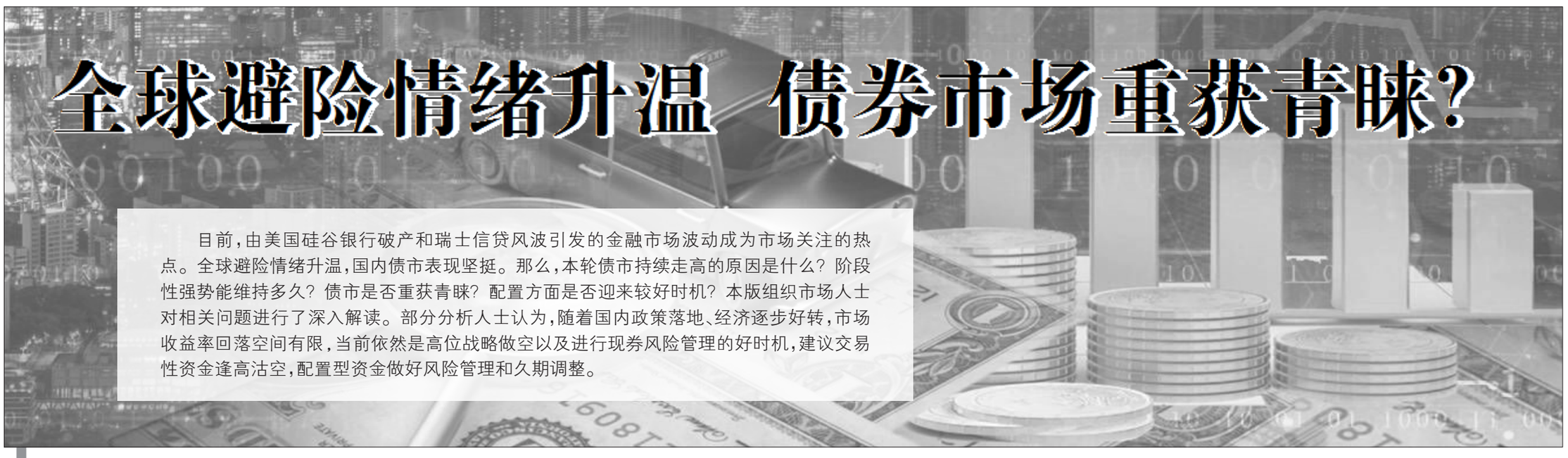
2023年3月17日 星期五
责编：张欢 电话：(0371)65613080 校对：丁涛
E-mail：shichang@qhrb.com.cn
期货日报
本版内容仅供参考 据此入市风险自担



全球避险情绪升温 债券市场重获青睐？

目前，由美国硅谷银行破产和瑞士信贷风波引发的金融市场波动成为市场关注的热点。全球避险情绪升温，国内债市表现坚挺。那么，本轮债市持续走高的原因是什么？阶段性强势能维持多久？债市是否重获青睐？配置方面是否迎来较好时机？本版组织市场人士对相关问题进行了深入解读。部分分析人士认为，随着国内政策落地、经济逐步好转，市场收益率回落空间有限，当前依然是高位战略做空以及进行现券风险管理的好时机，建议交易性资金逢高沽空，配置型资金做好风险管理和久期调整。

>>> 深度分析 >>>

期债在纠结中走高

■ 何慧

本周，三大期债在纠结中重心上移。一方面，欧美银行危机由美国蔓延至欧洲，全球避险情绪升温，低风险偏好下贵金属和债券相对坚挺；另一方面，MLF超额平价续作，降准预期落空，国内金融数据和经济数据企稳回升对债市带来的利空影响相对不明显。

目前，由美国硅谷银行破产和瑞士信贷风波引发的金融市场波动成为市场关注的热点。为对抗高通胀，美联储自去年3月以来持续8次加息，累计450BP，美联储持续加息不仅带来商业银行负债成本的上升，同时引发银行资产的大规模浮亏和损失，最终引发银行体系的不稳定。在硅谷银行等银行发生存款挤兑及SVB和SNY倒闭后，美国银行系统经营环境迅速恶化，这导致美国的银行系统评级展望从稳定降至负面，进而导致银行业的借款成本增加。此外，银行业风波将迫使中小型银行收紧放贷标准以保持足够流动性，这将对整体需求状况带来拖累，从而降低经济增速。总而言之，硅谷银行的问题是美联储大幅加息下的必然结果，美联储的持续加息最终必然会引发金融市场的动荡甚至经济衰退。

