

积极政策叠加

# 静待股市信心恢复

总体上,稳增长信号明确,股市情绪将逐步改善,建议投资者将股指期货作为一种成本集约的权益资产配置工具,构建合适的投资策略。



曹晓军

近期A股市场呈现几个特点:第一,主要指数走势分化。11月,北证50指数表现亮眼,累计涨幅超过27%,其间连续冲高后回落,月振幅50%;中证2000指数累计上涨5%,振幅在8.74%;四个期指标的指数中,中证1000、中证50小幅攀升,而上证50、沪深300有所下跌。可以看出,近期中小市值股票更受投资者青睐。第二,市场风险偏好整体不高,投资者信心稍显不足。8月以来上证50、沪深300指数跌速加快,当前波动率维持在低位水平。虽有宏观逆周期调节加码和多项活跃资本市场政策陆续出台,但投资者对企业盈利预期信心不足,市场情绪恢复仍需时日。第三,中证500股指期货(IC)和中证1000股指期货(IM)贴水程度加大。以季月合约为例,10月下旬至12月初,IC2406合约对现货指数贴水从负100扩大到负200点,IC2403合约升贴水从零值扩大到负110点。也就是说,现货指数相对走强的同时,远月期货合约反而走弱。在此环境下,可以考虑用远月期货多头替代现货持仓,在贴水回归的过程中,获取更多持仓利润。

展望年底及2024年,笔者认为,以下因素将影响A股市场走势:

首先,后续增量资金预计较为充足。随着今年沪深港通标的双向扩容以及交易日历优化等措施的

推进,沪深港通交易更加活跃,A股资产吸引力不断增强。社保基金、个人养老金等市场机制的发展也将为A股带来更多增量资金。另外,保险资管行业相关政策变化也值得关注。国家金融监管总局《关于优化保险公司偿付能力监管指标的通知》中,调整了保险公司投资A股部分股票的风险因子,引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。

其次,衍生品市场更加完善,增强国内权益市场对外资的吸引力。目前,权益市场场内衍生品体系不断丰富,比如证券交易所在6月上市两个科创50ETF期权、期货交易所8月就深证100股指期货、期权合约及交易细则征求意见。衍生品市场发展将为市场参与者提供良好的风险对冲工具,进一步增加A股对全球投资者的吸引力。目前合格境外投资者可参与股指期货、股指期权品种交易,交易目的限于套期保值交易。

再次,人民币汇率有望走强。2023年,受美联储加息、中美国债收益率利差变化及国内经济复苏节奏等因素影响,离岸人民币兑美元汇率从年初的6.93走弱至11月中旬的7.3,之后有所走强。未来,受美联储暂停加息、国内经济恢复向好的提振,人民币兑美元汇率有望继续走强,人民币资产也将再获青睐。

然后,全面注册制落地后,权益市场结构分化加剧。随着全面注册制的落地,相关机制日益完善,发

行上市更加市场化,核心业务突出、经营稳健的企业势必获得更多关注,结合经济环境和政策导向,科技、消费等板块公司市值占比将提升。

最后,经济整体恢复向好。消费需求和工业生产等领域有望延续向好格局。随着海外通胀风险降低、去库存周期接近尾声以及国际格局变化,外需料走出低迷状态,外贸对经济将产生积极贡献。同时,财政政策发力,房地产市场保障性住房政策等出台,将提振总需求。流动性预计维持稳健偏宽松格局。从物价角度看,当前CPI同比增幅在零值附近,PPI同比降幅在下半年有收窄趋势,整体物价水平不高。从融资需求角度看,8—10月社会融资规模同比分别多增6600亿元、5900亿元和9300亿元,M2同比增速均在10.3%以上,M1增速则持续低迷,10月仅有1.9%,信贷投放和实体需求之间存在差异,实体需求有待进一步恢复。在此环境下,不排除后续降准、降息的可能。不过,当前低利率带来了信贷套利空间。因此,预计货币政策整体以稳健为主。整体利率水平将保持低位,后续如果融资需求修复向好,那么短端利率将逐步抬升,并向收益率曲线长端传导。财政政策预计延续积极的政策基调。1万亿元特别国债发行后,2023年财政赤字率提高至3.8%,中央开启加杠杆。后续财政方面重点关注地方政府继续化解隐性债务风险,广义财政支持城中村改造、保障性住房建设。(作者单位:华安期货)

