



**扰动因素或逐一缓释叠加政策面偏暖，
期指或现结构性上涨**

长安期货有限公司

2020 年 4 月

扰动因素或逐一缓释叠加政策面偏暖，期指或现结构性上涨

观点：

3月首个交易周股指尚在国内疫情防控取得积极进展、政策面全力对冲疫情影响以及美联储意外降息外围市场氛围偏暖等利好因素带动下大涨。但此后风云突变，海外疫情持续扩散且形势愈发严峻以及“原油价格战”引爆资本市场，美股连续8个交易日共熔断四次创历史且跌幅均创2008年金融危机以来最大，CBOE恐慌指数VIX突破2008年金融危机时的高点，全球几乎所有金融资产遭受无差别抛售，美元指数则创3年来新高一度站上103高位。在美股流动性危机的冲击下，A股股指虽表现较为抗跌但也未能避免进入下行通道。而在3月下旬美联储祭出“无限量”QE以及美国政府推出财政刺激计划的利好下，外围市场逐步企稳，股指也乘势低位反弹并进入平台震荡期。

4月来看，为降低疫情造成的损失和完成经济社会发展目标任务，逆周期调节将进一步加码，政策面或将显著发力。而在各国防控举措出现成效（意大利疫情已进入平台期）和世界各国的通力合作下（G20机制等），海外疫情或在4月得到初步遏制，叠加美股流动性危机明显缓释，将有利于投资者风险偏好逐步抬升，场内资金有望迎来边际反弹；同时，A股自有估值优势以及我国经济复苏走在世界前列，A股资产仍或将获得外资青睐，北向资金有望逐步重回净流入态势。除了4月中旬将定向降准外，央行工具箱也有足够的政策工具来保持流动性合理充裕，DR007及R007或仍将维持在相对低位。而通

研发&投资咨询

马舍瑞夫

从业资格号：F3053076

 : 13609165859

 : masheruifu@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

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4月上涨或小幅走低的概率较大。总的来看，4月期指总体或现结构性行情，投资者可抓住结构性机会以偏多短差操作为主；或分别关注IF 3570、IH2540以及IC5000一线支撑进行逢低做多，注意止盈止损。同时，需关注疫情在全球的蔓延程度、政策对冲力度以及最新宏观经济数据等风险因素。

一、2020 年 3 月行情回顾

(一) 行情回顾

3 月首个交易周股指尚在国内疫情防控取得积极进展、政策面全力对冲疫情影响以及美联储意外降息外围市场氛围偏暖等利好因素带动下大涨。但此后风云突变，海外疫情持续扩散且形势愈发严峻以及“原油价格战”引爆资本市场，美股连续 8 个交易日共熔断四次创历史新高且跌幅均创 2008 年金融危机以来最大，CBOE 恐慌指数 VIX 突破 2008 年金融危机时的高点，全球几乎所有金融资产遭受无差别抛售，美元指数则创 3 年来新高一度站上 103 高位。在美股流动性危机的冲击下，A 股股指虽表现较为抗跌但也未能避免进入下行通道。而在 3 月下旬美联储祭出“无限量”QE 以及美国政府推出财政刺激计划的利好下，外围市场逐步企稳，股指也乘势低位反弹并进入平台震荡期。截至 3 月最后一个交易日收盘，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货主力合约以及上证指数分别较 2 月最后一个交易日收盘下跌 6.97%、5.42%、7.88%以及 4.51%。

