

增量资金流入放缓

股指上攻动能减弱

本周大宗商品价格继续反弹,尤其以黑色系商品反弹幅度最大,股债同步出现调整,市场进入到各大资产比较纠结的状态,未来股指反弹力度或会减弱。



■ 严晗

近期A股振荡偏强,特别是5月下旬以来反弹力度加大。人民币阶段性走强与大宗商品的降温,两方面因素共同推升股指走高,但短期边际上来看,这两方面的利多影响都在减弱。

人民币一路冲破6.36,涨幅较大,但人民币升值这在一定程度上会影响我国商品和服务的出口,近期央行亦对此有所动作。央行调查统计司原司长盛松成接受新华社专访时表示,人民币不具备快速升值基础。为加强金融机构外汇流动性管理,中国人民银行决定,自2021年6月15日起,上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点,即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。当前人民币过快升值有可能已经出现超调,未来人民币汇率走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化。

3月和4—5月人民币汇率的持续贬值和升值都与美元指数的变化紧密相关,近期欧元升值引发的美元的下跌是人民币升值的重要因素之一。但随着美国疫苗接种的推进以及拜登大规模刺激政策落地,美国经济修复和就业市场大幅好转的不确定性

在下半年将会进一步下降,美联储或会向市场沟通削减宽松计划的预期,美元指数可能再度走强,也会对中期的人民币汇率产生压制。此外,5月MSCI指数季度的调整以及北上资金风险偏好的修复,均提升了外资短期兑换人民币涌入权益市场的热情,外汇供给的大量释放,推升了汇率的走高。但央行迅速做出反应,上调金融机构外汇存款准备金率,短期意在控制人民币供给,平稳人民币走势。总体上,人民币快速升值的阶段已经过去,外资引领的阶段性风险偏好修复行情可能暂告一段落。

上周公布中国工业企业利润,持续高增长。国家统计局重点表示,下阶段要扎实做好大宗商品保供稳价工作,不断巩固经济稳定恢复基础。监管层再出手稳价保供,加强大宗商品期货和现货市场联动监管。国家发改委等五部门联合约谈铁矿石、钢材、铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业,要求维护大宗商品市场价格秩序。

大宗商品交易随即降温,机构大幅削减大宗商品头寸,市场对于国内通胀预期的担忧在减少,进而缓解了市场担忧收紧流动性的预期,资金也回流到了权益与债券市场,股市、债市均经历了近两周不俗

的反弹行情。本周大宗商品价格继续反弹,尤其以黑色系商品反弹幅度最大,股债同步出现调整,市场进入到各大资产比较纠结的状态,未来股指反弹力度或会减弱。

从流动性方面来看,上周央行公开市场共进行了500亿元逆回购操作,完全对冲到期量,依旧维持“地量操作”的平稳态度。市场即将进入缴税高峰,但本周资金利率继续下行,资金供给增加,资金面回到偏松的局面,总体而言跨月难度并不大。目前地方债的发行并没有放量,进入6月流动性依旧将维持平稳的局面,对于权益市场并无明显的增量预期。

综合来看,近期发布的各项经济数据显示我国经济结构性问题逐步改善,利率也有所回落,资金面偏松延续,加上股市情绪转暖,市场风险偏好较好3月、4月回升明显,各大指数温和反弹。短期人民币与大宗商品的利多因素逐步消退,向上动能在减弱,但本轮反弹力度也不大,A股总体风险可控,所以指数调整幅度不会很大,市场或重回结构性振荡的走势。在增量资金流入放缓的情况下,指数或延续小强大弱的风格,期指短期可继续配置多IC空IH组合。

(作者单位:中信建投期货)

股指缺乏单边驱动

■ 陶玮玮

近日,上证指数在3600点附近窄幅振荡,5日两市成交额平均过万亿元,北上资金和国内两融资金合计净流入逾700亿元,市场活跃度提升明显。股指结构则延续此前状态,IC强于IH和IF。人民币升值预期和通胀压力缓和或是近期股指反弹主驱动,但若通胀压力再起或美联储提前缩减QE,则股指调整压力将再现。

