

宏观释放积极信号

# 国债 做多情绪降温

多项数据边际转好,地产政策密集落地,叠加市场资金面预期偏紧,债市上仍存上行动力。不过,后续商业银行负债端成本和资产端收益率预计继续下行,故国债上行的空间有限。

■ 沈忱

已经公布的部分8月宏观经济、金融数据出现诸多积极信号,近期一系列地产政策出台,释放改善性住房需求,市场预期经济进一步向好,债市整体弱势运行。截至9月12日收盘,TL主力合约月内累计下行1.70%,T主力合约累计下行0.62%,TF主力合约累计下行0.46%,TS主力合约累计下行0.19%。

经济数据释放暖意,地产政策持续优化

8月官方制造业PMI回升0.4个百分点,至49.7,边际继续改善。分项看,多数指标较上月回升,其中生产指数录得51.9,扩张速度明显加快;内需修复带动新订单指数继续上行,并重回扩张区间。按美元计,8月我国出口金额同比下降8.8%,降幅较上月收窄5.7个百分点,环比由负转正,增长1.2%。随着部分大宗商品价格的反弹,8月进口额环比增长7.6%,展现出更强的弹性。

近期一系列地产需求端政策优化出台,包括下调首套、二套房商业首付比例和二套房贷款利率下限,一线城市“认房不认贷”等,这在改善基本面预期



的同时,相应抬升了市场风险偏好。需求端政策逐步明晰后,超大、特大城市城中村改造的实施细则仍需重点关注。货币化安置的比例及配套财政资金和政策性金融工具的使用情况决定其对于行业需求、投资两端的拉动作用。

信贷社融总量超预期回升,结构仍有待改善

近日公布的8月信贷社融总量实现超预期增长,但结构仍有待改善。居民购房意愿低迷的情况下,中长期贷款增长乏力,同比少增1056亿元。与此同时,“票据冲量”现象明显,而与投资关联度较高的企事业单位中长期贷款则连续第2个月同比少增。社融增幅较大更多是受政策影响,政府债券融资放量是推升社融同比多增的主因。今年地方债发行滞后,8—9月政府债券融资对社融存在较强支撑。

此外,8月新增居民存款7877亿元,强于季节性,仅略逊于去年同期。M2和M1剪刀差继续处于高位,储蓄定期化趋势暂未大幅改善,居民部门预期偏弱,货币流通速度放缓可能影响货币政策的传导效率。

资金面预期偏紧,关注月内降准是否落地

8月税期过后,短端资金利率不降反升,这与8月地方债发行放量以及部分地区城投债受到市场关注有关。另外,8月中上旬央行新闻发布会上重提“防止资金套利和空转”,可能降低了大行融出意愿,导致市场资金面边际趋紧。

国务院相关报告明确,今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕。截至9月1日,今年新增专项债额度完成约84%,剩余约6050亿元。叠加商业银行本身的季末考核,资金面仍面临多重考验。虽然市场对于本月降准存在一定预期,但“宽货币”边际加码受到稳定汇率的影响。

短期来看,已公布的部分宏观数据边际转好,地产相关政策密集落地且后续有加码的可能,叠加9月市场资金面预期偏紧,债市做多情绪受到压制。不过,在宏观政策逆周期调节基调不变、货币流通速度偏缓以及地方政府化债环境下,后续商业银行负债端成本和资产端收益率预计继续下行,故国债收益率持续向上的空间有限,若9月期债盘面出现超跌,则是较好的做多机会。(作者单位:银河期货)

# A股底部已经清晰

■ 李鸣

8月法国通胀压力有所缓解,但制造业产出连续位于收缩区间。德国服务业PMI8个月来首次陷入萎缩,靠服务业缓解工业衰退的希望弱化。8月欧元区制造业PMI虽有改善,但仍位于收缩区间,综合PMI连续3个月位于收缩区间。欧元区最大的两个经济体增长显出颓态,欧元兑美元继续贬值,欧洲央行9月加息25个基点的概率降至40%。客观数据下,欧元大坝效应弱化,非美货币贬值压力增大。从美联储角度考虑,非农数据下修及制造业订单减少表明经济数据正在逐步松动。信用结构上,企业与私人部门名义产出尚未受到直接抑制,资产负债表仍显韧性;产业结构上,因制造业回流及AI创新支持继续加息的可能性仍在。Jackson Hole会议之后加拿大率先表示暂停加息,各大经济体加息终点

