

## 资产价格波动对经济影响

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:

资产价格下跌时一般会从消费和投资两个方面影响基本面,而产生这种影响的背景是资产价格下跌有一定的持续性。

对于消费而言,当股市下跌后,居民的金融资产会大幅萎缩,而金融资产占可支配收入的比重较大时,就会出现消费的下滑,而消费的下滑又会促使CPI的下降。对于投资而言,股市下跌会强化企业资产下跌的预期,企业更加难以通过新增购买的方式增加投资,破产并购重组成为了最优的选择。此外,资产价格下跌使得企业资质下降,抵押品价值回落,银行信贷意愿下降,最终使得企业信贷下降。资产价格波动通过消费和投资传导,最终就会影响到整个GDP的走势。

因此整体来看目前美国基本面喜忧参半,美股下跌对消费和投资的进一步影响取决于未来美股下跌的幅度和长度。如果美股从此开启下跌模式,那么消费和投资的增速都会进一步回落,这势必对美国经济乃至全球经济产生影响。

### 策略要点:

#### 股指:

目前国内财政政策的逆周期调节比较积极,复工节奏加快,“新基建”或成为热点。但是受到疫情影响,外围市场的不确定性较高,波动较大,对A股也形成压制。从短端的资金利率来看,国内的流动性还处于比较宽松的状态,目前股指还有支撑,虽然外围的波动不会影响A股的中长期波动,但是短期影响不能忽略。期指方面,“新基建”或成为热点,投资者可轻仓短线试多IF。期权方面,暂时观望。

#### 国债:

当前海外疫情持续扩散,引发避险情绪升温,对期债支撑较为明显,此外我国经济的下行压力,叠加资金面的合理充裕亦形成支撑,不过考虑到我国疫情防控的严格,以及逆周期调节的持续推进,所以需警惕海外疫情好转,期债的回调压力,建议短期观望为主,密切关注海外疫情进展以及本周公布的主要经济、金融数据。

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：资产价格波动对经济影响 .....	1
二、本周策略：期指轻仓短线试多 IF，期债观望为主 .....	3
三、宏观表现：基本面数据跟踪 .....	5
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪 .....	9
免责声明.....	13

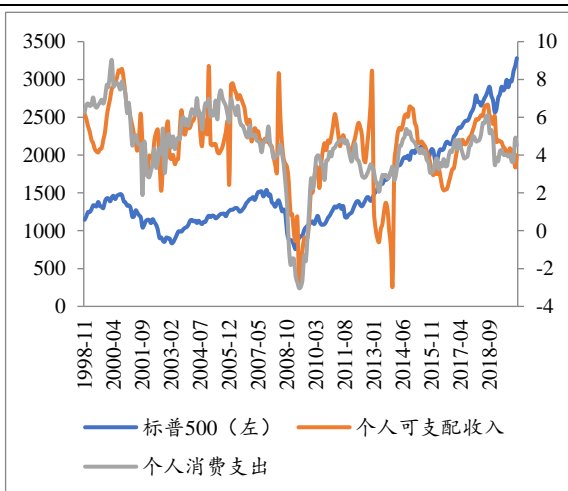
## 一、本周焦点：资产价格波动对经济影响

一般而言，资产价格波动会通过消费和投资两个方面对经济产生影响。在消费方面，资产价格波动主要通过财富效应影响居民消费，即资产价格变动会导致居民财富出现变化，居民财富的变化又会导致居民消费支出的变化。长期以来，居民财富对消费影响效应的市场研究源源不断，主要研究框架集中在四个理论：绝对收入理论、相对收入理论、生命周期消费理论和永久收入理论。在投资方面，主要有两个理论。首先是托宾Q值理论。其次是金融加速器效应理论。

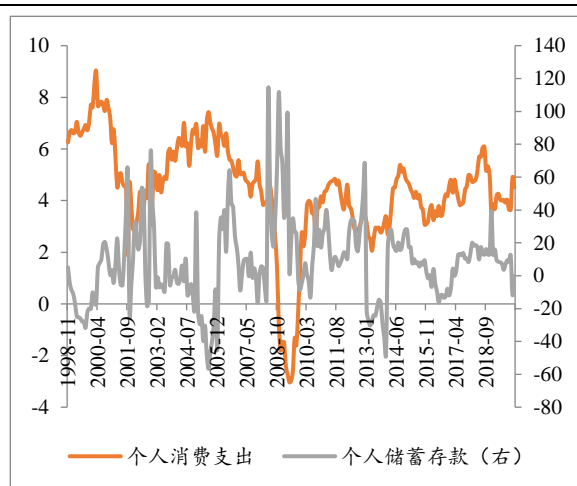
从消费上看，2000年的互联网泡沫破裂导致的熊市，是一次顺经济周期的熊市，此时美国基本面正逐步从过热转向衰退。根据瑞信全球财富报告的数据显示，2001年美国人均金融财富为14.4万美元，较2000年下降了1.11万美元，金融资产占家庭总财富的比例从68.8%降低至68.2%，这反映出金融资产对美国家庭的重要性。因此当股市回落时，居民的收入会受到较大影响，从而影响消费下降。值得注意的是，在股市触顶之前，基本面已经出现了一些变化，美国ISM制造业PMI从1999年底的57.8%下降至2000年8月52.5%，居民消费支出增速从2003年3月的9.02%下降至9月份的7.9%。标普500指数触顶回落后，居民支出和收入开始出现加速下行，截止2001年9月，居民收入和支出增速分别为3.07%和1.89%，特别是居民支出增速较2000年9月下降了近6个百分点。

2007年次贷危机对资产价格的影响更大，因此对居民的收入和消费支出带来的影响更广。根据瑞信全球财富报告的数据显示，2008年美国人均金融财富为21万美元，较2007年下降了3.3万美元，金融资产占家庭总财富的比例从67.6%降低至67.3%。由于金融资产下降的绝对值更大，因此当股市下跌时，对居民的收入和支出影响十分显著。次贷危机始于2007年10月，结束与2009年3月，期间标普500指数从1565.15回落到最低695.19，跌幅达到55.6%。美国居民收入和消费支出增速在股市触顶前已经提前回落了3.1%和1.19%。股市回落后到2009年3月，美国居民收入和支出又下滑了3.3%和7.7%，反映出股市回落加速了居民消费支出的下滑。这一点与2000年互联网泡沫的影响是一致的。

