

期指逢高做空，期债上行逻辑仍在

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:

5月22日，十三届全国人大三次会议开幕，国务院总理李克强作政府工作报告。政府工作报告中有以下几个重点：

(1) **今年不设全年经济增速具体目标，优先稳就业保民生，引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”。**坚守底线思维，且底线进一步后撤。不设GDP目标将提升市场对于今年经济的不确定性，也打开了投资者对于经济下行下限的想象空间。

(2) **财政政策基本符合预期。**提高赤字率至3.6%和发行特别国债1万亿均在预期内，地方专项债和减税规模小幅超预期。但相较2009年，无论是赤字率提升幅度，还是中央预算内投资规模，均显得力度有所不及。

(3) **货币政策灵活适度。**货币政策的总基点仍然是“稳健的货币政策要更加灵活适度”，并表示综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。

(4) **产业政策上，报告提出重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，**主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

策略要点:

股指:

财政政策符合预期，但不会有太强的财政刺激，二三季度库存周期或重新回到去库阶段。技术面上，3月底以来三大股指均较大幅度反弹，当前获利盘较重，技术面也出现转弱信号，股指有阶段性回调的可能性。中美问题从5月起开始反复，上周有进一步升温迹象，未来风险溢价将抬头。

期指方面，逢高做空IF2006，入场位3800-3820，此前入场的空单继续持有，止损位3870点。

期权方面，建议继续持有买入6月合约执行价格3900的看涨期权和看跌期权构建买入跨式策略。

国债:

今年经济增速不设目标，说明受疫情的影响，令全球经济不确定性增加，同时考虑到货币政策存在进一步宽松的空间，期债整体上行的逻辑仍然存在，需警惕积极财政政策的出台对市场资金面带来的扰动。

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：政府工作会议点评——留得青山，赢得未来 ...	1
(一) 2020 年政府工作报告主要内容	1
(二) 政府工作报告要点解读	2
(1) 经济增速不设目标	2
(2) 财政政策符合预期	3
(3) 货币政策灵活适度	3
(4) 产业政策新老基建齐发力	4
二、本周策略：期指逢高做空，期债上行逻辑仍在	4
三、宏观表现：基本面数据跟踪	6
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	8
免责声明	14

一、本周焦点：政府工作报告点评——留得青山，赢得未来

近期的政治局会议和国常会对财政政策和货币政策的刺激力度做出比较明显的定调，逆周期调节政策有望发力，缓解疫情影响下的经济下行。

（一）2020年政府工作报告主要内容

基于当前的宏观经济背景，2020年的政府工作报告对今年的发展提出了新的目标。首先，经济增长方面，由于疫情影响，今年的不确定性比较大，因此没有提出全年经济增速的具体目标。其次，财政政策基本符合市场预期，财政政策包括赤字率提升至3.6%以上、发行特别国债1万亿元、继续减税降费等。第三，货币政策特别提及货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。而且也特别提及货币向实体企业的传导，不论是量还是价都要传导到位，银行今年一定程度向实体企业让利。此外，疫情影响下，今年政府工作报告对就业压力尤为关注，特别提及要“千方百计稳定和扩大就业”。

表：2020年政府工作报告主要内容

政策	政策要点	具体内容
经济增长	GDP	没有提出全年经济增速具体目标。
	目标	优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务，引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”。
财政政策	定调	积极的财政政策要 更加积极有为 。
	提高赤字率	今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年 增加1万亿元 。
	特别国债	发行 1万亿元 抗疫特别国债。
	减税降费	继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度， 新增减税降费约5000亿元 。前期出台六月前到期的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业 新增减负超过2.5万亿元 。
	地方专项债	今年拟安排 地方政府专项债券3.75万亿元 ，比去年增加1.6万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。
货币政策	定调	稳健的货币政策要 更加灵活适度 。
	信贷投放	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和 社会融资规模增速明显高于去年 。
	信用传导	创新直达实体经济的货币政策工具， 务必推动 企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
企业支持	贷款延期	中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底，对普惠型小微企业贷款 应延尽延 ，对其他困难企业贷款协商延期。
	增加贷款	鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。大型商业银行普惠型小微企业贷款 增速要高于40% 。支持企业扩大债券融资。
	银行让利	金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行 合理让利 。为保市场主体，一定要让中小微企业贷款 可获得性明显提高 ，一定要让 综合融资成本明显下降 。

	降低经营成本	降低工商业电价 5% 政策延长到今年年底。宽带和专线平均资费降低 15%。减免国有房产租金，鼓励各类业主减免或缓收房租，并予政策支持。坚决整治涉企违规收费。
消费	价格	居民消费价格涨幅 3.5% 左右。
	服务业	支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等 生活服务业恢复发展 ，推动线上线下融合。
	农村消费	支持电商、快递进农村，拓展 农村消费 。
投资	定调	扩大有效投资。
	新型基建	加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用 。
	新能源汽车	建设充电桩，推广 新能源汽车 ，激发新消费需求、助力产业升级
	城镇化	加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求
	旧改	新开工 改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
	传统基建	加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。
	房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策 ，促进房地产市场平稳健康发展。
就业	定调	就业优先政策要全面强化；千方百计稳定和扩大就业。
	新增就业	城镇 新增就业 900 万人以上 。
	失业率	城镇调查 失业率 6% 左右 ，城镇登记失业率 5.5% 左右。
	技能培训	资助以训稳岗，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人，要使更多劳动者长技能、好就业。
资本市场	创业板	改革创业板并 试点注册制 。

来源：新华社 广发期货发展研究中心

（二）政府工作报告要点解读

（1）经济增速不设目标

今年政府工作报告最大的重点，就是首次没有提出全年经济增速具体目标。报告指出“没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大”，“这样做，有利于引导各方面集中精力抓好‘六稳’、‘六保’。‘六保’是今年‘六稳’工作的着力点。守住‘六保’底线，就能稳住经济基本盘”。

