



**政策面仍存发力空间且经济有望逐步复
苏，期指上行仍具动力**

长安期货有限公司

2020年3月

政策面仍存发力空间且经济有望逐步复苏，期指上行仍具动力

观点：

在鼠年第一个交易日因长假后补跌和疫情发酵引发投资者避险情绪极度上升导致三大期指几乎全部跌停以及上证指数创1997年以来最大单日跌幅后，随着央行公开市场连续投放大额流动性、MLF中标利率下调、LPR如期下调等货币政策连续发力，积极的财税政策更加提效加力，以及证监会发布再融资新规等政策面整体偏暖的加持，期指及股指迎来一波连续反弹行情，截至2月21收盘，期指和股指均已回补节后第一天的大幅跳空低开缺口，其中上证指数较节后低点反弹超300点重返3000点以上，市场风险偏好明显抬升，两市成交额连续破万亿，赚钱效应爆棚。但此后受疫情开始在海外蔓延导致的美股大跌恐慌情绪再度攀升的影响，期指和股指再度回落调整。

3月来看，政策面或持续偏暖以对冲疫情在海外蔓延对我国经济的负面影响，财政和货币政策仍存发力空间，此外，两会虽推迟但仍有望在3月举行，政策面或暖风劲吹。同时，在疫情仍在海外蔓延以及我国复工复产和基建投资带动经济复苏仍需过程的背景下，下一步央行或将聚焦定向降息、定向降准等更为精准的货币政策，货币政策总体维持灵活适度的基调仍不会变，DR007及R007或难大幅走高。在此背景下，市场风险偏好或难以降低，两市成交金额与融资余额仍有抬升空间，场内资金仍或将维持活跃；此外，A股仍具有估值优势且纳入富时罗素因子比例提升将正式生效，叠加我国经济或逐步迎来复苏期，A股仍将是外资配置的重点，北上资金有望重回多数净流入的态势。而通过基差规律分析，沪深300、上证50以及中证500股指期货主力合约在3月上涨或小幅走低的概率较大。总的来看，3月期指

研发&投资咨询

马舍瑞夫

从业资格号：F3053076

☎：13609165859

✉：masherufu@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道1号浐灞商务中心二期四层
电话：400-8696-758
网址：www.cafut.cn

总体或震荡走强，投资者可以偏多操作为主，可分别关注IF 4250、IH3050以及IC5850一线压力，可适当逢高沽空；但若取得突破，可继续偏多短差操作，注意止盈止损。同时，需关注疫情在全球的蔓延程度、政策对冲力度以及地缘政治风险等风险因素。

一、2020 年 2 月行情回顾

(一) 行情回顾

在鼠年第一个交易日因长假后补跌和疫情发酵引发投资者避险情绪极度上升导致三大期指几乎全部跌停以及上证指数创 1997 年以来最大单日跌幅后，随着央行公开市场连续投放大额流动性、MLF 中标利率下调、LPR 如期下调等货币政策连续发力，积极的财税政策更加提效加力，以及证监会发布再融资新规等政策面整体偏暖的加持，期指及股指迎来一波连续反弹行情，截至 2 月 21 收盘，期指和股指均已回补节后第一天的大幅跳空低开缺口，其中上证指数较节后低点反弹超 300 点重返 3000 点以上，市场风险偏好明显抬升，两市成交额连续破万亿，赚钱效应爆棚。但此后受疫情开始在海外蔓延导致的美股大跌恐慌情绪再度攀升的影响，期指和股指再度回落调整。截至 2 月最后一个交易日收盘，沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货主力合约以及上证指数分别较 1 月最后一个交易日收盘下跌 1.71%、3.71%以及 3.23%；而中证 500 股指期货主力合约则在同期上涨 0.68%。

