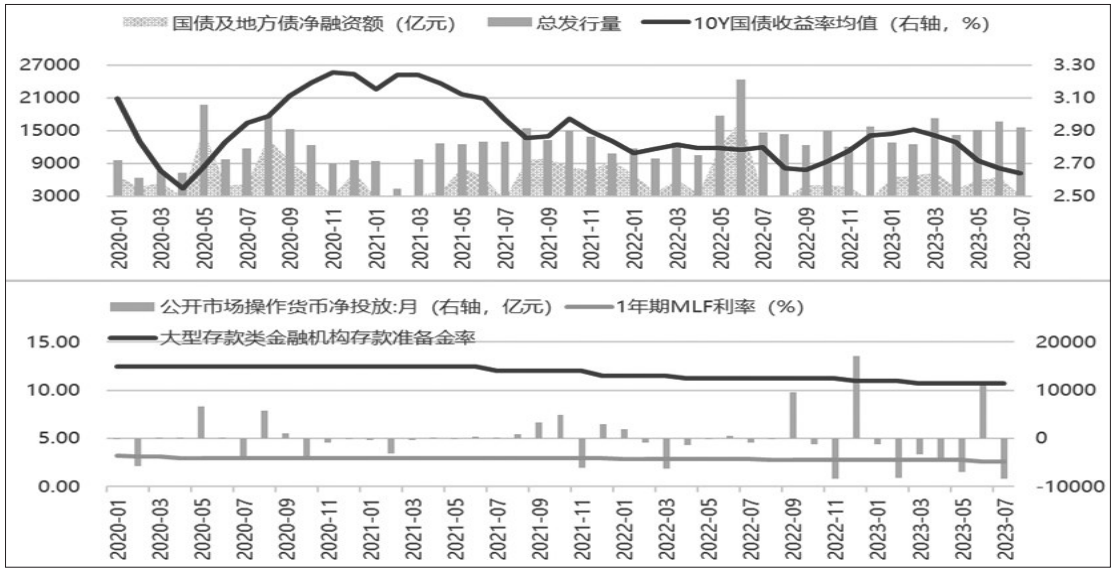


交易主线将回归基本面

期债 维持振荡偏强格局

从央行保持流动性合理充裕目标的角度考虑,利率债供给放量对国债市场的影响有限,债市交易逻辑将回归基本



图为2020年以来国债及地方债发行情况以及央行货币政策对十年期国债到期收益率的影响

■ 王荆杰 方旻

7月中央政治局会议形成一定预期差,十年期国债期货收益率自低点快速反弹6BP后围绕2.65%窄幅波动。

7月中央政治局会议定调下半年政策方向,对于利率的直接影响体现在资产供应端,利率债发行规模将明显放量。会议明确,财政政策一是要“加快地方政府专项债券发行和使用”,二是要“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”。目前地方专项债发行节奏平缓,新增专项债1—7月发行进度为66.59%,低于去年同期的95%、2019年同期的80%,但高于2020年同期的60%,预计专项债发行将在三季度提速。按发行进度至9月未达到95%测算,8—9月专项债新发行规模约1.08万亿元,高于二季度的发行量,也将快于一季度的发行节奏。此外,“一揽子化债方案”大概率包括展期、置换、重组等,部分需要新增债券发行的配合。但总体上,财政政策未提及年内增加赤字规模或调用非常规工具,故利率债供给更多为节奏上的变化,总量上并不构成超预期压力。

资金需求端,7月中央政治局会议明确提出,“加强逆周期调节和政策储备”“发挥总量和结构性货币政策工具作用”。在8月4日各部委联合新闻发布会上,央行针对降准问题表示,“将根据其他工具使用进度、中长期流动性情况,综合评估存款准备金

率政策,目标是保持银行体系流动性的合理充裕”;针对降息问题表示,“根据经济金融形势和宏观调控需要,适时适度做好逆周期调节,又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡,防止资金套利和空转,提升政策传导效率,增强银行经营稳健性”。“资金套利和空转”是近期央行新增的表述,考虑到6月逆回购利率、MLF利率、LPR已实现一系列对称性下调,央行短期再次下调政策利率的可能性和必要性不高,降准和公开市场净投放放量或是央行保持流动性合理充裕的工具。综上,8—9月利率债供给将较二季度明显放量,但央行大概率通过降准或公开市场增量净投放来释放流动性,资金面不会大幅收紧。