料在咫尺。外部宏观环境波动预期加大。

国内房地产政策优化调整。伴随着广州、深圳、上海、北京四个一线城市宣布执行“认房不认贷”,已有超过30个城市跟进落实房地产优化举措。东莞、佛山、嘉兴、南京、兰州等城市取消限购,沈阳、大连、重庆等十多个城市明确执行差异化住房信贷政策。根据中指研究院的调查数据,政策执行后,全国置业意愿提升了15个百分点。此外,央行宣布下调外汇存款准备金率,以稳定离岸人民币汇率。PMI回转及华为芯片带来的“崛起”提振人民币风险偏好,A股重迎8月撤离的北向资金,离岸人民币汇率一度行至7.24。

值得注意的是,规模以上工业企业应收利润率回升是A股EPS即将改善的早期信号。中国8月消费者对于未来6个月的经济信心以及移向更贵消费的趋势回暖。金砖国家扩展也将促使新贸易体系的建立显出成效。同时,资本市场供应端,下调印花

税、“破发不能减持”,提高分红要求,对盘面保持合理波动进行调控;需求端,下调保险资金进入权益市场的风险因子,未来可能完善保险、社保、年金等资金进入权益市场的相关制度规则,为长线资金入市营造良好环境。整体上是为提高A股韧性、提高投资者财产性收入做铺垫。最新公布的社融数据也明显好转。目前顺周期板块资金暂未形成合力是正常的,大宏观周期角度反映企业盈利的M1仍处低位,化债借新还旧并不产生实物工作量。

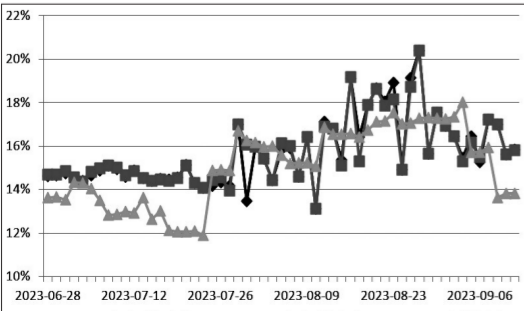
综合考虑,A股仍在磨底,但底部已经清晰,后续预计振荡上行。期指市场上,IF运行区间预计在3710—3880点,建议波段操作;IH当月和隔季合约的基差处于近年来的较低水平,建议选择跨期正套;考虑到北向资金走向的因子效应,建议在做多IM的同时做空IF,获取跨品种套利的收益。

(作者单位:长江期货)

# 成交活跃度下降

■ 彭锦桥

9月12日,A股小幅回调,上证指数收跌0.18%、创业板指数收跌0.59%、科创板收跌0.65%,两市成交0.71万亿元。期权标的分化,中证500、中证1000指数小幅收红,创业板、科创板指数跌幅约0.65%,沪深300、上证50指数小幅收跌。期权市场交投活跃度降低,当日沪深两市及中金所期权总成交316.75万张,较前一交易日的542.27万张下降41.59%;总持仓990.74万张,较前一交易日的948.68万张增加4.43%。



图为50ETF当月平值期权隐含波动率走势

科创50ETF期权成交量下滑,而持仓量增加。当日科创50ETF期权成交54.58万张,较前一交易日下降超30%,但持仓量增长3%。从成交最活跃的华夏科创50ETF期权成交情况来看,当月合约总计增持0.24万张,其中,认购在平值部位增持0.73万张,而在浅虚值部位减持1.19万张;认沽在虚值部位增持0.81万张,在浅实值部位减持0.42万张。整体上,认购在平值部位集中增持,认沽在虚值部位集中增持,预计后市支撑增强。

50ETF期权成交量减少46.63%,而持仓量增加4.01%。当日50ETF期权成交75.37万张,较前一交易日的141.23万张减少65.86万张。同时,持仓270.50万张,较前一交易日的260.06万张增加10.44万张。从当月各执行价的持仓变动情况来看,当月合约合计增持4.40万张,其中认购增持1.16万张、认沽增持3.24万张。整体上,认购、认沽在浅虚值部位均有增持,且增持部位均匀,预计后市宽幅振荡为主。

沪深300期权持仓量继续回升。深证300ETF期权成交量下降49.43%、上证300ETF期权成交量下降35.93%、中金所300期权成交量下降36.20%。与此同时,深证300ETF期权持仓量增长7.00%、中金所沪深300股指期货持仓量增长1.15%。从交投最活跃的上证300ETF期权持仓变动情况来看,当

月合约总计增持5.58万张,其中认购增持2.66万张、认沽增持2.92万张。与50ETF持仓变动类似,认购、认沽在虚值部位均增持,且持仓价位相对分散,预计短期方向不明,宽幅振荡为主。

