

政策提振疲弱 漫长熊市煎熬

主要观点

行情回顾。本周受到股市避险情绪仍旧高涨的影响，国债期货市场整体呈现上涨行情。5 年期主力合约 TF1812 收盘价报 98.515，周内涨幅 0.377%，周成交量 26,126，周内减仓 3730；10 年期主力合约 T1812 收盘价报 96.005，周内涨幅 0.539%，周成交量 185,332，周内减仓 15,748；2 年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 99.900，周内涨幅 0.331%，周成交量 2,678 手，周内减仓 915 手。

本周股指期货继续下跌，沪深 300 期货主力合约 IF1811 周内下跌 3.265%，上证 50 期货主力合约 IH1811 周内下跌 3.435%，中证 500 期货主力合约 IC1811 周内下跌 1.185%。沪深 300 期货下月合约跌幅最大，为 3.573%。主力合约基差收敛，沪深 300 期货远期合约与当月合约价差回落。

基础市场表现。本月资金面整体平稳略有收紧，本月央行连续 15 日暂停公开市场操作后，为了对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响，于 9 月 12 日重启公开市场操作；进入 9 月最后一周，美联储加息 25 个基点，央行未跟随美联储加息。考虑到季末财政支出推动银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收国庆前现金投放等因素的影响，央行连续四日不进行公开市场操作，资金面有所收敛。月内银存间质押式回购利率多数上涨，隔夜利率上行 37.71bp 报 2.6970%；Shibor 利率多数上涨，隔夜利率上行 34.4bp 报 2.6530%。资金面边际收敛，10 月 7 日央行宣布降准 1 个百分点置换 MLF，将释放 7500 亿增量资金。

后市展望。目前在避险思路下，股债联动，债市短期走势主要被股市表现所影响。宏观经济下行压力依然较大，叠加股市避险情绪，短期内国债期货将继续走高；但受到美联储加息影响，中美债券利差收窄限制了国债收益率下行空间，上行空间有限。TF 合约和 T 合约价差回落，可适当做多二者价差。

消息面方面，（1）美国中期选举尘埃落定，民主党获得众议院多数党席位，共和党则将在中期选举后继续掌控参议院。中期选举后，两党分立的国会将给特朗普颁布国内新法案带来很大阻碍，但是，两党在对外贸易和全球化方面观点相近，即对贸易顺差国偏强硬，因此中期选举可能不是特朗普对贸易摩擦态度主观转变的拐点，反而有可能客观影响到贸易政策的节奏。（2）国家主席习近平宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。（3）国务院总理提出要大力度减税降费，采取有效措施改善民营和小微企业融资难融资贵。（4）习近平会见美国前国务卿基辛格：习近平强调，共同维护中美关系的健康稳定发展。（5）美联储加息预期不变，符合预期。

总体来看，目前大盘已经处于估值底和政策底，但是消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间。目前市场偏空消息较多，政策提振着重于解决企业融资需求，并未解决 A 股流动性问题，预计市场维持熊市底部的时间仍旧较长。

报告日期 2018-11-12

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

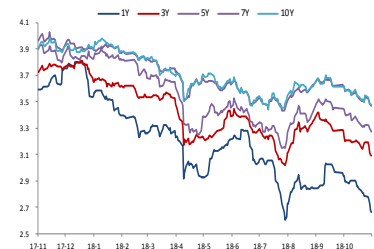
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

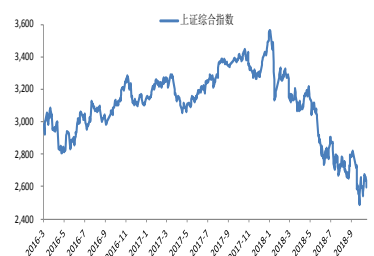
TF 主力合约走势



国债收益率



大盘指数



目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、行情回顾..... | 5 |
| 二、基础市场表现..... | 6 |
| （一）货币市场..... | 6 |
| （二）利率债市场..... | 7 |
| 三、期指行情回顾..... | 8 |
| 四、A股行情..... | 10 |
| 五、宏观面情况..... | 11 |
| （一）生产端——工业生产低位企稳，经济下行压力加大..... | 11 |
| （二）通胀温和抬升..... | 13 |
| （三）投资——固定资产投资增速再创新低..... | 14 |
| （四）进出口——进出口超预期增长..... | 15 |
| （五）消费——消费继续维持低位..... | 16 |
| （六）金融数据——社融走弱，短期难言“宽信用”..... | 16 |
| 六、后市展望..... | 17 |

插图

| | |
|--|----|
| 表 1 国债期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手） | 5 |
| 图 2 T 主力合约走势..... | 5 |
| 图 1: TF 主力合约走势..... | 5 |
| 图 2: TF 主力合约成交量及持仓量..... | 5 |
| 图 3: T 主力合约走势..... | 6 |
| 图 4: T 主力合约成交量及持仓量..... | 6 |
| 图 5: TS 主力合约走势..... | 6 |
| 图 6: TS 主力合约成交量及持仓量..... | 6 |
| 图 7: SHIBOR 利率走势 | 6 |
| 图 8: 公开市场操作 | 6 |
| 图 9: SHIBOR 利率变化（周） | 7 |
| 图 10: 银质押利率变化（周） | 7 |
| 图 11: 地方政府债发行（月） | 7 |
| 图 12: 债券净融资额 | 7 |
| 图 13: 国债收益率走势 | 7 |
| 图 14: 国开债收益率走势 | 7 |
| 图 15: 国债收益率变化（周） | 8 |
| 图 16: 国开债收益率变化（周） | 8 |
| 图 17: 10 年期国债利差（中美） | 8 |
| 图 18: 债券净价指数 | 8 |
| 表 2: 期货合约月成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）(续) | 8 |
| 图 2 T 主力合约走势..... | 8 |
| 表 2: 期货合约月成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手） | 9 |
| 图 2 T 主力合约走势..... | 9 |
| 图 19: 沪深 300 期货主力合约走势 | 9 |
| 图 20: 上证 50 期货主力合约走势 | 9 |
| 图 21: 股指期货主力合约基差(现货-期货)走势..... | 9 |
| 图 22: 沪深 300 期货价差结构 | 9 |
| 图 23: 上证综合指数走势 | 10 |
| 图 24: 各版块表现（周） | 10 |
| 图 25: Wind 行业表现（周） | 11 |
| 图 29: GDP 当季同比（%） | 11 |
| 图 30: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动 | 11 |
| 图 31: 制造业 PMI&财新 PMI..... | 12 |
| 图 32: 制造业 PMI 分项指标..... | 12 |
| 图 33: 工业增加值 | 12 |
| 图 34: 工业企业利润 | 12 |
| 图 35: 粗钢产量 | 13 |
| 图 36: 六大发电集团耗煤量 | 13 |
| 图 37: CPI 同比/环比（%） | 14 |
| 图 38: PPI 当月同比 | 14 |
| 图 39: 固定资产投资增速 | 14 |
| 图 40: 固定资产投资资金与完成额 | 14 |
| 图 34: 房地产新开工面积 | 15 |
| 图 35: 房屋竣工面积 | 15 |
| 图 34: 房地产去库存 | 15 |
| 图 35: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数..... | 15 |
| 图 36: 进出口同比 | 16 |

| | |
|------------------------|----|
| 图 37: 对主要市场出口 | 16 |
| 图 38: 社会消费品零售总额 | 16 |
| 图 39: 分项零售额累计同比 | 16 |
| 图 40: 社会融资规模 | 17 |
| 图 41: 9 月社融分项新增量 | 17 |
| 图 40: 新增人民币存款分项 | 17 |
| 图 41: 货币供应 | 17 |