美国多家银行破产所引发的金融市场波动愈演愈烈，并传导到了欧洲，市场恐慌情绪使欧美股市全面受挫，这也令市场对美联储和欧洲央行的进一步加息预期降温，促使美债收益率和欧债收益率快速下跌。此外，原油市场大幅下跌对银行危机和经济衰退风险进行定价。如果海外金融市场波动得不到有效缓解，仍需警惕新一轮金融危机的产生。由于金融危机所具有的传染性、不可预测性、非线性和趋势性，将不可避免地对国内市场产生影响。首先，影响市场风险偏好，恐慌避险情绪下导致股跌债涨。其次，影响实体经济，欧美衰退将加大我国出口下行压力。最后，影响货币政策。虽然近几年中美经济周期和货币政策周期错位，央行独立性增强，但如果美债利率大幅下行，不排除会从情绪和资金流动上带动国内利率下行，从而助推国内债券价格继续上涨。

国内方面，本周1—2月经济数据和MLF续作情况是投资者关注的焦点。1—2月经济数据企稳回升，工业生产恢复加快，企业预期好转，服务业明显回升，接触型聚集型服务业改善，基本生活类和升级类消费增长较快，固定资产投资稳定增长，高技术产业投资增长较快，地产投资跌幅大幅收窄。结合近期公布的2月超预期增加的信贷社融数据，宽信用稳增长得到初步验证。由于前期市场较大程度定价了经济复苏预期，因此，债券市场对1—2月经济数据反应并不明显。

春节之后，银行间流动性环境有所收敛，信贷需求修复力度较强、财政支出相对缓慢导致银行间流动性水位维持低位，同业存单到期收益率代表的商业银行负债成本有所走高，银行间资金利率也出现较大幅度波动。在资金利率中枢已经回到政策利率附近的背景下，央行加大逆回购操作规模、超额续作MLF以维持银行间流动性环境趋于稳定。在1—2月信贷投放规模显著同比多增的背景下，央行自2023年以来持续超额续作MLF补充银行间中长期流动性。

周三，央行超量续作4810亿元1年期MLF，当月实现2810亿元的MLF净投放，MLF增量续作有助于补充中长期流动性，减缓银行缺长钱的压力。与此同时，伴随税期资金面收敛，7天期DR007回购利率上行至2.0%上方，央行在公开市场7天期逆回购单日净投放1000亿元，有助于短期流动性的平衡。对债市而言，一方面表达了央行当下呵护流动性市场合理宽松的态度，另一方面也意味着短期降准概率下降，因此总量政策工具延续稳健的基调下对债券的利多相对有限。目前，三大期债加权指数均运行至20日动态区间上沿附近，技术上关注能否有效突破区间上沿及120日均线。

（作者单位：中辉期货）

机构存较强配置需求

■ 唐广华

3月份以来，国债期货价格继续走强，T2306合约上涨超过0.68%，最新价格创去年11月份以来的新高，主要受GDP预期目标偏低、CPI等经济数据低于市场预期和欧美银行危机推升市场避险情绪等因素影响。

2023年政府工作报告中，总量目标以稳为主，GDP增长目标从5.5%下调至5%左右。城镇新增就业目标上升，从1100万人以上提高到1200万人左右。通胀目标保持3%，与去年表述一致。财政赤字率和地方政府专项债规模比去年同期均有所增加，且今年政府债券发行继续保持前置，地方政府专项债融资将继续发力，支持实体经济发展。货币政策方面，预计短期央行将进入观察期，继续降准降息的概率均较低。

1—2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，略低于预期，比2022年12月份加快1.1个百分点；社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，符合市场预期，餐饮、基本生活类和部分升级类商品销售实现较快增长；全国固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%，比2022年全年加快0.4个百分点，好于市场预期。分领域看，基础设施投资同比增长9.0%，制造业投资增长8.1%，房地产开发投资下降5.7%，固定资产投资好于预期主要来源房地产开发投资的降幅收窄。

2月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨的城市分别有55个和40个，比上月分别增加19个和27个。在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率的情况下，商品住宅销售价格环比上涨城市个数继续增加，各大城市商品住宅销售价格环比总体上涨。从销售上看，1—2月份全国商品房销售面积15133万平方米，下降3.6%；商品房销售额15449亿元，下降0.1%，降幅显著收窄。3月份高频数据显示，30个大中城市日均商品房销售面积已经开始转正。房地产市场价格和销售逐步改善，后续有望继续回暖，关注回升情况。

2月份CPI上涨1.0%，涨幅比上月回落1.1个百分点，同比涨幅回落较多，分项中食品和非食品等价格同比均有所回落，主要是受春节错月、春节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。当前物价处于低位，短期通胀压力较小，不会对央行货币政策产生影响。