图：美国居民收入和消费支出走势（%）



图：美国个人消费支出和存款走势（%）

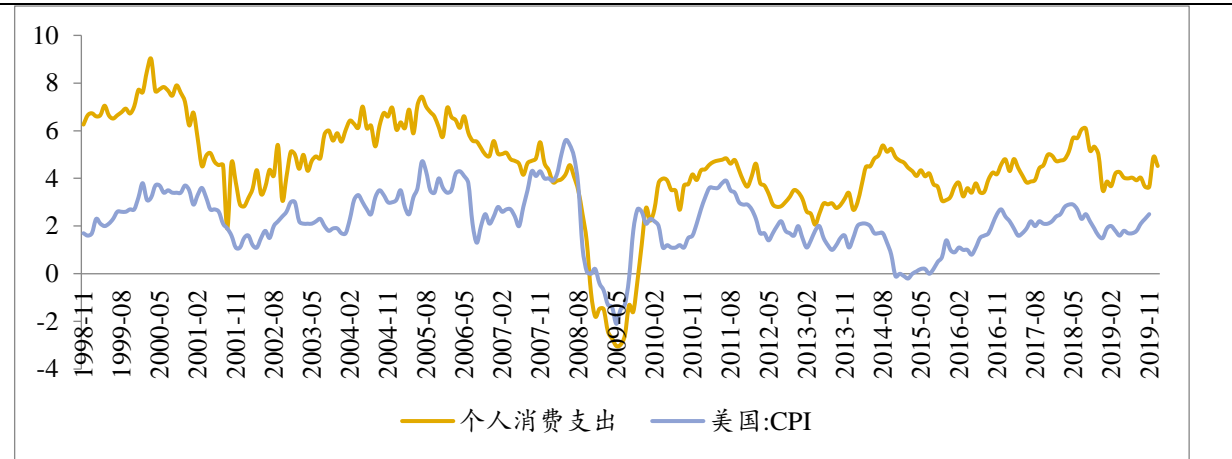


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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

**从通胀上看。**在消费支出下跌的影响下，需求的下降使得美国CPI同样出现了大幅下滑的情况，但整体反映有一定的滞后性，比如2000年3月居民消费支出开始回落，但是同期CPI在高位震荡直到一年后再出现回落。

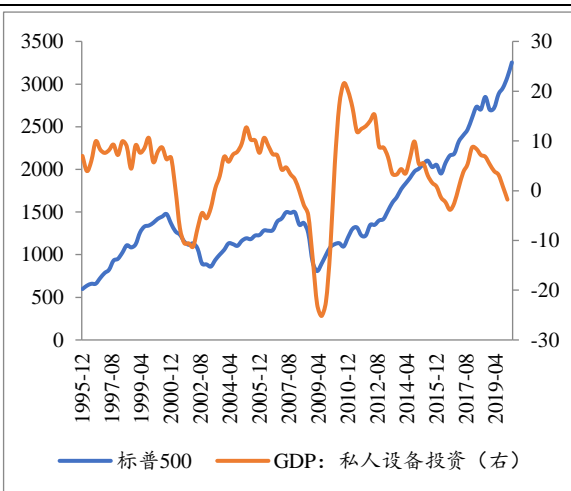
图：美国个人消费支出和CPI走势（%）



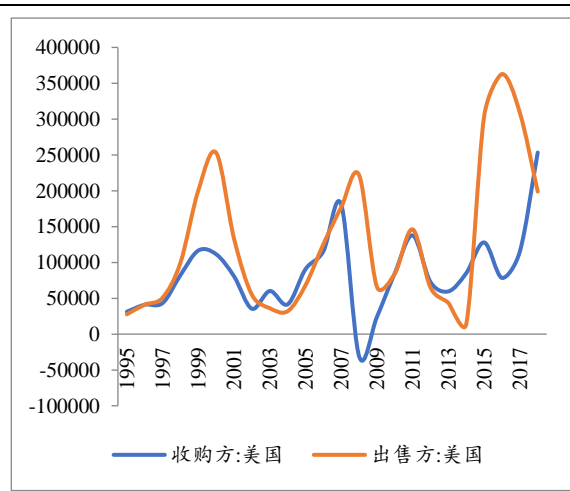
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

**从投资上看。**美国私人设备投资的走势与消费类似，在股市触顶前，私人设备投资就开始出现疲软甚至下滑的走势，但是在股市下跌后，私人设备投资增速也开始加速回落。例如2005年3月私人设备投资增速开始回落，在标普500指数触顶时回落了近10个百分点，自股市开始回落起，截止到2009年3月，私人设备投资增速下降了近25个百分点。但是美国跨国并购资金在2008年下行的幅度要低于2000年，反映出托宾Q值理论确实有一定的适用性。此外，在私人设备投资下滑的情况下，工商业银行贷款拖欠率不断上升，银行信贷大幅回落，特别是工商业贷款出现明显的下滑。

图：美国私人设备投资走势（%）

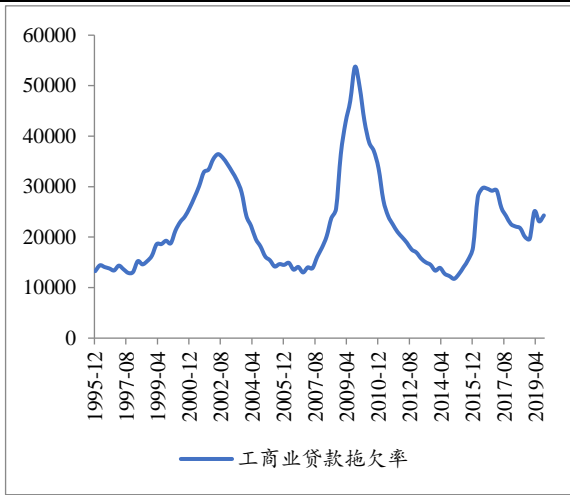


图：跨国并购金额（百万美元）

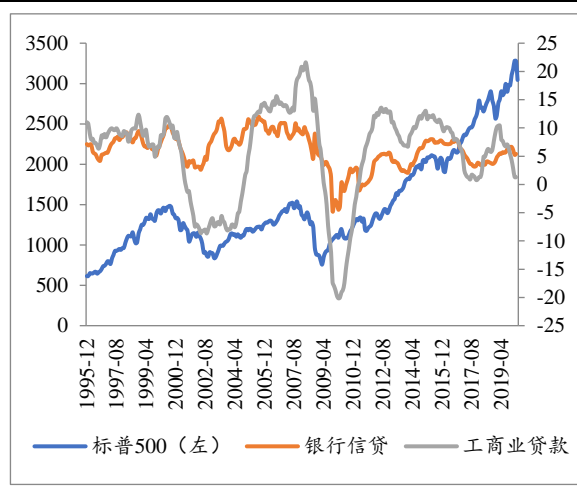


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：工商业银行贷款拖欠率（%）



图：银行贷款走势（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

因此整体来说，资产价格下跌时一般会从消费和投资两个方面影响基本面，而产生这种影响的背景是资产价格下跌有一定的持续性。对于消费而言，当股市下跌后，居民的金融资产会大幅萎缩，而金融资产占可支配收入的比重较大时候，就会出现消费的下滑，而消费的下滑又会促使CPI的下降。对于投资而言，股市下跌会强化企业资产下跌的预期，企业更加难以通过新增购买的方式增加投资，破产并购重组成为了最优的选择。此外，资产价格下跌使得企业资质下降，抵押品价值回落，银行信贷意愿下降，最终使得企业信贷下降。资产价格波动通过消费和投资传导，最终就会影响到整个GDP的走势。因此整体来看目前美国基本面喜忧参半，美股下跌对消费和投资的进一步影响取决于未来美股下跌的幅度和长度。如果美股从此开启下跌模式，那么消费和投资的增速都会进一步回落，这势必对美国经济乃至全球经济产生影响。

