

降息预期抬头 期债强势整理

留意本月MLF和LPR如何操作

■ 何冀

元旦节后,国债期货价格先抑后扬,高点附近再次承压回落。一方面,PMI数据显示见底回暖迹象,年初基建和信贷开门红扭转较为悲观的宽信用预期,加之美债利率快速回升和中美利差快速收窄,国债基准收益率2.8%附近面临阻力。另一方面,国内多地出现散点疫情,冲击消费及经济增长,引发市场避险情绪升温和对经济下行压力的担忧,对债市形成支撑。目前市场降息预期抬头,期债偏强振荡,本月MLF和LPR如何操作成重要观察窗口。

周三公布的2020年12月CPI同比上涨1.5%,预期1.7%,前值是2.3%;12月PPI同比上涨10.3%,预期10.8%,前值是12.9%。12月CPI、PPI双双回落,且均低于市场预期,PPI-CPI剪刀差进一步收敛,通胀对利率的指示作用仍将偏弱。原因在于2022年整体通胀压力不大,PPI将逐步回落,CPI温和上行的主要动力来自于前期原材料价格上涨向下游传导以及猪周期进入上行阶段,本质上仍是供给侧主导的涨价,因此通胀并不会成为债市的主要矛盾。

与此同时,2020年12月M2同比增长9%,预期8.7%,前值8.5%;12月社融存量同比增长10.3%,高出上月0.2个百分点,货币供应增速仍快于社融需求



增速,“信用”相对“货币”仍相对偏慢,债市仍相对偏强。12月社会融资规模增量为2.37万亿元,比上年同期多7206亿元,预期2.43万亿元,前值2.61万亿元。其中,社融增长的拖累因素主要是表内贷款,居民与企业贷款需求疲软,而贷款需求不强是“宽信用”的一大拖累,支撑因素主要在政府债、企业债与非金融企业股票融资几大直接融资项目。

总而言之,社融增速的边际改善主要得益于政府部门的“加杠杆”,但企业有效贷款需求疲弱、居民消费意愿较差以及商品房销售疲弱的问题仍未得到解决。因此,无论是从刺激居民和企业贷款需求,还是从减轻实体经济利息偿付压力出发,货币政策都需要“多措并举”支持实体经济,尤其是其中的薄弱环节,推动贷款利率进一步下行。在经济下行压力加大之际,不排除直接调整政策利率的可能性。而且,财政“前置发力”下,货币政策有必要配合地方债的发行,缓解对短期流动性的冲击。

2021年12月以来,西安、天津、河南等多地疫情有所抬头,1月8日,天津新增两例奥密克戎本土感染病例,瞬间拉响了迎战奥密克戎的防疫警报,由于奥密克戎变异株具有高传染性和隐匿传播的特点,为新一轮的疫情防控增加了挑战,提振市场避险情绪。

疫情“阴晴不定”,防控常态化多方面影响消费

复苏,加大经济下行压力担忧。首先,疫情冲击居民收入端,城镇居民和农村居民收入疫后增速明显放缓;其次,居民生活半径缩短,旅游、商务服务、外来务工整体热度下降,所带动的衍生消费存在增速瓶颈。此外,居民防御性储蓄动机增强,消费倾向下降。

海外方面,美国2021年12月CPI同比上涨7%,高于11月的6.8%,这是近40年来的最快增速,也是通胀连续第三个月超过6%。美联储主席鲍威尔在提名听证会上表示,如果通胀持续的时间比预期的要长,将进一步提高利率,不仅在3月底结束资产购买,且可能会允许资产负债表收缩。警惕美债发出的信号。

2022年年初,市场关注焦点在于地产政策的边际变化和财政政策前置发力的幅度,这将影响市场对于“宽信用”的判断。2022年上半年,货币政策取向将决定债券收益率下行幅度;2022年下半年,则需重点关注经济数据的修复情况、猪价带动的通胀压力以及海外宽松政策退出带来的影响。操作上,60日、120日均线是观察中长期多空分水岭的较好指标,短周期债在20日动态区间中值上方偏强振荡的概率较大。

