



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

疫情影响下的股指期货 与外汇期货展望

申银万国期货 研究所

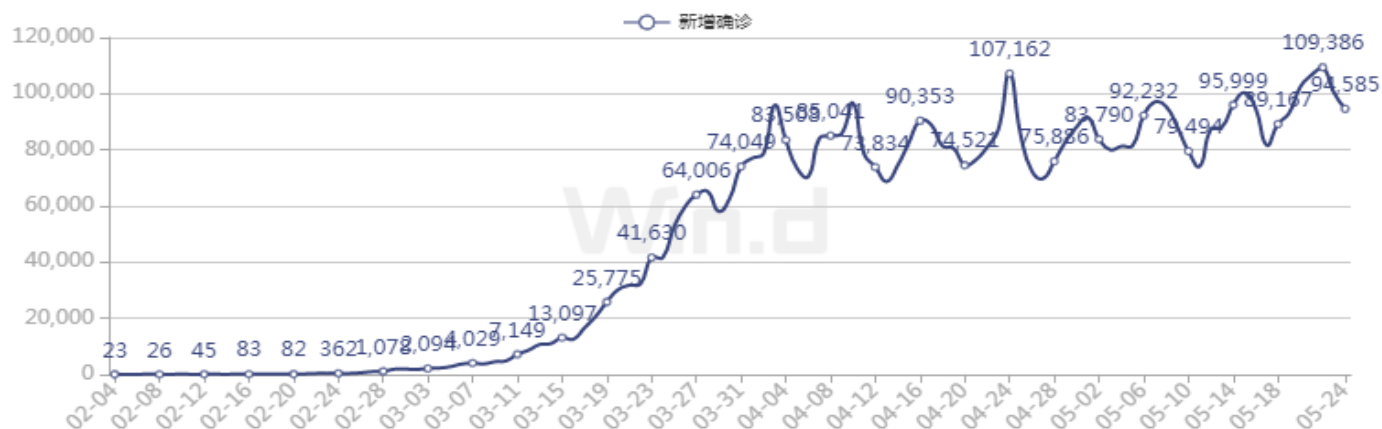
金融期货研究部 汪洋

F0306430 Z0002320

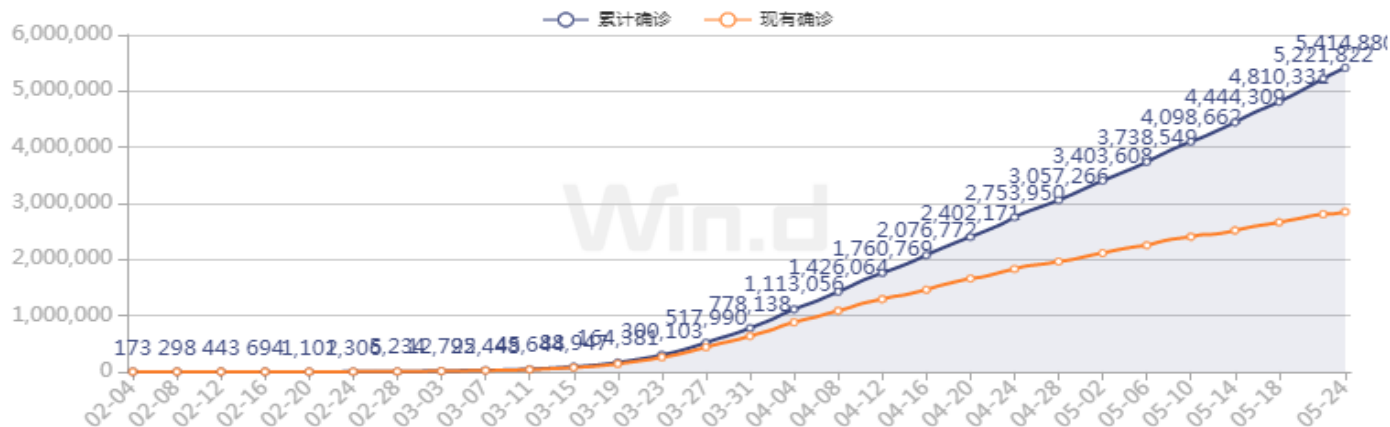
2020年5月28日

国外疫情确诊维持高位，国内严控防范二次输入

国外疫情新增趋势图

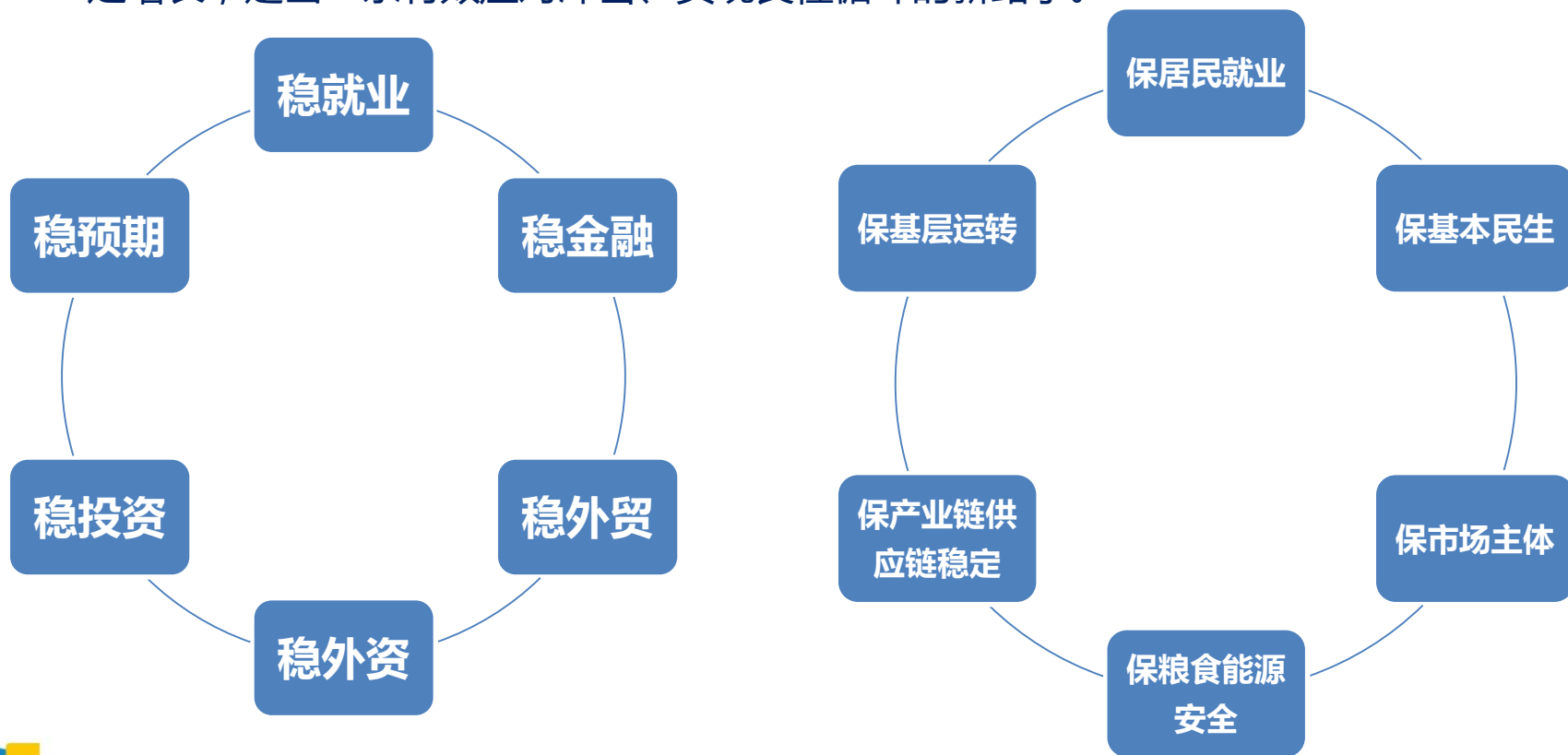


国外疫情累计趋势图



面对疫情（1）：“六保”是“六稳”工作的着力点

- 守住“六保”底线，就能稳住经济基本盘；以保促稳、稳中求进，就能为全面建成小康社会夯实基础。
- 无论是保住就业民生、实现脱贫目标，还是防范化解风险，**都要有经济增长支撑，稳定经济运行事关全局**。要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子。



