

美伊冲突骤然升级，避险情绪大涨

主要观点

行情回顾。受到美伊紧张局势影响，市场避险情绪大增，叠加降准兑现，上周国债期货强势运行。5年期国债期货主力合约 TF2003 收盘价报 100.220，周涨幅 0.39%；10年期国债期货主力合约 T2003 收盘价报 98.560，周涨幅 0.52%；2年期国债期货主力合约 TS2003 收盘价报 100.405，周涨幅 0.22%。上周市场受到美伊关系影响，波动较大。沪深 300 主力合约 IF2001 收盘价报 4165.0，周涨幅 0.77%；上证 50 期货主力合约 IH2001 收盘价报 3071.4，周跌幅 0.01%；中证 500 期货主力合约 IC2001 收盘价报 5468.0，周涨幅 2.01%。

基础市场表现。公开市场方面，上周一起全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此次降准将释放长期资金约 8000 亿元。目前银行体系流动性总量处于较高水平，周五不开展逆回购操作，央行已连续 13 个工作日未开展逆回购操作。资金面整体宽裕，但近端品种利率周内上行显著，远端下行。隔夜 shibor 周内涨 76.92bp 报 1.7722%，7 日 shibor 周内跌 26.80bp 报 2.4870%，1 个月 shibor 周内跌 12.80bp 报 2.6190%。

地方债发行方面，日前财政部提前下达四川省部分 2020 年专项债券新增额度 624 亿元，1 月 2 日全国首批发行。2020 年地方债累计发行 1875 亿元。展望 2020 年，新增地方政府专项债可能提高至 3 万亿元左右，重点用于交通、能源、环保、民生、产业园区等领域，作为明年积极财政政策的“重头戏”，在基建、民生领域发挥作用，将拉动经济企稳。

后市展望。消息面：（1）央行副行长潘功胜表示，继续实施稳健的货币政策；（2）伊朗军方承认，由于操作失误，意外击落乌航客机；（3）2020 年全国银行保险业监管工作会议召开，会议强调，要强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务；（4）美国 2019 年 12 月季调后非农就业人口增 14.5 万人，预期增 16.4 万人，前值增 26.6 万人，数据不及预期。

国内方面，预计财政逆周期调节政策发力、专项债提前发行有利于基建投资企稳、宏观经济触底反弹，支撑股指期货上行。短期美伊冲突有所缓解，可逢低做多，密切关注美伊时间后续进展，轻仓操作。债市方面，避险情绪有所降温，但全球经济下行压力仍大，预料国债期货整体偏强运行。

风险提示。中美贸易摩擦激化，地缘政治冲突加剧，A 股上市公司披露业绩不及预期

报告日期 2020-1-14

研究所

张楠

金融期货分析师

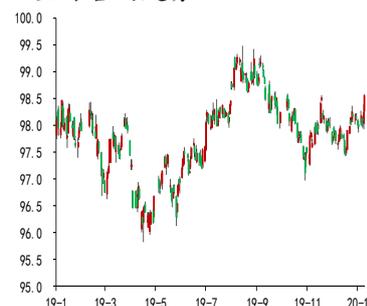
从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

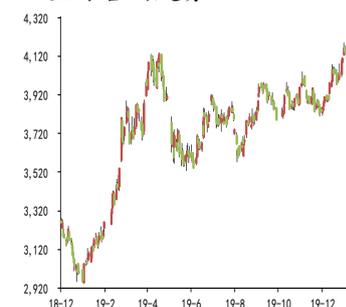
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

T 主力合约走势



IF 主力合约走势



目录

一、国债期货行情回顾	4
二、资金面	4
三、基本面——海内外基本面疲弱	5
（一）全球经济下行压力大，但有所企稳	5
（二）国内经济疲弱	6
四、期指行情回顾	8
五、后市展望	8