一、行情回顾

| 表 1 国债期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手) | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|---------|
| 合约代码 | 周开盘价 | 周最高价 | 周最低价 | 周收盘价 | 涨跌(%) | 周成交量 | 周持仓量 | 持仓变化 | 周末结算价 |
| TF1812 | 98.145 | 98.600 | 98.090 | 98.515 | 0.377 | 26,126 | 13,017 | (3,730) | 98.5600 |
| TF1903 | 98.070 | 98.755 | 98.010 | 98.520 | 0.005 | 6,011 | 4,831 | 3,707 | 98.5450 |
| TF1906 | 98.215 | 98.580 | 98.215 | 98.960 | 0.008 | 0 | 1 | 0 | 98.5750 |
| 小计 | | | | | | 32,137 | 17,849 | (23) | |
| 合约代码 | 周开盘价 | 周最高价 | 周最低价 | 周收盘价 | 涨跌(%) | 周成交量 | 周持仓量 | 持仓变化 | 周末结算价 |
| T1812 | 95.490 | 96.175 | 95.435 | 96.005 | 0.539 | 185,332 | 44,478 | (15,748) | 96.0800 |
| T1903 | 95.400 | 96.180 | 95.400 | 96.025 | 0.007 | 60,461 | 31,917 | 19,879 | 96.1000 |
| T1906 | 95.515 | 96.015 | 95.515 | 95.205 | -0.003 | 0 | 4 | 0 | 96.0000 |
| 小计 | | | | | | 245,793 | 76,399 | 4,131 | |
| 合约代码 | 周开盘价 | 周最高价 | 周最低价 | 周收盘价 | 涨跌(%) | 周成交量 | 周持仓量 | 持仓变化 | 周末结算价 |
| TS1812 | 99.570 | 99.970 | 99.570 | 99.900 | 0.331 | 2,678 | 1,741 | (915) | 99.9150 |
| TS1903 | 99.630 | 99.875 | 99.630 | 99.875 | 0.002 | 751 | 663 | 240 | 99.8600 |
| TS1906 | 99.345 | 99.645 | 99.345 | 98.895 | -0.005 | 0 | 8 | 0 | 99.6150 |
| 小计 | | | | | | 3,429 | 2,412 | (675) | |

本周受到股市宽幅震荡、避险情绪仍旧高涨的影响，国债期货市场整体呈现上涨行情。5 年期主力合约 TF1812 收盘价报 98.515，周内涨幅 0.377%，周成交量 26,126，周内减仓 3730；10 年期主力合约 T1812 收盘价报 96.005，周内涨幅 0.539%，周成交量 185,332，周内减仓 15,748；2 年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 99.900，周内涨幅 0.331%，周成交量 2,678 手，周内减仓 915 手。

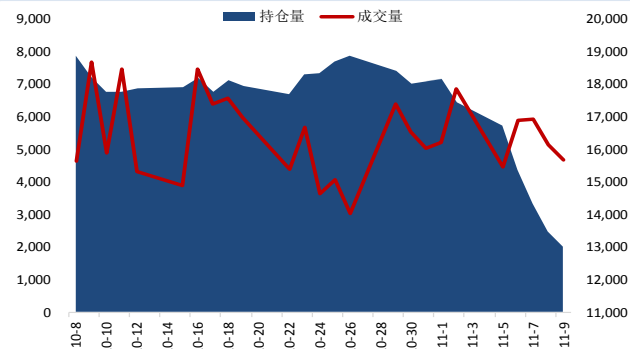
目前在避险思路下，股债联动，债市短期走势主要被股市表现所影响。宏观经济下行压力依然较大，叠加股市避险情绪，短期内国债期货将继续走高；但受到美联储加息影响，中美债券利差收窄限制了国债收益率下行空间，上行空间有限。TF 合约和 T 合约价差回落，可适当做多二者价差。

图 1: TF 主力合约走势



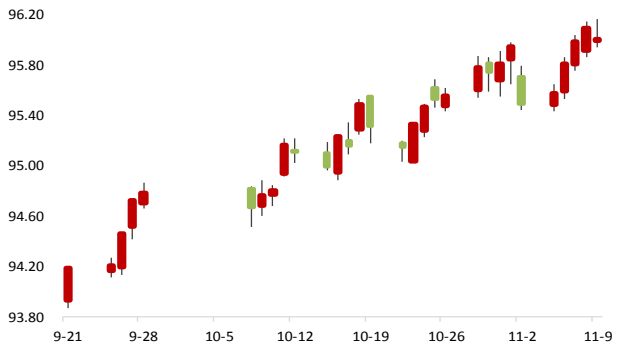
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 2: TF 主力合约成交量及持仓量



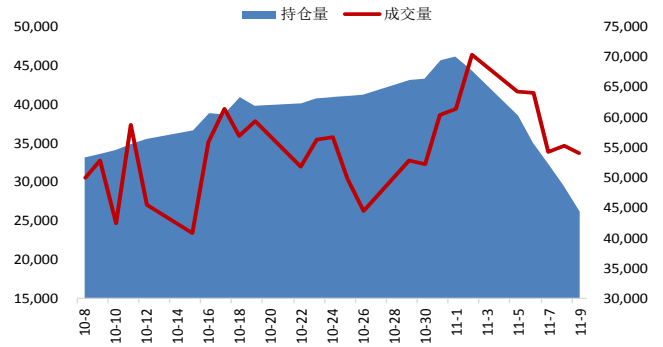
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3: T 主力合约走势



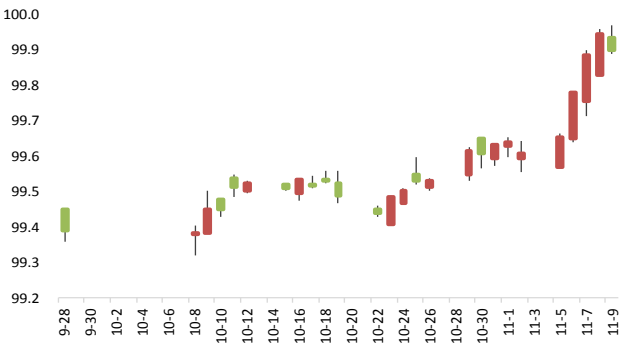
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 4: T 主力合约成交量及持仓量



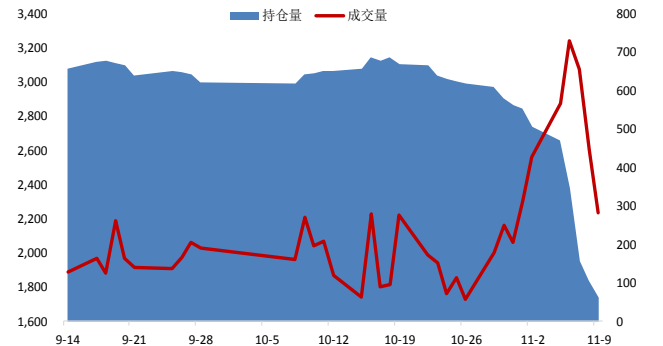
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 5: TS 主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6: TS 主力合约成交量及持仓量



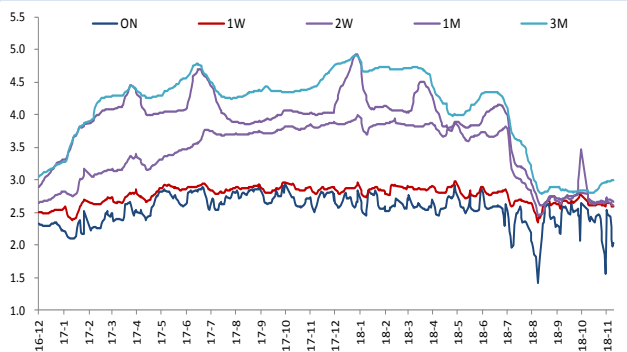
数据来源: Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

