

股指逢低做多，债市上行空间犹存

主要观点

行情回顾。随着全球疫情发酵，国债期货继续上涨，尤其周二国债期货各期限主力合约均创上市以来新高，2年期国债期货全线涨停，5年期主力合约盘中涨停。4月10日商业银行参与国债期货业务启动仪式在上海举行，标志着我国商业银行今后可以运用国债期货管理利率风险，促进国债期货市场发展。5年期国债期货主力合约TF2006周内涨0.48%报103.375，10年期国债期货主力合约T2006周内涨0.38%报102.195，2年期国债期货主力合约TS2006周内涨0.36%报102.180。上周股指期货整体维持窄幅震荡，沪深300期货主力合约IF2004周跌0.32%报3763.2，上证50期货主力合约IH2004周跌0.01%报2743.0，中证500期货主力合约IC2004周涨0.69%报5195.8。周五A股三大指数今日集体收跌，沪指跌幅超过1%，失守2800点关口，创业板指跌幅超过2%。

新冠肺炎疫情导致全球经济衰退。国外疫情呈现失控态势，新冠病毒在欧美国爆发，各国纷纷开始采取封城等措施，居民消费收缩，全球经济衰退迹象逐渐明朗。此外食品价格通胀回落，大宗商品尤其是国际原油价格大幅下挫。美国至4月4日当周初请失业金人数录得660.6万人，结束三连升，但仍维持在高位。美联储周四晚间公布2.3万亿美元的额外救助计划；欧盟成员国财长就5900亿美元的抗疫救助方案达成协议。

后市展望。目前海外疫情的集中爆发仍然是最主要的矛盾，在此背景下海外经济活动几乎陷入停滞，全球产业链遭到破坏，未来各主要经济体的恢复情况主要取决于防疫进展。在最为乐观情况下，全球经济最快在二季度触底，全球权益市场压力仍旧很大。国内方面相对乐观，国内目前复工复产加快，全国规模以上工业企业平均开工率98.5%，3月PMI大幅回升反映了经济活动较2月快速恢复；政策方面，327中央政治局会议明确扩大内需，启动“新”一轮基建；4月对中小银行定向降准支持实体经济发展。因此在政策红利下和经济回暖预期下，股指期货下方支撑较强，可以在上证综指2700点附近逢低布局多单。当然也要谨防与外围市场联动下跌的风险，轻仓操作。债市方面，降准降息之下债市行情延续，目前阶段各国央行仍处于宽松通道当中，因此债市上行空间犹存，建议多单继续持有。

风险提示。肺炎疫情，信用风险，地缘政治冲突加剧。

报告日期 2020-4-13

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

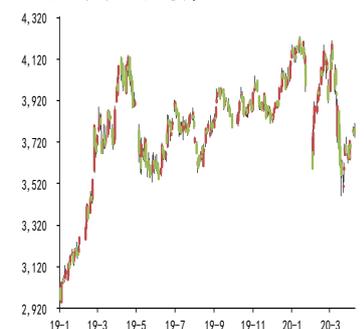
邮件：zhangnan@guodu.cc

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、股指期货行情回顾	5
三、基本面——新冠肺炎疫情导致全球经济衰退	6
（一）疫情与全球经济衰退	6
（二）通货紧缩与货币政策	7
四、基本面——国内经济边际改善	8
（一）国内经济承压	8
（二）国内基本面有所回暖	9
五、后市展望	9

