

## 关注后市需求变化

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:

9月经济数据显示出我国经济仍在恢复,疫情目前对我国的影响已经不大,需求的不确定性主要源自政策端的主动收紧。但是结构性问题正在不断凸显。这种变化主要源于政策的边际收紧,在此背景下市场对金九银十能否顺利到来存较大疑虑。货币政策方面,短期来看,同业存单上行趋势将有所缓解。但是MLF只是结构性政策,银行负债压力依旧较大,即使资金面保持平稳,银行资产端增速回落仍是大概率事件,这或从供应端收紧社融。同样收紧的还有财政政策,土地市场首先发难,目前土地供给和成交持续走弱,基建-地产的紧密链条开始松动,融资需求的减少也会从需求端收紧社融。

海外经济面临同样的问题,不同点在于,海外市场对需求的担忧一方面来自于疫情的影响,另一方面来自于政策的断档,美国两党财政刺激谈判陷入僵局,这也打压了当前的市场信心。在全球需求不明的前景下,全球资产共振下跌是市场短期内面临的主要风险。

### 策略要点:

#### 股指:

在7月初的快速上涨后,股指已经在高位运行了两个多月,以消化前期的涨幅,由于风险事件较多,振幅也并未缩小。7月中旬沪指3458点的高位仍然是上方的阻力位,短期内可能较难走出趋势性的行情,期货可暂时平仓观望,周末中美摩擦可能会影响市场情绪,期权暂时观望。

#### 国债:

上周,国债期货延续震荡走势,股债跷跷板效应仍在,MLF超额续作提振市场信心,在同业存单利率不断上行的背景下,MLF放量续作满足了金融机构需求,存单利率短期难有再上行的空间,负债压力有所缓解。但是长期来看,结构性存款压降量依旧较大,MLF只是结构性政策,市场对货币政策的预期未变,因此对市场利好的持续性有限。整体来看,货币政策仍是影响期债长期走势的主要因素,在市场预测货币政策变动之前,期债大概率仍将以震荡为主。

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)

胡岸(咨询编号 Z0011267)

020-88818001,

huan@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;

### 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：关注后市需求变化 .....	1
二、本周策略：期债仍处震荡格局 .....	1
三、市场表现：股指国债期货期权数据跟踪 .....	3
免责声明 .....	8

## 一、本周焦点：关注后市需求变化

9月经济数据显示出我国经济仍在恢复，但是结构性问题正在不断凸显。这种变化主要源于政策的边际收紧，在此背景下市场对金九银十能否顺利到来存较大疑虑。海外经济面临同样的问题，不同点在于，海外市场对需求的担忧一方面来自于疫情的影响，另一方面来自于政策的断档。在全球需求不明的前景下，全球资产共振下跌是市场短期内面临的主要风险。

海外经济体PMI涨跌不一，美国和日本快速恢复，新兴国家分化严重，疫情对部分国家的冲击仍较为明显。而发达国家经济回暖背后也存在较大隐忧。以美国为例，8月美国非农部门新增就业人数为137万人，低于市场预期，失业率虽然下降但仍未回到疫情前的水平，且失业人口主要集中在服务业。此外，居民消费信心指数仍在低位，反映出后市需求的不确定性。在政策方面，美国两党财政刺激谈判陷入僵局，这也打压了当前的市场信心。因此整体来看，海外国家后市需求仍有较大不确定性。

国内经济相比国外而言要平稳许多，但是市场对后市需求也呈现不同的看法，与国外经济体不同的是，疫情目前对我国的影响已经不大，需求的不确定性主要源自政策端的主动收紧。当前货币政策仍然保持稳健中性的原则，上周央行公开市场累计进行了4800亿逆回购和6000亿元MLF操作，上周有6200亿元逆回购、2000亿元MLF和500亿元国库现金定存到期，因此上周央行公开市场全口径净投放2100亿元。央行投放MLF充分满足了金融机构的需求，因此短期来看，同业存单上行趋势将有所缓解。但是MLF只是结构性政策，银行负债压力依旧较大，即使资金面保持平稳，银行资产端增速回落仍是大概率事件，这或从供应端收紧社融。值得注意的是，7月货币乘数创下7.15的有史以来新高，而当前超储率仅有1.6%。极高的货币乘数反映出信用的扩张，而较低的超储率也反映出银行资金的紧张。后市来看，高货币乘数和低超储率已经反映出信用扩张带来的经济回暖，除非银行负债压力持续加大，否则降准的概率不大。

