

期指逢低做多，期债延续震荡

发展研究中心 宏观金融组

电话: 020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

本周要点:

四季度以来，宏观形势不断好转，主要体现在生产和内生需求的回暖上。工业增加值从第三季度的5.8%回升至6.9%，其中，基建和地产都保持了较强的韧性。在此背景下，四季度GDP的增速仅仅是持平于三季度，似乎市场的感受和数据不匹配。但是拆分GDP的数据后可以发现，四季度第一产业和第二产业增速较三季度分别上涨了0.7和0.6个百分点，而第三产业增速却下降了0.6个百分点。自2015年以来，第三产业占GDP的比重已经超过了第二产业，截止目前占比已经达到52%，因此第三产业的下滑对GDP的影响较大。展望2020年，资本形成将依旧是GDP的主要贡献力量。

策略要点:

股指:

期指方面，上周公布的经济数据和金融数据显示，工业增加值、制造业投资、PPI、M2、M1等数据均有所回升。基本面阶段性反弹+货币政策偏宽松将继续支撑股指中期上行。考虑到历史上春节前股指表现偏多，经过近两周的震荡，本周可再度进场做多。建议逢低做多IF2003，入场点位4160-4190点，止损位4120点。

期权方面，持有买入行权价4200点的看涨期权与卖出行权价4300点的看涨期权构建买入认购牛市价差期权组合可暂时继续持有，若沪深300指数有效跌破4140点，则把前期买入行权价4200点的看涨期权平仓，其他头寸保留继续持有。此外，前期的卖出执行价4400点的看涨期权与卖出行权价3900点的看跌期权构建卖出宽跨式期权组合作为长期策略持有。

国债:

近期资金面压力较大、12月主要经济金融数据大都向好、中美贸易关系的短期缓和和对期债存在压制，不过央行通过降准、MLF和OMO等公开市场净投放的方式呵护资金面，亦有助于提振市场情绪，临界春节假期，受多空因素的影响，期债或延续震荡态势。密切关注新一轮LPR报价。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息（宏观金融研究小组）

王荆杰（咨询编号 Z0010774）

020-88818042，

wangjingjie@gf.com.cn;

胡岸（咨询编号 Z0011267）

020-88818001，

huan@gf.com.cn;

郑旭（咨询编号 Z0014217）

020-88818015，

zhengxu@gf.com.cn;

王凌翔（咨询编号 Z0014488）

020-88818003，

wanglingxiang@gf.com.cn;

陈俊州（咨询编号 Z0014862）

020-88818017，

chenjunzhou@gf.com.cn;

吴施志（咨询编号 Z0014992）

020-88818031，

wushizhi@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周焦点：资本形成仍是今年经济支撑	1
二、本周策略：期指逢低做多，期债延续震荡	2
三、宏观表现：基本面数据跟踪	3
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	6
免责声明.....	10

一、本周焦点：资本形成仍是今年经济支撑

四季度以来，宏观形势不断好转，主要体现在生产和内生需求的回暖上。工业增加值从第三季度的5.8%回升至6.9%，其中，基建和地产都保持了较强的韧性。从基建上看，全国交通运输工作会议上获悉，2019全年预计完成交通固定资产投资32135亿元，其中铁路、公路水路、民航分别完成投资8000亿元、23185亿元、950亿元，预计新增铁路8000公里、公路33万公里。此外，明年交通运输将完成铁路投资8000亿元，公路水路投资1.8万亿元，民航投资900亿元。集装箱铁水联运量增长12%以上。此外，今年“提前批”专项债完成进度达71%，专项债发行规模达7159.21亿，相比去年1月大幅提升，与此同时，今年1月九成的专项债投向了基建领域。因此预计今年基建将开始进一步发力。从地产上看，1-12月房地产投资同比增长9.9%，增速相比1-11月下降0.3个百分点。1-12月商品房销售同比下降0.1%，增速较前期下降了0.3个百分点，新开工同比增长8.5%，增速较前期下降了0.1个百分点。施工面积同比增长8.7%，增速与前期持平，竣工面积同比增长2.6%，增速又负转正。竣工面积的持续回升表明房地产有从前端开发向后端开发移动的迹象，对于有色系金属的需求开始大于黑色系。此外，随着政策的发力以及中美贸易的和谈，制造业也迎来了久违的增长。

工业体系的发力一定程度也与信贷的扩张有关。整体来看，2019年全年社融规模达到25.58万亿，同比多增了3.08万亿，其中四季度以来，企业中长期贷款不断增长，12月企业长期贷款同比多增2002亿元。企业中长期贷款的大幅增加与四季度以来的经济表现吻合，企业经营信心或有所恢复。但是2019年监管层对房地产信托业务大幅收紧。其中，下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制。数据显示，信托投向房地产资金的占比从一季度的15%下降至目前的10%左右。住房不炒的概念在今年仍将延续，预计房地产信托仍难有放开。

