

政策驶入“快车道” 助力期指转危为机

摘要:

新冠疫情对于我国宏观经济的影响尤其是短期影响是巨大的，但长期来看，不会改变我国经济进入周期性底部区域的大趋势，经济复苏会被延缓，但不会缺席。而股票和股指期货市场反映的是预期，一方面对于长期经济看好的预期，另一方面对于宽松宏观经济政策尤其是货币政策的预期。可以说，2月3日的暴跌已经基本反映了新冠疫情对于经济的利空影响，后市，相关指数再度跌破2月3日低点的概率不大。

疫情期间及疫情结束后的初期，宽松的货币政策预期将是主导A股期现货市场的主要因素，即资金面主导行情走势，IC走势偏强。随着疫情结束，恐慌情绪消除，以及宽松政策效果显现，宽松政策预期减弱，资金主导的行情走势有望逐步让位于业绩主导的行情走势，IF和IH走势偏强。



股指期货策略报告

2020年2月

金融期货研究团队：宋维演

从业资格号：F0232494

投资咨询号：Z0001047

联系电话：0531-81678630

电子邮箱：songwy@luzhengqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

微信公众共号：lzqhyjs



微信服务号：lzqhfw



若没有这场突如其来的新冠疫情，在经济基本面呈现企稳迹象、一季度资金面宽松、两会利好政策预期以及年报炒作等利好因素推动下，去年12月初以来的反弹行情有望至少演绎为一波强势的上攻行情，但新冠疫情打乱了上涨节奏。不过节奏变了，趋势未变。虽然新冠疫情对于经济的短期不利影响巨大，宏观经济周期性见底趋势将出现明显反复和推迟，不过疫情将进一步加大宏观经济政策尤其是货币政策宽松力度和预期，较长一段时间内，政策宽松预期和良好的资金面是A股期现货指数上涨的主要推动力。

一、 新冠疫情对于经济尤其是一季度经济冲击巨大，但复苏只会延缓，不会缺席。

（一）所处的经济和社会环境差别巨大，新冠疫情较非典疫情对于经济的不利影响更大，疫情后的恢复更难。

毋庸置疑，新冠疫情至少对今年一季度经济造成巨大不利影响。至于影响力度以及疫情后的经济恢复情况，目前普遍和2003年春季发生的非典疫情进行对比。

2003年非典疫情对于经济的影响主要发生在第二季度，GDP单季增速由一季度的11.1%下降到9.1%，降低了2个百分点，第三季度便快速回升至10%，第四季度达到11.6%。消费增速也由9%左右（3月）骤降至4.3%（5月），然后快速回升至8%以上（6月），但投资增速几乎没有受到影响。整体来看，2003年非典对于经济产生了较大不利影响，但持续时间短，恢复快。主要是由于当时中国经济处于繁荣期，经济处于上行周期，经济具有很强的自愈能力。

不过时间已经过去了17年，无论是宏观经济背景还是社会生态环境，都发生了翻天覆地的变化，同样是肺炎疫情，影响也是差别巨大。

表 1：2003 年和 2020 年宏观经济背景和社会生态环境对比

| | 2003 | 2020 | 对比 |
|------|--------------------------------|--|--|
| 经济周期 | 10%以上的高速增长，经济周期的繁荣期 | 换挡期，6%的中速增长，经济周期的复苏初期（或萧条末期） | 高速增长期更利于疫情之后的经济复苏 |
| 经济类型 | 出口导向型、投资主导型 | 内需导向型，消费主导型 | 新冠疫情对于消费主导型的经济冲击更大 |
| 外部环境 | 2001年加入WTO外部贸易环境良好 | 贸易摩擦不断，外部环境不佳 | 2020年内忧外患，对于经济的影响更大 |
| 社会环境 | 网购、快递、高铁刚起步；人口红利；2G；微博、微信和自媒体无 | 网购、快递、高铁（人口流动是SARS期的6倍）发达；人口红利消失；5G，微博、微信和自媒体应用广泛。 | 新冠疫情影响范围更广、消费心理冲击更大、对经济的冲击更大；但疫情后消费的回暖会更快。 |

