

隐波下方空间有限

■ 牛秋乐 冯世佃

6月1日,两市窄幅振荡。期权方面,标的资产50ETF跌0.36%,华泰柏瑞300ETF(510300)跌0.15%,嘉实沪深300ETF跌0.20%,各品种期权购沽隐波小幅回升,但整体处于历史均值附近,合成标的小幅贴水,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,持仓则基本持平。当日期权总持仓2549773张,较前一交易日增加480张。其中认购合约持仓1371418张,较前一交易日增加38651张,认沽合约持仓1178355张,较前一交易日减少38171张。持仓量PC值0.8592,较前一交易日减少0.0536。成交量方面,当日全市场合计成交1447645张,较前一交易日减少775617张。其中认购期权成交705532张,较前一交易日减少477184张,认沽合约总成交742113张,较前一交易日减少298433张。日成交量PCR值1.0518,较前日增加0.1721。

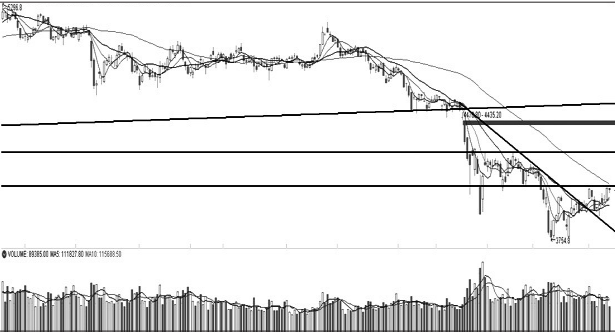
沪深300三个期权品种成交全面下降,持仓则增减不一。其中,沪300ETF期权成交量1424851张,持仓量2411595张,成交额为10.719亿元;深300ETF期权成交量为199858张,持仓量为350519张,成交额为1.294亿元;沪深300股指期货成交量78310张,持仓量196394张,成交额为5.082亿元。

当前各品种期权隐波小幅回升,重心处于历史均值附近。数据显示,目前50ETF期权主力平值购沽隐波为19.12%。沪300ETF期权主力平值购沽隐波为19.71%。深300ETF期权主力平值购沽隐波为20.15%。沪深300指数期权近月平值购沽隐波为19.86%。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,处于历史均值附近。

操作策略上,当前市场重心稳步抬升,但量能处于低位,反转仍需等待。当前期权隐波回落至历史均值附近,随着假期临近,下方空间有限,可小仓位做多Gamma、Vega。需谨慎购买虚值期权,防止反弹过后,隐波大幅回落。中长期来看,下方底部基本确认,控制仓位,利用卖出看跌或备兑策略进行抄底。(作者单位:方正中期期货)

技术解盘

IF 测试压力



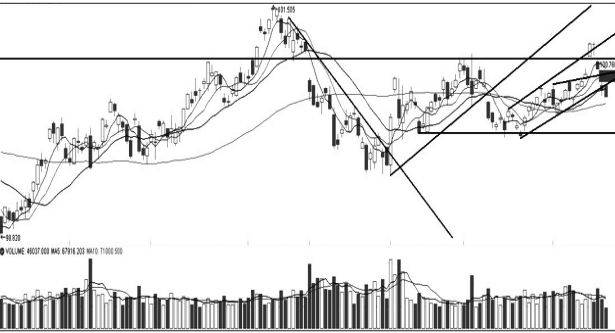
IF加权再创阶段性反弹新高。均线方面,MA5与MA10重新拐头向上,且MA20在市场中提供支撑效果明显,但上方MA60持续向下,将成为重要的移动压力线;指标方面,MACD连续录得16个红柱,红柱小幅扩张,尽管DIF与DEA继续保持在0轴之下,但DIF离0轴仅一步之遥,表明IF加权短期依然有反弹的动力。IF加权连续两次在压力区间4050—4250下沿处受阻,该位置是当下MA60运行的位置,同时也是前期的密集成交区域,表明该区间压力较大。