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

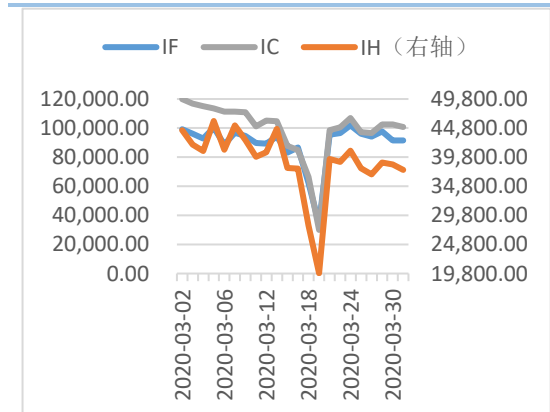


资料来源：文华财经，长安期货

（二）持仓量与成交量

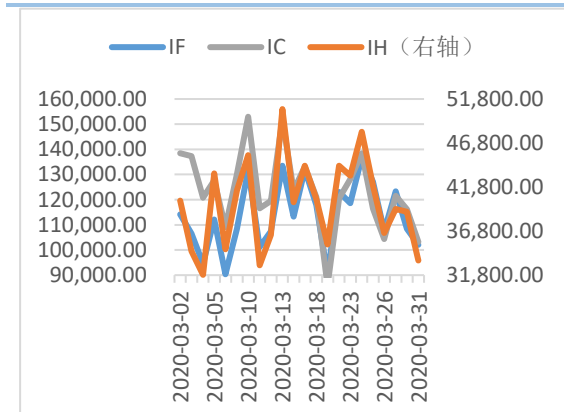
3 月期指持仓和成交量抛开受主力合约移仓换月影响造成的明显下滑外，持仓量整体震荡缩减但仍维持高位，而成交量则出现中间高两头低的特点。三月中旬美股出现流动性危机，连续 8 个交易日出现 4 次熔断创历史，而 A 股受其影响也在同一阶段遭遇抛售，股指进入下行通道，投资者避险情绪随之升温带动相应时间段股指期货成交量明显抬升，而持仓量也在同一阶段处于相对高位。而随着下旬外盘逐步企稳，股指也进入平台震荡期，期指持仓和成交量均有回落。4 月来看，海外疫情发防控形势虽略有向好迹象但不确定性仍然较大，避险需求或会继续促使期指持仓和成交量维持高位；而从其他角度来看，综合影响因素来讲 4 月可能是全面配置 A 股资产的窗口期，因此投机需求也或促使期指持仓和成交量维持高位。

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

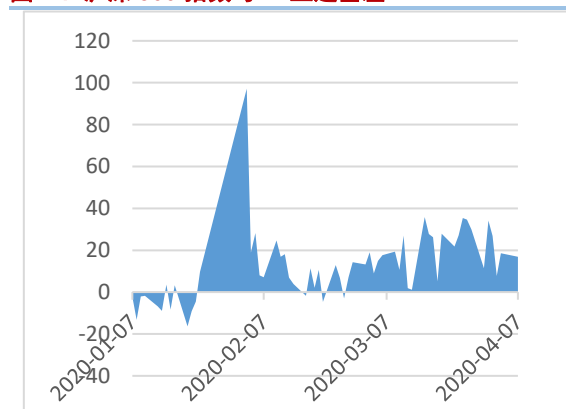
(三) 基差分析

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 12.69，且主要分布在 (6, 12) 以及 (23, 29) 区间，因此近 1 月平均 21.31 的基差在 4 月走弱预期或较大，因而 4 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。

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 7.52，且主要分布在 (2, 7) 区间，因此近 1 月平均 13.51 的基差在 4 月走弱预期或较大，因而 4 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。

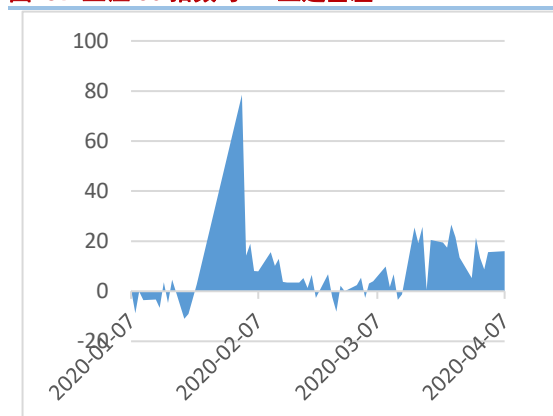
从中证 500 指数与 IC 主力连续合约近 3 个月来的基差走势图来看，基差均值为 35.66，且主要分布在 (-5, 0) 以及 (41, 46) 区间，因此近 1 月平均 49.05 的基差在 4 月份走弱的可能性更大，因而 4 月中证 500 股指期货主力合约价格上行或小幅走低的可能性较大。总的来看，通过基差规律分析，沪深 300、上证 50 以及中证 500 股指期货主力合约在 4 月上涨或小幅走低的概率较大。