图 1：沪深 300 股指期货日 K 线走势图



图 2：上证 50 股指期货日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

图 3：中证 500 股指期货日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

资料来源：文华财经，长安期货

图 4：上证指数日 K 线走势图

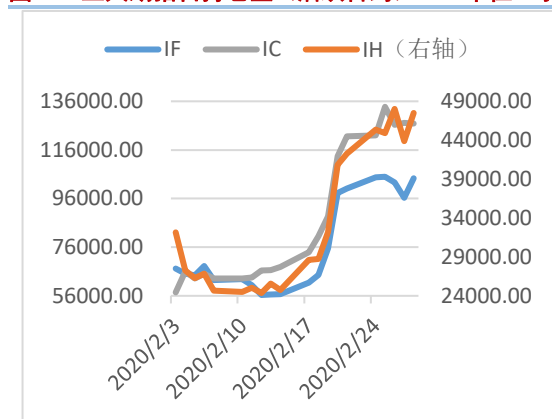


资料来源：文华财经，长安期货

(二) 持仓量与成交量

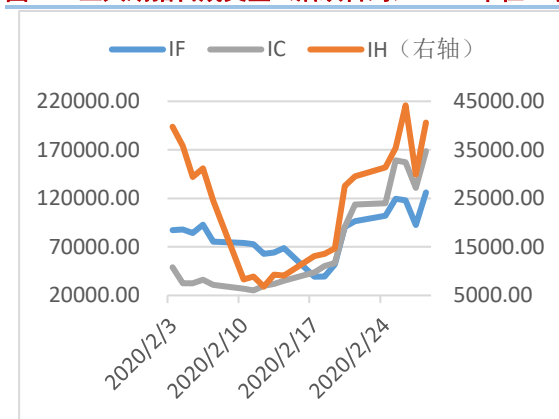
2 月期指持仓和成交量整体呈现逐步走高态势，节后第一个交易日期指充分发挥避险功能作用，持仓及成交量均处于相对高位，虽然随后有所回落，但此后又开始明显反弹并走高。期指连续反弹令资金参与期指市场的活跃度抬升，三大期指持仓及成交量均较有所增加。总的来看，随着国内疫情防控取得阶段性进展、政策面仍有发挥空间以及我国复工复产的逐步向前推进，我国经济或逐步触底反弹，期指持仓和成交量或将稳步提升。

图 5：三大期指日持仓量（活跃合约） 单位：手



资料来源：WIND，长安期货

图 6：三大期指日成交量（活跃合约） 单位：手



资料来源：WIND，长安期货

(三) 基差分析

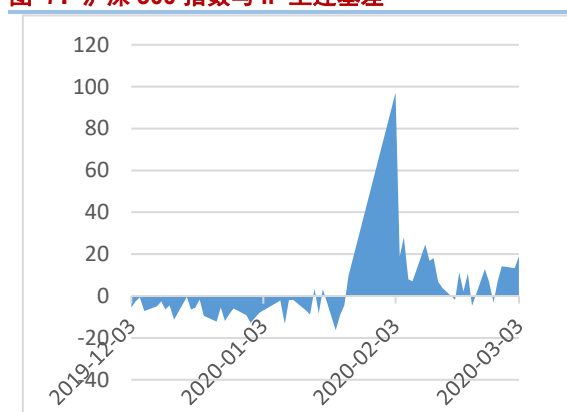
从近 3 个月沪深 300 指数与 IF 主力连续合约的基差走势图来看，基差均值为 1.81，且主要分布在 (-11, 1) 区间，因此 2 月平均 14.43 的基差在 3 月份或有走弱预期，因而 3

月沪深 300 股指期货主力合约价格上行或小幅走低的可能性较大。

而从近 3 个月上证 50 指数与 IH 主力连续合约的基差走势图来看，基差均值为 1.16，且主要分布在 (-8, 5) 区间，因此 2 月平均 8.82 的基差在 3 月份或有走弱预期，因而 3 月上证 50 股指期货主力合约价格上行或小幅走低的可能性较大。

