

债市对基本面重新定价

关注央行公开操作及MLF续作情况

短期内债市偏强局面有望延续。需要注意的是,税期来临前市场流动性相对平静,考虑到4月是缴税大月,资金面波动明显。

■ 何慧

本周,在外部环境改善,内部情绪乐观的推动下,三大期债向上突破3月下旬以来缩窄的振荡区间。一方面,国内经济延续结构性恢复,内生动能略显不足,债券对基本面产生重新定价。另一方面,国内中小银行下调存款利率引发市场“降息”预期,助推债市情绪保持乐观。此外,美国经济衰退担忧再起,市场风险偏好降低,也有利于国内债市环境。

近期,全国多地中小银行密集下调存款利率引发市场广泛关注。4月1日,广州银行、广东澄海农商银行分别下调不同期限的定期存款利率5—15BP不等;4月4日,南粤银行将活期和定期存款利率下调2—15BP不等;4月11日,深圳坪山珠江村镇银行也宣布将1年、2年、3年、5年期定期存款利率分别下调10个基点。此外,河南、湖北等地亦有多家银行调整了部分期限存款利率。4月8日,河南省农村信用社将1年期、2年期、3年期定期存款利率分别下调35BP、30BP和45BP。随后,河南省光山农商行、淮滨农商行、新蔡农商行、罗山农商行等多家农商行跟进下调。同时,湖北省武穴农商行、黄梅农商行、罗田农商行等多家银行也发布了下调存款利率的公告,下调幅度在5—15BP。

本轮中小银行下调存款利率,主要是为了应对



净息差的大幅回落和贷款扩张速度放缓带来的双重压力。4月11日,央行发布一季度金融统计数据,今年一季度人民币存款增加15.39万亿元,同比多增4.54万亿元,其中住户存款增加9.9万亿元,几乎是2021年全年的增量。由于居民储蓄意愿强劲,银行负债端成本相对刚性,而银行资产端利率与政策利率保持浮动,在利率下行周期中净息差的压力会压缩银行利润。此外,银行下调存款利率也引发市场对于调降MLF或者LPR利率的预期,2022年4月和9月两次大中型银行调低存款利率潮都与当时贷款市场报价利率LPR的调整有关。在降息预期环境下,开年以来持续横盘的10年期国债打破沉寂降至2.8169%。

周二,国内3月通胀与金融数据同日发布。其中,3月CPI同比上涨0.7%,创近一年半新低,PPI同比下降2.5%,低于预期和前值,偏低的CPI反映出消费复苏弹性“稳而不强”的特征,PPI更多反映了全球经济处于周期下行阶段。3月消费品和工业品价格继续回落,也为国内货币政策提供进一步空间。结合近期分化的3月制造业PMI和服务业PMI数据,均说明国内经济复苏结构分化、内生动能尚有潜力,经济基本面依旧为债市提供有效支撑。

反观金融数据,3月信贷、社融新增规模继续超预期扩张。从总量来看,社融存量同比增长10%,3

月M2同比增长12.7%,融资需求与货币供应增速之差为-2.7%,较前值-3.0%继续缩窄。不过,当月M2减速的幅度大于融资需求增加的速度,宽信用斜率偏缓,广义层面的资金流动性仍相对宽松。与此同时,尽管银行持续下调存款利率,依旧不能阻挡老百姓的存钱热情,一季度人民币存款继续增加,这也不利于社融增速的持续恢复,虽然3月金融数据表现亮眼,但市场普遍预期或已过峰值,债市对此延续脱敏特征。

海外方面,美国3月CPI同比上升5%,低于预期的5.2%,并创2021年5月以来最低,但美联储为抑制高通胀所进行的持续加息对金融市场和实体经济带来的负面效应具有滞后性。美国3月新增非农就业人数低于市场预期,10年期与3个月期美债利差倒挂幅度持续加深至-160BP以上,美国经济衰退担忧再起。美联储3月会议纪要也显示美国银行业危机产生的后果可能会使美国经济在今年晚些时候陷入衰退,市场风险偏好降低,有利于国内债市环境。

