

全面降准可期，股指期货多单持有

主要观点

行情回顾。国务院总理称中国将研究采取降准、定向降准等多种措施，降低实际利率，受到降准预期提振，资金面宽裕，上周国债期货整体大涨。5年期国债期货主力合约 TF2003 收盘价报 99.940，周涨幅 0.24%；10年期国债期货主力合约 T2003 收盘价报 98.195，周涨幅 0.34%；2年期国债期货主力合约 TS2003 收盘价报 100.400，周涨幅 0.11%。上周股指期货大幅低开后偏强运行。沪深 300 主力合约 IF2001 收盘价报 4028.0，周跌幅 0.07%；上证 50 期货主力合约 IH2001 收盘价报 3027.6，周涨幅 0.06%；中证 500 期货主力合约 IC2001 收盘价报 5163.3，周跌幅 0.28%。

基础市场表现。公开市场方面，临近跨年，央行加大资金投放力度以熨平资金面，从 12 月 18 日至 26 日，央行通过逆回购操作向市场净投放流动性达 6000 亿元；而且上周国务院总理称中国将研究采取降准、定向降准等多种措施，降低实际利率。因此上周资金面整体宽裕，26 日隔夜 shibor 继前一日跌破 1% 报 0.943% 后进一步下行，下跌 9.5bp 报 0.848%，与年内最低的 0.844% 相差无几；26 日 DR001 较 25 日下跌 9.08BP，创 2009 年 6 月 16 日以来新低。

后市展望。消息面：（1）证券法修订草案获通过，明年 3 月 1 日施行，明确全面推行注册制；加大内幕交易惩处力度；（2）央行发布新规，存量房贷利率“重新定价”，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成，此次调整涉及 28 万亿房贷，相对利好地产；（3）美国国家安全顾问：如果朝鲜试射远程或核导弹，美国将采取行动。

国内基本面有所回暖，工业生产回暖超预期，制造业投资虽处低位但有企稳迹象，预计随着财政逆周期调节政策发力、专项债提前发行有利于基建投资企稳、宏观经济触底反弹，支撑股指期货上行，多单可继续持有，等待春节行情开启。但是短期需注意全面注册制对于股市流动性的冲击。债市方面，短期跨年资金面有所收紧，春节期间对猪肉需求大增可能推动 CPI 破“5”，春节前可能会降准 0.5 个百分点，缓解季节性资金压力，债市可能会迎来一小波牛市行情。

风险提示。中美贸易摩擦激化，地缘政治冲突加剧，A 股上市公司披露业绩不及预期

报告日期 2019-12-30

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

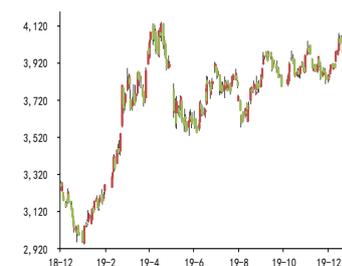
邮件：zhangnan@guodu. cc

主力合约行情走势

T 主力合约走势



IF 主力合约走势



目 录

一、国债期货行情回顾	4
二、资金面	4
三、基本面——海内外基本面疲弱	5
（一）全球经济下行压力大，但有所企稳	5
（二）国内经济疲弱	6
四、期指行情回顾	8
五、后市展望	8

插图

图 1: TF 主力合约走势.....	4
图 2: TS 主力合约走势.....	4
图 3: T 主力合约走势.....	4
图 4: T 主力合约成交量及持仓量.....	4
图 5: 地方政府债发行（月）.....	5
图 6: 10 年期国债利差（中美）.....	5
图 7: shibor 收益率走势.....	5
图 8: 银行间质押式回购利率走势.....	5
图 9: 国债收益率走势.....	5
图 10: 国开债收益率走势.....	5
图 11: 主要经济体制造业 PMI.....	6
图 12: 主要经济体国债收益率.....	6
图 31: ZEW 经济景气指数.....	6
图 14: 美国非农就业数据.....	6
图 15: 制造业 PMI&财新 PMI.....	7
图 16: 制造业 PMI 分项指标.....	7
图 17: 固定资产投资增速.....	7
图 18: 房地产开工/竣工面积.....	7
图 19: 工业增加值.....	7
图 20: 社会消费品零售总额.....	7
图 19: 沪深 300 期货主力合约走势.....	8
图 20: 沪深 300 期货主力合约成交量.....	8
图 21: 上证 50 期货主力合约走势.....	8
图 22: 中证 500 期货主力合约走势.....	8
图 23: 沪深 300 期货价差结构.....	8
图 24: 沪深 300 期货升贴水.....	8
图 25: 供给端——两融余额.....	9
图 26: 供给端——陆港通北上资金.....	9

