

经济复苏可期

# 期指大概率继续选择向上

从高频数据和金融数据都可以看出,国内经济复苏正逐步由预期走向现实,近期股指市场的低迷表现更多源于市场缺乏对未来发展路径的指引。后续随着国内经济持续复苏,股指大概率继续选择向上的路径。

■ 南华期货 王梦颖

近期,股指期货价格持续调整,但无论从高频数据,还是金融数据都可以看出,经济复苏正逐步由预期走向现实。因此笔者认为,近期股指的低迷表现更多源于市场缺乏对未来发展路径的指引。

若以沪深300股指期货(10)的认沽认购持仓比(PCR)衡量市场情绪,今年1月中旬,10的PCR指标飙升至历史高位,侧面印证了当时过于积极的市场看多情绪。但很快,沪深300指数价格于1月底见顶,并开始调整。随着行情的回调,10的PCR指标触顶回落,目前该指标处于历史中位数水平附近,说明市场情绪相对中性,但也意味着市场处在混沌期,缺乏明确的指引。

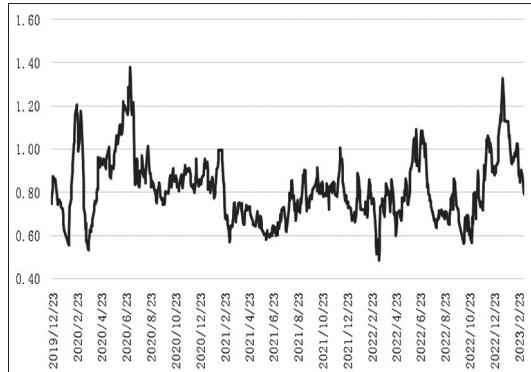


图1 沪深300股指期货认沽认购持仓比

1月底阶段性触顶后,市场对经济复苏的预期更多依托在政策上,期待推出一系列提振经济的实质性措施。从政策跟踪角度看,市场期待的政策包括财政收支的相关安排、国内扩大内需的抓手(投资和消费促进措施),还包括对房地产行业的更多支持政策。笔者认为,本次下跌更像是**在强预期路径被证伪后,市场走向依托现实,走一步看一步的行情路径**。简单来说,市场尽早放弃对政策的过高期望反而有助于后续在方向和路径上更快达成一致,被位下跌意味着下一个市场方向即将明确。