(一) 货币市场

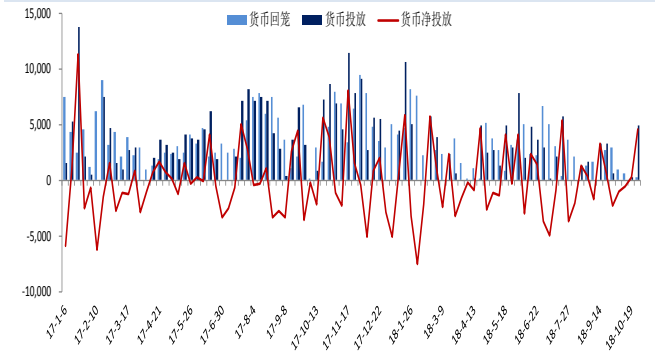
周一央行开展了4035亿元1年期MLF操作以对冲当日到期的4035亿元MLF。目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,公开市场连续11天暂停逆回购。银存间质押式回购利率多数下跌,隔夜利率下行38.06bp报2.0727%;Shibor利率涨跌不一,但隔夜利率下行39.65bp报2.0380%。

图 7: SHIBOR 利率走势



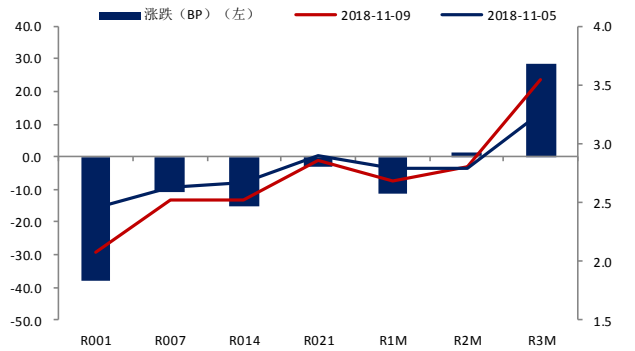
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8: 公开市场操作



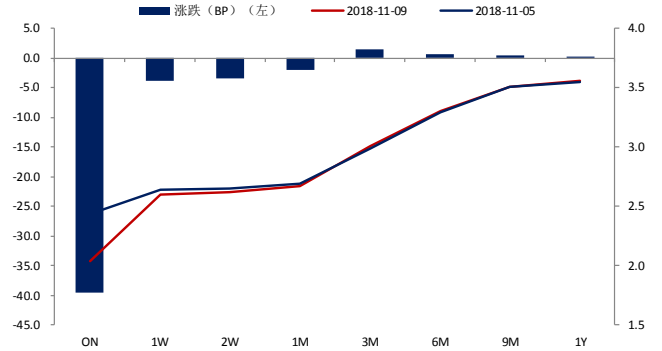
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9: SHIBOR 利率变化 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10: 银质押利率变化 (周)



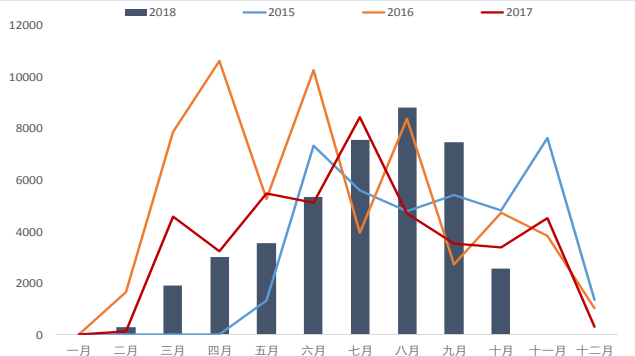
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

一级市场方面, 11月9日, 财政部招标发行91天期贴现国债, 中标利率 2.2507%, 全场倍数 2.01, 边际倍数 1.01; 182天期贴现国债中标利率 2.5147%, 全场倍数 2.48, 边际倍数 2.97。两期贴现国债中标利率均低于市场预期, 同时低于中债估值水平, 认购倍数均超 2, 显示机构需求平稳。

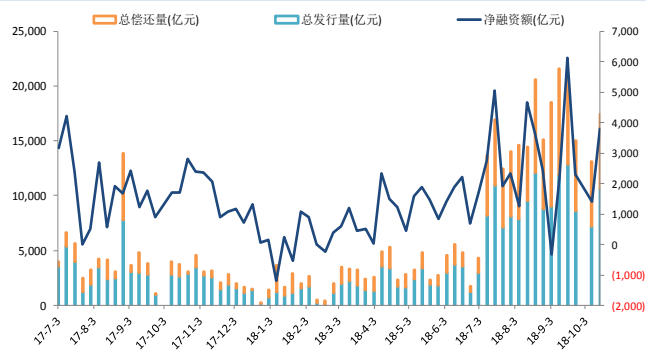
国债、国开债收益率整体下行, 10年期国债收益率下跌 6.98bp 报 3.4763%, 10年期国开债收益率下行 3.2bp 报 4.0707%。

图 11: 地方政府债发行 (月)



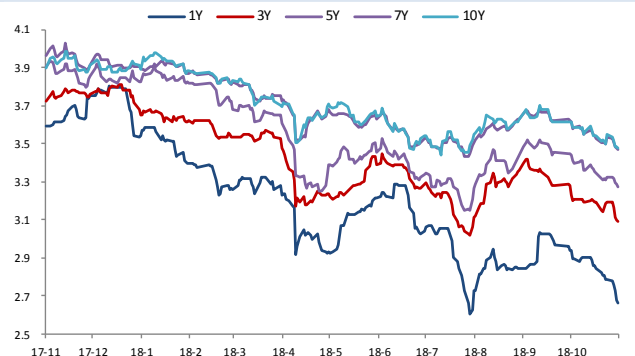
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12: 债券净融资额



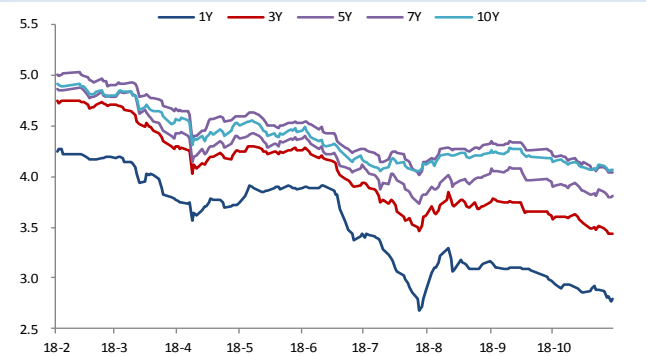
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势

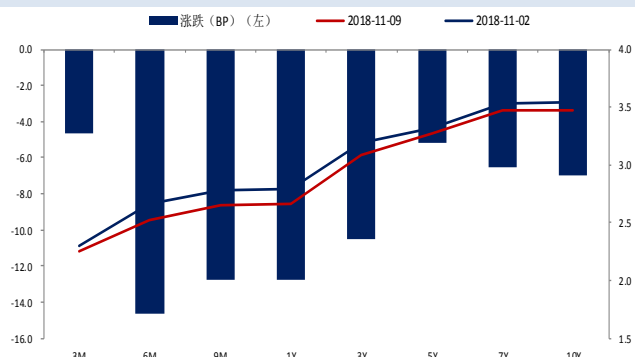


数据来源: Wind、国都期货研究所

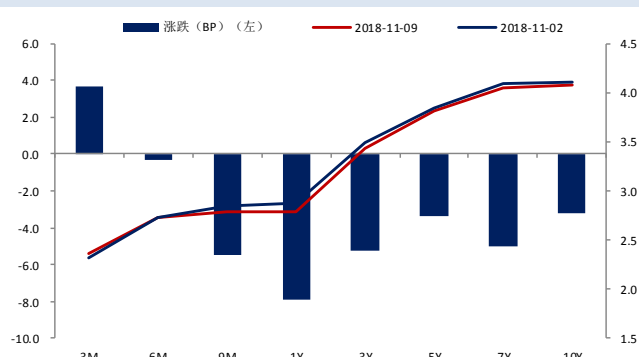
图 14: 国开债收益率走势



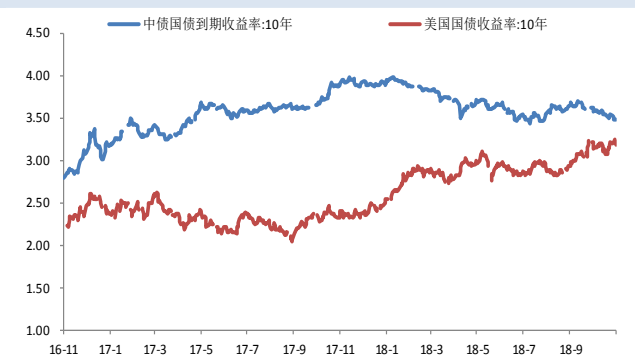
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)