(作者单位:中辉期货)

警惕期债高位回落风险

■ 刘超

本周,10年期国债期货主力合约T2203整体小幅上行。目前国内经济基本面已有好转迹象,信贷数据大概率在一季度会有不错表现,同时在稳增长的大背景下,基建投资托底经济的作用将不断显现。海外市场上,美联储货币政策收紧预期不断加强,同时中美10年期国债收益率利差的收窄亦对国内债券市场形成一定压力,当前国债期货市场预计呈现易跌难涨格局。

目前,市场上关于10年期国债收益率的主要关注点在于国内经济稳增长预期的兑现以及美联储货币政策收紧的节奏,当然降息预期也是市场近期交易的逻辑之一。国内经济方面,去年12月制造业PMI为50.3%,连续两个月实现回升。从分项上来看,原材料库存指数以及新订单指数的当月回升水平已经达到了2016年以来的同月增幅最高水平,表明供给与需求两端均有走强趋势。同时,近期票据市场利率出现较大幅度反弹,虽然跨年之后,国股银票1个月、3个月及6个月转贴现利率均有跃升,但是当前整体水平相对去年四季度依然有所抬升,表明银行短期减少对于通过票据来实现信贷规模冲量

的依赖,预计1月信贷投放可能会有不错表现,对于宽信用将形成实质利好。

同时,1月10日由李克强总理主持召开的国务院常务会议提出要部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目,扩大有效投资。会议指出,当前经济运行处于爬坡过坎的关口。要按照中央经济工作会议要求,把稳增长放在更加突出的位置,坚定实施扩大内需战略,坚持不搞“大水漫灌”,有针对性扩大最终消费和有效投资,这对顶住经济新的下行压力,确保一季度和上半年经济平稳运行具有重要意义。同时会议提到了要按照资金跟着项目走的要求,尽快将去年四季度发行的1.2万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。抓紧发行今年已下达的专项债,用好中央预算内投资,重点安排在建和能够尽快开工的项目,撬动更多社会投资,力争在一季度形成更多实物工作量。目前,一季度经济稳增长的紧迫性提升,国常会关于去年四季度发行的专项债资金使用以及今年专项债发行的表态更加积极,基建托底经济作用将逐步显现。

海外市场方面,美联储在北京时间1月6日凌晨3点公布的去年12月会议纪要显示与会人员预计3

月中旬结束购买净资产,同时几乎所有的与会人士都认为在加息后某个时间点开启资产负债表的缩减是合适的。此次关于缩表的表态在时间上是有超预期成分的,受此影响,美股市场出现快速下行,同时10年期美债收益率亦有小幅上行,但是10年期美债收益率自去年年底以来已上行接近30bp,而国内10年期国债收益率在同期变动幅度不大,中美10年期国债收益率利差的收窄对国内的债券市场已形成一定压力,国债收益率下行空间受限。

资金面上,跨年之后市场资金面整体平稳,DR007已从去年年末的高位回落,目前在经济稳增长的大背景下,宽信用的实现需要相对温和的货币政策环境配合,因此资金面短期预计仍将维持相对宽松的局面,对债券市场短期影响偏中性。

整体来看,目前国内经济基本面已有好转迹象,信贷数据大概率在一季度会有不错表现,同时在稳增长的大背景下,基建投资托底经济的作用将不断显现。海外市场上,美联储货币政策收紧预期不断加强,同时中美10年期国债收益率利差的收窄亦对国内债券市场形成一定压力,当前国债期货市场预计呈现易跌难涨格局,需警惕高位回调风险。

(作者单位:中信建投期货)