从宏观经济的两大领先指标看,笔者认为,市场继续选择向上的概率更大。

第一个宏观经济领先指标是PMI。无论是制造业还是非制造业PMI均已连续两个月出现环比

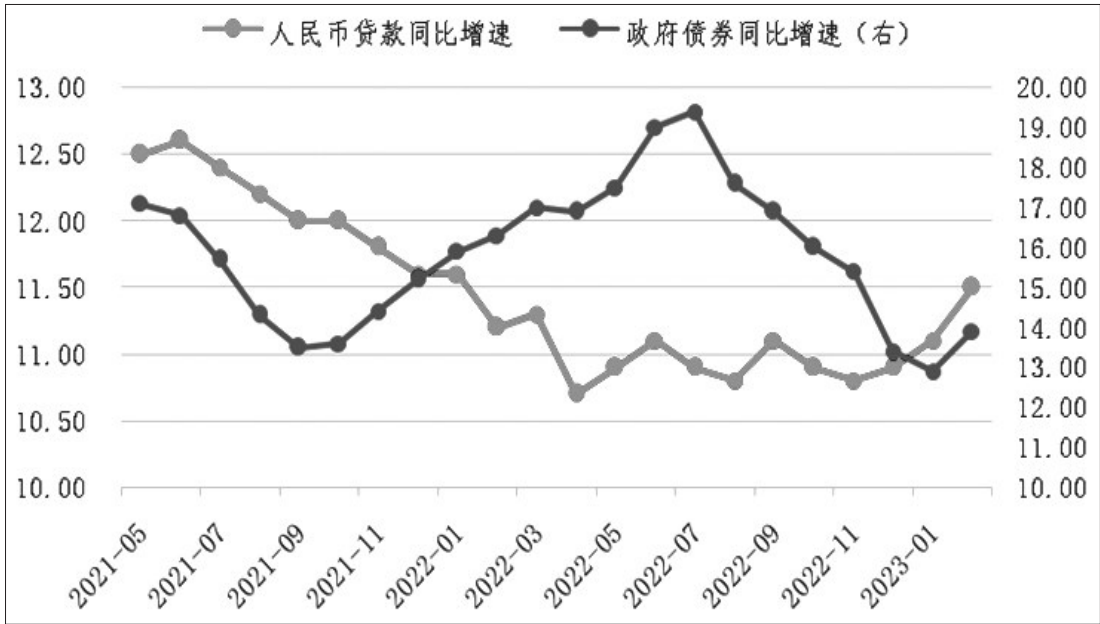


图2 人民币贷款和政府债券融资同比增速(%)

改善迹象,且2月制造业PMI创2020年以来新高,2月非制造业PMI重回荣枯线之上,且创2012年3月以来新高。小型制造业企业对经济最为敏感,其经营状况的边际变化最能反映宏观经济的冷热程度。小型制造业PMI在过去10年鲜有位于荣枯线之上的时候,通常只在经济触底反弹初期或经济繁荣时期才能看到其PMI处于荣枯线上方。比如2020年3—4月疫情后的首次经济复苏。因此,今年2月小型制造业PMI再次跃至荣枯线上方可视作经济触底反弹初期的信号。

一方面,最引人瞩目的细分指标——小型企业的制造业PMI重回荣枯线之上,且创2012年3月以来新高。小型制造业企业对经济最为敏感,其经营状况的边际变化最能反映宏观经济的冷热程度。小型制造业PMI在过去10年鲜有位于荣枯线之上的时候,通常只在经济触底反弹初期或经济繁荣时期才能看到其PMI处于荣枯线上方。比如2020年3—4月疫情后的首次经济复苏。因此,今年2月小型制造业PMI再次跃至荣枯线上方可视作经济触底反弹初期的信号。

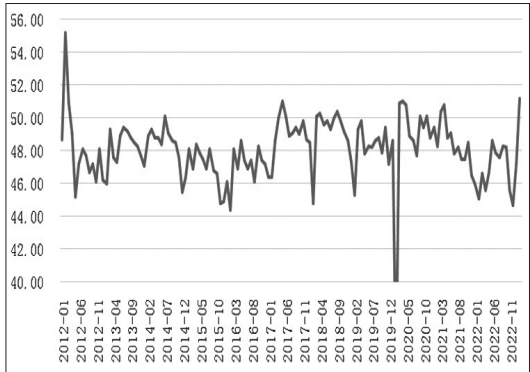


图3 小型企业制造业PMI指标(%)

另一方面,值得一提的是制造业需求端细分指标,包括新订单指数、新出口订单和在手订单均连续两个月环比改善。与此相对应的生产端指标,包括生产、原材料购进价格、生产经营活动预期等指标都出现了明显改善。

此外,去年受疫情影响较大的服务业也出现了明显改善。服务业新订单指数在2月录得54.70%,是2021年3月以来新高,而服务业业务活动预期高达64.80%,是2020年以来的新高。由此可见,年后实体经济的恢复势头十分可观。

第二个宏观经济领先指标是社融数据。2月社融数据不仅总量增速触底反弹,且结构表现也相当优秀。据统计,2月社融存量规模同比增速录得9.90%,较1月的9.40%环比提升了0.5个百分点。其