发改委解读没提出GDP增长指标的考虑：一方面疫情突如其来，经济指标要有可比性，今年一季度和以前是不具备可比性。另一方面中国经济深度融入全球经济，目前全球疫情客观上还在蔓延，全球经济有巨大的不确定性。

底线进一步后撤。报告中对当前经济形势的研判是“我国发展面临风险挑战前所未有”。报告中多次提及“六稳”和“六保”，并提及“今年要优先稳就业保民生”，甚至提及“稳住经济基本盘”，可以说中央口径上对于经济下行的预留空间已经相当大。政策底线也从“六稳”后撤至更为保守的“六保”。今年政策重点会放在“稳企业保就业”上，“保障就业和民生，必须稳住上亿市场主体，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关”。报告还提到“加大减税降费力度”、“推动降低企业生产经营成本”、“强化对稳企业的金融支持”。在此特殊时期，短期

内的总量增速并不排在优先次序，头等大事是如何救助和纾困企业，使其“留得青山，赢得未来”。

不确定性导致不设目标，但不设目标又带来不确定性。由于不确定性导致不设经济增速目标有其合理性，但客观上，历史上首次不设GDP目标，大大提升了市场对于今年经济的不确定性，也打开了投资者对于经济下行下限的想象空间，今年全年GDP增速或大幅低于5%的水平。从这个角度来说，不设目标将利多国债，利空股指。

(2) 财政政策符合预期

对于财政政策，政府工作报告指出“积极的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债”，“主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，强化公共财政属性，决不允许截留挪用”，“今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元”。

财政政策基本符合预期。今年两会预算赤字率按3.6%以上安排，突破历史上3%的上限，财政赤字规模3.76万亿，比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债3.75万亿，比去年增加1.6万亿。此前市场基本预期预算赤字率在3.5%以上，1万亿元抗疫特别国债在之前的政治局会议中已经提出，因此总量上基本在预期之内。新增信息包括两点，一是上述2万亿全部转给地方，二是用途限定于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，强化公共财政属性。财政部部长刘昆表示，受疫情影响，今年财政收入将会下降，预计地方财政减收增支8000到9000亿元，一些地方面临较大压力。因此2万亿全部转给地方，也是为了缓解地方政府债务压力。

相较2009年，刺激力度有所不及。仅统计赤字规模、特别国债和地方政府专项债三项，总规模为8.51万亿，较去年增加3.6万亿。相比于同样面临巨大经济下行压力的2009年，当时中央财政赤字预算为9500亿元，较2008年的1800亿元增加7700亿元，赤字预算增速远超今年。2009年政府工作报告中还提出实施总额4万亿元的两年投资计划，其中中央政府新增1.18万亿元，今年中央预算内投资安排6000亿元，仅比2019年增加224亿。

加大减税降费力度。政府工作报告指出今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元，去年为2万亿，新增减税降费约5000亿元。

(3) 货币政策灵活适度

受全球疫情和经贸形势不确定性的影响，在全球货币政策较为宽松的背景下，今年政府工作报告关于货币政策的描述稳健之余包含宽松。货币政策的总基点仍然是“稳健的货币政策要更加灵活适度”，并表示综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。针对稳企业的金融支持方面，表示中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款

协商延期。鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%。支持企业扩大债券融资。

整体看来，稳健的货币政策在一季度取得了显著的成效，3月末，广义货币M2同比增长10.1%，社会融资规模存量同比增长11.5%。展望未来，结合第一季度货币政策执行报告，以及政府工作报告，我们认为支持实体经济特别是中小微企业的生产发展，定向降准、再贷款再贴现政策仍会再次出台。一个多月来，在央行不会“大水漫灌”，在资金面合理充裕的背景下，央行暂停公开市场逆回购操作，不过在经济的下行压力下，仍需要较为宽松的货币政策，当市场资金面明显收敛时，预计央行会适时开展逆回购操作，同时未来逆回购操作利率、MLF利率有望进一步下行，以疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。汇率方面，离岸发行央票、加强宏观审慎管理、稳定市场预期等，将有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。广义货币供应量和社会融资规模增速方面，2019年，M2月度同比增速在8.1%-8.7%之间，社会融资规模存量月度同比增速在11%附近波动，考虑到今年引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，说明货币政策仍存在进一步宽松的空间。中国人民银行副行长陈雨露在接受媒体采访时表示，下一步，综合运用多种货币政策工具，加强逆周期调节，把握好信贷投放的总量和节奏，实现M2和社会融资规模增速与应对疫情和促进经济社会发展的需要相适应。继续通过央行提供低成本资金、引导LPR进一步下行、加强利率定价自律管理、银行让利等灵活多样的方式，进一步促进企业贷款利率明显下行。以及向中小微企业倾斜，进一步延长中小微企业贷款延期还本付息政策至明年3月底，鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，支持企业扩大债券融资。

(4) 产业政策新老基建齐发力

产业政策上，报告提出重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金1000亿元。

推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款。发展工业互联网，推进智能制造。电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。

推动消费回升。通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下一融合。发展养老、托幼服务。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。

二、本周策略：期指逢高做空，期债上行逻辑仍在

股指期货期权

市场聚焦的财政政策在预期之内，谨防库存周期开倒车。政府工作报告中对货币政策的表述基本符合预期，提高赤字率至3.6%和发行特别国债1万亿均在预期内，地方专项债和减税规模小幅超预期。但相较2009年，无论是赤字率提升幅度，还是中央预算内投资规模，均显得力度有所不及。对于股指而言，财政政策符合预期可能就意味着不及预期，因为前期股指的反弹已经隐含着部分对于财政政策的计价。不设GDP目标，更加放大了市场对于经济的担忧。复工复产所带来的边际改善效应集中在3-4月兑现，下一阶段将进入需求修复阶段，但这一阶段的内部需求很大程度上取决于财政政策。如今财政政策的强刺激落空，由于一季度累库现象严重，二三季度库存周期或重新回到去库阶段，经济复苏受阻，经济反弹后的边际走弱将成为压制股指的重要力量。