进入政策效果观察期 股指上下两难

■ 陶玮玮

近日,股指期价高位振荡走弱,中证500指数相对表现偏强。市场活跃度未有显著变化,1月至今全市场成交额日均1.16万亿元,较2021年12月均值上升约3%,换手率同步微升;但资金结构差异明显,北向资金净流入136亿元,两融资金净流出63亿元。从边际驱动看,当前处在政策宽松程度是否足够扭转经济下行的观察期,以及美联储政策加速收缩的预期发酵期,情绪转折有待超预期信号释放。

从宏观变量看,去年年底降准降息等宽松政策集中出台后,1月进入政策空间和效果观察期。1年期LPR调降5BP的宽松信号意义较弱,逆回购—MLF—LPR的全面降息路径信号意义较强。上一轮美联储政策正常化周期长达5年,中国央行全面降息周期为2014年11月至2015年10月,处在美联储缩减QE和首次加息之间,而在美联储首次加息后则小幅跟随紧缩。不过,本次美联储政策收缩

节奏或显著不同,因其在正式缩减前维持了更长时间更高幅度的流动性释放,并与疫情下的全球供给失衡一起,造成了现今持续性和高度均远超预期的通胀水平,12月美国CPI同比增速已创1982年6月来最高。为避免出现类似上世纪70—80年代的高通胀,美联储存在实施更为激进更快速的政策收缩可能。

从12月的美联储会议纪要看,更鹰更更快的紧缩预期愈发强烈,按美国掉期市场价格显示,美联储在3月QE结束后同步加息的概率高达80%,同期10年期美债收益率最高升至1.78%,与去年3月缩减恐慌时期的水平相当。若以此为基准,国内央行全面降息的时间窗口显著收窄,国内政策空间的预期边际趋弱,而会后超预期全面降息仍待观察。边际看,一季度将处于内外政策走向的关键观察期,宽信用是国内政策重心,通常在宽松年份,一季度社融增量占全年总量的比例在30%—35%之间。因为2020年的特殊性,全年社融增量高达34.8万亿元,2021

年社融增速则明显回落至31.3万亿元,在宽信用预期下,预计2022年社融增量或较2021年稳中略增,而2021年一季度社融增量为10.2万亿元,关注超预期可能。

具体到资产价格表现,上一轮美联储缩减到首次加息期间,中国央行降息6次累计125BP,其间伴随着股指的大起大落、汇率的大幅贬值以及外汇储备的加速流出。考虑到2022年“稳”字当头,以及房地产市场的长期拐点已现,国内的政策操作及股指表现均不会重现2014—2015年状态,指数层面的涨跌空间均将有限,上界受制于美联储紧缩政策,下界有国内政策维稳支撑,相对而言,美联储变量较不可控,存在超预期风险。

总体上,前期政策利好集中兑现后,当前处于经济和政策的观察期。从预期和现实的落差看,预计股指短期或延续振荡偏弱态势,边际变量关注内外政策以及四季度经济数据的超预期可能。

(作者单位:中财期货)

期权观察

交易活跃度提升

■ 彭鲸桥

周四A股市场全天单边下行,上证指数收跌1.17%,创业板指数收跌1.71%,两市成交金额不足1.1万亿元,个股跌多涨少,市场氛围整体较弱。期权市场交投活跃度明显提升,当日沪深两市及中金所期权总成交额为33.19亿元,较前一交易日24.09亿元大幅大幅上涨37.84%;总持仓量672.82万张,较前一交易日629.75万张上涨6.84%。

50ETF期权成交量大幅上升超60%,持仓量上涨6.17%。周四50ETF期权总成交255.73万张较前一交易日154.94万张上涨超65.05%,持仓量374.68万张较前一交易日352.89万张上涨6.17%。从当月合约各执行价的持仓变动情况看,认购增持7.35万张,认沽减持1.83万张。认购在3.2至3.3平值浅虚值价位大笔增持超10万张,3.4以上虚值部分减持近4.1万张。实值部位增持1.63万张。认沽则整体减持为主,3.1至3.4平值浅实值部位减持2.63万张。整体看,认购浅虚值大笔增持,认沽整体减持,认购认沽持仓重心明显下移。