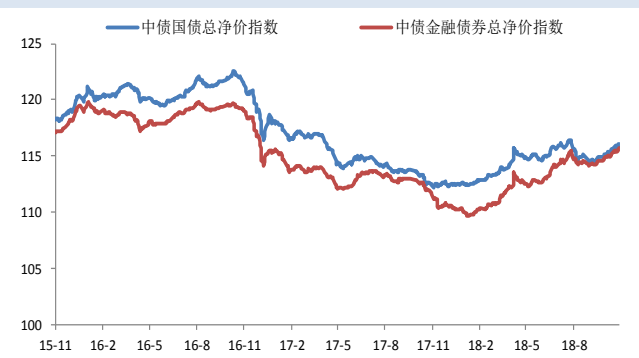
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化 (周)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17: 10 年期国债利差 (中美)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18: 债券净价指数


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、期指行情回顾

本周股指期货继续下跌, 沪深300 期货主力合约IF1811 周内下跌 3.265%, 上证50 期货主力合约IH1811 周内下跌 3.435%, 中证500 期货主力合约IC1811 周内下跌 1.185%。沪深300 期货下月合约跌幅最大, 为 3.573%。主力合约基差收敛, 沪深300 期货远期合约与当月合约价差回落。

表 2: 期货合约月成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手) (续)

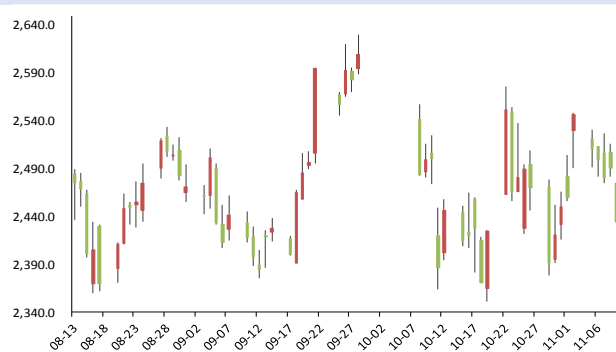
| 合约代码 | 月开盘价 | 月最高价 | 月最低价 | 月收盘价 | 涨跌 (%) | 月成交量 | 月持仓量 | 持仓变化 | 月末结算价 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|---------|--------|---------|-----------|
| IC1811 | 4,421.200 | 4,488.000 | 4,388.000 | 4,368.800 | -1.185 | 79,637 | 19,864 | (1,874) | 4,375.000 |
| IC1812 | 4,408.000 | 4,468.000 | 4,366.600 | 4,346.400 | -1.397 | 21,093 | 26,263 | 1,048 | 4,353.200 |
| IC1903 | 4,348.000 | 4,409.800 | 4,314.000 | 4,300.000 | -1.104 | 3,829 | 8,605 | 647 | 4,302.200 |
| IC1906 | 4,296.000 | 4,346.000 | 4,254.800 | 4,301.800 | -1.182 | 3,829 | 8,402 | 647 | 4,313.200 |
| 小计 | | | | | | 10,4559 | 54,732 | (179) | |

表 2: 期货合约月成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

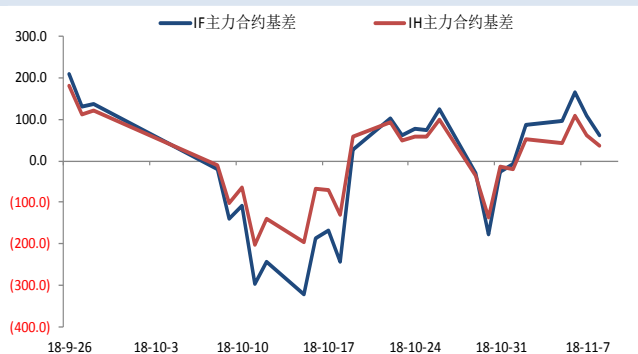
| 合约代码 | 月开盘价 | 月最高价 | 月最低价 | 月收盘价 | 涨跌(%) | 月成交量 | 月持仓量 | 持仓变化 | 月末结算价 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|---------|--------|---------|-----------|
| IF1811 | 3,276.800 | 3,286.200 | 3,228.000 | 3,169.800 | -3.265 | 154,461 | 28,897 | (2,171) | 3,175.000 |
| IF1812 | 3,285.400 | 3,286.600 | 3,229.000 | 3,168.000 | -3.573 | 37,657 | 27,887 | 2,572 | 3,173.600 |
| IF1903 | 3,280.000 | 3,288.800 | 3,233.200 | 3,172.000 | -3.293 | 5,125 | 7,200 | 300 | 3,177.400 |
| IF1906 | 3,275.600 | 3,282.600 | 3,228.800 | 3,163.200 | -3.293 | 880 | 971 | 247 | 3,170.600 |
| 小计 | | | | | | 198,123 | 64,955 | 948 | |
| 合约代码 | 月开盘价 | 月最高价 | 月最低价 | 月收盘价 | 涨跌(%) | 月成交量 | 月持仓量 | 持仓变化 | 月末结算价 |
| IH1811 | 2,458.000 | 2,530.600 | 2,492.000 | 2,434.400 | -3.435 | 88,630 | 16,144 | (420) | 2,440.600 |
| IH1812 | 2,461.000 | 2,534.800 | 2,499.800 | 2,444.200 | -3.529 | 18,548 | 9,424 | 841 | 2,447.800 |
| IH1903 | 2,470.000 | 2,550.000 | 2,515.000 | 2,463.600 | -3.183 | 1,899 | 1,819 | 149 | 2,469.000 |
| IH1906 | 2,456.600 | 2,543.000 | 2,513.000 | 2,460.000 | -3.066 | 424 | 601 | 127 | 2,464.400 |
| 小计 | | | | | | 109,077 | 27,387 | 570 | |

图 19: 沪深 300 期货主力合约走势

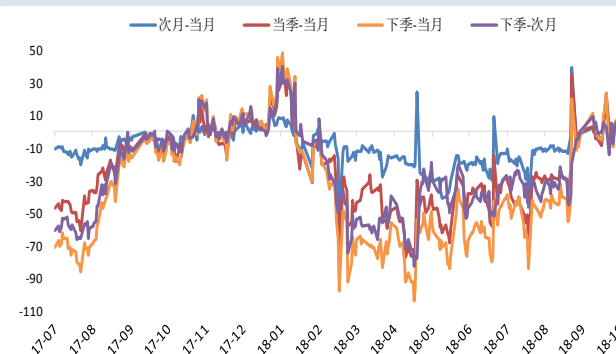

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20: 上证 50 期货主力合约走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21: 股指期货主力合约基差(现货-期货)走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22: 沪深 300 期货价差结构