值得注意的是，四季度在工业生产和需求的回暖的情况下，四季度GDP的增速仅仅是持平于三季度，似乎市场的感受和数据不相匹配。但是拆分GDP的数据后可以发现，四季度第一产业和第二产业增速较三季度分别上涨了0.7和0.6个百分点，而第三产业增速却下降了0.6个百分点。自2015年以来，第三产业占GDP的比重已经超过了第二产业，截止目前占比已经达到52%，因此第三产业的下滑对GDP的影响较大。从第三产业的分项数据来看，最重要的金融业和房地产业却是增长的，二者增速分别高于去年同期0.7和0.5个百分点。因此第三产业的下滑主要是其他服务业回落造成的。展望2020年，资本形成将依旧是GDP的主要贡献力量。

从政策上看，2019年全年实际GDP增速为6.1%，较2018年下降0.5个百分点。全年名义GDP增长8.3%，较2018年下降1.4个百分点。这反映出2019年“价”的降幅要明显大于“量”。从历史上看，每次PPI的大幅下跌都伴随名义GDP的大幅回落，货币政策在此期间通过降息的方式对冲通缩压力。但是本轮CPI随着猪价上行而不断攀升，我们认为货币政策今年宽松的方向没有变化，但是CPI的高企或影响货币政策宽松的节奏，预计二季度以后货币宽松窗口逐渐打开。

二、本周策略：期指逢低做多，期债延续震荡

股指期货

下周进入春节前最后一周，部分投资者认为节前量能下滑，股市表现偏弱，但这其实不符合过去春节前的股市实际表现。我们对春节日历效应做了统计发现，节前量能的下滑现象的确普遍存在，但春节前股市表现却普遍偏多。通过统计此前22个春节上证综指的表现发现，春节假期休市前，上证综指无论在收益率还是上涨概率上都有不俗的表现。在过去22年中，春节假期前5天上证综指累计平均收益率为1.87%，其中有18年录得正收益，上涨概率为82%。春节休市前3天和前1天上证综指也表现出同样的规律，平均涨幅为1.57%和0.54%，期间上涨均为16次，上涨概率为73%。而节后一周股市上涨趋势同样明显，春节后的前3个交易日、前5个交易日和前10个交易日的上涨次数分别为15次、18次和17次，上涨概率分别为68%、82%和77%，平均上涨幅度分别为1.46%、1.73%和2.20%。2008年以后，过去12次春节中，春节后5个交易日更是有11次获得正收益。从整个春节阶段来看，春节前后5个交易日上证综指上涨的概率达到了86%，平均涨幅高达3.63%。

宏观经济压力仍存，制造业反弹，地产下滑有韧性。2019年，中国GDP同比增6.1%，四季度GDP增速6.0%，与三季度持平。固定资产投资方面，投资增速低位回升0.2%至5.4%。具体来看，制造业投资回升明显，制造业投资增速提升0.6%至3.1%，但制造业的回升与外需好转和春节提前的因素影响，今年1月可能回落。地产投资增速继续下滑，从10.2%下滑至9.9%，增速依然较高，但下滑趋势较为明显，地产周期回落将对未来宏观经济回升形成一定压制。

12月社融走平，M2反弹。统计局上周四收盘后公布2019年12月金融数据，社会融资增速基本符合预期，12月社会融资规模增量为2.1万亿元，预期1.6万亿元，前值1.75万亿元。新增贷款1.14万亿元，预期1.14万亿元，前值1.39万亿元。社会融资规模存量同比微升0.02%，但贷款余额增速仍在底部，说明信贷需求仍然较低。金融数据亮点在于基础货币增速，M2增速较11月提升0.5%，M1增速大幅回升0.9%，M1-M2剪刀差显著上行，连续两个月反弹，显示货币流动性和企业投资意愿回暖。

期指方面，上周公布的经济数据和金融数据显示，工业增加值、制造业投资、PPI、M2、M1等数据均有所回升。基本面阶段性反弹+货币政策偏宽松将继续支撑股指中期上行。考虑到历史上春节前股指表现偏多，经过近两周的震荡，本周可再度进场做多。建议逢低做多IF2003，入场点位4160-4190点，止损位4120点。

期权方面，持有买入行权价4200点的看涨期权与卖出行权价4300点的看涨期权构建买入认购牛市价差期权组合可暂时继续持有，若沪深300指数有效跌破4140点，则把前期买入行权价4200点的看涨期权平仓，其他头寸保留继续持有。此外，前期的卖出执行价4400点的看涨期权与卖出行权价3900点的看跌期权构建卖出宽跨式期权组合作为长期策略持有。

国债期货

上周，国债期货震荡为主，多空因素交织，节前震荡格局或难改变。经济基本面方面，12月经济金融数据大都好于预期。2019年12月社会

融资规模增量为21000亿元，预期16114亿元，前值17500亿元。2019年社会融资规模增量累计为25.58万亿元，比上年多3.08万亿元。新增人民币贷款方面，从部门看，相比居民长期贷款的同比下降，短期贷款同比多增了1745亿元；而企业短期贷款和长期贷款均实现同比增加的情况。经济数据方面，2019年12月规模以上工业增加值同比增6.9%，超出预期和前值，全年同比增速为5.7%。2019年GDP同比增长6.1%，相比前一年的6.6%增速，有所下降。国家统计局局长宁吉喆表示，中国经济正从高速增长阶段转向高质量发展阶段，不刻意追求经济增速，中国经济稳中向好、长期向好趋势没有改变，2020年经济实现有质量有效益的稳定增长可期。