复盘2020年以来利率走势与利率债供给及货币政策之间的关系,可以发现以下规律:一是利率债供给放量对于利率市场是否构成压制主要取决于流动性。2020年二、三季度,利率债发行及净融资放量,伴随着总量型货币政策工具按兵不动、公开市场操作偏中性的流动性边际收紧,十年期国债收益率触底抬升,反弹时间超过8个月,最大幅度超过85BP。而在2021年三、四季度,利率债供给放量伴随着公开市场净投放及两次降准,长端利率平稳过渡且中枢趋降。二是利率走势对净融资额更为敏感,通常表现为同步或滞后于债券发行,提前“抢跑”交易的情况并不多。因此,从央行保持流动性合理充裕目标的角度考虑,未来利率债供给节奏变化对

期债市场的影响有限。

结合机构现券交易行为来看,最近一周,大型银行及政策行小幅净买入,股份行、城商行则呈净卖出,农商行由净卖出转为净买入,基金公司及产品、证券公司自营出现明显止盈操作。整体上,机构对利率债的欠配程度加深。

从基本面的来看,7月国内制造业PMI连续两个月小幅回升,但仍处于荣枯线以下。一是供需强弱格局未改,生产指数在荣枯线以上小幅回落,需求端新订单指数有所回暖但仍未踏上荣枯线。二是内外需求分化,不同企业景气度分化。需求端新订单指数回暖,而新出口订单指数继续下探。大型企业景气度连续3个月维持扩张状态,中小企业景气度则连续4个月处于转弱区间。三是7月数据呈现阶段性补库特征,但整体仍处于去库周期。结合生产端高频数据分析,经济弱复苏特征明显,不存在大幅下行风险。与之对应,流动性宽松或货币政策进一步加码的必要性仍高,这是期债市场最强有力的支撑,同时经济筑底迹象说明利率短期下破2.60%需要新的触发因素。

综上所述,市场已经基本消化7月中央政治局会议的预期差,而利率债供给放量的影响有限,期债交易逻辑将回归基本面。按照目前经济复苏的路径,为配合稳增长政策,流动性维持或进一步宽松的必要性仍高,加上机构对利率债欠配,期债势必重回振荡偏强格局。

(作者单位:广州期货)

股指 回调不足惧

■ 李鸣

7月美国劳动力供给缺口有所收窄,时薪增速放缓但未改上行局面。失业率降至3.5%,劳动力市场指标指向韧性通胀。债务上限问题缓解后,美国财政部TGA账户的回补与逆回购RRP的放水等量,市场流动性平稳。货币基金购买增发国债弥补美债供给缺口。尽管银行信贷持续收缩,但商业地产价格指数仍不及2008年金融危机时期,商业银行现金资产总量开始回升。当下在金融压力没有明显暴露的情况下,信用风险正在悄然出清。长远来看,变相优化私人部门与企业资产负债表也是“危机中的生机”。此外,市场预期9月还有25BP的加息空间。而在此前,美联储加不加息将跟随经济数据一会一议;是补库周期中的通胀超预期反弹,还是金融脆弱失败后的硬着陆,仍然具有不确定性。

7月欧美加息同步且符合预期,随后美国公布

二季度超预期GDP数据,欧元应声下跌,从货币需求角度抽走美元,进而提振美债收益率。利差影响下人民币离岸汇率再次走弱,这是美元潮汐生效以及欧元大坝扭曲效应弱化的结果。相比美国,我国货币政策当下仍有约10BP的下行空间,中美利差短期扩大的概率较大。

7月中央政治局会议首提“活跃资本市场”,通过提高股市质量、创造财产性收入来提升消费动力的逻辑具有一定可行性。叠加政策出台预期,股市逐步消化利空情绪。“城中村”改建政策与过去提倡的棚改货币化存在明显区别,在“化债难、保交付”的背景下,装修设计与基础耗材需求增量将随之上升。考虑到投资边际效应递减,符合城市人口净流入、有改造价值、有基建收益三大条件,该政策的地域性集中在北上广深。因此,“城中村”改建政策短期对地产链有所缓解,配合房地产化债力度深化,“稳地产”正在逐步落实。