IC 走势领先



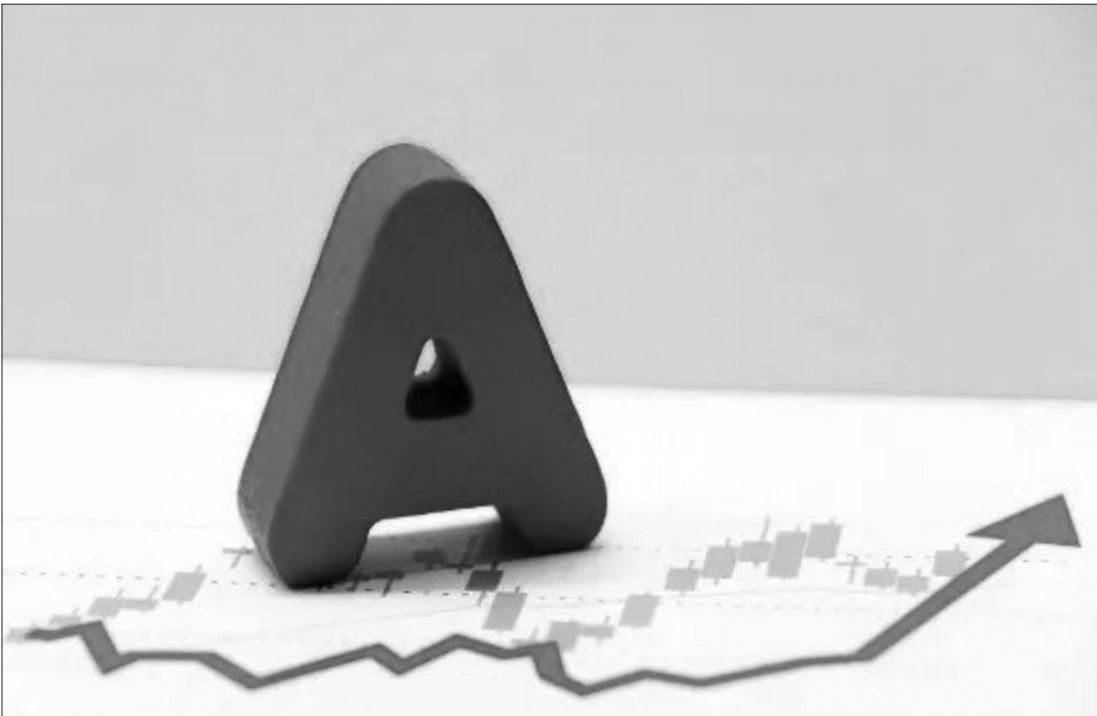
IC加权本周顺利突破10周均线,与IF相比,较为强势。指标方面,MACD连续录得17个红柱,红柱温和扩张,并且DIF已经率先站上0轴,预计DEA很快将跟随至0轴之上,表明IC加权在反弹的节奏与幅度方面继续保持领先。整体上看,IC加权已经进入了压力区间5850—6050,预计将在此区间有所反复,但上方的反弹空间依然存在。

十债 寻求支撑



十债加权近期无论是上涨还是下跌,幅度均有所放大。均线方面,MA5与MA10开始拐头向下,但MA20、MA60仍保持向上,其中价格已经快速跌破MA20,预计继续向下寻求MA60的支撑;指标方面,MACD连续录得18个红柱,但红柱迅速收窄,DIF与DEA即将形成死叉,表明十债加权短期已经迎来回调。整体上看,十债加权下方第一支撑是MA60,预计短期支撑力度较强,若有效跌破该支撑位,则大概率回到4月29日即本轮上涨的起始位,该位置为短期的第二支撑位。(招商期货 于虎山)

估值分化问题改善明显  
股指中长期机会逐渐显现



■ 华翔

从2021年年初高点回落以来,股指估值已经历了一年多的调整,到达中长期具有吸引力的位置。以时间轴纵向比较,中证500的市盈率估值已经回到2018年的低点,沪深300和上证50指数市盈率回到了2020年6月。考虑到今年海外通胀高企,国际局势紧张,国内春季疫情等因素使得企业净利润增速意外放缓,当前估值已经比较充分反映了上半年的宏观不利因素。

将全球股指估值进行横向对比,A股和港股均处于相对低位。由于成分有一定类似性,恒生科技指数与美国纳斯达克指数在历史走势上联动紧密。在本轮估值调整中,恒生科技指数在时间和空间上都较纳斯达克指数更为充分。纳斯达克指数本身在今年已经回调了27%,在过去的30年中,超过这个幅度的纳斯达克指数回调只有4次。

将股指的投资价值与其他大类资产比较。大宗商品自2020年3月以来波折上涨,目前处于历史高

位。尤其是能源价格受到国际局势影响迭创新高,为了抑制过高的通胀,美联储不得已通过加息和收缩资产负债表抑制需求。从中长期看,股票市场和大宗商品市场的价格均受益于经济的繁荣,都在经济转弱期间由于需求的疲弱而下跌。但本次经济周期中,大宗商品由于受到供给端因素影响,走势与股票市场分道扬镳。