资金面方面，央行呵护资金面以维稳流动性。为对冲税期高峰、现金投放等因素的影响，维护春节前银行体系流动性合理充裕，上周央行公开市场投放了6000亿元逆回购和3000亿元MLF操作。不过市场资金面仍较为紧张，R001上周上涨56.73bp，R007上涨3.77bp。本周央行公开市场有2575亿元TMLF到期，考虑到市场流动性的压力，央行公开市场或延续净投放。

消息面方面，中美签署第一阶段经贸协议。中美全面经济对话中方牵头人刘鹤表示，中美双方在平等和相互尊重原则的基础上，达成中美第一阶段经贸协议。短期中美贸易关系的缓和，对期债的支撑减弱。

整体上，近期资金面压力较大、12月主要经济金融数据大都向好、中美贸易关系的短期缓和和对期债存在压制，不过央行通过降准、MLF和OMO等公开市场净投放的方式呵护资金面，亦有助于提振市场情绪，临近春节假期，受多空因素的影响，期债或延续震荡态势。密切关注新一轮LPR报价。

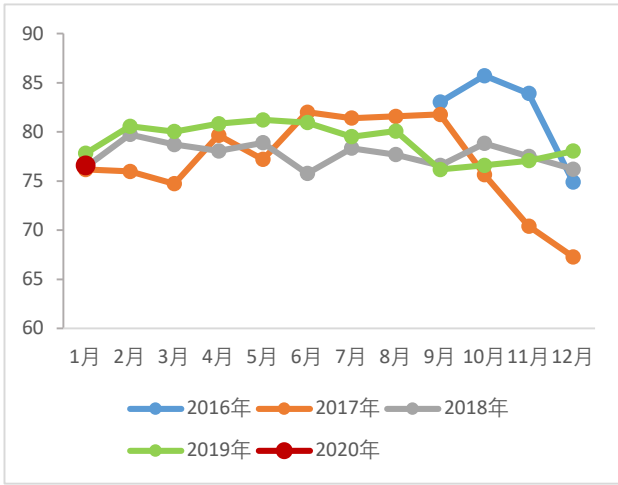
三、宏观表现：基本面数据跟踪

经济：1月中旬，焦炉开工率企稳回升，录得开工率为76.22%，较前一周回升了0.27个百分点。高炉开工率上周为66.71%，较前一周增加了0.14个百分点。但是全胎和半胎开工率出现大幅下滑的情况，分别较上周下降了11.21个和9.92个百分点，这一定程度与工厂放假有关。1月初，六大发电集团平均耗煤量达到62.65万吨/日，较前一周下降了5.55万吨/日，螺纹钢累库速度有所加快，环比前一周了12.45万吨。随着螺纹利润明显下滑，大多数电炉厂因亏损陆续放假，短流程开工率明显下滑致使螺纹产量明显收缩。受钢材高产量、终端需求快速回落影响，钢材累库速度连续三周快于去年农历同期。上周30大中城市商品房销售平均成交面积为49.59万平方米，较前一周下降了2.46万平方米。1月中旬，乘用车销售厂家批发同比下降了3%，零售下降了13%，降幅较前一周有所扩大。

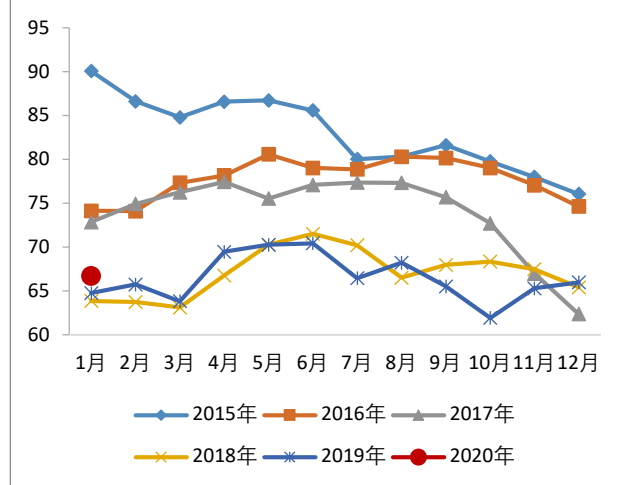
物价：2020年1月18日，据中国养猪网猪价系统监测全国外三元均价为36.24元/公斤，猪价较上周下跌0.18元/公斤。目前猪肉价格已经是高位了，如果猪肉价格继续大幅度上涨，必然会遏制消费，从而导致猪价停止上涨，而且猪肉价格上涨过快，就会有新一轮的储备肉投放市场，给猪价降温，因此预计短期内猪价还会上涨，不过上涨的幅度有限。

流动性：临近春节，资金面明显收紧，上周央行公开市场共投放资金9000亿元。截止上周五shibor隔夜为2.52%，较上周涨74.98个基点；shibor1周为2.64%，较上周涨15.30个基点；shibor2周为2.94%，较上周涨65.30个基点；shibor3月为2.87%，较上周涨0.40个基点。

图：焦炉开工率 (%)

