

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偏强，5 年期主力合约 TF1903 收盘价报 98.075，周内涨幅 0.004%，周成交量 32,137，周内增仓 1,060；10 年期主力合约 T1812 收盘价报 97.170，周内涨幅 0.007%，周成交量 207,414，周内减仓 837；2 年期国债期货主力合约 TS11903 收盘价报 100.120，周内涨幅 0.004%，周成交量 971 手，周内增仓 52 手。

本周受到海外市场波动剧烈，美股暴跌，投资者避险情绪升温，银行股创一年最大跌幅，期指迎来补跌行情。沪深 300 期货主力合约 IF1812 周内下跌 2.616%，上证 50 期货主力合约 IH1812 周内下跌 2.586%，中证 500 期货主力合约 IC1812 周内下跌 2.286%。沪深 300 期货次月合约跌幅最大，为 2.939%。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。央行逆回购连续暂停 30 日，但对周四到期的 1875 亿元 MLF 进行了等额续做，12 月资金自然到期压力不大，且为财政支出大月，整体利好流动性环境。周内银存间质押式回购利率涨跌不一，隔夜利率下行 9.75bp 报 2.4326%；Shibor 利率涨跌不一，隔夜利率下跌 9.9bp 报 2.4160%。

后市展望。消息面（1）李克强：实施更大力度减税降费，适度扩大内需；（2）中国 11 月财新制造业 PMI 50.2，出口订单仍在收缩；（3）媒体称上交所快速推进科创板落地，已新设注册部和监管部；科创板实施细则最快下月出台，明年 3-4 月有望受理申报；（4）G20 峰会后中美领导人会晤结果，2000 亿美元清单维持 10% 的加税力度，明年 1 月 1 日暂不提升至 25%；前提是，在未来 90 天谈判窗口中，中美在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议；中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口，改善中美贸易逆差。（5）5 年期与 3 年期美债的收益率差周一跌至负 0.7 个基点，是 2007 年以来首次跌破零水平。2 年期与 10 年期收益率差周一跌至 16 个基点以下，创下 2007 年以来新低。（6）《商业银行理财子公司管理办法》发布：允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票；在非标债权投资限额管理方面，根据理财子公司特点，仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的 35%。

展望后市，我们谨慎的认为，消息面（贸易摩擦缓和 90 天，叠加美联储加息周期提前结束，以及股指期货进一步解绑）短期将利好股市，有效提振市场情绪，而且随着美股进入熊市，A 股配置的机会更大；但中期来看，股市反弹的基础仍在于企业盈利，预计年底到 2019 年一季度经济下行压力仍旧较大，盈利下修的状态未有缓解迹象，且 90 天后中美摩擦走向仍不明朗，因为中期我们维持中性观点。

报告日期 2018-12-10

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

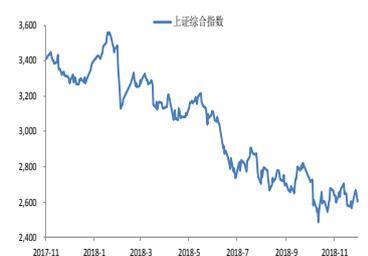
T 主力合约走势



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.....	14
（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（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 26: GDP 当季同比（%）	12
图 27: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动	12
图 28: 制造业 PMI&财新 PMI.....	12
图 29: 制造业 PMI 分项指标.....	12
图 30: 工业增加值	13
图 31: 工业企业利润	13
图 32: 粗钢产量	13
图 33: 六大发电集团耗煤量	13
图 34: CPI 同比/环比（%）	14
图 35: PPI 当月同比	14
图 36: 固定资产投资增速	15
图 37: 固定资产投资资金与完成额	15
图 38: 房地产新开工面积	15
图 39: 房屋竣工面积	15
图 40: 房地产去库存	15
图 41: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数.....	15
图 42: 进出口同比	16

图 43: 对主要市场出口	16
图 44: 社会消费品零售总额	17
图 45: 分项零售额累计同比	17
图 46: 社会融资规模	18
图 47: 10 月社融分项新增量	18
图 48: 新增人民币存款分项	18
图 49: 货币供应	18

一、行情回顾

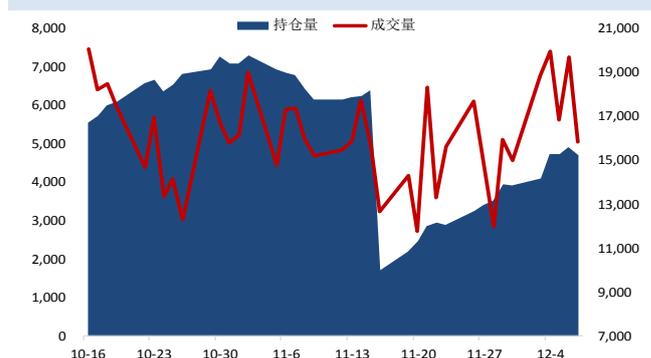
表 1 国债期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

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	100.180	100.380	100.180	100.145	-0.035	0	1,595	(250)	100.3750
TF1903	98.680	99.160	98.600	99.075	0.004	32,137	15,235	1,060	99.0250
TF1906	98.950	99.215	98.785	98.785	-0.002	9	28	1	98.8450
小计						32,146	16,858	811	
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	96.800	97.180	96.800	96.800	0.000	2	567	(270)	97.1500
T1903	96.490	97.400	96.440	97.170	0.007	207,414	63,120	(837)	97.1150
T1906	96.470	97.365	96.470	97.205	0.008	201	501	54	97.1350
小计						207,617	64,188	(1,053)	
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	100.000	100.150	100.000	100.000	0.000	0	200	(116)	100.1500
TS1903	99.720	100.150	99.720	100.120	0.004	971	793	63	100.1000
TS1906	99.975	100.405	99.920	99.920	-0.001	5	15	1	99.9450
小计						976	1,008	(52)	