## 二、本周策略：期指轻仓短线试多IF，期债观望为主

### 股指期货期权

上周国内的疫情开始消退，财政政策的逆周期调节比较积极，复工节奏加快，“新基建”成为热点，A股宽幅震荡走高。

流动性方面，目前短端利率依然处于比较低的位置，尽管央行最近没有额外的货币投放，银行间流动性依然宽松，侧面反映实体经济的资金需求不足，后续央行可能会在宽信用方面发力。近期随着美债收益率的快速下行，中美利差快速攀升至阶段性高位，截至3月6日，中美十年期国债收益率差距达到190bp，突破2015年以来的均值加上2倍的标准差。美元小幅走弱，新兴市场对于资金而言可能更具吸引力。中国在这轮疫情中率先爆发也率先恢复，A股相对于欧美等发达市场而言，可能会更受全球性的资金青睐，成为疫情下的“避风港”。

复工方面，国内疫情防控效果较好，各行业的复工陆续推进中。以六大发电集团的日均耗煤量来看，最近一周的日均耗煤量已经达到了过去3年同期的73%左右（按农历日期）。从终端需求来看，房地产销售持续回升，最近一周的商品房成交面积已经达到了过去3年同期的50%左右（按农历日期）。据中国国家铁路集团有限公司和交通运输部消息，截至3月7日，全国铁路在建项目复工率已超过90%，普通国省干线公路和其他水运工程建设未复工项目力争3月15日前复工。整体来看，复工形势积极向好。

新冠肺炎的疫情在海外不断扩散，确诊人数持续攀升，截止3月8日，国外累计确诊数达到25645人。境外的疫情传播情况正如我国2月初，面临着试剂盒不足、受感染人群快速上升的情形。因此境外疫情暂时看不到受控的时间点，不确定性较大，这也是上周美股宽幅震荡的主要原因。上周二，美联储突然宣布下调联邦基金利率目标区间50个基点，同时将超额准备金率（IOER）下调50个基点至1.1%。本次降息是去年以来的第四次降息操作。虽然本轮降息开始时并未出现经济衰退的迹象，但随着降息的重启以及全球进入实质性的经济衰退概率不断加大。自2019年起的这一轮降息，从原先判断的预防式降息越来越倾向于衰退式降息，并且目前只是衰退式降息下半场的开端。

目前国内财政政策的逆周期调节比较积极，复工节奏加快，“新基建”或成为热点。但是受到疫情影响，外围市场的不确定性较高，波动较大，对A股也形成压制。从短端的资金利率来看，国内的流动性还处于比较宽松的状态，目前股指还有支撑，虽然外围的波动不会影响A股的中长期波动，但是短期影响不能忽略。期指方面，“新基建”或成为热点，投资者可轻仓短线试多IF。期权方面，暂时观望。

### 国债期货

上周，国债期货震荡攀升。避险情绪升温、我国经济的下行压力、货币政策的灵活适度对期债的支撑仍在。

经济基本面方面，进出口增速下降，支撑债市。根据海关总署的数据显示，受新冠肺炎疫情和春节假期延长等因素的影响，按人民币计，今年前2个月，我国货物贸易进出口总值4.12万亿元人民币，比去年同期下降9.6%；其中，出口2.04万亿元，下降15.9%；进口2.08万亿元，下降2.4%；贸易逆差425.9亿元。按美元计价，前2个月，我国进出口总值5919.9亿美元，下降11%。其中，出口2924.5亿美元，下降17.2%；进口2995.4亿美元，下降4%；贸易逆差70.9亿美元，去年同期为顺差414.5亿美元。商务部曾表示，一季度进出口出现波动在所难免，但影响是暂时和阶段性的，全国进出口已出现恢复性增长的积极势头；将全力稳住外贸基本盘，丰富政策工具箱，还将出台有针对性的举措，保障和稳定产业链供应链畅通运转。

资金面方面，市场流动性的合理充裕支撑债市。上周央行公开市场无资金投放也无回笼。月初资金面压力较小，货币市场利率大都下行，其中R001上周下跌27.27bp，R007上周下跌41.15bp，隔夜Shibor上周下跌26.60bp。本周央行公开市场无逆回购到期。

政策面方面，逆周期调节政策持续推进。上周，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究当前新冠肺炎疫情防控 and 稳定经济社会运行重点工作。表示，注重调动民间投资积极性。要在扩大对外开放中推动复工复产，努力做好稳外贸、稳外资工作。财政部称，截至2月底，2020年发行地方债

券12230亿元,全部为新增债券,完成中央提前下达额度的66.2%。下一步,财政部将继续坚决贯彻落实党中央关于统筹做好疫情防控和经济社会发展的决策部署,进一步发挥积极财政政策的作用,全力保障地方债券平稳顺利发行,努力实现全年经济社会发展目标任务。

海外疫情扩散,避险情绪升温。海外疫情持续扩散,美联储紧急降息50bp,美国国债收益率下行。根据CME“美联储观察”,美联储3月降息50个基点至0.50%-0.75%的概率为21.9%,降息75个基点至0.25%-0.50%的概率为78.1%。美联储的降息,为我国货币政策的进一步宽松提供了空间。

整体上,当前海外疫情持续扩散,引发避险情绪升温,对期债支撑较为明显,此外我国经济的下行压力,叠加资金面的合理充裕亦形成支撑,不过考虑到我国疫情防控的严格,以及逆周期调节的持续推进,所以需警惕海外疫情好转,期债的回调压力,建议短期观望为主,密切关注海外疫情进展以及本周公布的主要经济、金融数据。

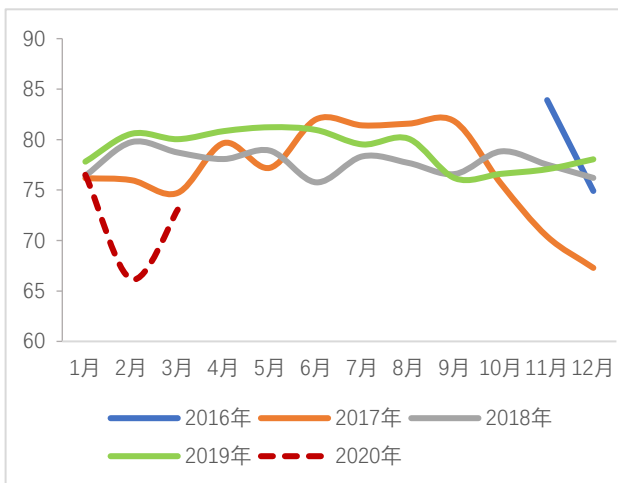
### 三、宏观表现：基本面数据跟踪

**经济：**上周,焦炉和高炉开工率较前一周分别增加了2.45个和0.69个百分点,但是焦炉开工率和去年同期比仍下降了6.6个百分点,高炉开工基本持平去年。螺纹产量和线材产量上周分别增加3.82万吨和5.07万吨,较去年同期下降了77.8万吨和16.8万吨。螺纹和热卷仍在累库,较上周分别增长101.2万吨和26.76万吨,螺纹钢库存压力仍较大。需求方面,30大中城市商品房成交面积较前一周增加了4.1万平方米,但较去年同期下降了20.4万平方米。二月底乘用车批发和零售同比下降74%和63%,下游整体需求仍待复苏。

