

金融期货策略周报 20180423

股指谨慎观望，国债多单持有

金融期货策略小组

电话: 020-85594012

eMail: wangjingjie@futures.gf.com.cn

策略要点:

股指期货

上周，沪深两市低位弱势盘整，上证综指已跌破17年初点位。上周央行降准以及一季度经济数据均为市场带来一定的利好，但短期刺激不大。杠杆资金下滑和产业资本减持显示市场对股市前景的信心不足。中美贸易摩擦及海外地缘政治风险对股市仍有扰动，股市易下难上，操作上建议暂时观望。

国债期货

上周，国债期货大幅上行后有所回落。现券收益率下行明显，其中10年期国债到期收益率下行18.47bp，10年期国开债到期收益率下行22.08bp。虽然当前经济韧性尚存、资金面的压力、资管新规推迟公布或为谣传，令期债回落，不过在经济增速下行压力的背景下，考虑到央行对资金面的呵护，近期监管细则落地速度放缓，中美贸易摩擦的持续推进，因此期债仍受支撑，建议T1806多单继续持有，目前目标位看至96.0附近。

金融期货策略小组

王荆杰: 020-85594012

wangjingjie@gf.com.cn

胡岸: 020-85598360

huan@gf.com.cn

黄苗: 020-85594596

huangmiao@gf.com.cn

郑旭: 020-85598371

zhengxu@gf.com.cn

王凌翔: 020-85592765

wanglingxiang@gf.com.cn

IF 近期走势



T 近期走势



宏观及政策分析

一季度GDP增长了6.8%，增长亮点来源于消费和房地产投资，但是亮点背后也存在着巨大的隐忧。消费出现超预期上涨，主要体现在消费升级和地产相关商品的消费上，从社融角度来看，居民消费贷仍然较高。一季度的城镇居民消费和支出的数据显示，在收入增速下滑的背景下，城镇居民的消费支出增速进一步下滑，透支消费的情况没有得到缓解，可能对未来总体消费形成一定压力。房地产投资的上涨主要的原因还是因为和地产补库存有关，但是，地产商融资渠道依旧受限，资金来源多为自筹资金，因此销售的回款对投资来说至关重要，从这个角度来说，在销售总体下降的过程中，投资不会与销售出现长时间的背离。一季度固定投资的下降主要还是源于制造业和基建，目前制造业遭受双重夹击，一方面劳动密集型产品出口进入较高风险期，原因主要是劳动密集型产品的竞争力越来越激烈，随着我国人工成本的不断上升，印尼、越南等国家的相对优势越来越明显。另一方面，美国发动贸易战的深层次原因就是对中国高科技产业崛起的担忧，因此贸易战一旦开打，对我国高端制造业的影响较大。基建方面的下滑主要受到财政支出、金融监管以及地方财务整顿的影响，目前财政结余已经被消耗殆尽，在政府下调赤字率的情况下，有限的财政支出更多的可能支配于科教文卫等重点行业，利空基建。另外，金融监管和地方债务的整顿也使得基建能够获得资金的渠道不断减少，因此今年基建大概率将继续下滑。需求的下滑和监管的影响导致的结果之一就是社融和货币的双降，3月份在表外融资大幅下降的背景下，社融继续走低，存款派生渠道不断受限，进一步拖累M2走低，由此可见表外的业务不能完全转化为表内的增长，这一方面受限于信贷的收紧，另一方面也受到实体经济融资需求下降的影响。虽然央行提出要合理引导信贷和社融增速，但是目前内需的下滑没有显著的改善，只是未来社融的下降速度或开始放缓，因此紧信用没有发生本质变化，经济总体下行的压力仍然较大。在内需下降的情况下，商品价格或依旧承压。