相对而言,股票市场大宗商品市场的估值优势逐渐显现。由于国内经济周期处于复苏前夕,社会融资规模增量在4月受到疫情影响表现不佳,其中对实体经济发放的人民币贷款增加3616亿元,同比少增9224亿元,因此需要维持较低的利率以刺激信贷需求。利率处于低位,债券价格与利率呈反向关系,处于高位。目前十年期国债利率在2.7%附近,而上证50指数的分红率约在2.5%,沪深300指数和中证500指数的分红率分别在2.2%和2%左右。如将股票作为长期投资的目标,即使不考虑股票价格未来上涨的可能性,持有高分红股票获得的股息也能获得收益的补偿。6月到9月为股票的主要分红时期,当前股指期

货对于现货的贴水,反映了未来的分红预期。

股指内部行业估值经历了2019年至2021年年初的分化加大阶段,2021年年中至今,伴随着高估值快速下跌而逐渐收敛。2022年一季度报告显示,今年一季度周期股行业,特别是能源相关行业利润增速位于前列,估值合理。部分热门消费行业在估值上维持中等偏高,例如食品饮料、美容护理、汽车等。其他行业利润增速虽然放缓,但大多估值处于偏低或合理,估值分化问题改善明显。行业估值高低过度分化,使得股指上涨的动力完全依赖于高估值热门行业的上涨,不利于行情的行业轮动和上涨的持续。如今指数内部行业估值趋于合理,对于股指未来稳定走强打下较好的基础。

总体来看,尽管当前宏观面依然存在不确定性,但是下半年,在政策利好持续释放,经济逐渐摆脱上半年疫情阴影的预期下,行业的净利润增速将持续好转。同时,基于我们对于股指估值的分析,股指期货投资的中长期机会将逐渐显现。

(作者单位:永安期货)

复产复工推进 债市分歧加大

■ 刘晓艺

端午节前一周,受北京和上海疫情好转、复产复工加快、上海市出台经济重振行动方案等因素影响,市场风险偏好明显回升,国债期货高位回调,十年期活跃国债现券收益率自2.74%反弹至2.8%附近。

5月以来,银行间资金利率维持低位,促使短债收益率快速走低,债券市场加杠杆行为盛行。出于对稳增长政策加码和特别国债发行的担忧,中端收益率下行并不明显,国债期限利差在短端利率带动下快速走扩。5月下旬,在基本面依然疲弱的背景下,中端债券迎来一波补涨行情,国债收益率曲线呈现牛平变化。

本周以来,受复产复工加快、5月PMI数据好于预期、月末资金面收敛等利空影响,债市快速调整,十年期国债收益率已经回到5月25日补涨前水平,当前点位下多空双方或将开启一轮争夺,期债暂难摆脱振荡格局。

从经济先行指标来看,5月经济有所回升,但力度不强。5月官方制造业PMI、非制造业商务活动指数、综合PMI指数分别录得49.6%、47.8%和48.4%,较4月回升2.2个、5.9个和5.7个百分点,但仍处于荣枯线以下。其中,5月制造业虽然内外需指数均有所回升,但原材料库存指数上升和产成品

库存指数下降,表明当前企业生产恢复力度有限。从企业规模看,5月大型企业PMI为51.0%,高于4月2.9个百分点,而中、小型企业PMI分别为49.4%和46.7%,高于4月1.9个和1.1个百分点,而低于临界点,表明后续生产经济环境有待改善。

总体来看,国内疫情冲击高峰已经过去,随着复产复工推进,稳经济的一揽子政策措施将陆续落实,国内经济有望筑底回升,利率中枢也将逐步抬升。不过,考虑目前市场主体活力不足,本轮经济修复初期速度可能较2020年4月缓慢,6月中上旬,5月经济数据公布前债券多头仍有可能博弈反弹,短期债市或难以走出趋势行情。

展望6月,除了基本面变化外,还要密切关注资金面变化。得益于前期央行上缴财政部结存利润释放基础货币,以及实体融资需求不足导致机构欠配压力较大,5月流动性淤积在银行间市场表现明显,DR001和DR007在1.3%和1.6%的极低水平徘徊。

注意到5月末银行间票据转贴现利率大幅反弹,我们认为,6月机构欠配压力将得以缓解。一方面,5月23日央行召开货币信贷形势会议上明确提出“加大实体经济支持力度,全力以赴稳住经济基本盘”,仍处复产加速背景下企业信贷需求有望回升。另一方面,考虑6月底前今年新增专项债基本