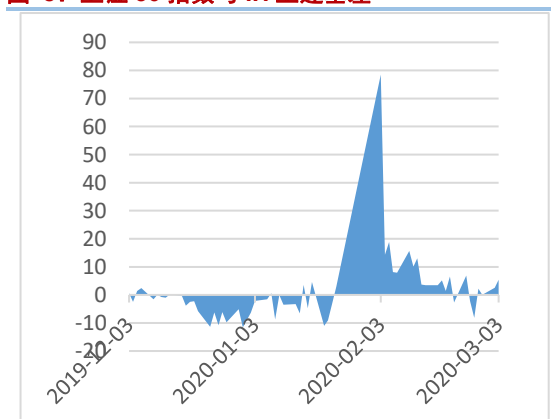
再看中证 500 指数与 IC 主力连续合约近 3 个月来的基差走势图，基差均值为 14.77，且主要分布在 (-13, 8) 区间，因此 2 月平均 39.07 的基差在 3 月份走弱的可能性更大，因而 3 月中证 500 股指期货主力合约价格上行或小幅走低的可能性较大。总的来看，通过基差规律分析，沪深 300、上证 50 以及中证 500 股指期货主力合约在 3 月上涨或小幅走低的概率较大。

图 7：沪深 300 指数与 IF 主连基差



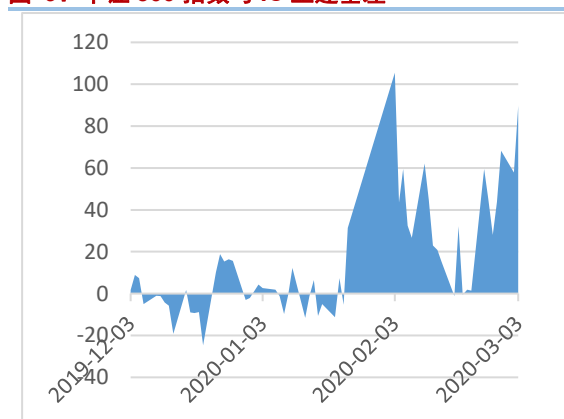
资料来源：WIND，长安期货

图 8：上证 50 指数与 IH 主连基差



资料来源：WIND，长安期货

图 9：中证 500 指数与 IC 主连基差



资料来源：WIND，长安期货

二、影响因素分析

(一) 资金面

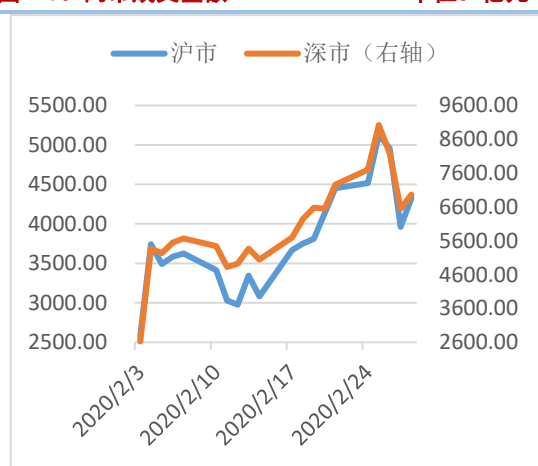
从场内资金来看，沪深两市成交金额以及融资余额整体均呈现稳步攀升的态势，且均连升 8 日，两市成交金额创下去年 3 月初以来新高。国内政策面全力对冲疫情影响叠加央行逆回购、调降 MLF 利率以及 LPR 如期下调的组合拳精准有效，我国疫情防控一定进展且复工复产稳步向前推进，是投资者风险偏好提升的核心动力，市场赚钱效应提升，投资者参与市场热情浓厚，从侧面也反映出疫情对我国经济的影响只是暂时的，我国经济长期向好的基本面并没有变。3 月来看，随着疫情防控不断取得进展、政策面仍有发力空间以及新老基建投资带动经济逐步企稳，市场风险偏好或难以降低，两市成交金额与融资余额仍有抬升空间，场内资金仍或将维持活跃和充裕。

