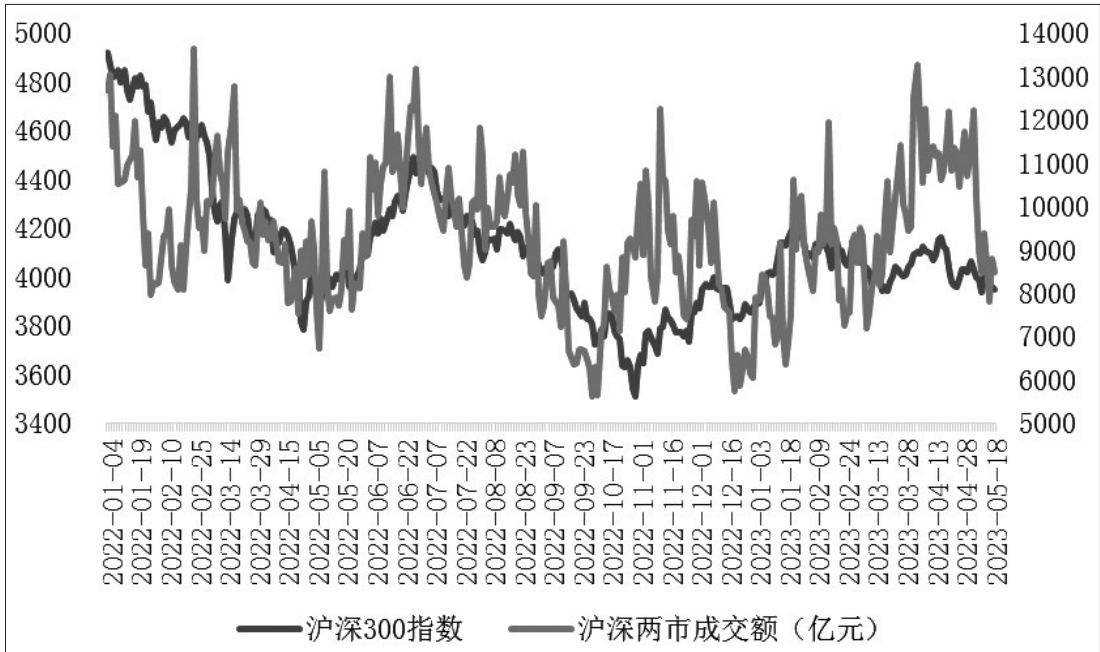


美国债务上限谈判一波三折

受限多重因素 股指陷入“纠结”

在存量博弈状况被打破、市场风险偏好明显回升之前,预计板块之间将更多呈现为轮动状态,市场风格趋向于均衡,中小指数或阶段性占优。操作上,建议投资者短期关注多 IC 空 IH、多 IM 空 IH 的跨品种套利,注意风控。



图为沪深300与沪深两市成交额

■ 陈畅

上周A股市场整体呈现振荡态势,上证综指在3235点至3317点之间进行横盘振荡。海外方面,美国债务上限谈判一波三折,一定程度上对市场情绪造成扰动。但从美股三大指数走势来看,影响相对有限。国内方面,上周发布的部分经济数据低于市场预期,经济复苏斜率较一季度有所放缓。受此影响,人民币兑美元汇率跌破7,北上资金流入步伐因此放缓,A股指数层面也随之出现振荡调整。

市场结构方面,上周市场风格出现轮动迹象,前两个交易日,TMT板块出现大幅调整,特别是前期相对强势的传媒出现补跌,导致中小指数表现继续弱于大指数,后三个交易日,受国内经济复苏步伐有所放缓、人民币汇率跌破7等因素影响,顺周期的价值风格表现不佳,成长风格相对强于价值风格。在市场存量博弈格局并未打破的背景下,预计价值、成长风格将继续呈现轮动态势。就短期而言,成长风格或相对占优。

经济温和复苏,政策维持稳健

5月16日,国家统计局公布4月经济数据。数据显示,4月国内规模以上工业增加值同比增长5.6%,较上月回升1.7个百分点,不及预期的10.9%,显示4月国内工业生产因实际需求恢复不足而有所放缓。三大行业门类中,4月,采矿业、电燃气生产和供应业分别同比增长0%和4.8%,较3月回落0.9和0.4个百分点,是4月工业生产实际放缓的主因。

