

期债整体偏强 股市维持底部逻辑

主要观点

行情回顾。本周国债期货市场整体震荡下行，5年期主力合约TF1812 收盘价报98.690，周内跌幅0.121%，周成交量12,987，周内减仓2,229；10年期主力合约T1812 收盘价报96.780，周内跌幅0.170%，周成交量46,379，周内减仓7,777；2年期国债期货主力合约TS1812 收盘价报100.030，周内跌幅0.050%，周成交量380手，周内减仓101手。

本周受到海外市场波动剧烈，美五大科技股全部跌入熊市，原油大跌，避险情绪升温，期指迎来补跌行情。沪深300期货主力合约IF1812 周内下跌4.051%，上证50期货主力合约IH1812 周内下跌2.671%，中证500期货主力合约IC1812 周内下跌7.060%。中证500期货当季合约跌幅最大，为7.319%。主力合约基差走强，沪深300期货远期合约与当月合约价差平稳。

基础市场表现。本周末进行公开市场操作，央行连续21日未进行公开市场操作创纪录。银行间资金成本上升，但是随着缴税因素影响逐渐加大，预计央行将适时重启逆回购操作以释放流动性。目前资金面整体平稳。周内银存间质押式回购利率全线上涨，隔夜利率上行11.67bp报2.4984%；Shibor利率涨跌不一，隔夜利率上涨1.1bp报2.3560%。

后市展望。经济下行压力加大，在未来相当长的一段时间内基本面不会有大变化，宽信用政策落地受阻，金融数据大幅不及预期；但近期诸多提振民营企业融资的政策落地，房企融资边际放松，流动性和国债需求短期有所转弱，国债期货相应回落。中美贸易谈判接触频繁，未来一周重点关注月底G20会议是否有进展。

消息面方面，（1）10月央行口径外汇占款21.3万亿元，环比下滑915.76亿元，连续3个月下降；10月全国发行地方政府债券2560亿元。截至10月末，全国地方政府债务余额184043亿元。（2）商务部：美更新“301调查”报告罔顾事实，中方完全不接受。商务部新闻发言人高峰表示，报告对中方进行新的无端指责，捕风捉影，罔顾事实，中方完全不能接受。针对美方日前公布的拟加强14项技术出口管制征求意见的通知，中方已注意到这一通知，并正在对美方可能采取的措施进行评估。APEC峰会首次没有发表宣言，有关WTO改革难以达成共识，贸易摩擦在相当长的一段时间内难以缓和；（3）沪深交易所正式发布重大违法强制退市新规、证监会修订上市公司重大资产重组信息披露准则，资本市场制度性建设更进一步；（4）股权质押问题有效缓解，上周有114家上市公司发布解除质押的公告；（5）银保监会：对暂时经营困难的企业不应盲目抽贷、断贷；深交所：严厉打击上市公司控股股东、实际控制人违规占用资金行为。总体来看，目前大盘底部逻辑短期不会改变，中美贸易摩擦再度升级，消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间，政策提振作用有限，预计后市行情宽幅震荡为主。

报告日期 2018-11-26

研究所

张楠

金融期货分析师

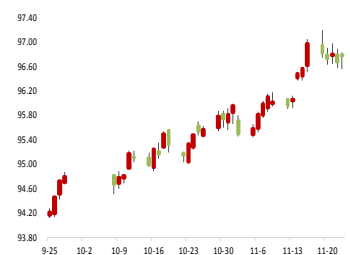
从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

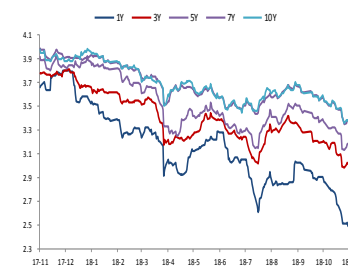
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

T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——固定资产投资略高预期.....	14
（四）进出口——进出口大超预期增长.....	16
（五）消费——消费继续维持低位.....	17
（六）金融数据全线不及预期，社融大幅回落，信用收缩延续.....	17
六、后市展望.....	18

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	8
图 14: 国开债收益率走势	8
图 15: 国债收益率变化（周）	8
图 16: 国开债收益率变化（月）	8
图 17: 10 年期国债利差（中美）	8
图 18: 债券净价指数	8
表 2: 期货合约周成交/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
表 2: 期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）(续)	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	10
图 22: 沪深 300 期货价差结构	10
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（%）	12
图 30: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动	12
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	13
图 34: 工业企业利润	13
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	17
图 39: 分项零售额累计同比	17
图 40: 社会融资规模	18
图 41: 10 月社融分项新增量	18
图 40: 新增人民币存款分项	18
图 41: 货币供应	18

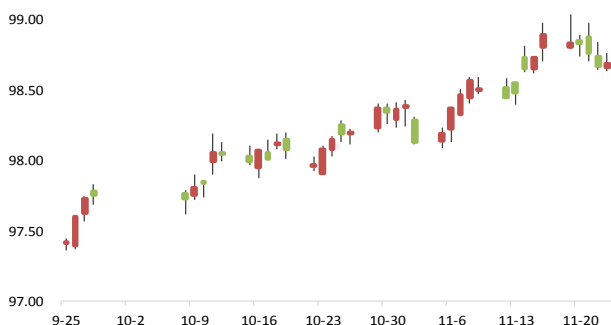
一、行情回顾

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)

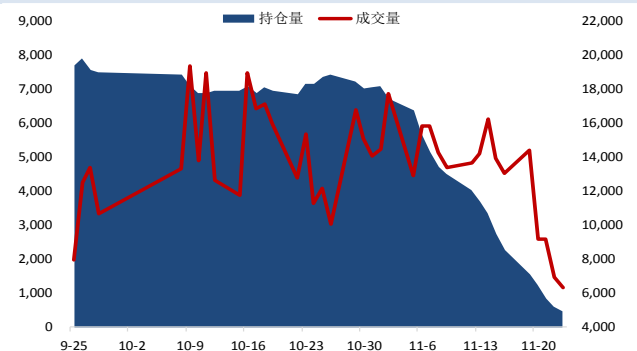
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
TF1812	98.810	99.045	98.640	98.690	-0.121	12,987	4,898	(2,229)	98.7200
TF1903	98.930	99.045	98.600	98.745	-0.002	21,892	12,065	1,212	98.7650
TF1906	98.880	98.900	98.690	98.690	-0.002	27	26	17	98.7200
小计						34,906	16,989	(1,000)	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
T1812	96.945	97.195	96.560	96.780	-0.170	46,379	6,216	(7,777)	96.7400
T1903	96.975	97.180	96.475	96.670	-0.003	186,940	64,257	4,950	96.6350
T1906	97.140	97.140	96.450	96.680	-0.005	304	211	180	96.6350
小计						233,623	70,684	(2,647)	
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	100.080	100.140	99.965	100.030	-0.050	380	1,278	(101)	100.0300
TS1903	100.060	100.090	99.960	99.975	-0.001	598	840	13	99.9750
TS1906	100.110	100.110	100.100	100.150	0.000	0	14	0	100.1050
小计						978	2,132	(88)	

