

## 债市回暖，股市缩量筑底，止跌反弹

### 主要观点

#### 行情回顾

5年期主力合约TF1812收盘价报98.005，月内跌幅0.006%，月成交量112,957，月内增仓10,570；10年期T1812收盘价报95.120，月内跌幅0.008%，月成交量590,773，月内增仓43,020；2年期国债期货TS1812收盘价报99.375，周内跌幅0.025%，月成交16,498手，月内增仓365。

8月三大股指继续维持底部震荡，沪深300期货主力合约IF1809月内下跌5.540%，上证50期货主力合约IH1809周内下跌3.552%，中证500期货主力合约IC1809周内下跌7.298%。主力合约基差月底收窄，沪深300期货远期合约与当月合约价差缩小。整体来看，8月份股市维持低位震荡，延续缩量筑底。

#### 资金面分析

8月资金面主要经历了三个阶段：（1）自7月19日央行开展1000亿元逆回购以来，央行连续多日暂停公开市场操作，逆回购存量已归零；月初货币市场利率不断继续下行，一度达到2015年7月以来最低水平，并与央行公开市场操作利率发生倒挂，说明货币政策的宽松利好已经接近触底；

（2）8月8日后短端利率有所反弹，资金面边际有所收敛，Shibor利率结束了持续多日的全线下行局面，银行间质押式回购利率也上涨显著，资金面趋紧，央行连续19日暂停公开市场操作后于8月16日重启逆回购，并超额续作3830亿元MLF，但未能提振市场情绪；

（3）临近月底，央行释放流动性力度加大，债券市场情绪有所好转，整体资金面有所趋松，提振了投资者情绪。

#### 后市展望

8月国债期货市场整体呈现先跌后涨之势：月初公布的7月进出口和CPI、PPI数据超预期，基本面回暖，通胀预期抬升，加之财政政策刺激加码，债市情绪受压；随后月中7月经济数据公布，生产承压、景气回落，经济下行压力加大，但资金面边际收敛，货币政策的宽松利好接近触底，叠加土耳其货币危机引发新兴市场汇率贬值，股债双跌；临近月底，市场情绪有所回暖，央行释放流动性，资金面趋松，货币市场利率下行，支撑债市反弹。预计随着8月份经济数据公布，经济下行压力进一步加大，利好债市。

8月初股市受到基本面利好刺激，整体回暖，全线大涨；随后伴随着中美贸易战激化和新兴市场可能爆发危机的担忧，股市全线大跌，即将跌破2016年股市熔断的低位，市场恐慌情绪已起。沪市成交量罕见跌破千亿元规模，周内沪深两市日成交金额维持地量状态；随后伴随着银保监会发布通知称，将取消中资银行和金融资产管理公司(AMC)外资持股比例限制，对于外资参股金融机构利好；同时保险资金入市护盘，提振市场情绪，指数止跌反弹。展望后市，A股在经历了缩量筑底之后，市场整体将逐步上扬，但短期震荡较多，建议投资者谨慎操作。

报告日期

2018-09-03

#### 现券报价

收益率

10Y 国债 3.5751

10Y 国开 4.1857

#### 指数报价

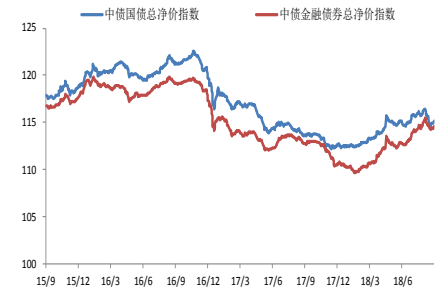
指数 收盘价

沪深300 3,325.3347

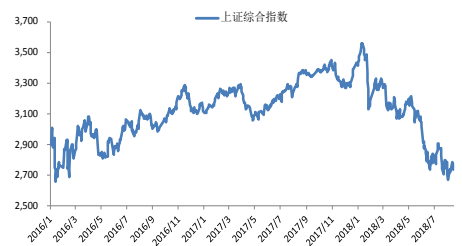
上证50 2,471.9989

中证500 4,852.2887

#### 债券净价指数



#### 大盘指数



#### 研究所

张楠

电话：010-84183054

邮件：zhangnan@guodu.cc

执业证书编号：F3048775

## 目录

一、期债行情回顾 .....	1
二、货币资金 .....	2
三、期指行情回顾 .....	3
四、A 股行情 .....	5
五、宏观面情况 .....	5

## 一、期债行情回顾

表 1：国债期货合约月成交/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
TF1809	97.900	98.740	97.300	97.900	-0.554	95310	2201	(14903)	97.9000
TF1812	97.890	98.780	97.360	98.005	-0.006	112957	14963	10570	98.0000
TF1903	97.885	98.760	97.230	97.695	-0.010	11	5	5	97.8850
小计						208278	17169	(4328)	