1—4月固定资产投资同比增长4.7%,较1—3月回落0.4个百分点。在国内企业利润不佳、外需走弱、稳增长政策边际改善空间有限及高基数影响下,制造业、基建(不含电力)和房地产投资同比增速分别回落0.6、0.3和0.4个百分点。制造业方面,一季度企业中长贷维持较高增长以及二季度出口结构转移一定程度上会对制造业投资增速形成支撑。地产方面,目前保交楼政策推动竣工加快依然是地产投资的主要支撑,但拿地和新开工数据相对偏弱的制约有待进一步解决。4月社零季调环比由上月的0.78%降至0.49%,当月复合增长率2.6%,表明当前消费的修复反弹动力并不强劲。当前消费的增长主要得益于餐饮收入的反弹,而商品消费仍有较大的修复空间。

经济复苏斜率放缓的局面,给政策提供了可操作性空间。但从5月15日央行一季度货币政策执行报告来看,央行对经济增长的判断相对中性,在强调着力支持扩大内需的同时,开始关注“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”,利率水平适当向“稳健的直觉”靠拢,并删除逆周期调节的表述,表明央行对于总量政策进一步放松或更加谨慎。如果二季度经济修复环比进一步走弱,不排除政策面在二季度末或三季度初进一步放松以托底经济。

就短期而言,随着4月经济金融数据披露完毕,叠加前期的调整,市场已经充分意识到经济复苏斜率放缓的状况。在此背景下,指数层面风险有限。但考虑到当前海外需求相对较弱、国内经济温和复苏、出台大规模刺激政策概率相对较低等因素,笔者认为总量经济强相关板块盈利改善空间较小,其上

行动力更多是基于估值波动带来的阶段性交易机会。与之相对应的是,与总量经济相关度相对较低、受益于产业结构转型的部分成长风格可能有持续性较强的结构性机会。

指数风险有限,成长相对占优

在国内经济复苏斜率有所放缓、稳增长政策边际改善空间相对有限的背景下,上证综指自5月9日盘中创下3418点阶段性新高后陷入调整。从4月底中央政治局会议和5月15日央行货币政策执行报告的表态来看,5月出现大规模经济刺激政策的可能性较低,市场将在短期延续振荡态势。但由于国内经济依然处于温和复苏阶段,预计指数层面出现大幅下跌的可能性不大,投资者无需对此过度担忧。建议投资者密切关注美国债务上限谈判进展和美联储货币政策的取向。

市场结构方面,5月中旬以来,沪深两市成交额出现了明显的缩量,表明当前增量资金入场意愿不足、投资者风险偏好较前期有所回落,在此背景下市场资金或更加注重防御性策略。受短期经济复苏步伐放缓影响,与传统经济相关度较高的顺周期板块盈利复苏预期会相对降低。人民币汇率的波动,从资金层面上也会对大指数形成一定的压力。在存量博弈状况被打破、市场风险偏好明显回升之前,预计板块之间将更多呈现为轮动状态,市场风格趋向于均衡,中小指数或阶段性占优。操作上,建议投资者短期关注多 IC 空 IH、多 IM 空 IH 的跨品种套利,注意风控。(作者单位:一德期货)

“中金所2022年度金融期货优秀分析师团队”系列报道之四

华泰期货股指期货和期权分析师团队：利用股指期货助力养老体系建设

■ 记者 饶红浩 刘威魁

2019年以来,职业年金和企业年金发展如火如荼,科创板开市以及创业板注册制的全面落地,使其管理人(银行、保险、公募基金)将目光投向了股票市场,蓝筹底仓加网下打新增厚收益,成为其普遍做法。不过,单纯的股票投资波动过大,不适合年金的稳健定位,因此利用股指期货对冲股票底仓的波动风险,就成为很多管理人的首选。

然而,使用股指期货对冲说来简单,但想要做好确实也有一定难度,很多年金管理人就止步于过高的对冲成本前。2019年华泰期货研究团队了解到这一情况后,迅速做出反应,通过对比中美基金模式,构建优化模型,协助年金产品选择更合适的期货合约降低股指期货对冲成本。这是期货公司研究的“一小步”,却提振了年金管理人迈向股票市场“一大步”的底气,为实体企业人才发展添砖加瓦。

构建优化模型 助力养老金参与权益市场投资

作为养老体系的第二支柱,职业年金和企业年金是实体企业吸引高素质人才、稳定员工队伍、最大限度调动员工积极性和创造力的重要途径。在我国目前人口结构变化的大背景下,养老年金扮演的角色重要性越来越凸显。