本周国债期货市场整体震荡下行, 5 年期主力合约 TF1812 收盘价报 98.690, 周内跌幅 0.121%, 周成交量 12,987, 周内减仓 2,229; 10 年期主力合约 T1812 收盘价报 96.780, 周内跌幅 0.170%, 周成交量 46,379, 周内减仓 7,777; 2 年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 100.030, 周内跌幅 0.050%, 周成交量 380 手, 周内减仓 101 手。

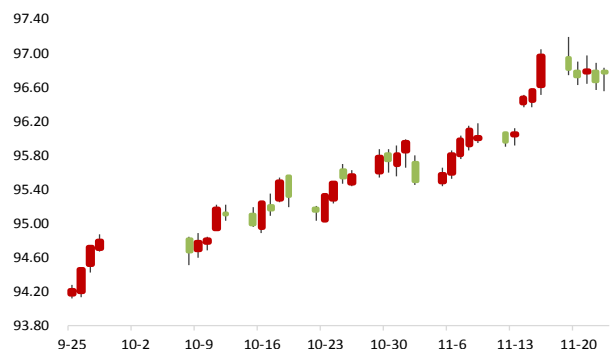
经济下行压力加大, 在未来相当长的一段时间内基本面不会有大变化, 宽信用政策落地受阻, 金融数据大幅不及预期; 但近期诸多提振民营企业融资的政策落地, 房企融资边际放松, 流动性和国债需求短期有所转弱, 国债期货相应回落。中美贸易谈判接触频繁, 未来一周重点关注月底 G20 会议是否有进展。

图 1: TF 主力合约走势


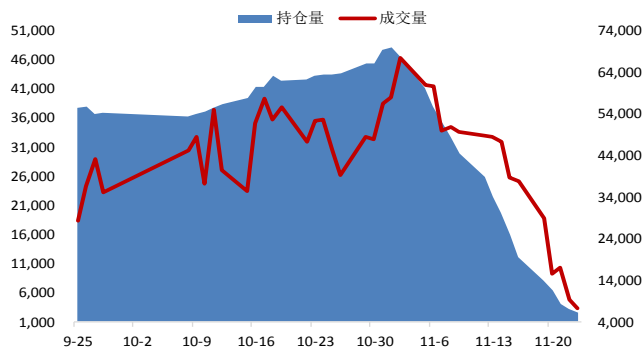
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 2: TF 主力合约成交量及持仓量


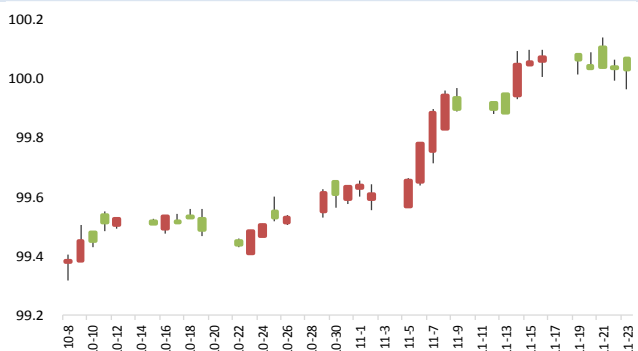
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3: T 主力合约走势


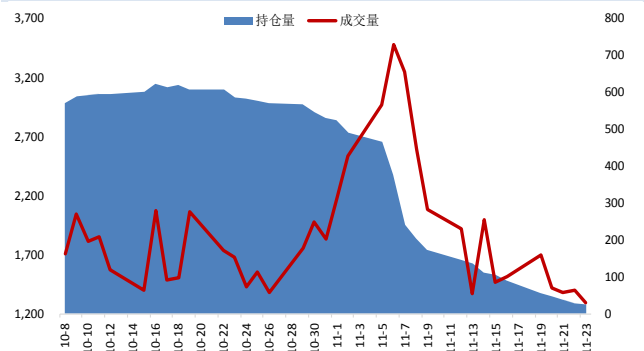
数据来源: Wind、国都期货研究所

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


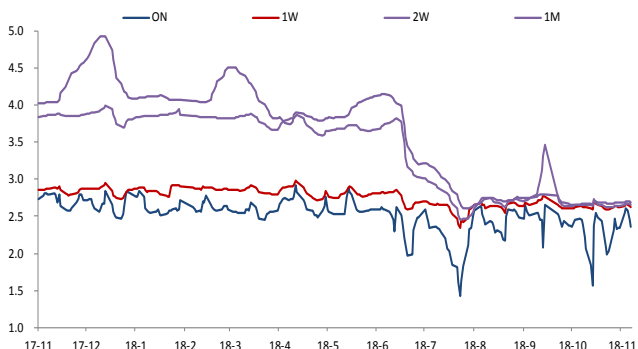
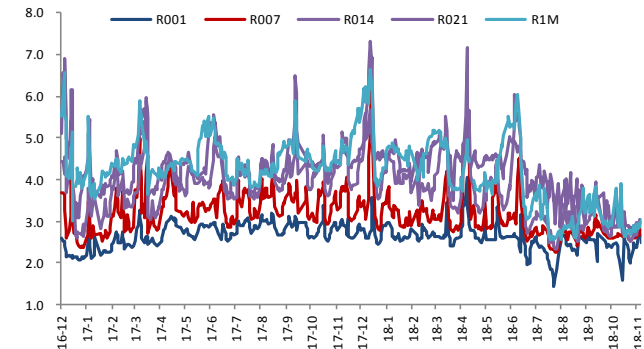
数据来源: Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

(一) 货币市场

本周末进行公开市场操作, 央行连续21日未进行公开市场操作创纪录。银行间资金成本上升, 但是随着缴税因素影响逐渐加大, 预计央行将适时重启逆回购操作以释放流动性。目前资金面整体平稳。

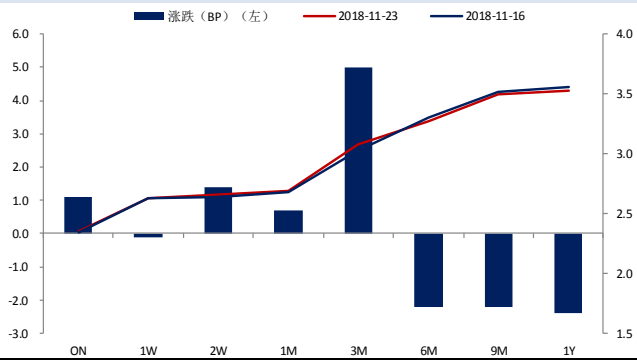
周内银存间质押式回购利率全线上涨, 隔夜利率上行11.67bp报2.4984%; Shibor利率涨跌不一, 隔夜利率上涨1.1bp报2.3560%。