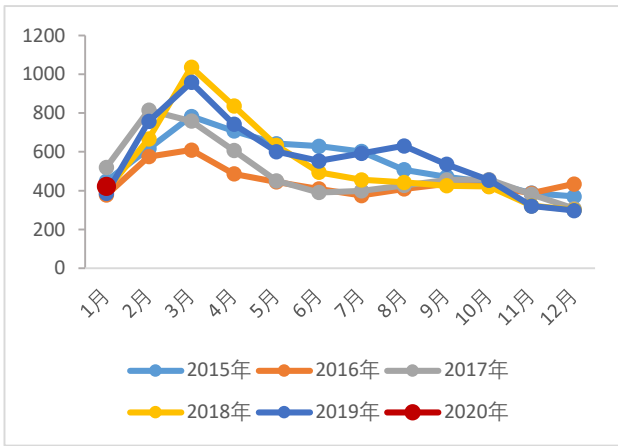


图：高炉开工率 (%)

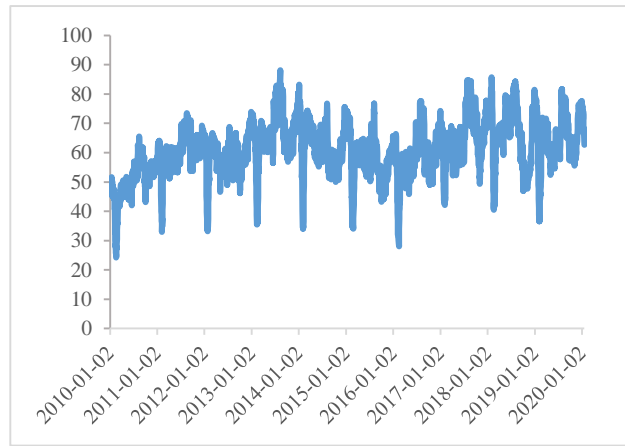


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹库存 (上海, 万吨)

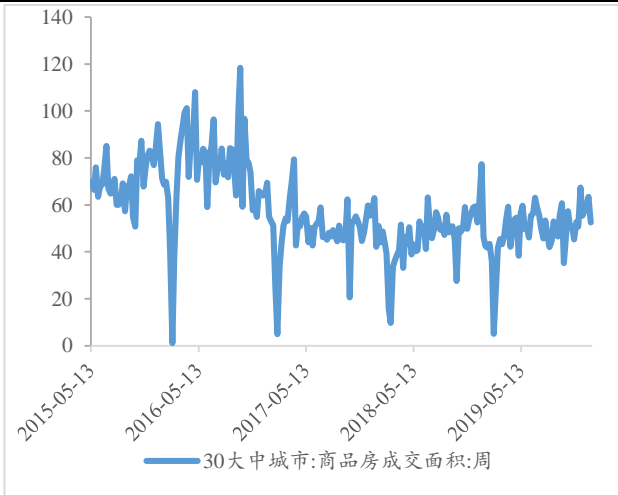


图：6大发电集团耗煤 (万吨)

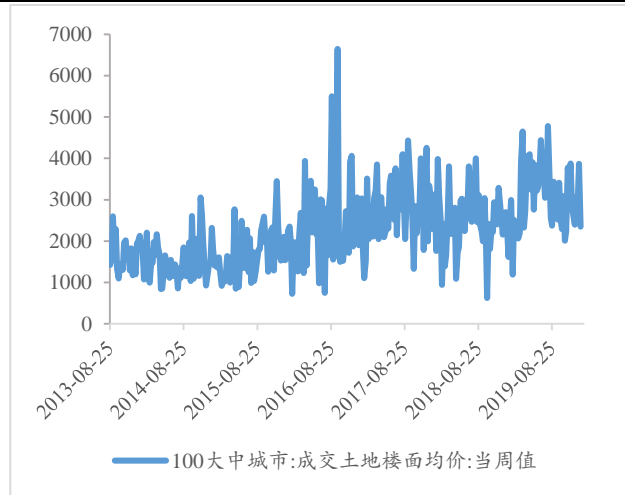


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：30大中城市商品房成交面积 (万平方米)