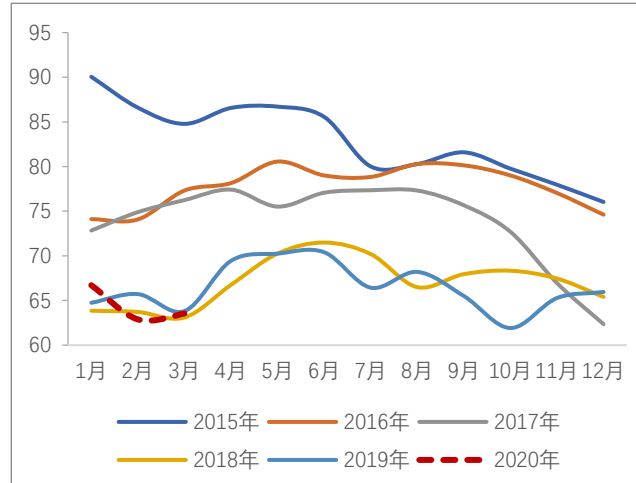
**物价：**截止目前全国猪价已于36-37元/公斤区间内平稳震荡达半月之久,从整体区域走势看,北方稳中小涨南方整体回落态势为主。近期受储备肉的持续投放影响及各地整体消费短期回归正常尚有难度,短时猪价上行阻力仍存,整体仍将继续平稳震荡调整为主,需求提量相对较好地区或继续有小幅回涨可能。

**流动性：**上周央行公开市场无资金投放也无回笼。上周五shibor隔夜为1.36%,较上周跌26.60个基点;shibor1周为2.04%,较上周跌33.90个基点;shibor2周为1.91%,较上周跌18.00个基点;shibor3月为2.26%,较上周跌17.10个基点。

图：焦炉开工率 (%)

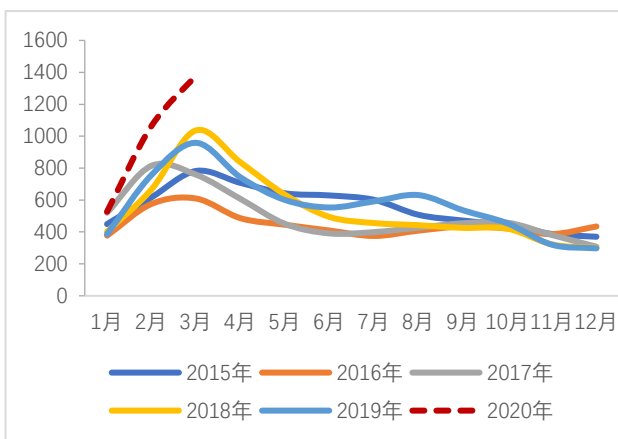


图：高炉开工率 (%)

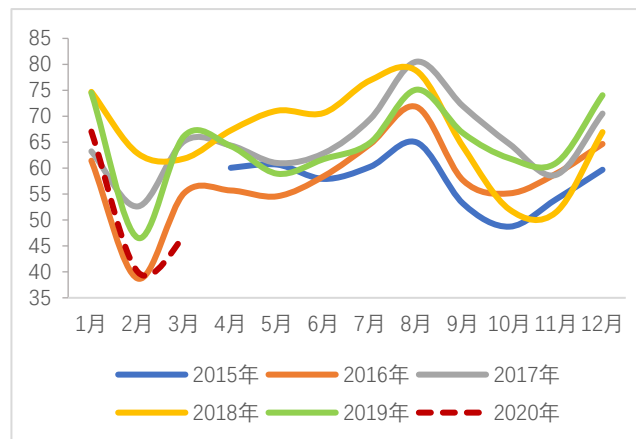


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹钢库存 (上海, 万吨)

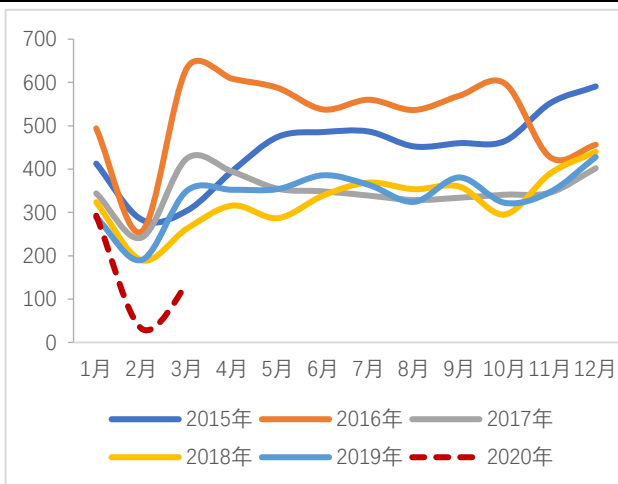


图：6大发电集团耗煤 (万吨)

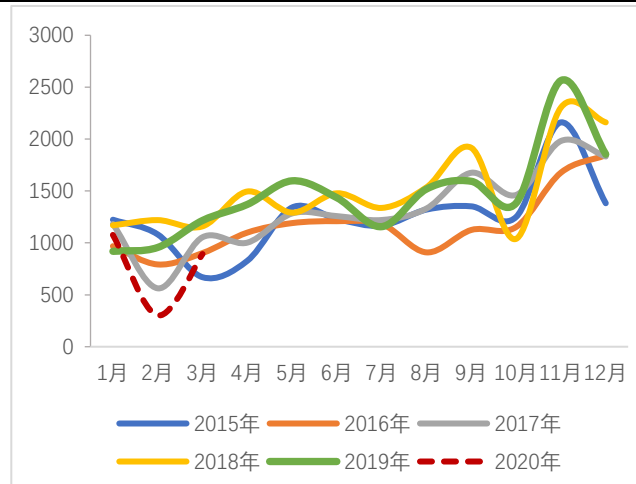


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：30大中城市商品房成交面积 (万平方米)