本周国债期货市场整体震荡偏强，5年期主力合约TF1903收盘价报98.075，周内涨幅0.004%，周成交量32,137，周内增仓1,060；10年期主力合约T1812收盘价报97.170，周内涨幅0.007%，周成交量207,414，周内减仓837；2年期国债期货主力合约TS1903收盘价报100.120，周内涨幅0.004%，周成交量971手，周内增仓52手。

G20峰会后中美领导人会晤结果，2000亿美元清单维持10%的加税力度；前提是，在未来90天谈判窗口中，中美在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议；中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口，改善中美贸易逆差。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的变化，宽信用政策落地受阻，金融数据大幅不及预期，长期国债期货较强。

图 1: TF 主力合约走势

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

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



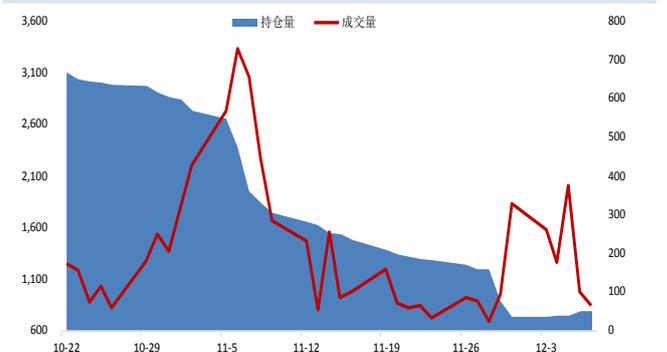
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

央行逆回购连续暂停30日,但对今日到期的1875亿元MLF进行了等额续做,12月资金自然到期压力不大,且为财政支出大月,整体利好流动性环境。周内银存间质押式回购利率涨跌不一,隔夜利率下行9.75bp报2.4326%;Shibor利率涨跌不一,隔夜利率下跌9.9bp报2.4160%。

图 7: SHIBOR 利率走势

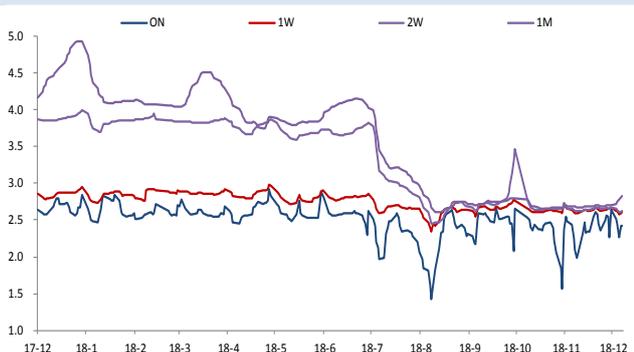
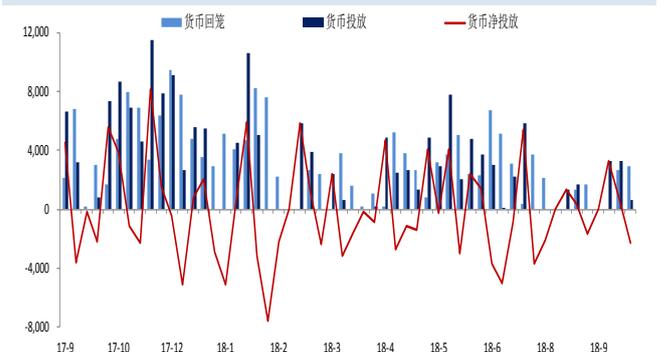
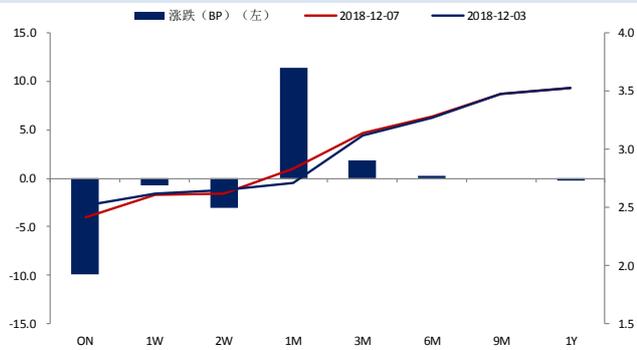


图 8: 公开市场操作

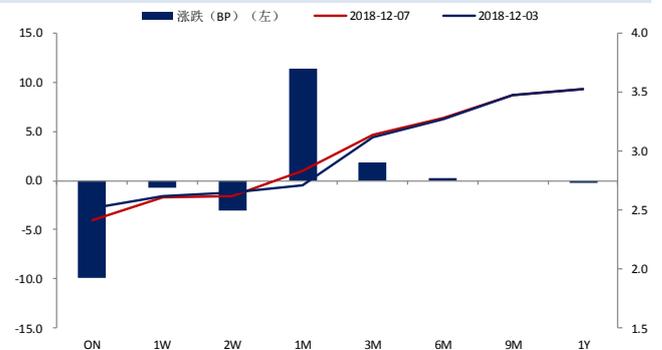


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9: SHIBOR 利率变化 (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

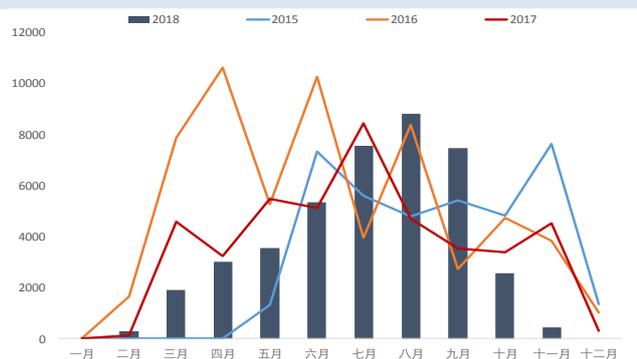
图 10: 银质押利率变化 (周)