一、国债期货行情回顾

国务院总理称中国将研究采取降准、定向降准等多种措施，降低实际利率，受到降准预期提振，资金面宽裕，上周国债期货整体大涨。5年期国债期货主力合约TF2003收盘价报99.940，周涨幅0.24%；10年期国债期货主力合约T2003收盘价报98.195，周涨幅0.34%；2年期国债期货主力合约TS2003收盘价报100.400，周涨幅0.11%。

图 1：TF 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2：TS 主力合约走势



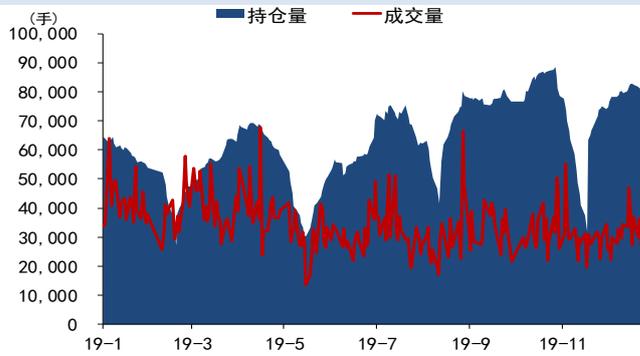
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3：T 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4：T 主力合约成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

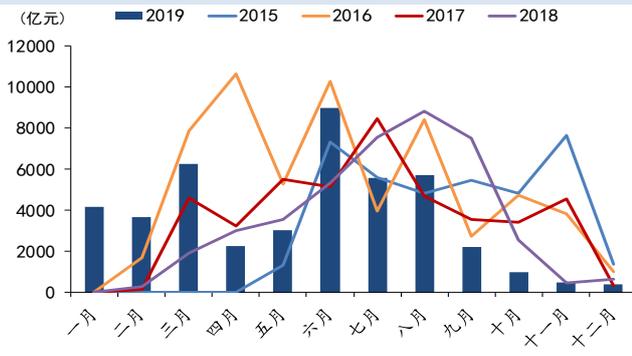
二、资金面

公开市场方面，临近跨年，央行加大资金投放力度以熨平资金面，从12月18日至26日，央行通过逆回购操作向市场净投放流动性达6000亿元；而且上周国务院总理称中国将研究采取降准、定向降准等多种措施，降低实际利率。因此上周资金面整体宽裕，26日隔夜shibor继前一日跌破1%报0.943%后进一步下行，下跌9.5bp报0.848%，与年内最低的0.844%相差无几；26日DR001较25日下跌9.08BP，创2009年6月16日以来新低。

地方债发行方面，日前财政部提前下达四川省部分2020年专项债券新增额度624亿元，明年1月2日全国首批发行。2020年第一周地方债预

计发行875.71亿元。展望2020年，新增地方政府专项债可能提高至3万亿元左右，重点用于交通、能源、环保、民生、产业园区等领域，作为明年积极财政政策的“重头戏”，在基建、民生领域发挥作用，将拉动经济企稳。

图 5：地方政府债发行（月）



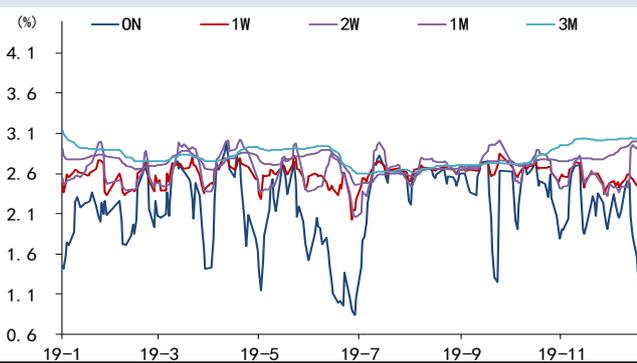
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6：10 年期国债利差（中美）