人民币升值预期的强化是近日市场核心变量,截至6月3日,美元对人民币中间价为6.3811,与2015年8月汇改时水平相当,美联储对通胀压力的高容忍度和提前缩减QE预期的降温,是触发人民币升值的外部驱动。目前,美国官方对高通胀持续时间的最长预期是到今年年底,这暂时缓解了因美国高通胀所带来的政策提前收缩恐慌,但同时也带来全球资金继续流入新兴市场的压力,据国际金协发布的全球资金流向报告显示,2021年5月,流入新兴国家股票市场的资金为40亿美元,其中流向

国内股市的有113亿美元。

在东南亚疫情再起和美联储维持鸽派立场的条件下,人民币短期内仍有升值压力,但升值空间将受制于中国央行和美联储的政策导向。

一方面,央行时隔14年再度上调外汇存款准备金率,以及在全国外汇市场自律机制工作会议上明确指出“不会通过人民币升值来对冲大宗商品涨价”,这些信号意味着人民币单向升值预期将持续面临压力。

另一方面,美国最新公布的4月核心PCE物价指数年率高达3.1%,远超前值1.8%,并创1992年7月来新高。虽然当前美联储对通胀有较高容忍度,保持通胀暂时性定调,但本轮通胀驱动来自于疫情下的全球供需时空错配,5月以来印度、东南亚等制造业国家再度暴发疫情,延缓了全球供需错配格局的再平衡进程,供应端驱动的通胀压力不减。若叠加美国超级宽松政策持续过久和新财政刺激政策的出台,则通胀高度和持续时长存在超出美联储预期可能,届时美联储政策或面临急转弯风险,进而带来

美元和人民币相对强弱的阶段性反转。

通胀压力评估和降温是当前国内官方关注的重心。本轮国内通胀压力主要是结构性问题,集中在PPI通胀上,CPI因猪肉价格对冲维持低位,PPI向CPI传导空间有限。因此,国内控通胀政策主要聚焦黑色产业链,监管介入和唐山限产放松释放的“保供稳价”信号,对市场预期有一定缓解效用,当前政策变动已成黑色系商品短期价格走势的主要变量。相对供应链政策的调整,央行政策转弯幅度和节奏则是另一关键变量。目前看,通胀仍为局部性问题,国内暂无加息压力,但同时因政策调整滞后于通胀升温,也可能带来后期紧信用节奏加快风险。

总体上,中美政策收滞滞后和通胀预期升温之间的博弈仍将持续,股指缺乏单边上行驱动,大概率仍以区间振荡为主,短期内大宗商品和股指走势“跷跷板”效应将持续,结构上IC仍大概率继续强于IF与IH。

(作者单位:中财期货)

做多情绪收敛 期债进入整理期

■ 何慧

最近两周,债券市场在权益反弹、大宗商品企稳、获利盘止盈等因素的影响下,做多情绪收敛,进入振荡调整期。二债、五债、十债2109合约分别从近两周高点100.425、100.19、98.695,回落至目前的20日动态区间中值100.265、99.855、98.4附近。从中期趋势看,在人民币升值压力较大的背景下,同时兼顾经济依然恢复较慢,央行需要保持流动性相对宽松,这就保证了利率不会出现明显的反弹,即期债向下调整空间有限。

本周相继公布的PMI数据有所分化,经济基本面预期未见明显变化,对债市的影响也相对有限。一方面,5月官方制造业PMI为51,略低于预期和前值0.1个百分点,继续位于临界点以上,制造业保持平稳扩张;官方非制造业PMI为55.2,较上月上升0.3个百分点,非制造业扩张步伐有所加快。另一方面,5月财新制造业PMI升至52,为2021年以来最高值;财新服务业PMI为55.1,低于前值56.3。后续需要关注价格问题的进一步演化,目前来看,经济表现上依旧难以利空债市。

从资金面来看,4—5月央行在公开市场上的净投放量分别为39亿元、-100亿元,在没有主动投放

流动性的情况下,一方面由于金融机构流动性储备较多,另一方面由于债券发行持续放缓,导致银行间流动性超预期宽松,对债市形成较强支撑。5月底,资金市场出现一些微妙变化,金融机构超储率已跌破1%。在资金总量下降且扰动因素增多的背景下,资金面出现波动的可能性上升。