流动性方面，上周央行实行“降准+置换”的操作，但是降准的操作未能缓解接下来几天资金面的紧张程度。流动性趋紧源于缴税的影响，而4月份又是缴税大月，资金面难免波动，预计下周情况将有所好转。从2014年以来，市场流动性的提供主要在于央行的主动释放，主要包括常规的公开市场操作以及MLF，目前已经积累了成本较高的约5万亿左右的MLF，这些资金对银行负债端成本有较大影响，也成为影响市场流动性的主要因素。此次降准，一是释放了大量稳定的长线资金，二是置换后资金成本大大降低，这对于稳定市场的流动性结构、增加银行体系资金的稳定性有重要作用。实际上，在年初降准后，金融市场资金利率一直表现的都较为稳定，未来资金面利率将更为稳定，因此降准并不改变稳定中性的政策基调。

政策方面，央行发文要求证券公司进行短期融资时，需要符合规范资金池、打破刚性兑付等监管要求。证券公司发行短期融资券实行余额管理，待偿还短期融资券余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算。在货币政策稳健中性下，监管政策配合落地以达到调控的目标，这将是今年政策的主要走向。另外，李克强4月12日主持召开国务院常务会议决定，从5月1日起，将包括抗癌药在内

的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降至零，使我国实际进口的全部抗癌药实现零关税。这是为了满足居民消费需要的又一重大利好举措，预计未来还会有更多的进口产品实行关税减免或是零关税。

投资逻辑与观点

股指期货：易下难上，谨慎观望

上周，沪深两市低位弱势盘整。指数方面，上周上证综指下跌2.77%，跌破2017年开年点位，深证成指下跌2.60%，创业板指下跌2.29%，沪深300指数下跌2.85%，上证50指数下跌2.90%，中证500下跌2.43%。期指方面，IF1804合约下跌2.76%，IH1804合约下跌3.12%，IC1804合约下跌1.61%。行业方面，按申万一级行业分类，上周行业表现前五依次是国防军工（1.58%）、家用电器（1.25%）、钢铁（1.18%）、银行（0.15%）、采掘（-0.52%）；行业表现后五依次是商业贸易（-3.74%）、轻工制造（-3.91%）、汽车（-3.91%）、休闲服务（-4.22%）、通信（-4.75%）。

4月17日夜間，央行宣布，从4月25日起，下调五类商业银行人民币存款准备金率1个百分点。同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还MLF。对于此次央行降准的目的，我们有两点判断：首先，稳健中性的货币政策并未改变。第二，进一步缓解实体经济贷款难问题。央行定向降准并不意味着央行大量“放水”，但银行体系的流动性会更充裕，资金结构会更倾向小微企业，银行负债成本有所下降，企业融资成本会相应下行。定向降准为A股带来的直接资金面影响不大，但定向降准或引导资金利率及国债收益率下行，无风险收益率下行有利于股票估值。另外，近期中美贸易战、叙利亚局势等事件均使市场风险偏好明显偏弱，央行此时降准释放利好，能有效对冲近期风险因子的负面影响，有助国内风险偏好的回升。

关于中美贸易摩擦的最新进展，4月22日商贸部称已收到美方希望来华进行经贸问题磋商的信息，中方表示欢迎。此前美国财长姆努钦表示正考虑赴华谈判，并表示对解决贸易争端抱谨慎乐观态度。本周中美贸易争端未有太多新进展，但中兴事件正在发酵，美国对中国公司的制裁或成为下一步焦点。目前中美贸易摩擦风险整体可控，但尚未解决，贸易战不确定性仍然较大，风险偏好短期内难以迅速修复。

宏观基本面，统计局公布一季度经济数据显示，经济开局运行平稳，但工业生产下行。1季度GDP同比增速6.8%，与去年3、4季度相同，经济增速平稳，符合预期，显示中国经济有韧性，前期部分对于经济下行的担忧或有消散。从需求端看，三驾马车中投资和出口有所回升，消费表现平稳，仍然是中国经济的主要拉动力。虽然经济增速表现平稳，但工业生产表现出一定的下行压力。3月份规模以上工业增加值大幅回落至6%，1-2月为7.2%。除了高基数效应以外，3月工业环比增速同样下降，表明工业生产有变弱迹象。若4月的工业增速并未回升，则经济下行压力仍然较大。