对疫情前考虑的预期目标作了适当调整

| 主要预期目标 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|-------------------|--------------|-------------------------|-----------------------------------|
| GDP | 6.5%左右 | 6%-6.5% | 无具体目标 |
| 物价 | 3%左右 | 3%左右 | 3.5%左右 |
| 城镇新增就业 | 1100万人以上 | 1100万人以上 | 900万人以上 |
| 城镇调查失业率 | 5.5%以内 | 5.5%左右 | 6%左右 |
| 居民收入增长 | 和经济基本同步 | 和经济基本同步 | 与经济基本同步 |
| 进出口 | 稳中向好 | 稳中提质 | 促稳提质 |
| 国际收支 | 基本平衡 | 基本平衡 | 基本平衡 |
| 单位国内生产总值能耗 | 下降3% | 下降3% | 继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务 |
| 宏观杠杆率 | 保持基本稳定 | 保持基本稳定 | 无 |
| 财政政策 | 积极、聚力增效 | 加力提效 | 更加积极有为 |
| 赤字率 | 2.60% | 2.80% | 3.6%以上 |
| 减税 | 8000亿 | 增值税：16%-13%；10%-9%；6%不变 | 新增减税降费5000亿元，全年为企业新增减负超过2.5万亿元 |
| 减非税 | 3000亿 | 社保税率：21%-16% | |
| 中央财政赤字 | 1.55万亿 | 1.83万亿 | 1.83万亿 |
| 地方财政赤字 | 8300亿 | 9300亿 | 1.93万亿 |
| 全国财政支出 | 21万亿 | 23万亿 | |
| 地方专项债 | 1.35万亿 | 2.15万亿 | 3.75万亿 |
| 转移支付 | 增长10.9% | 增长10.9% | 新增赤字规模及抗疫特别国债2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制 |
| 货币政策 | 稳健、保持中性、松紧适度 | 松紧适度 | 更加灵活适度 |
| M2增长 | 管好货币总闸门，合理增长 | 与名义GDP增速相同 | 引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年 |

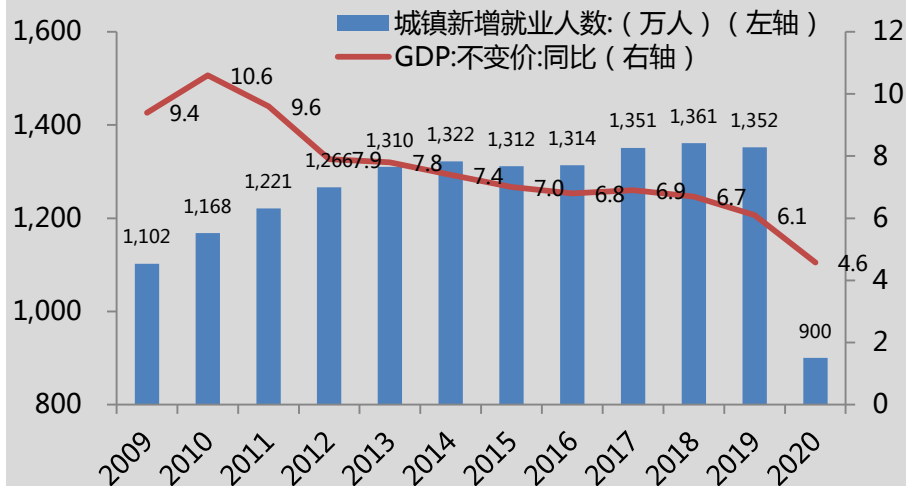
面对疫情（2）：稳定经济事关全局

- 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，我国发展面临一些难以预料的影响因素”。
- 全国人大、国务院、地方人大，早就把经济发展中的GDP增速指标列为预期性指标。

新增就业

4.5—5.4%

财政赤字

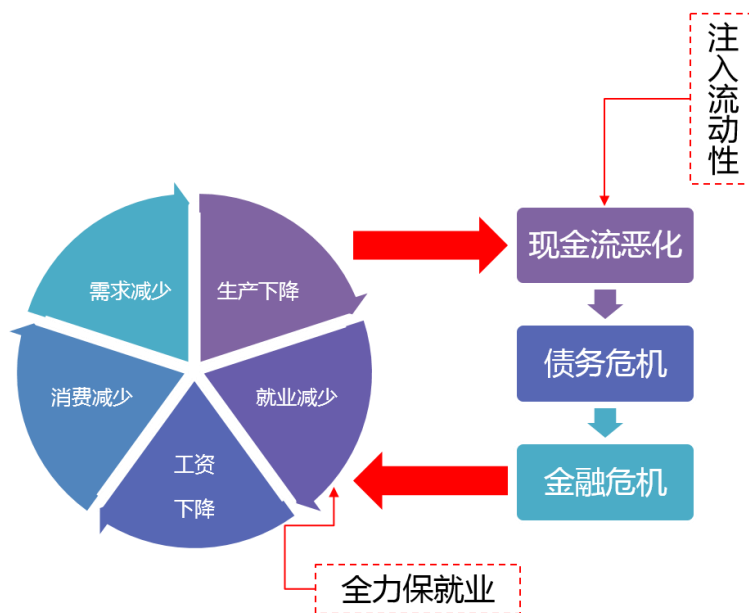


GDP反推增长5.4%：

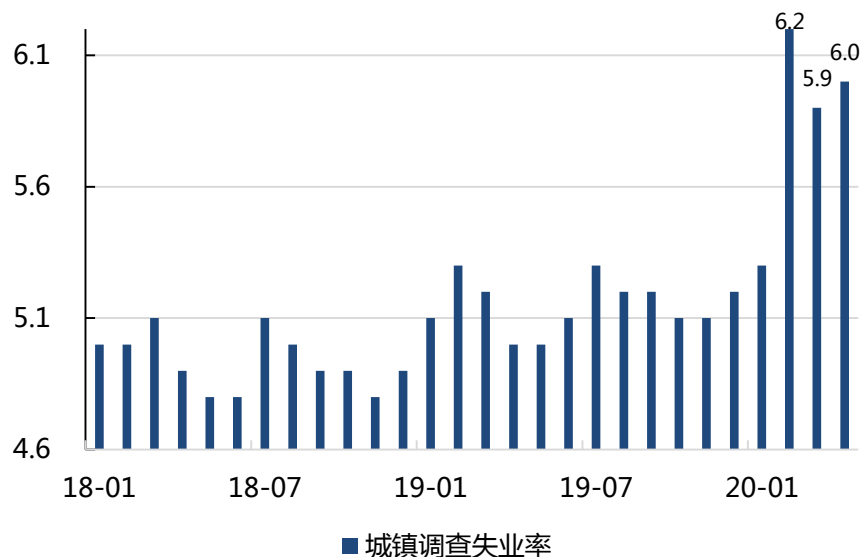
- $(\text{财政支出} - \text{财政收入}) / \text{GDP} * 100\% = 3.6\%$ 以上
- $(2.76 + 1) / \text{GDP} = 3.6\%$
- $\text{GDP} = 104.4$ 万亿
- $(104.4 - 99) / 99 = 5.4\%$

