

期债 本轮反弹能否延续

收益率向下突破难度较大

资金面相对充裕的局面已经结束,未来阶段性资金紧张会影响债市,重点关注资金面边际变化。

■ 翟帅男

自上周五债市开启一波强势反弹,短短五个工作日 T2109 上涨近 0.8 元。那么本轮反弹的原因是什么?未来能否持续呢?

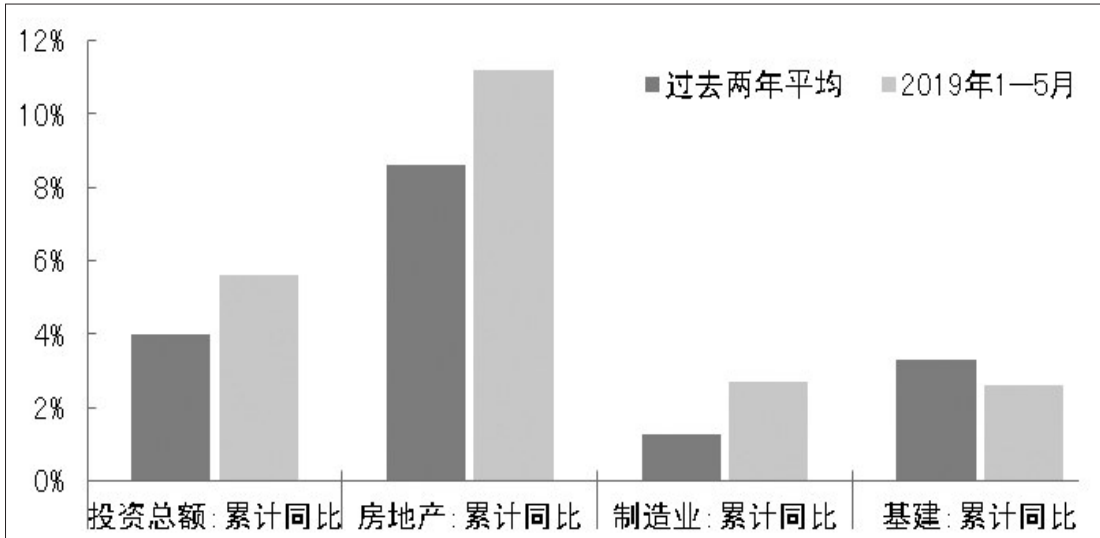
三因素助力反弹

债市上一波调整始于 5 月底,主要原因是地方债发行加速导致的资金面整体收敛,市场预期发生了变化。同时大宗商品价格反弹带动通胀预期升温,加重了市场的悲观情绪。

近期情况发生了转变,一方面,上周经济数据密集发布,数据整体偏弱,虽然数据出炉之后市场反响平平,但基本面走弱决定了利率反弹的上限。美联储议息决议偏鹰,全球通胀预期回落,美债收益率止升回落,国内货币收紧的必要性和迫切性进一步下降。另一方面,存款利率改革使得 1 年期以上存款利率下降,加上周末官媒发文称“流动性合理充裕并不是空话”,市场对流动性担忧有所缓解。债市开启本轮反弹。

经济恢复速度放缓

1—5 月,全国固定资产投资(不含农户)193917 亿元,同比增长 15.4%;比 2019 年 1—5 月增长 8.5%,



投资尚未恢复至疫情前水平

两年平均增长 4.2%。整体表现不及预期。地产方面,新开工大幅下滑,两年平均增速转负,土地购置面积和土地成交价款均转负,都预示着房地产投资的见顶回落。但从房地产销售和开发资金来源来看,目前房地产韧性仍在,预计房地产投资回落的速度不会太快。今年地方专项债发行节奏后置是基建增速放缓的主要原因,后续随着专项债资金逐步落地到具体项目,有望助力基建,但当前地方隐性债务管控趋严、逆周期托底力度减弱,基建恐难有亮眼表现。当前海外需求旺盛是制造业加快恢复的一大助力,未来随着发达国家供给修复,海外带来的助力将逐渐消退,制造业增长将更加依赖内需。整体来看,经济继续保持复苏态势,但在逆周期支持政策逐渐退潮的当下,经济复苏步伐将逐渐放缓。

5 月社零两年平均增速为 4.52%,增速有所回升,但较疫情前的同期增速仍有较大差距。目前餐饮服务类成为消费新的增长点,但尚未恢复至疫情前水平。另外,近期汽车芯片短缺导致汽车销售增速放缓,未来若汽车芯片问题缓解,对消费将有较大帮助。此外,我国就业形势和居民收入均有一定改善,但居民收入明显低于 GDP 增速,疫情反复使得居民消费倾向很低。后续随着疫苗接种率不断增加和一系列促消费政策出台,有利于提升居民的消费意愿。但收入偏低仍是制约消费增长的长期因素,国内疫情的区域性反弹也会带来一定影响。