插图

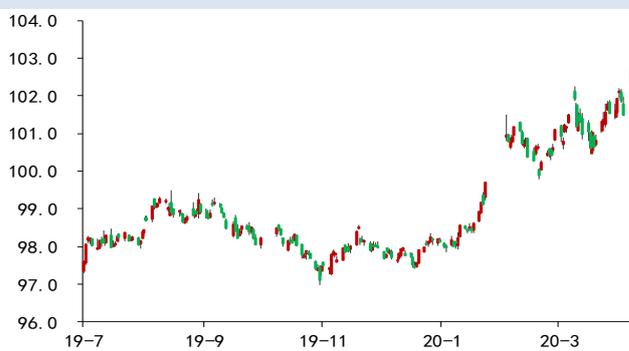
图 1: TF 主力合约走势.....	4
图 2: T 主力合约走势.....	4
图 3: 10 年期国债收益率.....	4
图 4: T 主力合约成交量及持仓量.....	4
图 5: 10 年期国债收益率.....	4
图 6: 债券净价指数.....	4
图 7: shibor 收益率走势.....	5
图 8: 银行间质押式回购利率走势.....	5
图 9: 沪深 300 期货主力合约走势.....	5
图 10: 沪深 300 期货主力合约成交量.....	5
图 11: 上证 50 期货主力合约走势.....	6
图 12: 上证综指.....	6
图 13: 全球重要股票指数周涨跌.....	6
图 14: 全球重要股票指数走势.....	6
图 15: 两融余额.....	6
图 16: 陆港通北上资金.....	6
图 17: 主要经济体制造业 PMI.....	7
图 18: 摩根大通全球制造业 PMI.....	7
图 19: 大宗商品表现.....	7
图 20: 美国非农就业数据.....	7
图 21: 10 年期国债收益率.....	8
图 22: 美元指数.....	8
图 23: VIX 指数.....	8
图 24: 美股和黄金表现.....	8
图 25: 固定资产投资（不含农户）同比增速.....	9
图 26: 粗钢产量.....	9
图 27: 工业增加值同比增速.....	9
图 28: PPI.....	9

一、国债期货行情回顾

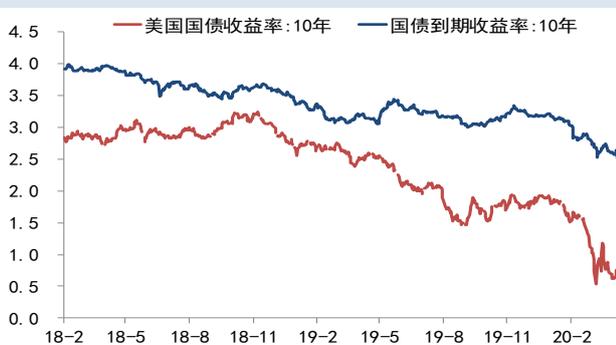
上周随着全球疫情发酵，国债期货继续上涨，尤其周二国债期货各期限主力合约均创上市以来新高，2年期国债期货全线涨停，5年期主力合约盘中涨停。4月10日商业银行参与国债期货业务启动仪式在上海举行，标志着我国商业银行今后可以运用国债期货管理利率风险，促进国债期货市场发展。5年期国债期货主力合约TF2006周内涨0.48%报103.375，10年期国债期货主力合约T2006周内涨0.38%报102.195，2年期国债期货主力合约TS2006周内涨0.36%报102.180。

图 1：TF 主力合约走势

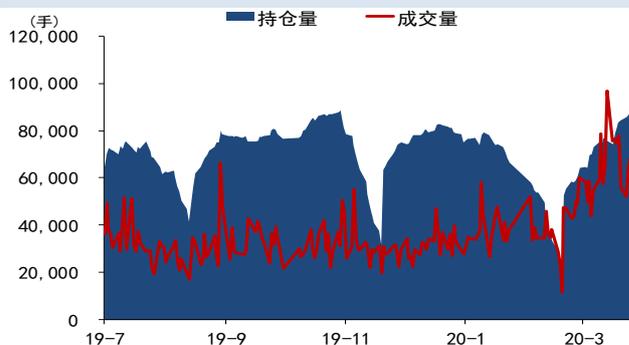

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2：T 主力合约走势


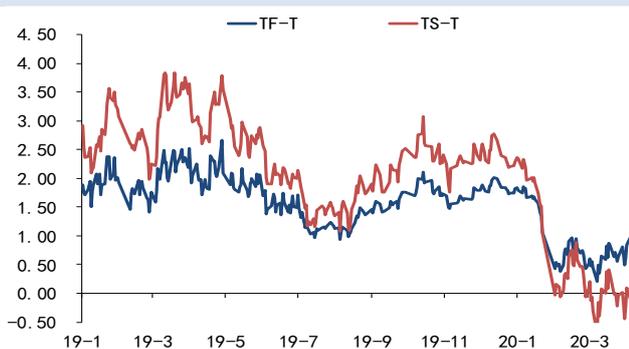
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3：10 年期国债收益率