数据来源：鲁证期货金融事业部

不难发现，无论深度还是广度，2020 年新冠疫情对于经济的冲击均会明显大于 2003 年的非典疫情。对于疫情后的经济恢复，虽然一般而言，消费的复苏速度大于投资，但毕竟当前经济本身尚处于下行周期，且人口红利消减，外部贸易环境不佳，预计疫情后的经济复苏速度和力度也将弱于 2003 年。

2019 年第三季度和第四季度我国 GDP 当季同比增速均为 6.0%，受疫情影响，2020 年必将进入 5 时代，一季度 GDP 同比增速则肯定低于 5%，甚至低于 4%（非典导致当季 GDP 环比下降 2 个百分点），环比增速将为负增长，因为至少 1 月下旬至 2 月，甚至 3 月，除了生活必需品的消费，其它消费基本都处于停滞状态，而消费对于我国 GDP 的贡献率已经接近 60%。

（二）历史经验及宏观经济规律表明，新冠疫情延缓但不会改变经济运行规律，复苏会延缓，但不会缺席。

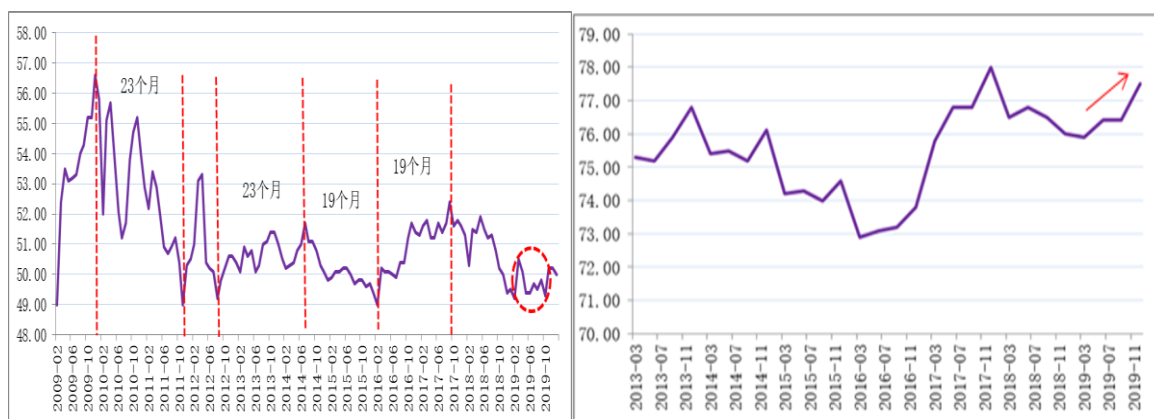
新冠疫情对于当前我国经济的影响无疑是巨大的，但我们也看到了反映经济预期的股票市场在春节后第一个交易日暴跌后 V 型反转，单边大涨，这一方面反映了投资者对于战胜疫情的信心，另一方面也反映了市场已经意识到无论短期疫情对于经济的影响多大，作为突发性利空，不会改变经济运行规律，这从包括 2003 年非典在内的历次疫情利空事件的影响可以看出。

按照经济周期规律，2017 年第四季度以来的这波经济下行周期本应该在 2019 年二三季度见底。事实上，先行指标制造业 PMI 在 2019 年一季度已经见底，工业产能利用率也在 2019 年一季度见底。其它例如进出口、消费和投资等滞后指标也在 2019 年底出现见底企稳迹象。新冠疫情的发生将导致短期经济进一步下行，延长经济下行的时间，但不会改变本轮经济下行周期已经进入末期的趋势。复苏会被延缓，但不会缺席。

新冠疫情改变的将是本轮经济见底的模式，若无新冠疫情，我国经济大概率将以震荡磨底的方式逐步见底复苏（中采制造业 PMI 已经底部盘整了快一年）。而新冠疫情的爆发，大概率将导致我国经济以急跌的方式见底。