3月15日，央行开展4810亿元MLF操作，对冲当日到期的2000亿元MLF后，净投放2810亿元，净投放MLF规模创2020年12月来最多。不过MLF操作利率保持不变，央行已经连续8个月未调整操作利率。预计央行将继续维持市场资金面合理充裕，为经济增长提供适应的环境。

3月10日，美国联邦存款保险公司宣布硅谷银行被关闭，是本轮美国加息周期中最早爆出风险的金融机构，市场波动加大，CBOE波动率指数从19.11快速上涨至26.5，引发美国银行股大幅下跌和权益市场的回落。同时，银行危机也蔓延到欧洲，瑞士信贷财报出现问题后，股价大幅下跌，再度引发市场恐慌情绪，全球股票和大宗商品价格普遍下跌，市场对美联储等央行持续加息预期降温，债券市场收益率显著下行。自3月7日以来，10年期美债收益率已经回落达到46基点。国内A股和大宗市场也同步走弱，推升市场避险情绪，支持国债期货价格继续走强。

展望后市，受海外银行危机影响，市场波动仍将继续，股票和大宗商品市场仍面临较大的压力，美联储有望放缓加息进度，利好债券市场。国内市场情绪也趋于谨慎，央行继续维持市场资金面合理充裕，机构仍存在较强的债券配置需求，短期将继续对国债期货价格形成支撑。不过，国内房地产市场已经逐步回暖，市场景气指数和社会融资规模等领先指标开始回升，经济有望继续企稳回升，预计债券收益率下行空间有限，避险情绪缓和后谨防期债价格回落。

（作者单位：申银万国期货）

债市踏入第三个阶段

■ 王荆杰 方旻

从市场节奏来看，今年以来债市已踏入第三个行情阶段。

第一阶段，2023年年初至春节前，债市悲观情绪较浓，利率振荡上行。2022年年底受赎回潮影响，机构普遍仓位较低，建仓步伐谨慎。

第二阶段，春节后至全国两会召开之前，市场预期出现分歧，资金面与长端利率、现券与期市出现分化，利率窄幅振荡。一是悲观情绪明显缓和。春节后经济高频数据表现较好，社融信贷、PMI等数据如期实现“开门红”，而债市对基本面的利空因素明显钝化。二是资金面超预期收紧，利率曲线走平。债市陷入“紧资金、宽信用”怪相，资金利率快速向政策利率回归，主要是银行信贷投放加快消耗超储、全力保基建生产开工，而债市投资者对信贷后续发力的可持续性存疑，配置盘需求有所回升，导致长端利率仅小幅抬升，而期市走势较现券明显偏强。

第三阶段，全国两会结束至今，随着经济增速目标的公布以及经济数据陆续出台，经济复苏的特征及斜率与投资者存在预期差异，债市信心增强，结合内外部环境不确定性增大，债市脱离横盘振荡进入上行区间。

近期国内1—2月经济数据出台，生产、消费、投资、出口增速均有改善，显示经济修复方向确定，但经济复苏不均衡、节奏不同步特征突出。

一是供应端强于需求端。2月PMI及工业增加值同比显示生产加快修复，其中中上游景气度回升，下游纺织、医药与通信电子增速下滑，说明外需回落影响仍大。而结合CPI同比重回“1”字头，即使剔除季节性因素及春节错位，CPI主要分项仍均环比下降，说明内需修复仍需时日。

二是基建强于地产。政策合力推动重大项目开工，基建投资如期实现引领作用，维持高速增长。地产投资降幅收窄，好于预期。房企资金来源中的个人按揭贷款同比跌幅收窄，但仍处两位数收缩区间。2月新增人民贷款中居民中长期贷款首次由负转正，这均是销售回暖的积极信号。但高频数据显示，商品房销售及二手房销售春节后回暖态势3月以来出现回落，说明销售端仍在触底阶段，地产投资难以短期大幅改善。

三是服务消费强于大宗消费。随着疫情影响消退，餐饮等服务消费明显改善，必选消费品消费维持韧性，但汽车等耐用品消费仍在走弱。

本轮经济修复的路径是以基建投资为引领，带动就业和收入预期好转，提升消费意愿及能力，从而引发消费及房地产市场的复苏。数据显示，当前经济复苏仍较缓慢，预计政策合力将有效支撑一、二季度的投资及开工，而流动性宽松及相对较低的利率水平仍是必要条件。