数据来源: Wind、国都期货研究所

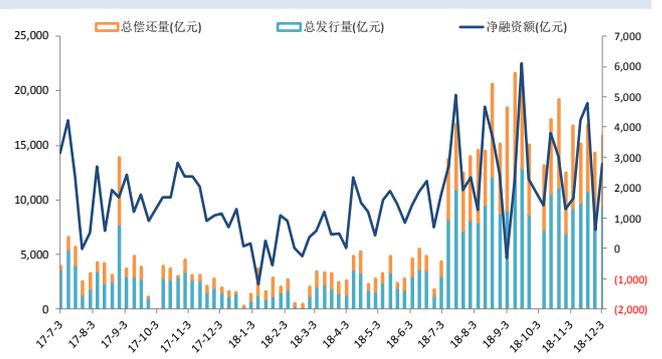
(二) 利率债市场

一级市场方面, 12月5日, 财政部续发3年期国债中标收益率2.8292%, 边际利率2.9067%, 全场倍数2.17, 边际倍数4.28; 新招7年期中标收益率3.22%, 边际利率3.27%, 全场倍数2.38, 边际倍数3.02。财政部两期国债需求尚可, 尽管体量庞大, 仍获得超过2倍的全场投标倍数。其中3年期中标收益率低于前一日中债到期收益率近15bp, 5年期中标收益率低于前一日近10bp。

二级市场上, 本周现券收益率下行。10年期国债收益率下跌6.97bp 报3.2853%; 10年期国开债收益率下跌 10.44bp 报3.7201%。

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


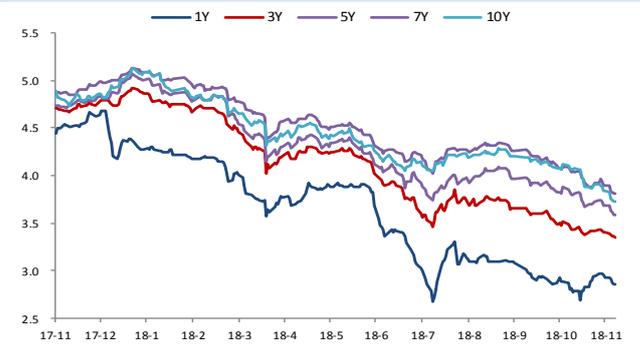
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势



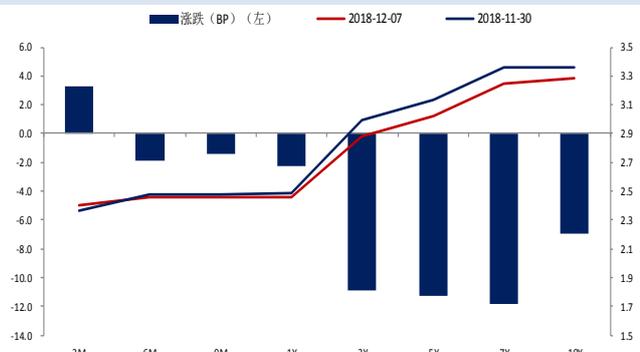
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 国开债收益率走势



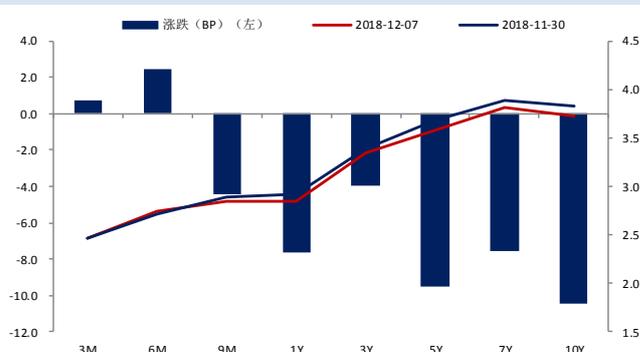
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化(周)



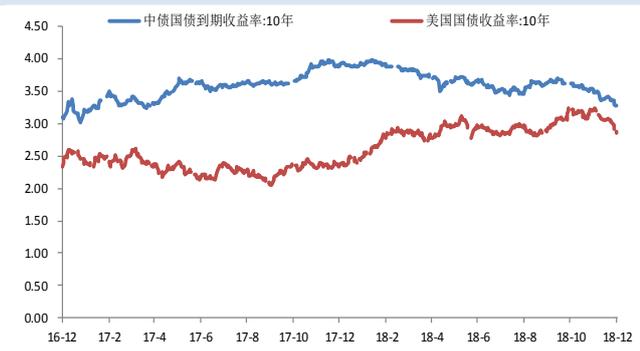
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化(周)



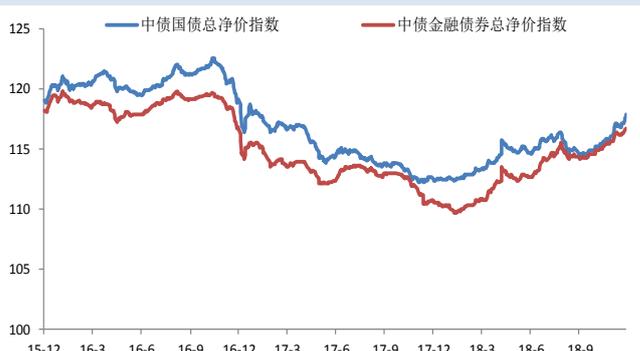
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

G20峰会后中美领导人会晤结束, 2000 亿美元清单维持10%的加税力度, 前提是在未来90 天谈判窗口中, 中美在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议; 中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口, 改善中美贸易逆差。本周受到海外市场

