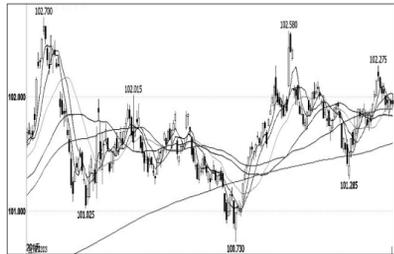


债市交易逻辑转向资金面

该主线行情时间至少1个月左右

资金面偏紧预期下债市情绪谨慎,目前基本面不再是市场交易的主线,焦点主要集中在边际收敛的资金面上。



图为五债主力合约日线

■ 何慧

本周债市对基本面和风险偏好产生利多钝化,期债窄幅震荡,价格波动不大,二债、五债、十债主力合约的涨跌幅分别为-0.01%、0.01%、-0.02%。10月出口同比增速转负,通胀回落幅度也高于预期,债市对此利多信息却反应平淡。此外,股市表现较弱,股债跷跷板效应并不显著,资金面偏紧预期下债市情绪表现不佳。总而言之,目前基本面不再是市场交易的主线,焦点主要集中在边际收敛的资金面上。

经济基本面方面,本周公布的进出口与通胀数据同比转负,且不及市场预期。外贸方面,10月出口同比增速为-0.3%,10月进口同比下降0.7%,外需进一步放缓,对国内经济形成拖累。通胀方面,10月CPI和PPI同比双双超预期回落,且PPI自2021年以来首次转负,或将拖累工业企业利润,随着通胀中枢回落,将有助于缓解海外激进加息对国内政策空间的制约。从目前的市场反应来看,基本面对债市的情绪提振或将有限。

市场风险偏好方面,本周美国市场的两件大事无疑是周二正式开锣的美国中期选举和周四晚间出炉的美国10月CPI数据。美国中期选举结果悬而未决,共和党未能以较大优势获得对众议院的控制且参议院争夺激烈。作为12月美联储议息会议前最重要的通胀指标之一,CPI数据表现或对美联储未来的政策路径产生重要影响。美联储的鹰派立场出现松动,12月或放缓加息步伐,在紧缩预期打满的情况下,市场更多关注影响限制性利率持续时间的因素。美元指数周二失守110关键关口,盘中刷新了7周以来的最低位。近两日美股、原油等风险资产走弱,而具备货币属性、抗通胀及避险功能于一

身的黄金则出现大涨,国内股市也比较疲弱,但并未给国内债市提供明显动力。

一般情况下,债券收益率之所以不断下行,核心在于央行降准降息释放大量流动性。本月中旬中期借贷便利(MLF)到期量巨大,目前银行间市场货币利率有所收敛,央行如何续作以及是否会降准置换引发市场关注。在15日到期的1万亿元MLF如何续作揭晓之前,资金面或延续紧平衡局面。

资金面方面,央行在公开市场净回笼格局不改,银行间市场资金呈紧平衡局面,主要回购利率继续小幅攀升,其中隔夜加权上行至1.9%上方。此外,同业存单利率也水涨船高,1年期国有和股份制银行最新发行报价已上行至2.3%。目前银行超储率为1.5%,处于年内偏低水平,也是当前制约流动性的主要因素。

11月8日,银行间交易商协会发文表示,继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,“第二支箭”由央行再贷款提供2500亿元资金支持,收益对象主要是民营企业。次日,虽然A股缩量调整,但房地产行业表现强势,地产债也大面积反弹。此举虽然不能为地产下行趋势产生明显支撑,但市场对于央行再贷款的想象空间加大,反而担忧传统的降准降息等货币政策工具落地的概率下降。

尽管当前经济修复进程中基本面环境对债市仍较为友好,但资金偏紧是摆在多头面前最大的障碍,通常情况下,一条逻辑主线交易的持续时间至少1个月左右,资金偏紧的交易逻辑可能要持续到月底才能结束。

(作者单位:中辉期货)

期债 前期做平曲线策略择机止盈

■ 刘晓艺

11月以来,国债期货连续回调。原因在于,资金面总体延续紧平衡状态,叠加月中巨量MLF到期,债市担忧降准置换能否落地,市场观望情绪浓厚,多头止盈带动期货高位回落。

10月下旬开始同业存单利率逐步上行,截至11月10日,1年期国债同业存单发行利率已较10月末上行16BP至2.30%。叠加跨月后银行间资金利率并未如期回落至10月上旬水平(隔夜质押回购利率围绕1.8%—1.9%波动),债市情绪再度转向谨慎,国债收益率曲线呈现熊平变化。