数据来源: Wind、国都期货研究所

四、A股行情

消息面方面，(1) 美国中期选举尘埃落定，民主党获得众议院多数党席位，共和党则将在中期选举后继续掌控参议院，且优势席位将有所增加。选举结果在分析师预期之内。亚太市场在尾盘闻讯走低，A股三大股指、香港恒生指数以及MSCI亚太指数齐齐转跌；欧美市场则小幅走高。中期选举后，两党分立的国会将给特朗普颁布国内新法案带来很大阻碍，特朗普政府对内以财政赤字支持经济扩张的空间将受到限制，但是，两党在对外贸易和全球化方面观点相近，即对贸易顺差国偏强硬，因此中期选举可能不是特朗普对贸易摩擦态度主观转变的拐点，反而有可能客观影响到贸易政策的节奏。(2) 国家主席习近平宣布，为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，增设中国上海自由贸易试验区的新片区；在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。市场人士认为，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，这是强化市场功能的重大改革举措。但注册制试点并不意味着降低门槛，更并不意味着大批量企业集中上市。(3) 国务院总理提出要大力度减税降费，采取有效措施改善民营和小微企业融资难融资贵。减税降费是实施积极财政政策、保持宏观经济稳中向好的重要举措。预计今年国家减税降费的力度会有所超预期。截至11月7日，已有券商、保险公司设立了总规模逾700亿元的纾困民企专项产品或资管计划。(4) 习近平会见美国前国务卿基辛格：习近平强调，中美双方对彼此的战略意图要有准确的判断。中国愿同美方通过友好协商妥善解决两国关系发展中出现的问题。同时，美方也应尊重中方按照自己选择的道路发展的权利和合理权益，同中方相向而行，共同维护中美关系的健康稳定发展。(5) 美联储加息预期不变，符合预期；

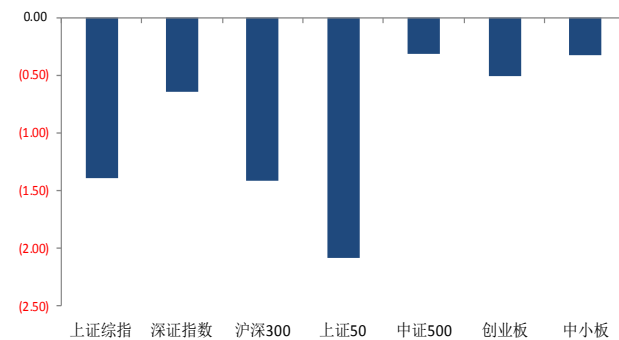
总体来看，目前大盘已经处于估值底和政策底，但是消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间。目前市场偏空消息较多，政策提振着重于解决企业融资需求，并未解决A股流动性问题，预计市场维持熊市底部的时间仍旧较长。

图 23：上证综合指数走势



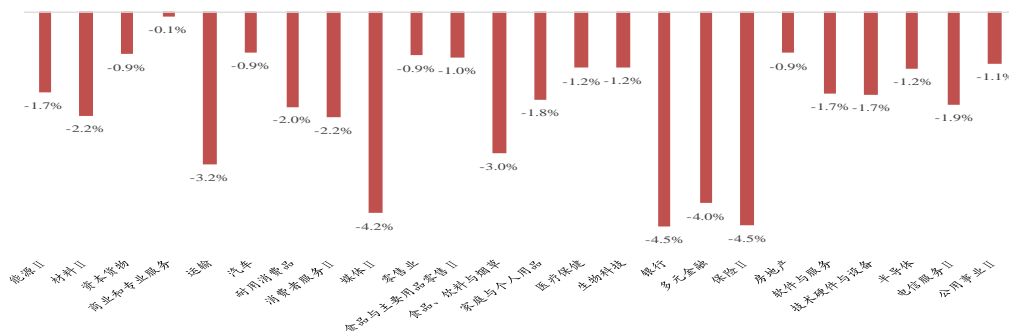
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24：各板块表现 (周)



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25: Wind 行业表现 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

五、宏观面情况

(一) 生产端——工业生产低位企稳，经济下行压力加大

三季度GDP继续回落。今年三季度GDP同比增长6.5%，预期6.6%，为2009年二季度以来最低，二季度GDP同比增长6.7%；三季度GDP环比1.6%，预期1.6%，二季度环比1.8%；2018年一至三季度GDP同比6.7%，预期6.7%，前值6.8%；2018年整年增长目标设为6.5%左右。

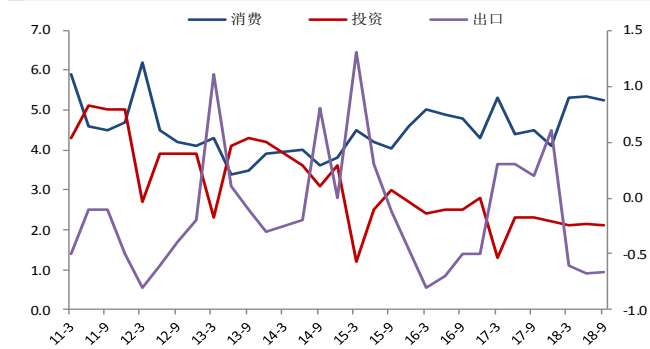
三驾马车中，投资贡献值与上季度持平，仍然处于低位，是GDP增速回落的主要原因。最终消费支出对GDP累计同比的拉动为5.2%，较二季度下降0.1个百分点，较去年全年上升1.1个百分点；投资对GDP累计同比的拉动为2.1%，与二季度持平，较去年全年下降0.1个百分点；净出口对GDP累计同比的拉动为-0.7%，与二季度持平，较去年全年下降1.3个百分点。

分产业来看，第二产业GDP下滑是GDP当季增速不及预期下行的主要原因。对GDP累计同比的拉动中，截止三季度，第一产业为0.20%，与二季度持平；第二产业为2.40%，较二季度下降0.1个百分点；第三产业为4.10%，与二季度持平。

图 29: GDP 当季同比 (%)



图 30: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动



数据来源: Wind、国都期货研究所

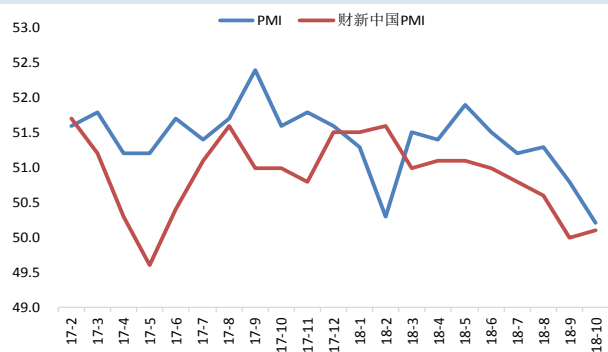
数据来源: Wind、国都期货研究所

10月份制造业PMI为50.2%，环比回落0.6个百分点，增速继续放缓，创2016年8月以来9个季度的新低，虽然有一部分“十一”长假的影响，但也低于去年同期1.4个百分点。

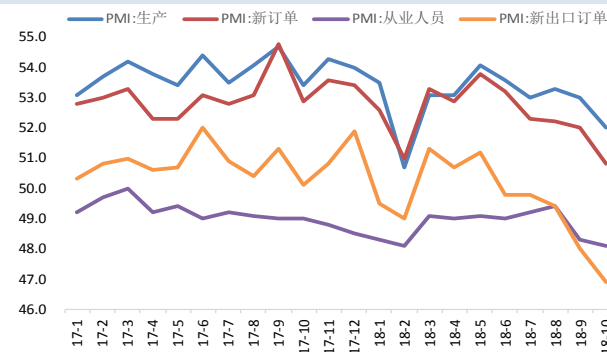
指数全面走弱，生产需求扩张纷纷放缓。10月生产指数为52.0%，较上月回落1.0个百分点；需求方面，新订单指数为50.8%，较上月大幅回落1.2个百分点，原材料、产成品库存下滑0.6、0.3个百分点至47.2%和47.1%。需求不足，企业进入主动去库存阶段，未来制造业景气度或将同步下行。

10月中央政治局会议对经济的下行担忧上升，针对经济形势，延续了7月政治局会议上“稳中有变”的说法。但在“稳中有变”之下，经济从“面临一些新问题新挑战”，转为“下行压力有所加大”。可见中央层面，对经济下行做了确认。未来积极的财政政策需更加积极，如“大基建”指导意见的公布，将带动基建增速反弹，从而进一步带动制造业整体需求提升。