波动剧烈，美股暴跌，投资者避险情绪升温，银行股创一年最大跌幅，期指迎来补跌行情。沪深300 期货主力合约IF1812 周内下跌 2.616%，上证50 期货主力合约IH1812 周内下跌 2.586%，中证500 期货主力合约IC1812周内下跌2.286%。沪深300 期货次月合约跌幅最大，为2.939%。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	3,265.000	3,286.600	3,246.000	3,179.600	-2.616	219412	50315	949	3,184.200
IF1901	3,280.000	3,288.800	3,249.800	3,183.600	-2.939	11736	4733	2153	3,187.800
IF1903	3,238.800	3,298.600	3,258.000	3,197.400	-1.278	17915	12317	1102	3,201.600
IF1906	3,262.400	3,292.400	3,256.800	3,200.000	-1.913	2306	2870	478	3,202.800
小计						251369	70235	4682	

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	2,498.000	2,506.000	2,480.800	2,433.400	-2.586	102328	20233	(2427)	2,436.400
IH1901	2,498.800	2,511.000	2,488.000	2,440.000	-2.353	4010	1598	912	2,443.400
IH1903	2,516.400	2,526.600	2,502.400	2,456.600	-2.376	6715	2735	191	2,460.600
IH1906	2,509.800	2,527.600	2,500.000	2,459.000	-2.024	1013	1509	230	2,462.600
小计						113053	24566	(1324)	

表 2：期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）（续）

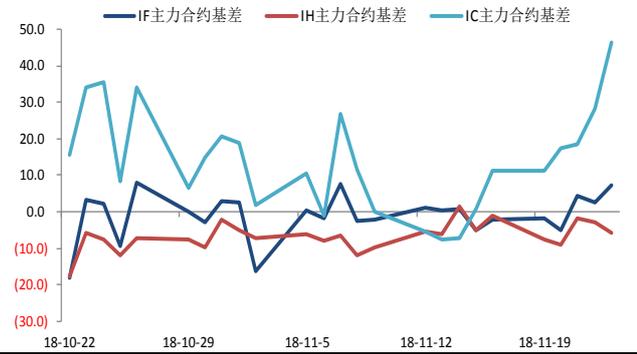
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1812	4,488.600	4,528.000	4,452.200	4,386.000	-2.286	130281	39049	(648)	4,391.800
IC1901	4,420.000	4,507.400	4,435.600	4,366.000	-1.222	9905	5411	2684	4,371.800
IC1903	4,425.800	4,475.000	4,403.600	4,332.200	-2.115	12471	14737	1396	4,339.600
IC1906	4,318.400	4,437.000	4,363.000	4,335.400	-0.755	2164	3023	451	4,289.600
小计						152657	59197	3432	

图 19：沪深 300 期货主力合约走势

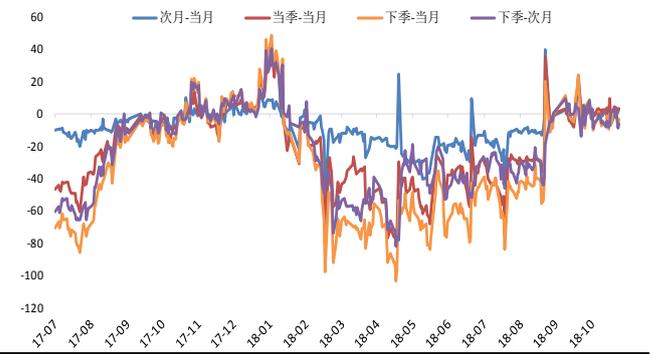

数据来源：Wind、国都期货研究所

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，(1) 李克强：实施更大力度减税降费，适度扩大内需；(2) 中国11月财新制造业PMI 50.2，出口订单仍在收缩；(3) 媒体称上交所快速推进科创板落地，已新设注册部和监管部；科创板实施细则最快下月出台，明年3-4月有望受理申报；(4) G20峰会后中美领导人会晤结果，2000亿美元清单维持10%的加税力度，明年1月1日暂不提升至25%；前提是，在未来90天谈判窗口中，中美在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议；中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口，改善中美贸易逆差。(5) 5年期与3年期美债的收益率差周一跌至负0.7个基点，是2007年以来首次跌破零水平。2年期与10年期收益率差周一跌至16个基点以下，创下2007年以来新低。(6) 《商业银行理财子公司管理办法》发布：允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票；在非标债权投资限额管理方面，根据理财子公司特点，仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%。

展望后市，我们谨慎的认为，消息面（贸易摩擦缓和90天，叠加美联储加息周期提前结束，以及股指期货进一步解绑）短期将利好股市，有效提振市场情绪，而且随着美股进入熊市，A股配置的机会更大；但中期来看，股市反弹的基础仍在于企业盈利，预计年底到2019年一季度经济下行压力仍旧较大，盈利下修的状态未有缓解迹象，且90天后中美摩擦走向仍不明朗，因为中期我们维持中性观点。