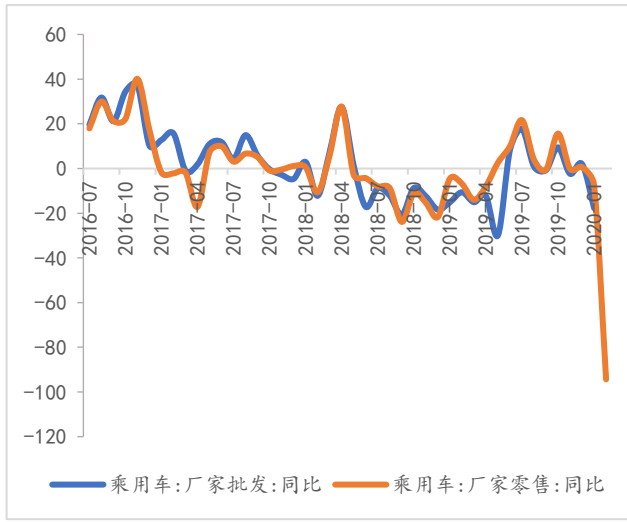
图：100大中城市成交土地楼面均价 (万平方米)



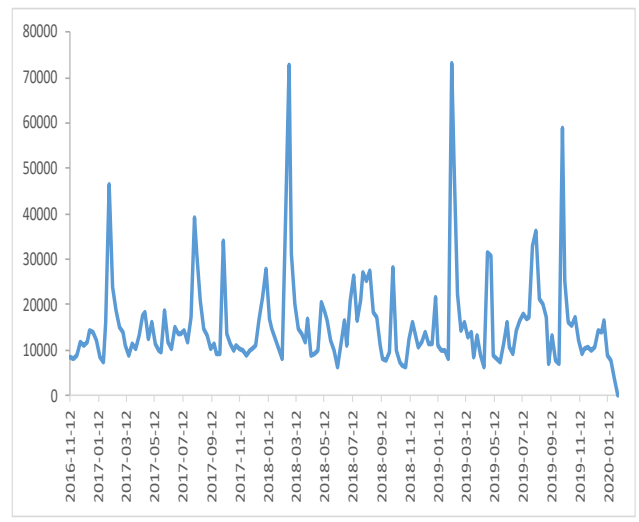
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心



图：乘用车厂家批发和零售同比增速 (%)

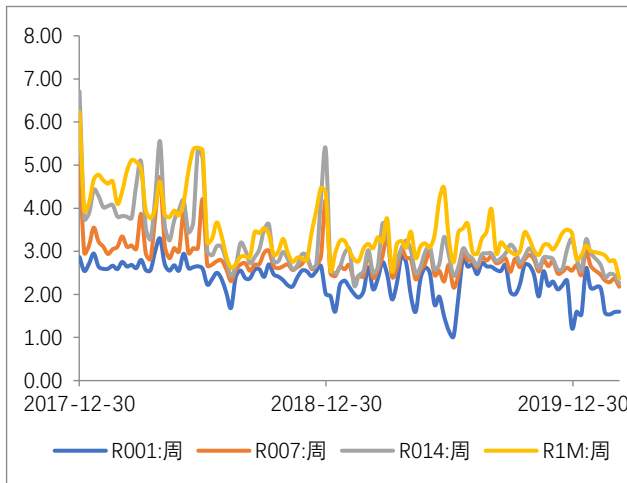


图：电影票房收入当周值 (万元)

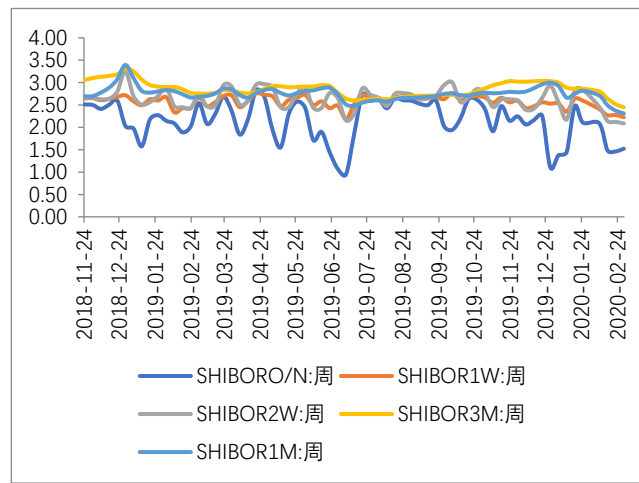


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：质押式回购利率 (%)

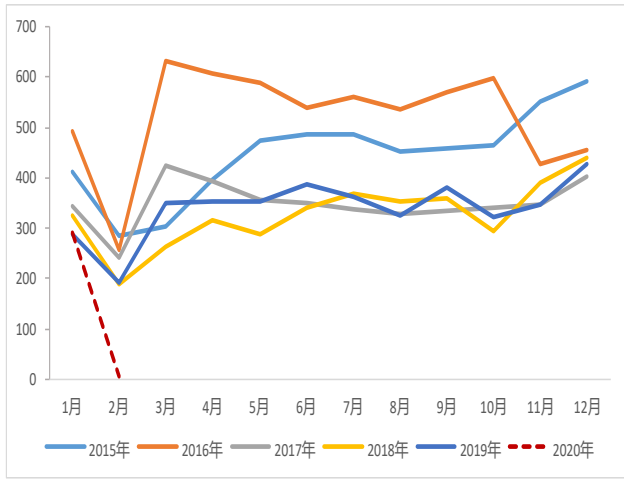


图：SHIBOR利率 (%)

