

基本面拐点已到

# 期债 经济复苏逻辑逐渐占优

进入3月之后,经济复苏成色不断提升,市场信心逐渐企稳,预计经济复苏基础将继续夯实。考虑到市场对美联储加息路径重置已经在资产价格上有所反映,未来有望迎来新一波“股强债弱”行情。

■ 何慧

2月下旬以来,三大期债在区间内展开反弹,债市对好转的高频经济数据以及偏紧的资金流动性利空表现钝化,更多受到低市场风险偏好的影响。美国偏强的就业、通胀数据强化了美联储长期维持高利率的市场预期,带动美债收益率和美元反弹,中美利差倒挂程度加深造成外资流出速度加快,打压风险资产,有利于债市反弹。

进入3月之后,经济复苏成色不断提升,市场信心逐渐企稳,预计经济复苏基础将继续夯实。考虑到市场对美联储加息路径重置已经在资产价格上有所反映,未来有望迎来新一波“股强债弱”行情。技术上,期债反弹幅度仍在2月20日大阴线范围内,反弹的力度和空间不足,20日动态区间上沿和120日长期均线仍有压力。

国内经济全面回暖,大方向上无忧。由于市场对今年经济回暖方向已有充分预期,超预期的PMI数据并未对债市造成冲击。2月份,稳经济政策措施效应进一步显现,叠加疫情影响消退等因素,企业复工复产、复商复市加快,高频数据多数好转,工业



生产较强,交通基本恢复正常,汽车、地产消费均已开始触底反弹,指向经济整体修复较快。周三公布的2月官方制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为52.6、56.3和56.4,分别高于上月2.5、1.9和3.5个百分点,再次确认基本面拐点已到,经济景气水平明显回升,带动当日国内股市、债市、人民币汇率、商品市场全面向好。

政策面再度受到关注。相比于经济复苏的方向,市场更关注复苏的斜率和可持续性。随着更多稳增长政策兑现,在市场参与主体的信心不断回升等积极因素影响下,经济有望呈现快速恢复势头,需要警惕稳增长预期及预期兑现可能对债市产生的负面作用。

3月是承上启下的重要节点,市场需要对开年状况和政策效果进行评估,关键指标是社融和PMI,前者表现宽信用的程度,后者检验宽信用的初步效果,其中社融的指示意义尤为突出。

与此同时,需要关注是否存在超预期因素或者事件,而最终的检验是经济表现。目前来看,1月信贷社融与2月PMI数据相继明显改善,未来市场关注重点将落在3月中旬的消费与地产投资

等经济数据上。投资者要等待1—2月经济数据明朗,还要关注政策端如何评估当前与未来经济形势,进而评估货币政策是否存在退出或加码的可能。

当前国内货币政策仍坚持“以我为主”,外围环境对我国影响相对有限。随着居民生活半径不断打开,消费场景有望继续回暖,而地产政策持续发力,有望带动房地产市场景气度企稳回升。3月公布数据明显走弱的概率不大,如果没有外围超预期事件冲击,央行3月MLF或继续简单增量续作,不会显著超预期,降准降息的可能性较低。

进入3月,跨月影响因素结束,月初资金供给增多,需求归于平稳。银行间市场资金面趋松,三大主要回购利率均下行至2.1%略下方,其中7天和14天利率下行幅度较大,资金紧绷局面告一段落。

在经济修复的大背景下,后续资金利率将回归政策利率附近运行的常态,3月资金面将保持合理充裕,助力经济的平稳恢复,但较难出现大幅宽松的流动性环境,难以对债市反弹提供有效驱动。

(作者单位:中辉期货)

## 景气预期提振 沪指创阶段新高

■ 贾婷婷

自1月底以来,上证综指连续3次冲击3300点未果。周四,上证综指盘中突破3320点,创去年7月中旬以来新高,午后有所回落,连续两个交易日偏强运行,基本处于3220点—3310点振荡箱体上沿。

从基本面看,周三公布的2月PMI数据提振了市场对于经济景气度的预期。2月制造业PMI52.6%,超出市场预期,非制造业PMI56.3%,超出市场预期。两大指数均大超预期,且为连续第三个月反弹。从具体分项来看,供需双扩,尤其是新订单PMI由50.9%增至54.10%,新出口订单PMI也在连续21个月处于荣枯线下方后重回景气区间,制造业的生产经营活动预期由55.6%涨至57.5%,非制造业的活动预期持平于1月,继续处于64.9%的高景气区间,数据整体向好。但出口的反弹能否持续,居民储蓄端能否有效转化为消费都需要进一步验证。

## 关于优化国企、银行等行业估值的几点建议

■ 吴守祥

如何解决部分上市公司估值偏高的问题?