图 7: SHIBOR 利率走势

图 8: 公开市场操作


数据来源: Wind、国都期货研究所

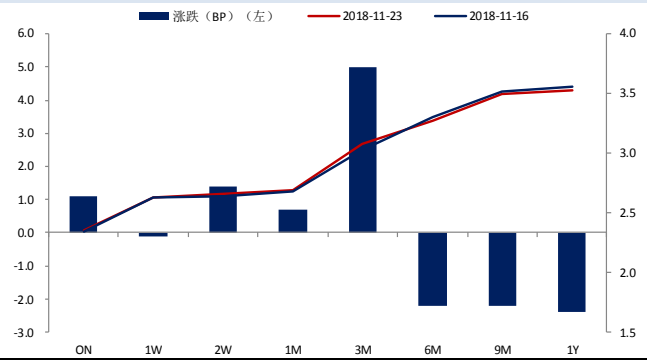
数据来源: Wind、国都期货研究所

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)



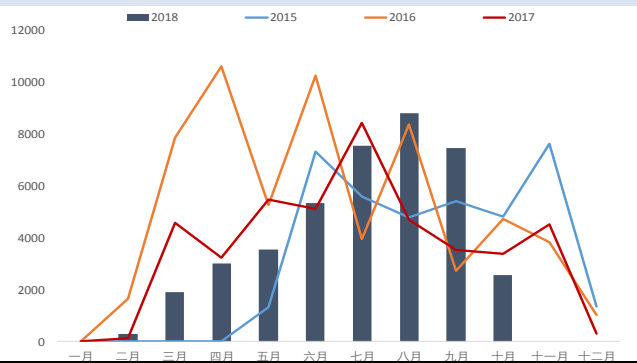
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

一级市场方面, 11月23日, 财政部3个月贴现国债中标收益率2.2377%, 全场倍数2.5, 中债国债3个月到期收益率为2.2864%。中标收益率低于估值, 需求强劲。

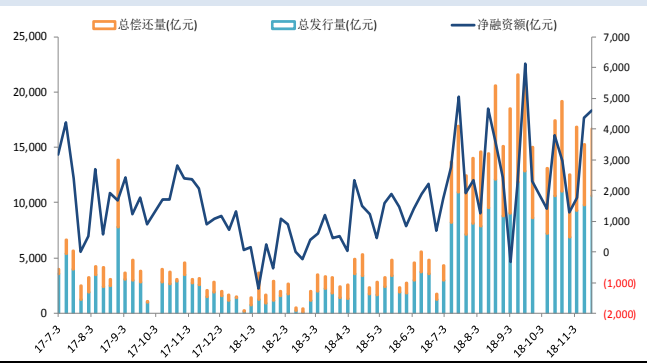
二级市场上, 本周现券收益率有所上升。10年期国债收益率上涨4.02bp 报3.2917%; 10年期国开债收益率上涨1.96bp 报3.9019%。

图 11: 地方政府债发行 (月)



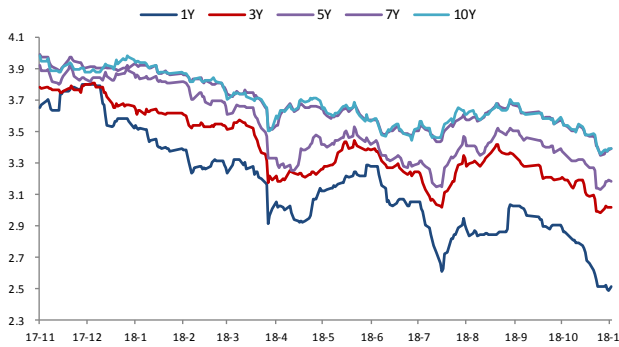
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12: 债券净融资额



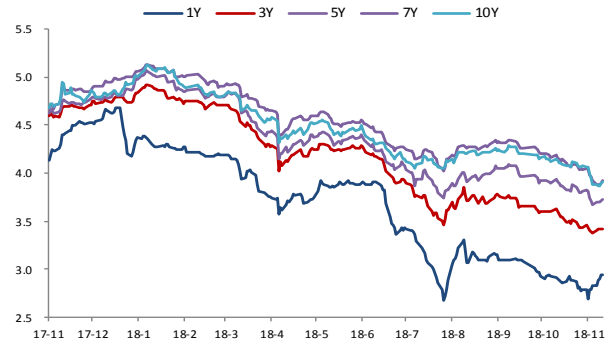
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势



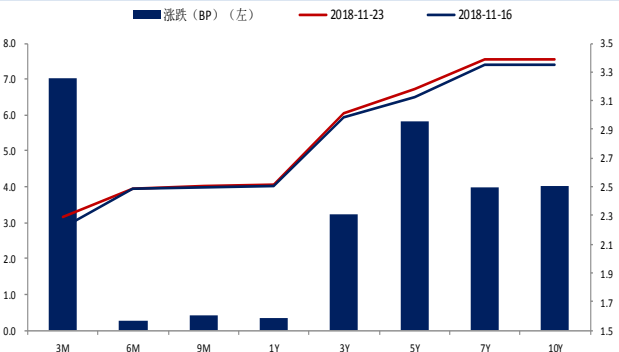
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 国开债收益率走势



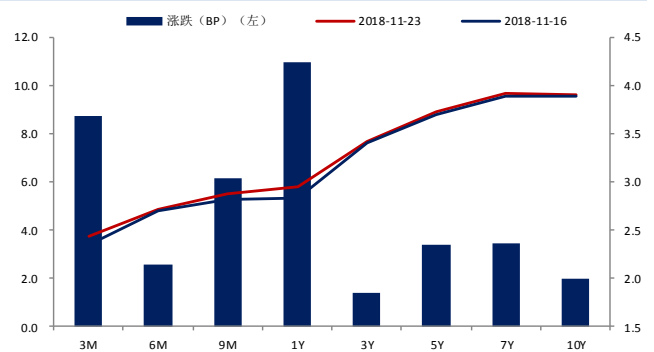
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)



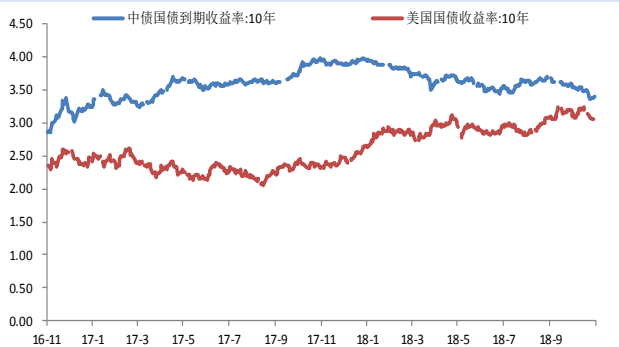
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化 (月)