图 1：我国中采制造业 PMI 走势图

图 2：我国工业产能利用率 (%)



数据来源：WIND 鲁证期货金融事业部

二、 新冠疫情导致宏观经济政策驶入“快车道”，财政和货币政策进入双宽松时代，宽松政策将成为推动资本市场走牛的主要推动力。

（一）新冠疫情导致宏观经济政策力度加大，驶入“快车道”。

虽然最近两年我国经济下行压力一直非常大，内部经历经济转型阵痛，外部遭受中美贸易冲突，但基于房地产调控、金融去杠杆等方面的压力，我国在宏观经济政策实施方面一直不能放开手脚，货币政策的宽松方面一直遮遮掩掩（一直稳健为主），积极的财政政策也一直受地方财政压力等因素在投资支出方面低于预期。而新冠疫情的爆发将推动宏观经济政策驶入“快车道”，这从 2 月 12 日中央政治局会议上可见一斑。

首先，会议强调，今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要努力实现各项目标任务。这表明，在一季度经济增速大幅下滑的情况，必须加大政策支持力度，确保其它季度经济增速大幅回升。其次，会议强调，加大宏观政策调整力度，更好的发挥财政积极作用，保持稳健的货币政策的灵活适度。这表明非常时期，货币政策将进一步放松。最后，会议强调，要积极扩大内需，稳定外需。政治局会议再度强调“扩大内需”，这是非常明确的信号，财政和货币政策将进一步发力。

（二）赤字率提升、基建投资发力，受疫情影响，财政政策更加积极。

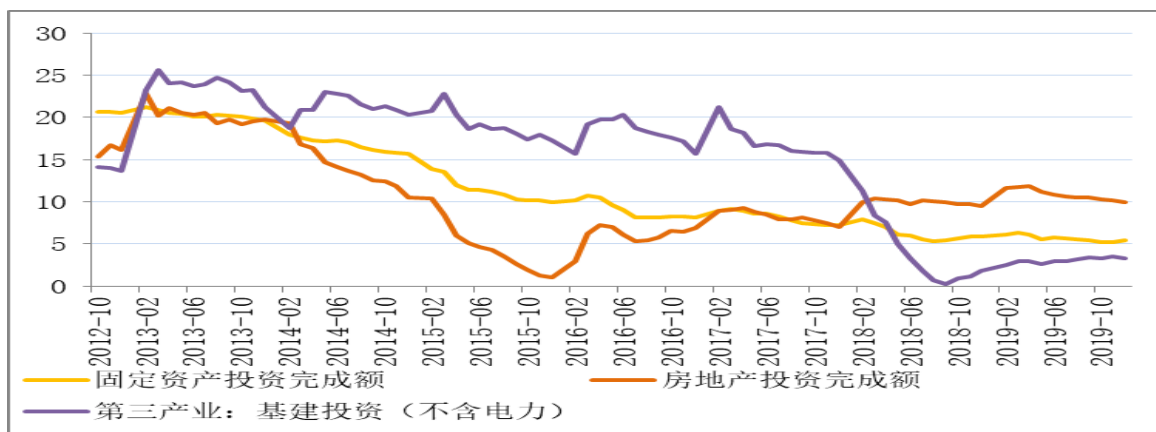
财政政策的发力上，主要体现在一下几点：

首先，今年财政赤字率有望明显提高，我国一直保持财政赤字率目标不超过3%，2018和2019年分别为2.6%和2.8%，今年有望提高至3%。

其次，加大基建投资力度。在房地产调控的背景下（人民银行2月19日发布的《2019年第四季度中国货币政策执行报告》强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”），基建是稳定经济的重要抓手，也是见效最快的。过去几年受“去杠杆”影响，地方政府融资途径受限，基建投资增速在2018年上半年断崖式下跌后维持低位，回升乏力。新冠疫情发生后，包括地方专项债在内的相关基建方面的融资将会明显放松。