插图

图 1: TF 主力合约走势.....	4
图 2: TS 主力合约走势.....	4
图 3: T 主力合约走势.....	4
图 4: T 主力合约成交量及持仓量.....	4
图 5: 地方政府债发行（月）.....	错误!未定义书签。
图 6: 10 年期国债利差（中美）.....	错误!未定义书签。
图 7: 国债收益率走势.....	5
图 8: 国开债收益率走势.....	5
图 9: 主要经济体制造业 PMI.....	错误!未定义书签。
图 10: 主要经济体国债收益率.....	错误!未定义书签。
图 11: 制造业 PMI&财新 PMI.....	7
图 12: 制造业 PMI 分项指标.....	7
图 13: 固定资产投资增速.....	7
图 14: 房地产开工/竣工面积.....	7
图 15: 工业增加值.....	7
图 16: 社会消费品零售总额.....	7
图 17: CPI 同比/环比（%）.....	错误!未定义书签。
图 18: PPI 当月同比.....	错误!未定义书签。
图 19: 沪深 300 期货主力合约走势.....	8
图 20: 沪深 300 期货主力合约成交量.....	8
图 21: 上证 50 期货主力合约走势.....	8
图 22: 中证 500 期货主力合约走势.....	8

一、国债期货行情回顾

受到美伊紧张局势影响，市场避险情绪大增，叠加降准兑现，上周国债期货强势运行。5年期国债期货主力合约TF2003收盘价报100.220，周涨幅0.39%；10年期国债期货主力合约T2003收盘价报98.560，周涨幅0.52%；2年期国债期货主力合约TS2003收盘价报100.405，周涨幅0.22%。

图 1：TF 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2：TS 主力合约走势



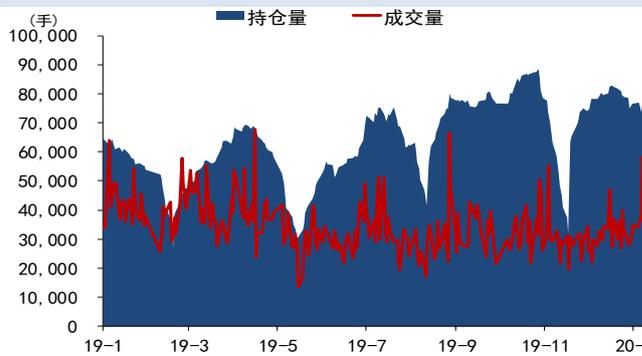
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3：T 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4：T 主力合约成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

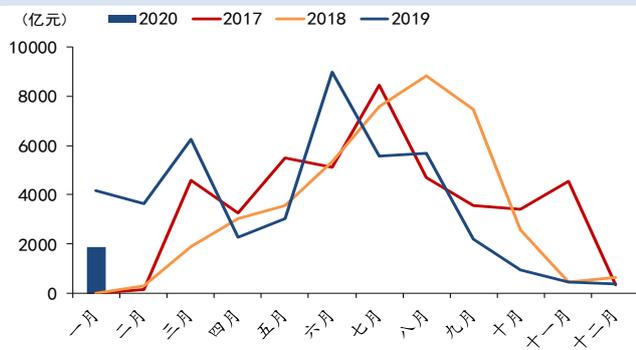
二、资金面

公开市场方面，上周一一起全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。此次降准将释放长期资金约8000亿元。目前银行体系流动性总量处于较高水平，周五不开展逆回购操作，央行已连续13个工作日未开展逆回购操作。资金面整体宽裕，但近端品种利率周内上行显著，远端下行。隔夜shibor周内涨76.92bp报1.7722%，7日shibor周内跌26.80bp报2.4870%，1个月shibor周内跌12.80bp报2.6190%。

地方债发行方面，日前财政部提前下达四川省部分2020年专项债券新增额度624亿元，1月2日全国首批发行。2020年地方债累计发行1875亿元。展望2020年，新增地方政府专项债可能提高至3万亿元左右，重点

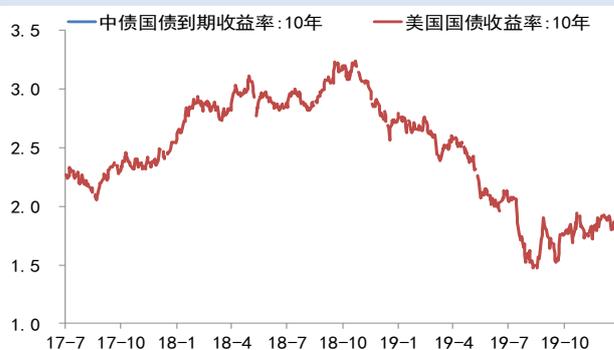
用于交通、能源、环保、民生、产业园区等领域，作为明年积极财政政策的“重头戏”，在基建、民生领域发挥作用，将拉动经济企稳。