估值偏高不一定是高估。客观来说,由于科创板、创业板的定位和我国经济发展阶段的特点,制造业大国及完整的工业体系的优势,从成长的角度看,给予科技创新板块一些较传统产业略高的估值是合理的。但是,同时也应认识到一些产业链还存在短板和弱项,比如生产芯片的光刻机等设备还受制于人。因此,总体来看,科创50和创业板的估值比纳斯达克指数的估值还高。

高估行为大多与稀缺性相关,对于新股、次新股的炒作,完全可以通过全面注册制的推行加以遏制。随着上市公司数量的不断增多,全面注册制对于题材股、小股和绩差股(壳资源)的炒作也有一定的抑制作用。当然,全面注册制不仅仅是降低企业的上市成本,严格的信息披露制度和严格的退市制度是全面注册制顺利实施的可靠保障。强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道,促进上市公司优胜劣汰的同时,也将增加绩差股(壳资源)炒作的风险,从而让壳资源进一步贬值。

如何解决国企、银行等估值偏低的问题?

近年来风头正劲的宁德时代、比亚迪、隆基绿能、通威股份等企业都不是国企,它们的估值也不算低,它们都是沪深300指数的权重成分股。这些按照

自由流通市值排名选取的沪深300成分股,代表的是中国行业的龙头和中坚力量,整体的估值只有不到12倍,证明其中的国企和银行确实是被低估了。

关于解决国企、银行等估值偏低的问题,一些人抱怨不能照搬国外的估值模型,一些人强调要加入ESG因素,还要要培育机构投资者和促进市场开放等。其实,交易占比60%是个人投资者,个人投资者对机构投资者的影响也不能低估。中国有完整的工业体系,传统的行业有完整成熟的产业链,产业链、供应链是安全的,国有企业有一些规模和低成本融资等优势。中国仍是发展中国家,城镇化尚未完成,许多行业还有发展的空间和持续发展的能力。

中国普通投资者特别偏好成长性,估值工具主要关注市盈率,不太关注市净率和股息率。因为他们知道,假如估值不变的话,一只股票的年涨幅应该是每股收益的年涨幅,也就是企业净利润的增速。但是估值是变化的,业绩增速也是变化的,很少企业连续5年保持20%以上的高速增长,连续10年的就更少了。其实,不能高速增长,能够保持稳定增长甚至稳定的业绩也算不错,就怕业绩负增长甚至亏损,那对股价的损害就是巨大的。所以说,像四大国有大行那样每年保持5%左右的业绩增速,股息率在6%以上就是一种稀缺资源,价值被严重低估。

为了提升国企和银行等行业的估值,笔者提出

以下建议:

第一,深化国企改革,努力提升上市公司质效。是金子总会发光,企业的价值是决定股价的根本。如果没有体制机制上的约束,被低估的价值迟早会被市场发掘和发现。上市国企应该深化改革,坚持以价值提升促进市值提升,加强投资者关系管理,推进企业内在价值与资本市场价值的正向联动,促进经营业绩和股东价值的共同提升。

第二,改革指数的编制。上证指数几乎涵盖了上海市场所有上市的企业,在早期上市企业数量比较少,反映了市场整体涨跌,有一定的合理性。但是目前沪深两市有5000多家上市企业,沪市有2100多家上市企业。为了体现优胜劣汰的机制,改变上证指数长期“徘徊不前”的印象,建议对上证指数的编制加以改革,选出有代表性的蓝筹指数。