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
T1809	95.265	96.285	93.520	95.355	-0.465	460757	868	(57450)	95.3550
T1812	95.000	96.270	94.135	95.120	-0.008	590773	52382	43020	95.1050
T1903	95.370	96.840	94.260	95.255	-0.007	85	44	35	95.3700
小计						1051615	53294	(14395)	

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
TS1812	99.400	99.435	99.075	99.375	-0.025	16498	3338	365	99.3850
TS1903	99.210	99.300	98.985	99.300	0.001	34	19	14	99.2900
TS1906	98.705	99.205	98.705	98.895	0.002	15	8	5	99.0850
小计						16547	3365	384	

8月国债期货市场整体呈现先跌后涨之势：月初公布的7月进出口和CPI、PPI数据超预期，基本面回暖，通胀预期抬升，加之财政政策刺激加码，债市情绪受压；随后月中7月经济数据公布，生产承压、景气回落，经济下行压力加大，但资金面边际收敛，货币政策的宽松利好接近触底，叠加土耳其货币危机引发新兴市场汇率贬值，股债双跌；临近月底，市场情绪有所回暖，央行释放流动性，资金面趋松，货币市场利率下行，支撑债市反弹。

5年期主力合约TF1812收盘价报98.005，月内跌幅0.006%，月成交量112,957手，月内增仓10,570；10年期T1812收盘价报95.120，月内跌幅0.008%，月成交量590,773，月内增仓43,020；2年期国债期货TS1812收盘价报99.375，周内跌幅0.025%，月成交16,498手，月内增仓365。