图 5：地方政府债发行（月）



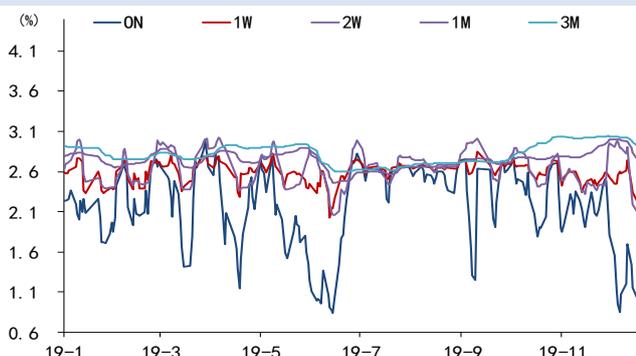
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6：10 年期国债利差（中美）



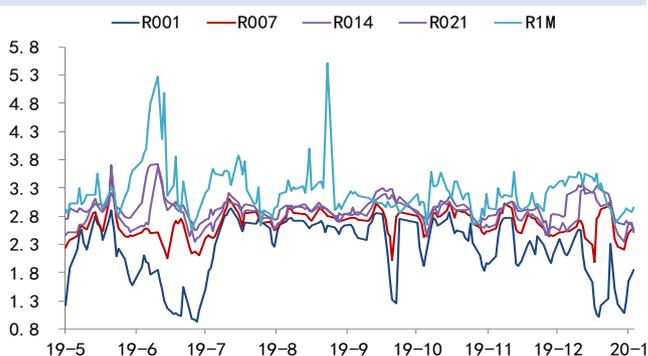
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7：shibor 收益率走势



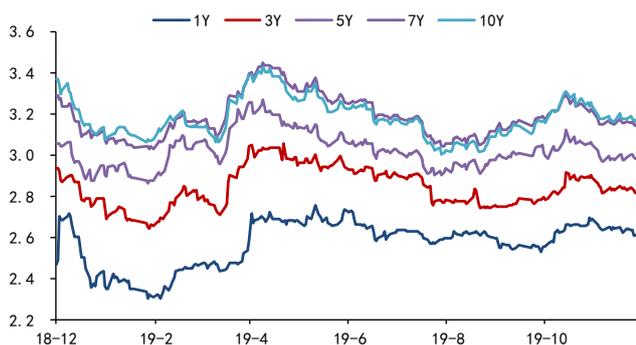
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8：银行间质押式回购利率走势



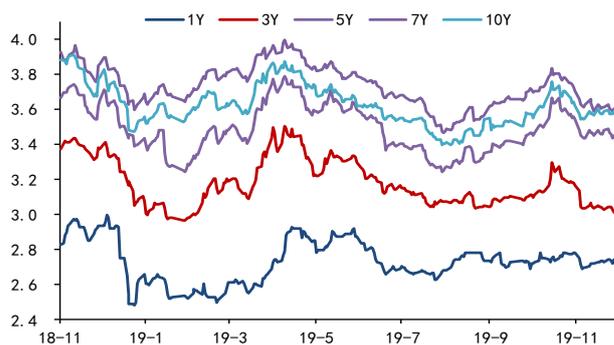
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9：国债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10：国开债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

三、基本面——海内外基本面疲弱

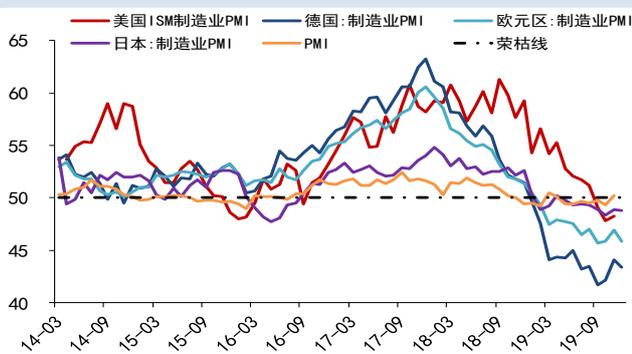
（一）全球经济下行压力大，但有所企稳

进入2019年，全球经济下行压力加大。但在各国纷纷转鸽后，全球经济有所企稳，11月德国制造业订单和出口均出现回暖现象，欧元区11月ZEW经济景气指数大涨，欧元区经济增速见底的概率上升，但未来经济增长在英国脱欧、美欧贸易摩擦的背景下仍充满不确定性。美国2019年12月