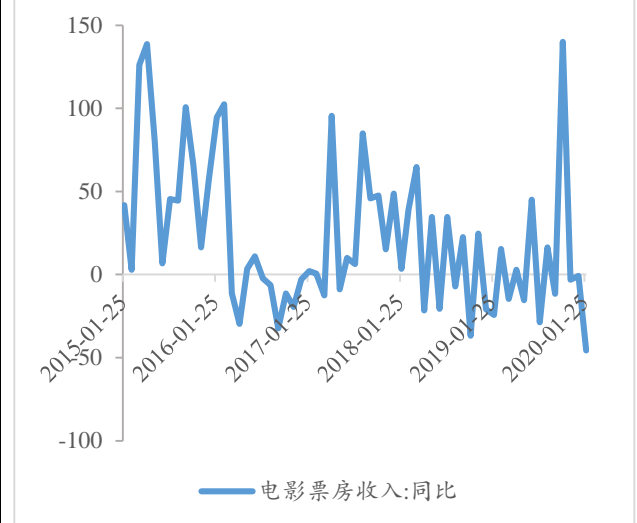
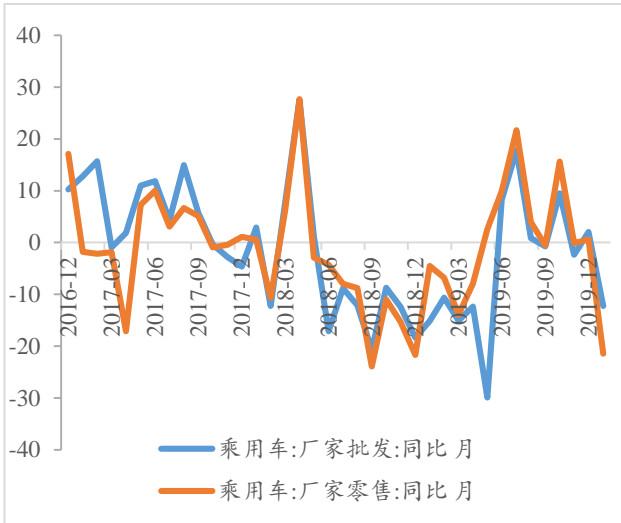
图：100大中城市成交土地楼面均价 (元/平方米)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：乘用车厂家批发和零售同比增速 (%)

图：电影票房收入同比增速 (%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 义乌中国小商品指数 (%)

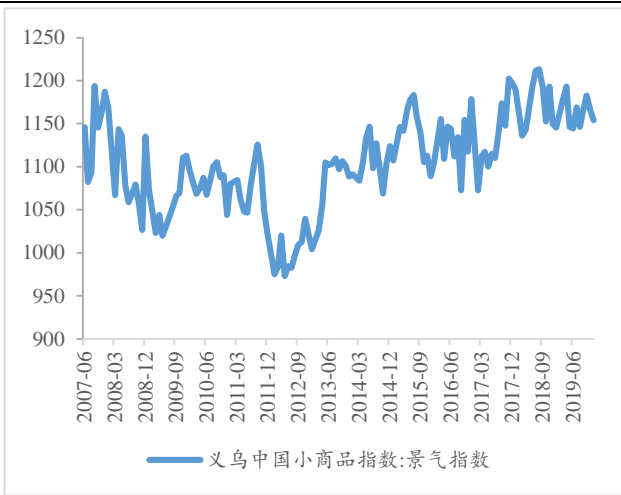


图: 中国企业指数 (%)

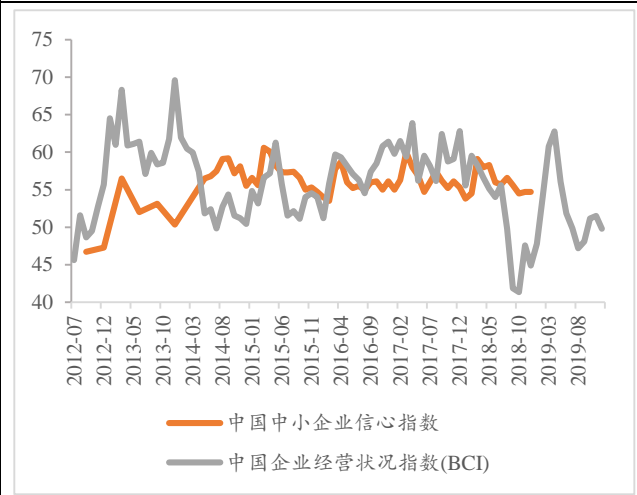


图: 猪肉价格环比增速 (%)

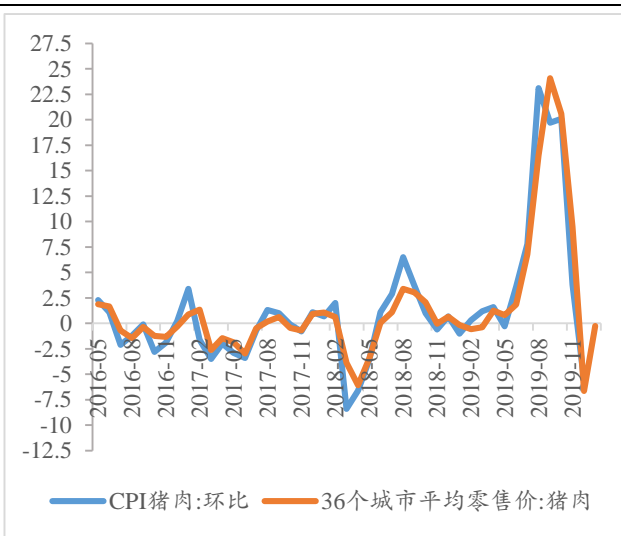
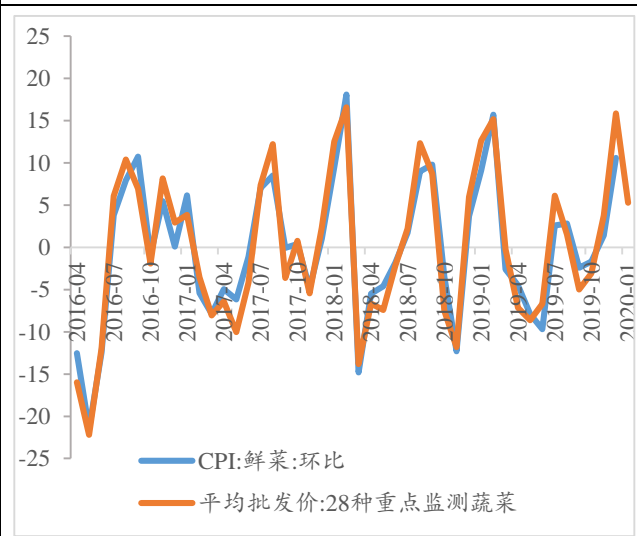