就业关乎社会稳定，着力稳企业保就业

- 从经济运行经验来看，就业、生产、消费紧密联动。疫情造成生产、消费大幅下降，企业现金流紧张，就业形势恶化，出现有效需求不足、生产继续疲软的恶性循环。阻断就业下降-需求下行-生产减少-就业下降的负面循环，保就业是重要方向。
- 4月城镇调查失业率重回6%，2020届高校应届毕业生将达到874万人，创历史新高。
- 发改委：1至4月全国城镇新增就业354万人，累计同比-23%。**今年优先稳就业保民生，重点聚焦在高校毕业生、农民工、贫困地区劳动力等重点群体。**



城镇调查失业率（%）



面对疫情（3）：货币更加灵活适度，稳杠杆转向加杠杆

2018年
保持中性、
松紧适度

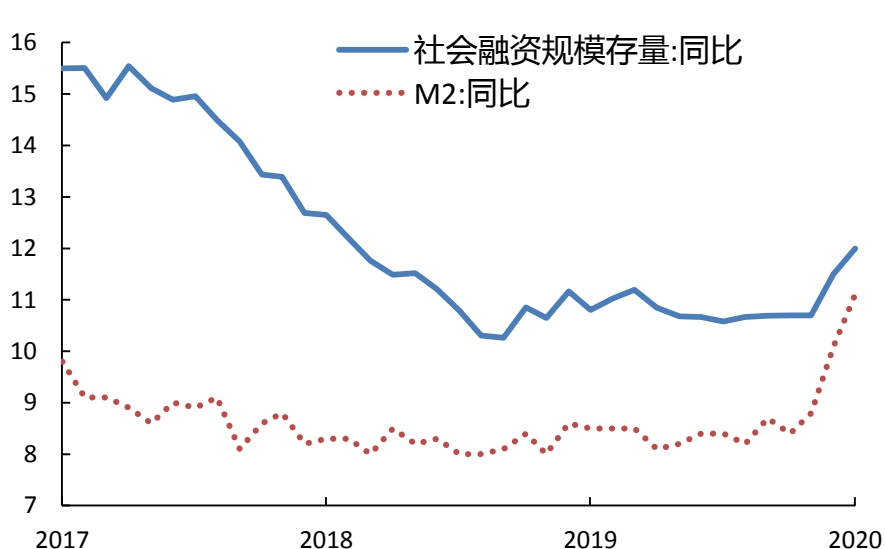
2019年
松紧适度

2020年经济
工作会议：
灵活适度

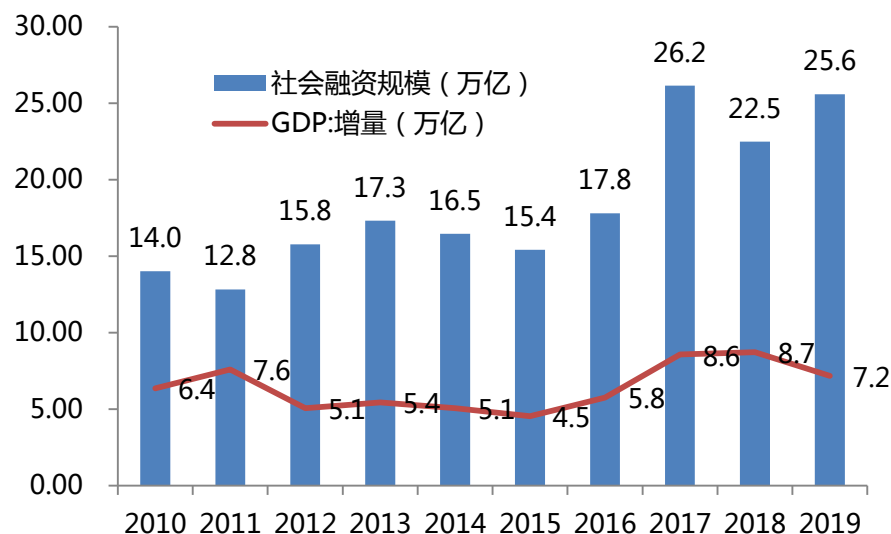
2月政治局会
议：更加灵
活适度

4月政治局会
议：运用降
准降息、再
贷款等手段

M2和社会融资规模增速（%）



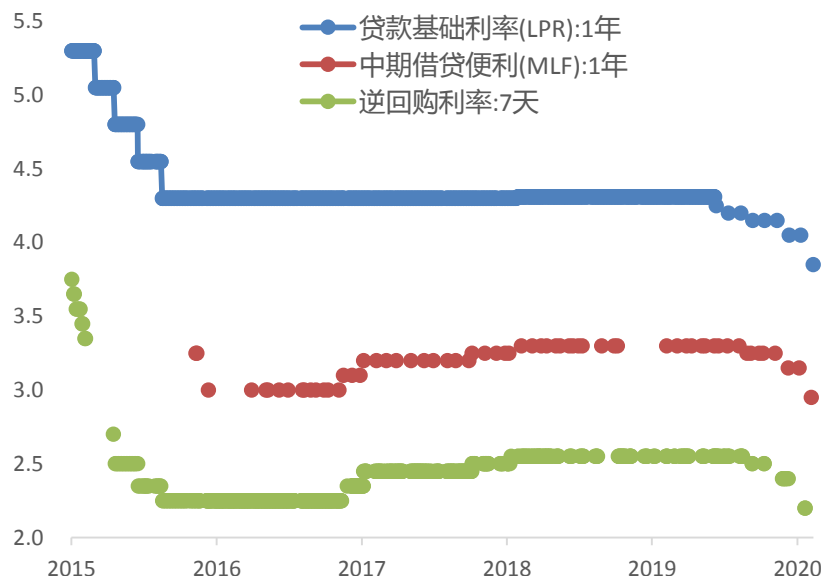
社会融资规模对经济拉动减弱



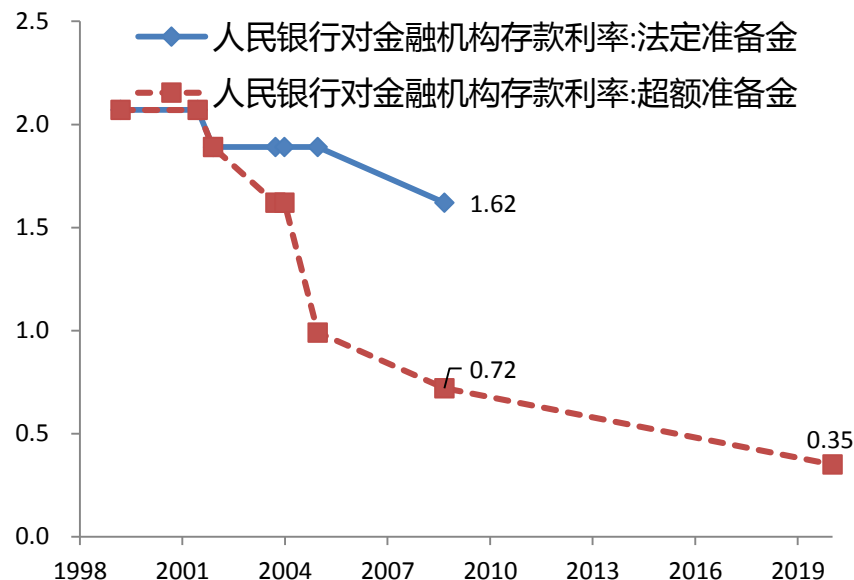
- “留得青山，赢得未来”：疫情影响，不少企业的经营性现金流减少，为了避免出现大范围的债务风险，需要营造出更好的货币与信用环境。货币加码，银行面临资产荒，资金成本难以下降，银行业务边际亏损，负债端的边际不能被资产端的收益率覆盖。