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

本周受到海外市场波动剧烈,美五大科技股全部跌入熊市,原油大跌,避险情绪升温,期指迎来补跌行情。沪深300 期货主力合约IF1812 周内下跌 4.051%,上证50 期货主力合约IH1812 周内下跌 2.671%,中证500 期货主力合约IC1812周内下跌7.060%。中证500 期货当季合约跌幅最大,

为7.319%。主力合约基差走强，沪深300 期货远期合约与当月合约价差平稳。

表 2：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
IF1812	3,268.600	3,297.200	3,253.800	3,136.200	-4.051	166,206	50,691	(1,332)	3,144.400
IF1903	3,272.000	3,300.600	3,260.200	3,139.200	-4.059	10,334	9,616	1,147	3,147.600
IF1906	3,273.000	3,298.400	3,256.800	3,132.800	-4.059	1,565	1,960	592	3,138.600
小计						178,105	62,267	407	

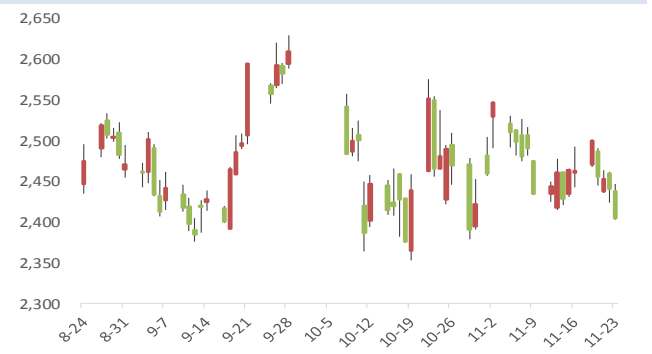
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IH1812	2,471.000	2,501.400	2,467.400	2,405.000	-2.671	90,298	22,750	993	2,408.800
IH1903	2,487.200	2,517.600	2,483.600	2,427.200	-2.412	3,736	2,284	106	2,430.200
IH1906	2,488.600	2,509.600	2,480.800	2,420.200	-2.749	536	1,049	276	2,424.400
小计						94,034	25,034	1,099	

表 2：期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）（续）

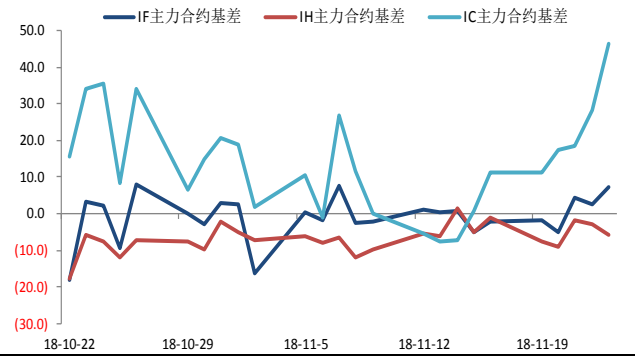
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1812	4,657.000	4,683.600	4,594.600	4,328.200	-7.060	95,069	40,988	(2,779)	4,357.000
IC1903	4,618.000	4,646.200	4,555.400	4,280.000	-7.319	8,376	11,771	1,324	4,309.000
IC1906	4,575.800	4,591.600	4,505.000	4,244.000	-7.251	1214	2008	366	4,269.000
小计						103445	52759	(1,455)	

图 19：沪深 300 期货主力合约走势

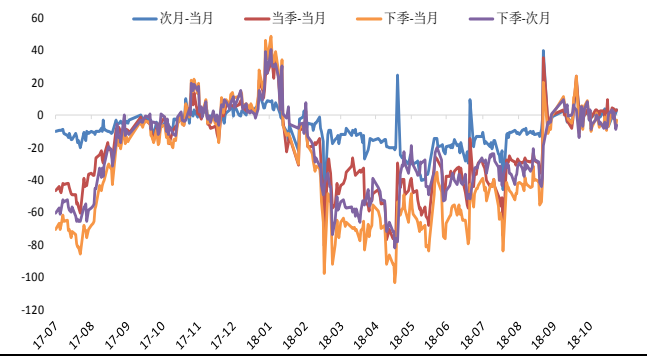

数据来源：Wind、国都期货研究所

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

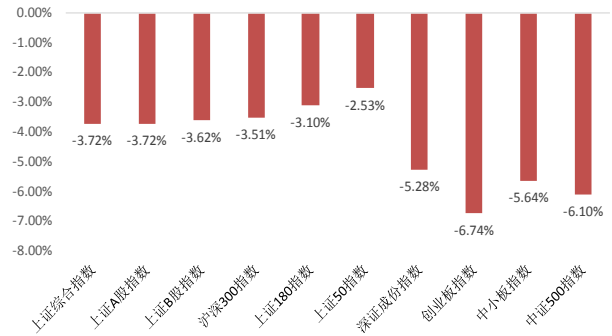
本周股市迎来补跌行情。消息面方面，(1) 10月央行口径外汇占款21.3万亿元，环比下滑915.76亿元，连续3个月下降；10月全国发行地方政府债券2560亿元。截至10月末，全国地方政府债务余额184043亿元。一般债务109269亿元，专项债务74774亿元；政府债券181478亿元，非政府债券形式存量政府债务2565亿元。(2) 商务部：美更新“301调查”报告罔顾事实，中方完全不接受。商务部新闻发言人高峰表示，报告对中方进行新的无端指责，捕风捉影，罔顾事实，中方完全不能接受。针对美方日前公布的拟加强14项技术出口管制征求意见的通知，中方已注意到这一通知，并正在对美方可能采取的措施进行评估。APEC峰会首次没有发表宣言，有关WTO改革难以达成共识，贸易摩擦在相当长的一段时间内难以缓和；(3) 沪深交易所正式发布重大违法强制退市新规、证监会修订上市公司重大资产重组信息披露准则，资本市场制度性建设更进一步；(4) 股权质押问题有效缓解，上周有114家上市公司发布解除质押的公告；(5) 银保监会：对暂时经营困难的企业不应盲目抽贷、断贷；深交所：严厉打击上市公司控股股东、实际控制人违规占用资金行为。

总体来看，目前大盘底部逻辑短期不会改变，中美贸易摩擦再度升级，消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间，政策提振作用有限，预计后市行情宽幅震荡为主。