同样收紧的还有财政政策，土地市场首先发难，目前土地供给和成交持续走弱，基建-地产的紧密链条开始松动，融资需求的减少也会从需求端收紧社融。从数据上看，房地产销售继续保持增长，但是8月新开工和施工面积双双回落，这与融资收紧有很大的关系。监管准备持续收紧地产开发商的融资，为融资设置了三大红线：红线1：剔除预收款后的资产负债率大于70%；红线2：净负债率大于100%；红线3：现金短债比小于1.0倍，凡是越过这三条红线的房地产机构，融资都会受到限制。目前许多头部地产商都踩到红线，四季度土地成交或延续弱势。

物价上看，天气因素终将消退，但猪肉供需矛盾仍在，且冬季猪瘟容易复发，后市仍易涨难跌，预计食品价格仍对CPI有较强支撑。PPI方面，9月以来，海外大宗商品市场出现大幅回落，需求不确定性的增加是导致市场忧虑的主要原因。国内经济面临着同样的问题，政府融资的减少或使得社融表内贷款出现回落，对未来需求也有一定影响。整体来看，在政策结构性变化下，金九银十能否顺利到来尚存疑问，PPI回暖的力度也存在不确定性。

## 二、本周策略：股指期货期权暂时观望，期债

## 仍处震荡格局

### 股指期货期权

上周主要股指震荡上行，周三周四部分股指大幅下探，随着北向资金大幅流入以及大金融板块助推，周五A股三大股指放量上涨，沪指收复3300点关口。

流动性方面，上周央行超额平价续作MLF，全口径净投放2100亿元，一定程度上缓解银行负债端中长期资金的压力，同时可以看到上周同业存单发行利率和到期收益率有所下行，但是净融资额仍接近1000亿元，而且银行间短期的资金利率上行，季末银行的资金缺口较大，而且央行回归正常化的态度没有发生变化，流动性的预期仍然是难言乐观，银行负债端的紧张对社融的投放可能也有负面拖累。但整体上，央行更偏向于维持中性平衡的状态。

经济方面，目前来看，经济的投资、消费等各项数据都在陆续改善中，基本符合预期。8月份社会消费品零售总额33571亿元，同比增长0.5%，为今年以来首次正增长，可以推断汽车对社零的贡献较大，除汽车以外的消费品零售额30158亿元，仍然下降0.6%。从除汽车之外的消费品零售数据公布以来（2019年7月）至今年3月份，除汽车之外的社零增速均高于社零增速，显示汽车是社零的拖累项目，今年的3-4月和7-8月，汽车对社零转向为正贡献，这很大一部分源自汽车补贴等各类财政支持的助力。如果后市汽车消费走弱，对社零也有较大的影响。汽车制造业的工业增加值8月同比增速为14.8%，较7月份下降6.8%，是自4月份以来的首次下降，对应的汽车产量在8月份的同比增速从7月份的26.8%下滑至7.6%，随着需求的透支，预期汽车销售的高增速较难维持，对后期的社零也可能会有所拖累。

中美方面，两国在贸易投资等方面的摩擦有升级的趋势。特朗普政府周五宣布将把Wechat和TikTok从美国应用商店下架，影响范围相对较小，也给了Tik Tok更多的时间达成协议。中国周六发布针对外国实体的《不可靠实体清单规定》，对列入不可靠实体清单的外国实体，可视情况限制或禁止其从事与中国有关的进出口活动，限制或者禁止其在中国境内投资等。不过周末特朗普同意了甲骨文竞购TikTok美国业务的交易，针对TikTok的禁令延后一周。随着大法官Ruth Bader Ginsburg的逝世，两党在何时提名继任者方面也颇有争议。美国总统大选投票的日期临近，9月29日即将举行第一场总统大选辩论，落地前风险偏好较难抬升。不过目前人民币汇率非常具有吸引力，外资也有流入的动力。

在7月初的快速上涨后，股指已经在高位运行了两个多月，以消化前期的涨幅，由于风险事件较多，振幅也并未缩小。7月中旬沪指3458点的高位仍然是上方的阻力位，短期内可能较难走出趋势性的行情，期货可暂时平仓观望，周末中美摩擦可能会影响市场情绪，期权暂时观望。