降准释放流动性，“降息”降低实体融资成本

LPR、MLF和逆回购利率走势（%）



金融机构法定和超额准备金存款利率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

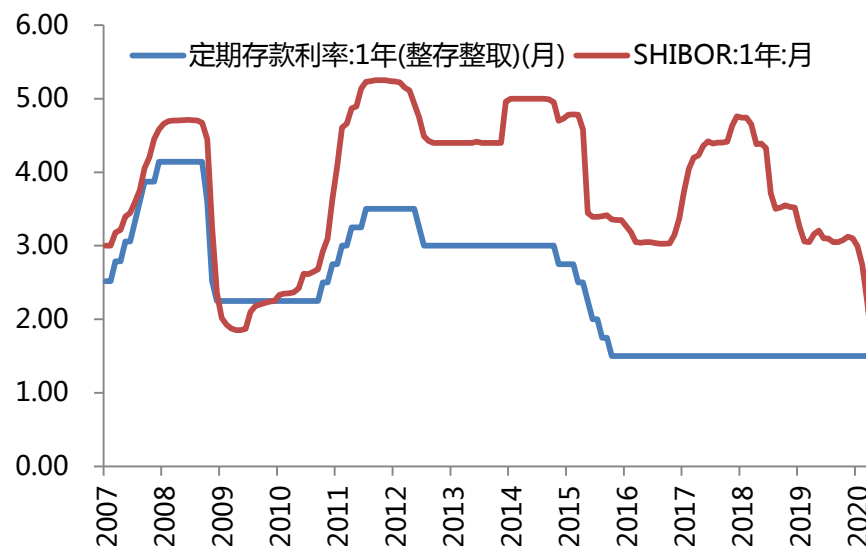
- 政治局会议：稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
- 4月7日金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。目前1年期MLF利率为2.95%，仍处于较高水平。

货币工具创新有待推出，降准降息仍是大概率事件

- **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。**
- 央行直接对手方是商业金融机构，并不直接对接实体部门。若要实施“直达实体经济”效果，在工具的具体设计原理上将针对特定金融机构（对手方）、给出特定利率和期限设计、规定资金用于特定实体领域。旨在避免资金在金融体系内空转，或产生各种套利。

- 目前某些期限的存款利率和市场利率之间已经出现了“倒挂”现象，仍有必要适度下调存款利率。

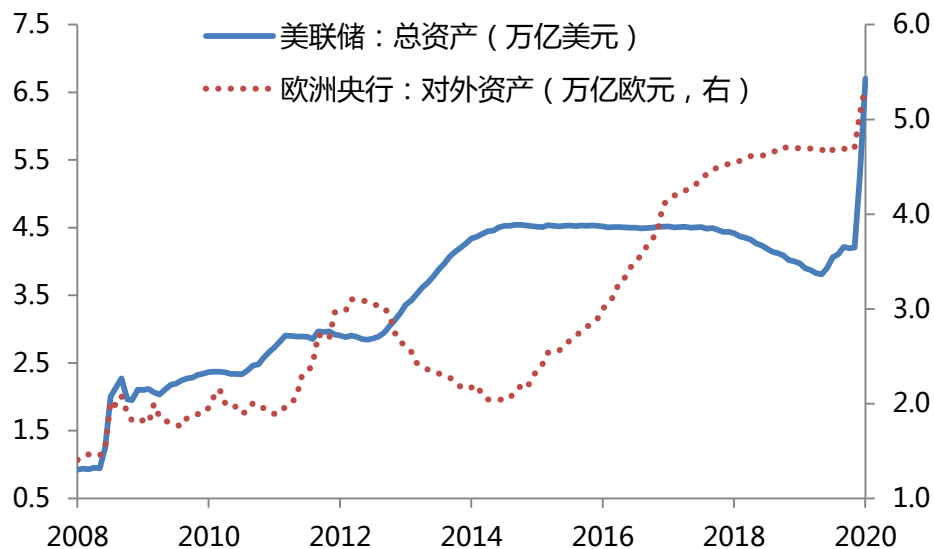
定期存款利率与shibor利率（%）



面对疫情（4）：财政政策力度空前，全球财政赤字大幅上升

- **积极财政多管齐下**：新增财政赤字1万亿，发行抗疫特别国债1万亿，新增地方专项债1.6万亿，新增减税降费5000亿，合计新增实际财政赤字3.6万亿，实际赤字率或从去年的5%上升至8.5%。2万亿元全部转给地方，优化中央、地方的财权和事权划分。前4个月财政赤字总额1.15万亿，比去年同期高出8400亿。
- 美国出台4轮财政刺激计划，总规模接近3万亿美元，今年前4个月，美国财政赤字1.1万亿美元，比去年同期增加了9000亿美元。**唯一的办法就是增加国债的发行，弥补财政赤字。**
- 据IMF预测，2020年全球平均赤字率从上年的3.7%提高到9.9%，发达国家平均由3%提高到10.7%。其中，美国提高近10个点，达到15.4%，法国为9.2%，英国为8.3%，日本为7.1%。新兴市场 and 中等收入水平国家平均也在9%左右。

美联储和欧洲央行总资产情况



10

资料来源：Wind，申万期货研究所

财政有效扩大投资，投资有望恢复

- 对经济有财政扩张效应的是1.6万亿专项债，配套银行的信用带动新建基建项目。
- 从高频数据看基建投资目前已逐渐进入火热的状态。据中国工程机械工业协会统计，2020年4月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机45426台，同比增长59.9%；中汽协数据2020年4月我国销售重卡19.1万辆，同比大幅增长61.0%。



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。

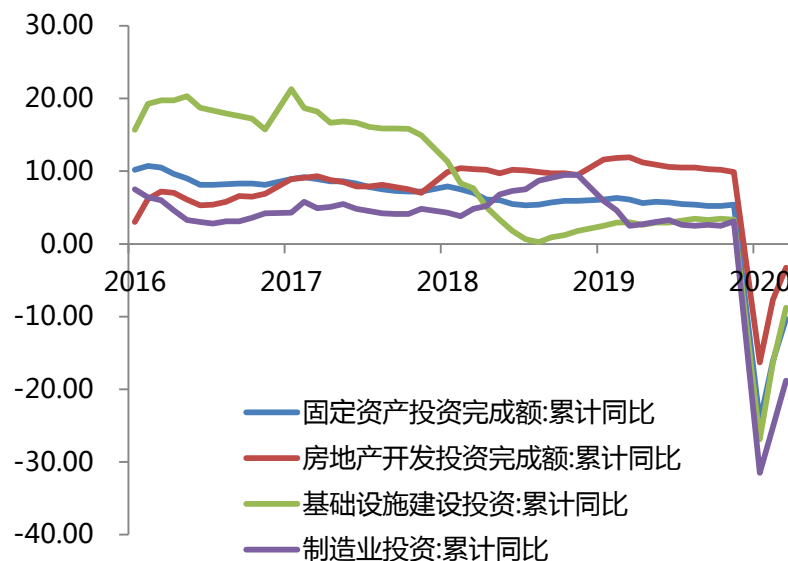


新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力。新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯。

