

技术面与资金面共振

债市 本轮涨势尚未完结

短期内,在基本面修复斜率平缓、通胀压力不大、流动性维持宽松的背景下,债市上涨行情并未结束,建议耐心等待回调做多的机会。

■ 刘艺芝

4月以来,国债期货接连走高,十年期主力合约突破前期振荡区间上沿,并创下年内新高。表面看,本轮行情是部分中小行存款利率调降引发全面降息预期引发的,而实际上,背后也离不开基本面和技术面的支持。

内需延续修复态势已成共识

4月7日午后银行间市场传言存款利率调降,点燃市场做多情绪,十年期国债期货主力合约T2306盘中突破前期高点。随后,媒体证实广东、河南、湖北等地部分农商行确有关下调存款利率操作。值得注意的是,下调存款利率只是部分银行的个别行为,而非商业银行的统一行为。此前部分银行出于揽储目的上调存款利率,4月调降利率只是还原操作,对债市利好作用有限。短期国债期货走强的主导因素在于资金面和基本面。从周初三大国债期货表现看,十年期涨幅最大,说明债市本轮上涨并非只是流动性预期驱动。

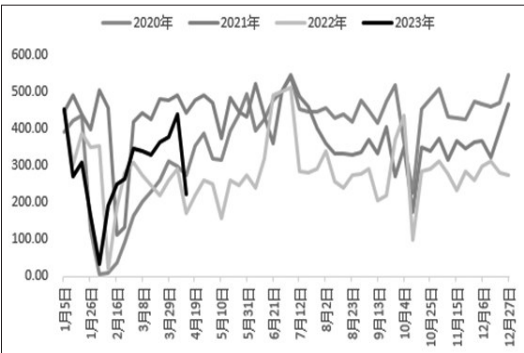


图 为 30 个大中城市商品房成交面积(单位:万平方米)

一季度之后,银行间资金面转松,使得投资者对于流动性预期较为乐观,银行间质押式回购成交量增加至 8 万亿元以上。从经济基本面的看,二季度内需延续修复态势已成共识,债市更关心经济复苏斜率。4月9日当周,30个大中城市地产销售数据再度回落,令经济修复放缓预期升温,亦对债市形成利



好。4月11日,国家统计局公布3月通胀数据,其中PPI同比下降2.5%(预期下降2.5%,前值下降1.4%),CPI同比上涨0.7%(预期上涨1.0%,前值上涨1.0%),引发市场对于通缩的讨论,国债期货“闻声”走高。数据结构方面,3月PPI同比回落主要受基数较高和全球经济下行周期背景下大宗商品价格下跌的影响,CPI同比回落则主要受食品价格走低的拖累,而剔除食品和能源价格的核心CPI同比温和上涨0.7%。在CPI和PPI双双回落的情况下,流动性有望维持宽松状态,叠加此前部分中小行调降利率,降息预期再度升温。

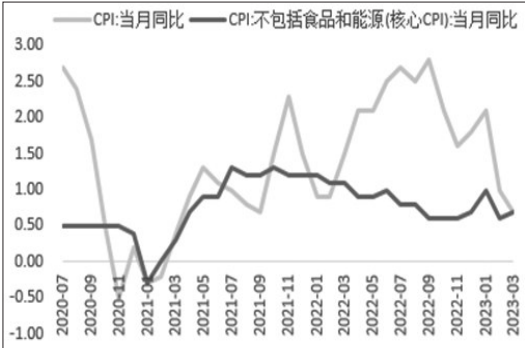


图 为 CPI 和核心 CPI 当月同比(单位:%)

耐心等待回调做多机会

目前来看,降息与否取决于经济基本面,通胀相对次要。4月11日公布的3月金融数据显示,社融和信贷数据分别录得5.38万亿元和3.9万亿元,均超预期。无论是信贷结构的长短期分布,还是居民中长期贷款修复,甚至是社融结构,均表现出融资需求的质量改善。不过,数据公布当天,现券收益率小幅上行后再度回落,表明投资者对于3月数据早有预期,市场更加关注信贷恢复的持续性。结合核心通胀低位运行、4月地产销售数据出现反复、银行间票据利率较3月回落来看,经济恢复基础还不牢固,在一季度融资需求冲高后,二季度信贷投放节奏边际回落的概率加大,央行难以主动收紧流动性来抑制信贷投放,不排除降息的可能。