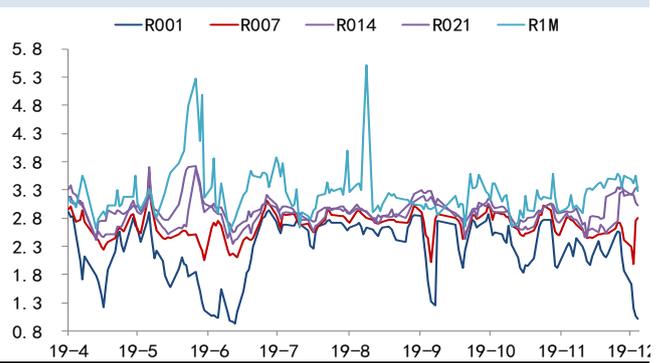
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7：shibor 收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8：银行间质押式回购利率走势



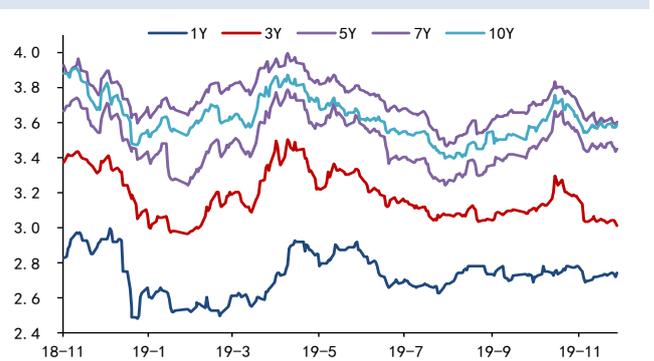
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9：国债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10：国开债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

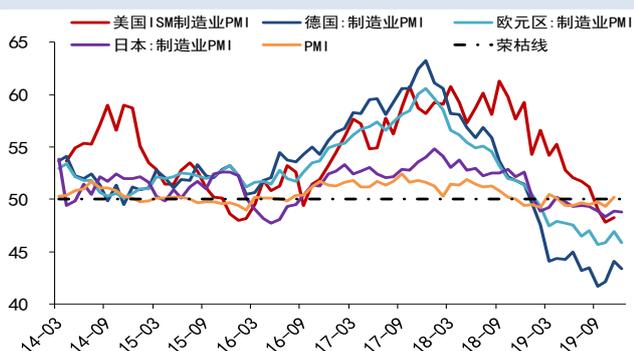
三、基本面——海内外基本面疲弱

（一）全球经济下行压力大，但有所企稳

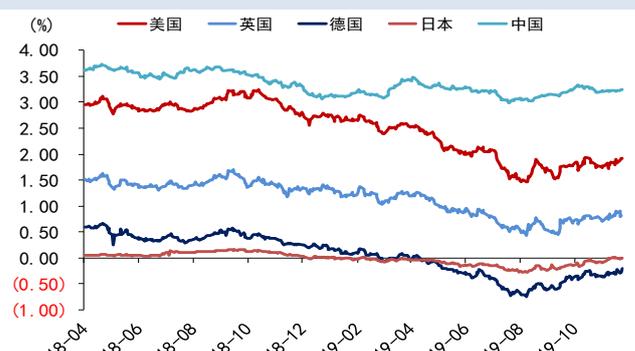
进入 2019 年，全球经济下行压力加大。但在各国纷纷转鸽后，全球经济有所企稳，11 月德国制造业订单和出口均出现回暖现象，欧元区 11 月

ZEW经济景气指数大涨，欧元区经济增速见底的概率上升，但未来经济增长在英国脱欧、美欧贸易摩擦的背景下仍充满不确定性。美国11月非农就业人口大超预期增加26.6万人，劳动力市场韧性仍存，因此目前美联储对经济前景更加乐观。综上，海外宏观经济下行压力有所缓解，经济企稳信号释放。