季调后非农就业人口增14.5万人，预期增16.4万人，前值增26.6万人。数据不及预期。

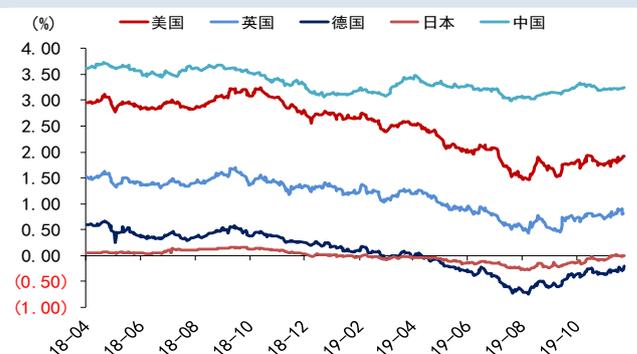
展望2020年，鉴于经济下行压力犹存，全球货币宽松格局大概率维持不变。随着部分国家未来利率下调空间有限，一些央行已经开始扩表推动信贷扩张为市场注入流动性，根据彭博新闻社的数据显示，到2019年年底，美、欧、日三大央行资产负债表的总增长将达到每月近1000亿美元。美联储在2019年降息3次后暂停降息，但逆回购规模不断增加，而且自10月15日开始每月购买600亿美元的美国国库券，以增强对作为货币政策指导工具的基准利率的控制，这一措施至少延续至明年二季度。

图 11：主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12：主要经济体国债收益率



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 31：ZEW 经济景气指数



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14：美国非农就业数据



数据来源：Wind、国都期货研究所

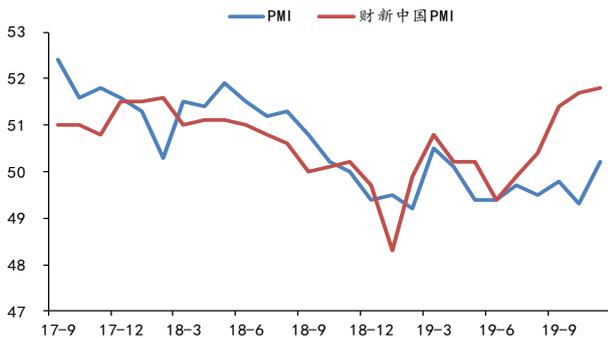
(二) 国内经济大概率触底

生产端，12月官方制造业PMI继续维持扩张区间。12月份，制造业PMI为50.2%，与上月持平，连续两个月位于荣枯线以上，景气稳中有升。国外订单明显增长，原材料进口继续回暖。12月份，制造业新出口订单指数为50.3%，高于上月1.5个百分点；进口指数为49.9%，环比上升0.1个百分点，连续两个月回升。

从长周期观察中国经济，目前中国正值第六轮库存周期的主动去库存阶段，PPI和工业产成品库存累计同比不断下滑，企业生产萎靡。但是

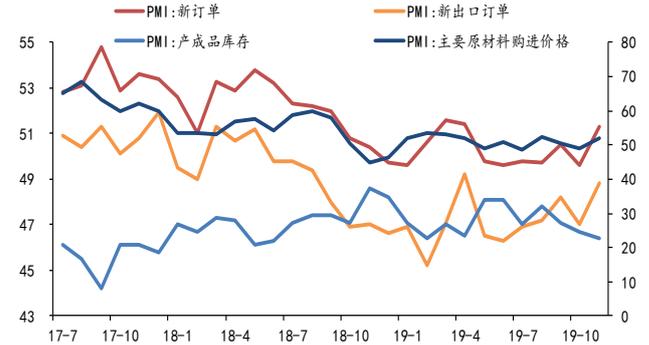
进入11月，PPI结束连续5个月的下跌，12月PPI窄幅继续收窄，传递出积极信号。工业增加值和PMI生产指数相互印证，指向企业或进入补库存阶段。12月中央经济工作会议定调明年资本市场走向，预计在积极地财政政策引导下，基建和高端制造产业发力，企业将在2020年1-2月进入主动补库存阶段，带动宏观经济触底反弹。