笔者注意到,10月下旬至11月初银行间票据利率呈现下行趋势,可以排除信用扩张对存单利率的牵引可能。另外,10月末至11月初两周同业存单供给明显缩量,净融资分别为-3638亿元和-1677亿元,说明存单供给并非利率上行的原因。短期存单利率上行另有原因。首先,跨月后央行例行回笼资金,11月上旬公开市场累计回笼8860亿元,资金面有所收敛。其次,部分现金管理类理财产品降杠杆也是短端利率调整的原因之一。今年9月股债双双调整,避险情绪升温使得资金再度流向现金管理类资产,近期货币基金和同业存单基金等产品降杠杆增加同业存单抛压。最后,

三季度降准降息令流动性预期一度乐观,银行主动降低超储率,资金面波动加大。估值上看,目前1年期同业存单利率已超过同期限票据贴现利率100BP,供给结构不支持同业存单利率进一步上行。部分机构借此机会增加存单配置,随后存单利率或有所下行。

国内10月官方制造业PMI录得49.2%,回落至荣枯线下,生产和新订单指数双双回落,表明产需均有所放缓。高频数据显示,10月商品房销售面积、高炉和沥青开工率等指标均出现转弱迹象。通胀方面,受高基数影响,10月CPI同比读数回落至2.1%,环比增长0.1%,主要得益于食品项拉动,非食品项环比延续持平。10月PPI同比增速再次转负,除去基数效应外,全球需求走弱预期下大宗商品价格回落影响逐步显现。

外需方面,10月以美元计价的出口同比下降0.3%,继对美国出口同比增速转负后,10月对欧元区出口同比增速亦由正转负,欧美经济体货币政策收紧的影响显现,预计后续出口下行压力将进一步加大。国内经济对“内循环”的依赖将显著增强,稳增长政策有望继续加码促进房地产投资企稳,保持基建投资支持力度,争取制造业投资取得更大进展。

对于债市而言,基本面走弱预期已经在10月行

情中有所体现。尽管基本面对于债市仍有支撑,但利好驱动有限。目前市场关注点在于月中1万亿元MLF到期是否存在降准置换。我们认为,无论本月是否开展降准置换MLF,央行呵护资金面的态度并不会改变。即使不开展降准置换,MLF等续作或小幅缩量续作若资金面出现收紧迹象,央行仍可以通过加大公开市场投放的方式平抑资金面波动。月中MLF续作的具体方式将决定债券收益率下行的空间和曲线形态的变化。

9月以来,央行重启PSL操作,连续2个月投放千亿元流动性,拉动企业中长期信贷回升。叠加10月5000亿元专项债发行,10月社融增长存在韧性。11月8日,银行间交易商协会发文表示,将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,由人民银行再贷款提供资金支持,预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。在海外流动性持续收紧、中美利差深度倒挂、汇率下行压力仍存情况下,此举传递出绕开货币直接宽信用的信号,利空利率债市场。由此来看,若11月降准落空,债券收益率下行空间有限。如果月中社融结构继续改善或宽信用政策再度加码,长端利率向上压力将加大。因此,我们建议前期做平曲线策略择机离场。

(作者单位:一德期货)

股指 等待预期差共振向好

■ 陶玮玮

本周,上证指数低位反弹收复3000点之后,持续反弹动力不足,在3000点上方震荡微调,后期演绎方向存分歧,观望情绪浓厚,两市成交额下降,但换手率仍高至2.75%。结构上,因前期调整深度不同,上证50与沪深300指数本轮反弹强度高于中证500指数。

宏观驱动变量看,内部风险变量预期均趋向改善。房地产作为内生周期性变量,是决定市场情绪改善程度的关键因素。虽然9月房地产相关数据依然偏弱,未有明显改善,但继地产政策出台后,近期房企

融资环境已显著改善。8日晚间,银行间市场交易商协会发文称,在央行支持和指导下,协会将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房企在内的民营企业发债融资;此项政策预计可支持2500亿元民营企业债券融资。地产政策导向明确之后,变量在于政策效果的预期差,其中居民中长期贷款是关键指标。虽然该数据在7月底探底后,已连续两月增长,但仍未回到6年内峰值,而在“金九银十”和各项政策加持之下,10月居民中长期贷款若出现超预期增长,突破年内峰值,将利于市场信心的进一步恢复。