流动性方面，本周央行公开市场有5200亿逆回购到期，其中周一至周五分别有800亿、0亿、1500亿、2500亿和400亿到期，无正回购和央票到期，逆回购到期量较大，预计央行也将开展较大量逆回购操作进行对冲。上周中由于缴税因素，回购利率明显上行，虽然之后利率有所回落，但整

体仍比上周明显提高。截至上周五，R007上周上涨180.80个基点，隔夜Shibor上涨19.00个基点。本周随着缴税期结束，预计利率将有所下行。股市资金面，上周沪股通净流入90.76亿，深股通净流入55.47亿，均为年内较高水平。截至上周四，两融余额继续小幅下降

上周，沪深两市低位弱势盘整，上证综指已跌破17年初点位。上周央行降准以及一季度经济数据均为市场带来一定的利好，但短期刺激不大。杠杆资金下滑和产业资本减持显示市场对股市前景的信心不足。中美贸易摩擦及海外地缘政治风险对股市仍有扰动，股市易下难上，操作上建议暂时观望。

国债期货：多单继续持有

上周，国债期货大幅上行后有所回落。现券收益率下行明显，其中10年期国债到期收益率下行18.47bp，10年期国债到期收益率下行22.08bp。

基本面方面，上周公布的经济数据好坏不一，期债反映较为有限。中国一季度GDP同比增长6.8%，与去年四季度增速持平，表明当前经济整体仍具韧性。1-2月规模以上工业增加值同比增速为7.2%，3月份同比增速降至6.0%。一季度全国固定资产投资（不含农户）同比增速7.5%，比1-2月回落0.4个百分点。不过中国一季度房地产开发投资同比增速10.4%，创三年新高，我们认为这与当前库存较低和棚改有关，持续性存疑。3月70个大中城市商品住宅销售价格中，一线城市新建商品住宅销售价格同比继续下降，二三线城市涨幅出现回落，表明当前房地产监管成效逐步显现，未来逐渐传导至房地产投资。截至4月20日，4月6大发电集团耗煤量同比增速为4.68%，相比3月的-2.45%，有所回升，不过仍处于低位。通胀方面，食品价格是制约CPI走高的主要因素。进入4月，猪肉和蔬菜价格继续走低，因此食品价格仍会制约CPI的走高。

资金面方面，定向降准，助推期债大幅走高。上周央行公开市场累计净投放4700亿元，为对冲税期等因素的影响，央行曾在上周三和周四分别净投放1500亿和1900亿，体现对资金面的呵护。虽然上周二央行等额续作MLF，且上调5个基点，对市场情绪有一定压制，不过我们认为上调5个基点是对美联储加息后的正常反映，央行为维稳资金面，仍延续“佛系”加息。特别的，上周二晚间，央行宣布自4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。此次操作当日偿还MLF约9000亿元，同时释放增量资金约4000亿元。虽然央行表示，降准置换中期借贷便利，稳健中性的货币政策取向保持不变。但是我们认为2018年的两次定向降准，相比2017年多次上调货币市场利率，且初始均为10个基点而言，货币政策存在边际放松的迹象。同时考虑到释放流动性，有助于缓解资金面压力，且降准有助于缓解银行负债端成本走高的压力，增加利率债配置力量，进而支撑期债。本周央行公开市场有5200亿逆回购到期，到期量相对较大，不过考虑到25日起施行的定向降准，以及临近月末，财政存款的释放，均将有助于缓解资金面压力。

监管方面，监管细则落地速度放缓，支撑期债。此前有传言资管新规或推迟公布，叠加央行定向降准的消息，期债大幅走高。不过收盘后，接近监管的人士澄清，表示目前资管新规正在走内部程序，没有听说延迟，