总而言之,在对经济前景乐观程度尚需观察的情况下,短期内债市偏强局面有望延续。需要注意的是,税期来临前市场流动性相对平静,考虑到4月是缴税大月,资金面波动明显,关注央行公开市场操作及MLF续作情况。

(作者单位:中辉期货)

从股债“跷跷板”看市场运行

■ 王荆杰 方曼

股票和国债是风险资产和无风险资产的典型代表。从理论上讲,当资本市场资金总量相对稳定时,若市场对经济基本面预期较乐观,风险情绪好转,投资者倾向于增配股票,减配国债,而若金融危机发生或经济基本面预期走弱时,避险情绪加剧,投资者倾向于抛售股票,增持国债资产。市场预期引起的资产配置行为一定程度上加大了两个市场的反向波动,进一步强化市场情绪。当货币宽松周期叠加经济稳步复苏时,股债出现双牛行情,在经济衰退叠加主权债务危机下,股债出现双熊行情。而实际中,由于两个市场的投资者结构不一样,对经济形势的预期时有分歧,资金的重分配效率亦时有不同,导致股债市场的相关性在市场运行的不同阶段有不同的表现。目前股债整体处于宽幅振荡阶段,“跷跷板”效应相对不显著,我们认为基于流动性维持宽松及经济稳中向好的信心继续强化的判断下,4月市场出现股债双牛局面的概率较大。

我们用IH和T主力合约收盘价的相关性来监测股债市场的“跷跷板”效应。复盘2015年以来行情,股债典型的牛市、熊市阶段中,股债相关性显著负相关,相关系数在-0.88至-0.57之间,而在2019年振荡市中,股债相关系数在0.01—0.05。2021年下半年以来,期债宽幅振荡,股市亦在今年2月以来进入宽幅振荡周期,本轮振荡周期股债相关系数在-0.5以上,未来踏入新一轮趋势性行情的概率较大。

从历史规律看,出现股债双牛的时间较短,一般不超过2个季度。股债双牛可能在两个阶段出现,一是振荡市中,由于波动率较低,股债出现共振的概率相对较大,时间也更短;二是在行情拐点处,期债牛市的末端与股市牛市的初期在时空上有一定交集,持续时间相对较长,取决于股债市场投资者对经济增长向好的一致预期的形成。2015年以来,股债双牛出现行情拐点的两个典型阶段分别是2016年6月至10月、2020年3月至4月。2016年持续4个月的股债双牛出现在经济基本面回暖、货币政策稳

健、海外英国脱欧公投事件冲击等背景下,市场流动性相对宽松仍保有期待,使得债牛尾声延续。随着企业盈利情况的好转以及大宗商品价格对货币政策的掣肘凸显,期债步入陡降,股债“跷跷板”效应重现。2020年为期一个半月的股债双牛局面则是处于该轮货币周期的尾声以及经济复工复产带动基本面回暖的阶段。

今年3月,随着经济数据陆续出台,经济修复斜率预期持续修正,股市出现振荡小幅回调及结构分化行情,而期债振荡走强。3月社融数据显示信贷需求旺盛,结合票据市场贴现利率高位运行、银行资金压力边际缓解但仍相对较紧,以及基建、地产相关开工率等高频数据看,银行信贷投放提速,但仍主要由基建投资配套融资以及结构性工具带动的制造业融资需求所支撑。因此,基于流动性维持宽松及经济修复方向确定、信心逐步稳定的判断,我们认为4月股债双牛局面出现的可能性较大。

(作者期货投资咨询从业证书编号 Z0018586)

股指中小板块较为抗跌

■ 柴玉荣

在四大大期指连续三周收阳后,本周中证500和中证1000期指在前期箱体上沿附近振荡休整。截至周三,IC2304小幅收跌0.39%,IM2304小幅收跌0.33%。自4月3日以来,市场成交额连续7个交易日处于万亿元之上,万亿量能表明市场风险偏好积极,上证综指基本维持在3300点上方运行,但未能再创新高。

