

## 多空力量均衡

## 期债呈现拉锯走势

目前通胀预期处于高位,通胀预期到通胀现实的正反馈路径依然存在,对债券市场形成客观压力。



## ■ 何慧

近一个月以来,在市场多空因素较为均衡的背景下,三大债期货主力合约呈现出反复拉锯的走势。一方面,经济乐观预期仍在,供给压力担忧挥之不去,叠加资金面波动风险也开始上升,期债难有进一步上行空间。另一方面,股市持续下跌和大宗商品的下跌在一定程度上弱化了风险偏好和通胀预期,限制了期债大幅下跌的空间。

短期来看,前期密集出现的利空因素已基本被市场消化,期债向下的动力不足,但除风险偏好有所回落外,市场也暂时缺乏驱动期债明显上涨的触发因素,多空分歧仍在的背景下,市场交易活跃度明显下降,价格波动也显著收敛,交易空间仍较为有限。

经济方面,周一公布了1—2月主要经济数据,从总量来看,受去年同期的低基数和经济复苏趋势延续等因素共同影响,工业、投资、消费同比均出现了大幅增长。但从细项数据来看,工业、房地产和外贸相关数据依然表现强劲,制造业投资高位回落,消费复苏节奏偏慢,基建增速继续下行,经济不均衡复

苏格局仍在延续,所以宏观数据对债市的冲击也不大。

政策角度,中小企业景气度、就业、消费等复苏短板没有出现明显改善,现阶段加息的可能性进一步降低,未来反而需要关注海外生产恢复、地产管控政策是否会对热度较高的出口、房地产产生明显拖累。

3月以来,市场资金面延续了春节过后平稳宽松的态势,货币市场运行平稳,市场利率运行中枢稳中有降,一定程度上缓和了多重利空冲击下的债市调整压力。不过,进入3月下半月,货币市场流动性面临的影响因素有所增多。首先,本周是税期高峰,3月15日为本月纳税申报截止日,税款清缴入库会对资金面产生一定影响;其次,月中政府债券发行和缴款相对密集,也会加大财政因素对流动性的影响;再次,季末监管考核等因素的影响也将逐渐显现;最后,3月是财政投放大月,季末财政支出对流动性影响也不可小觑。

从央行公开市场操作来看,本周等量续作3月到期的MLF释放出央行既不明显收紧,也不明显放

松的态度,未来资金面延续前期宽松格局的概率在下降,资金利率波动加剧的概率在上升。

近期债券市场在多空力量均衡下表现较为僵持,未来要选择方向,还要关注通胀预期和美债利率,毕竟美债利率在春节以来对全球资产价格均产生了较大的冲击。一般来说,通胀预期会推升美债利率上行,而美债利率上升到一定程度又会对经济和通胀产生反作用力。未来通胀预期能否持续,美债利率是关键因素,这取决于美联储对利率反弹的容忍度。目前通胀预期处于高位,通胀预期到通胀现实的正反馈路径依然存在,对债券市场形成客观压力。

周四凌晨,美联储公布的3月利率决议显示,维持联邦基金利率区间在0—0.25%水平不变,与此同时,美联储上调了中期经济和通胀预期,调低了失业率预期。会后,鲍威尔向市场释放了相对鸽派的信号,对美债长端收益率短期上行形成了抑制。从情绪层面来看,美债收益率小幅回落,以及风险资产价格短期回升,能够对国内风险偏好形成短期提振。(作者单位:中辉期货)

## 国内债市利率上行趋势难改

## ■ 李宇霁

全国两会期间,政府工作报告得到了市场的广泛关注。从两会释放的信号来看,尽管3.65万亿元新增专项债规模超出市场预期,但宏观政策强调“不急转弯”的同时将“社会融资成本下降”改为“综合融资成本下降”,或意味着未来不会从资产端对贷款利率进行压缩。近期在股债跷跷板、一级市场投标情绪良好、大宗商品价格回落等多重因素的作用下,国内债市利率有所下行,但在通胀、地方债供给压力、海外利率快速上行没有新的变量出现前,利率中期上涨趋势难以改变。

全国两会政府工作报告提出,坚持扩大内需这个战略基点,充分挖掘国内市场潜力。紧紧围绕改善民生拓展需求,促进消费与投资有效结合,实现供需更高水平动态平衡。市场最为关注的经济增长目标设定在6%以上,远低于市场普遍预期的7%以上,这意味着今年将更加注重质而非量的增长,叠加特别国债的

