

# 多空分歧加大 期债韧性较强

## 重点布局曲线陡峭策略

目前多空双方各持己见,预计多空博弈将持续到在3月中旬经济数据公布前。从现券仓位看,当前形势更利于多头增仓。

■ 刘晓艺

3月以来,国债期货表现强势。尽管基本面对利空频出,但债市表现出较强韧性。从期货走势来看,目前多头占据上风,但期货上涨过程中尚未出现大量止损盘离场,主力合约持仓量仍在增加,表明多空博弈情绪有所升温。

### 市场聚焦资金面和政策面

从近期市场表现来看,市场关注点在于资金面和政策面,而非基本面出现明显转向信号。在1月信贷数据冲量后市场关心信贷强势能否持续增长,2月银行间票据利率持续走升表明实体经济融资需求回暖,叠加2月PMI数据表现亮眼,基本面向好无法证伪。

实际上,这波上涨行情的驱动来自于政策预期层面。3月3日央行行长在国新办新闻发布会上表示,用降准的办法“吐出”长期流动性来支持实体经济,还是一种有效方式,使得流动性处在合理均衡水平上。2月以来同业存单利率持续上行超过1年期MLF利率,后续央行降准存在一定必要性。此外,政府工作报告中5%左右的GDP增长目标和3.8万亿元的新增专项债额度均低于市场预期,情绪层面



利好债市,利空股市。

### 目前机构仓位不高

值得注意的是,目前配置盘仓位并没有大幅增加。从银行间交易数据来看,3月6日至8日,利率债净买入的主力为证券、理财子公司和保险机构,农商行和基金的买入量较少,银行间债市杠杆率估值下降,表明债市情绪整体较为谨慎。在此背景下,后续一旦基本面对多信号出现,配置盘将加大买入助推利率快速下行,而由于前期期货空头止损离场不多,期货价格进一步抬升会促使大量止损盘离场并加剧盘面波动。

目前多空双方博弈的筹码集中于三方面:首先,部分机构担心后续资金面是否会再度收紧。尽管3月上旬资金面较为宽松,但3月初信贷投放节奏放缓使得大行主动融出意愿提升,短期资金需求季节性减弱和资金利率的下行,并不意味着后续公开市场操作滚动压力不存在。今年1—5月受中小微企业补缴税费影响,超储率低位情况下央行公开市场投放或较为克制,税期和季末资金面收敛压力仍存,后续关注降准能否兑现以及月中MLF到期续作情况。其次,春节后基本面并没有出现超预期修复迹

象,尽管1—2月线下消费恢复强劲,但投资端表现一般。从贸易数据来看,1—2月我国主要商品中钢材、铜材、塑料等原材料进口同比降幅居前,与2月国内PMI生产数据改善形成背离,这一方面与到春节后复工滞后有关,另一方面与经济修复初期经济政策对内生增长的带动有关,投资端复苏的成色仍需时间确认。最后,外部流动性收紧也是债市投资者的担忧之一,2月以来中美利差倒挂再度加深至110BP,如果短期人民币兑美元出现类似于2022年8月末的贬值趋势,国内股票和债券估值恐难以避免新一轮冲击。

### 等待基本面信号指引

总体来看,目前多空双方各持己见,预计多空博弈将持续到3月中旬经济数据公布前。从现券仓位看,当前形势更利于多头增仓。中长期视角看,经济复苏节奏和力度存在不确定性,但复苏大方向相对确定,时间维度更有利于期货空头。

从期限利差角度看,目前10年—1年期国债期限利差已经低于2022年11月中旬水平,表明当前长端对于经济复苏的计价偏低,投资者可重点布局曲线陡峭策略。

(作者单位:一德期货)

# “强预期”阶段性弱化 利多期债

■ 何慧

本周,债市强势运行的主要原因是对前期乐观经济预期的适度修正。此外,偏弱的进出口数据、通胀数据,以及美联储主席的鹰派言论也打压市场风险偏好,对债市相对有利。

国内方面,政府工作报告提出2023年GDP增速目标为5%左右,贴近市场预期下沿,“强预期”阶段性弱化,一定程度上打压风险偏好,对长债的压制减弱。最新公布的国内1—2月出口数据同比为-6.8%,进口同比为-10.2%,在外需好转有限、内需仍然偏弱的情况下,经济进一步回升动力可能有限。此外,2月CPI同比涨幅超预期回落至1.0%,PPI同比下降1.4%,降幅比上月扩大0.6个百分点,在国内偏低的通胀环境下,资金面则可能维持相对宽松以支持稳增长。