从外资来看，陆股通日资金整体仍维持净流入态势，截至 2 月 20 日，仅有四个交易日为净流出，在疫情防控取得进展以及 A 股市场本身具有的估值优势的背景下，作为“聪明资金”的外资自然会加大对 A 股资产的配置，疫情对我国经济只会形成较为短暂的影响也是国外投资者的共识。然而，从 2 月 21 起，北上资金则连续 6 日净流出，但值得注意的是，这一阶段主要由于疫情在海外蔓延引发投资者恐慌情绪大幅上升导致美股连续大跌，甚至创下 2008 年金融危机以来的最大周跌幅，外资在抛售美股的同时也波及到了 A 股市场。因此总的来看，3 月全球疫情蔓延仍有望得到控制且 A 股纳入富时罗素因子比例由 15%提升至 25%将正式生效，此外，我国经济将在疫情防控取得明显进展的基础上逐步迎来复苏期，A 股仍将是外资配置的重点，北上资金有望重回多数净流入的态势。

DR007 以及 R007 在央行公开市场逆回购操作投放大额流动性、MLF 中标利率下调以

及 LPR 如期下调的政策组合拳影响下明显回落且维持在低位，虽然近期在央行连续进行大额逆回购操作投放的流动性已逐步被收回并暂停逆回购操作的背景下略有反弹，但整体仍维持在相对低位。银行间市场资金利率处于低位将有利于降低资金成本，缓解企业特别是小微企业的财务压力，扩大融资规模，支持实体经济。3 月来看，在疫情仍在海外蔓延以及我国复工复产和基建投资带动经济复苏仍需过程的背景下，下一步央行或将聚焦定向降息、定向降准等更为精准的货币政策，货币政策总体维持灵活适度的基调仍不会变，且工具箱仍有足够的政策工具来继续为市场提供充裕的流动性支持，DR007 及 R007 或难大幅走高。

图 10：两市成交金额 单位：亿元



资料来源：WIND，长安期货

图 11：两市融资余额 单位：万元



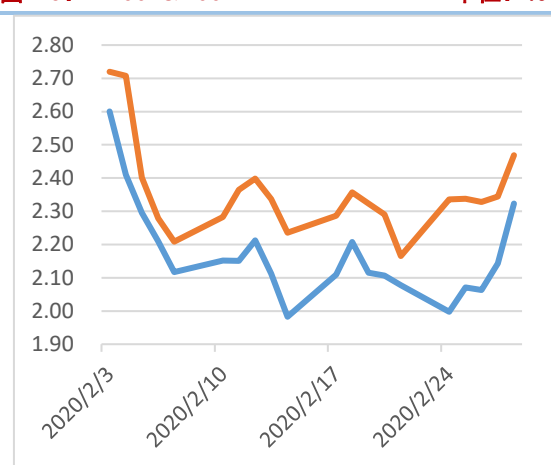
资料来源：WIND，长安期货

图 12：陆股通日资金净流入 单位：亿元



资料来源：WIND，长安期货

图 13：DR007&R007 单位：%



资料来源：WIND，长安期货

（二）政策面

2月政策面持续发力全面对冲疫情影响。最高层十分重视和及时部署疫情防控工作极大鼓舞和提振了市场信心。新冠疫情爆发以来，党中央和国务院高度重视疫情防控工作。习近平总书记针对疫情防控接连做出重要指示并在短时间内连续主持召开多次中央政治局常委会会议为疫情防控工作做了顶层设计。此外，战疫部署常态化以及各有关部门战疫政策与疫情防控数据的透明发布为市场吃下定心丸。李克强总理多次主持召开中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议以及国务院常务会议部署疫情防控工作；中央赴湖北指导组对疫情防控工作进行现场指导和监督。国新办以及各地每日召开疫情防控发布会，各有关部门和各地公布疫情防控最新具体举措和相关政策；国家卫健委每日及时向社会公开疫情防控数据。

从财政政策和货币政策来看，财政政策总体上加大财政支出，加强疫情防控经费保障，出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难，积极的财政政策较此前基础上大力提质增效。同时，优化结构、盘活存量、用好增量，提高政策和资金的指向性、精准性、有效性。加大资金投入，做好疫情防控经费保障；出台税费优惠政策；地方债&“抗疫债”共同发力；加大对中小微企业和重点群体的支持力度，推动企业尽快复工复产。

货币政策则总体上通过公开市场操作进行超预期流动性投放，稳定市场预期、提振市场信心，推动货币市场、债券市场利率和贷款市场利率下行，降低资金成本，缓解企业特别是小微企业的财务压力，扩大融资规模，支持实体经济。此外，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度，对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。