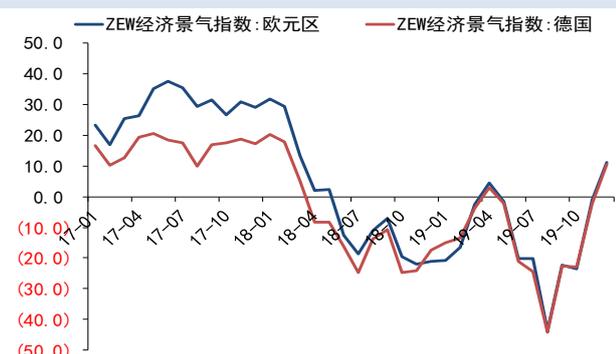
展望2020年，鉴于经济下行压力犹存，全球货币宽松格局大概率维持不变。随着部分国家未来利率下调空间有限，一些央行已经开始扩表推动信贷扩张为市场注入流动性，根据彭博新闻社的数据显示，到2019年年底，美、欧、日三大央行资产负债表的总增长将达到每月近1000亿美元。美联储在2019年降息3次后暂停降息，但逆回购规模不断增加，而且自10月15日开始每月购买600亿美元的美国国库券，以增强对作为货币政策指导工具的基准利率的控制，这一措施至少延续至明年二季度。

图 11：主要经济体制造业 PMI


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12：主要经济体国债收益率


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 31：ZEW 经济景气指数


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14：美国非农就业数据


数据来源：Wind、国都期货研究所

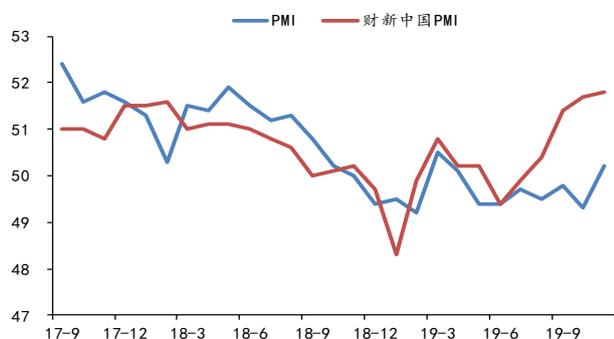
（二）国内经济大概率触底

生产端，11月官方制造业PMI重回扩张区。11月官方制造业PMI 50.2%，比上月上升0.9个百分点；在连续6个月低于临界点后重回扩张区间。其中，生产指数和新订单指数为52.6%和51.3%，环比分别上升1.8个和1.7个百分点，均为下半年以来的高点，新订单指数重回扩张区间；同时，进出口也

有所好转，新出口订单指数和进口指数为48.8%和49.8%，环比分别上升1.8个和2.9个百分点。制造业投资虽处低位但有企稳迹象。

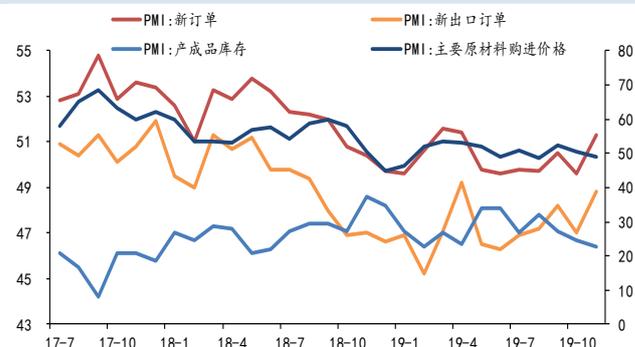
从长周期观察中国经济，目前中国正值第六轮库存周期的主动去库存阶段，PPI和工业产成品库存累计同比不断下滑，企业生产萎靡。但是进入11月，PPI结束连续5个月的下跌，传递出积极信号；工业增加值和PMI生产指数相互印证，指向企业或进入补库存阶段。12月中央经济工作会议定调明年资本市场走向，预计在积极地财政政策引导下，基建和高端制造业发力，企业将在2020年1-2月进入主动补库存阶段，带动宏观经济触底反弹。

图 15: 制造业 PMI&财新 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 制造业 PMI 分项指标