图 23：上证综合指数走势
图 24：各版块表现（周）

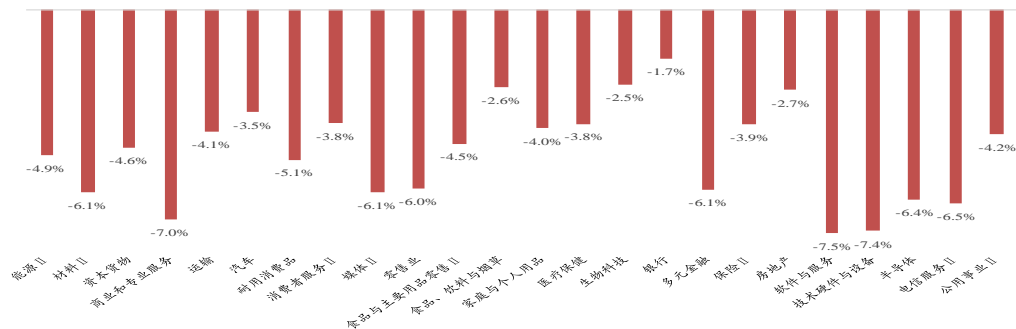


数据来源: Wind、国都期货研究所



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

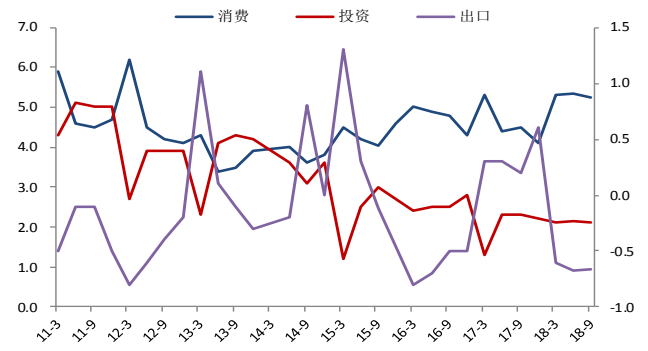
三季度GDP继续回落。今年三季度GDP同比增长6.5%，预期6.6%，为2009年二季度以来最低，二季度GDP同比增长6.7%；三季度GDP环比1.6%，预期1.6%，二季度环比1.8%；2018年一至三季度GDP同比6.7%，预期6.7%，前值6.8%；2018年整年增长目标设为6.5%左右。

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 (%)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动


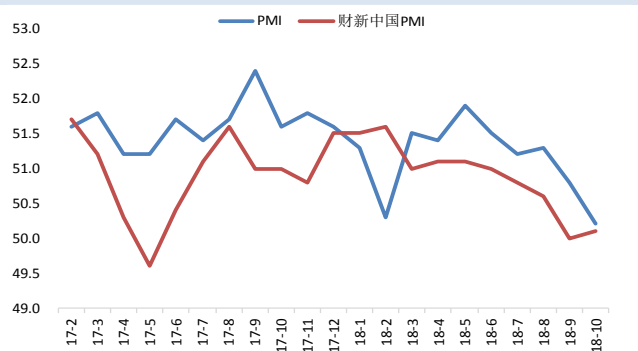
数据来源: Wind、国都期货研究所

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。

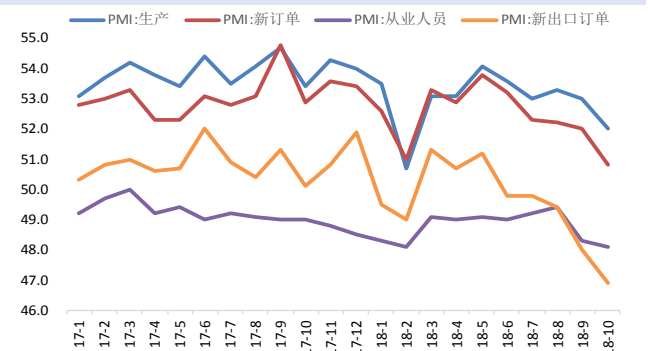
指数全面走弱，生产需求扩张纷纷放缓。10月生产指数为52.0%，较上月回落1.0个百分点；需求方面，新订单指数为50.8%，较上月大幅回落1.2个百分点，原材料、产成品库存下滑0.6、0.3个百分点至47.2%和47.1%。需求不足，企业进入主动去库存阶段，未来制造业景气度或将同步下行。

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。

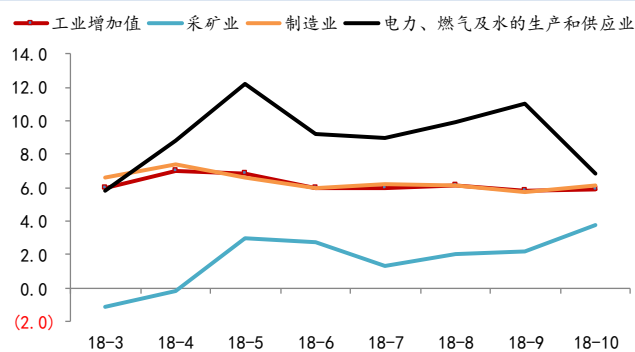
图 31: 制造业 PMI & 财新 PMI


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

10月工业增加值当月同比增长5.9%，较上月回升0.1个百分点，略好于预期和前值，其中采矿业增速继续加快，增速较9月加快1.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%，回落4.2个百分点。工业生产的短期改善主要受到去产能、环保限产政策宽松的提振。但在下游房地产、汽车需求都偏弱的情况下，工业生产增速未来或仍趋于下行。工业生产下滑。

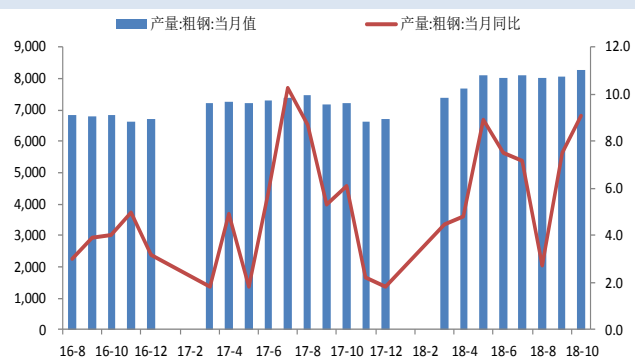
图 33：工业增加值


数据来源：Wind、国都期货研究所

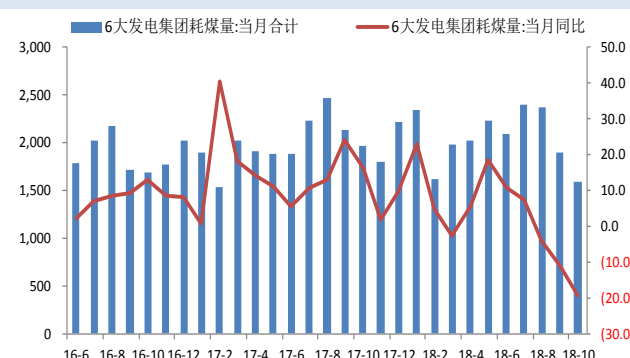
图 34：工业企业利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

10月粗钢产量8255万吨，同比增长9.1%，较前值上升2.6个百分点，环比上升2.11%；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