图 1：五年期主力合约走势



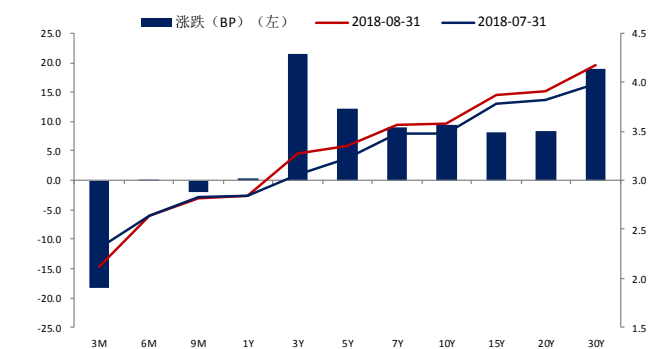
数据来源：wind、国都期货研究所

图 2：十年期主力合约走势

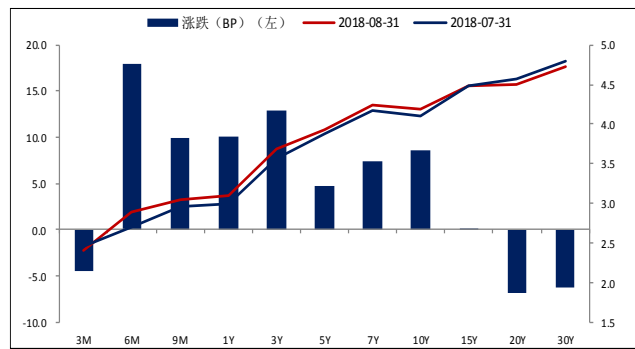


数据来源：wind、国都期货研究所

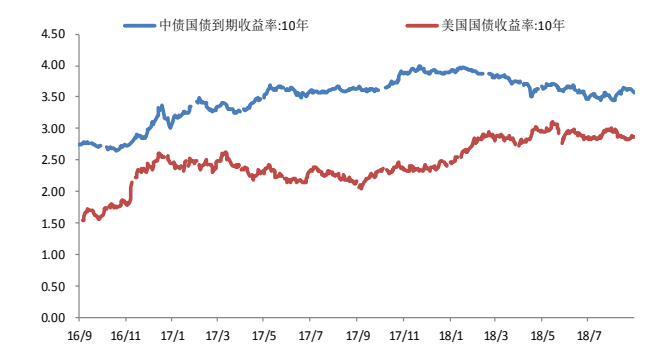
现券市场方面，月内各期限国债收益率多数上行，呈现先升后降的特点，短端利率更加明显；国债到期收益率多数上行，但短端利率下行，其中10年期国债到期收益率月内上行9.39bp报3.5751%；国开债到期收益率多数上行，10年期国开债收益率周内上行8.55bp报4.1758%。

**图 3: 关键期限国债到期收益率变化 (月)**


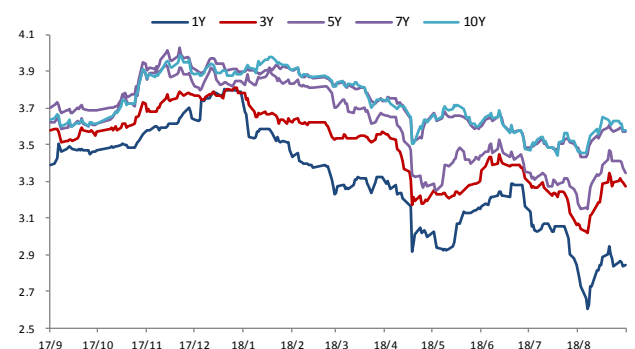
数据来源：wind、国都期货研究所

**图 4: 关键期限国开债到期收益率变化 (月)**


数据来源：wind、国都期货研究所

**图 5: 10 年期国债利差 (中美)**


数据来源：wind、国都期货研究所

**图 6: 各期限国债收益率**


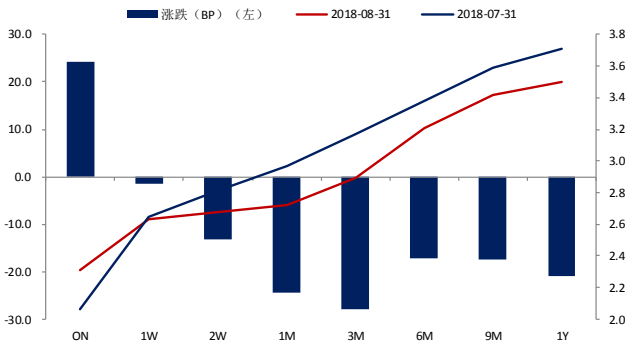
数据来源：wind、国都期货研究所

## 二、货币资金

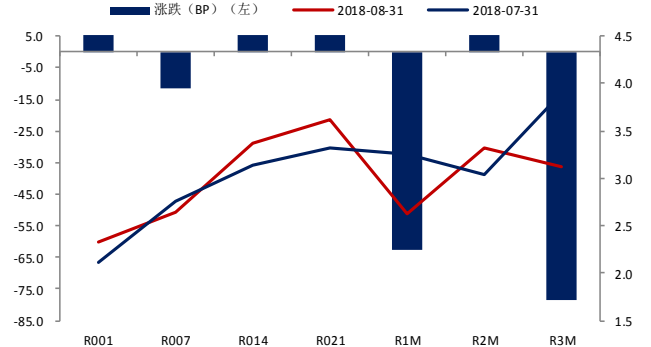
自7月19日央行开展1000亿元逆回购以来，央行连续多日暂停公开市场操作，逆回购存量已归零；月初货币市场利率不断继续下行，一度达到2015年7月以来最低水平，并与央行公开市场操作利率发生倒挂，说明货币政策的宽松利好已经接近触底；

8月8日后短端利率有所反弹，资金面边际有所收敛，Shibor利率结束了持续多日的全线下行局面，银行间质押式回购利率也上涨显著，资金面趋紧，央行连续19日暂停公开市场操作后于8月16日重启逆回购，并超额续作3830亿元MLF，但未能提振市场情绪；