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17: 固定资产投资增速



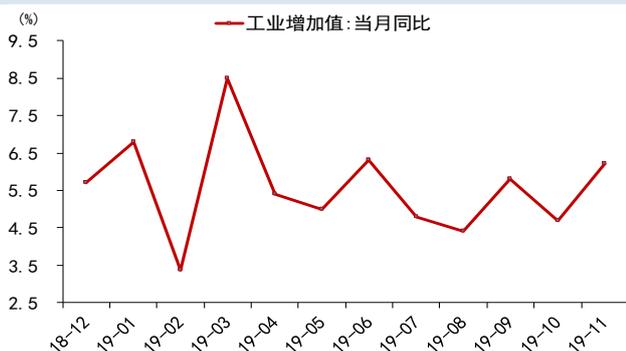
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18: 房地产开工/竣工面积



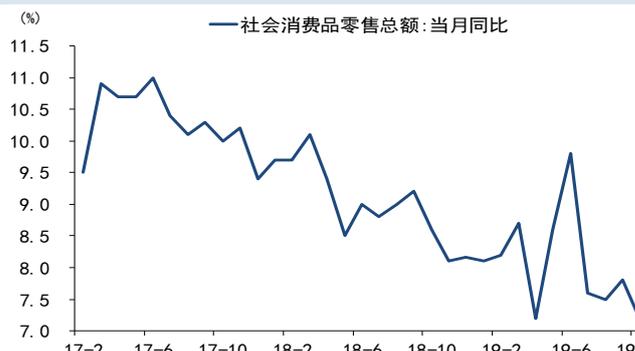
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19: 工业增加值



数据来源: Wind、国都期货研究所

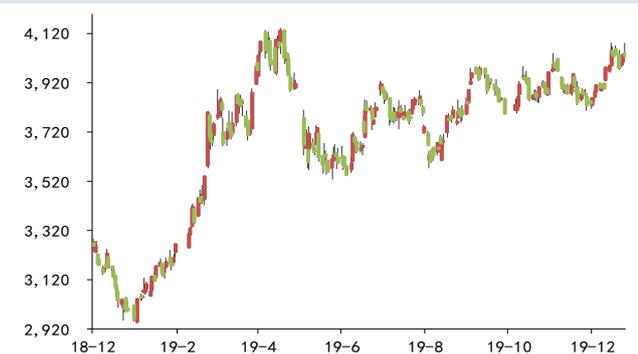
图 20: 社会消费品零售总额



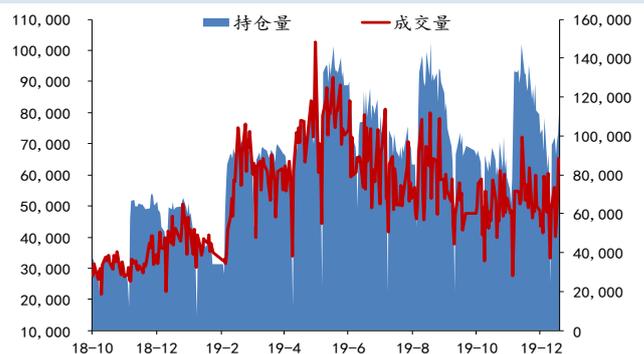
数据来源: Wind、国都期货研究所

四、期指行情回顾

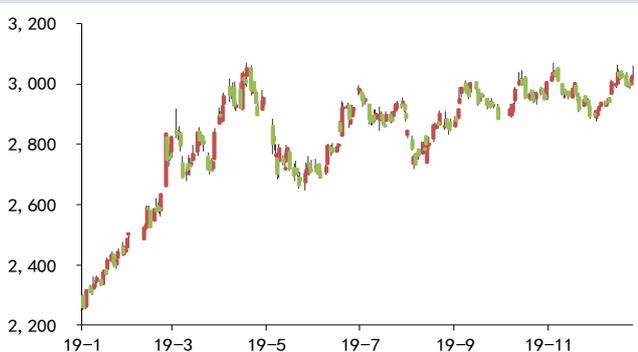
上周股指期货大幅低开后偏强运行。沪深300主力合约IF2001收盘价报4028.0，周跌幅0.07%；上证50期货主力合约IH2001收盘价报3027.6，周涨幅0.06%；中证500期货主力合约IC2001收盘价报5163.3，周跌幅0.28%。

图 19：沪深 300 期货主力合约走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20：沪深 300 期货主力合约成交量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21：上证 50 期货主力合约走势