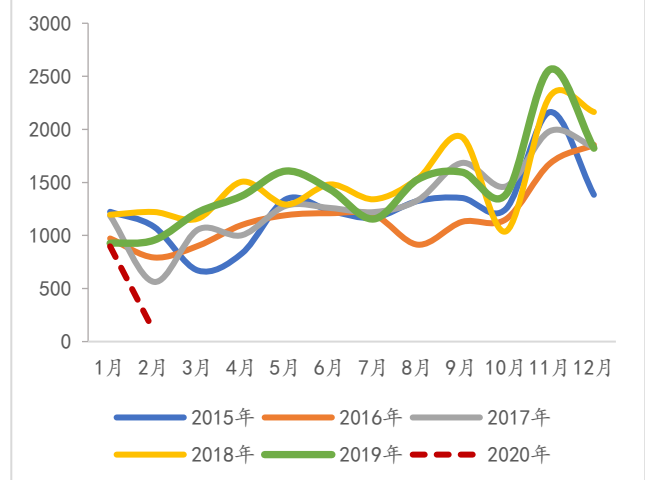


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：30大中城市商品房成交面积（万平方米）

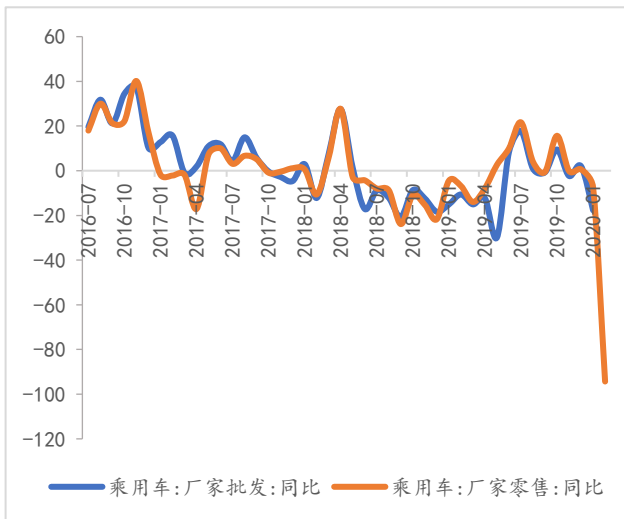


图：100大中城市成交土地楼面均价（万平方米）

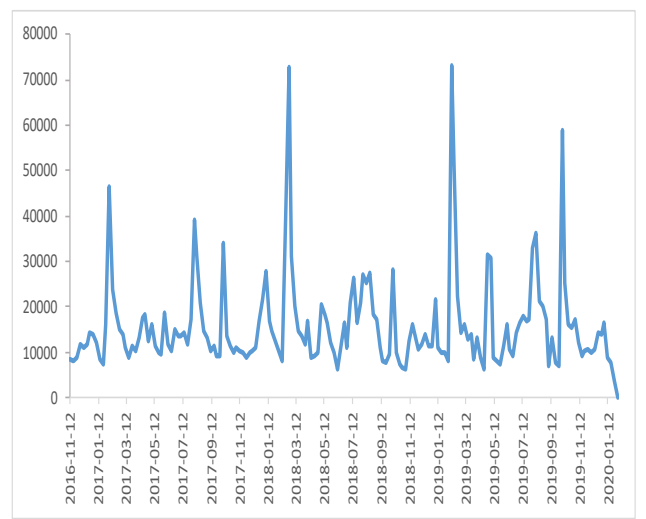


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：乘用车厂家批发和零售同比增速（%）

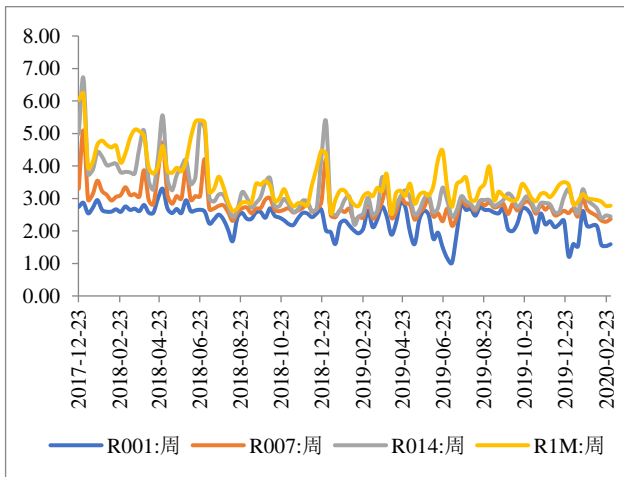


图：电影票房收入当周值（万元）

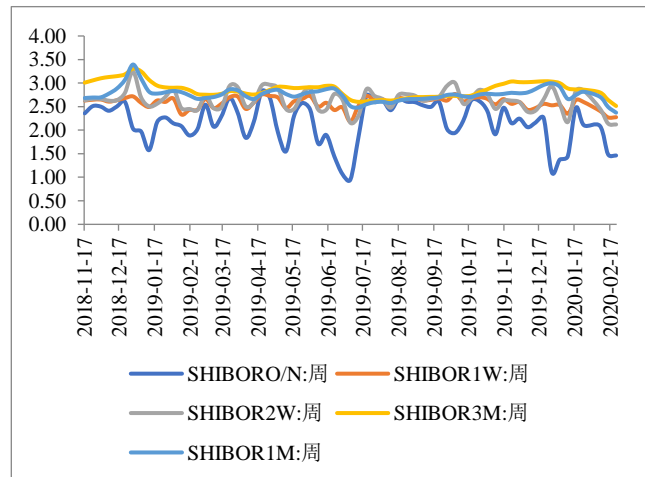


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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

上证综指上涨5.35%，深证成指上涨5.48%，创业板指上涨5.86%，沪深300指数上涨5.04%，上证50指数上涨5.10%，中证500指数上涨5.73%。期指方面，上周IF主力合约上涨4.63%，IH主力合约上涨4.81%，IC主力合约上涨4.84%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从-14.25点降至-17.71点，IH期现价差从-0.04降至-4.03点，IC期现价差从-68.29点增至-82.64点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓减少了4101手、IH净持仓减少了1220手、IC净持仓减少了3092手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓减少了1915手、IH净持仓减少了48手、IC净持仓减少了569手。

流动性方面，截至2020年3月5日，R007本周下跌21.68BP至2.13%，SHIBOR隔夜利率下跌26.60BP至1.362%。

股市资金面方面，截至上周四（3月5日），A股融资融券余额为11321.25亿元，较上周上升0.65%。外资方面，上周陆股通净流入56.21亿元，前周净流出293.41亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数上涨1.79%，德国DAX指数跌2.93%，日经225指数跌1.86%，恒生指数上涨0.06%。

### 国债期货

上周，国债期货上行。10年期国债期货主力合约T2006上涨0.34%至101.4500。5年期国债期货主力合约TF2006上涨0.36%至101.9100。2年期国债期货主力合约TS2006上涨0.11%至101.1700。

成交量方面，10年期国债期货成交272387手，5年期国债期货共成交65417手，2年期国债期货成交58314手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有76589手持仓，5年期国债期货共有32773手持仓，2年期国债期货持仓为14411手。

中证现券收益率方面，2年期国债到期收益率下跌4.04bp，5年期国债到期收益率下跌7.86bp，10年期国债到期收益率下跌8.93bp。

### 股指期权

T型报价方面，截止3月6日，3月份的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，短期沪深300指数在3800-4200运行。

截止3月6日，30天历史波动率为24.35%，较一周前下降了12.31%，较前一个交易日上升1.05%。目前历史波动率有所回落，凸显沪深300收益波动有所下降。成交C/P为1.11，持仓C/P为0.87，3月份期权的平值隐含波动率25.57%，隐含波动率C/P为0.8248，目前看跌期权波动率溢价相对较高，但整体有所抬升，近月期权波动率微笑呈现左偏态，远月期权偏度较低，预估短期沪深300指数偏空运行为主。

图:新增投资者数量 (万户)

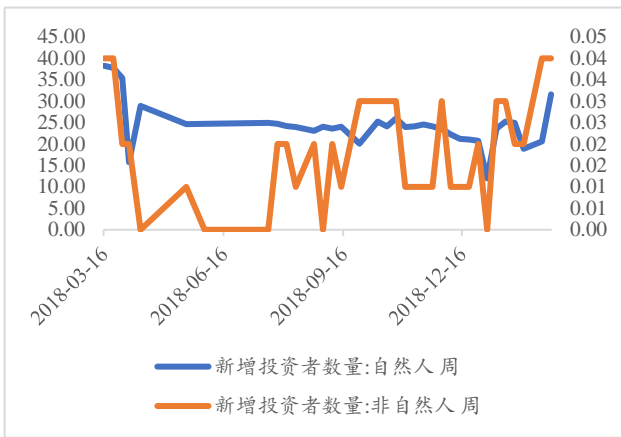
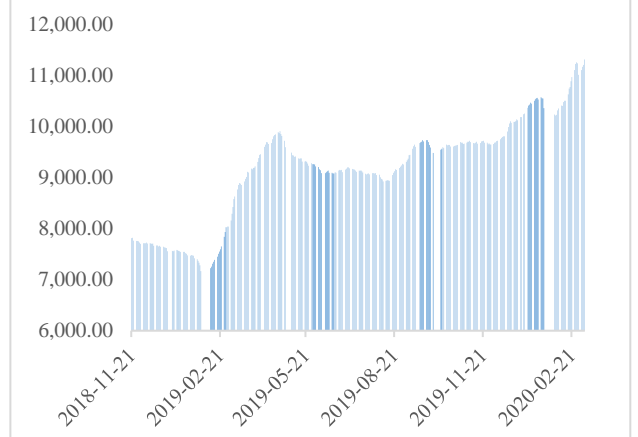