本周央行公布国内3月金融数据,社融呈现总量和结构双重利好。3月新增社融5.38万亿元,高于市场预期的4.5万亿元,新增人民币贷款3.89万亿元,也高于市场预期的3.24万亿元,社融增速为10%,高于2月9.9%。结构方面,居民和企业的短贷、中长期贷款均出现明显增长,而票据融资显著下降。一方面,3月房地产成交面积继续增长,30大中城市日度商品房成交面积显示3月成交数据高于2020年和2022年,基本与2019年持平,带动居民中长期贷款回升。另一方面,PMI数据显示经济复苏力度较为稳健,居民和企业对经济复苏预期的信心增强。但显示经济活力的M1同比增速不及预期,

且较2月数据下降0.7个百分点,表明整体复苏强度有待进一步验证。

美国3月CPI数据公布,同比增速降至5%,低于市场预期的5.2%,创2021年5月以来新低,为连续第9个月增速放缓,环比增速降至0.1%,也低于市场预期的0.2%。而3月核心CPI同比增速由5.5%增至5.6%,表明美国通胀仍具有较强韧性,预计5月大概率仍将加息25个基点,但CPI增速的连续放缓很大程度上缓和了市场对于美联储加息终点的预期,同时3月中旬美国银行业危机的爆发使得美联储不得不考虑加息带来的负面冲击。4月14日凌晨美联储3月议息会议纪要发布后,市场减少了对于美联储5月加息的押注。考虑到通胀持续放缓及经济衰退,我们倾向于认为,美联储或将在5月进行本轮加息周期的最后1次加息,然后年内维持高利率不变。

自2000年至今,美联储共计有4轮加息周期,前3轮分别终结于2000年5月16日、2006年6月29日和2018年12月20日。3月23日,美联储议息会议结束之后,目前基本处于第四轮加息周期的尾声,预期5月可能还有最后1次25BP的加息。从基本面角度看,美联储接近加息尾声会一定程度上缓解我国

货币政策的压力,货币政策或会有更大的实施空间。另一方面,人民币汇率压力也会缓解,对外资的利空影响有所减弱,趋势上对A股利好偏多。为了寻求更多数据上的验证,我们统计了历史3轮加息周期尾声上证综指的涨跌表现。倒数第二次加息至最后一次加息期间,上证综指涨跌分化,没有明显的利好。加息结束后1个月和加息结束后2个月期间,上证综指多以收涨为主,且涨幅出现明显扩大;倒数第二次加息至加息结束后2个月期间,上证综指均为收涨。故从统计学角度来看,美联储临近加息尾声后,中期A股表现尚可。

综合以上,目前市场经过前期的反弹,在箱体上沿附近面临技术性压力,若短期无进一步上行驱动,或面临一定的回调风险,但目前国内经济复苏力度稳健,市场未见系统性下行风险,股指有望振荡上行。风格方面,目前数字经济相关行业的成交额占比处于历史相对高位,短期行业拥挤度较高,存有一定的回调风险。从中期来看,数字经济主题,既有政策面驱动,又有技术面催化,且市场对其业绩盈利的要求不高,更加看重未来的成长和盈利空间,股价存有一定的向上空间。(作者单位:申银万国期货)

期权观察

上证50企稳预期增强

■ 彭鲸桥

周四A股日内窄幅振荡。期权市场交投活跃度明显回升,当日沪深两市及中金所期权总成交为421.34万张,较前一交易日319.64万张大幅增加31.82%;总持仓量638.37万张,较前一交易日594.68万张增加7.35%。

50ETF期权成交量增加27.14%,持仓量增加6.33%。周四50ETF期权总成交153.73万张,较前一交易日120.91万张增加32.82万张。持仓量237.03万张,较前一交易日222.91万张增加14.12万张,增幅6.33%。持仓变动看,认购持仓重心下移,认沽虚值部位大笔增持,预计市场后期走势偏多振荡为主。