宽货币+宽信用为股指托底。货币政策定调较2019年更加宽松，确保全年广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。上周公布的LPR维持不变，一方面是由于近期资金流动性充裕，15日释放降准资金，另一方面是由于上月MLF下调幅度较大，因此暂停下调LPR在预期之内。目前流动性相对宽松，LPR稳步下行，无风险收益率处于历史低位，逆周期政策引致的社融冲高已经出现，宽货币+宽信用为股指提供了安全垫。不过，考虑到“股债跷跷板”效应，未来一段时间国债大概率走强，国债走强阶段股指将受到一定压制。

中美关系反复，风险溢价抬头。近期中美关系有所升温，尤其是最近两周美国频繁出台针对中国政策，海外扰动抬升风险溢价。5月15日，美国商务部称，基于保护美国国家安全的计划，限制华为采购那些采用美国技术和软件并在美国海外制造的芯片，并给予120天的缓冲期，进一步制裁华为。5月20日，美国参议院通过《外国公司问责法》，规定外国公司连续三年未能遵守美国上市公司会计监督委员会的审计要求，将禁止该公司的证券在美国证券交易所上市。5月23日，美国商务部宣布，将共计33家中国公司及机构列入“实体清单”。当中包括北京计算机科学研究中心、奇虎360、云从科技等科技企业/机构。另外，上周美国国务卿蓬佩奥还发表声明，对于我国涉港国安议题横加指责。

富时罗素再扩容。5月23日，指数编制公司富时罗素公布了旗舰指数2020年6月的季度审议结果，将A股纳入因子由17.5%提升至25%，变动将于6月19日收盘前正式生效。根据此前富时罗素的官方测算，本次扩容预计为A股带来被动增量资金约30亿美元，即约210亿人民币。

整体上，从政府工作报告来看，财政政策和货币政策均符合预期，但政策预期可能面临下修，通过财政政策强刺激推动需求的概率不大，二三季度库存周期或重新回到去库阶段。技术面上，3月底以来三大股指均较大幅度反弹，当前获利盘较重，技术面也出现转弱信号，股指有阶段性回调的可能性。中美问题从5月起开始反复，上周有进一步升温迹象，未来风险溢价将抬头，对全球股市都会产生一定扰动。

期指方面，逢高做空IF2006，入场位3800-3820，此前入场的空单继续持有，止损位3870点。

期权方面，建议继续持有买入6月合约执行价格3900的看涨期权和看跌期权构建买入跨式策略。

国债期货

上周，国债期货整体震荡，上周五，受政府工作报告中货币政策进一步宽松的预期，期债上行明显，未来我们认为支撑期债整体上行的逻辑仍在。

经济基本面方面，受全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素，今年的政府工作报告中没有提出2020年全年经济增速的具体目标。在此背景下，仍然坚持房子是用来住的，不是用来炒的地位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。全国政协委员刘尚希表示，当前最主要的任务是“六稳”和“六保”，要促进经济社会恢复，在当前这种情况下，可能主要工作是在“六保”方面做文章，而不是增长。这说明全球受疫情的冲击，令今年经济下行压力加大，面临巨大的不确定性。通货膨胀方面，今年居民消费价格涨幅在3.5%左右，CPI增速的逐步回落，对货币政策的掣肘较小。

资金面方面，上周央行未进行逆回购操作，本周央行公开市场亦无正回购、逆回购和央票等到期。在市场资金面合理充裕的背景下，央行连续暂停公开市场逆回购操作，体现了不会“大水漫灌”的思想。结合政府工作报告和一季度货币政策执行报告，我们认为，为支持实体经济特别是中小微企业的生产发展，定向降准、再贷款再贴现政策仍会再次出台。一个多月来，在央行不会“大水漫灌”，在资金面合理充裕的背景下，央行暂停公开市场逆回购操作，不过在经济的下行压力下，仍需要较为宽松的货币政策，当市场资金面明显收敛时，预计央行会适时开展逆回购操作，同时未来逆回购操作利率、MLF利率有望进一步下行，以疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。汇率方面，离岸发行央票、加强宏观审慎管理、稳定市场预期等，将有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。广义货币供应量和社会融资规模增速方面，2019年，M2月度同比增速在8.1%-8.7%之间，社会融资规模存量月度同比增速在11%附近波动，考虑到今年引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，说明货币政策仍存在进一步宽松的空间。

财政政策方面，今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，中央预算内投资安排6000亿元，重点加强新型基础设施建设等。整体来看，财政政策虽积极，不过与市场预期相差不大，因此对期债压制不明显。虽然债券供给的增加，会对资金面带来扰动，引发市场对经济向好的预期，然而积极的财政政策通常伴随较为宽松的货币政策，同时积极财政政策的落地到产生效果存在一定的滞后性，因此即使积极财政政策落地会对期债带来一定的压制，但压制或为有限，难以令期债出现趋势性下跌。

综上分析，我们认为今年经济增速不设目标，说明受疫情的影响，令全球经济不确定性增加，同时考虑到货币政策存在进一步宽松的空间，期债整体上行的逻辑仍然存在，需警惕积极财政政策的出台对市场资金面带来的扰动。