## 利率短强长弱 期债走势分化

黄秀仕 石舒宇

11月中国官方制造业PMI为49.4%,景气水平略有回落,其中生产保持扩张、新订单和新出口订单则相对疲软,但11月财新制造业PMI为50.7%,其中企业信心回升至4个月高点。企业信心持续改善在官方非制造业PMI上同样有所体现,建筑业和服务业的业务活动预期均维持在高景气度区间,建筑业PMI为55%,扩张幅度较上个月进一步增强。在财政拉动供给侧积极修复的同时,需求侧仍显不足,1—10月规模以上工业企业累计利润虽同比降幅收窄,但利润同比回落,在主要原材料购进价格和出厂价格再次走弱后,国内外需求有待进一步激发和释放。

11月信贷扩张节奏放缓,盘活存量信贷效率。11月27日央行发布2023年第三季度中国货币政策执行报告,在平滑信贷波动和完善信贷结构、流动性中性供给和国债持有结构、房地产股权融资纾困和地方债指导化解等方面给出了统筹规划方案。报告中专栏提及信贷结构和存量信贷问题,强调要提高单位信贷下的经济产出和绿色信贷占比,并且会弱

视单月信贷水平波动,随着明年一季度信贷投放的前移,11月信贷数据相对较弱是大概率事件,预计在M1和M2剪刀差以及社融结构制约下,央行短期信贷支持力度减弱,在配合年末万亿元国债发行并维持市场流动性合理充裕的同时,会保持货币信贷和社会融资规模同步增长。

10月底中央金融工作会议后,央行不断加强与财政、监管等政策的协调配合。在资金供给水平上,11月央行对金融机构开展常备借贷便利操作共48.71亿元,开展中期借贷便利操作共14500亿元,全月资金面供给有序平稳。市场利率方面呈现逐渐走高态势,受资金净回笼和月末资金面较紧等因素影响,GC001、R001等短端资金价格上升,但跨月后均降至正常区间。PMI数据公布后,10年期国债利率快速下行,10年期国债期货合约价格高位振荡。相较于7天逆回购利率,DR007和R007在近3个月的多数时间处于高位,其利差跨月后虽有回落但相较11月初仍偏高10BP左右。11月最后一周以来,1年期国债收益率持续高位波动,10年期和1年期国债到期收益率利差缩小至32BP,期限利差明显收窄,导致国债期货价格分化

程度加大。

稳增长预期积极和短期央行信贷投放意愿不强导致国债价格走势分化。其一,PMI和工业企业利润数据表明实体需求仍然较弱,经济复苏阶段基本面会维持长端利率低位,但11月下半年基建发力效果显著,钢铁、热卷和冷轧开工率均有回升,尤其是热卷,产能利用率和产量大幅提高,焦煤和玻璃价格也迅速走强,在出口和消费的掣肘下,12月1万亿元特别国债发行和财政前置预期使得长端利率没有大幅上行风险。其二,万亿元特别国债增发后资金可能出现缺口,市场对降息降准的预期仍存,但11月底跨月的资金面相对宽松,央行在12月初开始进行大额净回笼,使得短端利率上行幅度大于中长端,同业存单利率维持高位同时限制了短端利率的下行空间。其三,三季度货币报告指出央行货币政策会更加有针对性和协同性。在美元指数持续走低、人民币汇率压力放缓的环境下,央行会更加配合政府债的净缴款和净融资额等财政需求,在管好货币总闸门的意见指导下,短期流动性持续加码的意愿不强。

(作者单位:华联期货)

### 持仓分析

## 期指整体持仓量继续增加

赵晶

12月5日,上证指数早盘小幅低开后振荡下行,临近尾盘跌幅进一步扩大,最终收报于2972.3点。当日,期指四个品种全部收跌,其中IF、IH主力合约跌幅超过2%,IC及IM主力合约分别下跌1.67%和1.83%。基差方面,各品种升贴水变化各异,其中IH主力合约由升水转为贴水9.38点,IF主力合约贴水扩大至14.26点,IC及IM主力合约贴水则分别收窄至24.2和34.4点。

期指持仓量继续攀升,四个品种当日共计增仓24488手,至968992手。同时,期指各品种持仓量均

明显增加,其中IF增仓8878手,持仓量升至284037手;IH增仓6796手,持仓量升至143974手;IC增仓4307手,持仓量升至299259手;IM增仓4507手,持仓量升至241722手。

期指各品种前20席位持仓量较12月4日出现不同程度增加。IF多头增仓8766手,空头增仓8562手,净空持仓量微降至56115手;IH多头增仓7928手,空头增仓5830手,净空持仓量降至31024手;IC多头增仓5236手,空头增仓3039手,净空持仓量降至17865手;IM多头增仓5051手,空头增仓3856手,净空持仓量降至16104手。