最后，依然是针对企业尤其是中小企业的减税降费，这几年我们一直在实施，今年受疫情影响，力度会进一步加大。

图3：我国固定资产投资增速（%）



数据来源：WIND 鲁证期货金融事业部

（三）信用扩张、市场利率下行，受疫情影响，货币政策宽松趋势更加明确。

对于货币政策，未来宽松的趋势更为明确。

首先，央行将继续通过公开市场操作引导市场利率下行。央行从去年11月初开始已经实施，今年春节后，力度加大。至此，去年11月份以来，央行已经分别两次下调逆回购利率、MLF（中期借贷便利）利率和LPR（贷款市场报价利率）。受此影响，市场利率在节后加速下行。

图4：逆回购利率走势图（%）

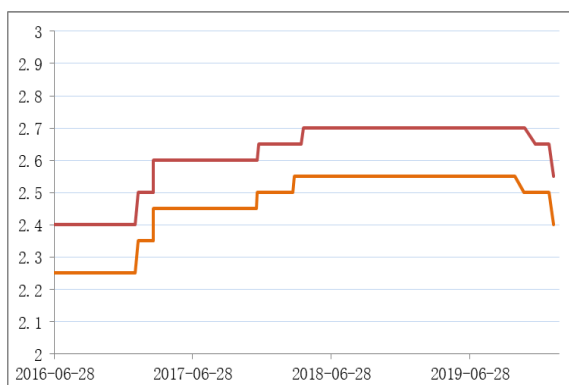
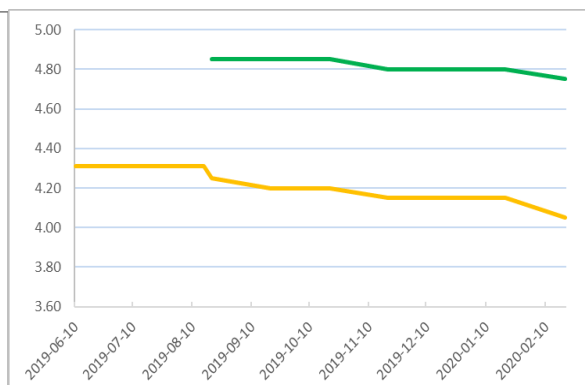