三、宏观表现：基本面数据跟踪

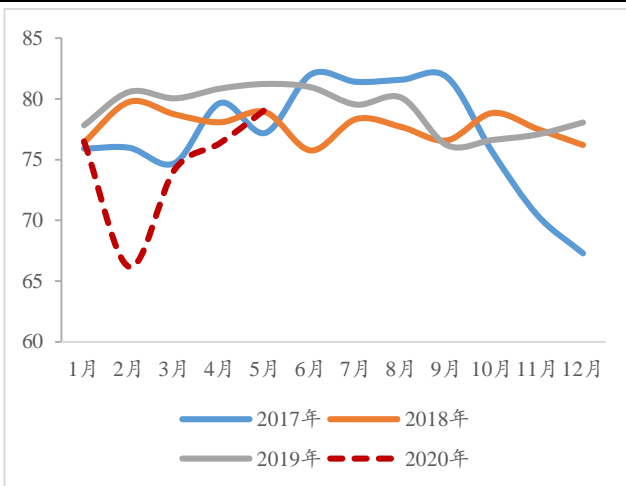
经济：上周焦炉开工率较前一周下降了3.33%，高炉开工率持平上周，

轮胎开工率方面，半钢胎和全钢胎开工率分别较前一周上涨了3.06%和2.57%，轮胎企业开工率大幅回升。产量方面，螺纹钢产量较前一周增加了10.25万吨，线材产量较前一周下降了1.97万吨。库存方面，螺纹钢库存和热卷库存较上一周分别下降了56.56万吨和14.96万吨，上周库存下降速度较快，需求加速回暖。下游方面，30大城市地产上周总销售面积达到344.5万平方米，较前一周大幅增长了65.34万平方米。从不同线城市表现来看，二线城市表现较好，一线城市好于三线城市。此外，乘用车批发同比增长了16%，零售下降3%，受制于居民消费回落的影响，后市汽车消费仍较疲软。

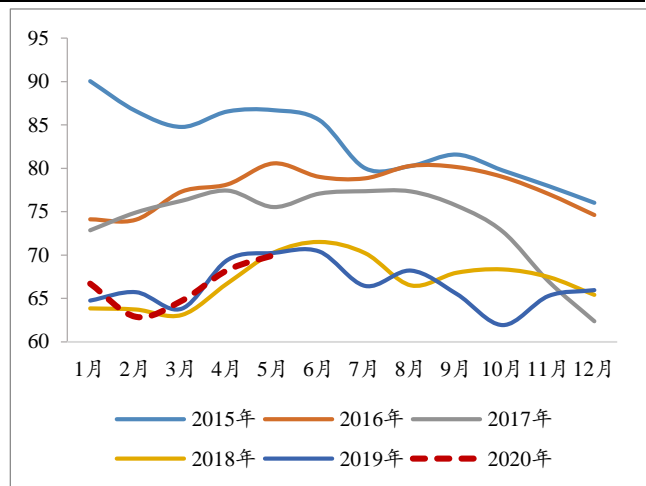
物价：上周全国外三元生猪价格为28.42元/公斤，较上周上涨了1.48元/公斤，较上月下跌了4.78元/公斤，环比下跌了16.82%。近期农业农村部出台了《非洲猪瘟防控强化措施指引》明确了12项强化措施以及关于中南区非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控试点的推进任务，所以近段时间主销区域的生猪价格将会呈现趋稳或小幅回落之势。

流动性：截止上周五，shibor隔夜为1.094%，较上周涨23个基点；shibor1周为1.595%，较上周跌6.2个基点；shibor2周为1.313%，较上周涨5.4个基点；shibor3月为1.4%，较上周涨0.1个基点。

图：焦炉开工率 (%)

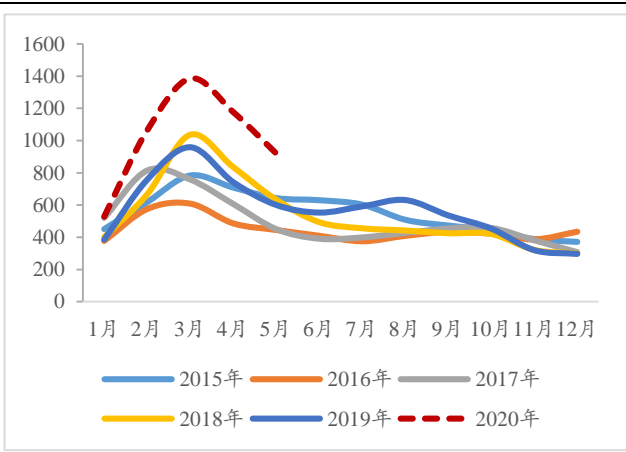


图：高炉开工率 (%)

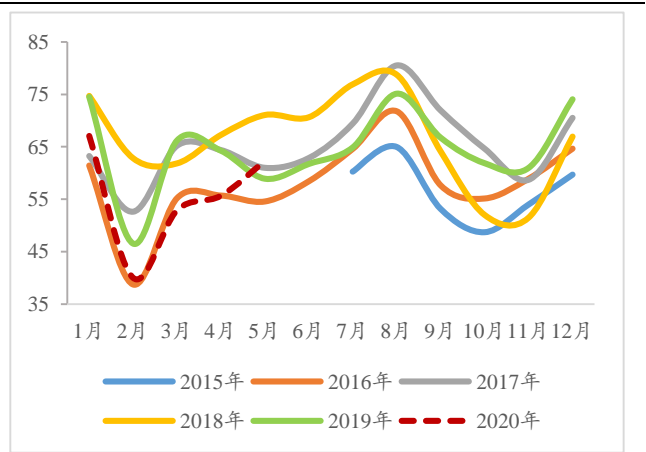


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹库存 (上海, 万吨)

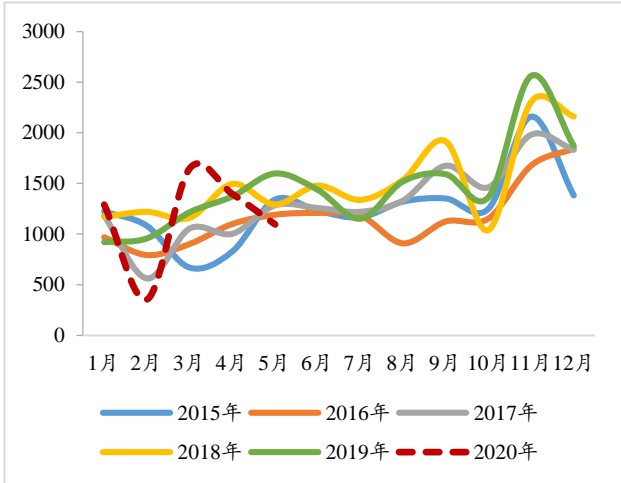


图：6大发电集团耗煤 (万吨)