沪深300期权成交持仓也大幅回升。从成交量看,深证300ETF期权成交量增幅最大为76.81%,中金所沪深300股指期货期权成交量增幅最低也在30.99%。持仓量看,深证300ETF期权持仓量增幅最大为9.01%,中金所沪深300股指期货期权持仓量小幅回升2.16%。从交投最为活跃的上证50ETF期权持仓变动看,当月合约总计增持2.87万张。认购增持2.06万张,其中4.1平值附近增持最大,4.0部位增持0.6万张,深度虚值4.4至4.5也小幅增持达0.35万张。3.9以下实值部位持仓变动较小,仅小幅增持0.05万张。认沽增持0.81万张,增持最大的集中在4.0平值部位,4.2浅实值和3.7虚值部位小幅增持,其他部位有所减持,整体看持仓变动不大。从持仓变动情况看,认购平值和深度虚值增持,认沽虚值小幅增持,其他部位变动不大,市场短期上行压力有所增大。

中证1000股指期货持仓量9.11万张,较前一交易日上涨2.17%。持仓变动看,当月合约总计减持48张,其中认购小幅减持284张,认沽增持236张。认购浅虚值小幅增持,其他部位减持为主,认沽中度深度虚值部位明显增持。上证500ETF期权、深证500ETF期权、创业板ETF期权持仓均有不同程度回升,持仓变动看认购在中度虚值部位大笔增持,认沽虚值部位增持不多,预计后市偏弱振荡概率加大。

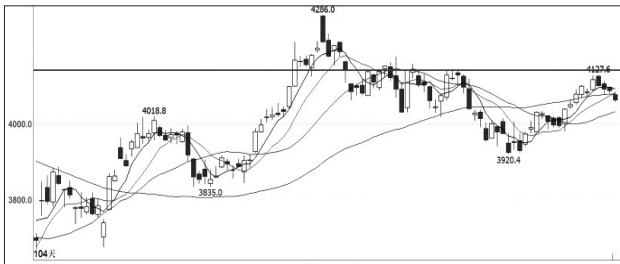
隐含波动率方面,目前上证50ETF当月平值隐含波动率18.98%,较前一交易日18.65%有所回升。上证300ETF期权13.38%,较前一交易日13.16%基本不变。历史波动率短期走平,但较前期有所回落,目前50ETF30日历史波动率11.10%,沪深300指数30日历史波动率11.33%。隐含历史波动率差小幅走扩。从认购认沽波动率价差看,50ETF期权认购认沽波动率价差走扩,合成标的维持小幅贴水状态。

整体看,指数短期振荡回落,中证1000、创业板指数等前期相对强势的指数认购虚值部位增持明显,短期走弱风险增加。上证50指数认沽浅虚值大笔增持,短期走强预期增大。投资者小盘指数宽跨式空头组合可继续持有,上证50ETF期权可持牛市价差多头。

(作者单位:中信建投期货)

技术解盘

IF 等待机会



IF加权本周价格上涨至2月份振荡区间上沿一线后遇阻回落,连续四个交易日回落调整。量能方面,本周回落调整过程中成交量变化不大,持仓量先增后减。指标方面,短期均线走势偏强,但20日均线位于60日均线下方位置,MACD指标快慢线进入零轴上方,但红色能量柱有所收敛。综合来看,IF经历一轮上涨后,本周价格在前高一线遇阻回落,建议等待止跌企稳后的再次做多机会。

IC 遇阻回落



IC加权本周上涨至前期高点6392.6点一线后遇阻回落,价格向下跌破5日均线。量能方面,本周冲高回落过程中成交量保持低位,持仓量出现下滑。指标方面,中短期均线整体走势偏强,但尚未形成明显的多头排列,MACD指标快慢线在零轴上方运行,红色能量柱有所收敛。综合来看,IC加权本周上涨至前期高点一线遇阻回落,建议多单继续部分止盈操作。

十债 突破压力



十债加权本周价格继续走强并向上突破前期高点一线压力。量能方面,价格向上突破过程中成交量一度有所放大,持仓量保持稳步增加。指标方面,均线系统呈现多头排列,MACD指标快慢线在零轴上方也黏合在一起运行。综合来看,十债加权向上突破重要技术压力位,建议可以偏多思路对待,防守20日均线位置。(中原期货 刘培洋)