图 23：上证综合指数走势
图 24：各版块表现（周）

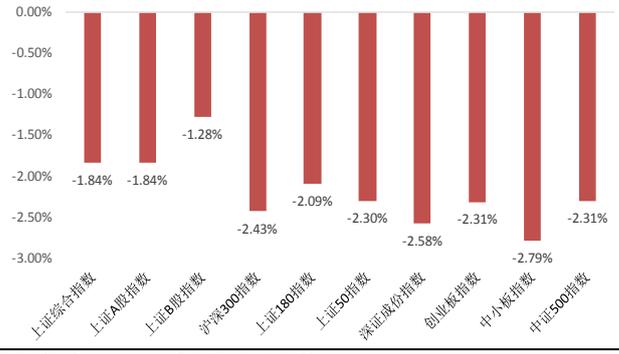
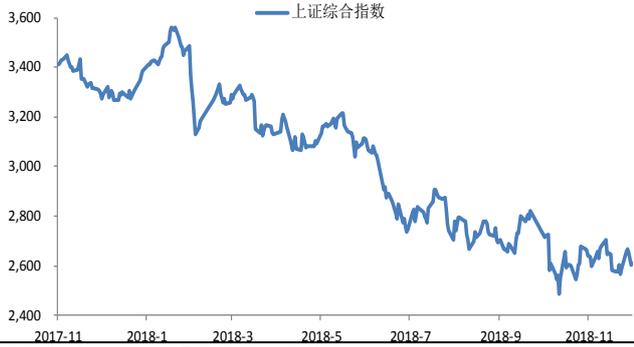
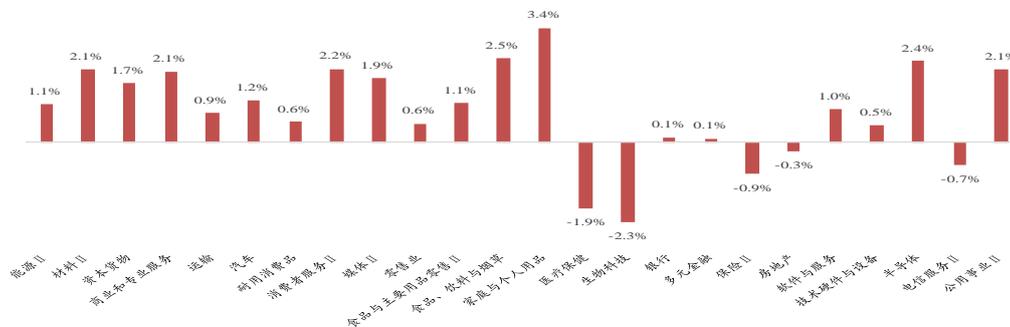


图 25: Wind 行业表现 (周)



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

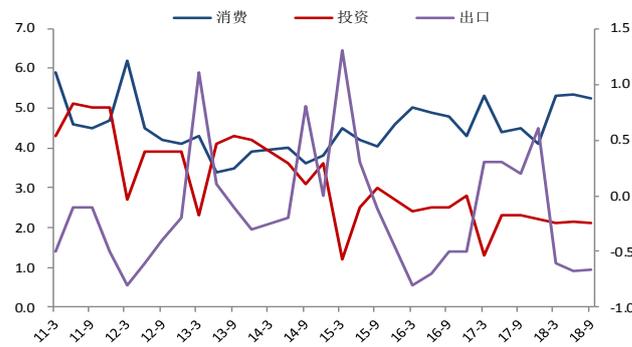
三季度GDP继续回落。今年三季度GDP同比增长6.5%，预期6.6%，为2009年二季度以来最低，二季度GDP同比增长6.7%；三季度GDP环比1.6%，预期1.6%，二季度环比1.8%；2018年一至三季度GDP同比6.7%，预期6.7%，前值6.8%；2018年全年增长目标设为6.5%左右。

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 26: GDP 当季同比 (%)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27: 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

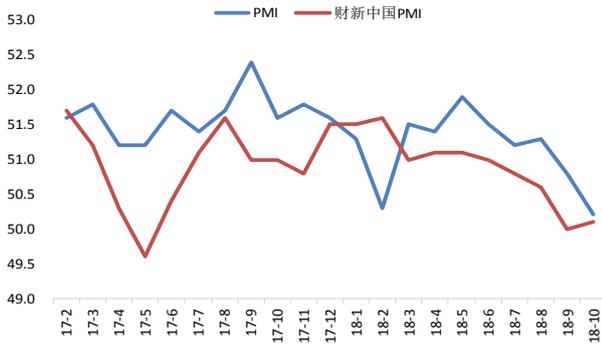
制造业景气度继续回落, 跌至荣枯线。11月份官方制造业PMI为50%, 为2016年7月以来新低, 低于预期值50.2; 官方非制造业PMI 53.4, 预期53.7, 前值 53.9, 非制造业增长有所放缓, 但仍处于扩张区间。

指数全面走弱, 生产需求扩张纷纷放缓。从分类指数看, 在构成制造业PMI的5个分类指数中, 生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点, 原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。11月生产指数为51.9%, 较上月回落0.1个百分点; 需求方面, 新订单指数为50.4%, 较上月回落0.4个百分点, 原材料、产成品库存回升0.2、1.5个百分点至47.4%和48.6%。需求不足, 企业库存抬升, 未来制造业景气度或将同步下行。中型企业和小型企业PMI分别为49.1%和49.2%, 均位于临界点以下。

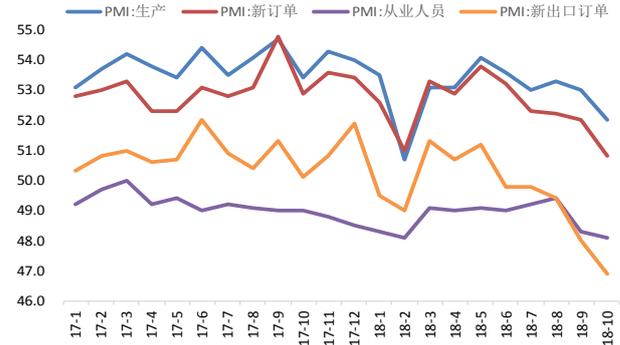
进出口继续承压。11月新出口订单指数为46.9%, 较上月回落1.1个百分点, 连续6个月位于荣枯线以下; 进口指数下滑0.5个点至47.1%, 再创今年新低。贸易摩擦持续升级对全球贸易继续产生负面影响, 预计将反映到四季度进出口数据中, 同时将对GDP造成较大拖累。