图5：LPR走势图（%）



数据来源：WIND 鲁证期货金融事业部

图6：MLF利率走势图（%）

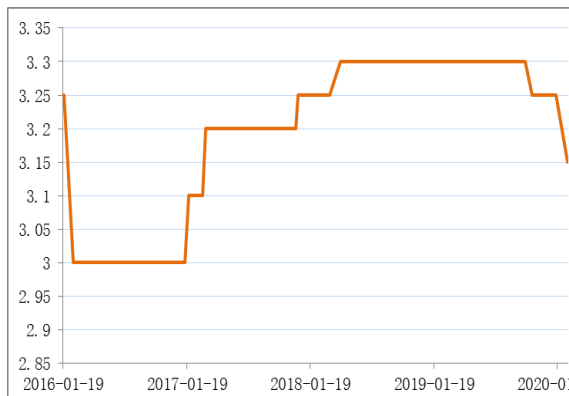


图7：银行间国债收益率走势图（%）



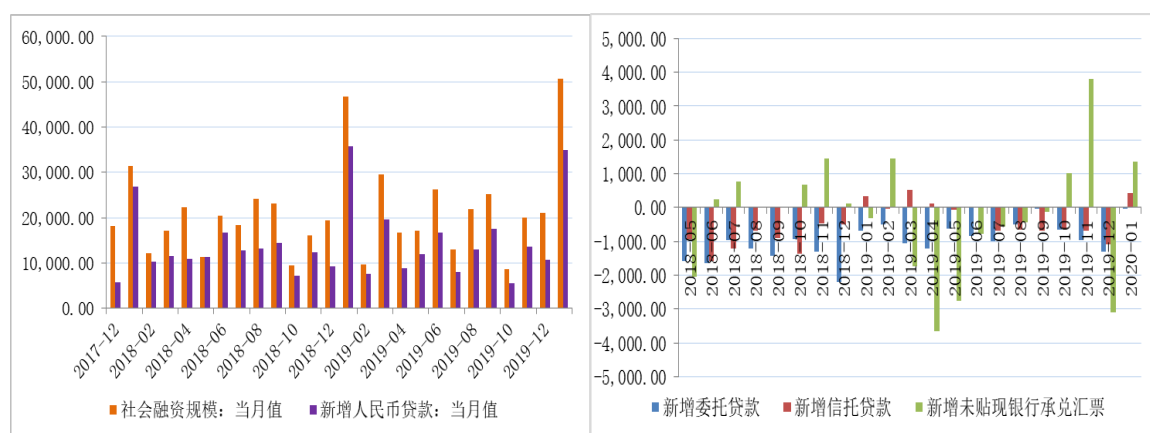
数据来源：WIND 鲁证期货金融事业部

其次，央行将继续定向或者全面降准，但降息的概率不大。主要是因为，当前我国商业银行存款准备金率仍有下降空间，但是受CPI高企等因素影响（1月CPI同比增速高达5.4%），目前实际上已经是负利率（一年期存款基准利率只有1.5%），基本上没有降息空间。

最后，社融和信贷将明显扩张。1 月份社融和新增信贷分别高达 5.07 万亿元和 3.49 万亿元，远超预期，显示信贷扩张已经开始发力。从构成社融的分项指标来看，除了新增信贷发力外，最近两年一直明显收缩的银行表外融资（新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票等）也出现明显放量。这一定程度显示金融去杠杆暂告一段落。事实上，去年以来我国就已经不再提去杠杆，进入稳杠杆阶段。当前情况来看，受疫情影响，金融杠杆会有所反弹，但应该是暂时的，不会重走以前的老路。

图 8：社融和新增贷款（亿元）

图 9：商业银行表外融资规模（亿元）



数据来源：WIND 鲁证期货金融事业部

三、结论

新冠疫情对于我国宏观经济的影响尤其是短期影响是巨大的，是毋庸置疑的，但是长期来看，不会改变我国经济进入周期性底部区域的大趋势，经济复苏会被延缓，但不会缺席。而股票和股指期货市场反映的是预期，一方面对于长期经济看好的预期，另一方面对于宽松的宏观经济政策尤其是货币政策的预期。可以说，2 月 3 日的暴跌已经基本反映了新冠疫情对于经济的利空影响，后市，相关指数再度跌破 2 月 3 日低点的概率不大。

疫情期间及疫情结束后的初期，宽松的货币政策预期将是主导 A 股期现货市场的主要因素，即资金面主导行情走势。反映在股票市场，则表现为中小盘股票、科技股、成长股表现强势。反映在股指期货市场上，则是中证 500 指数期货（IC）表现更为强势。随着疫情结束，恐慌情绪消除，以及宽松政策效果显现，宽松政策预

期减弱，资金主导的行情走势有望逐步让位于业绩主导的行情走势。消费有望最先报复式反弹，基建上下游产业链也将发力，反映到股票市场上便是大消费和大蓝筹补涨，反映到股指期货市场上，则是沪深 300 指数期货（IF）和上证 50 指数期货（IH）表现更为强势。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不发生任何更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货股份有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。

附：鲁证期货股份有限公司及咨询产品简介

鲁证期货股份有限公司（以下简称公司）是经中国证监会批准，由中泰证券股份有限公司控股，在山东省工商局注册登记的期货公司。公司总部设于山东济南，注册资本 10.019 亿元。公司业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三家商品期货交易所和中国金融期货交易所席位，是中国金融期货交易所全面结算会员。

公司具有强大研发能力，现有研究人员 30 余人，均为研究生以上学历，部分人员具有海外留学经历。目前可以提供一系列投资咨询服务，包括：微信服务、定期报告、调研报告、策略报告以及风险管理等服务。