这一表态引起次日期债回落。不过受此前征求意见稿的指引，市场已向着大方向进行调整，因此即使资管新规落地，对市场冲击或为有限。中共中央、国务院日前批复了《河北雄安新区规划纲要》，新华社于4月21日全文播发《河北雄安新区规划纲要》，该纲要是指导雄安新区规划建设的基本依据，规划期限至2035年。《纲要》出台后，未来雄安新区将进入建设阶段，改革的力度或逐步加大。

外围方面，中美贸易摩擦的持续推进，仍对期债带来支撑。上周，美国商务部宣布，对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查，同时美商务部还初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为。在中美两国就贸易问题陷入对峙之际，努钦考虑访问中国商谈贸易问题。虽然中美近期可能就贸易问题，进行商谈，不过我们认为中美贸易摩擦仍不会就此终止，因此中美贸易摩擦由此带来的避险情绪，整体上仍对期债带来支撑。

整体上，虽然当前经济韧性尚存、资金面的压力、资管新规推迟公布或为谣传，令期债回落，不过在经济增速下行压力的背景下，考虑到央行对资金面的呵护，近期监管细则落地速度放缓，中美贸易摩擦的持续推进，因此期债仍受支撑，建议T1806多单继续持有，目前目标位看至96.0附近。

投资策略

股指期货

上周，沪深两市低位弱势盘整，上证综指已跌破17年初点位。上周央行降准以及一季度经济数据均为市场带来一定的利好，但短期刺激不大。杠杆资金下滑和产业资本减持显示市场对股市前景的信心不足。中美贸易摩擦及海外地缘政治风险对股市仍有扰动，股市易下难上，操作上建议暂时观望。

国债期货

上周，国债期货大幅上行后有所回落。现券收益率下行明显，其中10年期国债到期收益率下行18.47bp，10年期国开债到期收益率下行22.08bp。虽然当前经济韧性尚存、资金面的压力、资管新规推迟公布或为谣传，令期债回落，不过在经济增速下行压力的背景下，考虑到央行对资金面的呵护，近期监管细则落地速度放缓，中美贸易摩擦的持续推进，因此期债仍受支撑，建议T1806多单继续持有，目前目标位看至96.0附近。

主要图表

表1 金融期货市场主要表现

| 一周行情数据 (成交-手; 持仓-手) | | | | ##### | 至 | ##### | |
|---------------------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 金融期货 | 合约 | 收盘 | 收盘涨跌幅 | 成交 | △成交 | 持仓 | △持仓 |
| 沪深300股指期货 | IF1804 | ##### | -2.60% | 77,334 | -12,427 | #N/A | #N/A |
| | IF1805 | ##### | -2.99% | 49,201 | 45,089 | ##### | 19,374 |
| | IF1806 | ##### | -3.04% | 17,154 | 5,093 | ##### | 1,743 |
| | IF1809 | ##### | -2.98% | 2,624 | 794 | 4,038 | 433 |
| 小计 | | | ##### | 38,549 | ##### | 21,550 | |
| 上证50股指期货 | IH1804 | ##### | -2.90% | 56,260 | -10,645 | #N/A | #N/A |
| | IH1805 | ##### | -2.95% | 33,172 | 30,181 | ##### | 12,748 |
| | IH1806 | ##### | -2.99% | 10,367 | 3,380 | 6,646 | 578 |
| | IH1809 | ##### | -2.87% | 1,995 | 513 | 2,851 | 237 |
| 小计 | | | ##### | 23,429 | ##### | 13,563 | |
| 中证500股指期货 | IC1804 | ##### | -1.70% | 49,245 | -2,802 | #N/A | #N/A |
| | IC1805 | ##### | -2.03% | 33,298 | 29,317 | ##### | 15,258 |
| | IC1806 | ##### | -2.10% | 8,237 | 2,027 | ##### | 1,310 |
| | IC1809 | ##### | -2.15% | 1,706 | 39 | 4,596 | 334 |
| 小计 | | | 92,486 | 28,581 | ##### | 16,902 | |
| 5年期国债期货 | TF1806 | ##### | 0.91% | 60,910 | 23,438 | ##### | -69 |
| | TF1809 | ##### | 0.84% | 1,470 | 1,326 | 960 | 696 |
| | TF1812 | ##### | 0.63% | 45 | #N/A | 21 | 10 |
| 小计 | | | 62,425 | #N/A | ##### | 637 | |
| 10年期国债期货 | T1806 | ##### | 1.27% | ##### | 55,516 | ##### | -2,941 |
| | T1809 | ##### | 1.21% | 6,125 | 4,626 | 2,642 | 1,374 |
| | T1812 | ##### | 1.11% | 88 | 85 | 44 | 28 |
| 小计 | | | ##### | 60,227 | ##### | -1,539 | |