行业政策方面，证监会发布再融资新规，修订调整了非公开发行股票定价和锁定机制，这两项也被认为是目前再融资市场最核心的制约。修订后的规则放宽了再融资发行价格的折扣率，并大幅缩短了持股锁定期，且不适用减持规则的相关限制。而再融资新规的制度性松绑将有利于发展直接融资、引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。

展望 3 月，从财政政策来看，将继续实施积极财政政策，要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。疫情并不会改变今年财政政策走向。相反，在疫情导致财政减收同时，政府加大疫情财政支出力度，积极的财政政策要大力提质增效、突出结构调整，确保财政经济运行可持续。从货币政策来看，央行稳健的货币政策将灵活适度，会加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，同时将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持。会灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。下一步，创新和运用结构性货币政策工具或是央行货币政策的重点。此举可以在不明显增加流动性总量的前提下，实现流动性的精准滴灌，将金融资源直接输送至国民经济的薄弱环节，如小微和民营企业。因此，对小微、民营企业、尤其是受疫情影响较为严重的企业，实行定向降息、定向降准、定向再贷款等政策是值得期待的。

从市场政策来看，在我国资本市场深化改革和扩大开放不断向前推进的背景下，包括类似去年科创板试点注册制和今年再融资新规发布、推进创业板改革并试点注册制等深化我国资本市场改革的举措，以及以今年分批放开期货公司、基金公司和证券公司外资持股的股比限制为代表的我国资本市场对外开放的政策措施或会继续出炉。从行业政策来看，随着我国智能制造水平和科研实力的稳步提升，以 5G、大数据、人工智能、云计算、物联网、区块链为代表的战略性新兴产业必将迎来黄金发展机遇，相应的政策支持也会必不可少。此外，近期大放异彩的新能源电池、电动车、云办公、生物医药行业板块也或继续迎来行业政策的助力。

总的来看，3 月政策面会持续偏暖以对冲疫情在海外蔓延对我国经济社会的负面影响。

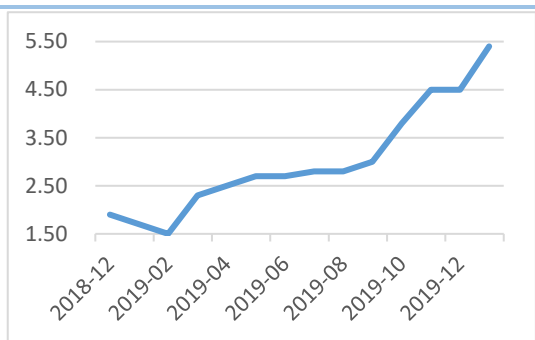
(三) 宏观经济

国家统计局发布我国 1 月 CPI 及 PPI 数据显示, 全国居民消费价格同比上涨 5.4%, 环比上涨 1.4%; 全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%, 环比持平。从环比看, CPI 由上月持平转为上涨 1.4%, 主要是受春节及新型冠状病毒感染的肺炎疫情因素影响; 从同比看, CPI 上涨 5.4%, 涨幅比上月扩大 0.9 个百分点。同比涨幅扩大既有春节及新冠肺炎疫情影响的因素, 也有今年与去年春节错月、去年对比基数较低的因素。从环比看, 全国 PPI 连续两个月持平。其中, 生产资料和生活资料价格均持平。从同比看, PPI 由上月下降 0.5% 转为上涨 0.1%。其中, 生产资料价格下降 0.4%, 生活资料价格上涨 1.3%。