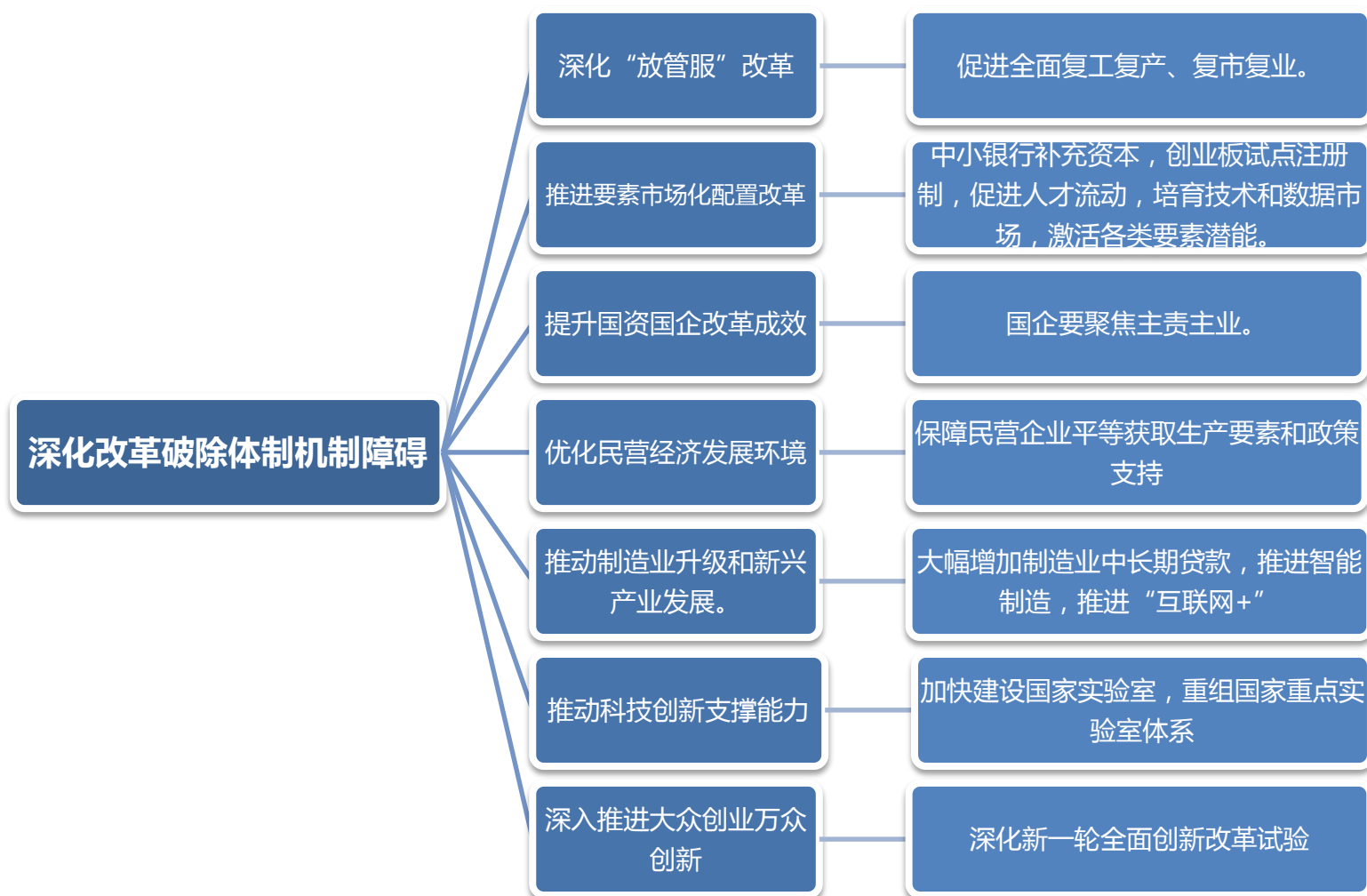


加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金1000亿元。

基建增速仍然负增长（%）



面对疫情（5）：依靠改革激发市场主体活力



要素市场化配置改革提升效率

《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》：深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。

使要素禀赋在经济发展中发挥更大的作用。

01

土地要素

城乡统一的建设用地市场
产业用地市场化配置改革
盘活存量建设用地
完善土地管理体制

提高要素使用效率：
深化农村土地要素市场改革

02

劳动力要素

户籍制度改革
社会性流动渠道
技术技能评价制度
人才引进力度

提高要素使用效率：
WTO后劳动力要素使用效率提升

03

资本要素

股票市场基础制度
发展债券市场
有效金融服务供给
有序扩大金融业对外开放

04

技术要素

职务科技成果产权制度
科技创新资源配置方式
技术转移机构和技术经理人
技术要素与资本要素融合
国际科技创新合作

激发供给活力：
提升全社会创新能力和技术产业化效率

05

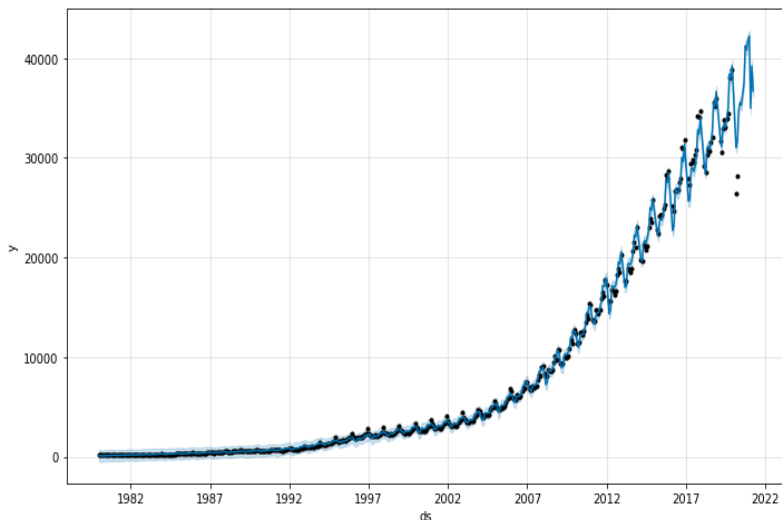
数据要素

政府数据开放共享
社会数据资源价值
数据资源整合和安全保护

市场化定价：市场培育

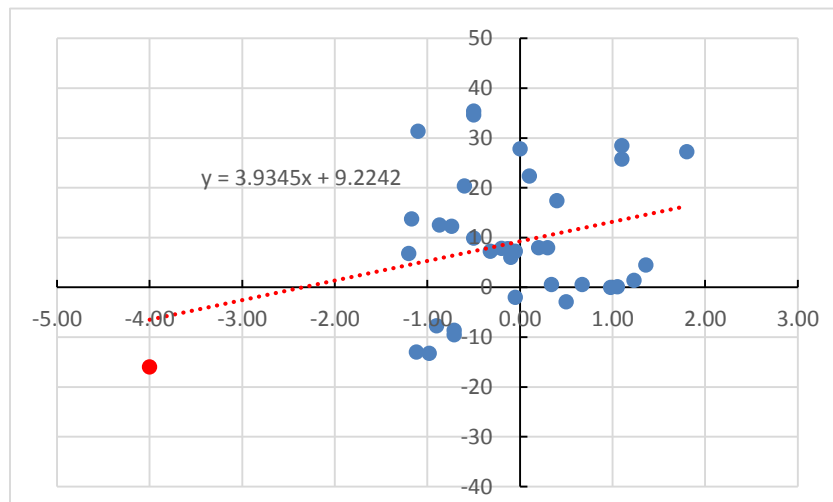
风险1：受消费和出口拖累，经济复苏不及预期

居民消费离完全修复还有较远距离



- 在消费领域没有涉及显著的逆周期政策，强调生活服务业的恢复和公共消费。2019年最终消费支出对经济增长的贡献率是57.8%。但是，在疫情的常态化影响下，居民的消费意愿如何有效恢复和重新活跃是难题。