“目前我国养老金投资以固定收益为主,参与股票市场的还不多,根本原因在于权益市场的波动性较大,不适合养老金的稳健定位。但如果养老金长期较少参与权益市场,也会错失我国经济发展带来的红利。”华泰期货股指期货和期权分析师团队认为,中金所优秀金融分析师高天越分析指出,通过股指期货对蓝筹股票底仓的波动风险进行对冲已成为诸多年金管理人的首选,但股指期货长期高额的对冲成本,成为职业年金和企业年金对冲端的运作难点。

在此背景下,华泰期货股指期货和期权分析师团队通过构建优化模型,协助年金产品选择更合适的期货合约来降低对冲成本。“同时上市的有四个期货合约,到期日都不一样,不同期限合约上会累积着不同的对冲需求,有的投资人更在意短期的对冲,有的投资人则更在意长期的对冲,不同的对冲需求就会体现在不同到期日的合约上,对基差(期货价格与现货价格的差价)的影响也会有所不同。”高天越表示,做这事首先要有一些研究上的积累,比如股指期货的理论定价是怎样的、在什么样的市场环境下股指期货的定价会出现偏离等。

“年金管理人通过股指期货对冲可以降低股票现货波动的风险,但与此同时也会引入基差风险,现金交割的股指期货在到期日期货价格收敛于现货标的价格,所以基差风险就主要体现在选择一个期限合约进行对冲的成本上。”高天越表示,他们解决这一问题的思路是,首先根据行情判断市场对冲需求,然后根据四个期货合约各自的对冲需求情况,选择他们认为最好的合约进行对冲。比如,先判断在近月合约上累积的对冲需求过大,还是在远月合约上累积的对冲需求过大;然后会优选累积风险较小的期货合约来对冲,因为对冲压力较小,未来的对冲成本也会小一些。

不过,由于年金管理人对股票市场和衍生品市场了解不深,加之股指期货贴水的存在,使得年金管理人在利用股指期货对冲时产生畏难情绪。“年金管理人测试了我们推荐的优化对冲方案,证明的确可以降低很多对冲成本,就开始试水了。”高天越认为,年金进入股市是大势所趋。据其介绍,在华泰期货新对冲方案的帮助下,有年金管理人的管理规模自2019年以来,已连续三年逐年提高,组合收益率也节节攀升。具体来看,2019年该管理人共管理15个年金组合,规模合计44亿元,管理组合加权平均收益为9.86%;2020年,管理规模合计78亿元,组合加权平均收益为10.56%;2021年,管理规模合计86亿元,组合加权平均收益为14.14%。

提供专业支持 探索金融服务实体经济新路线

由于衍生品比较复杂,年金管理人在做股指期货交易对冲时可能还会碰到各种各样的问题,在年金管理人执行对冲成本优化方案时,华泰期货也为管理人持续提供各种专业研究的支持。“比如我们之前推荐的合约如果流动性变得不太好,如何选择第二个比较好的合约?年金管理人的管理规模逐渐扩大后,如何拆分头寸将对市场的影响(市场冲击成本)降到最小?基差突然扩大或缩小(尤其是与模型产生冲突时),如何换合约?这些一般都需要期货公司持续提供支持。”高天越解释。

华泰期货股指期货和期权分析师团队在利用金融衍生品帮助养老金参与到权益市场投资中,帮助年金管理过程中,也让该团队在其他与实体经济息息相关的金融投资中探出一条新的路线。据高天越介绍,诸如高科技企业融资、地方政府债务化解等事项,都可以参考该案例的运作方式,结合自身的特征,充分利用好金融衍生品带来的可能性。

“金融期货服务实体经济是研究工作的应有之义,深刻理解、主动发现金融期货助力实体经济发展的各种方式是研究员的必备素质。”高天越表示,金融期货服务实体经济有多种途径,包括价格发现、风险对冲和资产配置,随着越来越多的机构投资者获准参与至金融期货市场中,股指期货、期权等金融期货产品的应用形式和深度也在持续拓展,有利于健全和完善资本市场稳定机制,更好地服务于实体经济高质量发展。

高天越认为,当前,中国实体经济正面临产业升级的关键阶段,迫切需要通过金融市场的开放来换取产业升级的时间,而金融期货市场体系的完善和发展将有助于提升我国金融系统在全球的竞争力,增强金融系统应对和化解金融风险的能力,从而进一步深化金融市场的对外开放,吸引全球资本,助推国内产业进步,对实体经济产生重大且深远的影响。