图 15: 制造业 PMI&财新 PMI



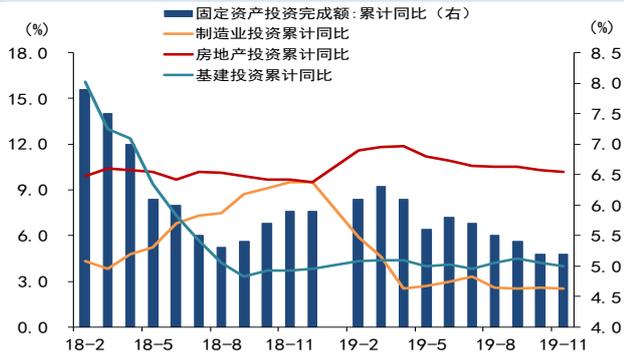
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 制造业 PMI 分项指标



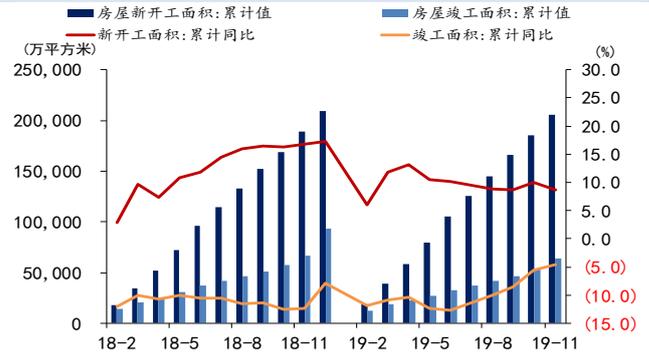
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17: 固定资产投资增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18: 房地产开工/竣工面积



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19: 工业增加值



数据来源: Wind、国都期货研究所

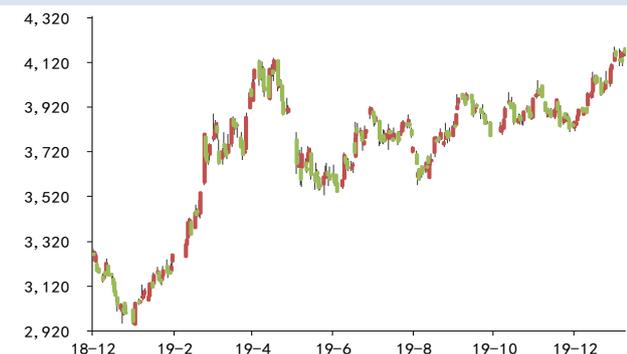
图 20: 社会消费品零售总额



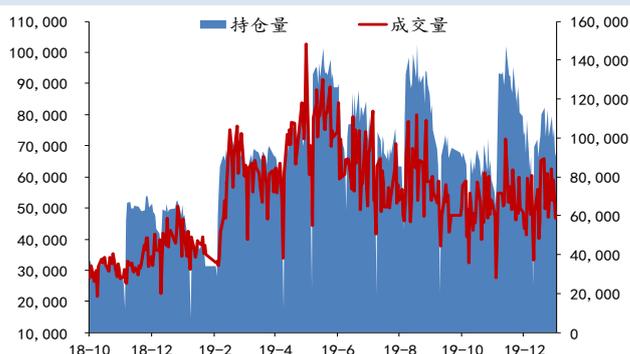
数据来源: Wind、国都期货研究所

四、期指行情回顾

上周市场受到美伊关系影响，波动较大。沪深300主力合约IF2001收盘价报4165.0，周涨幅0.77%；上证50期货主力合约IH2001收盘价报3071.4，周跌幅0.01%；中证500期货主力合约IC2001收盘价报5468.0，周涨幅2.01%。