极端情形净出口可负向拉动4%GDP



- 2018年货物和服务出口占支出法GDP的19%。因此，可以预期相关扶持政策将会持续出台以稳定外需。从以往历史来看，一般情形下，贸易差额负增长对GDP的负向拉动在1%以内。极端情形下，负向拉动可达4%。

风险2：协议落实不及预期，贸易战升级到科技战

2019年5月

华为被美国商务部加入“实体清单”

2019年10月

将中国新疆维吾尔自治区公安厅、新疆生产建设兵团公安局和海康威视等8家中国企业列入出口管制实体清单

2020年5月

9家企业和机构因所谓的“帮助监视维吾尔族”等理由被列入“实体清单”；24家中国企业、政府机构和商业组织因“为中国军方使用的物品采购提供支持”、“与美国国家安全或外交政策利益背道而驰”而被列入实体清单中

中国自美国进口增速维持负增长（%）

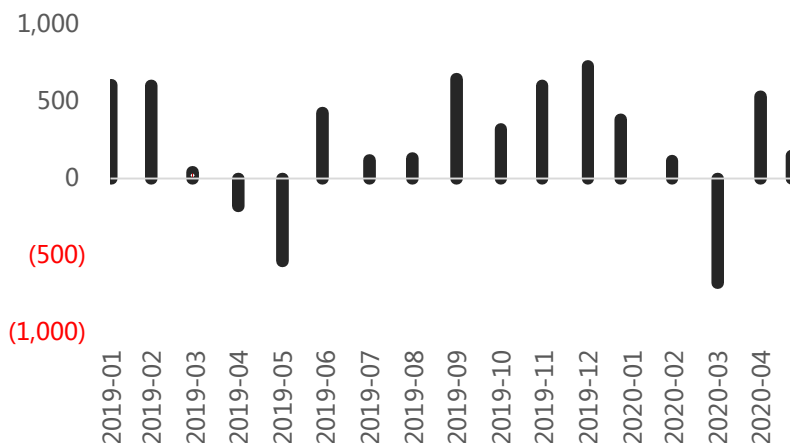


- 1月16日，签署中美第一阶段贸易协议，在2月14日正式实施。协议要求中国在2020-2021年两年间从美国进口至少800亿美元的农产品，其中2020年需进口365亿美元农产品。
- 一季度，我国从美国进口农产品50.2亿美元。如果除去1月份的进口额，那国2月和3月自美国进口的农产品额大约30亿美元左右，与今年年初协议中365亿美元的额度相比，有335亿美元的差距。

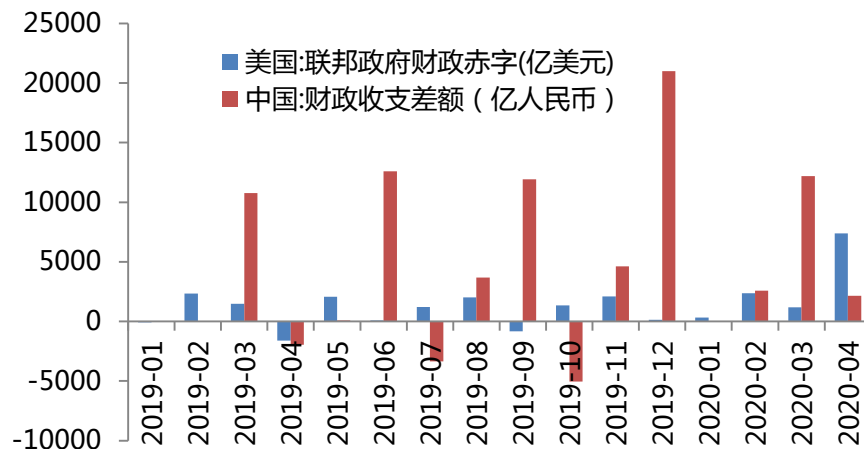
风险3：财政货币化加大人民币贬值压力

- 经济学界给政府提供摆脱迟疑和为难的一个现成的崭新理论，现代货币理论认为，货币起源于债权债务关系并对其进行记账，由于政府垄断了主权货币发行，**政府可以通过“财政赤字货币化”来还债，所以政府不可能对以本币计价的债务违约，主权政府在主权货币制度下不会破产。**
- 政府大力增加医疗卫生支出、改进全民医疗卫生服务。

