

债市面临三大矛盾点

前期跳空缺口支撑较为稳固

美联储激进加息的靴子落地,同时国内经济数据发布进入真空期,季末渐行渐近,市场关注焦点主要在资金面变化上。



■ 何慧

自8月15日以来,期债在超预期政策性降息的带动下高开高走,随后步入高位震荡格局,而跳空缺口成为区间震荡下沿的重要支撑区域。在震荡的时间周期内,债市面临着三大矛盾点。

一是经济基本面的中短期矛盾。一方面,防疫和地产是制约经济增长的两大力量,也是实施货币政策的主要来源,是支撑债市的中长期主要逻辑。但前期已被市场较为充分地反映。另一方面,8月多项经济数据边际改善,且好于市场预期,“金九银十”预期继续支持经济改善,打压债市短期情绪。预期差是波动的来源,若“金九银十”不及预期,偏弱的基本面对债市的中长期支撑仍然有效。

二是货币政策的内外矛盾。一方面,“对内稳增长”,稳增长是国内政策的重要目标,央行实施降准降息等宽货币政策促进宽信用,在信用效果有明显改善之前,宽货币相对宽信用占优,这也是中长期债市的主要支撑。另一方面,“对外防风险”,美联储如果维持激进的加息力度和节奏,导致中美利差倒挂幅度的扩大以及人民币汇率的大幅贬值,对国内货币政策形成潜在制约。一直以来,央行货币政策的基调是“以我为主”,兼顾外部平衡。若人民币贬

值幅度放缓,则货币政策仍以配合国内基本面为主。

三是资金流动性驱动矛盾。二季度以来货币利率持续显著低于政策利率,隔夜回购利率运行至1%附近,社融存量增速与M2同比增速持续回落且进入负区间,资金大量淤积在银行间市场,是前期债市上涨的主要利多驱动。近期该驱动有所减弱,随着MLF利率和LPR利率的非对称降息,货币利率与政策利率开始双向收敛,银行间淤积现象有所改善。在政策面着力稳增长背景下,银行放贷力度继续增加,也会对资金面供给形成一定影响。此外,人民币破“7”也使得资金预期趋谨慎。若四季度央行继续实施降准或降息,则资金对债市仍有向上驱动。

最近两周,资金面逐步从宽松走向收敛,资金利率中枢小幅抬升。为维护季末流动性平稳,央行时隔逾七个月重开14天逆回购操作,周一至周四操作规模分别为100亿元、240亿元、190亿元、160亿元,利率跟随8月MLF和七天逆回购利率补降10BP,虽然规模有限,但维稳态度明显,债券市场仍收获了稳预期的信号。

9月LPR报价按兵不动,符合市场普遍预期。周二,央行货币政策发文称将继续深入推进利率市场化改革,持续释放LPR改革效能,预计四季度

LPR报价仍有下调空间。近期多家银行开始新一轮存款利率下调,有助于降低银行负债成本,也有利于引导LPR继续下调。为支持楼市尽快企稳回暖,其中5年期LPR报价继续下调的概率较大。此外,四季度分别有5000亿元、1万亿元、5000亿元共计2万亿元MLF到期,降准置换MLF的市场预期仍存,且不排除MLF利率下调的可能。

海外方面,新一轮全球加息潮正式拉开序幕,瑞典央行将基准利率从0.75%大幅提升至1.75%,上调幅度达100个基点,为近30年来幅度最大的一次加息,且超出市场预期,给全球“超级央行周”定下了“鹰派”基调。美联储9月议息会议将联邦基金利率的目标区间从2.25%—2.5%上调至3%—3.25%,连续第三次加息75个基点,激进的“加息风暴”正在对美国房地产市场产生冲击,美国“炒房团”遭遇大面积亏损,恐慌逼近次贷危机,全球避险情绪有所升温。

目前来看,美联储激进加息的靴子落地,同时国内经济数据发布进入真空期,季末渐行渐近,市场关注焦点主要在资金面变化上,只要整体波动相对温和,债市支撑依旧较为稳固。

(作者单位:中辉期货)

外部影响暂告一段落 把握期债波段机会

■ 刘晓艺

9月以来,国债期货在稳增长政策不断加码、人民币兑美元快速贬值、资金面收敛的一系列因素影响下率先调整,随后央行重启14天逆回购操作令做多情绪有所提振。本周美联储加息靴子落地后,外部影响暂告一段落,债券走势重回国内基本面。

自8月下旬杰克逊霍尔会议以来,美联储不断释放鹰派信号带动美元相对非美货币大幅升值。在岸人民币兑美元快速贬值7施压国内股市和债市。北京时间9月22日凌晨美联储宣布上调联邦基金利率75BP至3.00%—3.25%目标区间,这一节奏符合市场预期,短期外部风险暂时释放。