取消发行也意味着不会继续通过“大水漫灌”的方式来刺激经济增长。尽管3.2%的赤字率和新增3.65万亿元专项债规模超出市场预期,但预期差实际上反映了2021年经济发展目标的结构性变化和财政政策重心的相应调整,政策更多对城镇就业和对今年隐性债务化解提供支撑,防风险的考量更大,而非刺激。

货币政策方面,报告将引导“社会融资成本下降”改为“综合融资成本下降”或意味着在一线城市房价去年再次大涨后,将不会从资产端对贷款利率进行压缩,尤其是针对长期房贷,转而通过财政政策的减税降费对实体经济进行支持。

近期央行公开市场操作持续进行100亿元地量操作,资金利率相对平稳。后续来看,央行暂时不会进一步收紧流动性,但仍需关注4月即将到期的地方债供给和季末缴税压力,届时央行如何操作将成为重要关注点。

上周货币数据优于市场预期,其中2月社融新增1.71万亿元,存量增速13.3%。分项看,信贷与表

外票据是主要拉动项。信贷的高增主要因为企业部门融资需求强劲,中长期贷款增长较多。企业库存原料价格普遍处于低位,因此盈利较好,产能利用率处于高位,企业有融资扩产动力,企业的融资需求在未来短期仍保持高位。居民贷款的长期贷款部分虽然环比下降,但仍是10年以来同期最高水平,意味着地产销售依然偏强,后续地产可能面临降温。未来可以预见的是,货币数据或继续保持相对强劲的态势,降低了流动性进一步宽松的可能。

综上,输入性通胀、全球经济复苏将成为制约利率继续下行的因素,且进入4月地方债的供给压力将会加大。短期市场资金宽松、通胀压力微降、股债跷跷板等利多因素并不能引发利率中期转向,在没有新的增量出现前,利率中期上行的趋势难以改变。未来控制长端利率上行,防范地产过热和海外通胀风险或成为主线,操作上建议在3.2%附近越跌越买,重点关注10Y—2Y,10Y—5Y利差。(作者单位:光大期货)

## 股指重返磨底盘整阶段

## ■ 柴玉荣

春节后股指大幅回调,目前回落至前期区间上沿,重回磨底震荡阶段。本轮调整之所以如此剧烈,我们认为主要有以下几点原因:



图为上证指数日线

第一,今年1月以来央行公开市场操作释放大流动性,呵护春节前市场需求,同时基金发行火热,市场增量资金明显,参与热情高涨,推动指数创近一年新高。春节后,央行公开市场操作净回笼流动性,资金量维持平衡。虽然市场对此已有预期,但当央行真正开始回笼流动性时,仍会对市场产生较大压力,资金获利出清,前期抱团股瓦解,流动性紧张平衡的情况下不利于估值的进一步推高。

第二,基金新发市场迅速降温,“日光基”热度不再,市场增量资金下降明显。1月公募基金一天可售罄多只百亿元基金,易方达旗下一只基金单日吸引超2000亿元资金认购。数据显示,1月国内基金发行合计规模4900亿元,共有12只百亿元基金诞生。在火爆的基金认购推动下,股指单边上扬。春节后,基金发行降温,2月基金发行规模仅有1月的一半,进入3月以来,新成立基金规模更是创新低。上周共有15只主动偏股型基金成立,单只平均成立规模为22.14亿元,创今年以来偏股型基金每周平均成立规模的最低纪录。“日光基”热度不再,市场增量资金明显下滑,存量资金博弈下市场上涨动力不足。

第三,今年2月以来,随着新冠肺炎疫苗接种的加速,海外疫情加速改善,叠加拜登1.9万亿美元纾困法案通过,10年期美债收益率飙升,对全球股市产生较大压力。2月10日10年期美债收益率为1.124%,周一已上涨至1.633%,上涨近50%。10年期美债收益率作为全球资产定价的锚,它的上涨将对全球资产和资金流动造成巨大影响。根据DCF模型,随着收益率上行,估值承压明显,对科技成长股的负面影响最大,因此美盘纳指和国内创业板指大幅下挫。前期抱团股的估值也受到较大影响,资金大幅流出,贵州茅台从2600多点跌至2000点以下。对比股指和贵州茅台的走势,我们发现,此次指数大幅回调主要是因为前期抱团股的瓦解。从短期来