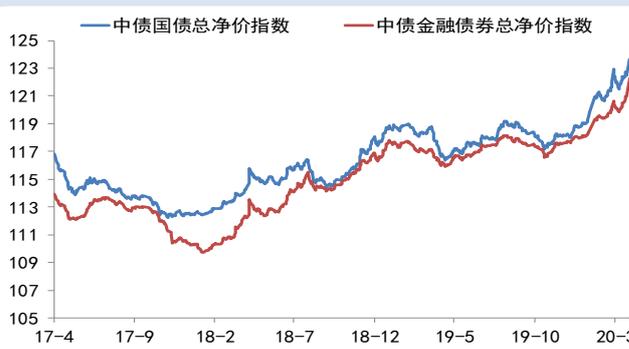
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

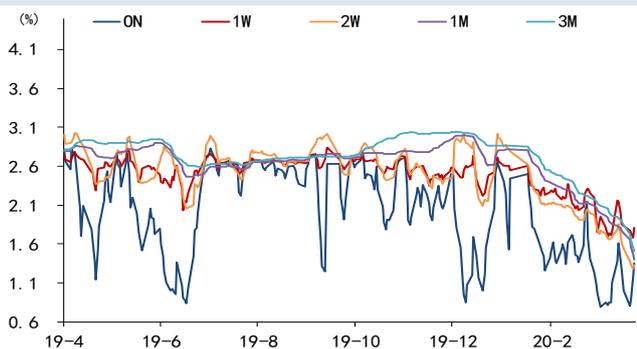
图 5：10 年期国债收益率


数据来源：Wind、国都期货研究所

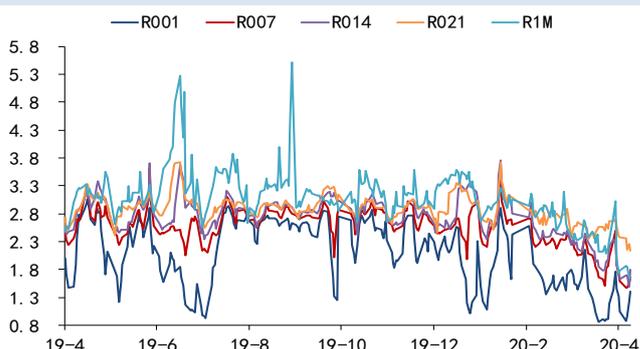
图 6：债券净价指数


数据来源：Wind、国都期货研究所

资金面方面，4月3日，央行称4月对中小银行定向降准1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元；自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这也是央行时隔12年下调超额存款准备金利率。目前资金面宽裕，隔夜Shibor涨17bp报1.35%；7天Shibor涨13bp报1.81%。累计来看，上周隔夜品种上行35bp，其余期限品种均下行。

图 7: shibor 收益率走势


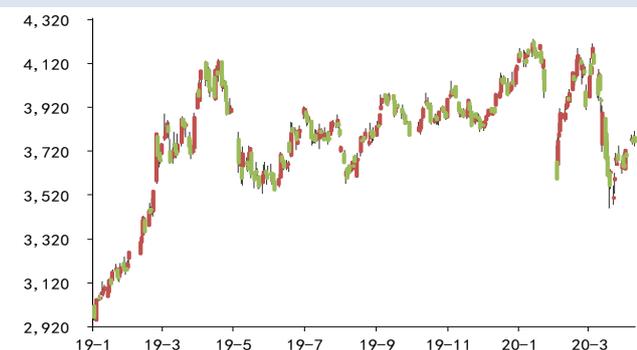
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8: 银行间质押式回购利率走势