相比加息幅度,9月议息会议更值得关注的是美联储对未来加息的态度,鲍威尔表示在通胀回落至2%之前不会考虑降息。按照最新点阵图看,年内剩余两次议息会议可能会加息100BP甚至以上,2022年联邦基金目标利率预测中值上调至4.4%,且2023年将进一步升至4.6%,这意味着远期收紧预期仍将支撑年内美元指数和美债收益率进一步上行。目前中美利差已经扩大至90BP以上,市场对利差大幅倒挂制约国内货币政策的担忧再起。但笔者认为,随着美联储不断加息,衰退预期也会升温,美债利率继续上行空间有限(预计10年美债收益率高点

3.7%—4.0%)。在当前经济复苏承压的背景下,国内货币政策仍将坚持“以我为主”的原则,年内外部流动性进一步收紧对中债冲击有限。

8月以来,国内经济出现边际改善。得益于地产政策的松动和政策性金融工具的使用,投资端明显改善。8月房地产销售面积同比-22.6%,三年复合增速-9%,均较上月改善,竣工同比收窄至-2.5%,比7月高33.5个百分点;8月基建投资同比增速14.2%,较7月加快,主要源于首批3000亿元基建基金投放形成基建投资增量;8月制造业同比增速升至10.6%,表现强于季节性,指向制造业投资边际转强。考虑前期拖累经济修复的高温天气和限产限电影响逐渐褪去,以及政策性工具的追加,“金九银十”开工旺季经济基本面边际改善或将延续。

但值得注意的是,目前房地产前端投资拖累效应仍在加剧,竣工改善并未扭转地产投资弱势下行。考虑到“保交楼”针对存量项目,对新开工项目资金或存在一定挤占,加之地产信用尚待修复,房企可支配流动性受限,开工意愿或持续低迷,年内地产弱势方向难改。另外,8月下旬以来,国内多地疫情反复致防疫管控影响仍在,中秋假期出行人数同比下降17%,国庆节出行情况存在不确定性,9月消费增量可能有限。

考虑目前国内经济修复斜率缓慢,稳增长诉求

仍在和四季度海外经济大概率放缓,年内货币宽松依然可期。今年10月至明年1月公开市场有3.3万亿元MLF到期,特别是11月到期量较大(10—11月有1.5万亿MLF到期)。叠加8月24日国常会要求10月底前5000多亿元专项债发行完毕,9月下旬—10月资金面波动可能加大,出于流动性维稳考虑,不排除10月16日重要会议召开前降准落地的可能性。若短期降准落地,毫无疑问将降低商业银行负债成本,刺激信贷投放,收益率曲线可能进一步陡峭化。考虑11月—12月政府债对于社融支撑力度较9—10月减弱,如果届时社融再度回落,今年年末至明年年初降息的概率将增加。

短期来看,9月美联储加息靴子落地后,外部流动性收紧的风险暂时释放,国债期货走势回归国内基本面。考虑多地房地产限售放松、“保交楼”政策持续作用,政策性金融工具和专项债的追加、制造业缓补缴期限延长,9月经济将继续改善。但考虑疫情防疫仍在,当下实体经济投融资意愿依然疲弱,经济修复节奏缓慢,基本面不支持债市转熊。考虑10月重要会议前公开市场到期和政府债供给放量加剧资金面波动,不排除降准可能。短期债市预计维持震荡,建议把握波段交易机会。

(作者单位:一德期货)

股指 市场信心恢复需要时间

■ 韩朝明

部分行业或将先于指数受资金青睐,体现赚钱效应并提振市场信心,进而带动宽基指数走势,使得赚钱效应与市场信心扩散。

昨日多数指数收跌,中小板指跌幅相对较大,科创50与中证1000表现相对较强;行业上,煤炭与国防军工行业涨幅相对较大,家电与轻工制造业跌幅相对较大,北上资金净流出。美联储加息75个基点,市场对于流动性收紧与经济衰退的预期再度走强,隔夜美股大幅收跌,中概股整体收跌。

自上周至本周市场出现持续调整,随着美联储9月议息会议结束,各类不确定性在月末有望缓解,市场情绪或将边际好转,但整体市场信心的恢复需要时间。自8月以来IH贴水幅度出现持续性收窄,且持仓量与持仓比例处于近年历史相对较高水平,这种表现的持续性与后期市场风格取向变化值得密

切关注。

建议投资者关注以下几个方面作为对于未来上证50指数表现的参考:(1)基差持续偏强的持续时间;(2)对股指期货持仓变化;(3)基差偏强之前指数的涨跌状况;(4)基差偏强阶段指数的估值水平。从此次基差偏强的时间看,自8月26日基差出现持续偏强至今有近一月时间,上证50指数较其他指数表现相对强势,具有一定的相对超额收益。

与此同时,我们也看到了多项前面提到的利于指数上涨的迹象,具体包括:(1)IH的整体持仓量与在所有品种当中的持仓比例也出现持续性回升;(2)上证50指数自2021年2月之间持续调整,下跌幅度与持续时间均为历史上相对较大的幅度;(3)当前上证50指数的估值水平处于近5年以来偏低水平。针对当前上证50指数表现,从前述表现我们认为上证50指数具备上涨的基本条件,但是基本条件并不构成指数上涨的主要逻辑,在

