

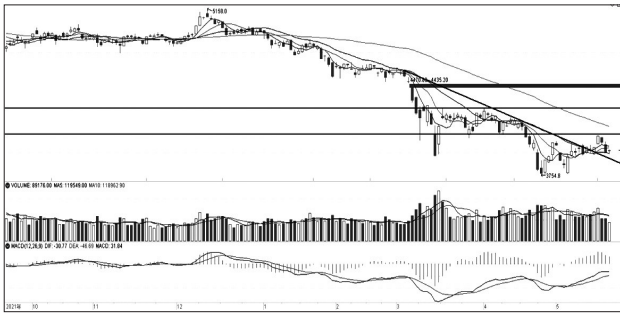
5月25日,两市缩量上涨。期权方面,标的资产50ETF涨0.18%,华泰柏瑞300ETF(510300)涨0.43%,嘉实沪深300ETF涨0.66%,各品种期权购沽隐波回落,但仍处于历史均值上方,合成标的小幅升水,期权市场情绪中性偏谨慎。

数据显示,50ETF期权市场活跃度有所下降,持仓则延续增加。当日期权总持仓3030791张,较前一交易日增加170762张。其中认购合约持仓1809218张,较前一交易日增加101343张,认沽合约持仓1221573张,较前一交易日增加69419张。持仓量PCR值0.6752,较前一交易日增加0.0006。成交量方面,当日全市场合计成交1903378张,较前一交易日减少431989张。其中认购期权成交1005233张,较前一交易日减少232862张,认沽合约总成交898145张,较前一交易日减少199127张。日成交量PCR值0.8935,较前一交易日增加0.0072。

沪深300三个期权品种成交持仓涨跌不一,成交回落,持仓整体走高。其中,沪300ETF期权成交量1705007张,持仓量2407724张,成交额为11.407亿元;深300ETF期权成交量为246076张,持仓量为375552张,成交额为1.280亿元;沪深300股指期货期权成交量67998张,持仓量173537张,成交额为5.044亿元。

当前各品种期权隐波回落,但重心仍处于历史相对高位。数据显示,目前50ETF期权主力平值购沽隐波为19.96%,沪300ETF期权主力平值购沽隐波为19.66%,深300ETF期权主力平值购沽隐波为20.30%,沪深300指数期权近月平值购沽隐波为20.33%。从各个期权主力合约波动率微笑曲线看,认购及认沽隐含波动率在15%至35%区间内,处于历史均值上方。

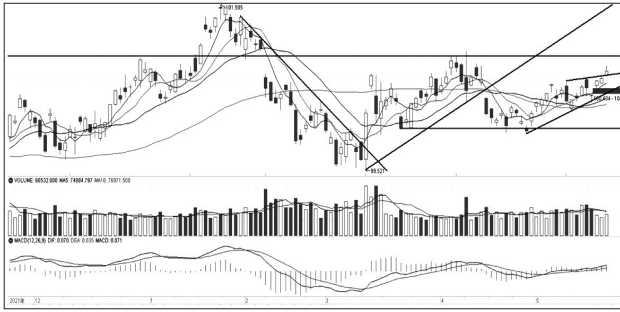
操作策略上,当前市场仍处于寻底、磨底阶段,重心预计将逐步抬升,但反转还需等待。目前期权隐波在历史60%分位点附近,处于历史均值上方。日内投资者仍可做多Gamma,捕捉波动率的机会。方向投资者则仍建议构建价差策略,防范Vega风险,谨慎购买深度虚值期权。中长期来看,当前市场机遇大于风险,蓝筹股估值已来到历史低位,利用合成多头或备兑策略积极把握抄底机会。(作者单位:方正中期期货)



IF加权在经过连续两周反弹后,本周进入回调阶段。均线方面,MA5与MA10继续保持金叉状态,但MA5开始走平,表明IF加权持续反弹告一段落,而MA20仍然为重要的移动支撑线;指标方面,MACD连续录得11个红柱,但红柱持续收窄,并且DIF与DEA继续保持在0轴之下。整体上看,IF加权在接近上方压力区间4050—4250下沿处反弹受阻,但重心振荡上移的节奏未改,预计后市将通过时间消化,再次测试压力区间的概率较大。



IC加权本周反弹至10周均线后受阻,短期10周均线将成为重要的移动压力位。尽管周二收一个中阴线,跌幅较大,但IC加权整体反弹的趋势并未改变,均线系统亦未受到破坏。整体上看,短期压力区间在5850—6050,IC加权目前离上方的压力区间仅一步之遥,预计IC加权蓄势待发并消化周二的中阴线后,再次测试该压力区间的概率较大。