中,人民币贷款增速从1月的11.10%上升至11.50%,同时,政府债券融资同比增速则保持了逐月上升的趋势,录得13.90%,环比提升1.0个百分点。

在2月人民币贷款细分项中,企业和居民的融资表现可圈可点。一方面,2月企业中长期贷款同比增长了6048亿元,表明从去年四季度开始改善的企业中长期贷款趋势得到了延续。另一方面,2月居民中长期贷款也获得了正增长,虽然只增长了1322亿元,但结束了自2021年年底以来的负增长状况,说明居民户贷款意愿明显改善,是相当积极的信号。2月居民中长期贷款同比转正一定程度上与年后各地二手房销售火热的状况互相印证,说明通过跟踪房地产市场的销售情况,可以预判经济活动的恢复状况。

从全国30大中城市的商品房成交面积看,截至目前,楼市销售情况比较积极,而这样积极势头有望在“金三银四”传统旺季时期得以延续,以此推测,后续居民中长期贷款同比正增长的状况大概率持续,将进一步推动经济走向复苏。

此外,市场更为关注去年下半年以来企业高速增长的中长期贷款转化为居民收入的可能性。去年企业虽然获得了可观的信贷支持,但由于疫情影响,企业生产经营活动的开展并不顺畅,导致新增信贷无法顺利转化为居民收入。今年疫情扰动已经消失,流通环节逐渐恢复正常,经济的“生产、分配、流通、消费”四个环节大概率重新畅通,将带动企业账上累积的信贷资源转化为居民收入,从而让经济循环进入正反馈,提高经济复苏的可持续性。

综上,近期股指市场的下跌意味着后续市场将进入走一步看一步,以现实为依托的新演绎路径。结合PMI和社融两组宏观经济领先数据,笔者认为,后续中国经济将持续复苏,股指大概率会继续选择向上的演绎路径。



南华期货  
NANHUA FUTURES

www.nanhua.net  
400 8888 910



## 宏观数据回暖 债市压力渐显

■ 李明玉

去年11月债市已开始调整,提前释放了部分风险。尽管年初以来基本面出现稳步改善的趋势,但由于此前市场对稳增长预期较高,从预期到验证过程中,存在一定偏差,而且货币政策整体偏中性,央行虽然引导资金利率回归政策利率,但资金面并未趋势性收紧,甚至出现降准预期升温的情况。3月以来,受各因素叠加推动,国债期货走强。后期看,在国内经济复苏方向确认,政策合力仍将有效支撑一、二季度的投资及开工,带动经济数据全面回暖,结合后续可能出台的刺激内需政策,由经济基本面改善带来的修复行情依然可期,债市将逐渐承压。

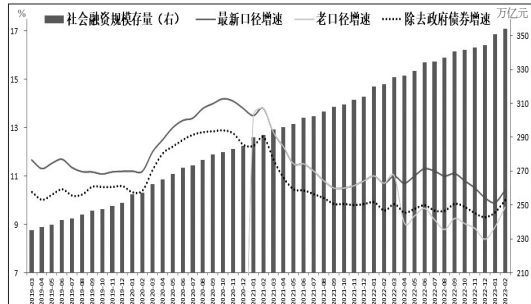


图4 社融连续两个月反弹

社融信贷数据连续两个月大超预期,国内经济复苏方向确认。最新公布金融信贷数据显示,2月新增人民币贷款1.81万亿元,预期1.43万亿元,去年同期1.23万亿元;新增社融3.16万亿元,预期2.08万亿元,去年同期1.22万亿元。社融增速9.9%,前值9.4%;M2同比增12.9%,预期12.3%,前值12.6%;M1同比增5.8%,前值6.7%。