### 国债期货

上周，国债期货延续震荡走势，股债跷跷板效应仍在，MLF超额续作提振市场信心，在同业存单利率不断上行的背景下，MLF放量续作满足了金融机构需求，存单利率短期难有再上行的空间，负债压力有所缓解。但是长期来看，结构性存款压降量依旧较大，MLF只是结构性政策，市场对货币政策的预期未变，因此对市场利好的持续性有限。当前货币乘数创下

历史新高，但超储率仍在低位徘徊，反映出前期信用扩张的成效是有的，目前经济基本面不断恢复，高频数据显示季节性需求在不断好转，主要钢材库存开始去库，因此经济短期不再需要货币政策的大幅宽松，这也意味着货币政策仍将保持目前的状态不变。由于货币政策的中性，债市缺乏长久的乐观情绪，使得一级市场招标低于预期，上上周五的30年期国债招标和上周五50年期国债招标利率都低于预期和二级水准，拖累期债走弱。

整体来看，货币政策仍是影响期债长期走势的主要因素，在市场预测货币政策变动之前，期债大概率仍将以震荡为主。

### 三、市场表现：股指国债期货期权数据跟踪

#### 股指期货

上证综指上涨 2.38%，深证成指上涨 2.33%，创业板指上涨 2.34%，沪深 300 指数上涨 2.37%，上证 50 指数上涨 2.52%，中证 500 指数上涨 2.49%。期指方面，上周 IF 主力合约上涨 2.68%，IH 主力合约上涨 2.75%，IC 主力合约上涨 2.42%。

期现价差方面，上周 IF 期现价差（期-现）从-14.68 点升至-2.29 点，IH 期现价差从-6.70 升至 0.02 点，IC 期现价差从-31.97 点升至-31.87 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 4858 手、IH 净持仓减少了 3034 手、IC 净持仓增加了 3936 手。从上周前 20 席位持仓变化来看，IF 净持仓减少了 4303 手、IH 净持仓减少了 2649 手、IC 净持仓增加了 3004 手。

截至 2020 年 9 月 18 日，上周央行公开市场进行了 6000 亿元 MLF 操作，逆回购投放 4800 亿元，6200 亿元逆回购到期，2000 亿元 MLF 和 500 亿元国库现金定存到期，上周央行公开市场全口径净投放 2100 亿元。截至 2020 年 9 月 11 日，R007 上周上涨 45.52BP 至 2.64%，SHIBOR 隔夜利率增加 63.7BP 至 2.10%。

股市资金面方面，截至周四（9月10日），A股融资融券余额为 14948.78 亿元，较前一交易日的 14912.18 亿元增加 36.6 亿元。外资方面，上周陆股通北上资金净买入 108.32 亿元，前周净流出 5.83 亿元。本周将有 43 只个股面临限售股解禁，按最新收盘价计算，合计解禁市值为 948.69 亿元，相比上周共 26 只股票、110.24 亿元的规模，下周解禁市值大幅上升 760.57%。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数上涨 0.85%，德国 DAX 指数上涨 0.04%，日经 225 指数下降 0.19%，恒生指数下跌 0.19%。

#### 国债期货

上周，10年期国债期货下跌了 0.39% 至 97.83，5年期国债期货下跌了 0.01% 至 99.92，2年期国债期货上涨了 0.09% 至 100.37。上周国债期货整体弱势震荡。

成交量方面，10年期国债期货成交 327123 手，5年期国债期货共成交 129551 手，2年期国债期货成交 36500 手。

持仓量方面，上周 10 年期国债期货共有 105934 手持仓，5 年期国债期货共有 57282 手持仓，2 年期国债期货持仓为 21207 手。

现券收益率方面，上周中证 10 年期国债到期收益率上行 0.92bp，10 年

期国开债到期收益率上行0.26bp。

**股指期货**

T型报价方面，截止9月18日，9月期权合约到期，10月合约看涨期权的成交中枢集中在4700点，持仓相对分散，看跌期权的成交和持仓都比较分散，从持仓和成交来看，沪深300指数多头相对较强。

截止9月18日，30天历史波动率有所上升，为19.19%，较一周前下降了1.13%，较前一个交易日增加了1.58%。成交C/P为1.45，持仓C/P为1.28，当前看涨期权维持相对活跃的状态，近月看涨期权持仓较多，远月看跌期权持仓较多。9月份期权的平值隐含波动率23.74%，10月合约期权波动率微笑回归常态，其余月份期权合约维持左偏态分布，远月期权波动率小幅低于近月期权波动率。