而从央行公布的我国 1 月金融数据来看, 1 月 M2 同比增长 8.4%, 预期 8.6%, 前值 8.7%; M1 增速为 0, 为该指标有统计以来首次。社会融资规模增量为 5.07 万亿元, 预期 42863 亿元, 前值 21030 亿元; 新增贷款为 33400 亿元, 预期 28211.1 亿元, 前值 11400 亿元。总的来看, 1 月金融数据全面超预期, 社融、新增贷款规模均创新高。一方面, 各银行项目储备较为充足, 年初信贷投放积极性较高; 另一方面, 新冠肺炎疫情大范围传播时各行各业基本进入春节假期, 假期前的信贷投放规模基本奠定本月增量基础, 因此疫情对 1 月的金融数据影响相对小, 主要影响将从 2 月开始体现。而虽然 1 月 6 日央行全面降准, 但政府债券提前发行, 财政存款增加 4002 亿元, 而上月为减少 10786 亿元, 本月财政存款增加对货币起到回笼作用, 导致 M2 增速较上月回落。下阶段, 新冠肺炎疫情对金融数据的影响将逐渐体现, 短期内需求或有所回落, 但供给不断发力, 刺激信贷增长的因素不断增多。

图 14: CPI 当月同比

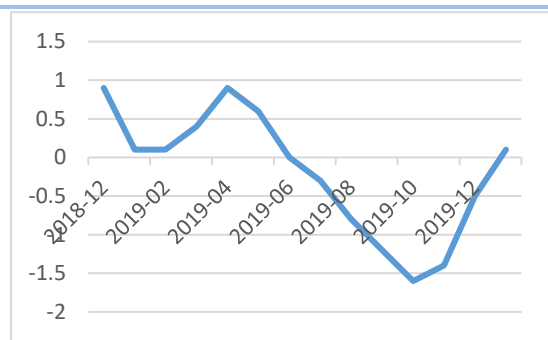
单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