具体看,信贷方面,新增信贷规模大超预期,也明显好于季节性。结构上,居民短贷明显超季节性,可能与低成本经营置换房贷有关;居民按揭贷款时隔14个月转为同比多增,春节错位背景下并未超季节性;企业中长期贷款继续走强,同期数据反映企业投资意愿明显好转,但持续性仍待观察。社融方面看,2月社融口径的新增人民币贷款1.82万亿元,同比多增9116亿元,是当月社融的主要贡献项;政府债券新增8138亿元,同比多增5416亿元;企业债券融资新增3644亿元,同比多增34亿元,较上月明显修复;表外融资减少81亿元,同比减少4972亿元,其中未贴现银行承兑汇票同比大幅减少,主要与同期信贷表现较好、银行表外票据转表内冲信贷额度的意愿下降有关。新增社融规模高于预期,也明显好于季节性,信贷、政府债券、未贴现银行承兑汇票是主要拉动,企业债券融资也明显好转;存量社融增速较上月抬升0.5个百分点至9.9%。整体看,国内经济持续复苏,债市大概率承压。

年初出口体现韧性,对经济的拖累未扩大。最新公布的中国前两个月出口累计同比增长-6.8%,略高于市场预期-8.3%。2023年一季度新兴经济体出口继续处于压力位,反映的是2022年下半年欧美经济的放缓以及一季度的高基数。韩国1—2月出口同比为-12.1%,越南1—2月出口同比为-10.4%,特征类似,因此中国-6.8%的同比数据整体仍呈现出较强韧性。中国出口表现韧性的主要原因有:一是从供给端看,在疫情达峰之前,国内订单承接能力、生产能力、港口运转能力受限,达峰后供给能力有明显提升;二是从需求端看,欧洲经济去年10月之后出现好转,美国经济年初也一定程度上超预期。因此整体看,今年后三个季度出口问题不大。从主要出口目标市场看,对东盟出口依然最

有韧性,前两个月同比在8.3%的正增长区间;对欧出口略有改善;对美出口降幅较大。进口方面看,进口同比增长-10.2%,映射工业内需尚待改善。中国的进口一直以来是以初级产品和资源品为主,然后是设备类,1—2月农产品和铁矿砂进口同比增速较高,钢材、铜进口同比增速较低,机床、集成电路等进口增速也较低。年初制造业和建筑业PMI高开局,逻辑上后续进口会逐步改观,这有待进一步观察。

通胀数据显示内需依旧偏淡,扩内需政策仍需出台。最新公布的2月CPI和PPI均出现明显回落,显示内需仍待提振。具体看,CPI同比上涨1.0%,大幅低于预期的1.8%和前值2.1%;环比-0.5%,创1995年有数据以来同期最低。2月PPI同比-1.4%,低于预期-1.3%和前值-0.8%;环比由前值-0.4%转为持平,符合季节性(2013—2022年同期均值为0%)。原油、黑色、有色价格环比小幅回升是重要支撑。整体看,2月CPI、核心CPI均低于预期,主要原因有春节错月、猪价大跌、蔬菜水果价格超预期下行且与高频数据背离、服务价格超预期回落。2月PPI延续下降,且降幅略超预期。后期看,基于今年前两个月通胀超预期走低,指向全年CPI中枢有可能降至2%左右甚至更低(年初普遍预期会高于2%),也指向年初以来需求恢复程度仍偏低、对服务价格的实际带动需进一步观察。

整体看,当前国内经济通缩的风险加大,同时结合国务院总理记者会提到2023年要完成全年经济增长目标需要打好扩大内需组合拳,因此未来大概率出台扩内需政策。短期考虑经济复苏状态良好,政策将继续处于观察期,目前以用好去年年底中央经济工作会议以来部署的政策为主。

(作者单位:新湖期货)

期权观察

## 利用股指期货 把握A股结构化行情

■ 李红霞

上周沪深300、中证1000和上证50指数走势分化,对应股指期货放量增仓,成交额创阶段性新高。中证1000股指期货(MO)、上证50股指期货(HO)、沪深300股指期货(IO)波动率小幅上行,但仍处于历史较低水平,MO、HO、IO均呈现近强远弱状态,市场成交和持仓仍集中在当月合约。究其原因,一是指数弱势运行,认沽期权保险作用凸显,机构避险情绪较强,股指期货成交量持续扩大。二是资金寻找板块结构化行情,在中证1000股指期货上积极布局反转行情,或积极利用中证1000和上证50股指期货布局中证1000指数强于上证50、沪深300指数的走势。三是股指期货当月合约临近到期,机构投资者逐步增加仓位。