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。

图 28: 制造业 PMI & 财新 PMI
图 29: 制造业 PMI 分项指标



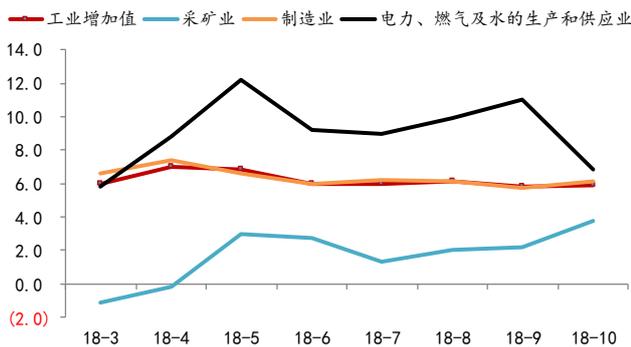
数据来源: Wind、国都期货研究所



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 30: 工业增加值



数据来源: Wind、国都期货研究所

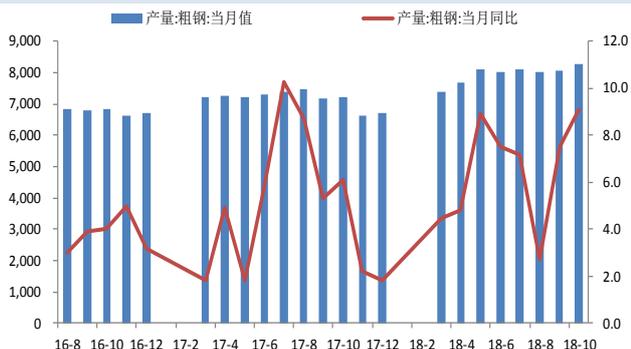
图 31: 工业企业利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

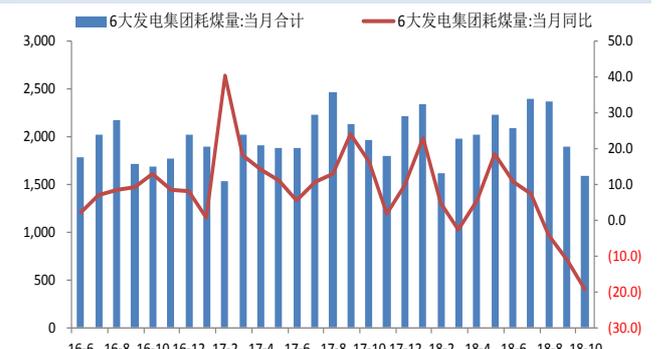
10月粗钢产量8255万吨，同比增长9.1%，较前值上升2.6个百分点，环比上升2.11%；11月六大发电集团耗煤量1569.4万吨，同比下降12.99%，环比下降1.79%，凸显工业生产下行压力仍旧较大。

图 32: 粗钢产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 33: 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边缘，工业生产暂稳。

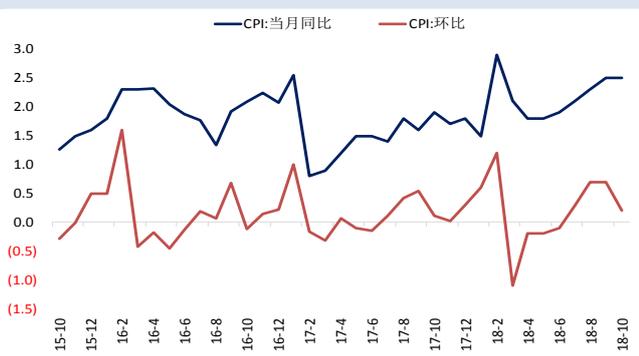
（二）通胀温和抬升

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

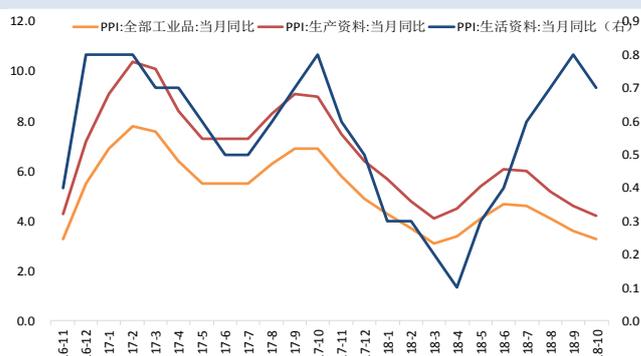
从环比看，CPI上涨0.2%，涨幅比上月回落0.5个百分点，食品价格由涨转降是CPI涨幅回落的主要原因。在食品中，秋菜冬储菜集中上市、气温转凉致蛋鸡产能提高，导致鲜菜和鸡蛋价格下降，影响CPI下降约0.12个百分点。但汽油、柴油、煤和液化石油气等能源价格上涨，仍影响CPI上涨约0.12个百分点。

图 34: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 35: PPI 当月同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

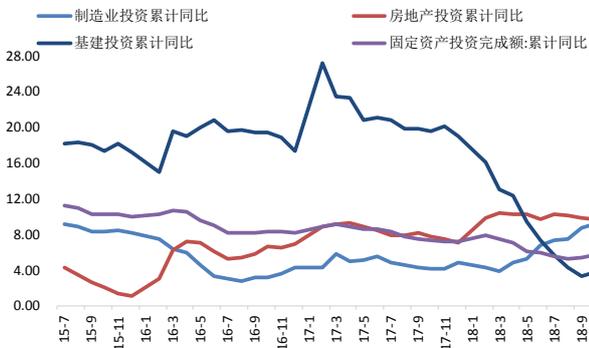
（三）投资——固定资产投资略超预期

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

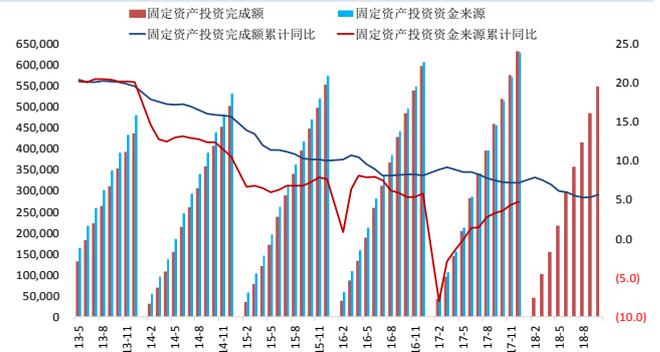
个月下降的趋势，预计基建投资未来将继续回暖；房地产投资增速有所下滑，主要由于地方政府抑制房地产政策频出以及房产税相关消息发布。