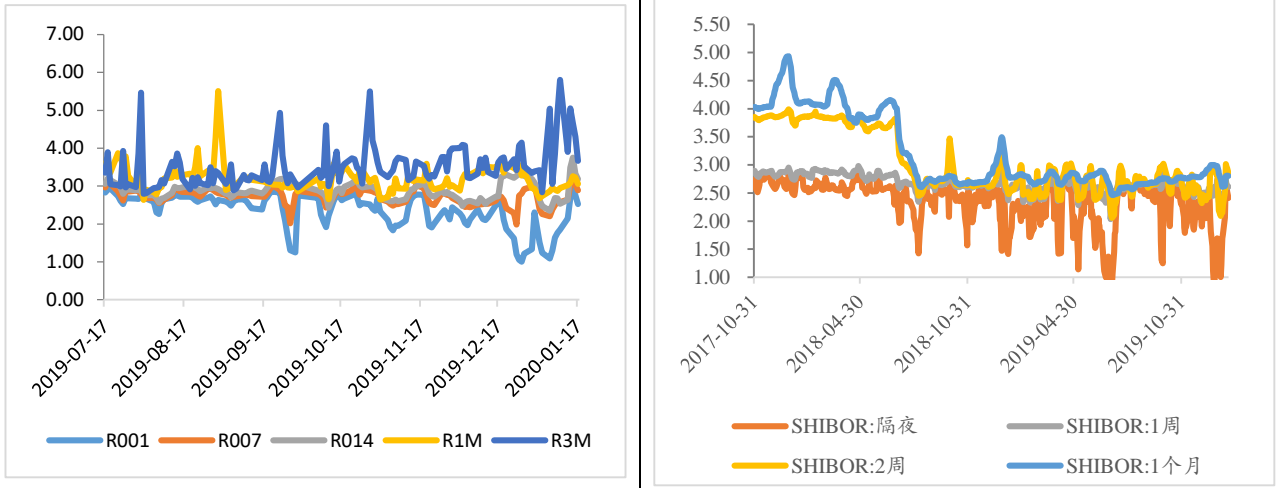
图: 蔬菜价格环比增速 (%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 质押式回购利率 (%)

图: SHIBOR利率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

四、市场表现：股指国债期货数据跟踪

股指期货

上周，上证综指下跌0.54%，深证成指上涨0.69%，创业板指上涨1.49%，沪深300指数下跌0.20%，上证50指数下跌0.48%，中证500指数上涨0.54%。期指方面，上周IF主力合约上涨0.13%，IH主力合约下跌0.26%，IC主力合约上涨0.43%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从1.82点升至17.75点，IH期现价差从3.52升至9.83点，IC期现价差从-12.23点升至-8.85点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓增加了3393手、IH净持仓增加了2956手、IC净持仓减少了2146手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓减少了246手、IH净持仓增加了801手、IC净持仓减少了2445手。

流动性方面，截止1月18日，央行上周共有3笔逆回购操作，总额为6000亿元；1笔MLF投放，总额为3000亿元；公开市场操作净投放（含国库现金）9000亿元。截至上周五，上周隔夜Shibor上行74.98BP，R007上行31.24BP。

股市资金面方面，截至上周四，A股融资融券余额为10566.96亿元，较前一交易日的10563.53亿元增加3.43亿元。外资方面，上周陆股通净流入195.50亿元，前周净流入208亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数上涨1.82%，德国DAX指数上涨0.32%，日经225指数上涨0.80%，恒生指数上涨1.46%。

国债期货

上周，国债期货震荡为主。10年期国债期货主力合约T2003上行0.05%至98.6100。5年期国债期货主力合约TF2003上涨0.03%至100.2500。2年期国债期货主力合约TS2003上涨0.005%至100.5250。

成交量方面，10年期国债期货成交213478手，5年期国债期货共成交62807手，2年期国债期货成交87030手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有89530手持仓，5年期国债期货

共有40835手持仓，2年期国债期货持仓为22563手。

现券收益率方面（中证国债到期收益率），2年期上涨0.68bp，5年期上涨1.61bp，10年期下跌0.15bp。

股指期权

T型报价方面，上周看涨期权的成交和持仓都集中在执行价4200点，看跌期权成交和持仓量仍然集中在4000点，沪深300指数4200点上方压力较大，预计后市沪深300指数呈现区间4000-4200运行概率较大。

截止1月17日，30天历史波动率为12.48%，较一周前下降了1.35%，较前一个交易日下降0.05%。成交C/P为1.61，持仓C/P为1.37，平值隐含波动率15.65%（较上周回落3.22%），隐含波动率C/P为1.12，目前看涨期权活跃度较高，波动率溢价相对较高，但整体有所回落，期权隐含偏度不大，预计沪深300指数发生尾部风险概率较小。