从地方债供给来看,5月地方债净融资额在5874亿元,远低于市场此前预期的万亿元水平。5月新增专项债发行仅执行计划的66.91%,1—5月累计发行进度仍偏慢,净融资累计值占全年比例约35%,不及往年50%以上的水平。由于部分5月未发地方债推迟发行,6月地方债发行或有增加,净融资规模或在6800亿元,整体供给压力不大,但也有前期计划推迟至季末月份发行的可能,关注后移堆积可能放大供给压力。

对债市而言,考虑到今年前期地方债发行滞后带来的高度不确定性,不完全排除资金释放可能存在较大偏离的可能,流动性压力更多会在三季度或6月尾部显现。短期来看,度过月末和缴税期后,本周资金面逐步宽松,短期压力暂缓。

近期人民币升值成为市场关注的热点。离岸人民币汇率从4月1日的低点6.5874持续升值至5月31日的高点6.3504,升值幅度为3.6%。对债券市场

而言,整体上是利大于弊。一方面,人民币升值过程中可能引起外资流入抬升资产价格,通常还会抑制出口部门,对实体经济形成拖累,从而压低利率中枢,还可以压制输入性通胀,减少央行货币紧缩意愿。另一方面,从资产重估等角度利好权益资产,可能引发部分货币资金重新回流权益市场,引发债券市场资金面的分流。

周一,央行上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点,意在调节外汇市场供求压力,打击投机外汇交易,抑制热钱流入和缓解人民币升值压力。从历史角度来看,2006年、2007年外汇存款准备金率提高的前后均伴随着加息、加准,而此番调整外汇存款准备金率的政策力度超过前两次,随着6月15日外汇存款准备金率的正式上调,6月资金面存在陡然生变的可能。

此外,通胀问题对债市的影响也不容忽视。最近两周,大宗商品特别是前期下跌较多的黑色系再度反弹,引发了市场对通货膨胀预期的再度担心,限制了利率向下突破。但是利率继续反弹也不符合政策的导向,同时对经济会产生压力,一旦经济数据回落得到确认,又会对债市形成支撑作用。

(期货投资咨询证编号:Z0011420)

期权观察

期权隐波走低

■ 邱宁

当日两市走低,沪指继续失守3600收报3584.21点,深成指收跌0.65%,创业板表现更为疲软,下跌1.27%,上证50表现不及沪深300和中证500。

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228.42万、159.52万、26.91万、11.29万张,累计持仓量分别为338.13万、220.31万、43.22万以及22.05万张。目前行情趋势整理,期权交易量一般,6月合约为主力合约,持仓量继续累积。50ETF收至3.584,行权价3.6的50ETF期权合约再次成为当下平值,市场在该档及上下一至两档内积累了大量头寸,多空博弈激烈。因波动预期(IV)降低加方向性亏损,看涨期权普遍跌幅较大,前期单腿买涨策略若不加风控会有较大回撤。

沪市和深市300ETF期权平值均为5.25,行权价格间距较大,其上下档行权价可选做短期区间支撑和压力位。PCR方面,成交PCR各期权表现平均小于1,在趋势看涨的行情下参与者更偏向于交易看涨期权博取行情,持仓PCR各期权更接近于1。越来越多成熟的机构投资者进入市场,部分套利或备兑策略会参与卖权交易,通过仓位情况可辅助分析市场。在流动性方面,50ETF期权的买卖价差最小,300沪市优于深市及中金股指期货。当月及下月各ETF期权合成期货升水,市场对后市依旧较为乐观。

截至收盘,50ETF、沪/深300ETF以及300股指期货期权加权IV分别收于20.53%、20.81%、21.59%、21.12%。目前市场处于趋势后整理阶段,波动率又降回前期水平,建议可持有领口策略,即卖宽跨+买入中间价位看涨/看跌,其中买入看涨或看跌依据投资者对行情短期走高或走弱预期来自行选择。因行情目前处于整理阶段,组合中卖方策略赚取波动降低和时间价值,但波动率回到低位水平,市场一旦决定方向,行情突破,可用其中的买入策略捕捉方向性收益。(作者单位:永安期货)

《上接1版》风险管理公司在收到棉花现货后向郑商所提交注册仓单申请。仓单注册生成后,根据轧花厂的点价价格双方结算,风险管理公司支付剩余货款。这样,轧花厂无需等到价格合适时再销售货物,能有效缓解库存压力、资金压力;也无需担忧自主套保因价格上跌带来的资金压力;同时提高了棉花种植户回收资金的效率。