完成发行,政府债供给增加也将缓解“资产荒”现象。截至5月27日,今年已发行新增专项债1.85万亿元,剩余未发行额度1.8万亿元。假设按照85%的发行底线要求,6月专项债净融资将接近1.5万亿元。加总国债净融资,6月政府债净融资规模约1.7万亿元,债券供给明显加大,资金面有收敛压力,对于债市的利空影响不容忽视。

目前投资者应关注疫情修复的斜率和持续性。我们认为,5月下旬长债补涨行情已经蕴含了后续经济修复平缓的预期,6月需要警惕经济修复超预期的情况出现。随着复产复工的进程加快,前期推出的一系列稳增长政策逐步落实见效,后续基本面修复的速度可能比市场预期要快。考虑经济基本面大趋势向上,政府债供给压力上升,流动性缺口加大,建议单边操作以反弹做空为主。

套利方面,短期曲线维持陡峭,中期关注做平机会。短期资金面宽松,基本面边际改善预期,国债期限利差可能再度走扩。但值得注意的是,当前存单利率已经低于政策利率58BP,10年—1年国债期限利差80BP处于年内高位,期限利差继续走扩空间有限,进一步博弈陡峭策略风险较大。随着地方债发行加快和实体融资需求回暖,6月资金面或趋于收紧,可重点布局曲线走平策略。

(作者单位:一德期货)

在新变量出现之前期债谨慎操作

■ 葛妍

本周随着复工复产持续恢复以及最新公布的制造业PMI数据略超市场预期,国债期货出现连续回调。

5月疫情得到初步控制,最新公布的5月制造业采购经理人指数为49.6%,较上月回升2.2个百分点,虽然较4月反弹,但是并没有回到50的荣枯线以上。物流运输状况有所好转,企业生产得到政策保障、供应链问题逐步修复,5月生产指数较上月回升5.3个百分点至49.7%,但企业生产暂未完全回到正轨,仍在荣枯线以下。从需求端看,5月新订单指数为48.2%,较上月回升5.6个百分点,升幅超过生产端。疫情影响使得供需两端均连续3个月位于收缩区间。从进出口情况来看,新出口订单指数和进口指数均有回升,国内产能趋于修复、港口航运等物流运行好转,但内需仍受到疫情影响,短期在稳外贸政策支持下,进出口景气有望继续回升,进口恢复或快于出口。从行业上来看,装备制造、消费品及基础原材

料三大行业景气明显改善。

目前疫情基本消退,复工复产持续展开,经济已经走过了最困难的时刻。上海6月1号起全面恢复全市正常生产生活秩序,将加快进入复工复产的阶段。近期北京疫情总体趋于缓解,预计制造业也会有所修复。总体来讲,由于全国疫情基本消退,6月将成为经济修复和市场信心修复的关键月份。5月31日国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》并发出通知,要求各地区各部门认真贯彻执行,提出六个方面33项具体政策措施,全方位稳定经济增长,稳增长发力。

地方债方面,5月地方债发行创年内新高,地方债共计发行12076.71亿元,同比上升37.97%。其中新增一般债券发行1216.36亿元,同比下降44.24%;新增专项债发行6319.62亿元,同比上升79.54%;再融资债券发行4540.73亿元,同比上升48.77%。根据财政部要求,确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕,力争在8月底前基本使用完毕,按照6月底前新增专项债完成发行额度的90%计算,预计

6月再创年内新高,届时将给市场资金面带来压力,还需要配合货币政策对资金面的呵护。

海外方面,10年期美债利率随着美联储紧缩预期变动见顶回落,最高触及3%,中美债利差走扩,美元指数同样在创下多年新高后显著回调。美联储5月利率会议纪要公布,市场对美联储加息预期降温,6月和7月分别加息50个基点已充分定价,预计后续加息速度放缓,但中美利差仍会制约中国国债收益率下行。

目前疫情已基本散去,复工复产的逐步推进,经济最差的时候可能已经过去。目前货币市场资金面保持宽松,6月地方债的密集发行或对资金面形成影响,还需要配合货币政策对资金面进行呵护。外围加息预期制约国内宽货币空间,但为了保障经济的恢复,当前宽松的货币政策暂时不会退出。后市来看,国内疫情消退以及美联储加息利空债市,但宽松的资金面会对期债形成一定支撑。在新的变量出现之前,期债还需谨慎操作。

(作者单位:新纪元期货)