图:新增投资者数量（万户）

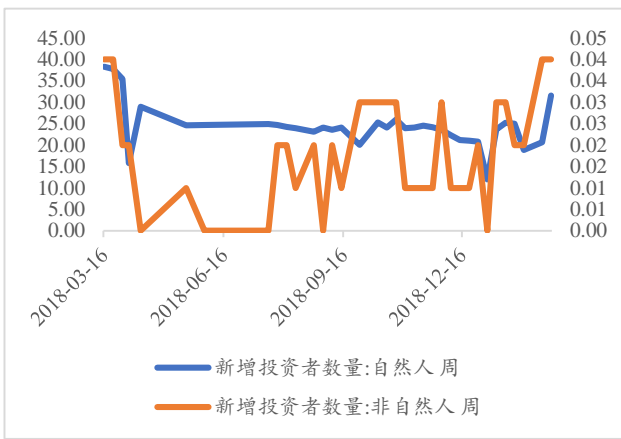
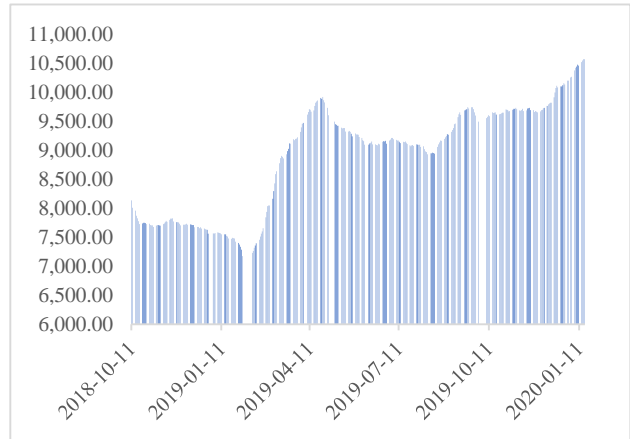


图:两融余额（亿元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:沪股通、深股通净流入金额（亿元）

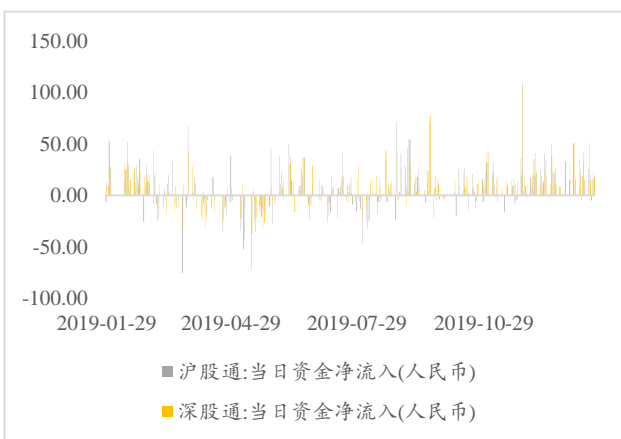
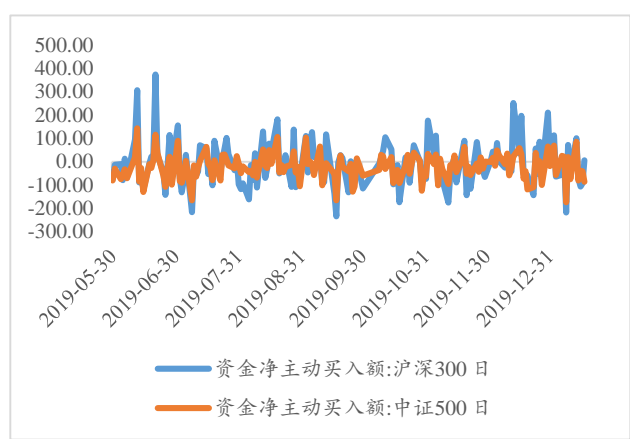


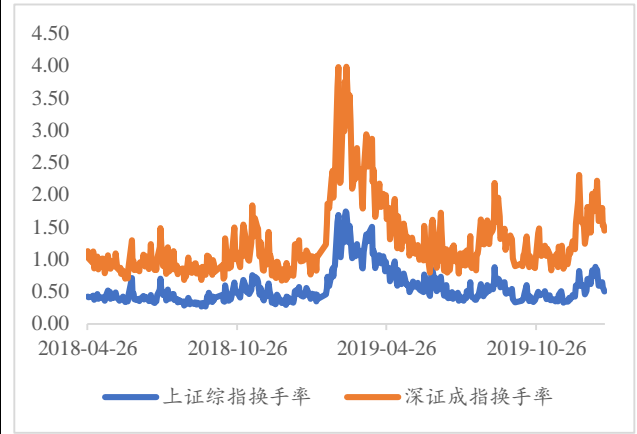
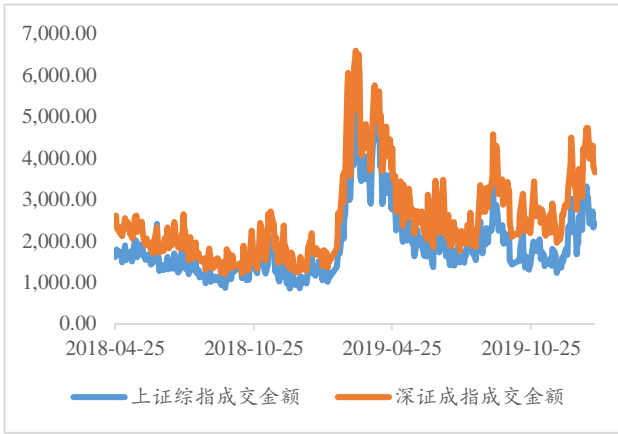
图:资金净主动买入金额（亿元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额（%）