近期,央行行长表示,用降准的办法“吐出”长期流动性来支持实体经济,还是一种有效方式,使得流动性处在合理均衡水平上。这从预期层面提振债市情绪,若降准落地,紧平衡状态缓解后平稳的资金面

对于债市也将从利空切换为利好。

目前央行在公开市场连续净回笼后,逆回购余额降至较低水平,流动性相对稳定,这意味着对春节投放巨量资金的回笼已渐近尾声,后续逆回购到期冲击影响料将减弱。从绝对值上看,隔夜和7天期利率定位仍属合理,目前供给较为充足,市场状态均衡,全国和主要股份制银行1年期同业存单发行报价也回落至2.70%附近。

海外方面,周三晚间公布的美国1月份ADP新增就业24.2万人,明显高于经济学家预期的20万人。强劲的美国经济数据将令美联储加息更快、幅度更高、持续时间更长,这不仅使金融市场受到明显冲击,也意味着只有美国经济衰退才能真正的压制通胀。

由于美联储加息风险卷土重来,美债收益率和美元继续上升,全球风险资产普遍承压。美元已经由2月初101.15反弹至目前105.69,3个月期、2年期美债收益率均已站上5%关口,10年期美债收益率也再次突破4%。从美债利差走势来看,10年期与3个月期美债收益率之差由1月下旬-1.3%左右的倒挂

幅度缩窄至-1.0%附近,10年期与2年期美债收益率利差则由-0.7%左右扩大至-1.0%附近,这一方面反映美国现实经济韧性较强,另一方面隐含美国经济衰退预期仍然存在。

总而言之,美联储加息预期和全球经济前景的不明确性逐步发酵,国内贸易数据表现依旧低迷,美国加息对外需的影响已体现。国内基本面稳中向好的趋势边际减弱,弱化的外贸数据对当前债市形成利好。此外,美元升值情况下,风险资产和商品的调整压力更大,股债跷跷板效应或利于债券市场。

经济目标的确定,是影响债券市场的中期因素,未来还会衍生出信贷投向力度的变化,以及机构行为的变化等新的中期指标。需要注意的是,今年经济目标相对去年经济实际增速3%仍是扩大的,而且财政政策相对更加积极,货币政策则大概率回归常态,这也意味着宽货币进一步向宽信用传导。在此过程中债市是一个由多转为振荡进而转空的过程,债市偏强振荡的时间可能被延长。本周关注2月信贷社融对宽信用的验证情况。

(作者单位:中辉期货)

## 期权观察

## 股指期货 做多强趋势品种波动

■ 邱宁

周四大盘继续走弱,沪指V形回升。期权相关指数方面,中小盘更为活跃,中证1000、中证500、沪深300、上证50表现依次较弱。

上证50ETF收跌0.70%,期权市场日成交量201.97万张,累计持仓量236.60万张,成交PCR为0.91,持仓PCR为0.68,日成交额7.60亿元,近期市场交投一般。50ETF接连多日下挫,周四探底回升,期权成交集中在2.65和2.70执行价,3月2.7看涨和看跌单合约日成交量均超22万张。目前看涨合约累计持仓依旧集中在2.75和2.8,为前期整理区间,而看跌合约则向下累仓,行权价2.60、2.65开始沉淀较多资金。价格表现方面,当月看涨平值附近合约跌幅20%左右,看跌合约涨幅同样20%上下,非标合约受流动性影响,价格波动更大。中金所50股指期货市场日成交量和日持仓量分别为3.95万张和5.68万张,成交PCR为0.70,持仓PCR为0.51,日成交额1.18亿元,成交表现基本同ETF期权,近期降温明显。市场偏好交易看涨合约,存在较多备兑套保需求。

当天沪深300指数下跌0.35%。沪300ETF期权成交集中在4.0和4.1执行价,日成交量10万张左右,看涨累计持仓量最大为4.1合约,看跌逐渐向4.0、3.9移仓。中金300股指期货3月合约下周即将到期,因素影响敏感,注意流动性风险。

中证500指数下跌0.25%,沪500ETF、深500ETF期权当日成交量分别为43.60万张、8.45万张,成交PCR分别为1.06、1.16;当日持仓量分别为68.03万张、17.96万张,持仓PCR分别为1.05、0.95。看跌合约交投活跃,当天沪500ETF3月6.25、6.5两档看涨、看跌合约成交合计均12万张,看跌6.0、6.25合约累计持仓均超6万张。