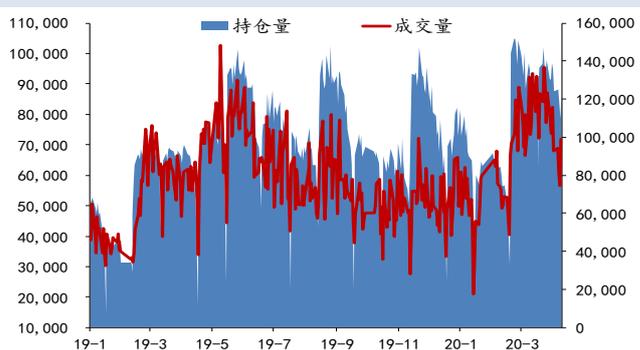
数据来源: Wind、国都期货研究所

二、股指期货行情回顾

上周股指期货整体维持窄幅震荡，沪深300期货主力合约IF2004周跌0.32%报3763.2，上证50期货主力合约IH2004周跌0.01%报2743.0，中证500期货主力合约IC2004周涨0.69%报5195.8。周五A股三大指数今日集体收跌，沪指跌幅超过1%，失守2800点关口，创业板指跌幅超过2%。

图 9: 沪深 300 期货主力合约走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10: 沪深 300 期货主力合约成交量


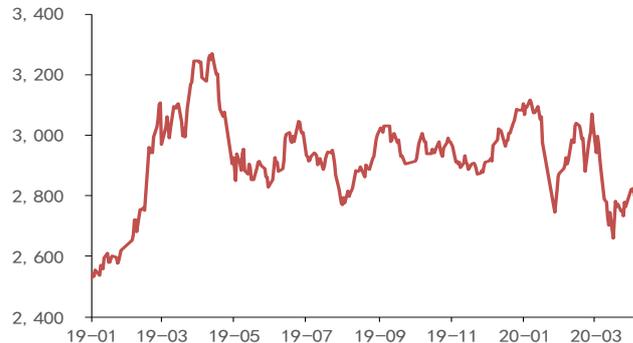
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11: 上证 50 期货主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

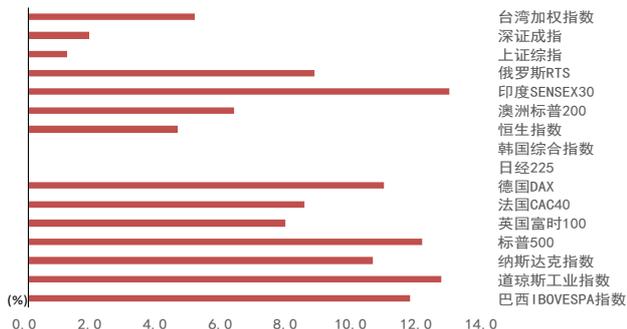
图 12: 上证综指



数据来源: Wind、国都期货研究所

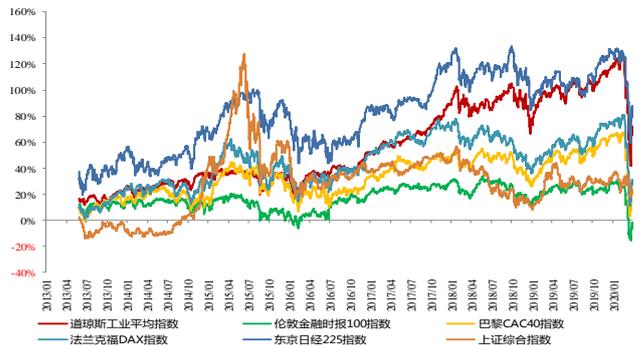
比较值得关注的是,国内股指期货的表现较全球股指的表现较为强劲。3月份在全球股票指数受到重创时,上证综指跌幅最小,为4.51%;而标普500指数月内大跌12.51%,德国DAX指数大跌16.44%,巴西IBOVESPA指数大跌29.90%,领跌全球权益市场。目前主要国家股票指数已经回到了2014年初左右的水平。

图 13: 全球重要股票指数周涨跌



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 全球重要股票指数走势



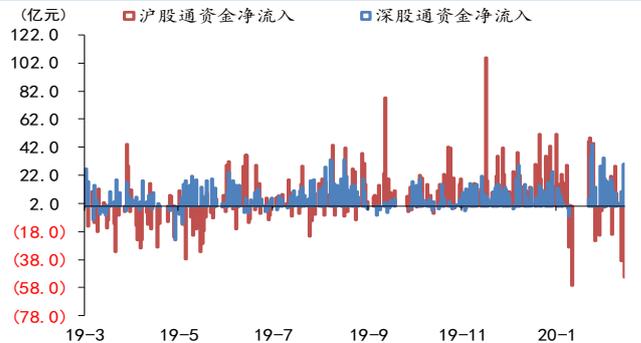
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 两融余额