图 19：沪深 300 期货主力合约走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20：沪深 300 期货主力合约成交量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21：上证 50 期货主力合约走势

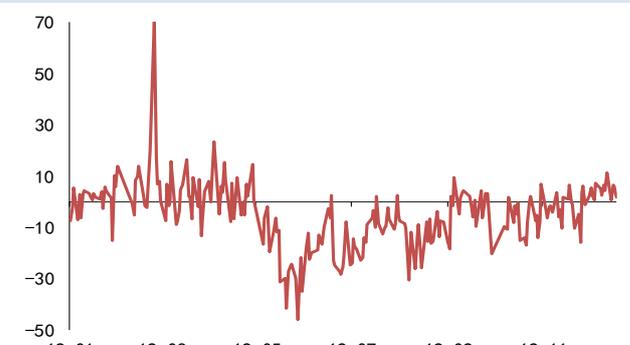

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22：中证 500 期货主力合约走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

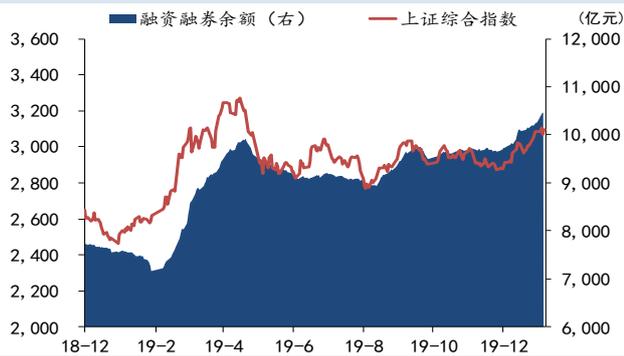
图 23：沪深 300 期货价差结构


数据来源：Wind、国都期货研究所

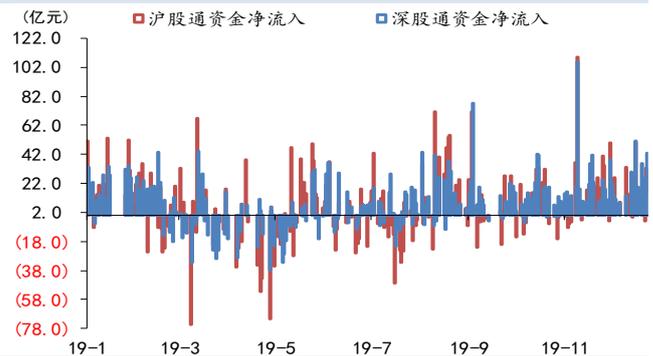
图 24：沪深 300 期货升贴水


数据来源：Wind、国都期货研究所

资金供给方面，两融余额经历年初大涨后维持高位；北上资金12月抄底A股，随着2020年金融业将进一步扩大对外开放，外资参与我国资本市场的政策障碍越来越少，有利于海外资金入市；公募基金方面，2019年下半年股票型公募基金发行规模减少，占比下降，但是展望2020年，政策层面大力鼓励发展权益类公募基金，并引导外资、保险、社保基金、养老金等中长期资金入市，增量资金仍有入市潜力，股市流动性有望进一步改善。

图 25：供给端——两融余额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26：供给端——陆股通北上资金


数据来源：Wind、国都期货研究所

五、后市展望

消息面：(1) 央行副行长潘功胜表示，继续实施稳健的货币政策；(2) 伊朗军方承认，由于操作失误，意外击落乌航客机；(3) 2020年全国银行保险业监管工作会议召开，会议强调，要强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务；(4) 美国2019年12月季调后非农就业人口增14.5万人，预期增16.4万人，前值增26.6万人，数据不及预期。

国内方面，预计财政逆周期调节政策发力、专项债提前发行有利于基建投资企稳、宏观经济触底反弹，支撑股指期货上行。短期美伊冲突有所缓解，可逢低做多，密切关注美伊时间后续进展，轻仓操作。债市方面，避险情绪有所降温，但全球经济下行压力仍大，预料国债期货整体偏强运行。

分析师简介

张楠，国都期货研究所金融期货分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士学历，清华经济管理学院经济与金融学士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。