中信期货的风险管理公司——中证寰球介绍了公司服务宁夏某硅锰制造企业集群的案例。公司抓住当地硅锰制造企业布局分散、渠道单一等问题,以硅锰合金的期货价格为依据提供基差点价服务,为企业提供“n+1”种价格选择,争取议价能力。同时,公司还运用期货等衍生工具,帮助企业优化收益结构,大大提高了企业收入的抗周期性和抗波动性。为配合增强客户黏性,帮助当地企业形成集群效应,公司在当地还建设了集仓储、物流、中转和贸易一体化的仓库,增强了企业的市场话语权。

国泰君安风险管理公司介绍了疫情期间服务新疆地区纺织企业的案例。受疫情影响,新疆地区纺织企业面临生产利润低下、产成品销售不畅的困境,风险管理公司通过基差点价,将点价权交给纺织企业,与企业达成总货值6600万元的棉花销售合同,在降低纺织厂的棉花原料采购成本的同时提高了其生产利润,从而帮助企业顺利渡过了难关。

新湖期货的风险管理公司——新湖瑞丰基于温州电镀行业的实际需求,为企业推出白银全链条供需端基差贸易模式。公司与白银上游冶炼企业和白银终端中小微企业分别签订白银基差贸易购销合同,公司先向上游企业点价确定价格采购,同时进行期货套期保值,并将白银现货运到消费集散地温州,委托某仓储公司进行仓储保管,终端中小微企业签订订单时向公司进行点价,公司向终端中小微企业供货,同时将对成交数量的套保头寸进行平仓处理,以连通上下游的供需端全链条基差贸易模式服务供应链企业。

永安期货的风险管理公司——浙江永安资本利用旗下子公司上海永安瑞萌在绍兴与某大型综合类民营建筑企业合作建设“基建工程小超市”,一方面通过期货等衍生工具锁定项目工期内的螺纹钢价格;另一方面将螺纹钢准确配送至工地,建筑企业只需就地接货验收即可。这不仅降低了企业原材料采购成本,也大幅减少了企业每天采购、对账、核算的工作量。

仓单服务:盘活企业库存、解决短期融资痛点

仓单服务是风险管理公司以商品现货仓单互换、仓单质押、约定购回等方式为客户提供的一种服务方式。它帮助客户解决因提货地点带来的物流成本增加、仓单品质不符合生产要求和习惯等个性化需求矛盾,盘活中小企业库存,为其提供短期融资,解决中小企业短期资金紧缺问题。

中证寰球介绍了疫情期间公司服务新疆棉花企业的案例。2020年疫情期间,不少企业出现库存高企、流动性不足等问题,而中小企业获得贷款的渠道更为有限,中证寰球及时与新疆某棉花企业开展了仓单约定购回业务。在棉花集中上市时,公司获得企业棉花仓单并按约定价格全额付款,等到销售情况转好,企业按照约定价格购回棉花仓单,这样既解决了企业短期资金周转不灵的难题,又帮助企业提高经营规模和经营业务灵活性,同时还有效防止了棉花企业拖欠棉农货款的“老大难”问题发生。

建信期货的风险管理公司——建信商贸充分利用股东优势,与建设银行合作,为中小企业创新大宗商品供应链金融,在缓解中小企业授信难问题的同时,还相继拓展出针对不同产品的供应链服务模式和厂库服务模式。建信商贸与银行合作开展仓单融资业务,一方面奠定了期货服务中小企业的资本基础,另一方面严格控制仓单及现货质量风险,在缓解企业短期集中收购棉花的资金压力的同时,也最大程度降低了银行面临的信用风险。

仓储物流中心:为企业降低贸易成本

仓储和物流是现货贸易的核心环节。通过开展仓储运输业务,风险管理公司能够将期现和场外衍生品业务经验更好地结合,打造“期现+期权+储运”的供应链金融服务创新模式,成为帮助实体企业管理生产经营风险的重要抓手。

中证寰球在与宁夏某硅锰合金企业开展基差贸易的同时,通过旗下子公司中证寰球仓储物流有限公司在当地设立硅锰专业仓库。仓库建成后,其优越的地理位置、较高的仓储能力、安全的管理能力,使产区聚集了全国硅锰产能的30%,当地硅锰合金小企业的集群程度显著提高。