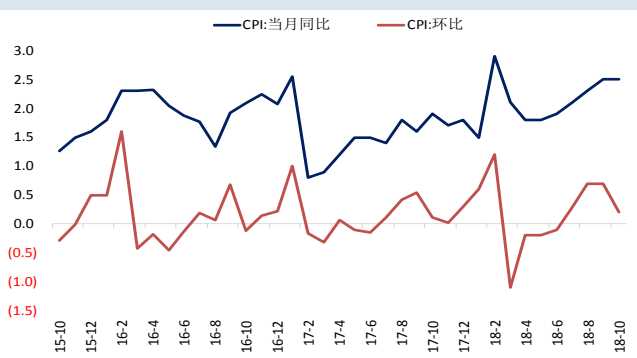
整体来看，生产端目前仍旧虽然处于景气区间，工业生产暂稳。工业生产的短期改善或主要来自去产能、环保限产政策的边际调整。

（二）通胀温和抬升

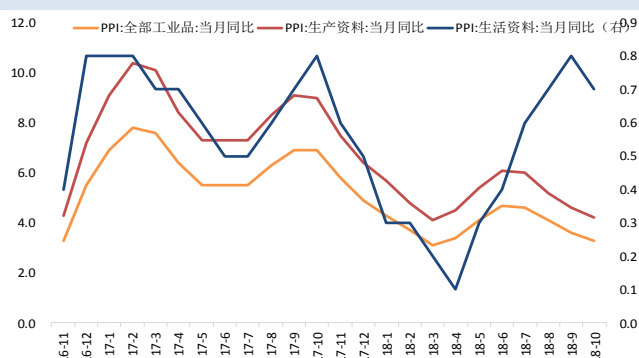
10月CPI同比2.5%，预期2.5%，前值2.5%。中国10月PPI同比3.3%，预期3.3%，前值3.6%。

CPI同比增2.5%，维持近8个月新高。食品、成品油、教育医疗、房租等价格上涨较多，是CPI维持较高增速的主要原因。整体来看，食品价格涨幅回落，但非食品价格涨幅加快，成品油和生鲜食品价格上涨影响明显

从环比看，CPI上涨0.2%，涨幅比上月回落0.5个百分点，食品价格由涨转降是CPI涨幅回落的主要原因。在食品中，秋菜冬储菜集中上市、气温转凉致蛋鸡产能提高，导致鲜菜和鸡蛋价格下降，影响CPI下降约0.12个百分点。但汽油、柴油、煤和液化石油气等能源价格上涨，仍影响CPI上涨约0.12个百分点。

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


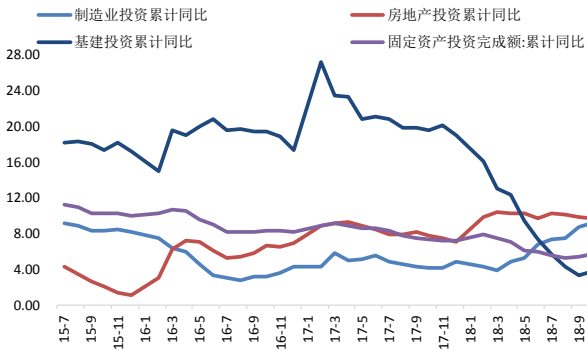
数据来源: Wind、国都期货研究所

(三) 投资——固定资产投资略超预期

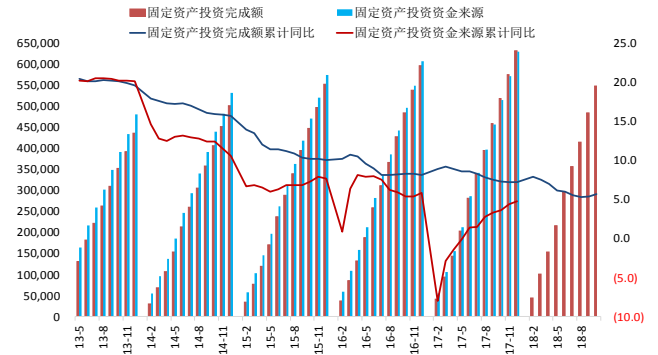
10月固定资产投资稳健增长，略超预期。1-10月，全国固定资产投资(不含农户) 547,567亿元，同比增长5.7%，增速比1-9月份回升0.3个百分点；从环比看，10月份固定资产投资(不含农户) 增长0.44%。其中，民间固定资产投资341343亿元，同比增长8.8%。2018年民间投资增长动力较强，带动固定资产投资企稳。

分项来看，基建投资同比增长3.7%，较前值上升0.4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9.1%，较前值提高0.4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9.7%，较前值降低0.2个百分点。细分来看，制造业投资连续7个月加速增长；尽管10月地方政府债发行规模大幅回落，但基建数据结束了连续10个月下降的趋势，预计基建投资未来将继续回暖；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
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

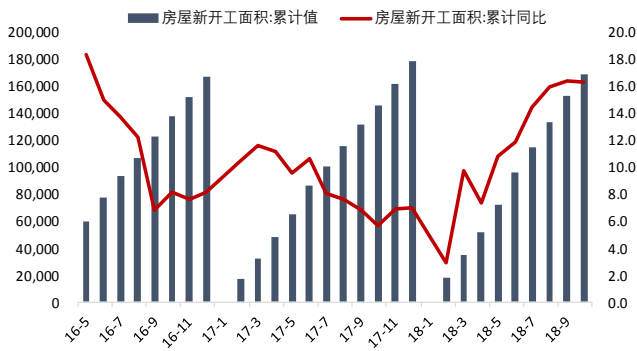


数据来源: Wind、国都期货研究所

房地产方面, 1-10月房地产投资持续回落, 房屋新开工面积开始放缓、竣工冷清, 土地购置面积和商品房销售面积再度放缓, 商品房待售面积继续回落, 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%。

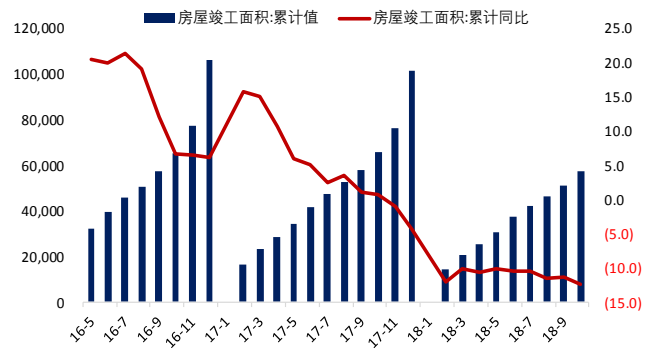
房价方面, 70个大中城市商品住宅销售价格变动情况:(1)新房方面, 四大一线城市10月份新建商品住宅销售价格同比上涨1.2%, 涨幅比去年同月扩大0.2个百分点; 环比方面, 仅深圳新房出现环比0.5%的降幅, “北上广”环比均上涨。二线城市环比涨幅均回落; 三线城市环比涨幅微扩;(2)二手房方面, 一线城市二手房环比齐跌, 二三线城市二手房涨幅均现回落。四大一线城市环比均下行, 热门城市厦门的二手房房价也出现环比下行。