数据来源: Wind

图1 IF当月合约近期走势和成交

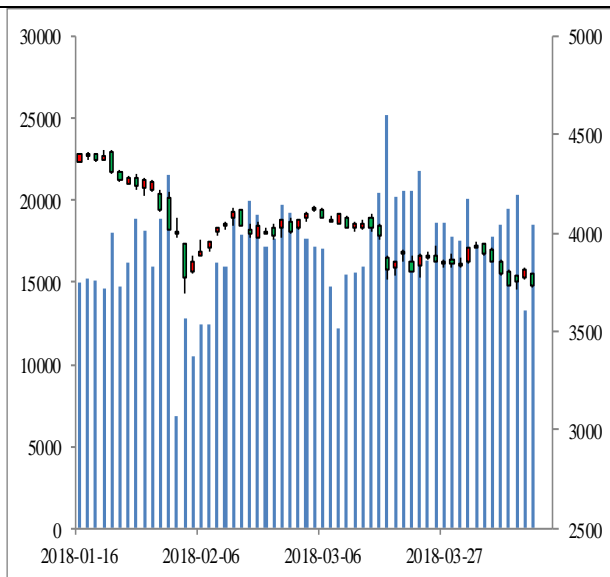
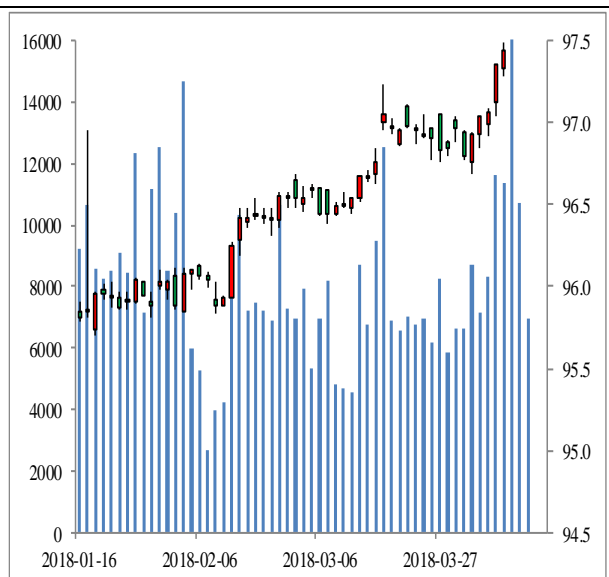