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 陆港通北上资金



数据来源: Wind、国都期货研究所

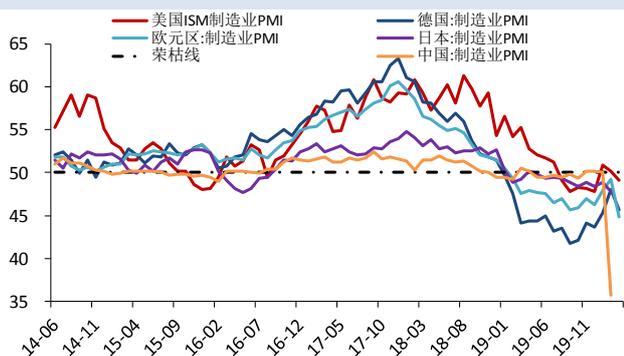
三、基本面——新冠肺炎疫情导致全球经济衰退

(一) 疫情与全球经济衰退

国外疫情呈现失控态势，新冠病毒在欧美国家爆发，各国纷纷开始采取封城等措施，居民消费收缩，全球经济衰退迹象逐渐明朗。此外食品价格通胀回落，大宗商品尤其是国际原油价格大幅下挫。美国至4月4日当周初请失业金人数录得660.6万人，结束三连升，但仍维持在高位。美联储周四晚间公布2.3万亿美元的额外救助计划；欧盟成员国财长就5900亿美元的抗疫救助方案达成协议。

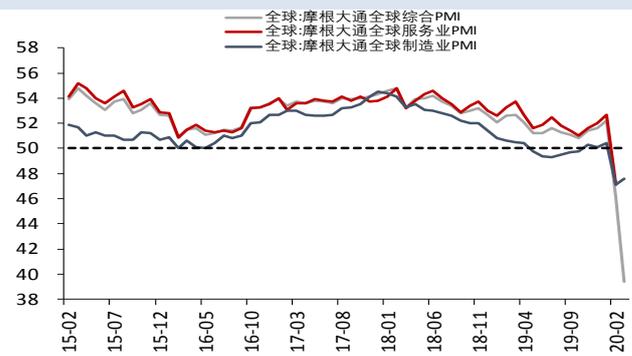
从制造业来看，全球制造业大幅受挫，2月中国制造业PMI将近减半，主要国家的PMI也都大幅下行，这种冲击还会随着疫情在欧美国家的恶化延续。从中国的经验来看，在有效控制下疫情可能在1-2月后到达峰值，那么假设欧美国家也能像我们一样的控制力度，在最为乐观情况下，全球经济最快在二季度触底，也就是说PMI还会有1-2月的持续下行。整体来看2020年全球经济大概率陷入衰退，出于悲观预期，全球股市下行压力大。