与50ETF期权类似,沪深300各期权成交量大幅上涨,持仓量继续回升。从成交量看,上证300ETF期权涨幅最大为29.86%,深证300ETF涨幅低的26.14%。持仓量看,深证300ETF期权持仓量增幅最大为10.97%,中金所期权涨幅最低为3.40%。从交投最为活跃的上证300ETF期权持仓变动看,当月总计增持8.99万张。认购增持7.16万张,其中4.8至5.0平值浅虚值部位增持较多达到7.89万张,在5.25以上虚值部位减持1.06万张,实值部位整体增持0.33。认沽总体增持1.82万张,增持主要集中在4.8最大,为1.02万张,4.9以上实值部位减持0.34万张。从持仓变动情况看,与50ETF期权类似,认购浅虚值大笔增持,认购认沽持仓重心明显下移。

隐含波动率方面,指数波动率较前期有所放大。目前上证50ETF平值认购隐含波动率15.91%,较前一交易日15.03%小幅上涨,但与前几日的18%的波动率有所降低。认沽14.20%,较前一交易日20%也有所下跌。上证300ETF期权类似,认购16.05%,认沽15.83%,较前一交易日有所上行。历史波动率则维持平稳,目前50ETF30日历史波动率13%左右,沪深300指数30日历史波动率13.95%,隐含波动率仍高于历史波动率。从认购认沽波动率价差看,周四50ETF期权波动率价差小幅扩大,合成标的升水程度有所回升。

整体看,市场单边下行,期权市场交易活跃度明显提升,认购认沽双方持仓重心均下移明显,从隐含波动率看,投资者未见恐慌情绪,预期市场仍以宽幅振荡格局为主,投资者可异步构建宽跨式空头组合。(期货投资咨询证书编号 Z0012925)

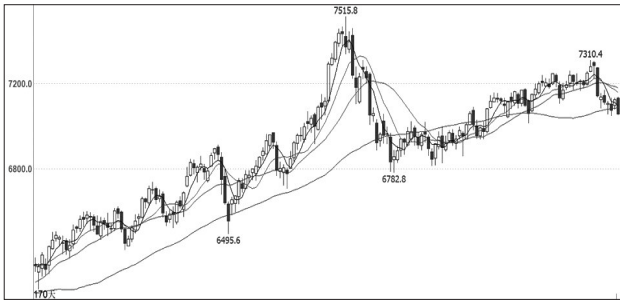
技术解盘

IF 等待止跌



IF加权本周价格继续下跌,下方即将考验前期振荡区间下沿的位置。量能方面,本周下跌过程中成交量变化不大,持仓量小幅增加。指标方面,均线系统走势逐步转弱,MACD指标快慢线交出死叉后先后进入零轴下方。综合来看,IF加权近期延续走弱,建议重点关注前期区间下沿的支撑位能否守住。

IC 继续下跌



IC加权本周价格继续向下调整并跌破60日均线支撑。量能方面,本周价格跌破60日均线过程中成交量一度有所放大,持仓量也明显增加。指标方面,短期均线跟随价格调整,60日均线延续偏强走势,MACD指标快慢线在零轴上方交出死叉后向下走弱。综合来看,IC加权本周价格继续调整并跌破60日均线支撑,建议短线偏弱思路对待。

十债 保持强势



十债加权本周价格调整至20日均线位置后再度企稳走强。量能方面,本周价格止跌反弹过程中成交量处于低位,持仓量延续下降趋势。指标方面,均线系统维持多头排列,MACD指标在零轴上方交出死叉。综合来看,十债加权本周调整至20日均线位置后再度企稳,日线延续强势运行,建议以20日均线为防守偏多思路对待。

(刘培洋 期货投资咨询证书编号 Z0011155)