看,抱团股经过这次回调,需要一段时间进行估值和情绪的修复,暂时无法迅速反弹。

经过此次大幅下跌,市场出现了一些“牛市已尽”的声音,我们认为市场还未到真正转折的时候,基本面和技术上均存在一定支撑,但短期也不应过度乐观。

周一统计局公布国内投资、消费及工业数据,由于2020年基数效应太过明显,同比数据参考意义不大,但整体显示国内需求驱动不足,居民消费修复缓慢,国内经济相比去年复苏有所放缓。2月底公布的国内各项PMI数据虽有所回落,但整体依旧处于荣枯线之上,经济基本面对市场存有一定支撑,股指未到真正转熊的时候。随着海外疫苗接种加速,全球经济复苏支撑工业企业盈利向好,关注股指结构性上涨机会。

上周末“十四五”规划纲要全文发布,两大重点值得关注,一个是绿色—即碳达峰,另一个是科技,但是在美债收益率上行的压制下,科技股超额收益不如复苏驱动下的周期股。因此在抱团股瓦解的情况下,建议大家关注碳中和、有色、化工等板块能否成为市场新主线,在期指品种方面,建议大家关注IC的超额收益机会。技术上,上周三、周四市场缩量至8000亿元以下,有止跌企稳的倾向,同时期指下方也存在技术性支撑,短期若无其他利空消息,预计市场进入新一轮的盘整震荡期。(作者单位:三立期货)

## 期权观察

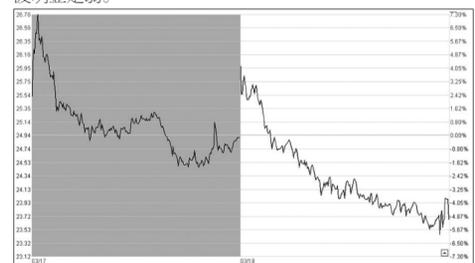
## 3月合约即将到期

## ■ 邱宁

3月18日两市股指振荡收涨,沪指涨0.51%,深成指涨1.12%,创业板指涨1.65%。微观比价效应下,中证500有更大的涨幅预期。白酒板块再度活跃,ST舍得涨停,贵州茅台涨约2%,保险、煤炭、稀土板块休整跌幅靠前。增量资金入场明显,但市场赚钱效应偏弱。

当日50ETF、沪/深300ETF以及300股指期权的累计成交量分别为240.73万、210.00万、28.75万、12.27万张,累计持仓量分别为329.07万、228.72万、49.64万以及21.08万张,均较上一交易日有所降低。3月期权合约系列临近到期,持仓量明显下滑,部分虚值合约也出现减仓,多移仓至次月及远月合约,规避尾部风险。50ETF的4月合约,行权价为3.8的看涨期权以及3.3的看跌期权积累较多持仓,目前平值行权价为3.6。300ETF活跃期权合约集中在平值附近,沪市为5.25,深市为5.0,股指为5.100。股指期货3月合约明日到期,5100行权价存在大量持仓,持有平值附近仓位的参与者要注意关注日内走势,及时处理头寸。

隐含波动率日内走低,50ETF、沪/深300ETF以及300股指期货加权IV分别收于22.14%、22.15%、23.01%、23.67%,均较上一交易日降低1个点左右。近期行情企稳,隐波明显走弱。



图为300股指期货和加权IV的日内走势

操作建议上,近期市场出现调整,可持有卖宽跨策略赚取时间价值,合约选择以次月和远月为主,3月合约谨慎持有,时间价值所剩不多。(作者单位:永安期货)

## 技术解盘

## IF 暂时观望



IF加权近期最低探至4900点一线后有所止跌,价格在4900—5100点之间弱势整理,该位置刚好是去年12月份的成交密集区,有一定技术支撑。量能方面,本周成交量和持仓量均变化不大。指标方面,短期均线走势偏弱,MACD指标绿色能量柱有所收敛。综合来看,IF加权本周有所止跌,但尚未形成明确反弹信号,建议暂时观望,等待MACD指标重新交出金叉后可以参与多单。

## IC 区间运行



IC加权近期价格一度跌破6000点一线创出新低,但随后很快又重新站在那个位置上方,价格重心依旧处于近几个月以来的震荡区间之内,且量能变化不大。指标方面,均线系统和MACD指标缺乏明显趋势方向,等待价格的方向指引。综合来看,IC加权近期先抑后扬,但整体保持区间运行,建议继续关注近期震荡区间的突破。

## 十债 弱势依旧



十债加权近期价格陷入低位整理,且成交量明显缩小,持仓量小幅下降。指标方面,短期均线相互黏合在一起,60日均线延续空头趋势,MACD指标在零轴下方交出金叉,但红色能量柱未能持续放大。综合来看,十债加权日线空头趋势依旧,不宜盲目抄底操作,建议在60日均线下方继续以做空操作思路对待。(中原期货 刘培洋)