图 17：主要经济体制造业 PMI



数据来源：丁香医生

图 18：摩根大通全球制造业 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19：大宗商品表现



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20：美国非农就业数据

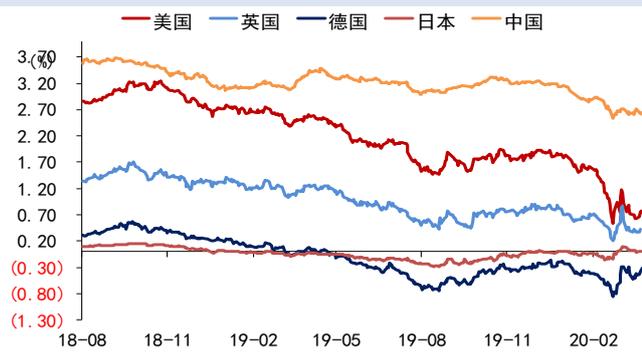


数据来源：Wind、国都期货研究所

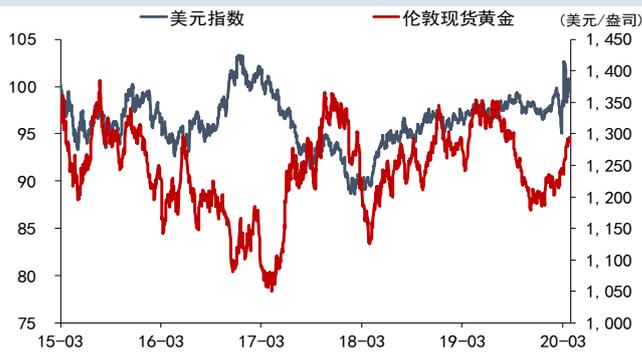
（二）通货紧缩与货币政策

3月上旬出现了黄金、股市、美债收益率共同下跌，主要是市场处于对通货紧缩的担忧。因为随着疫情扩散，居民消费收缩，物价下跌，而且国际油价暴跌之下，全球PPI有进一步下行压力。在这种情况下，市场风险偏好收缩，恐慌情绪超过金融危机，投资者认为现金为王，叠加市场对流动性的需求，美元指数大幅上涨。受流动性挤兑黄金价格大幅下跌。

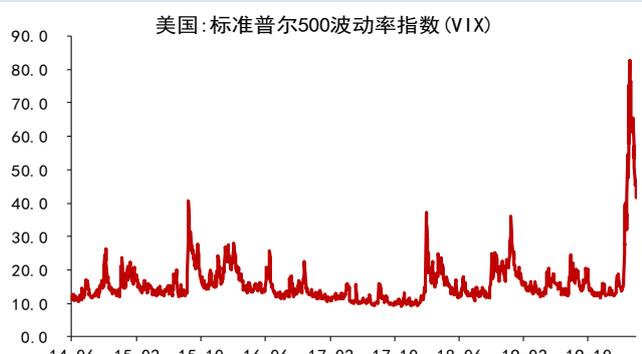
为了应对流动性危机，多国央行纷纷下调基准利率，力度之大、手段之迅速创08年金融危机以来新高。美联储降息至0，宣告其最重要的货币政策工具已使用完毕。各国财政政策纷纷加码，特朗普签署《国防生产法案》行政令；特朗普正式签署2万亿美元经济刺激法案；日本将推出迄今最大规模经济刺激计划，其规模将超过2008年金融危机时的经济应对政策；德国巨额援助计划获批，首批资金将于4月1日之前发放。

图 21：10 年期国债收益率


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22：美元指数


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23：VIX 指数


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24：美股和黄金表现


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、基本面——国内经济边际改善

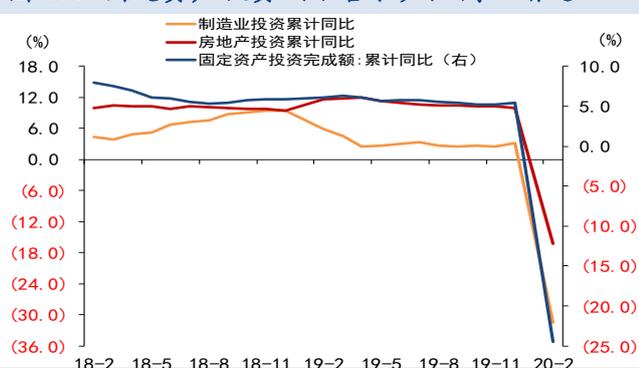
（一）国内经济承压

2月宏观数据惨淡，投资显著回落。1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）33323亿元，同比下降24.5%，其中，民间固定资产投资18938亿元，同比下降26.4%。从环比速度看，2月份固定资产投资（不含农户）下降27.38%。第三产业中，基础设施投资同比下降30.3%。1-2月份，全国房地产开发投资10115亿元，同比下降16.3%。其中，住宅投资7318亿元，下降16.0%。1-2月份，房地产施工面积694241万平方米，同比增长2.9%；房屋新开工面积10370万平方米，下降44.9%；房屋竣工面积9636万平方米，下降22.9%。

工业增加值转负。1-2月份，规模以上工业增加值同比实际下降13.5%。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月下降26.63%。消费持续萎靡。1-2月份，社会消费品零售总额52130亿元，同比名义下降20.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额48476亿元，下降18.9%。