在基本面复苏节奏放缓、通胀压力不大、货币政策空间打开的背景下,短期债市有望进一步走强。但是,考虑到做多力量已经有所体现,债市杠杆率上升反映债市交易变得拥挤,债券配置需要警惕风险的出现:一方面,月中税期临近,资金面波动加大,在近期银行间债市杠杆率回升后,资金边际收紧速度可能快于预期,关注央行公开市场操作能否充分呵护资金面;另一方面,关注经济修复节奏和政策加码情况,市场对于3月社融和信贷数据高增已有预期,接下来重点验证4月18日发布的一季度GDP数据是否超出预期。疫后服务业复苏相对强劲,但缺乏有效的高频数据跟踪,而服务业改善会反映到GDP数据当中,故需要重点关注一季度GDP表现。若数据好于预期,则将促使利率反弹,而若数据不及预期,则要看4月中央政治局会议对后续政策的定调。

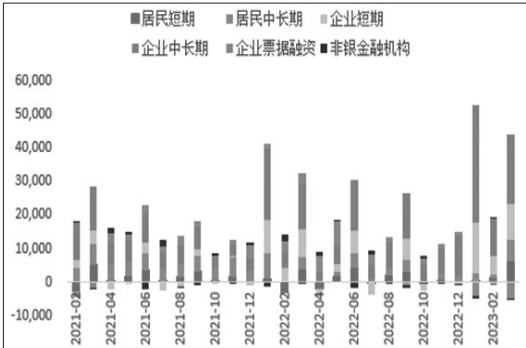


图 为 新增人民币信贷(单位:亿元)

上周国债期货突破振荡区间上沿,本月初再度走高,技术上已经形成多头格局,且基本面和资金面均支持其进一步攀升。不过,考虑到月中税期临近,资金面波动加大,以及GDP数据存在超预期的可能,部分多头落袋为安意愿增强,目前追多的盈亏比不高。在基本面对弱复苏、通胀压力不大、流动性维持宽松的背景下,债市上涨行情并未结束,建议耐心等待回调做多的机会。中期看,国内经济逐渐进入需求验证阶段,在内外需求存压的背景下,需要密切关注中央政治局会议对后续政策的定调。

(作者单位:一德期货)

股市 短期振荡偏强运行

■ 李鸣

银行业危机暂缓,但欧美商业地产及小企业面对激进加息和信贷紧缩的双重压制,仍存在违约风险。避险资金流向变动造成美债收益率同步先跌后涨,但长端收益率走势更弱,利率倒挂预示着经济的衰退;货币基金净流入量快速攀升,美元流动性仍偏紧。此外,美国薪金增幅显著放缓,新开职位数下滑,劳动力市场失业率维持在3.5%的低位。回顾历次经济衰退规律发现,经济衰退到来前,失业率往往处于周期性低点。据此,美国经济衰退预期只增不减。当下美国经济正处于维稳与衰退的岔口,原油主产国减产进而提高能源价格增强了通胀韧性,5月美联储加息预期升温。欧美加息难停,经济反弹有限,制造业PMI在收缩区承压运行,未来全球需求可能继续收缩。