图 34: 房地产新开工面积



数据来源: Wind、国都期货研究所

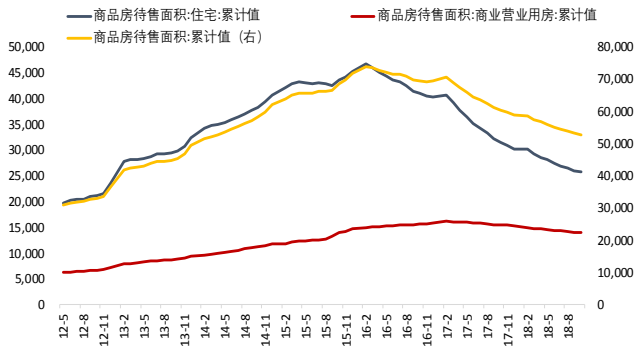
图 35: 房屋竣工面积



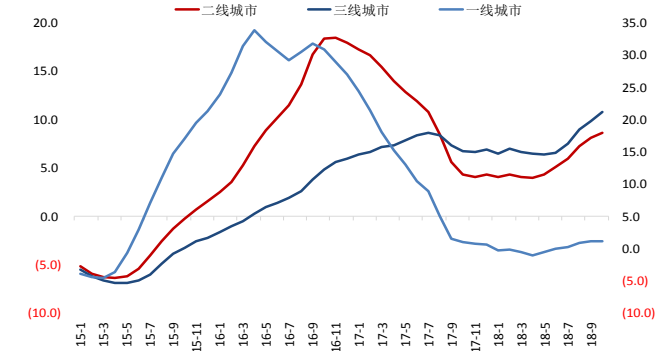
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 34: 房地产去库存

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



数据来源: Wind、国都期货研究所

(四) 进出口——进出口大超预期增长

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, 或使明年的出口承压。高端产业出口维持高增速区间及传统劳动密集型产业出口平稳, 体现我国产业转型成效显著。

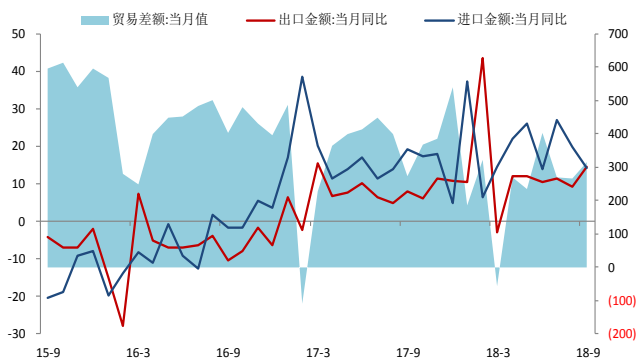
进口方面, 10月进口大增主因原油反季节性储备, 排除原油影响后10月进口增速约15.8%, 总体上呈现震荡走低的态势。由于油价下行存在约束及年末需求走强, 叠加低基数, 预计年内进口增速大幅下滑可能性不大。从结构上看, 10月份原油、天然气等商品进口量继续增加, 以大豆为代表的农产品进口增速回升, 大宗商品进口增速普遍上行。

中长期而言, 外需难以维持, 预计出口增速将回落, 而受内需滑落的影响, 进口也将放缓。全球来看, 除美国PMI较稳定外, 其它国家PMI多数下滑, 且各国PMI相对上半年水平较低。近期IMF对全球经济的预测中, 将今年和明年的世界经济增速均下调了0.2个百分点。在全球经济增速下降、各国贸易冲突不断及新兴市场危机的背景下, 出口端的需求较难维持。同时, 美国对中国的加征关税效果会逐渐显现出来。综合以上几点, 我们认为未来的出口增速会回落。此外, 预计明年我国经济下行压力较大, 进口将承压。

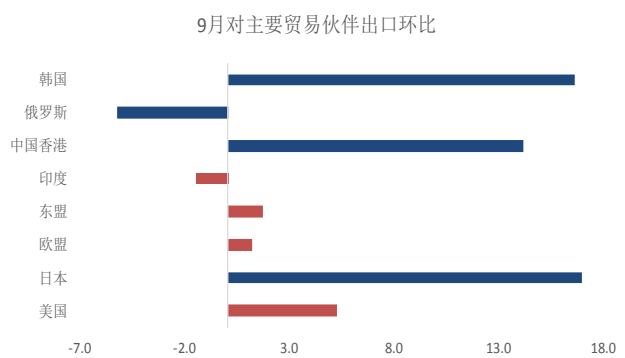
分国家看, “一带一路”支撑进出口超预期, 对美顺差继续扩大。前10个月, 我国对“一带一路”沿线国家合计进出口6.84万亿元, 增长14.8%, 占外贸总值的27.3%。此外, 对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口均增长。