图 7：沪深 300 指数与 IF 主连基差



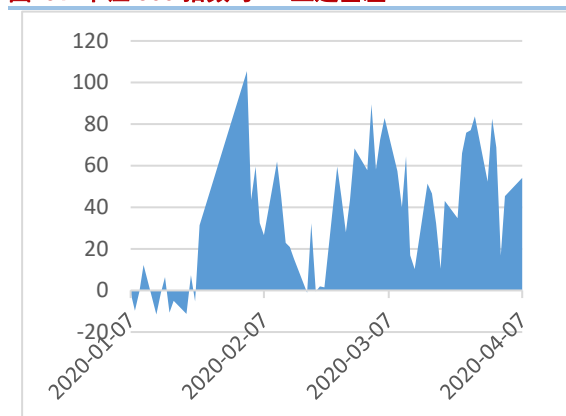
资料来源：WIND，长安期货

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，3 月沪深两市成交金额以及融资余额受到海外美股流动性危机暴发的拖累呈现明显的回落和下降态势。美股连续 8 个交易日 4 次熔断创历史，几乎所有资产遭到无差别抛售，美元指数一度涨至 103 上方创 3 年多来新高，而恐慌指数 VIX 更是超过了 2008 年金融危机时的水平，美股跌入技术性熊市后继续下探今年来的跌幅一度达到近 40%。外围疫情和金融市场环境的恶化向 A 股市场传导，投资者风险偏好骤降，导致两市成交和融资余额明显下滑。而此后在美联储祭出无限量 QE 大招以及美国出台四轮财政刺激计划的背景下美股开始企稳且流动性危机得到缓释。4 月来看，国内政策面为降低疫情造成的损失和完成经济社会发展目标任务或将显著发力。而在各国防控举措出现成效（意大利疫情已进入平台期）和世界各国的通力合作下（G20 机制等），海外疫情或在 4 月得到初步遏制，这将有利于投资者风险偏好逐步抬升，场内资金有望迎来边际反弹。

从外资来看，3 月陆股通日资金伴随美股流动性危机引爆的全球资产抛售潮呈现明显的

净流出态势，A 股资产收到拖累和牵连，而北上资金的持续净流出也是 3 月股指进入下跌通道的重要诱因。但需要注意，虽然近一个月外资流出的数额相对比较大和集中，但从今年年初到现在外资总的净流出数额规模并不大，而且目前外资占 A 股市场流通市值的比重还不到 4%，交易占比也不是非常大。因此外资流动对 A 股市场有扰动，但不是颠覆性、根本性的冲击。4 月来看，随着美股流动性危机的缓释和解除，3 月底北向资金已经逐步重回小幅净流入，而随着海外疫情防控呈现逐步显现、A 股自有估值优势以及我国经济复苏走在世界前列，A 股资产仍或将获得外资青睐，北向资金或逐步重回净流入态势。

DR007 以及 R007 在央行 3 月定向降准和呵护实体经济流动性的努力下整体呈现下降态势，虽然 3 月下旬有所反弹，但整体仍处于相对低位的区间。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。4 月来看，央行将对中小银行定向降准 0.5 个百分点，5 月将再次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。在海外疫情暴发对我国外贸企业和经济复苏带来挑战和本身支持实体经济、加快推进复工复产的需求下，央行仍将注重定向调控，工具箱仍有足够的政策工具来保持流动性合理充裕，DR007 及 R007 或仍将维持在相对低位。