图:新增投资者数量 (万户)

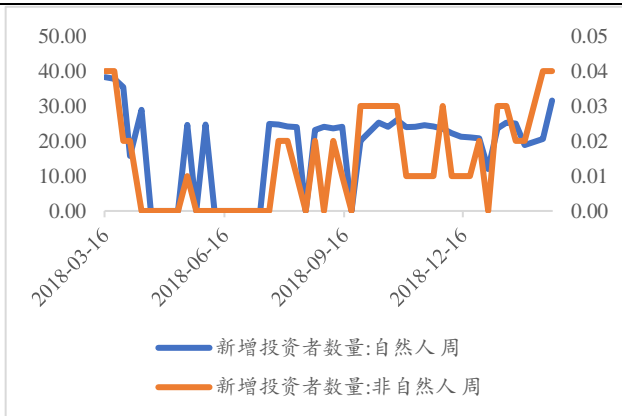
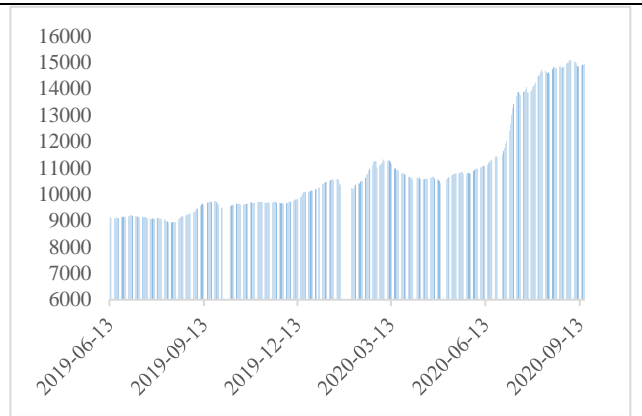


图:两融余额 (亿元)



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)

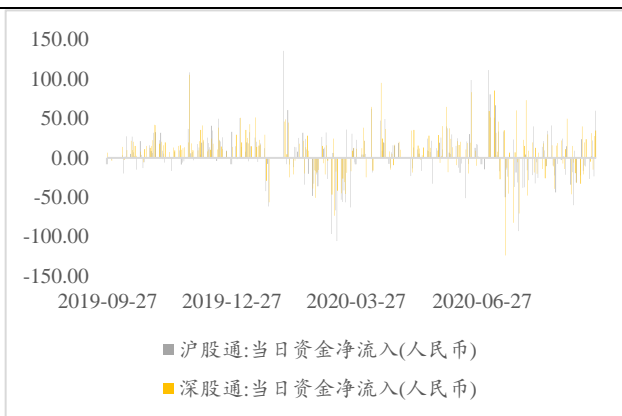
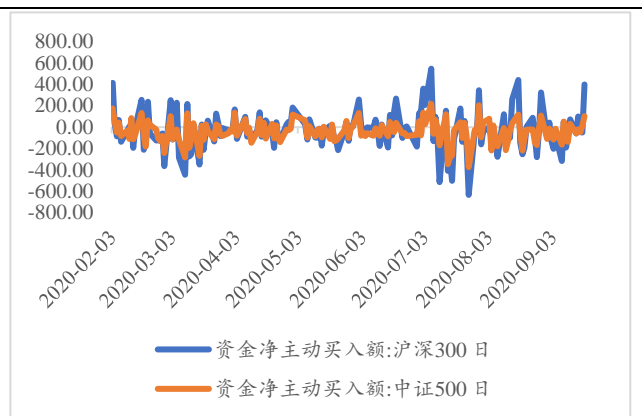


图:资金净主动买入金额 (亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额 (%)