中证1000期权日成交量和日持仓量分别为5.42万张和7.58万张,成交PCR为0.94,持仓PCR为0.91。3月合约均收跌,6900看涨合约下跌2.34%,看跌合约下跌8.47%。近期中小盘相对平稳,期权持仓量持续走高。深交所创业板ETF及100ETF期权日成交量分别为65.05万张和12.73万张,日持仓量分别为104.07万张和12.55万张,成交PCR分别为0.68和0.96,持仓PCR分别为0.62和0.88。创业板期权市场参与度逐渐攀升,目前活跃度较好的为3月2.3、2.35合约。

目前各品种期权隐含波动继续振荡小幅下跌,下方空间十分有限,为降低买权时间成本,策略上建议价差组合,同时做多强趋势品种波动。

(作者单位:永安期货)

## 技术解盘

### IF 走势转弱



IF加权本周向下跌破60日均线,价格创出近期新低。量能方面,价格跌破60日均线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指标快慢线有望相继进入零轴下方区域。综合来看,IF加权日线架构跌破60日均线支撑,下方即将考验4000点一线整数关口,建议偏空思路对待。

### IC 高位整理



IC加权本周价格延续高位振荡整理,下方暂时未能跌破6200点一线支撑。量能方面,本周振荡整理过程中成交量变化不大,持仓量先增后减。指标方面,均线系统现在整体处于水平走势,MACD指标快慢线继续向零轴回落靠拢。综合来看,IC加权本周价格延续高位振荡整理,价格选择突破方向之前,建议继续保持观望。

### 十债 突破压力



十债加权本周价格反弹突破中短期均线压力,但近三个月以来日线架构基本处于区间振荡整理。量能方面,本周反弹过程中成交量变化不大,持仓量则稳步增加。指标方面,均线系统现在相互交织在一起,等待价格方向指引,MACD指标快慢线在零轴下方刚刚交出金叉。综合来看,十债加权日线延续低位振荡整理,一旦向上突破前期高点一线压力,可以偏多思路对待。

(中原期货 刘培洋)

# 国企板块投资价值有望重估

■ 贾婷婷

本周股指整体走弱。截至3月9日,上证50、沪深300、中证500指数、中证1000指数分别下跌3.70%、2.68%、1.63%、1.08%,其中,建筑材料和轻工制造行业领涨。资金方面,本周北向资金流出53.02亿元,杠杆资金流入52.74亿元,预计未来板块间仍会有较大分化。

3月5日政府工作报告提出今年国内生产总值增长5%。当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,注重的是经济结构的调整、产业的升级,而不是总量的增速。笔者认为,未来宏观层面的政策会更加谨慎,货币政策偏向精准,股指表现更多来自于基本面的改善而不是估值的提升。

从政策上看,今年国家将积极扩大国内需求,把恢复和扩大消费摆在优先位置,居民消费价格涨幅提高至3%。另外,要有效带动全社会投资,地方政

府专项债从2022年3.65万亿元提高至3.8万亿元,鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设,激发民间投资活力。因此,从板块上来看,消费的快速恢复以及投资带来的基建回升带动了食品饮料、家用电器、有色金属、机械设备等行业较快上涨,今年这些领域仍会有不俗的表现,企业业绩相对2022年也会有较好增速。

近日,证监会召开2023年系统工作会议提出,深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素,推动各相关方加强研究和成果运用,逐步完善适应不同类型的企业估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系,更好发挥资本市场的资源配置功能。与此同时,国资委也表示进一步优化国有经济布局,推动战略性重组和专业化整合。

目前上证50和沪深300指数的估值仍处于历史较低水平,在中国特色估值体系背景下,国企板块的

投资价值有望得到重新评估,而随着沪深港通股票的扩容,秉持价值投资理念的外资也有望增配低估值高分红的成熟型企业。2月下旬以来,央企指数走势明显强于上证综指,随着短期股指充分调整,低估值高分红板块仍然会吸引内外资提升配置。

3月7日,鲍威尔在美国国会发表讲话,他表示若整体数据暗示有必要加快紧缩,美联储将准备加快加息步伐,终端利率水平可能较之前预期更高。鲍威尔的言论比预期更鹰派,交易员预计美联储3月加息50个基点的可能性超过加息25个基点。自3月7日以来,主要A股指数均出现了明显回落。本周我国和美国都将公布重要的经济数据,资金观望情绪加重,短期不利于股指上行。

当前海内外不利因素较多,各指数突破前期振荡区间转而向下,短期大概率将继续向下调整,待调整充分建议积极布局消费、基建、低估值央企板块等。(作者期货投资咨询从业证书编号Z0016232)