数据显示,7月国内制造业PMI延续回升势头,

新订单指数贡献较大,内需推动新订单指数改善,企业经营预期转好,从而推动原材料价格加速回暖。结构上,大型企业产需扩张,中小型企业新订单指数好转。与此同时,非制造业PMI则有所下降。代表内需和出口的财新PMI继续回落,需求疲弱导致供给收缩,同时价格降幅收窄。基本面修复斜率放缓,盈利拐点能否出现要看8月数据。

下半年,国内稳增长政策陆续出台,美国加息进入尾声,中美经济差收窄的概率上升,有利于人民币升值。7月美国官员频繁访华,弱化了外资投资中国的政治风险,短期外资回流亦支撑人民币资产。另外,7月公布的国内二季度GDP同比增长6.3%,想要达成全年增长目标,下半年出台纾困托底政策势在必行。8月若经济数据转向,叠加稳增长政策陆续出台,权益市场反弹可期,8月中上旬上证指数核心运行区间预计在3248—3330点,若政策持续发力,则二阶压力位在3400点。

(作者单位:长江期货)

期权观察

隐含波动率走低

■ 彭锦桥

8月8日,A股缩量回调,上证指数收跌0.25%、创业板指数收跌0.53%、科创板收跌0.35%,两市成交0.79万亿元。同期期权标的均收跌,上证50指数跌0.12%,深证100指数、沪深300指数跌约0.2%,科创50指数跌约0.4%,中证1000指数跌0.50%。当日期权市场交投活跃度提升,沪深两市及中金所期权总成交497.23万张,较前一交易日的458.94万张增加8.34%;总持仓872.18万张,较前一交易日的813.24万张增加7.25%。

科创50ETF期权成交量下滑,而持仓量增加。科创50ETF期权成交32.11万张,较前一交易日回落超10%,持仓量则回升超6%。从成交最为活跃的华夏科创50ETF期权来看,当月合约总计增持1.52万张,且认购、认沽在虚值部位均有增持,认沽在虚值部位增持更多。

50ETF期权成交量增加19.06%,持仓量增加7.55%。当日成交261.98万张,较前一交易日的

243.60万张增加28.41万张;持仓261.98万张,较前一交易日的243.59万张增加18.38万张。从各执行价的持仓变动情况来看,当月合约合计增持11.49万张,其中认购增持8.08万张、认沽增持3.41万张。认购、认沽在浅虚值部位均有增持,但认购在虚值部位增持更多且范围更广,预计市场短期上行压力增大。

沪深300期权持仓量、成交量继续回升。上证300ETF期权成交量增加16.62%,中金所300期权成交量增加11.75%。深证300ETF期权持仓量增加10.49%,中金所沪深300股指期货期权持仓量增加4.28%。从交投最为活跃的上证300ETF期权持仓变动情况来看,当月合约总计增持6.56万张。认购增持4.26万张,4.0至4.5平值到4.4虚值大笔增持,合计4.10万张,占认购总增持量的96.24%;认沽增持2.29万张,集中在4.0平值部位,达到2.08万张,占认沽总增持量的90.83%。与50ETF持仓变动类似,认购、认沽虚值部位均有增持,但认购在虚值部位增持更多,预计市场短期宽幅振荡为主。

中证1000股指期货期权持仓量为11.62万张,较前

一交易日增加3.02%。当月合约总计增持1373张,其中认购增持1117张、认沽增持256张。上证500ETF期权、深证500ETF期权、创业板ETF期权持仓量不同程度回升,同时认购、认沽在虚值部位均增持,认购增持主要在中度虚值部位,预计后市宽幅振荡为主。

市场缩量回调,波动率小幅走弱。目前,上证50ETF当月平值期权隐含波动率为14.59%,较前一交易日的17.09%有所回落。上证300ETF期权隐含波动率为14.83%,较前一交易日的15.70%小幅走低。历史波动率同步下行,50ETF30日历史波动率为15.22%,沪深300指数30日历史波动率为14.24%。隐含波动率、历史波动率价差明显收缩。50ETF期权认购、认沽波动率价差走强,合成标的维持平水状态。