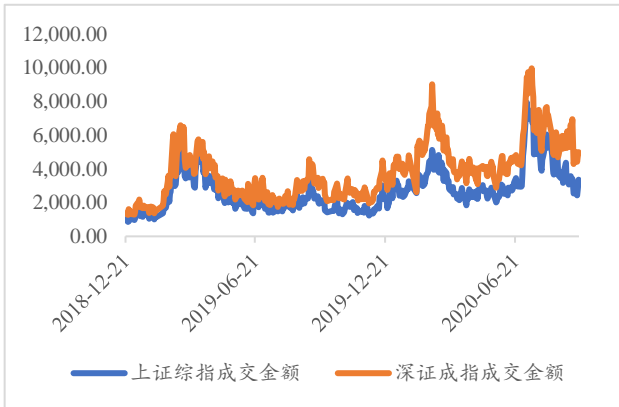
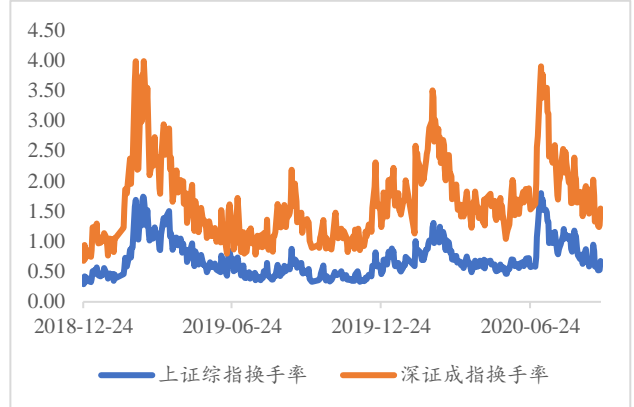


图:两市换手率 (%)



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 (%)

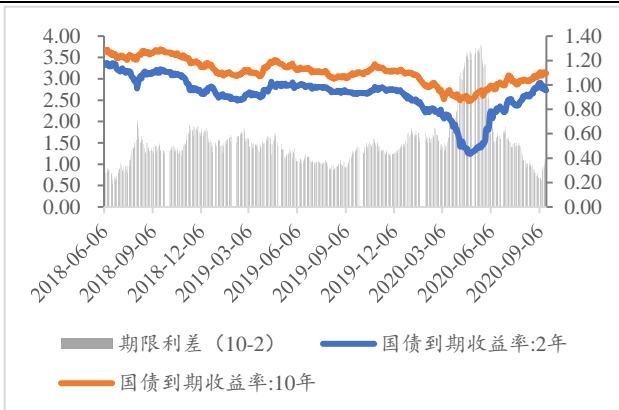
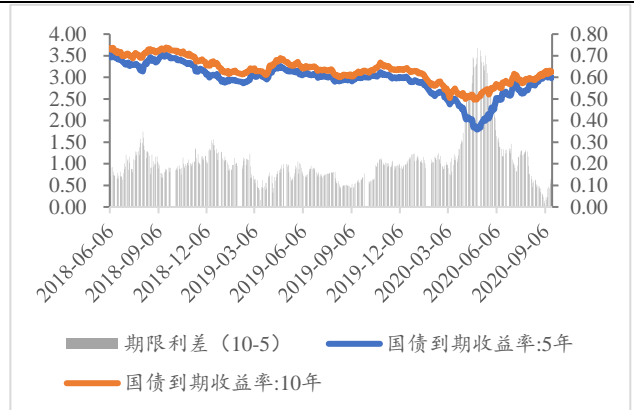


图: 10年和5年期限利差 (%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 信用利差 (%)

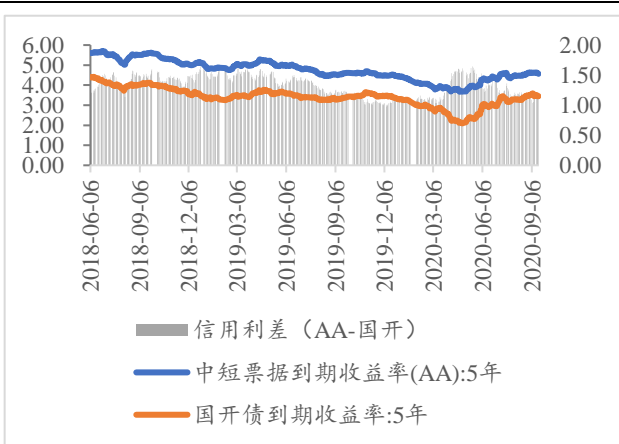
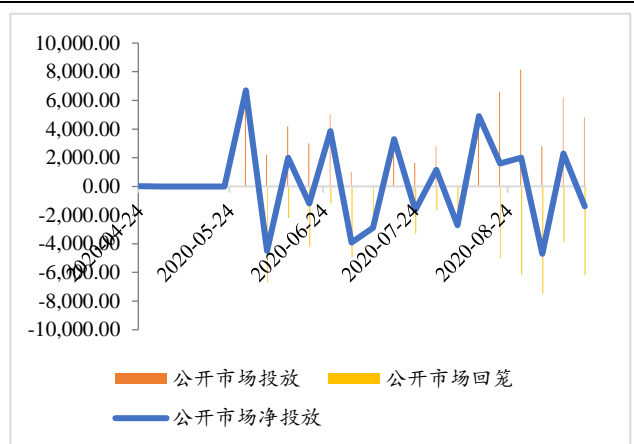