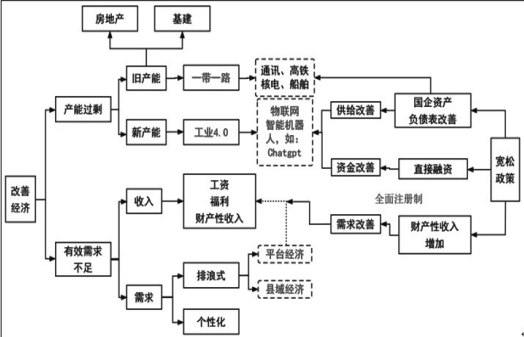


图 为 国内改善经济的途径

国内方面,3月CPI同比上升0.7%,PPI同比下

降2.5%。作为CPI的先导数据,PPI下滑主要源于大宗商品价格回落的自然传导、地产出现反复以及需求不足。3月末社融数据超出预期,存量规模同比增长10%,与核心商品CPI收缩形成鲜明对比。跟踪细项发现,居民端有所回暖,其源于3月政策刺激下地产市场呈现“小阳春”,但从3月销售及带着数据看居民端回暖持续性偏弱。2022年M2同比增速为GDP同比增速的4倍,最新的M2和M1剪刀差再次走扩,这表明资金并未有效进入实体经济,需求不足导致企业投资意愿下降,存款占比较大。

在“欧美防通胀、中国防通缩”的不同货币周期下,国内出台政策拉动地产,优化产业链基建,布局AI科技力争新一轮技术革命先手优势,落地全面注册制提升资金使用效率,优化国企资产负债表,号召发展县域经济和地摊经济创造需求增量,释放大规模、分层次、不同收入群体的个性化需求。同时,积极创造稳定的金融市场环境,缓解就业压力,优化居民收入结构,提高福利与财产性收入,以此提升消费需求。另外,通过“一带一路”开拓海外市场,通过全面战略合作伙伴关系拉动周边国家和地区加强区域合作。内外兼修,便是今年顺应经济周期,改善通缩的经济政策的逻辑核心。

2022年俄乌冲突加速世界地缘政治格局演变,逆全球化、贸易保护凸显,地缘风险暗流涌动。2023年沙伊重新建交、俄乌重申以和谈解决危机,开启地缘新篇章。此外,中俄加强合作为世界注入稳定性,油气长期供应协议降低俄罗斯对欧洲的出口依赖,同时给予其国内稳定的能源供应,双向改善贸易结构,具有长期经济意义。沙伊在京复交,既展示了理

念指引与行动配合下中国外交的范式转换,又利于三方石油经贸合作,人民币结算的推进也夯实了人民币国际化的基础。从全球经济格局看,解决当下问题的最优解是通胀与通缩对接,以供应链优势换取服务通胀下行,以合作共赢为基础提升产能利用率和资源置换率,减少制裁,降低关税,放弃“去全球化”实现局部“再融合”,才能带来经济新机遇。



图 为 IF 主力合约日线

综上所述,外部通胀、加息、流动性紧缩构成三难局面,谨防银行业危机再现、能源做空以及美联储强硬加息等风险将衰退预期推入衰退现实。A股市场短期则振荡偏强运行,但需关注后续经济政策和突发宏观事件,中长期在地缘合作和消费强化的引导下,市场运行中枢势必上移。具体到期指操作,轻仓IF、IH,待外部信贷风险钝化,将资金切换至IM,以获取板块增量收益。

(作者单位:长江期货)

持仓分析

期指 持仓量有所回落

■ 赵晶

昨日,A股市场结束调整,呈现稳步上扬走势,上证指数自3310点一线振荡回升,最高涨至3330点,最终收报于3327.18点。同期,期指四个品种主力合约走势分化,IC和IM分别上涨0.37%和0.51%,而IF微跌0.03%、IH下跌0.49%。基差方面,与前一交易日相比,IF由升水转为贴水0.1点,IH升水收窄至0.8点,IC和IM贴水幅度则分别走扩至7.2和18.8点。

量能方面,期指持仓量有所回落,四个品种共计减仓12479手,至734279手。同时,各品种持仓量不同程度下滑,其中IF减仓5412手,持仓量不足20万手;IH减仓3502手,持仓量降至124841手;IC减仓3088手,持仓量降至268903手;IM减仓477手,持仓量降至144540手。