资金利率波动加大

目前通胀降温,经济复苏放缓,地方债发行提速,货币政策不太可能转向。但在货币中性的情况下,供给压力导致的资金缺口较大,央行会否及时给予流动性支持是市场主要的分歧点。上半年是供需双弱形势下的资金面超稳,随着地方债加速发行,资金需求明显增加,资金波动加大已是必然。另外,上半年“稳货币+紧信用”孕育了小债牛,但考虑到政府债供给增加,企业债融资触底反弹,“紧信用”局面或有所转变。此外,近期的存款利率定价方式调整一定程度上推动了近期反弹,这会小幅降低 1 年期以上存款利率,增加中长端债券的吸引力。整体来看,资金面相对充裕的局面已经结束,未来阶段性资金紧张会影响债市,重点关注资金面边际变化。

目前基本面增速回落对于利率的支撑作用明显,利率调整上有顶。税期过后资金利率明显回落也基本印证了央行“保持流动性合理充裕”的立场。在通胀压力缓解之后,债市目前仅有的利空就是地方债加速发行,而若是供给高发并未带来资金短缺,那么利空就非常有限了,短期债市反弹有望继续。考虑到美联储偏鹰、汇率小幅贬值,外资流入速度预计放缓,加上货币政策并无进一步宽松的可能性,收益率向下突破难度较大,短期 10 年国债收益率预计在 3.0%—3.15% 窄幅振荡。(作者单位:南华期货)

债市情绪有所回暖

■ 何慧

最近两周,债市情绪有所回暖。一方面,上周四美联储议息会议上关于加息预期的鹰派表述,打压了风险资产的市场情绪,引起了市场对通胀预期的变化;另一方面,周末央行主管媒体对于流动性的超预期维护,以及存款利率报价方式的调整均支持债市情绪回暖。技术上,国债期货自上周二在近 20 日区间下沿、60 日以及 120 日均线的共同支撑作用下展开反弹,目前再次运行至 20 日区间上沿附近。

短期而言,市场对资金面以及地方债发行节奏的担忧已在前期有所体现,随着资金面预期逐步平稳以及经济的下行迹象的出现,对债市形成支撑。中长期而言,通胀和海外货币政策回归常态的趋势不可证伪,美联储退出预期增强和节奏的加快也是大概率,债市亦面临压力。市场依旧处在短期矛盾和长期矛盾的博弈中,期债走势以区间振荡为主,二债、五债、十债主力合约的参考区间分别为 100.13—100.43、99.5—100.2、97.6—98.6,区间上下沿附近高抛低吸操作。

经济基本面上来看,本周处于宏观数据真空期,但是从高频数据看,钢铁库存上升,建筑钢材市场成交

低迷且价格下浮,消费品高频数据也表现不佳,经济依然处于回落的趋势中,而经济回落的趋势是保证利率下行趋势的关键之一,为债市提供底部保护。

6 月上旬,由于地方债发行提速、同业存单密集到期等原因,市场对流动性松紧讨论渐热,一度造成债券市场的价格波动。6 月 20 日,金融时报刊登评论文章《没有根据的所谓流动性预测可以休矣》,文中提到在货币政策“稳字当头”政策取向,央行保持流动性合理充裕不是一句空话,市场主体无需对流动性产生不必要担忧,更不宜以没有根据的猜测去预测流动性“收紧”和“波动”以及央行政策取向,误导市场预期,人为制造波动。此言论缓和了市场对于资金面担忧的预期。

与此同时,市场自律定价自律机制公告称,市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式,商业银行存款利率上限的报价方式将由现行的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”,多家银行执行新报价方式的时间是 6 月 21 日。存款利率报价方式的调整,有助于推动实际贷款利率下行,降低企业成本,也支持了债市情绪回暖。

资金面来看,由于临近半年末时点,资金整体会出现边际上的收紧,影响可能会加强。6 月 23 日,随

着缴税走款影响渐消,银行间资金面缓和,隔夜和 7 天期回购利率均不同程度回落,隔夜下行逾 13BP 但仍站在 2% 上方,而跨月的 14 天期价格则有所攀升,跨月价格仍居高不下,非银类机构拆借仍较不易。为维护半年末流动性平稳,6 月 24 日央行在公开市场开展了 300 亿元 7 天期逆回购操作,当日净投放 200 亿元,这是央行近四个月来首次打破每日百亿元的操作模式,预计跨半年后资金中枢会有所降低。