图:两融余额 (亿元)



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)

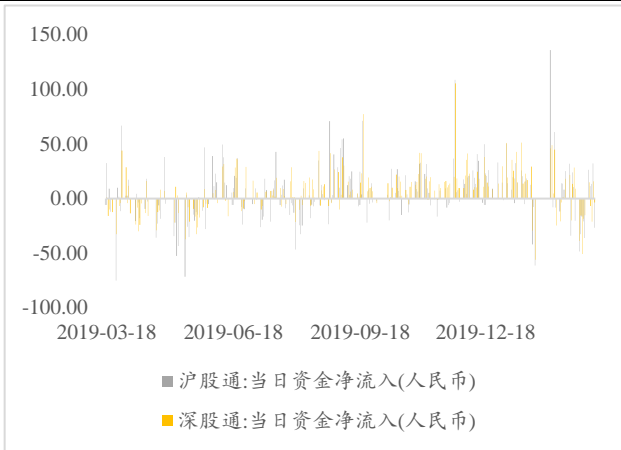
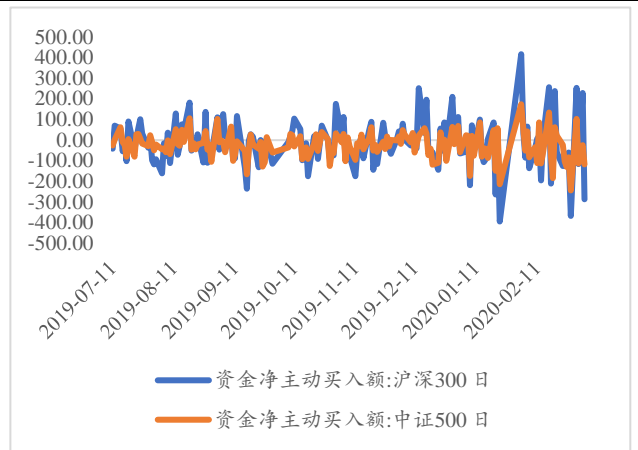


图:资金净主动买入金额 (亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额 (%)

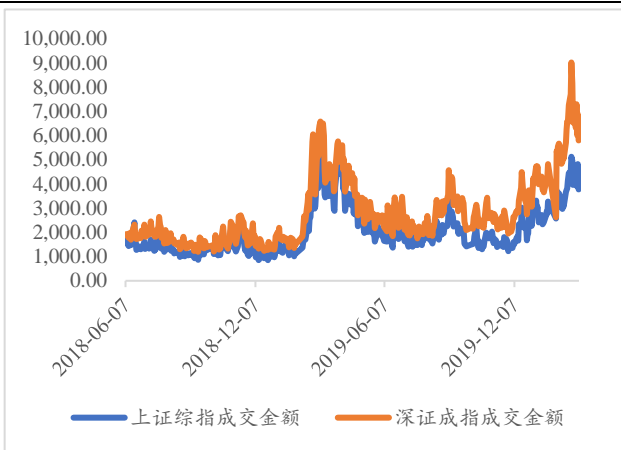
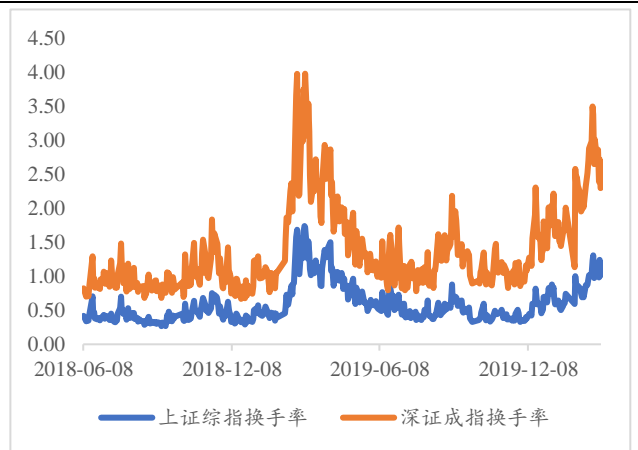
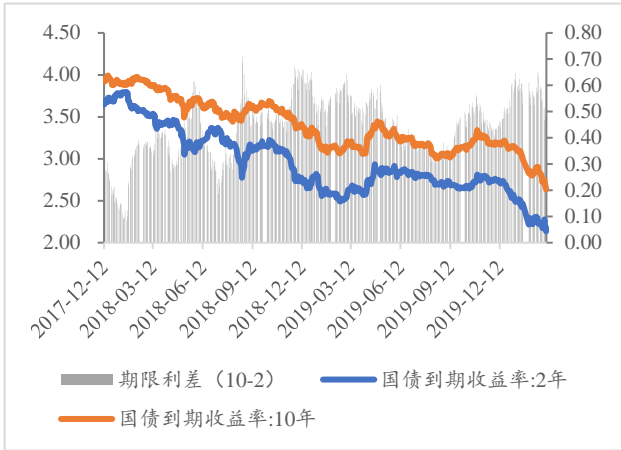


图:两市换手率 (%)

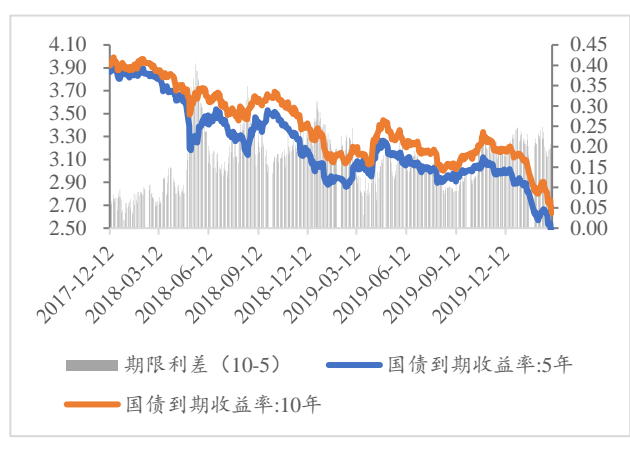


数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图：10年和2年期限利差 (%)