海外市场避险情绪浓郁。继上周美国硅谷银行事件引发市场恐慌后，瑞信银行再起风波，市场对欧美银行流动性风险及金融危机的担忧持续发酵。从直接影响看，与美债、贵金属、日元等资产相比，我国国债避险属性不强，这与人民币的国际化程度不足相关。但欧美货币当局为应对风险处置，货币紧缩节奏将受影响，外部环境对我国货币政策的掣肘将降低。

短期内，投资者交易趋谨慎，市场成交量有所收缩，利率债较信用债相对利好。

（作者单位：广州期货）

市场观察

分析人士：目前是高位战略布局的较好时机

■ 记者 吕双梅

2月下旬以来，国债期货保持阶段强势，股债跷跷板效应也表现得较为明显。

方正中期期货研究院首席金融衍生品研究员牛秋乐认为，近期国债期货价格上涨主要有两方面原因：一是国内外金融市场风险偏好较前期明显回落。股债市场跷跷板效应对国债期货压力减轻，避险情绪推升国债市场需求，国债期货价格技术性反弹。二是国内数据真空期，市场对经济修复预期较前期明显降温，现券市场收益率上行放缓，市场情绪在国债期货市场上体现更加明显，在此期间，现券市场收益并未出现明显回落。

据期货日报记者了解，近期储蓄国债（凭证式）销售较为火爆。2023年第一期、第二期储蓄国债（凭证式）于3月10正式发售，尽管新一期储蓄国债利率较前期有所下行，但依然受到投资者欢迎。部分银行网点在国债开售当日即已售罄。

业内人士认为，受疫情等因素影响，居民消费行为更加谨慎，对于储蓄有更多的需求，而储蓄国债又是安全的投资理财产品，所以即便是利率下降，仍对老百姓有吸引力。

新湖期货研究所副所长、宏观金融研发总监李明玉表示，去年四季度经济修复预期大幅提升，债市大幅调整提前释放了部分影响。另外，进入3月以来，政府工作报告中全年经济增速目标设定谨慎，意味着短期内强刺激政策密集落地的可能性偏低，基本面在预期层面对债市转为利好，同时货币政策短期转向的可能性不大。此外，欧美银行危机导致避险情绪升温，债市同样受益。

“当前金融市场受到国内外因素的影响更趋复杂，从国内来看，最新公布的1—2月份工业、投资、消费等各项实体经济数据多好于市场预期，国内经济延续企稳回升态势。但前两个月外贸数据回落，另外，受春节同比错位、市场供应充足等因素影响，物价数据保持在温和区间。央行金融统计数据也继续好于预期，国内宽信用效果逐步体现。”牛秋乐表示，在国内经济修复过程中，市场收益率继续回落空间有限，国内利率周期已经由收益率下行阶段进入上行阶段，国债市场压力也将逐步显现。

从海外市场来看，牛秋乐表示，近期美国经济表现出了较强的韧性，经济软着陆概率提升，但硅谷银行事件引发连锁反应，市场对美联储加息预期骤然降温，叠加美国2月未季调CPI年率录得6%，连续第八个月下降，美联储3月可能再度加息25BP后停止加息，并于下半年开启降息，美元指数与美债收益率近期大幅回落，中美利差倒挂情况有所缓和。近期避险情绪对国债期货仍有一定支撑，交易上仍需关注相关事件的发展。

李明玉表示，随着1—2月经济数据出炉，整体略超预期，但是并没有出现“报复性”反弹，国内经济稳步复苏方向确认，1—2月经济数据对经济修复斜率的分歧陆续得到验证。预计政策合力仍将有效支撑一、二季度的投资及开工，带动经济数据全面回暖，由经济基本面改善带来的修复行情依然可期，债市将逐渐承压。

展望后市，牛秋乐认为，国债期货阶段强势难改中长期走弱趋势，随着国内政策落地，经济条件逐步好转，国内宽信用效果体现，市场收益率回落空间有限。国债期货突破上方技术压力难度较大，当前依然为高位战略做空以及进行现券风险管理较好的时机，建议交易性资金逢高沽空，配置型资金于价格高位做好风险管理和久期调整。

李明玉表示，开年来信贷延续强势修复，MLF降息必要性较低，而信贷修复消耗超储引起银行间流动性水位降低，资金利率宽幅波动而同业存单利率持续高企，3月MLF宽幅超额续作并实现了2810亿元的中长期资金净投放，短期降准预期落空。后期总量宽货币工具基调大概率转向稳健，基本面稳步修复，均不利于债市。策略上，随着降息必要性降低以及资金面波动加大，短线做空2年期国债期货胜率较高，中长线经济稳步复苏背景下，谨慎做空10年期国债期货。