图 10：两市成交金额

单位：亿元

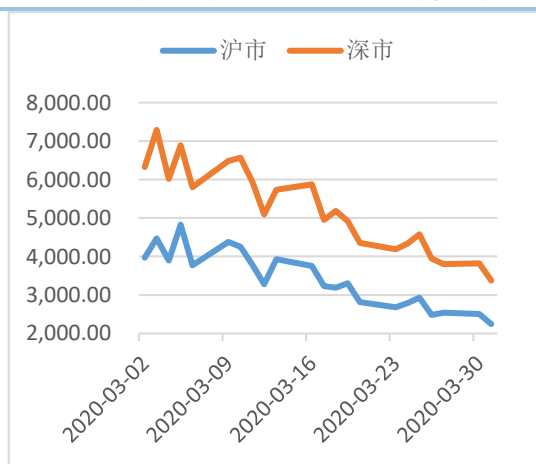
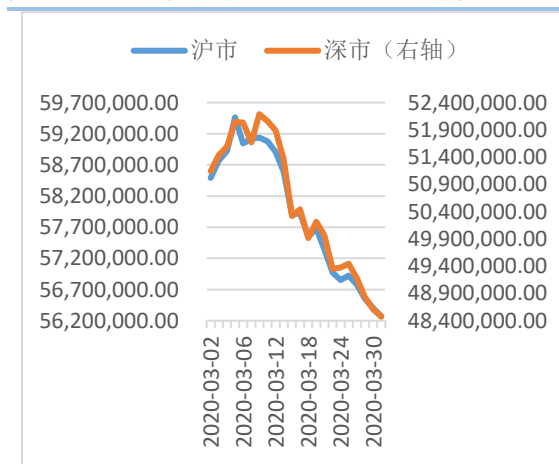


图 11：两市融资余额

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

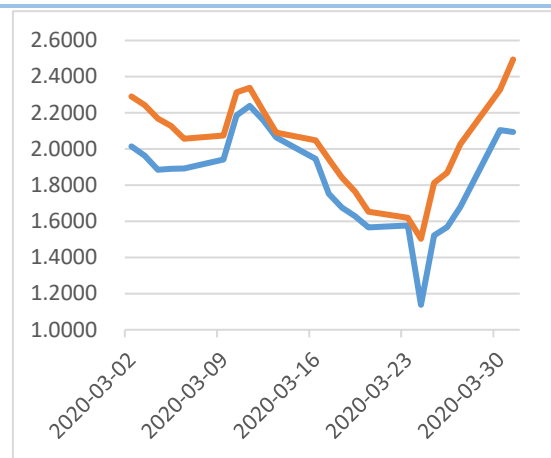


资料来源：WIND，长安期货

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

3月国内疫情防控取得阶段性进展，本土疫情传播被基本阻断，政策面总体偏暖助力“六稳”和经济复苏。继美联储推出无限量QE以及美国政府推出大规模财政刺激计划后，3.27政治局会议则定调了中国版刺激方案。本次会议特别提到“加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需”，对比2月21日政治局会议提出的“要支持出口重点企业尽快复工复产”来看，本次会议更加强调对内需的带动力。当前全球经济环境不确定性加剧，外需难以成为稳增长工作的主要驱动力，随着国内经济活动的稳步复苏，内需将接过稳增长的“接力棒”。

2月中下旬，国内正处于防控攻坚期，在生产停滞、物流中断的环境下，外需的特点表现为有需无量，彼时外需可以较为有效的带动我国经济的恢复，因此政策端也加强了对出口的强调；但对于当前而言，随着海外疫情日益严重，部分出口企业面临一定的货款延期、订单取消风险，同时海外国家相继关闭跨境物流通道，出口交货周期延长以及物流成本上升均对后续出口形成制约，外需难以成为稳增长的主要动力，而随着国内复工复产的逐步推进，逐步反弹的内需则有望在稳增长工作主线中承担更为重要的角色。

政治局会议提出研究一揽子宏观政策措施，逆周期调节力度加码。本次会议首次提出“要

抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”。结合来看，2020 年是全面建成小康社会的收官之年，在疫情影响下经济社会发展面临挑战，为降低疫情造成的损失和完成经济社会发展目标任务，逆周期调节将进一步加码，政策端需要显著发力。

此后，3.31 国常会出台了相关具体举措。包括增加地方政府专项债规模，在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜。各地要抓紧发行，力争二季度发行完毕。强化对中小微企业普惠性金融支持。增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步实施对中小银行定向降准，引导中小银行将获得的全部资金以优惠利率向中小微企业贷款，扩大涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券用于发放小微贷款。引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元。促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元。