进出口继续承压。10月新出口订单指数为46.9%，较上月回落1.1个百分点，连续5个月位于荣枯线以下；进口指数下行0.9个百分点至47.6%，刷新今年新低。贸易摩擦持续升级对全球贸易继续产生负面影响，预计将反映到四季度进出口数据中，同时将对GDP造成较大拖累。

图 31：制造业 PMI&财新 PMI


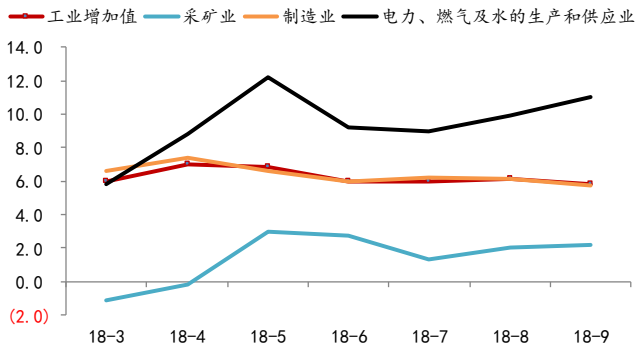
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 32：制造业 PMI 分项指标


数据来源: Wind、国都期货研究所

工业生产下滑。9月规模以上工业增加值同比增长5.8%，比8月份回落0.3个百分点。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速较1-8份回落0.1个百分点。前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.4%，增速比上半年回落0.3个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长1.8%，制造业增长6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长10.3%。

图 33：工业增加值
图 34：工业企业利润



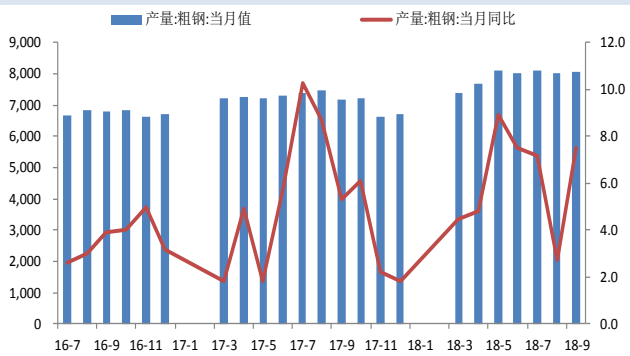
数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

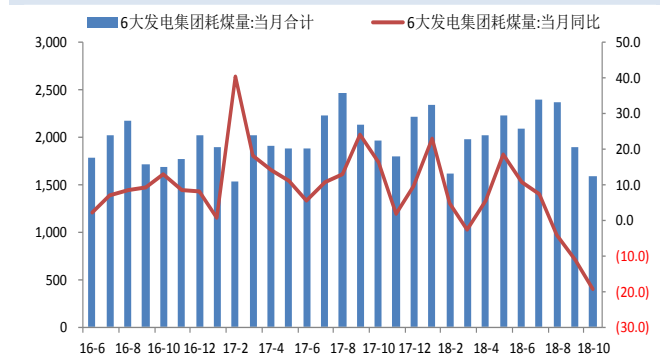
9月粗钢产量8085万吨，同比增长0.65%，较前值2.7%大幅回落；10月六大发电集团耗煤量1597.95万吨，同比下降19.12%，环比下降15.64%，凸显工业生产下行压力仍旧较大。

图 35: 粗钢产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 36: 六大发电集团耗煤量



数据来源: Wind、国都期货研究所

整体来看，生产端目前仍旧虽然处于景气区间，但10月份生产数据回落明显，经济下行压力加大。

(二) 通胀温和抬升

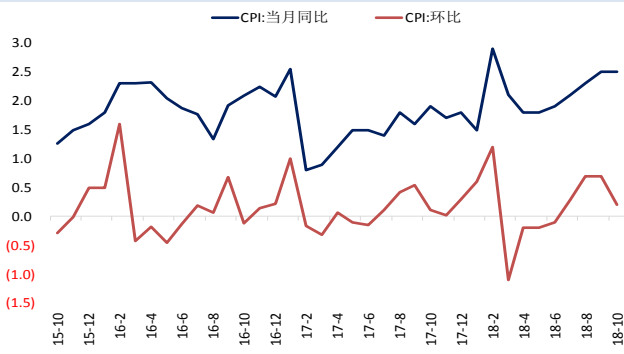
10月CPI同比增长2.5%，预期2.5%，前值2.5%，持平前值；10月PPI同比增长3.3%，预期3.3%，前值3.6%，低于前值。

10月CPI稳定食品方面，秋菜、冬储菜集中上市、鸡蛋供给提升，压低菜价、蛋价，拖累食品价格环比由涨转降。而肉类消费需求增加和鲜果供应偏紧，价格有所提升。非食品方面，能源、衣着价格上涨，机票和旅游价格下跌。10月PPI呈现环增俱降符合预期，一方面目前主要是供给端刺激上游回暖，而整体需求依旧低迷；另一方面在于去年PPI10月高基数。

展望后期，猪肉价格以及原油价格的冲击对CPI构成压力。非洲猪瘟对猪价影响尚未出清，后期猪价仍有上行的压力。而原油价格虽然处于下行

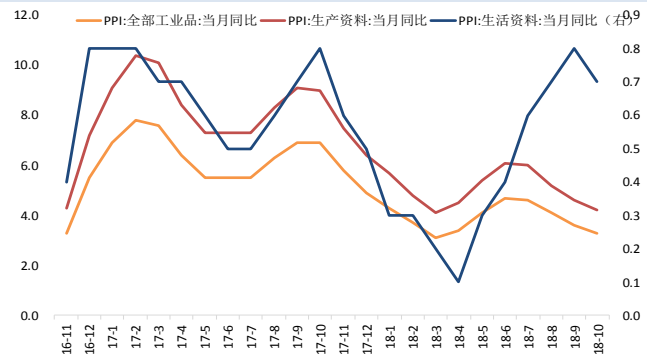
通路，但美国制裁伊朗对原油价格依旧存在隐忧。PPI方面，下游需求端回暖不足，预计PPI后期仍有下行可能。

图 37: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 38: PPI 当月同比



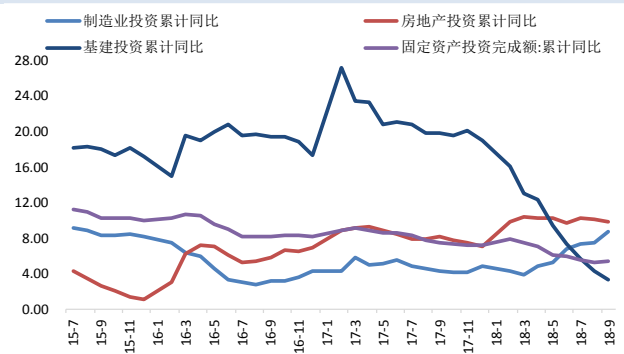
数据来源: Wind、国都期货研究所

(三) 投资——固定资产投资增速再创新低

9月固定资产投资累计同比5.4%，预期5.3%，前值5.3%。其中基建投资同比增长3.3%，较前值降0.9个百分点，仍旧成为拖累整体投资增速的主要因素；制造业投资累计同比增加8.7%，较前值提高1.2个百分点，是拉动投资的主要动力；房地产开发投资累计同比增速9.9%，较前值降低0.2个百分点。