图 36: 固定资产投资增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 37: 固定资产投资资金与完成额

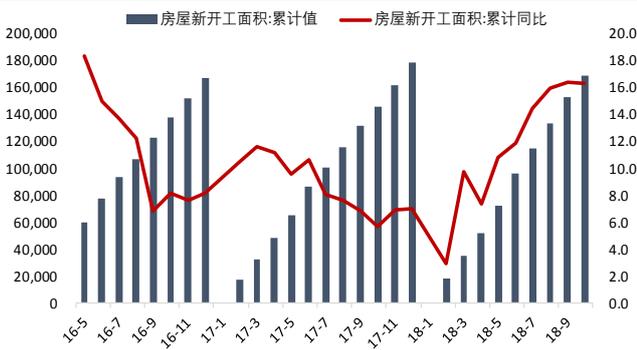


数据来源: Wind、国都期货研究所

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 38: 房地产新开工面积



数据来源: Wind、国都期货研究所

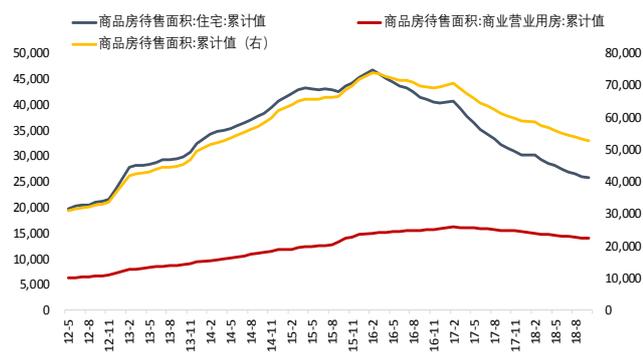
图 39: 房屋竣工面积



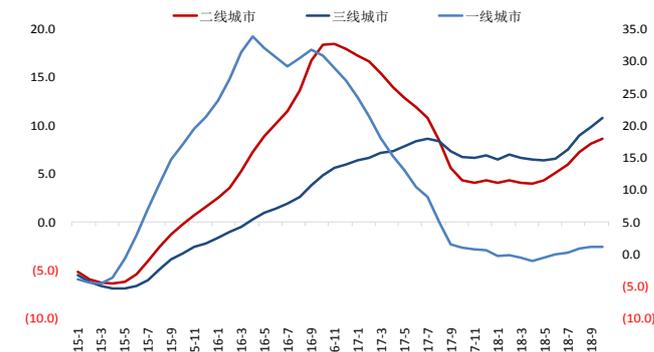
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 40: 房地产去库存

图 41: 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。

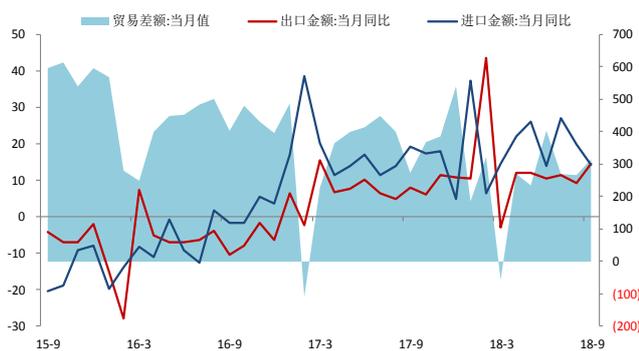
出口方面，汇率维持低位对出口表现形成支撑。但10月PMI指数中新出口订单指数继续下行至46.9，为2012年7月份以来的最低点，或使明年的出口承压。高端产业出口维持高增速区间及传统劳动密集型产业出口平稳，体现我国产业转型成效显著。

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。

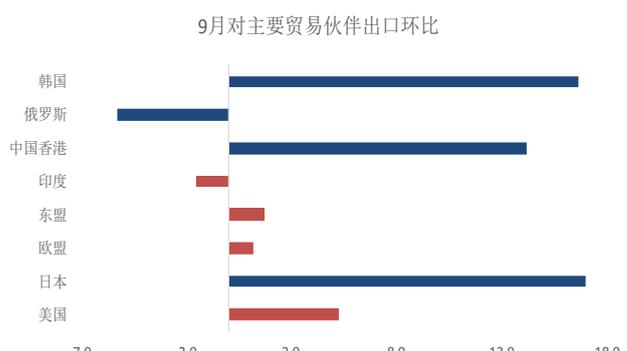
中长期而言，外需难以维持，预计出口增速将回落，而受内需滑落的影响，进口也将放缓。全球来看，除美国PMI较稳定外，其它国家PMI多数下滑，且各国PMI相对上半年水平较低。近期IMF对全球经济的预测中，将今年和明年的世界经济增速均下调了0.2个百分点。在全球经济增速下降、各国贸易冲突不断及新兴市场危机的背景下，出口端的需求较难维持。同时，美国对中国的加征关税效果会逐渐显现出来。综合以上几点，我们认为未来的出口增速会回落。此外，预计明年我国经济下行压力较大，进口将承压。