美联储动向作为外部溢出变量,是当前市场不确定性的主要来源。美联储11月会议基调较预期

偏鹰,除如期加息75BP之外,还增加了12月第四次加息75BP的概率。

总体上,连续4个月的震荡调整之后,当前各宽基指数的估值再次回到历史低位区域内,进入到左侧交易区间内,存在超跌修复空间。但宏观驱动变量的预期尚不明确,内部仍待观察政策效果,居民中长期贷款增量是反映居民收入和加杠杆信心的综合指标;外部待观察美联储政策导向边际变化,10日晚间公布的美国通胀预期差再度引发市场预期的波动。预计短期内股指仍以震荡为主,修复空间的再突破,需待各变量边际预期差的共振向好。

(作者单位:中财期货)

中央财政保粮稳供助乡村振兴

《上接1版》来自财政部的信息显示,中央财政提前下达2023年农业相关转移支付2115亿元,一是有利于调动农民种粮积极性。为鼓励农民不误农时抓好秋冬农业生产,做好2023年春耕备耕工作,保障农民种粮收益,此次提前下达耕地地力保护补贴按2022年执行数1205亿元全部下达,要求地方不折不扣把这项惠农补贴发放给农民。对已作为畜牧养殖场使用的耕地、林地、草地、成片粮田转为设施农业用地的耕地、非农业征(占)用耕地等已改变用途的耕地不得再给予补贴,对抛荒一年以上的,取消次年补贴资格。二是落实“藏粮于地,藏粮于技”战略。为贯彻落实党的二十大“逐步把永久基本农田全部建成高标准农田”的决策部署,此次提前下达农田建设补助资金346亿元,支持各地提前谋划高标准农田建设项目,坚持新增建设与改造提升并重,坚持线上监控和线下核查并重,坚持资金安排和绩效管理

并重,加快推进前期工作,推动项目早建设、早建成、早见效。同时提前下达农机购置与应用补贴资金145亿元,坚持目标导向,重点支持与保障国家粮食安全和重要农产品供给相关的农业机械。三是推进农业绿色发展。为加强农业面源污染治理,强化农业生态保护,此次提前下达农业资源及生态保护补助资金314亿元,请各地做好黑土地保护利用、保护性耕作、粮豆轮作、玉米大豆带状复合种植、稻油轮作、休耕、草原禁牧和草畜平衡、秸秆综合利用等任务实施前期准备工作。下一步,中央财政将督促各地尽快将资金分解下达,做好项目实施相关准备,加快预算执行,加强资金监管,为促进粮食、油料等重要农产品稳产保供奠定坚实基础。

据了解,财政部提前下达有关省(自治区、直辖市、计划单列市)和新疆生产建设兵团2023年水利相关资金941亿元,同口径较2022年提前下达

金额增加44亿元,为支持地方提前谋划实施2023年水利项目建设,尽快形成有效投资提供了有力保障。首先,支持提升水旱灾害防御能力,全力保障国家水安全和粮食安全。其次,加大库区移民帮扶力度,促进搬迁群众稳得住、能发展、可致富。最后,落实国家战略规划,推进重大水利工程建设。

此外,为贯彻落实党的二十大关于巩固拓展脱贫攻坚成果,增强脱贫地区和脱贫群众内生发展动力有关精神,落实党中央、国务院关于巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接决策部署,财政部提前下达2023年中央财政衔接推进乡村振兴补助资金1485亿元,支持地方政府将相应资金编入本级预算,提前谋划2023年巩固衔接工作,切实维护和巩固脱贫攻坚伟大成就。一是守牢底线,确保不发生规模性返贫。二是聚焦产业,增强脱贫地区和脱贫群众内生发展动力。三是直达基层,推动衔接资金尽早落地见效。

期权观察

隐波高位整理

■ 邱宁

周四市场震荡整理。当天金融期权市场累计成交额41.48亿元,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500ETF>深300ETF;累计成交量552.26万手,具体品种由高到低依次为50ETF>沪300ETF>沪500ETF>创业板ETF>深300ETF>300股指>深500ETF>1000股指。

昨日50ETF上涨0.16%收于2.482,50ETF期权市场日成交量和日持仓量分别为214.13万张和275.01万张,成交PCR为0.79,持仓PCR为0.64。当天成交量较前两日放大,交易集中在11月看涨2.5和看跌2.45执行价,日交易量分别为30.34万张、24.20万张。