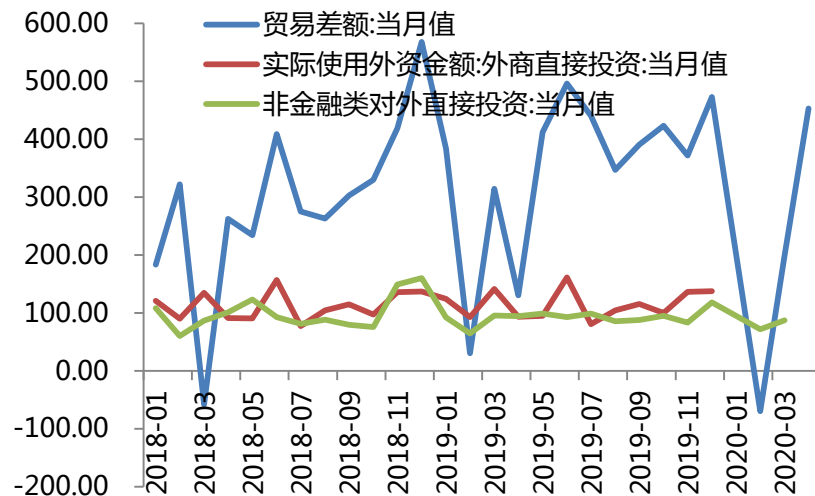
2019年以来北向资金月度成交净买入（亿元）



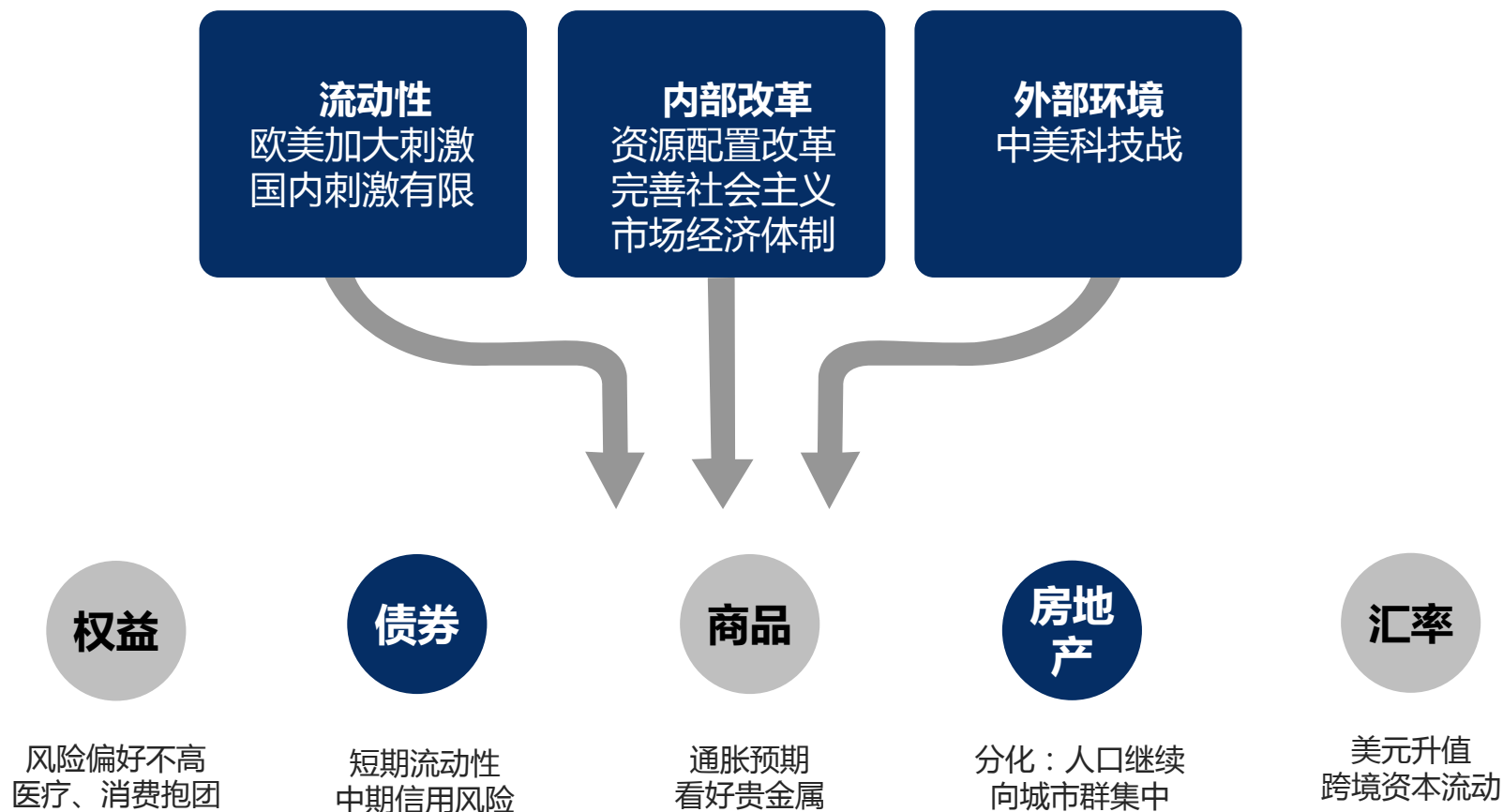
中美财政赤字大幅增加



贸易差额或将小于跨境资本流动



资产逻辑：流动性驱动下的资产保值



- 中长期：流动性释放与通胀预期下实物资产或占优

权益：利率下行，市场风险偏好决定股指期货走势

股利贴现模型 (Dividend Discount Model)

用来计算公司价值，也可扩展至股指

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_f + \text{风险溢价})^t}$$

- ❖ 股指估值取决于未来现金流量（分子部分）与无风险利率和风险溢价（分母部分）
- ❖ 上市公司盈利不佳，分子部分短期难以有效改善
- ❖ **未来股指估值的上升还需借助于分母的下行，即无风险利率和风险溢价的回落**
- ❖ 企业融资利率的下行，也将有助于企业降低成本，增加未来的现金流量
- ❖ 货币政策调控正在从数量调控逐渐过渡到价格调控

风险偏好（1）：市场流动性溢价收窄

1年期国债利率降至1.2%



市场流动性溢价上行源自短端下行



资料来源：Wind，申万期货研究所

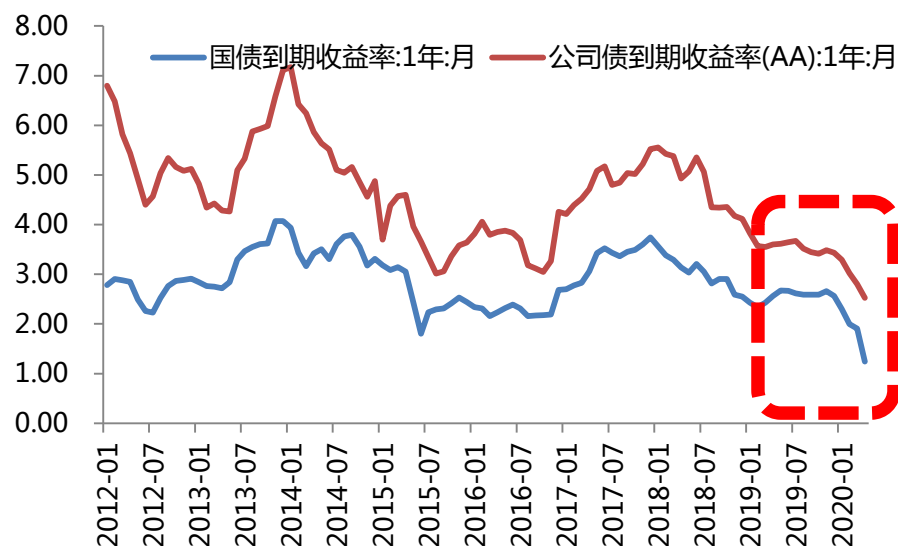
市场流动性溢价

- ❖ 1年期国债收益率降至1.2%，10年期国债收益率降至2.6%
- ❖ 市场流动性溢价维持在低位

流动性溢价的收窄主要与流动性释放有关，目前主要通过降准释放

风险偏好（2）：信用利差上行有限

AA公司债收益率临近2.5%



信用利差上行有限



资料来源：Wind，申万期货研究所

信用利差维持低位，风险溢价上行风险不大

- ❖ 2018年—2019年，AA公司债和一年期国债利率差由200个基点降至100个基点以下
 - ❖ 近期信用利差小幅上行，主要短期无风险利率下降快于AA公司债，目前在150个基点以内
- 风险溢价的收窄主要与改革有关，包括全面改革和资本市场改革，也与政策支持中小微企业有关

行情展望：风格转换，风险偏好低限制上行空间

- 关于未来政策重点支持的行业，我们预计一方面仍需要基建托底经济，另一方面要加快科技领域建设，早日实现结构转型升级，找到新的GDP增长点。因此我们建议未来关注
 - 1) 由基建拉动的相关产业链；
 - 2) 待调整充分后的有业绩支撑的科技股；
 - 3) 有业绩支撑的低估值的权重股。
- 科技股要迎来长期的行情要靠业绩支撑，光靠资本运作是不行的。随着科技股行情的暂告一段落，权重股有望受到关注，短期市场恐慌情绪有所缓解，**预计后续个股将进一步分化**。前期涨幅较大的股票仍将继续调整，但可以增加配置有业绩支撑的板块。
- 预计后续仍会有所反复，以大幅震荡为主。A股技术面依然偏弱，股指期货贴水程度未出现明显恐慌情绪。鉴于A股估值较低，除非疫情再度出现恶化，A股下跌的空间预计有限。
- 后续主要关注：1) 业绩披露；2) 经济数据；3) 疫情发展。