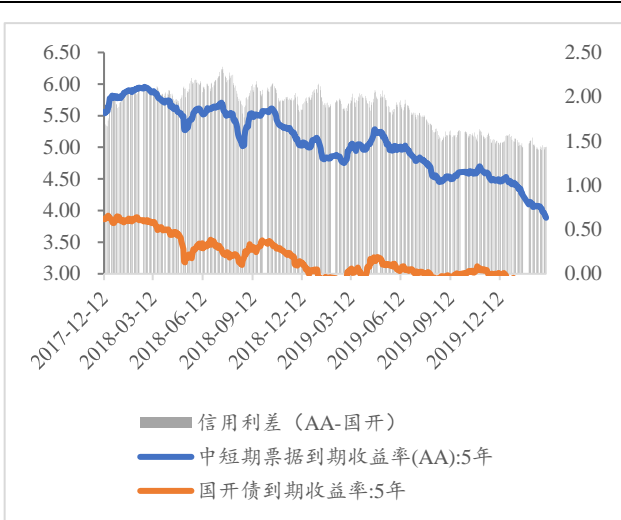


图：10年和5年期限利差 (%)

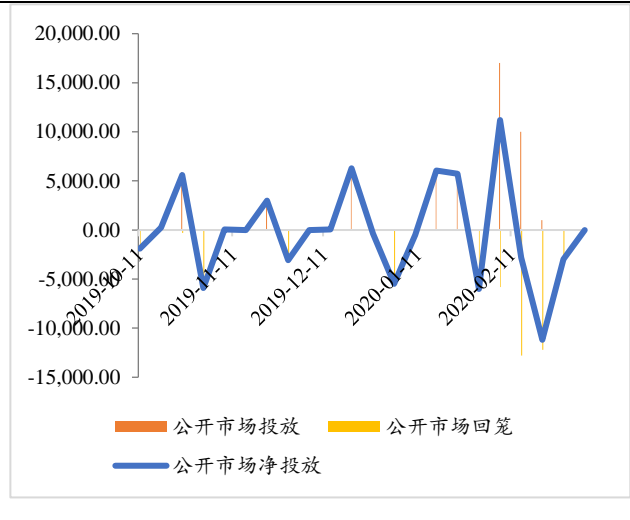


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：信用利差 (%)



图：公开市场操作



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：沪深300股指期货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	
331	2062	119.49	205	0.2044	3950	0.2905	30.0000	-74.66	4165	1403	
1484	7448	122.99	166.8	0.2174	4000	0.2876	42.0000	-71.07	12489	2056	
737	4576	140.96	130.6	0.2184	4050	0.2831	56.8000	-68.48	5269	1128	
1780	15322	146.31	100	0.2217	4100	0.2814	76.2000	-64.59	10008	1475	
1301	8183	150.98	76.8	0.2312	4150	0.2803	99.8000	-60.40	4608	892	
2525	16573	142.11	55.2	0.2307	4200	0.2783	127.2000	-56.35	2923	419	
956	4906	124.42	38.6	0.2312	4250	0.2852	161.4000	-51.82	982	303	
1494	6944	106.45	25.6	0.2297	4300	0.3015	201.6000	-47.36	929	220	
876	3287	77.08	17	0.2316	4350	0.3128	242.6000	-43.95	269	131	

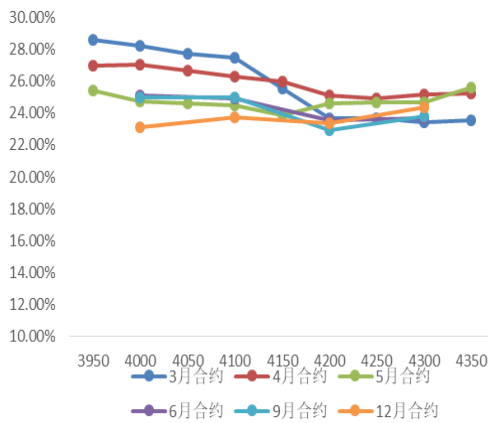
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：沪深300股指期权成交和持仓情况

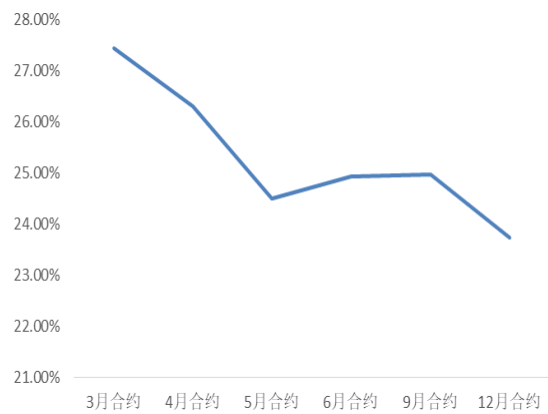
合约	Call Vol	Put Vol	Vol	GPR(Vol)	Call OI	Put OI	OI	GPR(OI)
3月合约	87590	77408	164998	1.13	17734	23775	41509	0.75
4月合约	21320	21029	42349	1.01	8661	9105	17766	0.95
5月合约	2902	3049	5951	0.95	1232	2043	3275	0.6
6月合约	3857	2900	6757	1.33	4305	3541	7846	1.22
9月合约	1601	1186	2787	1.35	2569	2166	4735	1.19
12月合约	1606	1164	2770	1.38	3307	2724	6031	1.21
汇总	118876	106736	225612	1.11	37808	43354	81162	0.87

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：波动率微笑

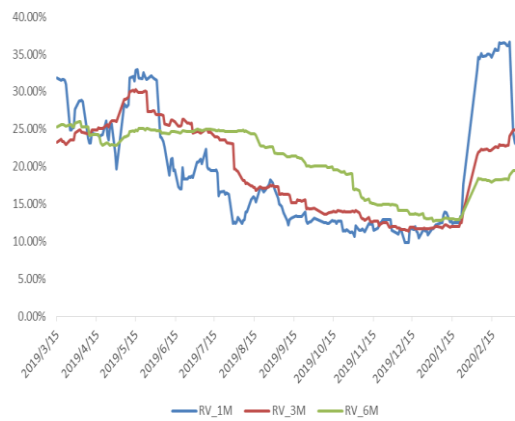


图：波动率期限结构

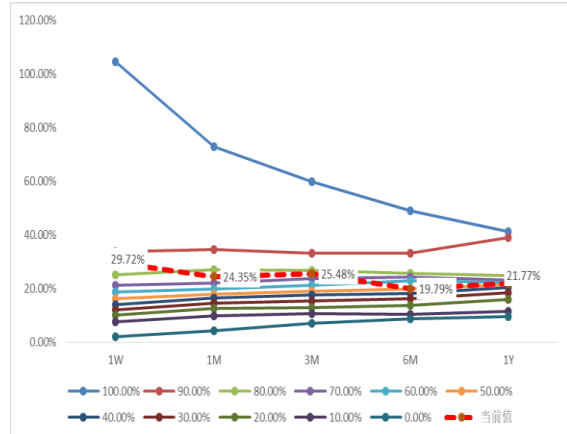


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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