由于标的近几日小幅整理,平值附近合约继续小幅增仓。目前看涨合约持仓量更大且更为集中,当月2.5—2.6各合约均沉淀15万张以上持仓,看跌则集中在2.45执行价及上下两档。当天隐波变化不大,期权合约价格表现基本同标的正相关,11月2.5看涨合约价差4.44%,看跌合约价差6.31%。

当天沪深300指数下跌0.77%,沪300ETF、深300ETF以及中金300股指期权成交和持仓均有放大,当日成交量分别为157.68万张、19.57万张、12.90万张,成交PCR分别为0.93、0.83、0.70;当日持仓量分别为199.20万张、29.89万张、19.65万张,持仓PCR分别为0.87、0.71、0.65。沪300ETF期权当天成交集中在11月看涨3.8和看跌3.7执行价,由于标的连续三日回调,上方压力更强,看涨3.8、3.9合约继续增仓,而看跌3.7当日大幅减仓1.05万张。目前看涨合约仓位累积在3.8—3.9执行价,平均10万张左右。在价格表现方面,当月平值看涨价跌21.6%,平值看跌价涨14.84%。300指数期权11月合约下周到期,近期12月合约在逐步累仓。

中证500指数下跌0.51%,沪500ETF、深500ETF期权当日成交量分别为53.92万张、11.99万张,成交PCR分别为0.84、0.99;当日持仓量分别为67.82万张、21.59万张,持仓PCR分别为1.02、0.97。标的盘中波动不大低位整理,当天沪500ETF期权市场的11月看涨6.25和看跌6.0合约交投活跃,其中看涨6.25日增仓0.69万张。目前,看涨合约持仓集中在6.25—6.50执行价,看跌集中在5.75—6.0执行价。合约价格表现方面,看涨合约普跌,11月虚值合约跌幅较大,而看跌合约涨跌不一,变化不大。

中证1000指数下跌1.09%,期权日成交量和日持仓量分别为7.36万张和7.68万张,成交PCR为0.89,持仓PCR为0.87,当天成交集中在浅虚值合约,看涨6700—6800,看跌6500—6600。11月合约临近到期,当天标的跌幅较大,期权合约在价格表现方面,看涨平值虚值跌幅在30%以上,而看跌价格涨幅在20%左右。

创业板ETF下跌1.63%,期权日成交量和日持仓量分别为74.71万张和73.32万张,成交PCR为1.03,持仓PCR为0.90,市场参与度继续增加。当天成交和累计持仓集中在11月2.3执行价,看跌合约价格走高,平值涨幅为45.48%,而看涨平值及附近合约下跌30%左右,且在大幅增仓。

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23.51、22.42、23.03、25.23、22.73、22.84、25.49、29.03,隐波日内变化不大。策略方面,不建议大量做空波动,继续采用保守价差策略等待后市明朗。

(作者单位:永安期货)

技术解盘

IF 二次探底



IF加权本周价格反弹至3800点一线后遇阻回落。量能方面,价格回落过程中成交量有所收敛,持仓量小幅增加。指标方面,短期均线走势转强,60日均线系统延续空头趋势,MACD指标快慢线在零轴下方交叉后又继续走强。综合来看,IF加权近期价格遇阻回落至10日均线附近,一旦价格二次探底再度企稳反弹,建议再次偏多思路操作。

(中原期货 刘培洋)

《上接1版》产业链企业生产经营面临的不确定性持续上升,风险管理需求不断增加。

郑商所副总经理王晓明在致辞时表示,为帮助企业更好地了解 and 把握经济形势、产业趋势、市场态势,向企业介绍利用期货衍生工具管理风险的典型模式和成功经验,促进企业持续健康发展,郑商所与中国铁合金工业协会联合举办了此次“铁合金(期货衍生品)产业大会”。

党的二十大报告明确提出“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。王晓明表示,为帮助铁合金产业企业更好运用期货衍生工具管理风险,助力企业稳健运营、健康发展,郑商所紧跟现货市场和行业变化,不断创新和完善服务方式;积极开展全方位市场培育工作,提升企业利用期货衍生工具能力和水平;助力铁合金产业企业转变传统贸易方式,提升风险管理水平。下一步,郑商所将继续坚持“稳字当头、稳中求进”的工作总基调,与各方一道,持续提高市场培育的广度和深度,努力为铁合金等产业企业提供更加优质的服务,为实体经济发展贡献更多期货力量。