此外，从 3 到 6 月，将社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制的价格临时补贴标准提高 1 倍，并将孤儿、符合条件的参保失业人员等纳入政策范围，增加的补贴资金由中央财政按比例补助和在失业保险基金列支；将受疫情影响的困难群众纳入低保、临时救助等政策保障和就业援助范围，抓紧研究失业保障提标扩围政策。将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年；中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。

总的来看，2020 年是全面建成小康社会的收官之年，为降低疫情造成的损失和完成经济社会发展目标任务，逆周期调节将进一步加码，4 月及二季度政策面或将显著发力。

(三) 宏观经济

国家统计局 3 月公布数据显示，CPI 仍处高位，涨幅有所回落。2 月份，全国 CPI 环比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点；同比上涨 5.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。据测算，在 2 月份 5.2% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.9 个百分点，今年的新涨价影响约为 2.3 个百分点。新涨价影响占比较高，达四成多。1—2 月平均，CPI 比去年同期上涨 5.3%，涨幅比去年同期扩大 3.7 个百分点。PPI 略有下降。2 月份，受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，全国 PPI 环比由上月持平转为下降 0.5%，同比由上涨 0.1% 转为下降 0.4%。据测算，在 2 月份 0.4% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。1-2 月平均，PPI 比去年同期下降 0.2%。

从金融数据来看，中国 2 月 M2 同比增 8.8%，预期 8.5%，前值 8.4%。中国 2 月新增人民币贷款 9057 亿元，预期 11960 亿元，前值 33400 亿元；前 2 个月新增人民币贷款 4.24 万亿元，外币贷款增加 288 亿美元。中国 2 月社会融资规模增量为 8554 亿元，比上年同期少 1111 亿元。前两个月社会融资规模增量累计为 5.92 万亿元，比上年同期多 2717 亿元。2 月金融数据不及预期的主要原因有非标余额环比大幅收缩、表观政府债净发行（因统计时滞）同比少增以及房贷发放暂时受限。随着贷款需求恢复，3 月社融有望回升。

图 14：CPI 当月同比

单位：%

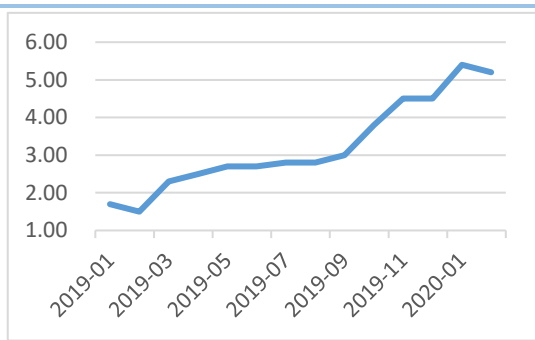
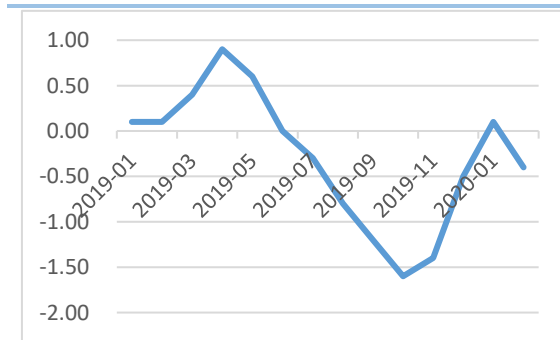