图2 5年期国债期货近期走势和成交



数据来源: wind

图3 IF合约基差走势

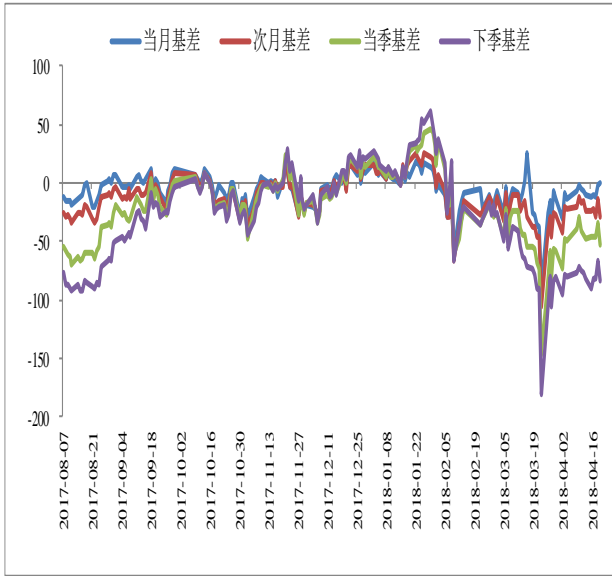
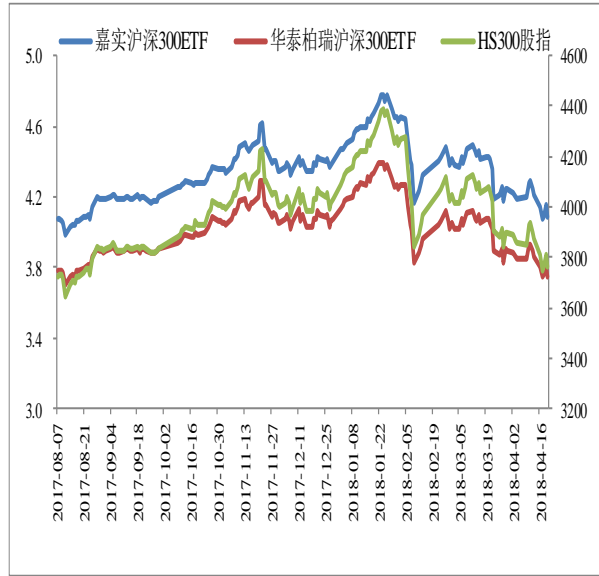


图4 股指期货与ETF走势比较



数据来源: wind

图5 现券市场利率

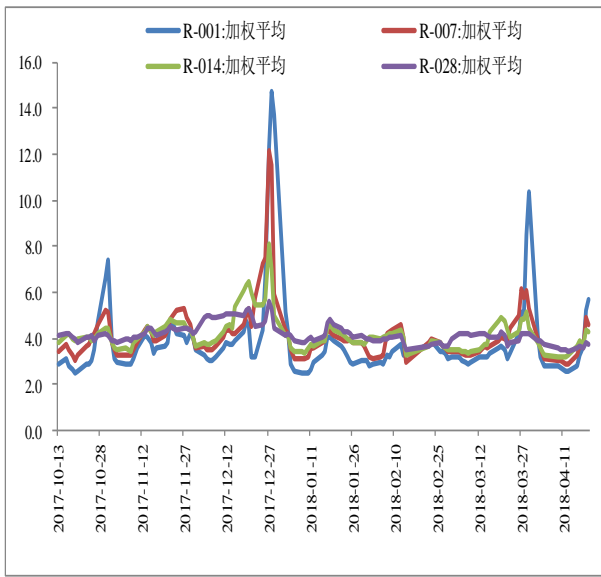
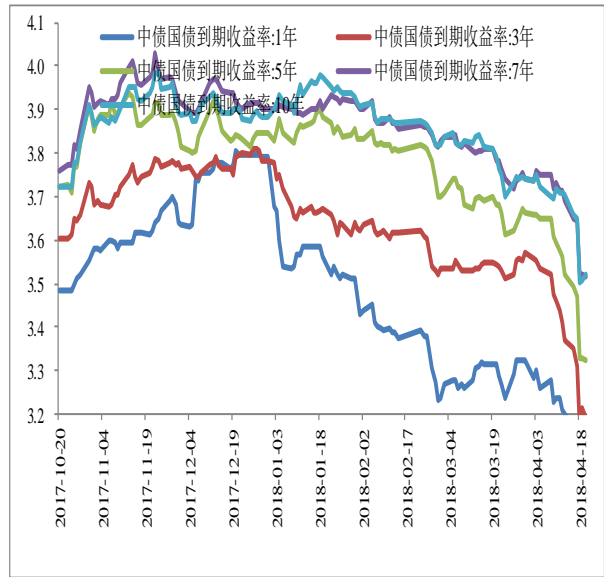


图6 资金市场利率



数据来源: wind

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区体育西路57号红盾大厦14楼

邮政编码：510620