中证1000股指期货持仓量为14.75万张,较前一交易日增长31.57%。当月合约总计减持1465张,其中认购减持1522张,而认沽增持57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,且认购、认沽在虚值部位均有增持,但认购价位分布相对均衡,预计后市宽幅振荡为主。

隐含波动率方面,变动不大。目前上证50ETF当月平值期权隐含波动率为15.83%,较前一交易日的15.62%小幅走高;上证300ETF期权隐含波动率为14.63%,较前一交易日的15.03%小幅走低。历史波动率明显回落,50ETF30日历史波动率为13.81%,沪深300指数30日历史波动率为14.00%。隐含波动率与历史波动率价差走扩。此外,50ETF期权认购与认沽的波动率价差变动不大,合成标的维持升水状态。

综合来看,认购、认沽在浅虚值部位增持,但认沽增持力度更大,且价位分布较广,市场存在一定企稳预期,投资者宽跨式头组合可继续持有。(作者单位:中信建投期货)

资金市场监测

## 融资需求回暖 资金利率走强

■ 陈志翔

受社会融资需求上升以及国庆节长假资金需求旺季来临的影响,本周市场利率呈现全面上升态势。截至9月12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年期利率分别为1.834%、1.931%、2.105%、1.999%、2.104%、2.203%、2.278%和2.331%,较9月5日分别上升44.4、19.8、31.6、8.8、5.8、5.2、3.8和4.4BP。

中国人民银行公布的数据显示,8月国内M2存量为2869300亿元,同比上升10.6%;社会融资规模为31200亿元,同比上升26.25%,表现亮眼;新增人民币贷款为13600亿元,同比上升8.8%。融资数据向好,说明市场资金需求转旺,引发中长期利率回升。

进入9月,资金需求回暖,市场利率也稳步上行。为了平抑利率,央行近期加大逆回购投放量,上周累计开展7450亿元的逆回购,本周前两个工作日累计开展了4240亿元的逆回购,本周央行大概率实现净投放。本月央行有4000亿元的中期借贷便利到期,央行大概率小幅超额续作,对于流动性的影响相对有限。

项目	9月12日 Shibor	较9月5日变化
O/N	1.834%	44.4BP
1W	1.931%	19.8BP
2W	2.105%	31.6BP
1M	1.999%	8.8BP
3M	2.104%	5.8BP
6M	2.203%	5.2BP
9M	2.278%	3.8BP
1Y	2.331%	4.4BP

表为 Shibor 周度变化

整体来看,国内信贷季节性回暖,提振中长期利率,但在流动性宽松的大背景下,中长期利率持续上行的空间不大。随着月底的临近,中秋节和国庆节长假的资金需求开始释放,即使央行加大逆回购投放量,短期市场利率也将偏强运行。(作者单位:金石期货)

技术解盘

IF 指标金叉



2022年10月以来,IF主力合约一直呈现宽幅振荡走势,运行区间在黄金分割0.236对应的3670点至黄金分割0.382对应的4100点之间。而近期,跌至3670点的下方支撑附近,若向下形成突破,则空间就会被打开。均线方面,长期均线和短期均线交织。而指标方面,MACD指标、KDJ指标、RSI指标均在低位黏合,并有金叉迹象。量仓方面,近期价格的下跌伴随着明显的减仓缩量,说明下跌很大程度上是由多头获利了结所致。结合上述分析判断,IF有望止跌回升。操作上,前期空单止盈,背靠3700点轻仓试多。

IC 前低支撑



2022年5月以来,IC主力合约呈现高位波动走势,运行区间在黄金分割0.618对应的5474点至黄金分割0.809对应的6300点之间。近期,在5474点的支撑位附近止跌反弹,说明前期支撑仍然有效。均线方面,短期均线上穿长期均线。指标方面,MACD指标、RSI指标金叉后持续发散,KDJ指标金叉。量仓方面,近期IC的反弹伴随着明显的减仓缩量,说明上涨主要由空头回补所致,上涨动能并不充足。结合上述分析判断,IC将继续上行,但高度有限。操作上,轻仓试多。

TF 检测压力



2018年以来,TF主力合约呈现单边上涨走势。但近期,在创出102.65点的历史高位后开始回调,并跌破60日均线。均线方面,长期均线下穿短期均线。指标方面,MACD指标死叉后持续发散,没有出现见底背离和金叉迹象,而KDJ指标、RSI指标金叉。量仓方面,近期TF的下跌伴随着持仓放量,说明行情由空头主动进场所致。结合上述分析判断,趋势性指标走弱,给出看空信号,但KDJ指标和RSI指标走强,预计TF将在反弹过程中测试60日均线的压制有效性。操作上,背靠60日均线轻仓试空。(弘毅物产 黄李强)