整体上,指数宽幅波动,隐含波动率回落,认购、认沽在浅虚值部位集中增持,且认购增持幅度更大,前期多头情绪有所降温,投资者牛市价差多头组合可继续持有。

(作者单位:中信建投期货)

资金市场监测

利率呈下行态势

■ 陈志翔

受资金供应充足与需求下降的影响,本周国内市场利率呈现全面下降态势。截至8月8日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜、1周期、2周期、1月期、3月期、6月期、9月期、1年期利率分别报收于1.361%、1.775%、1.775%、1.727%、1.968%、2.075%、2.177%、2.258%、2.316%,较8月1日分别下降19.7、3.1、6.9、8.8、2.3、2.1、2.2、2.1个基点。

项目	8月8日Shibor	较8月1日变化
O/N	1.361%	-19.7BP
1W	1.775%	-3.1BP
2W	1.727%	-6.9BP
1M	1.968%	-8.8BP
3M	2.075%	-2.3BP
6M	2.177%	-2.1BP
9M	2.258%	-2.2BP
1Y	2.316%	-2.1BP

表为Shibor周度变化

近期,央行逆回购操作趋于平稳。本周央行累计有530亿元逆回购到期,前两个工作日央行仅开展逆回购90亿元,预计本周大概率实现净回笼,但对国内市场流动性的影响有限。本月央行有4000亿元的逆回购到期,央行预计中性续作,对于流动性的影响也相对有限。8月地方债券发行将提速,但财政收支差额部分对冲,政府存款对超储的消耗约在2000亿元,处于季节性偏高水平。资金需求方面,6月底已经透支了7—8月的信贷需求。

短期来看,临近月中缴税、缴款高峰,市场利率有望反弹。中长期来看,国内资金需求疲软,而供应充裕,市场利率弱勢格局很难改变。

(作者单位:金石期货)

技术解盘

IH 上冲受阻



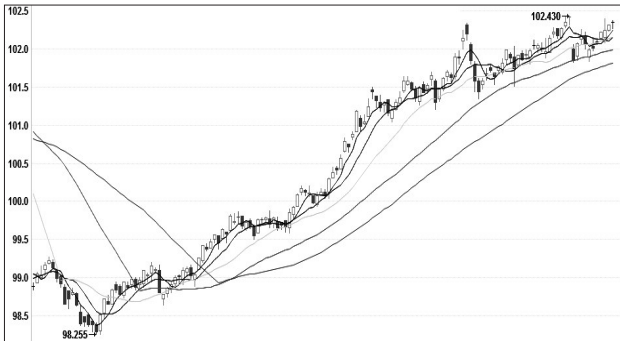
前期,IH向上接连突破60日均线 and 下跌通道上沿,走势转强。但是,上冲黄金分割0.5对应的2940点未果,转而振荡下行。目前,价格自低位上行,但在黄金分割0.382对应的2700点的压力位受阻。均线方面,转为多头排列。指标方面,MACD指标出现高位死叉迹象,KDJ指标、RSI指标死叉后持续发散,给出看空信号。量仓方面,近期量仓下滑,说明多头开始获利了结。结合上述分析判断,IH在重要压力位受阻,指标走弱,量仓下滑,短期价格回落的概率较大。操作上,背靠2700点,轻仓试空。

IM 均线交织



前期,IM在跌至5706.9点的低位后振荡上行。近期,则有所走弱,跌破上涨通道下沿后,在6400—6600点窄幅整理。均线方面,长期均线和短期均线反复交织,说明走势没有明显的趋势性。指标方面,MACD指标低位金叉,给出看涨信号;KDJ指标、RSI指标死叉,给出看空信号。结合上述分析判断,IM处于振荡格局,但量能加大,故可关注在6400—6600点上下沿的运行情况,若能形成突破,则顺势操作。

十债 指标修复



2018年以来,十年期国债期货一直处于大的上涨周期。近期,持续创出新高。均线方面,呈现多头排列。指标方面,MACD指标出现顶背离迹象,显示上涨存在隐患,但KDJ指标、RSI指标均金叉,给出看多信号。结合上述分析判断,十年期国债上涨趋势保持良好,指标逐步修复。操作上,多单继续持有,但不建议追多。

(汇果实业 黄李强)