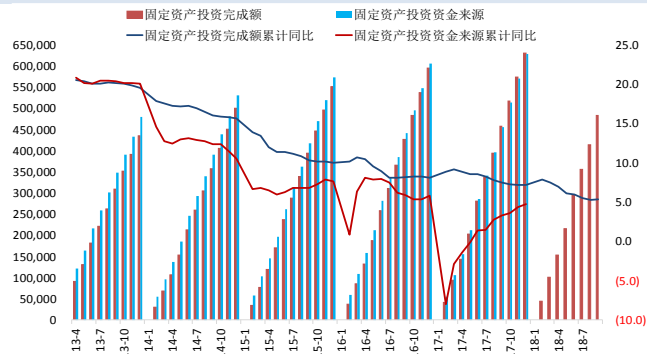
细分来看，制造业投资连续6个月加速增长；而基建数据未现反转，主要在于投资有时滞性，而且基建降幅有所缩窄，加之随着地方政府债放量发行，基建的资金来源充裕，预计基建投资未来将有所回暖；房地产投资增速有所下滑，主要由于地方政府抑制房地产政策频出以及房产税相关消息发布。

图 39: 固定资产投资增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 40: 固定资产投资资金与完成额



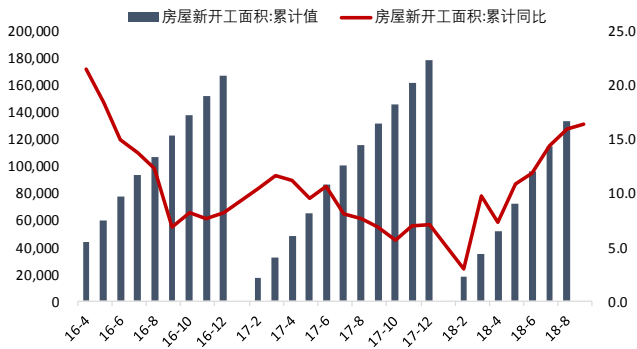
数据来源: Wind、国都期货研究所

但整体来看，房地产投资维持较高增速，数据颇好。商品房销售额和销售面积增速平稳，9月商品房销售额累计同比13.3%，较上月回落1.2个百分点，商品房销售面积累计同比2.9%，较8月回落1.1个百分点；房地产

建设指标上，房屋新开工面积累计同比16.4%，较8月提高0.5个百分点，房地产库存面积环比保持下降态势；房屋竣工面积累计同比-11.4%，高于前值-11.60%。

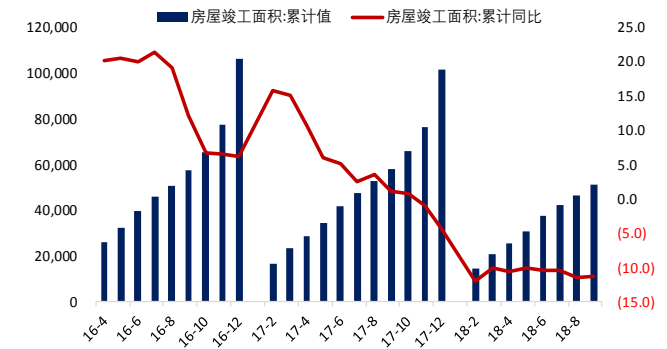
房价方面，70个大中城市新建商品住宅价格中，二三线城市房价显著上涨，一线城市出现小幅上涨。

图 34: 房地产新开工面积



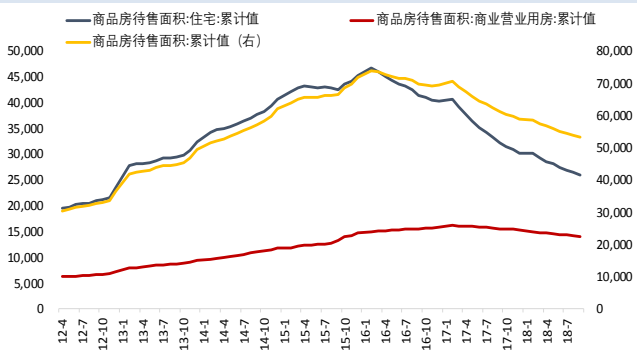
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 35: 房屋竣工面积



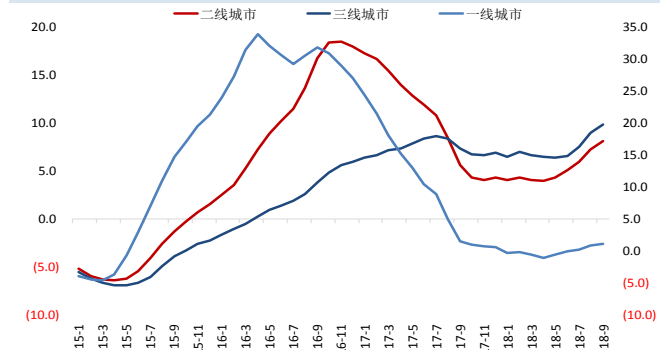
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 34: 房地产去库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 35: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数



数据来源: Wind、国都期货研究所

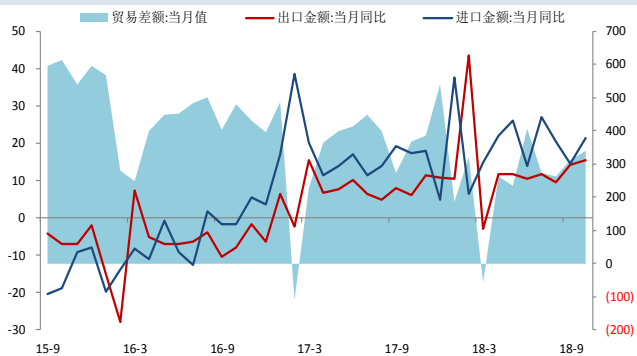
（四）进出口——进出口超预期增长

10月进出口大超预期，贸易顺差扩大。按美元计，中国10月出口同比上升15.6%，进口同比上升21.4%。贸易顺差340.1亿美元，预期351.5亿美元，前值316.9亿美元。

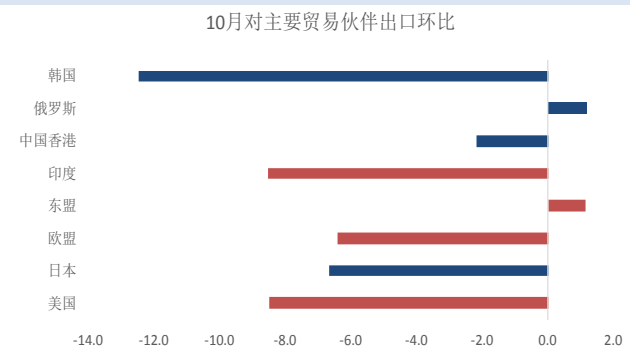
出口方面，汇率维持低位对出口表现形成支撑。但10月PMI指数中新出口订单指数继续下行至46.9，为2012年7月份以来的最低点，未来出口承压。进口方面，10月进口大增主因原油反季节性储备。

分国家看，“一带一路”支撑进出口超预期，对美顺差继续扩大。前10个月，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口6.84万亿元，增长14.8%，

占外贸总值的27.3%。此外，对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口均增长。

图 36：进出口同比


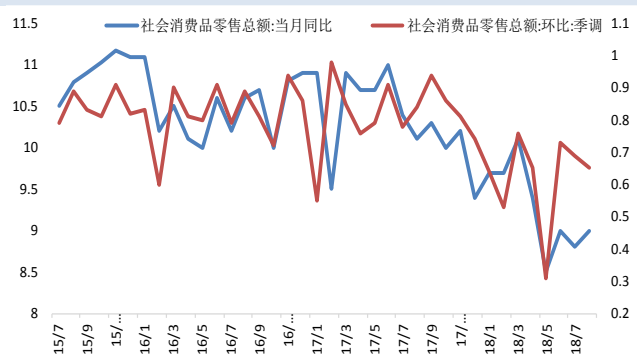
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 37：对主要市场出口