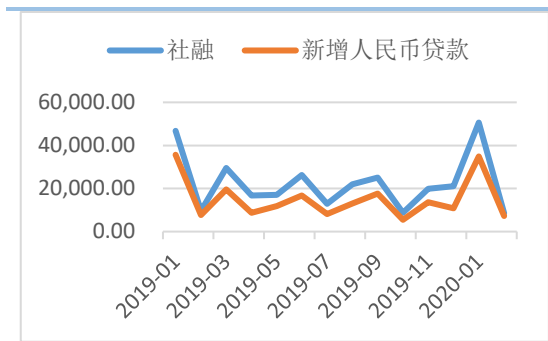
图 15：PPI 当月同比

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 单位：亿元

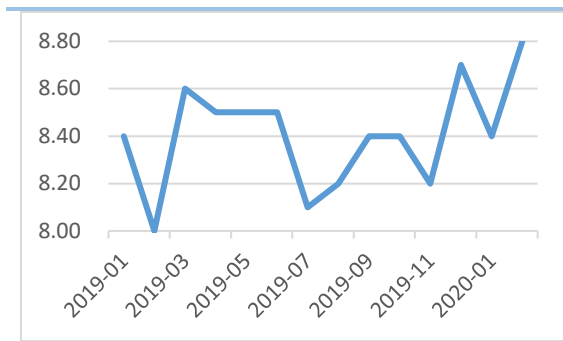


资料来源：WIND，长安期货

资料来源：WIND，长安期货

图 17：M2 同比

单位：%



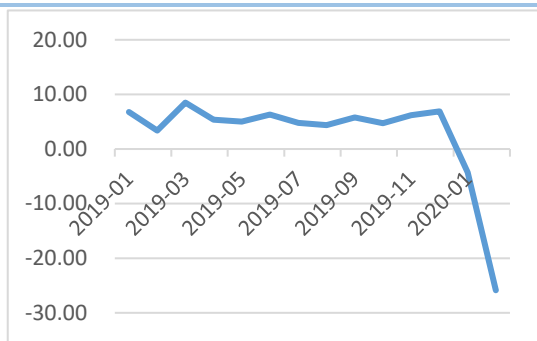
资料来源：WIND，长安期货

国家统计局公布数据显示，中国 1-2 月份全国固定资产投资（不含农户）33323 亿元，同比下降 24.5%，其中，民间固定资产投资 18938 亿元，同比下降 26.4%。从环比速度看，2 月份固定资产投资（不含农户）下降 27.38%。中国 1-2 月规模以上工业增加值同比降 13.5%，2019 年 12 月为增 6.9%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月下降 26.63%。中国 1-2 月社会消费品零售总额 52130 亿元，同比名义下降 20.5%（扣除价格因素实际下降 23.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 48476 亿元，下降 18.9%。2 月宏观经济数据受疫情影响较大，显示我国经济确实受到了疫情冲击，尤其是一季度经济很有可能将负增长。但中长期来看，我国经济平稳向好的基本面并没有变，随着我国疫情高峰期已过并取得阶段性胜利，复工复产加速向前推进，我国经济将从二季度开始迎来复苏。

3 月份采购经理指数较 2 月份明显上升是反映当前多数企业随着复工复产的有序推进，企业生产经营情况比上月有所改善，但并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平。通常情况下，当 PMI 连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化。当前我国疫情防控虽然取得了阶段性重要成效，经济社会秩序正在加快恢复，但企业复工复产情况仍未恢复至疫情前的正常水平，加之 3 月份境外疫情呈加速扩散蔓延态势，我国经济发展面临新的挑战，仅凭 3 月份 PMI 数据尚不能判断经济是否已经企稳回升，经济是否回暖还要看未来几个月采购经理指数能否延续扩张走势，后期走势仍需密切关注。

图 18: 工业增加值当月同比

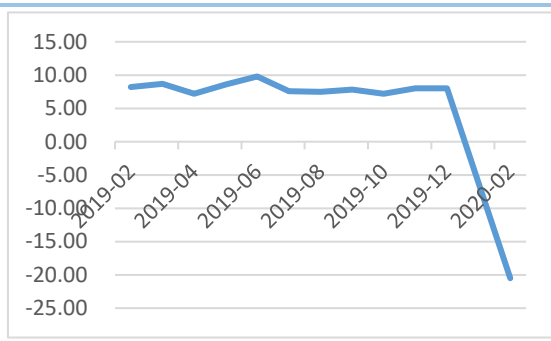
单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