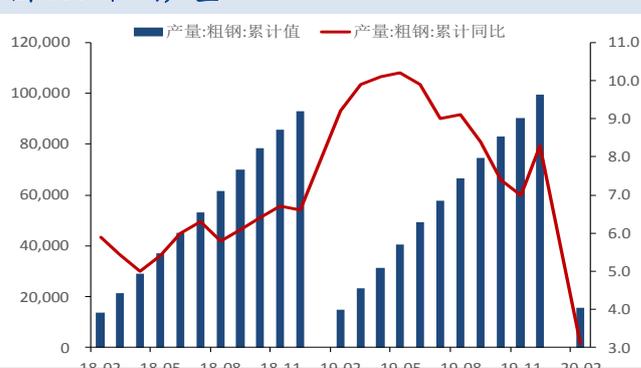
消费受到重创。2020年1-2月社会消费品零售总额数据。1-2月份，社会消费品零售总额52130亿元，同比名义下降20.5%，除汽车以外的消费品零售额48476亿元，同比下降18.9%，限额以上单位消费品零售额16950亿元，同比下降23.4%。受疫情影响餐饮及限额餐饮收入降幅显著。数据显示，社会消费品零售下滑最严重的是餐饮收入，堂食餐饮大面积关门歇业，疫情对餐饮旅游的冲击严重。

图 25: 固定资产投资 (不含农户) 同比增速



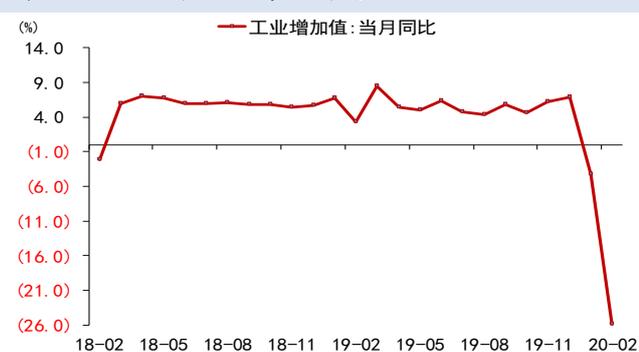
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26: 粗钢产量



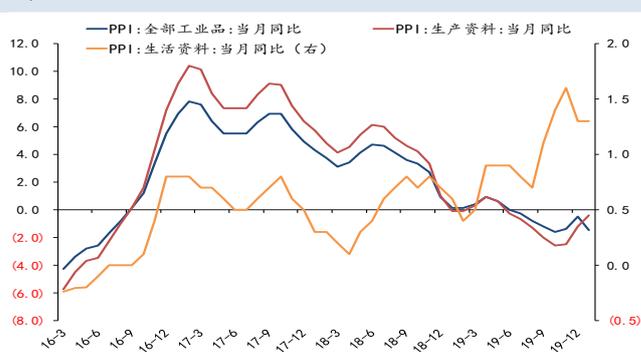
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27: 工业增加值同比增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28: PPI



数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 国内基本面有所回暖

国内目前复工复产加快，根据官方数据，截至3月28日全国规模以上工业企业平均开工率98.5%，3月PMI大幅回升反映了经济活动较2月快速恢复，但同时需求恢复弱于生产，外需尤其差，中小企业困难大、复工水平低。

五、后市展望

全展望二季度，海外疫情的集中爆发仍然是最主要的矛盾，在此背景下海外经济活动几乎陷入停滞，全球产业链遭到破坏，未来各主要经济体的恢复情况主要取决于防疫进展。在最为乐观情况下，全球经济最快在二季度触底，全球权益市场压力仍旧很大。国内方面相对乐观，国内目前复工复产加快，全国规模以上工业企业平均开工率98.5%，3月PMI大幅回升反映了经济活动较2月快速恢复；政策方面，327中央政治局会议明确扩大内需，启动“新”一轮基建；4月对中小银行定向降准支持实体经济发展。因此在政策红利下和经济回暖预期下，股指期货下方支撑较强，可以在上证综指2700点附近逢低布局多单。当然也要谨防与外围市场联动下跌的风险，轻仓操作。债市方面，降准降息之下债市行情延续，目前阶段各国央行仍处于宽松通道当中，因此债市上行空间犹存，建议多单继续持有。

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。