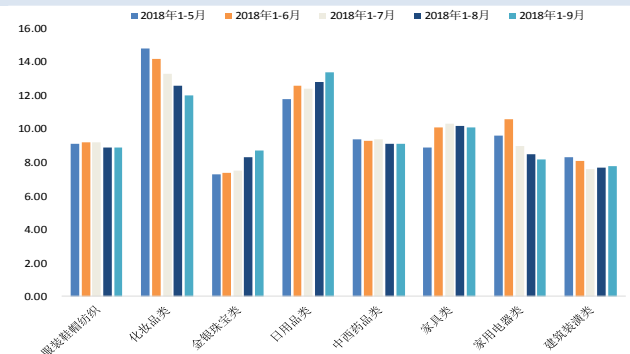
数据来源：Wind、国都期货研究所

（五）消费——消费继续维持低位

9 月社会消费品零售总额同比 9.2%，预期 9%，前值 9%，9 月社会消费品零售总额累计同比 9.3%，预期 9.3%，前值 9.3%；

图 38：社会消费品零售总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 39：分项零售额累计同比


数据来源：Wind、国都期货研究所

（六）金融数据——社融走弱，短期难言“宽信用”

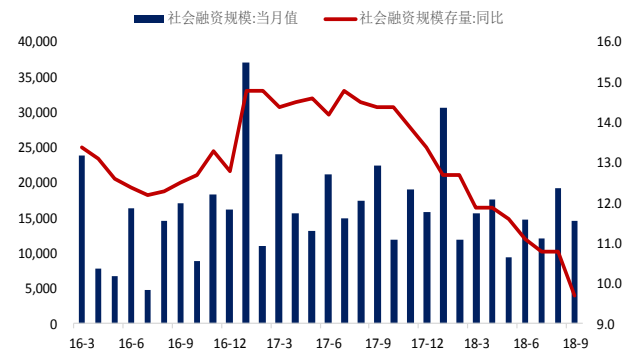
社融结构增速持续回落。9 月末社会融资规模存量为 197.3 万亿元，同比增长 10.6%。前三季度社会融资规模增量累计 15.37 万亿元，其中，9 月份社会融资规模增量为 2.21 万亿元，比上月多 2768 亿元。2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。9 月末调整社融规模应为 1.47 万亿，低于市场预期 1.55 万亿元，社融当月存量增速下滑至 10% 以下表外融资继续收缩，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三者合计减少 2891 亿元，降幅较上月甚至略有扩大；

9 月企业债券融资仅 142 亿，同比少增 1500 亿，为年内首次出现，或部分显示地方政府专项债的大规模发行对企业债券融资形成一定挤压 9 月新

增信贷继续维持高位1.38万亿，同比多增1100亿，多增幅度弱于6-8月。贷款结构仍然不佳，企业贷款多集中在票据和短贷。连续数月企业贷款结构偏向短期，或凸显企业中长期投资需求在一定程度上增长乏力。

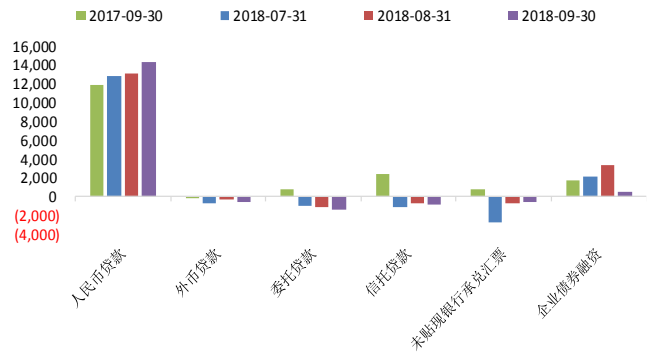
M2、M1增速均小幅回升但仍徘徊低位，后期增速显著回升有赖社融和财政存款加速释放。

图 40：社会融资规模



数据来源：Wind、国都期货研究所

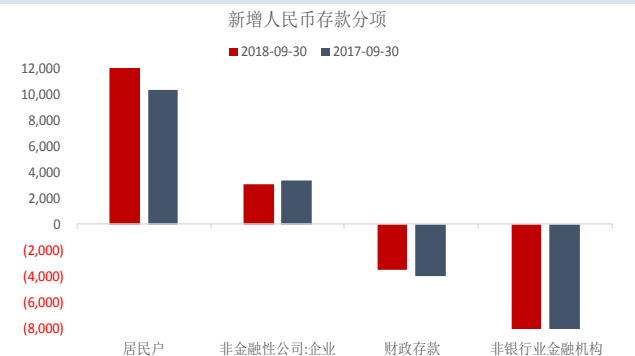
图 41：9 月社融分项新增量



数据来源：Wind、国都期货研究所

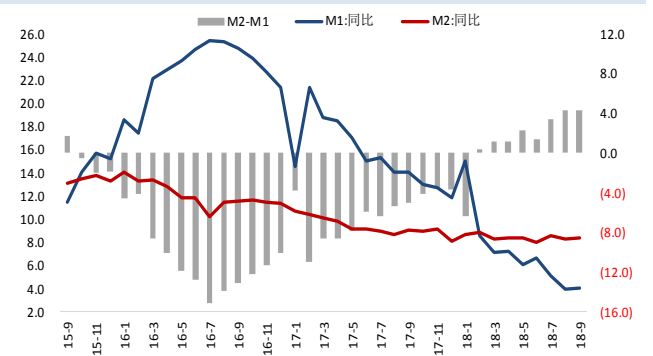
综上，9 月社融增速继续下降，非标萎靡，宽信用的政策在 9 月的金融数据上未见显著效果，政策传导存在一定时滞。但金融数据边际改善，未来宽信用落地可期。

图 40：新增人民币存款分项



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 41：货币供应



数据来源：Wind、国都期货研究所

六、后市展望

目前在避险思路下，股债联动，债市短期走势主要被股市表现所影响。宏观经济下行压力依然较大，叠加股市避险情绪，短期内国债期货将继续走高；但受到美联储加息影响，中美债券利差收窄限制了国债收益率下行空间，上行空间有限。TF 合约和 T 合约价差回落，可适当做多二者价差。

消息面方面，(1) 美国中期选举尘埃落定，民主党获得众议院多数党席位，共和党则将在中期选举后继续掌控参议院，且优势席位将有所

增加。选举结果在分析师预期之内。亚太市场在尾盘闻讯走低，A股三大股指、香港恒生指数以及MSCI亚太指数齐齐转跌；欧美市场则小幅走高。中期选举后，两党分立的国会将给特朗普颁布国内新法案带来很大阻碍，特朗普政府对内以财政赤字支持经济扩张的空间将受到限制，但是，两党在对外贸易和全球化方面观点相近，即对贸易顺差国偏强硬，因此中期选举可能不是特朗普对贸易摩擦态度主观转变的拐点，反而有可能客观影响到贸易政策的节奏。(2) 国家主席习近平宣布，为了更好地发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，增设中国上海自由贸易试验区的新片区；在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。市场人士认为，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，这是强化市场功能的重大改革举措。但注册制试点并不意味着降低门槛，更并不意味着大批量企业集中上市。(3) 国务院总理提出要大力度减税降费，采取有效措施改善民营和小微企业融资难融资贵。减税降费是实施积极财政政策、保持宏观经济稳中向好的重要举措。预计今年国家减税降费的力度会有所超预期。截至11月7日，已有券商、保险公司设立了总规模逾700亿元的纾困民企专项产品或资管计划。(4) 习近平会见美国前国务卿基辛格：习近平强调，中美双方对彼此的战略意图要有准确的判断。中国愿同美方通过友好协商妥善解决两国关系发展中出现的问题。同时，美方也应尊重中方按照自己选择的道路发展的权利和合理权益，同中方相向而行，共同维护中美关系的健康稳定发展。(5) 美联储加息预期不变，符合预期。

总体来看，目前大盘已经处于估值底和政策底，但是消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间。目前市场偏空消息较多，政策提振着重于解决企业融资需求，并未解决A股流动性问题，预计市场维持熊市底部的时间仍旧较长。