图: 公开市场操作



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

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	
626	819	65.31	226.8		4550		43.8000	-51.22	1572	1238	
3658	3976	71.74	192		4600		57.8000	-48.76	3320	2492	
2159	2826	82.07	158.4		4650		74.0000	-46.76	2467	1138	
4325	7120	89.15	129	0.2384	4700	0.2421	93.6000	-44.62	3080	1735	
2209	2522	97.35	104.2	0.2394	4750	0.2353	115.2000	-43.25	991	838	
3054	4386	101.97	82	0.2384	4800	0.2377	144.6000	-40.00	1159	1366	
1762	1344	113.64	65.8	0.2432	4850	0.2406	177.6000	-37.42	354	542	
1932	2093	116.10	51	0.2442	4900	0.2686	223.8000	-31.18	157	433	
1267	1300	129.89	40	0.2480	4950	0.2460	252.2000	-29.43	63	294	

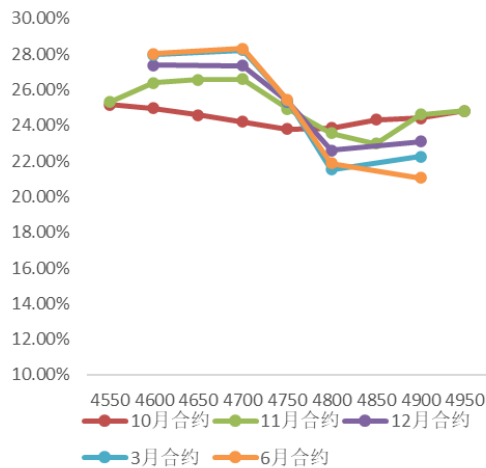
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：沪深300股指期权成交和持仓情况

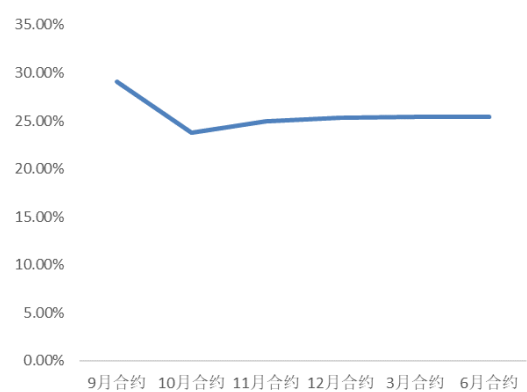
合约	Call Vol	Put Vol	Vol	CPR(Vol)	Call OI	Put OI	OI	CPR(OI)
9月合约	27601	21106	48707	1.31	0	0	0	
10月合约	38099	23633	61732	1.61	39304	23433	62737	1.68
11月合约	2869	1927	4796	1.49	3202	2243	5445	1.43
12月合约	2214	1627	3841	1.36	10861	14192	25053	0.77
3月合约	585	449	1034	1.3	3503	3804	7307	0.92
6月合约	285	518	803	0.55	2030	2238	4268	0.91
汇总	71653	49260	120913	1.45	58900	45910	104810	1.28

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



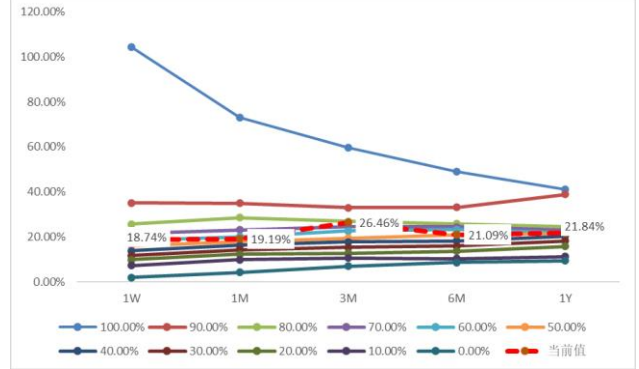
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心



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