具体席位方面,伴随着指数的再度下行,市场分

歧加大。IF市场上,多头方面,国泰君安期货席位增仓4679手,净多持仓量升至5713手;东证期货席位增仓2341手,净多持仓量升至3175手;光大期货席位增仓1281手,净持仓由空翻多,净多866手。空头方面,国投安信期货席位增仓495手,净空持仓量升至3986手;华闻期货席位增仓1419手,净空持仓量升至1956手;国富期货席位增仓375手,净空持仓量升至1673手。

综合来看,期指整体持仓量回升,且各品种主力增仓态势明显。经过连续多日的调整,市场短期积累了较大跌幅,预计后续有所企稳。

(作者单位:永安期货)

### 资金市场监测

## 中长端利率料稳中有升

黄李强

月底资金需求高峰结束,短期资金市场利率下降。截至12月5日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜、1月期、3月期、6月期、9月期、1年期利率分别报收于1.714%、2.327%、2.533%、2.55%、2.554%、2.571%,较11月28日分别上升0.3、6、6.8、2.6、1、0.7BP;1周期、2周期利率分别报收于1.816%、1.999%,较11月28日分别下降23.5、76BP。

| 项目  | 12月5日 Shibor | 11月28日 Shibor |
|-----|--------------|---------------|
| O/N | 1.714%       | 0.3BP         |
| 1W  | 1.816%       | -23.5BP       |
| 2W  | 1.999%       | -76BP         |
| 1M  | 2.327%       | 6BP           |
| 3M  | 2.533%       | 6.8BP         |
| 6M  | 2.55%        | 2.6BP         |
| 9M  | 2.554%       | 1BP           |
| 1Y  | 2.571%       | 0.7BP         |

表为 Shibor 周度变化

本周央行累计有21360亿元逆回购到期。前两个工作日央行仅开展了2770亿元的逆回购,周内大概率净回笼资金。本月,央行有6500亿元逆回购到期,额度较大,央行超额续作概率较大。

央行公布的数据显示,10月国内社会融资规模为18452亿元,同比增长9.3%,增速较9月上升0.3个百分点;10月新增人民币贷款7384亿元,同比增长20.03%,增速为近7个月以来的高点。

短期来看,年底临近,银行由于MPA考核的原因开始收紧银根,企业也开始回笼资金,资金面阶段性偏紧。不过,近期股市表现欠佳,影响了市场资金需求,短端利率将延续偏强格局。中长期来看,国内经济稳步复苏,市场资金需求上升,中长端利率势必稳中偏强运行。

(作者单位:弘毅物产)

### 技术解盘

IH 增仓放量



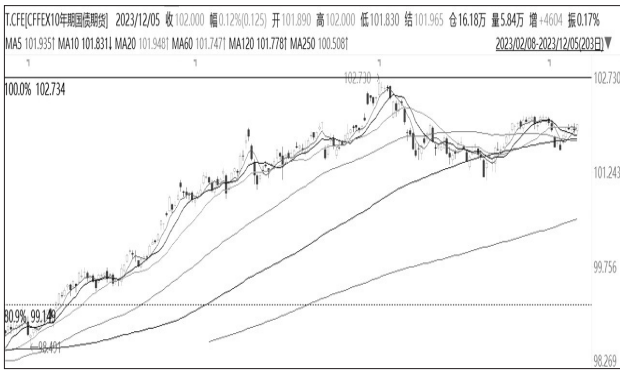
前期IH在跌至黄金分割0.382对应的2450点的支撑位后出现反弹,但之后反弹受阻,近期大幅回落。均线方面,呈现空头排列。指标方面,MACD指标低位死叉;KDJ指标、RSI指标死叉后持续发散,但RSI指标已经进入超跌区间。量仓方面,近期的下跌伴随着增仓放量。结合上述分析判断,IH后续偏弱运行。

IM 上冲未果



近期IM跌破前低5760点,创下5571.2点的新低,之后上冲黄金分割0.382对应的6233点的压力位未果,价格再次回落。均线方面,短期均线和长期均线交织,没有明显的趋势性。指标方面,MACD指标高位死叉;KDJ指标、RSI指标死叉后持续发散。量仓方面,近期的回调伴随着减仓缩量。结合上述分析判断,IM在重要压力位受阻。

T 均线交织



近期T呈高位振荡走势,运行于101—102点。均线方面,短期均线和长期均线交织,没有明显趋势性。指标方面,MACD指标、KDJ指标、RSI指标金叉后持续发散。结合上述分析判断,T后续将继续高位波动。

(金石期货 陈志翔)