图 36: 进出口同比

图 37: 对主要市场出口



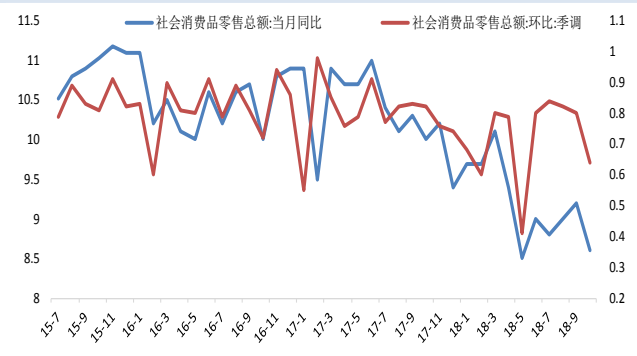
数据来源: Wind、国都期货研究所



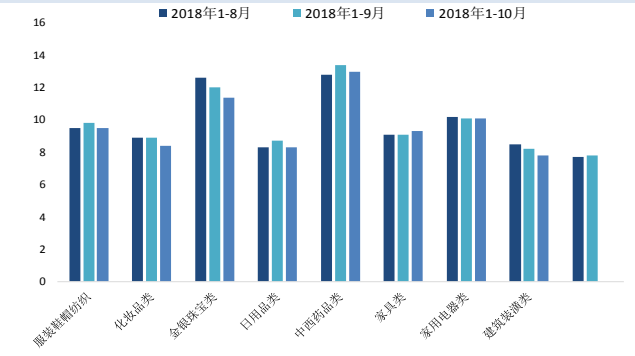
数据来源: Wind、国都期货研究所

(五) 消费——消费继续维持低位

10月社会消费品零售总额同比 8.6%，预期 9.2%，前值 9.2%，结束了此前连续三个月加速增长的局面。内需疲弱，汽车项仍为重要拖累。

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

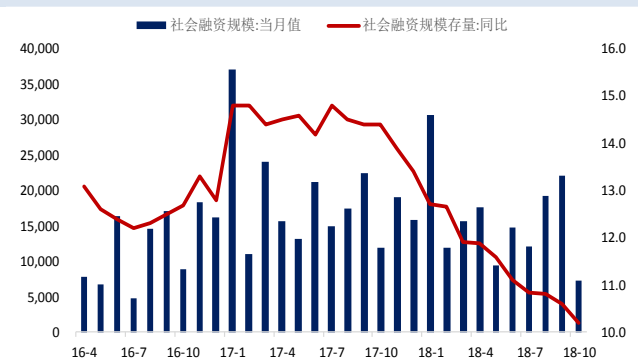
(六) 金融数据全线不及预期，社融大幅回落，信用收缩延续

社融结构增速大幅回落，远低于预期。10月社会融资规模增量 7288亿元人民币，预期 13000亿元，前值 22054亿元。社规增量不及前月1/3且创2016年7月以来新低。分项来看，表外融资净减少，拖累社融数据。对实体经济发放的人民币贷款增加7141亿元，同比多增506亿元；委托贷款减少949亿元，同比多减992亿元；信托贷款减少1273亿元，同比多减2292亿元；未贴现的银行承兑汇票减少453亿元，同比多减465亿元；企业债券净融资1381亿元，同比少增101亿元；地方政府专项债券净融资868亿元，同比少447亿元。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三者合计减少2675亿元，降幅较上月甚至略有收窄，目前宽信用政策效果甚微。

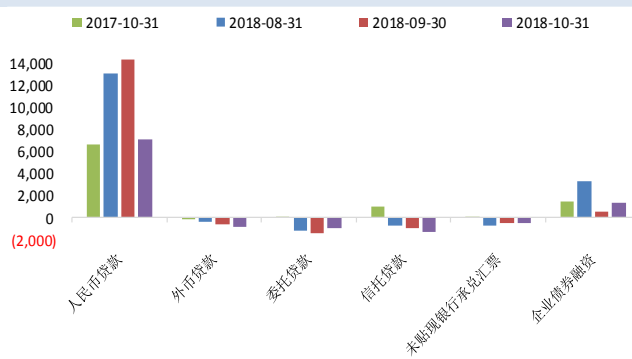
当月新增人民币贷款环比腰斩。10月新增人民币贷款 6970亿元人民币，预期 9045亿元，前值 13800亿元。分项来看，居民贷款新增5636亿元，结构进一步恶化，其中按揭贷款增长3730亿元，居民短期贷款增长1907

亿元；企业贷款仅增长1503亿元，比去年同期的2142亿元还有所下行，其中企业中长期贷款只增长了1429亿，是2016年10月以来最低的单月增长。可见贷款结构仍然不佳，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。

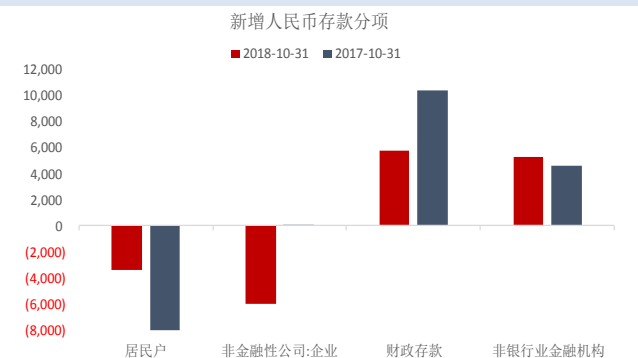
货币方面，10月M2同比 8%，预期 8.4%，前值 8.3%，M2持平今年6月创下的历史最低增速；10月M1货币供应同比 2.7%，预期 4.2%，前值 4%，是除了2014年1月以外的历史第二低点。M2与M1剪刀差持续扩大，显示货币传导机制不畅，实体经济流动性恶化；另一方面在于对民企扩张、融资的利好政策集中在10月下旬到11月初，因此政策的进一步落地还需要时间，后续重点关注11月的社融与信贷。

图 40：社会融资规模


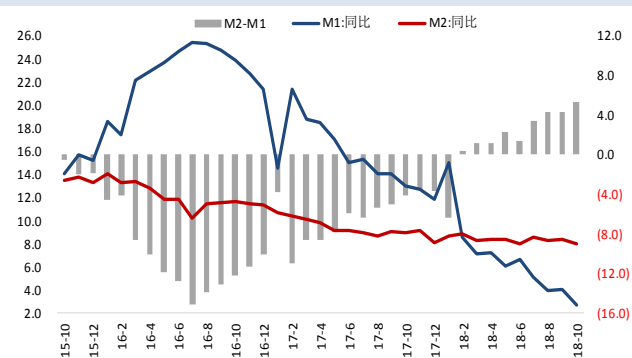
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 41：10月社融分项新增量


数据来源：Wind、国都期货研究所

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

经济下行压力加大，在未来相当长的一段时间内基本面不会有大变化，宽信用政策落地受阻，金融数据大幅不及预期；但近期诸多提振民营企业融资的政策落地，房企融资边际放松，流动性和国债需求短期有

所转弱，国债期货相应回落。中美贸易谈判接触频繁，未来一周重点关注月底G20会议是否有进展。

消息面方面，(1) 10月央行口径外汇占款21.3万亿元，环比下滑915.76亿元，连续3个月下降；10月全国发行地方政府债券2560亿元。截至10月末，全国地方政府债务余额184043亿元。(2) 商务部：美更新“301调查”报告罔顾事实，中方完全不接受。商务部新闻发言人高峰表示，报告对中方进行新的无端指责，捕风捉影，罔顾事实，中方完全不能接受。针对美方日前公布的拟加强14项技术出口管制征求意见的通知，中方已注意到这一通知，并正在对美方可能采取的措施进行评估。APEC峰会首次没有发表宣言，有关WTO改革难以达成共识，贸易摩擦在相当长的一段时间内难以缓和；(3) 沪深交易所正式发布重大违法强制退市新规、证监会修订上市公司重大资产重组信息披露准则，资本市场制度性建设更进一步；(4) 股权质押问题有效缓解，上周有114家上市公司发布解除质押的公告；(5) 银保监会：对暂时经营困难的企业不应盲目抽贷、断贷；深交所：严厉打击上市公司控股股东、实际控制人违规占用资金行为。总体来看，目前大盘底部逻辑短期不会改变，中美贸易摩擦再度升级，消息面的多空博弈使得真正走出底部还需要一段时间，政策提振作用有限，预计后市行情宽幅震荡为主。