十债加权在经过连续4周调整并修复指标后,短期迎来加速上行的格局。均线方面,MA5与MA10再度金叉后,与MA20、MA60形成多头排列;指标方面,MACD连续录得13个红柱,红柱有所放大,并且DIF与DEA保持在0轴上方运行,上涨动力较强。整体上看,十债加权上方压力在2月10日形成的缺口附近,该位置亦是前一轮上行的高点,短期或测试该压力位,若能有效突破,则大概率挑战年内高点。

(招商期货 于虎山)

# 稳增长政策进一步加码 股指 流动性将成为核心推动因素



在此阶段,投资者会围绕局部景气或者长期空间比较大的方向进行布局。在流动性充裕的背景下,会出现明显的估值修复行情,相比较而言,IC估值修复空间更大。

5月25日,国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。国务院总理李克强强调,扎实推动稳经济各项政策落地见效,保市场主体保就业保民生,确保经济运行在合理区间。近期政策稳增长信号强烈,有效增强了市场信心和预期。昨日A股午后持续走强,沪指重回3100点上方。

昨日盘后,国务院办公厅还公布了《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(简称《意见》)。《意见》重点指出有效投资的领域在于存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产,包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等。同时推动地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区,加快盘活存量资产。引导支持基础设施存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业,把盘活存量资产作为国有资产保值增值以及防范债务风险、筹集建设资金、优化资产结构的重要手段。

此外,《意见》还强调将会优化完善存量资产盘活方式,其中包括REITs、PPP、产权交易、发挥国有资本投资、运营公司功能等融资渠道,为存量资产的

合理流动和优化配置开辟绿色通道,促进社会资本方通过创新运营模式、引入先进技术、提升运营效率,并提出加大盘活存量资产政策支持,用好回收资金增加有效投资。总体来看,《意见》旨在有效盘活存量资产形成存量资产和新增投资的良性循环,对于提升基础设施运营管理水平、拓宽社会投资渠道、合理扩大有效投资以及降低政府债务风险、降低企业负债水平等具有重要意义。可以看到《意见》自上而下对各领域各地区存量资产进行切实规划,为“宽信用”抓手指明方向,给予存量资产投资更多支持,所以此前困扰市场的政策方向力度等问题将得到有效化解。

结合5月23日国常会内容,会议提出当前经济下行压力加大,许多市场主体十分困难,并给出33项稳增长措施,共涉及六个方面,财政、金融、供应链、消费投资、能源安全、失业保障,几乎覆盖了所有稳增长领域,一定程度回应了市场对增量政策的期待,市场情绪已经转向中性乐观。

货币政策积极配合稳增长,央行近期召开第三次货币金融形势分析会。背景是受疫情等因素影响,经济下行压力进一步加大,需要尽快扭转各项贷款余额增速频创近20年以来新低局面,为下半年经济反弹创造有利的货币金融条件。5月20日,央

行下调5年期以上LPR15bp。央行引导LPR下降核心旨在降低实体经济市场主体融资成本,是出于稳增长诉求,在国内经济下行压力加大背景下进行的逆周期调节。4月在疫情反复,部分地区封控停工停产之下,经济走弱,社融信贷亦出现下滑。5年期LPR单边下调,明确了政策宽信用的大方向,重心在于扭转企业和居民中长期贷款在4月的颓势,囊括居民和企业两大部门,基建、地产和制造业投资几个方面。

总体来说,5月中旬至6月中旬,是稳增长政策较密集出台的窗口期,政策在货币、财政、基建以及地产多个层面进行托底。宏观基本面将进入信用宽松盈利修复的阶段,同时受益于货币与财政政策的宽松,流动性将成为驱动市场的核心因素。在此阶段,投资者往往会在围绕局部景气或者长期空间比较大的方向进行布局,比如科技、医药等与经济基本面相关度比较低,且成长性比较好的板块。在流动性充裕的背景下,会出现明显的估值修复行情,三大期指中IC估值修复空间更大。短期是利空消息的真空期,宽信用难以证伪,市场温和修复仍是近期主题,多IC空IH的策略依然有效,既能一定程度防范系统性风险,也能提高策略稳定性。(作者:期货投资咨询证编号Z0014172)

# 资金面维持宽松 助力期债上攻

5月以来,受经济金融数据走弱和资金面持续宽松影响,10年期国债期货主力合约T2209上涨0.78%至100.6元,10年期国债收益率降至2.8%下方。

4月25日,央行降准0.25%落地投放5300亿元,同时已经向中央财政上缴利润超过8000亿元,相当于降准0.4%,有效满足市场流动性需求。4月下旬以来,货币市场利率持续走低,Shibor1周维持在1.7%的低位,显著低于7天逆回购操作利率。Shibor1个月以上品种下行幅度均超过20bp,资金面持续宽松。机构面临资产配置荒,带动国债收益率下行,支撑国债期货价格上涨。

受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情影响,4月各项经济金融指标全面下滑,经济下行压力进一步加大。从金融数据来看,居民减少外出消费,4月住房、消费和经营贷款均有所减少,显著低于去年同期。部分企业也停工停产,企业中长期贷款融资意愿较弱,带动社融存量增速回落,宽信用阶段性受阻。