此外,近期美联储表态再度受到市场持续关注,美联储官员表态与行动似乎有所分歧。首先,上周四美联储 6 月议息会议宣布基准利率维持不变,但超预期鹰派表态引发市场对于提前退出 QE 的讨论;其次,看似美联储已经有了转向苗头,但周二晚间美联储主席鲍威尔在出席美国众议院作证时仍旧表示“不会先发制人地提高利率”,表态依旧偏鸽,而其他美联储官员则表达了对经济强劲的判断,并认为是什么时候开始讨论何时退出 QE;最后,周三晚间又有美联储官员发表“2022 年将加息”“2023 年将加息两次”的鹰派言论。短期美联储货币政策的不确定性加剧了海外市场的波动,从市场情绪上也会对国内债股市场产生一些影响。

(作者单位:中辉期货)

债市 资金面压力将逐步显现

■ 万涛

6 月以来,地方政府专项债发行逐步加速,后续资金面压力将逐步显现。前期货利率债期货多头部分选择止盈离场,观望情绪渐浓。不过从政策利率看,10 年期国债收益率的合理中枢点位是 3.2% 左右。因此,本轮回调只是利率回归合理中枢水平的过程,并非超跌。

目前债市面临资金面压力的考验,对投资者心理层面潜在的影响会更大一些。上半周出现了数个交易日隔夜利率波动加剧,6 月地方债发行加快,令市场开始对流动性的预期产生变化,国债期货多头情绪受到打压。但观察央行近期开展的 7 天逆回购量,其操作利率始终保持在 2.2%,这意味着着短期政策利率持续处于稳定状态。

根据短期利率和中期政策利率联动效应,预示了市场中期利率(MLF)不会发生变化,也符合央行一季度货币政策报告维持货币中性的态度。

国内货币政策仍将坚持稳字当头、不急转弯。鉴于美联储下半年会议或提出缩表计划,不排除央行 6 月下旬流动性操作适度发力。同期,新增地方

专项债发行可能进一步放量,届时市场中长端流动性存在收紧可能,6 月 MLF 实施缩量操做的条件也不充分。从以往情况看,几乎每年 6 月,央行都会通过逆回购操作等手段加大中短期流动性投放,今年应该也不例外。

4 月、5 月国内外通胀压力攀升引发了市场的关注。对于通胀持续攀升的担忧,主要来自货币市场资金利率中枢上升或波动性增大风险,迫使央行货币提前收紧,导致国债期货市场拐点出现。

相比通胀本身,通胀预期的变化更为重要。之所以通胀预期走高没有引发债市下跌,源于传导链条里重要一环节——货币收紧预期没有兑现。

今年,我国物价呈现一定结构性变化,一方面,经济潜在增速下行、人口老龄化、预防性储蓄上升而消费倾向下降,可能会导致 CPI 中枢向下运行;另一方面,推行“绿色经济”,碳排放成本转嫁等,导致 PPI 中枢上抬。本周公布的 5 月 CPI 因猪价拖累而低于预期,PPI 录得 9%,基本符合市场预期。

对于供给偏紧而非国内需求主导的结构性通胀,不会触发央行货币收紧。二季度大宗商品普涨,

主要受制于海外市场供应不足带来的资源紧张,国内主动采取措施来平抑价格上涨,防止通胀预期向下游终端消费市场扩散。

考虑到国际油价持续攀升,大宗商品短期上涨趋势或难以消除,PPI 或持续维持高位运行。CPI 受到猪肉价格牵制,整体保持温和增长。

债市目前延续振荡偏弱整理,考虑到地方政府专项债发行逐步加速,市场对后续资金面边际收紧的担忧,短期还将发酵,这也是二季度后半阶段债市交投者由多转空的交易逻辑。

近期债市下跌、资金面收敛更像是一次预演的“压力测试”。即便央行不对冲,那么地方债发行提速只构成阶段性影响,供给压力整体符合预期并且部分已经被市场交易。鉴于美联储最早三季度会议或提出缩表计划,不排除国内央行下半年流动性操作适度发力。近期债市走跌反而是下半年抓反弹的上车机会。

操作思路:谨慎投资者以观望为主,稳健投资者少量仓位做波段。激进投资者短期逢低多单少量介入,但应控制仓位水平。

(期货投资咨询证书编号 Z0012259)