人民币：资本项目逐步开放，跨境资金流动影响扩大

- 中国国际收支平衡表中的大部分项目，已经基本可兑换或部分可兑换，但尚有一些最为重要的资本行为主体项目依然保持着严格的管制：

一是外商投资及中国内地企业走出去在部分项目上需要批准；

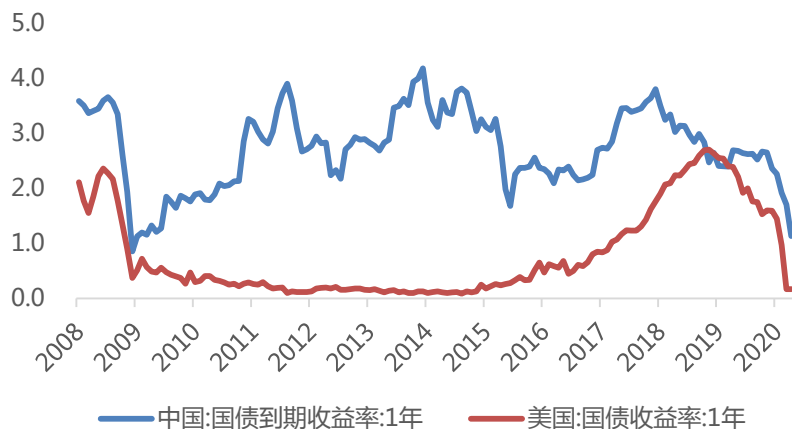
二是中国内地居民不能对外负债；

三是中国内地资本市场尚未充分对外资开放。

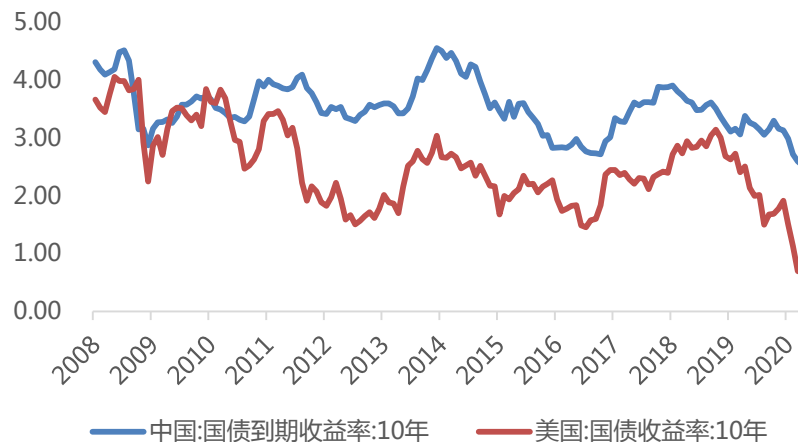
- 这些都是资本账户中的核心项目，不仅决定着资本流入流出的规模，而且影响着资本账户中其他项目的开放程度。
- 近几年，人民币跨境使用有了明显进展，出现了资本项目可以人民币进行结算的条件。人民币资本项目可兑换有可能走一条独特的路线，即依托香港等离岸人民币中心，率先进行资本项目的本币开放，让本币流动起来，然后再实现资本项目本币对外币的完全可兑换。

跨境资金（1）：中美长端利差与人民币相关性提高

中美短端利率走势



中美长端利率走势



中美短端利差与人民币汇率



中美长端利差与人民币汇率



跨境资金（2）：人民币贬值压力是美元升值

- 全球金融市场受新冠肺炎疫情等多重因素的影响而剧烈动荡，主要货币的汇率也跟随投资者情绪、疫情、资源价格波动和央行政策调整而分化。其中，美元指数不断走强，美元流动性比较紧张。回顾东亚危机和次贷危机时期，人民币兑美元的汇率都保持了强势稳定，为稳定国际金融局势发挥了积极作用；而2020年年初至今，人民币汇率也始终在合理均衡的水平上保持稳定。
- 贬值压力来自宏观事件、中美经济不同步、货币政策不同步。美元走强仍是主导因素。
- 人民币贬值压力远小于15-16年。14年下半年，9个月之内上涨了26.6%。但是美元兑人民币中间价在6.1到6.2之间，小幅波动。美元对多数货币升值，而人民币紧盯美元积累了巨大的贬值压力。811汇改短期并未将这种压力完全释放，后面持续贬值。

美元升值下与人民币面临的贬值压力



跨境资金（3）：人民币国际化有利于货币稳定

人民币结算

中美贸易摩擦

美国当前财政货币政策主要着眼国内，人民币要考虑

“经济长期低迷、产业逐步脱钩、缩表不对称”场景下的国际货币体系问题。

扩大中央银行间货币互换，向外提供人民币流动性；优先满足对方国家用人民币支付的抗疫物资需求，同时按较市场汇率优惠的价格结算等。

利差非决定因素

发达经济体普遍负利率背景下，全球资金普遍希望人民币计价资产能为其提供正收益。人民币进一步发挥国际储备、国际投资功能，面临新的契机。

回顾各主要货币国际化历程，正利差也未必是长期可持续发展的必要条件。

数字货币

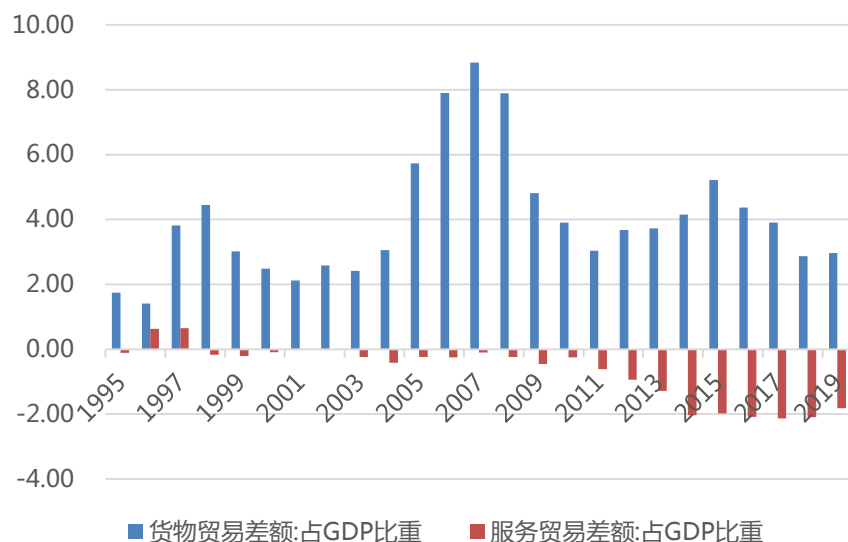
目前确定的我国数字货币完全以人民币为价值基础，其功能主要是在境内现有丰富的移动支付手段之外，提供新的移动支付手段。感觉受到压力的首先微信、支付宝。人民币数字货币的国际使用场景有待讨论。

- 在人类历史上，无数次货币体系、货币制度的变迁都是痛苦而突然的，对经济、社会、甚至政治的稳定也可能造成威胁。
- 中国经济的基本面（包括储蓄率、经常账户、财政状况、经济的成长性、外汇储备的充足性等）更健康。过去几年“降杠杆、防风险”的努力，中国的财政与货币政策都保持了比较大的克制和纪律性，因此在应对此次全球危机时的财政与货币政策空间更大。

人民币展望：稳金融需要稳定人民币

- **六稳：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期**
- **人民币贬值原因**：1) 美元指数上涨导致的被动贬值；2) 国内货币政策放松；3) 中美贸易摩擦发展为科技摩擦。
- **趋势性贬值不符合中国负责任的大国形像，为避免人民币趋势性贬值，货币政策全面放松可能性不大。** 1) 我国经常项目长期保持顺差；2) 外汇储备充裕；3) 是近年来人民币国际化和金融市场对外开放进程加快。

贸易差额占比 (%)



官方外汇储备 (亿美元)



资料来源：Wind, 申万期货研究所

申万期货宏观&金融研究团队

- 汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士，CFA、FRM，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。研究方向为宏观经济和股指期货。
- 唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货讲师，负责宏观、国债期货基本面与策略研究。
- 贾婷婷（执业编号：F3056905），管理学硕士，CFA。6年多金融领域经验，主要研究方向为股指期货和期权。
- 林新杰（执业编号：F3032999），经济学硕士。研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用。
- 何雄就（执业编号：F3062945），经济学博士，曾任上海交通大学助理研究员。主要研究方向为宏观经济与政策、产业经济与区域发展。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。