第三,鼓励上市公司积极回报投资者,增加大盘蓝筹股的吸引力和活跃度,倡导价值投资、长期投资理念。鼓励支持上市公司回购并注销股份。成熟市场和国内市场的实践证明,回购注销是提升股价最为有效的方法。比如,中石化的回购并注销就为央企价值重估树立了一个标杆。通过增持和回购等手段,明显提升企业价值的蓝筹股公司,市场应该给予优先安排发债等再融资激励等。

(作者单位:宏源期货)

期权观察

变盘时刻临近

■ 牛秋乐 冯世恒

3月2日,两市振荡整理。截至收盘,上证指数跌0.05%,深成指跌0.54%,创业板指跌1.04%。期权方面,标的资产50ETF跌0.04%,华泰柏瑞300ETF(510300)跌0.12%,嘉实沪深300ETF跌0.14%,南方中证500ETF(510500)跌0.11%,嘉实中证500ETF(159922)跌0.20%,易方达创业板ETF(159915)跌1.05%。各品种期权购沽隐波小幅走弱,整体处于历史低位,合成标的几近收平,期权市场情绪偏谨慎。

数据显示,50ETF期权市场活跃度下降,持仓小幅减少。当日期权总持仓量2209717张,较前一交易日减少3731张。其中,认购合约持仓为1107190张,较前一交易日减少10432张,认沽合约持仓1102527张,较前一交易日增加6701张,持仓量PCR为0.9958,较前一交易日增加0.0153。成交量方面,当日全市场合计成交1297154张,较前一交易日减少1333834张。其中认购合约成交为681543张,较前一交易日减少724976张,认沽合约成交为615611张,较前一交易日减少608858张,成交量PCR为0.9033,较前一交易日增加0.0327。其余期权品种成交活跃度全线走低。

当前各品种期权购沽隐波处于历史低位附近,合成标的几近收平。数据显示,目前50ETF期权加权隐波为0.173。300ETF期权加权隐波为0.1648。500ETF期权加权隐波为0.1615。深100ETF期权加权隐波为0.1805。创业板ETF期权加权隐波为0.2091。深300ETF期权加权隐波为0.1655。深500ETF期权加权隐波为0.1568。上证50股指期货加权隐波为0.1672。沪深300股指期货期权加权隐波为0.1616。中证1000股指期货期权加权隐波为0.1643。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30%区间内,处于历史低位水平。

期权市场方面,期权交投活跃度下降,各品种期权购沽隐波低位徘徊,合成标的几近收平,期权市场仍相对谨慎。操作策略上,市场风险偏好略有下降,变盘时刻或将临近,短线可做多Gamma和Vega。中长期来看,未来走势或以振荡偏强为主,建议构建备兑策略,以增厚利润为主;或者卖出看跌期权策略性抄底。从跨品种来看,当前市场风格不明朗,暂时可观望。风险偏好较高的投资者,可利用合成标的做空蓝筹、做多中小盘进行跨品种套利。

(作者单位:方正中期期货)

技术解盘

IF 均线支撑



IF加权近期跌至60日均线附近,价格随后向上突破短期均线压力。量能方面,价格止跌反弹过程中成交量一度有所放大,持仓量则先增后减。指标方面,短期均线走势偏弱,60日均线走势偏强,MACD指标快慢线逐步回归至零轴一线。综合来看,IF加权日线架构延续调整,下方60日均线位置有一定支撑,一旦MACD指标交出金叉,建议可以偏多思路对待。

IC 上方受压



IC加权本周价格延续高位振荡整理,上方继续受压于前期高点一线的压力。量能方面,本周振荡整理过程中成交量保持相对低位,持仓量变化不大。指标方面,均线系统现在缺乏明显的趋势方向,MACD指标快慢线在零轴上方缓慢回落。综合来看,IC加权本周价格延续高位振荡整理,上方受压于前期高点一线压力,建议继续保持观望。

十债 遇阻回落



十债加权本周价格反弹至60日均线附近再度遇阻回落,价格或将向下考验前期低点一线。量能方面,本周下跌过程中成交量一度放大,持仓量则先减后增。指标方面,均线系统现在相互交织在一起,MACD指标快慢线已运行至零轴下方。综合来看,十债加权日线前期反弹至100.485点一线压力后遇阻回落,本周价格继续向下探底,建议以偏弱思路对待。

(中原期货 刘培洋)