期权观察

隐波处于历史低位

■ 牛秋乐 冯世恒

6 月 24 日,两市窄幅振荡。期权方面,标的资产 50ETF 涨 0.55%,华泰柏瑞 300ETF(510300)涨 0.25%,嘉实沪深 300ETF 涨 0.19%,各品种期权隐波低位振荡,50ETF 期权合成标的仍保持升水,期权市场情绪中性偏积极。

盘后数据显示,50ETF 期权市场成交大幅回落,持仓量受 6 月合约到期影响也大幅下挫。当日期权总持仓 2352870 张,较前一交易日减少 1425727 张。其中认购合约持仓 1359446 张,较前一交易日减少 1187740 张,认沽合约持仓 993424 张,较前一交易日减少 237987 张。持仓量 PCR 值 0.7308,较前一交易日增加 0.2473。成交量方面,当日全市场合计成交 1491594 张,较前一交易日减少 1459966 张。其中认购期权成交 812632 张,较前一交易日减少 889898 张,认沽合约总成交 678962 张,较前一交易日减少 570068 张。日成交量 PCR 值 0.8355,较前日增加 0.1019。

沪深 300 三个期权品种成交持仓也几近全线下挫。其中,沪 300ETF 期权成交量 1046412 张,持仓量 1434607 张,成交额为 11.328 亿元;深 300ETF 期权成交量为 167330 张,持仓量为 269000 张,成交额为 1.624 亿元;沪深 300 股指期货期权成交量 63976 张,持仓量 174842 张,成交额为 5.911 亿元。

当前各品种期权隐波低位振荡,50ETF 期权合成标的仍保持升水。数据显示,目前 50ETF 期权主力认购平值合约隐波为 16.24%,认沽平值隐波为 14.91%。沪 300ETF 期权主力认购平值合约隐波为 16.22%,认沽平值隐波为 15.98%。深 300ETF 期权主力认购合约隐波 16.68%,认沽平值隐波 16.59%。沪深 300 指数期权近月认购平值合约隐波为 14.50%,认沽平值隐波为 20.41%。从各个期权主力合约波动率微笑曲线看,认购及认沽隐波在 10%至 30%区间内,处于历史低位水平。

昨日两市窄幅振荡,量能连续五个交易日维持在万亿元上方。权重企稳,50 期权合成标的升水延续,市场情绪中性偏积极。操作策略上,短期来看,仍建议回调做多。可买入平直或虚值看涨,也可构建牛市价差策略。从中长线来看,A 股上涨格局未变,建议构建备兑或卖出看跌期权。另外,随着量能上升,两市日间波动加剧,日内也可构建 Gamma 策略。双卖投资者要注意风险控制,可买入虚值期权构建蝶式或鹰式策略。

(作者单位:方正中期期货)

技术解盘

IF 量能收窄



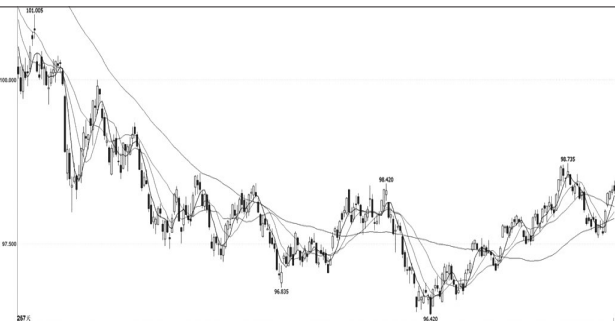
IF 加权本周价格在 60 日均线附近有所止跌,该位置也是今年 4 月价格振荡区间上沿附近,有一定技术支撑。量能方面,本周成交量持续收窄,持仓量继续下降。指标方面,短期均线跟随价格走弱,60 日均线处于水平走势,MACD 指标快慢线已回归至零轴附近。综合来看,IF 加权本周有所止跌,一旦再度出现放量上涨,且 MACD 指标交出金叉,可以继续偏多思路操作。

IC 偏多思路



IC 加权近期走出五连阳并向上突破日线振荡区间,成交量依旧处于低位,但持仓量有所增加。指标方面,均线系统处于多头格局,MACD 指标快慢线在零轴上方再次交出金叉。综合来看,IC 加权延续 3 月中旬以来的上涨趋势,并创出去年 7 月 16 日以来的新高,上升趋势有望延续,建议以 20 日均线为防守偏多思路对待。

十债 再度走强



十债加权近期价格重回 60 日均线上方并延续日线的反弹架构。量能方面,成交量一度有所放大,持仓量保持增加趋势。指标方面,短期均线跟随价格再度走强,60 日均线处于上升趋势,MACD 指标在零轴位置再度交出金叉。综合来看,十债加权近期再度走强重回反弹趋势,建议可以再次以偏思路操作。

(中原期货 刘培洋)