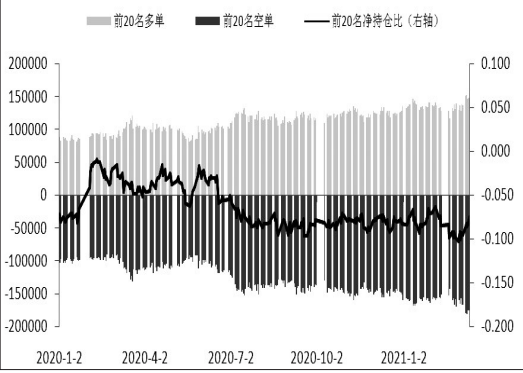
量能方面,期指持仓较前一周小幅回落,三个品种总持仓当周共计减少492手,降至536662手。但期指各品种持仓增减不一,其中IF减仓2103手,持仓降至217929手,IH减仓4335手,持仓降至75737手,不同于IF及IH,IC继续增仓,持仓增加5946手至242996手。

主力持仓方面,由于移仓速度各不相同,期指各

品种主力持仓变化也有明显差异。IF多空主力持仓双双增加,同时多头增仓幅度明显大于空头,多头增10338手,空头增5413手,净空持仓降至24137手。IH多空主力持仓均出现下滑,多头减6333手,空头减5933手,净空持仓增至8487手。IC多空主力均增仓1万余手,其中多头增16602手,空头增13149手,净空持仓降至16770手。

具体席位方面,伴随市场振幅增大,IF各席位持仓均有明显变化。多头方面,海通期货多头增仓2000余手,净多持仓升至7645手,瑞银期货多头增仓将近1000手至4962手。此外,五矿经易期货多头持仓增加600余手,净多持仓升至2338手,与此同时,一德、浙商及国富期货等席位多头持仓则有不同程度回落。空头方面,华泰期货空头增仓1732手,净空持仓升至1万手之上。此外,平安期货空头增仓716手,持仓升至2675手。与此同时,中粮及建信期货等席位空头持仓有所减少,其中建信期货空头

减仓1767手至2038手。



总体来说,上周期指持仓出现回落,各品种持仓延续增减不一的态势,市场分歧明显。整体看,期指继续下行空间有限,预计短期指数将继续企稳。(作者单位:永安期货)