上周MO、IO日成交额PCR连续4日在1以上运行,最高分别至1.45和1.46,HO日成交额PCR连续3日在1以上运行,最高至1.27。前期研究显示,该指标冲高通常带来标的走强,但目前各指数市值隐含波动率处于历史低位,低波环境下成交额PCR的指导性需继续观察。

HO日成交集中在认购期权,尤其是集中在行权价2650、2700、2800、2850点上。随着上证50指数的持续走低,市场成交逐步向低行权价移仓,上周初认购期权行权价集中在2750和2800点,上周五市场则集中交易行权价2650和2700点的认购期权,认沽期权也从2700点行权价下移至2600点行权价。HO持仓集中在认购期权行权价3000、2800、2750、2700点,也开始向低行权价移仓。上周MO认沽期权成交量大于认购期权,成交集中在行权价6800、6900点的认沽期权和行权价6900、7000点的认购期权,持仓量集中在行权价6800、6900点的认沽期权和行权价7000、7200点的认购期权。IO认购期权成交量大于认沽期权,成交集中在行权价4000、4050、4100点的认购期权和行权价4000点的认沽期权,持仓量集中在行权价为4100、4200、4300点的认购期权和行权价为4000点的认沽期权。

在股指期货当月合约即将到期,隐含波动率高过次月合约的情况下,投资者卖出当月合约的同时可买入远月合约,形成日历价差策略或对角线策略,防范隐含波动率上升带来的风险。

(作者单位:徽商期货)

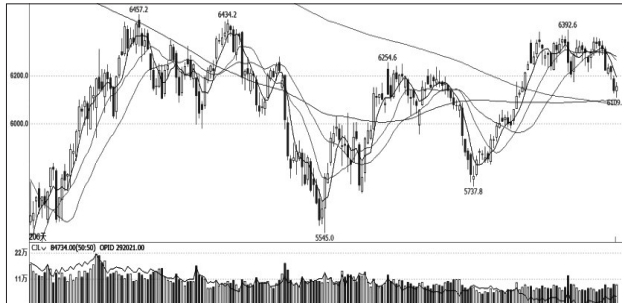
技术解盘

IF 择机短多



IF加权价格连续调整后在4000点附近获得支撑,反弹幅度仍要看量价变化。周一早盘冲高遇阻后高位偏强振荡至尾盘。主连合约较现货指数略微升水,期货走势较现货指数表现略偏弱。IF加权MACD指标绿柱收窄,KDJ快线自低位转向,主连合约大幅减仓,远月合约不同程度加仓,同时成交量缩减有限。短期市场将维持振荡走势,关注4000点附近支撑力度,建议短多参与。

IC 观望为主



上周IC加权调整走势暂缓,年线附近的支撑力度待观察。周一早盘冲高遇阻后快速回落并弱势振荡,临近尾盘再度转强。当前主连合约较现货指数由小幅贴水转为接近平水,短期内期货较现货指数表现仍偏弱。主连合约减仓较多,远月合约不同程度加仓,整体减仓有限,量能较前几个交易日有所放大。量价指标表现分化,MACD绿柱变动有限,KDJ快线在低位运行,日K线反弹力度待观察,建议观望为主。

十债 区间整理



近期中债加权连续振荡回升,在前高附近遇阻。周一早盘快速下探获得支撑后维持低位振荡走势,盘中未有转强迹象。主连合约较多加仓,其他合约亦明显加仓,成交量能较前期增加。MACD红柱开始收窄,KDJ快线在高位运行,日K线在100附近蓄力。从技术形态上看,日K线将延续区间振荡走势,建议择机短多。

(田瑞 期货投资咨询证编号TZ008852)