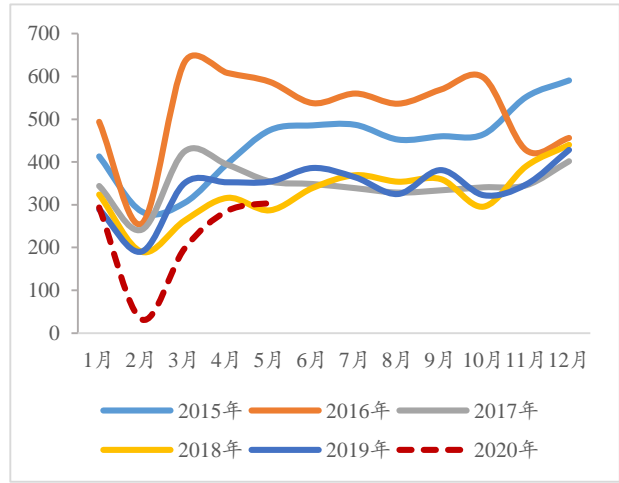


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：100大中城市土地供应面积（万平方米）

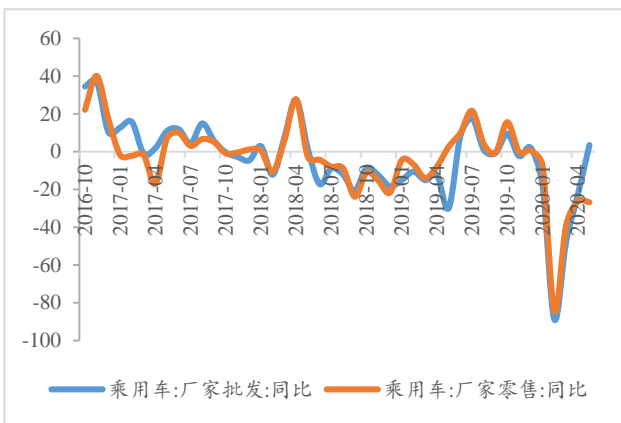


图：30大中城市商品房成交面积（万平方米）

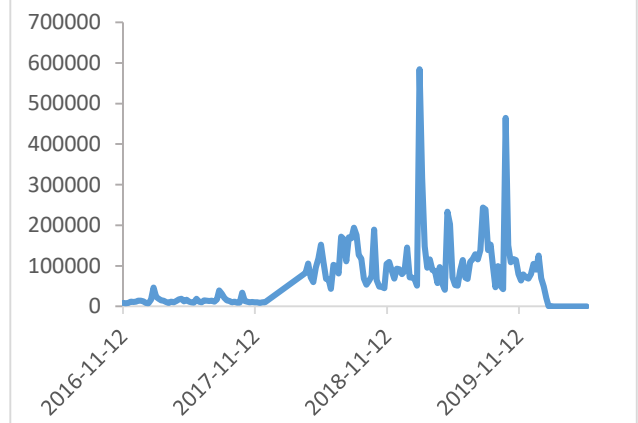


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：乘用车厂家批发和零售同比增速（%）

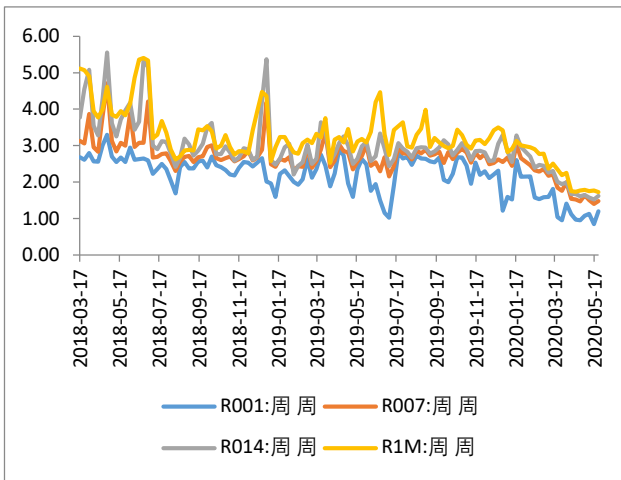


图：电影票房收入当周值（万元）

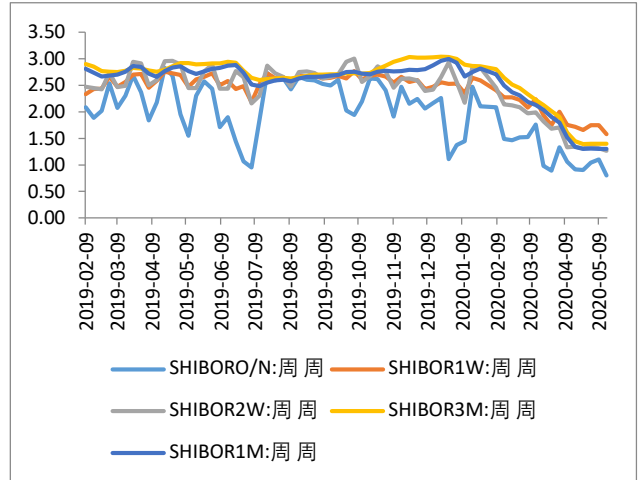


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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

上周，沪深300指数下跌2.27%，上证50指数下跌1.56%，中证500指数下跌3.26%。期指方面，上周IF主力合约下跌2.29%，IH主力合约下跌1.57%，IC主力合约下跌3.26%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从-51.82点升至-41.06点，IH期现价差从-40.29降至-34.21点，IC期现价差从-103.33点升至-60.43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109手、IH净持仓增加了464手、IC净持仓增加了2335手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓增加了1882手、IH净持仓增加了635手、IC净持仓增加了228手。