持仓分析

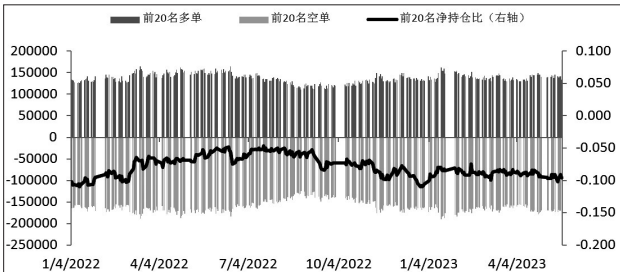
期指交割 主力大幅减仓

■ 赵晶

上周国内A股市场呈现横盘整理走势,上证指数最低一度探至3235点附近,之后止跌企稳,但反弹力度有限,整体依旧呈现弱势格局,最终指数收报3283.54点。同时期指四个品种走势继续分化,其中IF、IC及IM主力合约分别上涨0.13%、0.58%及0.84%,IH主力合约则微跌0.09%。基差方面,期指四个品种贴水均有所收窄,截至上周五,IF、IH、IC及IM主力合约分别贴水6.7、10.8、8.3及11.7点。

量能方面,受到交割影响,上周期指持仓大幅回落,四个品种共计减仓43909手,至766713手。同时期指各品种持仓均有不同程度下滑,其中IF减仓11504手,持仓降至203392手,IH减仓3875手,持仓降至122737手,IC减仓12593手,持仓降至276852手,IM减仓15937手,持仓降至163732手。

持仓方面,期指各品种前20席位持仓(下称主力)均较前一周显著减少。具体说来,IF多头主力减仓10828手(交易所公布合约5月19日与5月12日主力持仓总和的差值,下同),空头主力减仓11209手,净空持仓降至28590手;IH多头主力减仓5721手,空头主力减仓3591手,净空持仓升至25110手;IC多头主力减仓11708手,空头主力减仓12602手,净空持仓降至4970手;IM多头主力减仓14130手,空头主力减仓15402手,净空持仓降至7378手。



图为IF多空主力持仓

具体席位方面,伴随指数持续振荡,上周IF各席位持仓变化略有不同。多头方面,国泰君安席位多头增仓334手,净多持仓升至1014手,银河期货席位多头增仓359手,净多持仓升至1774手,东海期货席位多头增仓501手,持仓升至2126手,与此同时,浙商期货席位多头减仓近800手,至4708手。空头方面,摩根大通席位空头增仓822手,持仓升至7438手,与此同时,华泰、上海东证及瑞银期货等席位空头持仓则有所回落,其中华泰期货空头减仓1000余手,净空持仓降至4765手,上海东证期货空头减仓2062手,净空持仓降至4079手。

总体来说,上周为交割周,期指呈现明显减仓态势,同时各品种主力持仓也有不同程度下滑。期指当前方向仍不明朗,预计中短期将延续区间整理走势。

(作者单位:永安期货)

技术解盘

IF 支撑有效



IF加权近期价格走弱并一度创出新低,但收盘价仍旧站在前期低点上方。量能方面,近期价格弱势运行中成交量变化不大,持仓量小幅波动。指标方面,均线系统逐步转为偏空架构,MACD指标快慢线在零轴下方弱势运行。综合来看,IF加权日线架构延续区间整理,下方技术支撑较强,暂时未能有效突破,建议继续关注该位置的得失情况。

IC 绿柱收斂



IC加权近期在6050点上方陷入整理。量能方面,在价格整理过程中成交量保持平稳,持仓量则出现一定下滑。指标方面,均线系统整体走势偏弱,MACD指标快慢线继续在零轴下方运行,但绿柱能量柱逐步收敛。综合来看,IC加权价格短期陷入振荡整理,但日线架构走势偏弱,建议以10日均线为防守偏空思路对待。

十债 跌破均线



十债加权近期从高位一路向下调整,并跌破5日均线 and 10日均线支撑。量能方面,成交量和持仓量均变化不大。指标方面,短期均线跟随价格开始调整,且MACD指标快慢线在零轴上方交出死叉并向下回落。综合来看,十债加权在前期高点遇阻回落,价格进入调整。建议多单离场,短期关注20日均线一线的支撑。(中原期货 刘培洋)