持仓方面,各品种前20席位的持仓量均显著下降。其中,IF多头减仓4080手,空头减仓5355手,净空持仓降至24991手;IH多头减仓3929手,空头减仓3659手,净空持仓升至25647手;IC多头减仓2836手,空头减仓2558手,净空持仓升至6867手;IM多头微减175手,空头减仓450手,净空持仓降至10812手。

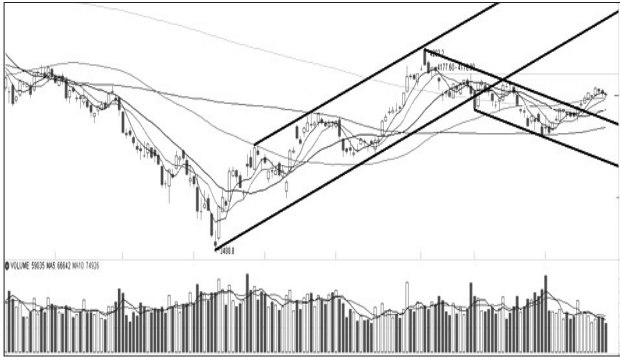
具体到IF,多数席位持仓量较前一交易日有所下滑。多头方面,国富期货席位减仓656手,持仓量降至3022手;宝城期货席位减仓40手,持仓量降至2854手;兴证期货减仓68手,持仓量降至924手。而空头方面,华泰期货席位减仓183手,净空持仓降至5389手;上海东证期货席位减仓1217手,净空持仓降至4000手以下;摩根大通期货席位减仓549手,持仓量降至5305手;国信期货席位减仓166手,净空持仓降至946手。

总体来看,昨日期指减仓态势明显,且各品种主力席位持仓量都有一定程度回落。虽然指数再度上扬,但持仓量下降,市场向上的动能并不充足,预计短期上行空间有限。

(作者单位:永安期货)

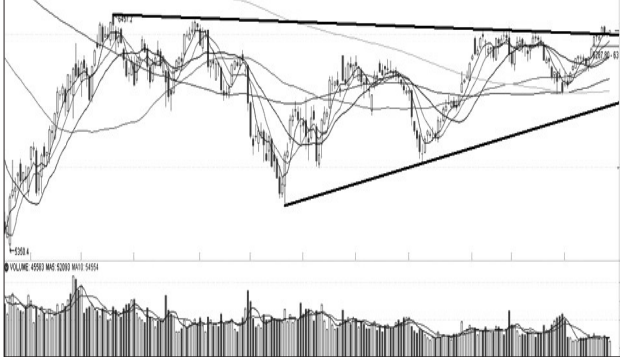
技术解盘

IF 重心上移



IF加权向上突破下降通道上轨后,本周前三个交易日K线走出三连阴,并小幅回调。均线方面,MA5开始走平,MA10与MA20仍延续向上状态,中短期涨势不改,均线系统修复较为充分。指标方面,MACD红柱有所收窄,而继DIF重新上穿零轴后,DEA亦回到零轴上方,表明IF加权仍有上行动力。整体上看,IF加权春节之后的调整已经告一段落,当前重心不断上移并测试年内高点的概率较大。

IC 多头排列



IC加权突破振荡区间上沿后,该区间上沿从压力线转为支撑线,本周对该支撑线进行测试,表明支撑力度较强。均线方面,延续多头排列,强势特征明显。指标方面,MACD红柱持续,且DIF与DEA均在零轴之上,表明IC加权指标修复较为充分,仍然具备上涨动力。整体上看,IC加权已经突破区间上沿,向上的空间打开。

十债 突破上沿



十债加权本周突破振荡区间上沿的压制,为期四个月的振荡行情宣告结束。均线方面,MA5、MA10与MA20相互缠绕后向上发散,表明十债加权转为强势。指标方面,MACD红柱走扩,且DIF与DEA维持在零轴之上,表明十债加权上涨动力犹在。整体上看,十债加权已经有效突破振荡区间,短期将迎来惯性上涨,测试101.5—101.9压力区间的概率较大。

(招商期货 于虎山)