流动性方面，截止5月24日，央行上周公开市场操作净投放（含国库现金）0亿元。截至4月3日，较前周隔夜Shibor上行23.00BP，R007上行3.80BP。

股市资金面方面，截至5月21日周四，融资融券余额10834.68亿，较前一周增加37.38亿元。外资方面，上周陆股通净流入79.47亿元，前周净流入40.62亿元。

外围股市方面，上周标普500指数下跌2.26%，德国DAX指数下跌4.03%，日经225指数下跌0.70%，恒生指数下跌1.79%。

截至5月24日，分红对IF2006、IF2007、IF2009、IF2012的影响点数分别为29.87点、64.01点、78.85点、78.85点。上证50指数期货方面，分红对IH2006、IH2007、IH2009、IH2012的影响点数分别为27.63点、60.04点、70.18点、70.18点。中证500指数期货方面，分红对IC2006、IC2007、IC2009、IC2012的影响点数分别为30.32点、49.17点、56.67点、56.67点。

IF合约方面，IF2006、IF2007、IF2009、IF2012的价差（期-现）分别为-41.06点、-80.06点、-129.86点、-153.86点。剔除分红因素后，纠正价差分别为-11.20点、-16.06点、-51.01点、-75.01点。

IH合约方面，IH2006、IH2007、IH2009、IH2012的价差（期-现）分别为-34.21点、-71.81点、-112.81点、-125.41点。剔除分红因素后，纠正价差分别为-6.58点、-11.77点、-42.63点、-55.23点。

IC合约方面，IC2006、IC2007、IC2009、IC2012的价差（期-现）分别为-60.43点、-124.03点、-246.23点、-374.63点。剔除分红因素后，纠正价差分别为-30.11点、-74.85点、-189.56点、-317.96点。

国债期货

上周，国债期货冲高回落。10年期国债期货主力合约T2006上涨0.02%至101.5750。5年期国债期货主力合约TF2006上涨0.20%至102.3850。2年期国债期货主力合约TS2006上涨0.09%至101.6050。

成交量方面，10年期国债期货成交309425手，5年期国债期货共成交96390手，2年期国债期货成交49262手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有94231手持仓，5年期国债期货共有34410手持仓，2年期国债期货持仓为16430手。

中证现券收益率方面，2年期国债到期收益率下跌13.33bp，5年期国债到期收益率下跌4.85bp，10年期国债到期收益率上涨2.78bp。

股指期权

T型报价方面，截止5月22日，5月份的看涨期权和看跌期权的成交量主要集中在3900点，看涨期权的持仓主要集中在3900-4000点，看跌期权的持仓主要集中在3800-3900点，沪深300指数在3900点的博弈较强。

截止5月22日，30天历史波动率为13.32%，较一周前上升2.07%，较前一个交易日上升2.16%。两会开幕，历史波动率底部抬升。成交C/P为1.15，持仓C/P为1.09，6月份期权的平值隐含波动率为18.36%，目前看跌期权波动率溢价仍然相对较高，期权波动率微笑呈现左偏态，短期沪深300指数波动率可能会继续小幅抬升。

图:新增投资者数量 (万户)

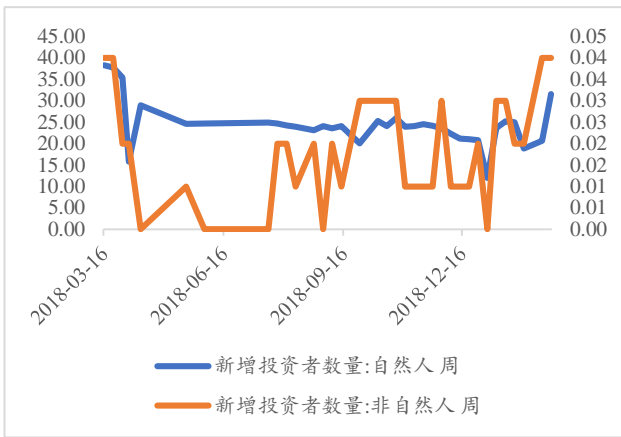
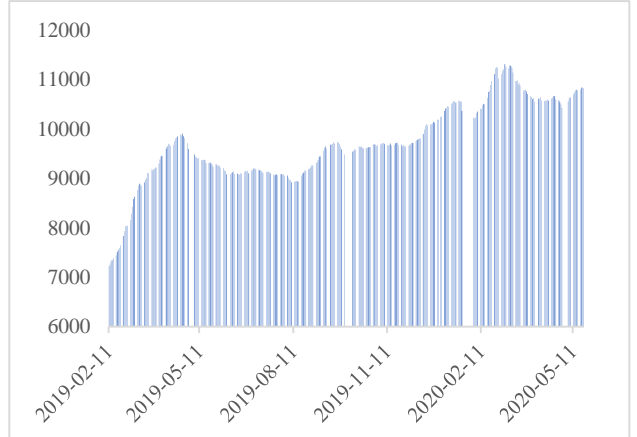


图:两融余额 (亿元)



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)