图 19: 社会消费品零售总额当月同比

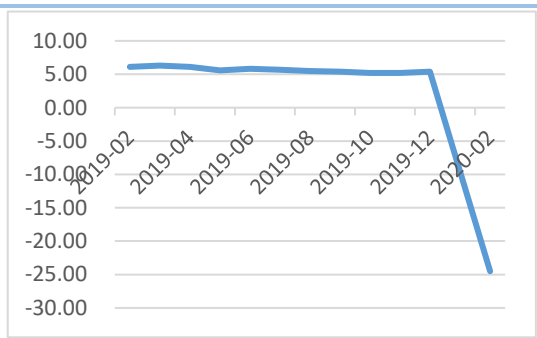
单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

图 20: 固定资产投资完成额累计同比

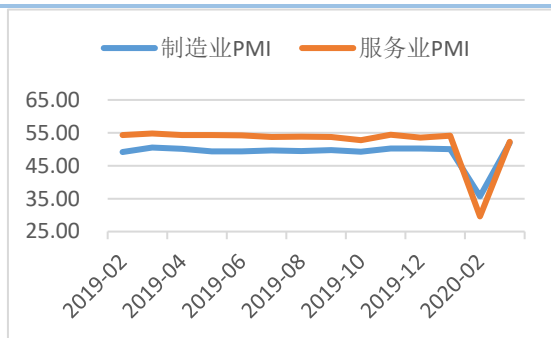
单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

图 21: PMI

单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

(四) 风险因素

海外疫情仍是主要扰动因素, 截至北京时间 4 月 6 日凌晨 5 点左右, 全球累计确诊病例 1260104 例, 死亡 69082 例。美国累计确诊病例 331151 例, 死亡 9441 例。德国成为全球第四个确诊病例超过 10 万的国家。同时, 疫情在印度和非洲的蔓延需要格外予以关注。而 OPEC+ 虽然将于 4 月 9 日就原油减产议题召开会议, 但结果仍不确定, 需关注“原油价格战”能否如期缓解。此外, 需关注我国及主要经济体的最新政策和刺激计划对疫情影响的对冲力度。而我国一季度宏观经济数据和外围市场一些重磅数据的发布也值得关注。

三、2020 年 4 月行情展望

3 月首个交易周股指尚在国内疫情防控取得积极进展、政策面全力对冲疫情影响以及美

联储意外降息外围市场氛围偏暖等利好因素带动下大涨。但此后风云突变，海外疫情持续扩散且形势愈发严峻以及“原油价格战”引爆资本市场，美股连续 8 个交易日共熔断四次创历史且跌幅均创 2008 年金融危机以来最大，CBOE 恐慌指数 VIX 突破 2008 年金融危机时的高点，全球几乎所有金融资产遭受无差别抛售，美元指数则创 3 年来新高一度站上 103 高位。在美股流动性危机的冲击下，A 股股指虽表现较为抗跌但也未能避免进入下行通道。而在 3 月下旬美联储祭出“无限量”QE 以及美国政府推出财政刺激计划的利好下，外围市场逐步企稳，股指也乘势低位反弹并进入平台震荡期。

4 月来看，为降低疫情造成的损失和完成经济社会发展目标任务，逆周期调节将进一步加码，政策面或将显著发力。而在各国防控举措出现成效（意大利疫情已进入平台期）和世界各国的通力合作下（G20 机制等），海外疫情或在 4 月得到初步遏制，叠加美股流动性危机明显缓释，将有利于投资者风险偏好逐步抬升，场内资金有望迎来边际反弹；同时，A 股自有估值优势以及我国经济复苏走在世界前列，A 股资产仍或将获得外资青睐，北向资金有望逐步重回净流入态势。除了 4 月中旬将定向降准外，央行工具箱也有足够的政策工具来保持流动性合理充裕，DR007 及 R007 或仍将维持在相对低位。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 4 月上涨或小幅走低的概率较大。总的来看，4 月期指总体或现结构性行情，投资者可抓住结构性机会以偏多短差操作为主；或分别关注 IF 3570、IH2540 以及 IC5000 一线支撑进行逢低做多，注意止盈止损。同时，需关注疫情在全球的蔓延程度、政策对冲力度以及最新宏观经济数据等风险因素。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构**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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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