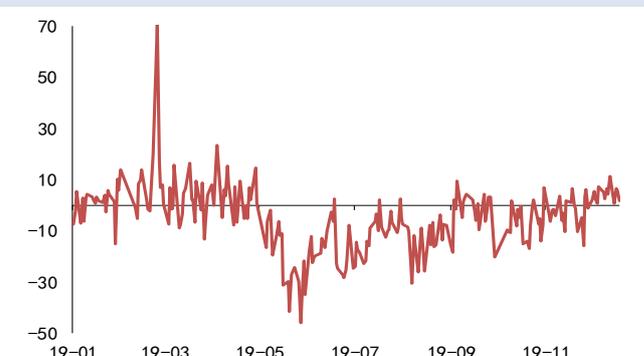
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22：中证 500 期货主力合约走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23：沪深 300 期货价差结构


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24：沪深 300 期货升贴水


数据来源：Wind、国都期货研究所

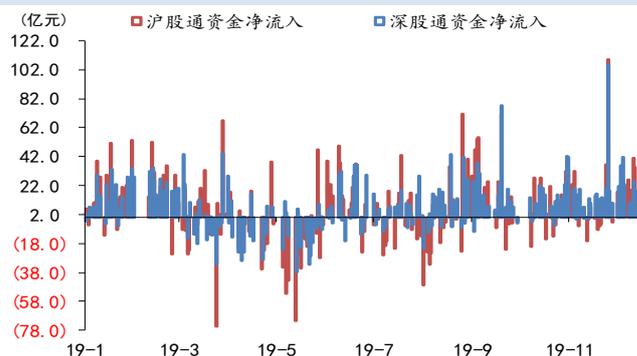
资金供给方面，2019年两融余额经历年初大涨后维持高位，于12月份重返万亿大关；北上资金12月抄底A股，随着2020年金融业将进一步扩大对外开放，外资参与我国资本市场的政策障碍越来越少，有利于海外资金入市；公募基金方面，2019年下半年股票型公募基金发行规模减少，占比下降，但是展望2020年，政策层面大力鼓励发展权益类公募基金，并引导外资、保险、社保基金、养老金等中长期资金入市，增量资金仍有入市潜力，股市流动性有望进一步改善。

图 25：供给端——两融余额



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26：供给端——陆股通北上资金



数据来源：Wind、国都期货研究所

五、后市展望

2020年货币政策操作将继续保持“精耕细作”，市场化降息有望持续，从而引导LPR进一步下降，但债市在2020年整体上行空间有限，主要原因在于目前海内外经济企稳信号释放，市场对于全球经济复苏的预期抬升；国内方面，预计在逆周期政策引导下中国将进入补库存阶段，我们预测宏观经济在2020年1-2月触底反弹。因此，我们认为债市2020年整体走牛的基础较为薄弱，由于风险偏好提升，本轮债牛接近尾声。

操作方面，在经济复苏期利率债的配置价值弱于信用债和权益类资产。2020年债市趋势性行情较难把握，国债期货大概率维持窄幅震荡格局，随着全球经济复苏，债市下半年表现料将弱于上半年，因此我们对于2020年下半年国债期货维持谨慎偏空观点。但短期来看，1-2月跨年资金面有所收紧，春节期间对猪肉需求大增可能推动CPI破“5”，春节前可能会降准0.5个百分点，缓解季节性资金压力，债市可能会迎来一小波牛市行情。

长期来看，从宏观经济环境来看，海外经济有所企稳，欧元区经济增速见底的概率上升，美国劳动力市场仍旧强劲。市场对于全球经济复苏的预期抬升，刺激全球主要股票指数止跌回升，风险偏好提高，而纵观全球主要股票指数的估值水平，上证综指的PE处于相当低位，在全球权益市场的配置价值较高，吸引海外资金投资中国股市。国内方面，预计在逆周期政策引导下，财政手段加强，基建和高端制造产业发力，促进消费回暖，

我们预测宏观经济在2019年四季度或2020年一季度初触底反弹，中国经济将进入第七轮库存周期的补库存阶段，企业盈利能力提升，支撑股市进入新一轮牛市行情。2020年股指期货具有较高的配置价值，可逢低布局多单，等待牛市行情开启，保守估计上证综指将突破2018年初高点（3587点）。

分析师简介

张楠，国都期货研究所金融期货分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士学历，清华经济管理学院经济与金融学士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。