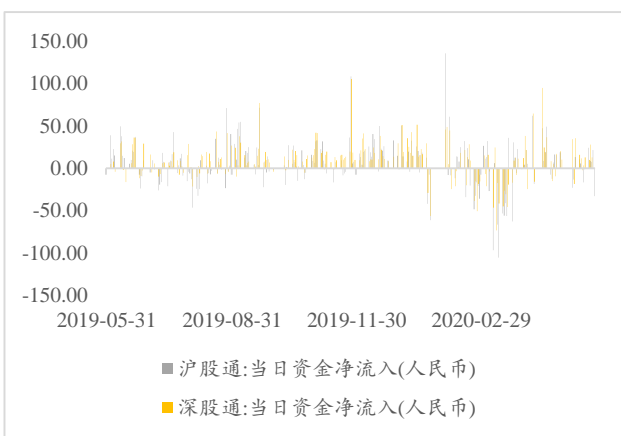
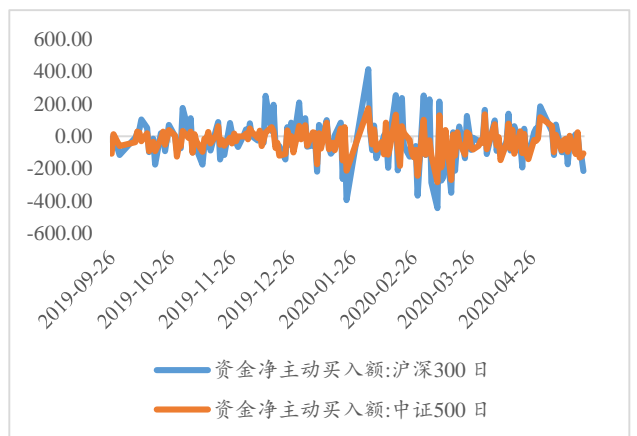


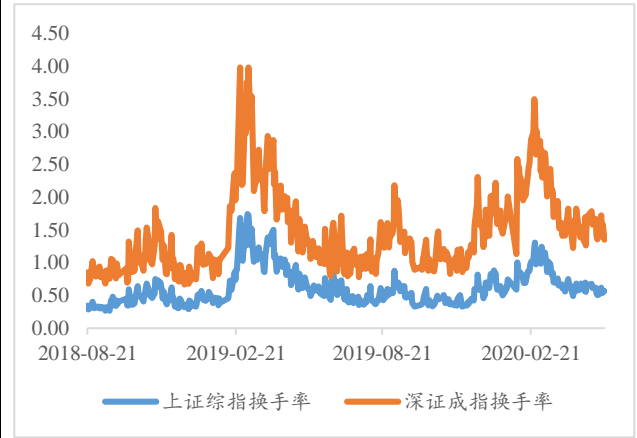
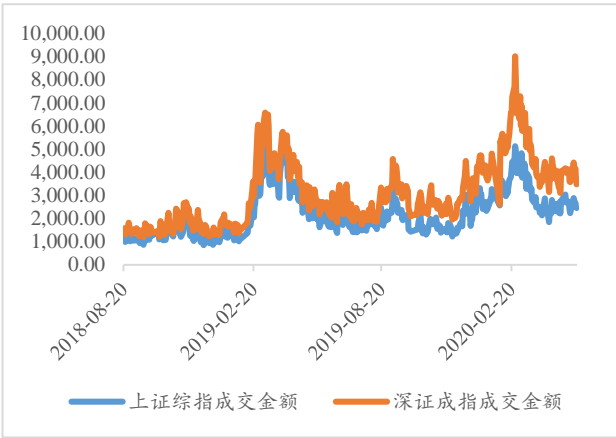
图:资金净主动买入金额 (亿元)



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 (%)

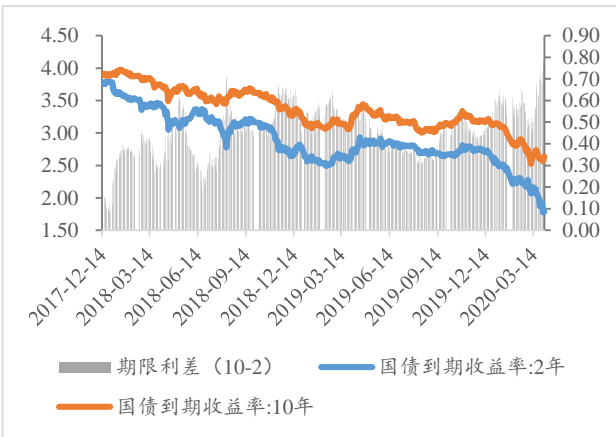
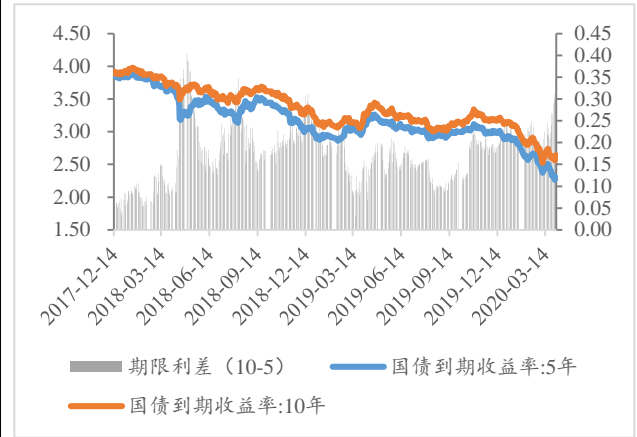


图: 10年和5年期限利差 (%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 信用利差 (%)

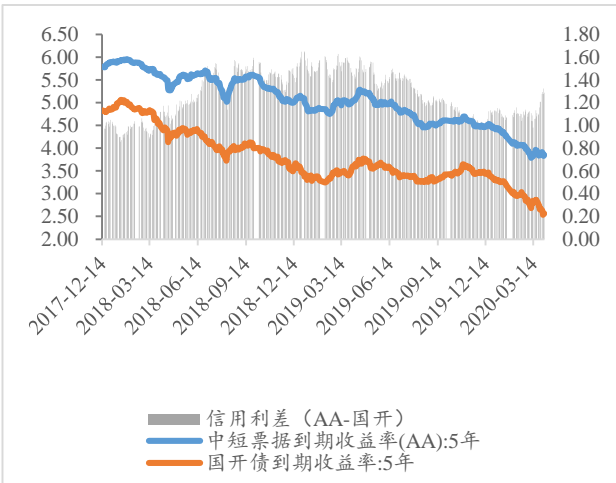
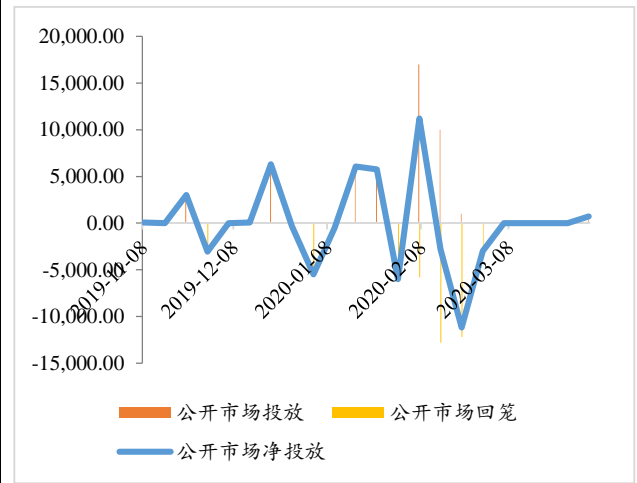