图:两市换手率（%）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 沪深300股指期权T型报价

Call				000300.SH				Put			
持仓量	成交量	涨跌幅(%)	收盘价	IV	执行价	IV	收盘价	涨跌幅(%)	成交量	持仓量	
119	283	-6.82	232.4	0.1831	3950	0.1556	10.6000	-53.51	1002	781	
1629	5702	-9.63	191.4	0.1805	4000	0.1533	17.6000	-48.24	4832	2048	
485	574	-10.02	158	0.1885	4050	0.1499	27.6000	-43.21	952	499	
1078	2064	-17.51	117.8	0.1709	4100	0.1479	42.4000	-33.75	2199	841	
1058	3535	-24.48	87	0.1658	4150	0.1473	63.0000	-27.25	2931	958	
2576	10907	-29.89	63.8	0.1664	4200	0.1447	88.2000	-21.39	3183	702	
716	2313	-36.80	45	0.1661	4250	0.1429	119.4000	-17.08	629	229	
1097	2564	-43.57	31.6	0.1683	4300	0.1457	157.4000	-9.64	366	239	
627	1509	-49.32	22.2	0.1720	4350	0.1516	200.0000	-5.39	294	170	

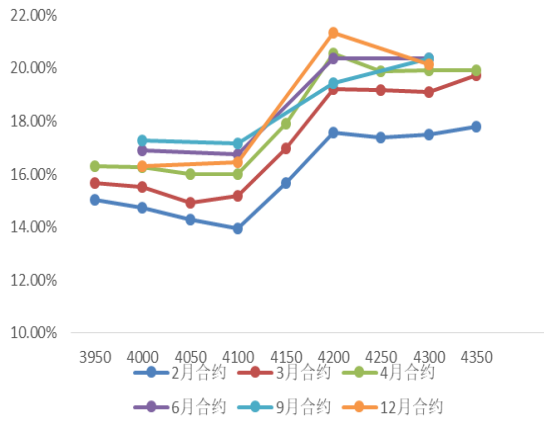
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 沪深300股指期权成交和持仓情况

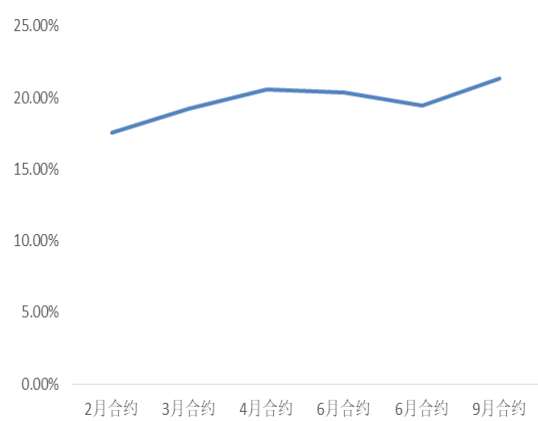
合约	Call Vol	Put Vol	Vol	CPR(Vol)	Call OI	Put OI	OI	CPR(OI)
2月合约	41291	22927	64218	1.8	14582	10745	25327	1.36
3月合约	7674	5838	13512	1.31	6006	3802	9808	1.58
4月合约	1737	2364	4101	0.73	1569	1493	3062	1.05
6月合约	2283	1339	3622	1.71	2790	1718	4508	1.62
9月合约	465	428	893	1.09	850	798	1648	1.07
12月合约	905	804	1709	1.13	1661	1439	3100	1.15
汇总	54355	33700	88055	1.61	27458	19995	47453	1.37

数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图：波动率微笑



图：波动率期限结构

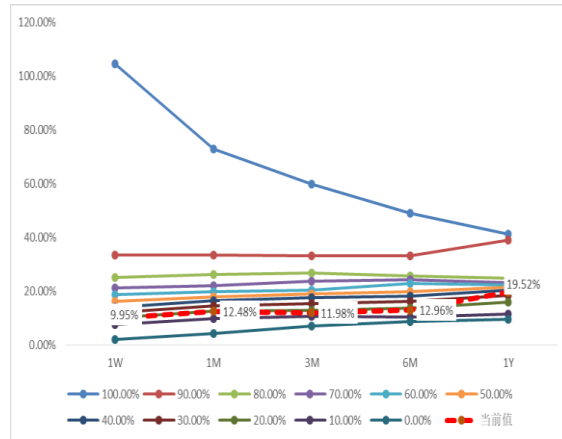


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：历史波动率



图：波动率圆锥



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620