图 15: PPI 当月同比

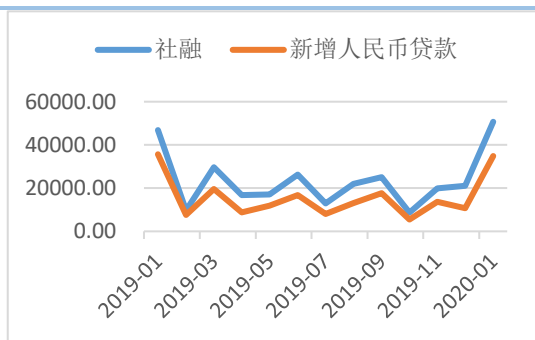
单位: %



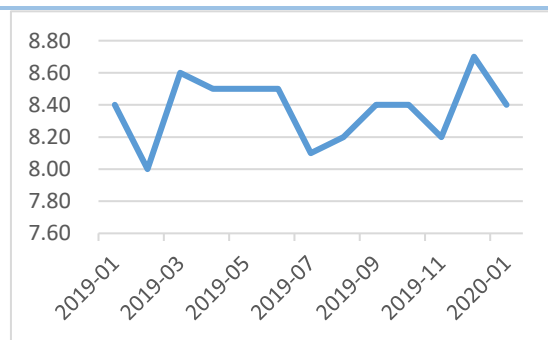
资料来源: WIND, 长安期货

图 16: 社融&新增人民币贷款当月值
图 17: M2 同比

单位: %



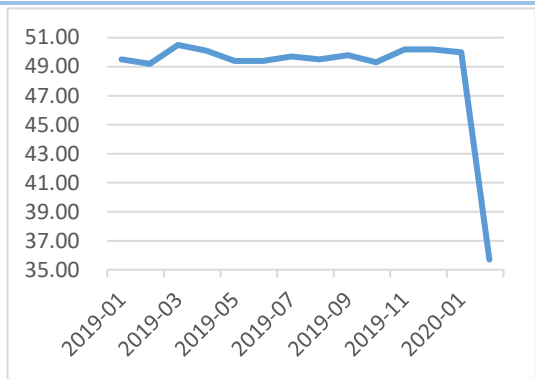
资料来源: WIND, 长安期货



资料来源: WIND, 长安期货

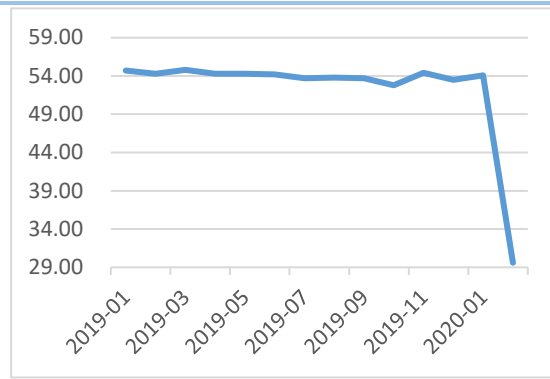
2月29日,国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。最新数据显示,2020年2月份,中国采购经理指数受新冠肺炎疫情影响较大,制造业PMI为35.7%,比上月下降14.3个百分点;非制造业商务活动指数为29.6%,比上月下降24.5个百分点。同时调查结果显示,随着党中央、国务院统筹推进疫情防控和经济社会发展,目前企业复工率回升较快,生产经营活动正有序恢复。截至2月25日,全国采购经理调查企业中,大中型企业复工率为78.9%,其中大中型制造业企业达到85.6%。2月制造业及非制造业PMI大幅回落更多反映了疫情的集中影响属于极端情境下的最大影响,而随着复工复产的向前推进、疫情逐步得到控制且政策面仍有发力空间,3月数据回暖可以期待。

图 18: 制造业 PMI 单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

图 19: 非制造业 PMI: 商务活动 单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

(四) 风险因素

我国疫情防控进展以及疫情在全球的蔓延程度是现在的头号风险因素,尤其是海外疫情的蔓延程度,是目前最大的扰动因素,若继续发酵或将拖累今年全球主要经济体经济增长。而为了应对疫情影响全球央行或将迎来降息潮,关注美联储和我国央行的下一步动作以及政策对冲力度。此外,中美第一阶段经贸协议落实情况和第二阶段谈判进展以及包括中东和朝鲜半岛局势在内的地缘政治风险也需予以关注。

三、2020 年 3 月行情展望

在鼠年第一个交易日因长假后补跌和疫情发酵引发投资者避险情绪极度上升导致三大期指几乎全部跌停以及上证指数创 1997 年以来最大单日跌幅后,随着央行公开市场连续投放大额流动性、MLF 中标利率下调、LPR 如期下调等货币政策连续发力,积极的财税政策更加提效加力,以及证监会发布再融资新规等政策面整体偏暖的加持,期指及股指迎来一波连续反弹行情,截至 2 月 21 收盘,期指和股指均已回补节后第一天的大幅跳空低开缺口,其中上证指数较节后低点反弹超 300 点重返 3000 点以上,市场风险偏好明显抬升,两市成交额连续破万亿,赚钱效应爆棚。但此后受疫情开始在海外蔓延导致的美股大跌恐慌情绪

再度攀升的影响，期指和股指再度回落调整。

3月来看，政策面或持续偏暖以对冲疫情在海外蔓延对我国经济的负面影响，财政和货币政策仍存发力空间，此外，两会虽推迟但仍有望在3月举行，政策面或暖风劲吹。同时，在疫情仍在海外蔓延以及我国复工复产和基建投资带动经济复苏仍需过程的背景下，下一步央行或将聚焦定向降息、定向降准等更为精准的货币政策，货币政策总体维持灵活适度的基调仍不会变，DR007及R007或难大幅走高。在此背景下，市场风险偏好或难以降低，两市成交金额与融资余额仍有抬升空间，场内资金仍或将维持活跃；此外，A股仍具有估值优势且纳入富时罗素因子比例提升将正式生效，叠加我国经济或逐步迎来复苏期，A股仍将是外资配置的重点，北上资金有望重回多数净流入的态势。而通过基差规律分析，沪深300、上证50以及中证500股指期货主力合约在3月上涨或小幅走低的概率较大。总的来看，3月期指总体或震荡走强，投资者可以偏多操作为主，可分别关注IF4250、IH3050以及IC5850一线压力，可适当逢高沽空；但若取得突破，可继续偏多短差操作，注意止盈止损。同时，需关注疫情在全球的蔓延程度、政策对冲力度以及地缘政治风险等风险因素。

免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。

长安期货各分支机构

公司总部

地 址：西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号浐灞商务中心二期四层
电 话：029-83597668
传 真：0535-6957657

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐和大厦 B 座 501 室
电 话：0533-6217987 0533-6270009

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165