图: 公开市场操作



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 沪深300股指期权T型报价 (截止5月22日)

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	
156	459	-24.16	213.4		3600	0.2504	28.4000	94.52	4082	1407	
178	333	-28.89	170.8		3650	0.2466	38.6000	87.38	2883	1383	
353	887	-31.48	133.2		3700	0.2392	50.2000	61.94	5440	1281	
239	1112	-34.15	102.2	0.1142	3750	0.2379	67.2000	57.75	2942	872	
1188	5407	-40.36	73.6	0.1259	3800	0.2412	89.8000	54.83	7984	1695	
894	3747	-45.51	51	0.1332	3850	0.2458	116.8000	48.60	5784	1469	
3276	19815	-50.29	33.8	0.1380	3900	0.2587	151.0000	44.91	12194	2425	
1878	8416	-52.26	23.2	0.1466	3950	0.2703	187.6000	39.17	3853	644	
2676	10772	-59.09	14.4	0.1493	4000	0.2909	230.2000	36.37	1803	714	

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)
6月合约	68675	58942	127617	1.17	22159	21066	43225	1.05
7月合约	11029	9924	20953	1.11	5527	4571	10098	1.21
8月合约	2459	2035	4494	1.21	898	829	1727	1.08
9月合约	4300	3724	8024	1.15	5667	5646	11313	1
12月合约	1597	1425	3022	1.12	3715	3020	6735	1.23
3月合约	1143	1335	2478	0.86	1684	1299	2983	1.3
汇总	89203	77385	166588	1.15	39650	36431	76081	1.09

数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 波动率微笑

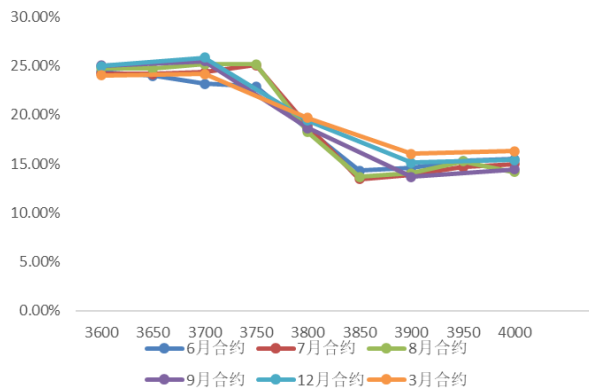
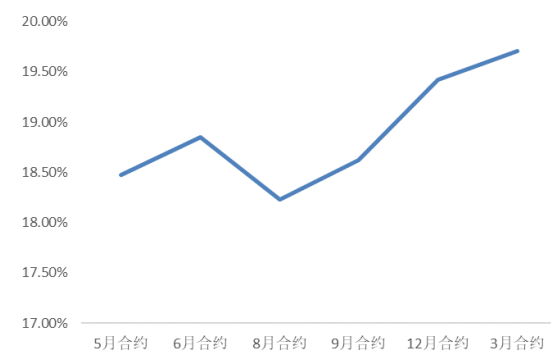


图: 波动率期限结构

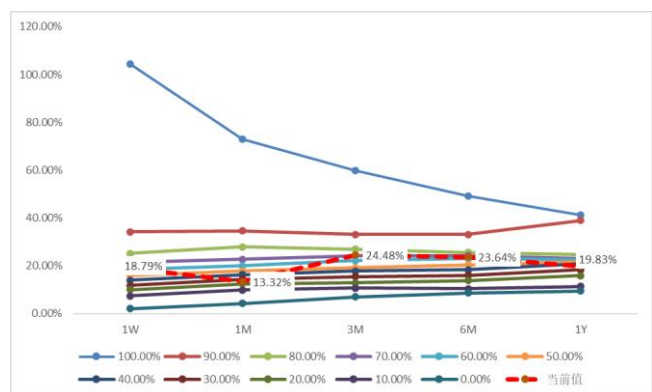


数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

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

表：分红对股指期货的影响

	合约	期货价格	现货价格	期内分红 点数	期现价差	纠正期现 价差
沪深 300	IF2006	3783.00	3824.06	29.87	-41.06	-11.20
	IF2007	3744.00	3824.06	64.01	-80.06	-16.06
	IF2009	3694.20	3824.06	78.85	-129.86	-51.01
	IF2012	3670.20	3824.06	78.85	-153.86	-75.01
上证 50	IH2006	2741.60	2775.81	27.63	-34.21	-6.58
	IH2007	2704.00	2775.81	60.04	-71.81	-11.77
	IH2009	2663.00	2775.81	70.18	-112.81	-42.63
	IH2012	2650.40	2775.81	70.18	-125.41	-55.23
中证 500	IC2006	5267.80	5328.23	30.32	-60.43	-30.11
	IC2007	5204.20	5328.23	49.17	-124.03	-74.85
	IC2009	5082.00	5328.23	56.67	-246.23	-189.56
	IC2012	4953.60	5328.23	56.67	-374.63	-317.96

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