中央政治局会议坚持房住不炒的同时,表示支

持各地从当地实际出发完善房地产政策,支持刚性和改善性住房需求。5月以来,梅州、连云港、无锡、岳阳、徐州、赣州、长春、苏州、南京等多地发布了进一步放松房地产政策,包括降低购房首付比例、下调房贷利率、放松或取消限售年限等多项措施,各地房地产政策继续实质性放松。

5月20日,5年期以上LPR报价为4.45%,较上次下调15bp,一方面降低企业中长期融资成本,另一方面降低居民存量和增量房贷压力。本轮LPR下调覆盖存量房贷,进一步提升房地产市场信心。加上此前5月15日央行已经宣布首套房利率下限调整为LPR-20个基点,目前已有多个城市快速跟进下调新房首套房贷利率至4.4%,后续将降至4.25%,进一步刺激居民消费。

从历史上看,房地产相关指标中,商品房销售累计同比最为领先,约领先新开工累计同比大约6个月,新开工与建安投资累计同比同步性较强。参考2020年疫情期间情况,3月疫情得到控制,商品房销售即开始改善,带动地产投资逐步好转。同时随着宽信用逐步显现,5月债市出现反转。本轮上海疫情已经基本得到控制,预计在央行和各地降低贷款

# 国债收益率曲线显著陡峭化

在资金面持续宽松情况下,期债近期暖意十足。特别是短券收益率下行幅度明显,中长端因“稳增长”与“宽信用”走势较为谨慎保守,5年期与10年期收益率同期分别下行4.02bp与5.41bp,曲线显著陡峭化。

上周央行在公开市场上无特别操作,等量续作5月MLF,累计净回笼100亿元。DR007基本围绕1.55%窄幅波动,隔离利率基本在1.3%左右波动。4月以来,银行间供给充裕,4月降准释放的资金加上央行上缴结存利润增强财政支出,充盈基础货币与市场流动性。但是由于实体融资需求不足,资金淤积在银行间市场,资金供大于求是当前资金面宽松的主要原因。

从需求来看,资金荒再度上演。信用债发行量与到期收益率快速下行,5月14日股银票转贴现利率低位波动,5月信贷数据可能难有明显改善。企业融资短期出现快速回升仍有阻力,一是疫情与上涨的成本对企业经营造成较多困难,二是内外环境使经济的不确定性与复杂性增加,融资需求的内生

动力不足。不过随着疫情结束与本轮5年期LPR下调,中长期信贷需求或能得到一定补充。5月1日—27日政府债净融资额约10449亿元,较4月明显增多,但较大的政府债缴款压力在供给充裕下对资金面基本无影响。

6月披露的地方债发行计划合约7072亿元,低于5月,预计6月政府债缴款的影响也有限。从供给来看,央行4月18日至5月10日上缴利润约2000亿元。根据当前节奏,6月上旬很有可能全部完成;6月末或将有较大的财政支出,流动性整体无忧,此后若无其他增量则资金利率将有上行压力。考虑到疫情冲击的余波,与中央增强信贷总量增长稳定性的目标,资金面宽松格局或能延续至6月,不过若社融回升斜率高于预期,则有资金收敛风险。

今年以来,稳增长与稳信用政策力度较大,5月政策密集颁布,经济修复紧迫感十足。前4个月全国一般公共预算累计收入同比下降4.8%,累计支出同比增速上升5.9%。4月当月公共财政收入同比下降41.34%,创下历史最高跌幅,即使剔除留抵退税后也有4.89%的降幅,支出因收入的下降也出现下滑。财政存在缺口,作为增量政策工具之一的特别

国债近期呼声渐高。

我们认为,基于特别国债用途明确、发行相对灵活、不计入赤字的优势,在其他常规政策工具不足以弥补缺口时,可作为备选项。我国分别在1998年、2007年和2020年三次新发特别国债,以补充资金和应对冲击。但是既然挂有“特别”字样,排序自然位于常规性增量财政政策工具之后。比如今年政府性基金预算中安排了部分资金结转下年,或许能有跨周期调节使用;国债、地方债额度或能腾挪到今年使用。基于4月中央财经委会议明确全面加强大基建,如果要发行特别国债,投向可能以基建为主。

10年期国债对近期利多显化,预计短期仍以2.6%—2.95%区间振荡为主,经济恢复偏缓与宽松资金面是债市的主要支撑,方向策略建议低吸高抛。中长期仍受宽信用、经济面改善、美联储加息等影响,此外还新增特别国债发行的可能。不过当前10年期合约的克制表现,体现出对未来利空的部分预期,不利因素集中兑现带来的回调幅度可能相对收敛。跨品种方面,曲线陡峭化极限后可关注做平机会。

(作者单位:中国国际期货)