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 42: 进出口同比
图 43: 对主要市场出口



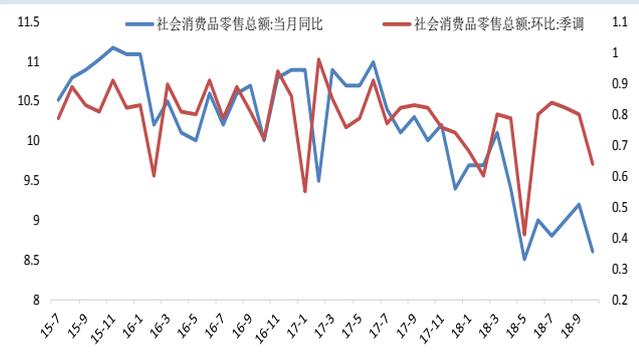
数据来源: Wind、国都期货研究所



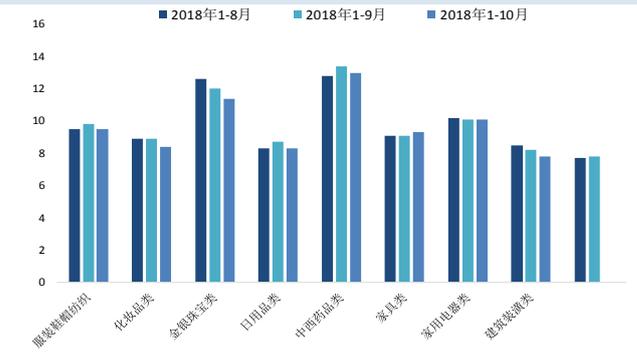
数据来源: Wind、国都期货研究所

(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 44: 社会消费品零售总额


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 45: 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。

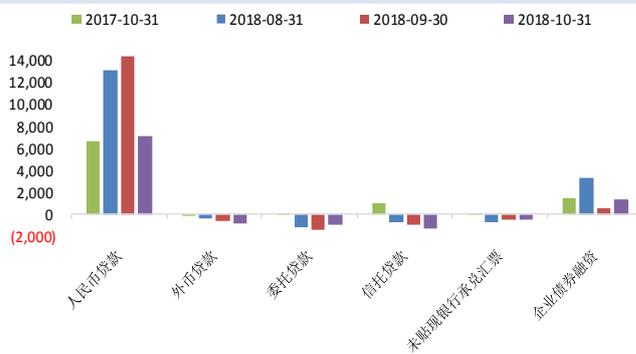
货币方面，10月M2同比 8%，预期 8.4%，前值 8.3%，M2持平今年6月创下的历史最低增速；10月M1货币供应同比 2.7%，预期 4.2%，前值 4%，是除了2014年1月以外的历史第二低点。M2与M1剪刀差持续扩大，显示货币传导机制不畅，实体经济流动性恶化；另一方面在于对民企扩张、融资的利好政策集中在10月下旬到11月初，因此政策的进一步落地还需要时间，后续重点关注11月的社融与信贷。

图 46：社会融资规模



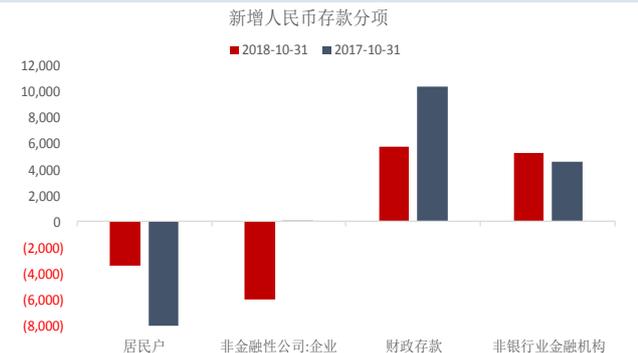
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 47：10月社融分项新增量



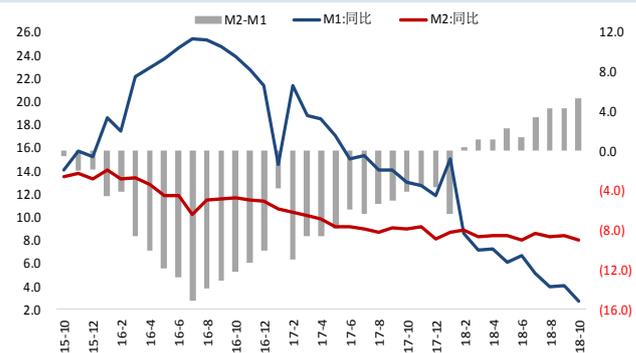
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 48：新增人民币存款分项



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 49：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的变化，宽信用政策落地受阻，金融数据大幅不及预期，长期国债期货较强。

消息面，(1) 李克强：实施更大力度减税降费，适度扩大内需；(2) 中国11月财新制造业PMI 50.2，出口订单仍在收缩；(3) 媒体称上交所快

速推进科创板落地，已新设注册部和监管部；科创板实施细则最快下月出台，明年3-4月有望受理申报；(4) G20峰会后中美领导人会晤结果，2000亿美元清单维持10%的加税力度，明年1月1日暂不提升至25%；前提是，在未来90天谈判窗口中，中美在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议；中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口，改善中美贸易逆差。(5) 5年期与3年期美债的收益率差周一跌至负0.7个基点，是2007年以来首次跌破零水平。2年期与10年期收益率差周一跌至16个基点以下，创下2007年以来新低。(6) 《商业银行理财子公司管理办法》发布：允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票；在非标债权投资限额管理方面，根据理财子公司特点，仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%。

展望后市，我们谨慎的认为，消息面（贸易摩擦缓和90天，叠加美联储加息周期提前结束，以及股指期货进一步解绑）短期将利好股市，有效提振市场情绪，而且随着美股进入熊市，A股配置的机会更大；但中期来看，股市反弹的基础仍在于企业盈利，预计年底到2019年一季度经济下行压力仍旧较大，盈利下修的状态未有缓解迹象，且90天后中美摩擦走向仍不明朗，因为中期我们维持中性观点。

分析师简介

张楠，国都期货研究所金融期货分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士学历，清华经济管理学院经济与金融学士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。