此建议投资者关注几方面:(1)前述指标的持续性,以三个月以上为优,当前仅持续一个月时间;(2)中美利差的变化,当前中美利差处于历史极值水平,中美利差出现趋势性翻转有望提振情绪;(3)上证50与中国香港市场主要指数的联动性较高,关注市场信心能否同步恢复;(4)以电力设备与新能源产业链上下游为代表的相关行业经历四年上涨后,指数与个股在前高位位置出现了高位放量调整,建议投资者关注后期相关资金的后续流向。部分行业或将先于指数受资金青睐,体现赚钱效应并提振市场信心,进而带动宽基指数走势,使得赚钱效应与市场信心扩散。

以上相关指标的变化需要季度甚至半年度以上的时间来验证,而非短期指标,且指标持续的时间越长,后期表现的确定性也相对较好,可以作为判断市场走势的参考。

(作者单位:光大期货)

期权观察

节前避险情绪较重

■ 邱宁

周一新增中证500ETF和创业板ETF期权,目前市场可交易金融期权已有8只,对应标的指数已涵盖上证50、沪深300、中证500、中证1000指数和创业板指数,初步形成覆盖大盘蓝筹、中小市值和创新成长等风格板块的期权产品体系。

周四A股低开低走,延续下跌趋势。当天金融期权市场累计成交额41.07亿元,具体品种由高到低依次为沪300ETF>50ETF>300股指>1000股指>沪500ETF>创业板ETF>深300ETF>深500ETF;累计成交量517.04万手,具体品种由高到低依次为50ETF>沪300ETF>创业板ETF>深300ETF>沪500ETF>深500ETF>300股指>1000股指。

周四50ETF继续下跌0.78%收于2.670,50ETF期权市场日成交量和日持仓量分别为213.21万张和305.39万张,成交PCR为0.88,持仓PCR为0.58。当天成交集中在9月27执行价,看涨和看跌合约成交量分别为26.40万张和21.76万张,目前仓位累积在看涨2.8和看跌2.7,持仓量分别为19.46万张和8.90万张,上方支撑更强。

当天沪深300指数跌幅0.88%,沪300ETF、深300ETF以及中金300股指期货当日成交量分别为184.80万张、31.37万张、8.48万张,成交PCR分别为1.17、1.15、1.01;当日持仓量分别为220.20万张、40.12万张、13.44万张,持仓PCR分别为0.74、0.72、0.75。沪300ETF期权市场参与度高,当天成交集中在9月3.9和4.0执行价,看涨和看跌合约成交量在20万张上下,看跌合约交投更为活跃。

中证500指数跌幅0.21%,因沪500ETF规模更大,沪市期权交易更为活跃,沪500ETF、深500ETF期权当日成交量分别为30.22万张、9.70万张,成交PCR分别为0.93、0.96;当日持仓量分别为22.35万张、8.73万张,持仓PCR分别为1.12、1.36。

创业板ETF跌幅0.57%,期权日成交量和日持仓量分别为35.77万张和22.39万张,成交PCR为1.01,持仓PCR为1.01。当天成交和累积持仓均集中在10月看涨2.3执行价和看跌2.25执行价,2.3看涨合约价格下跌15.43%,2.25看跌期权价格上涨1.48%。

隐含波动率方面,周四50ETF、沪/深300ETF、300股指、沪/深500ETF、1000股指以及创业板ETF期权加权IV分别收于18.41、18.69、18.98、18.97、21.17、22.20、23.41、25.28,日内隐波冲高回落,看涨合约隐波下降明显。近期随着市场向下整理,隐波走强,节前避险情绪较重,建议轻仓过节或持有少量买权做多波动或对冲风险。(作者单位:永安期货)

技术解盘

IF 关注前低



IF加权本周价格震荡走弱,日线架构连续七个交易日收成阴线,下方即将考验4月低点3754.6点一线支撑。量能方面,近期价格下跌过程中,成交量一度放大,持仓量整体出现回落。指标方面,均线系统处于空头排列,MACD指标快慢线继续在零轴下方运行。综合来看,IF加权日线架构继续震荡走弱,建议维持偏弱思路,下方关注前期低点一线支撑。

IC 破位下行



IC加权本周价格震荡走弱,向下跌破近三个月的震荡区间。量能方面,价格破位下行过程中成交量创出新高,持仓量则由上升转为下降。指标方面,均线系统走势开始转弱,MACD指标快慢线在零轴下方运行且绿色能量柱有所放大。综合来看,IC加权日线架构出现破位下行,技术图形走势转弱,建议做空思路对待。

十债 偏多思路



十债加权近期回落至8月中旬跳空缺口下沿位置后止跌企稳并有所反弹,该位置技术支撑暂时有效。量能方面,本周成交量变化不大,持仓量整体也较为平稳。指标方面,短期均线走势转弱,60日均线继续上行趋势,MACD指标快慢线逐步回归至零轴一线。综合来看,十债加权短期止跌反弹,下方支撑有效,建议短线偏多思路对待。

(中原期货 刘培洋)