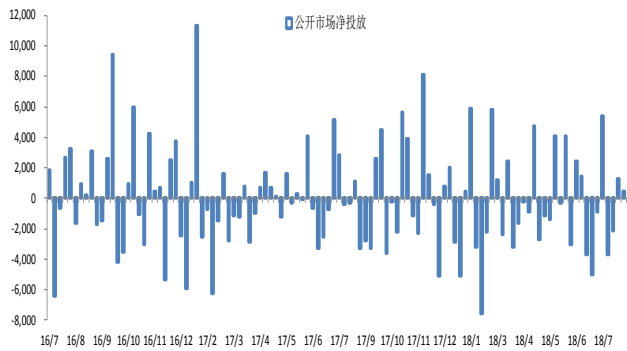
临近月底，央行释放流动性力度加大，债券市场情绪有所好转，整体资金面有所趋松，提振了投资者情绪。

**图 7：上海银行间同业拆借利率变化（月）**


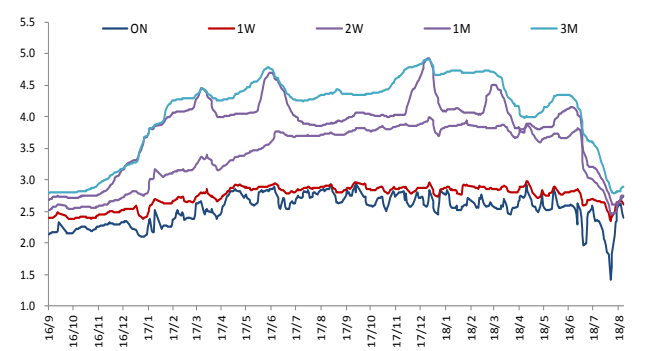
数据来源：wind、国都期货研究所

**图 8：银行间质押式回购利率变化（月）**


数据来源：wind、国都期货研究所

**图 9：公开市场净投放**


数据来源：wind、国都期货研究所

**图 10：不同期限 shibor 利率**


数据来源：wind、国都期货研究所

### 三、期指行情回顾

**表 2：股指期货合约周成交/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
IF1809	3,516.000	3,539.600	3,190.000	3,321.200	-5.540	391140	43816	24351	3,322.000
IF1812	3,486.400	3,518.800	3,164.800	3,292.200	-5.570	32887	8113	3754	3,292.800
IF1903	3,488.400	3,506.200	3,155.000	3,279.400	-5.991	5035	1541	1127	3,276.400
小计						429062	53470	29232	
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
IH1809	2,562.000	2,577.000	2,360.000	2,471.000	-3.552	218878	18626	11950	2,475.200
IH1812	2,558.400	2,577.400	2,357.400	2,470.800	-3.424	18469	4329	1695	2,476.000
IH1903	2,565.400	2,575.800	2,355.800	2,473.200	-3.594	1534	0	257	2,477.200
小计						238881	22955	13902	
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
IF1809	5,160.000	5,210.600	4,684.600	4,783.400	-7.298	202185	32094	14837	4,791.800
IF1812	5,075.000	5,130.000	4,603.000	4,696.000	-7.468	21016	11201	4561	4,699.800
IF1903	5,015.000	5,045.600	4,536.000	4,630.800	-7.661	3869	0	1388	4,636.000
小计						227070	43295	20786	

8月三大股指继续维持底部震荡，沪深300期货主力合约IF1809月内下跌5.540%，上证50期货主力合约IH1809周内下跌3.552%，中证500期货主力合约IC1809周内下跌7.298%。主力合约基差月底收窄，沪深300期货远期合约与当月合约价差缩小。

图 11：沪深 300 期货主力合约走势



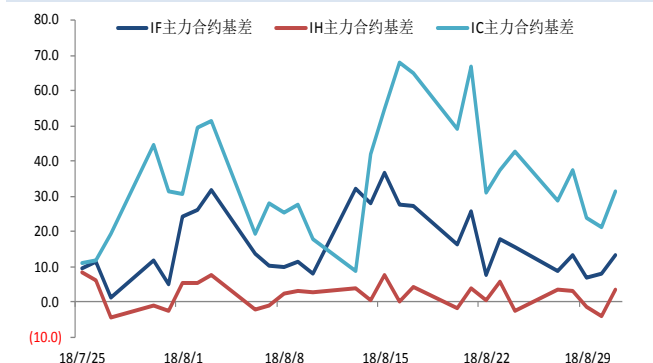
数据来源：wind、国都期货研究所

图 12：上证 50 期货主力合约走势



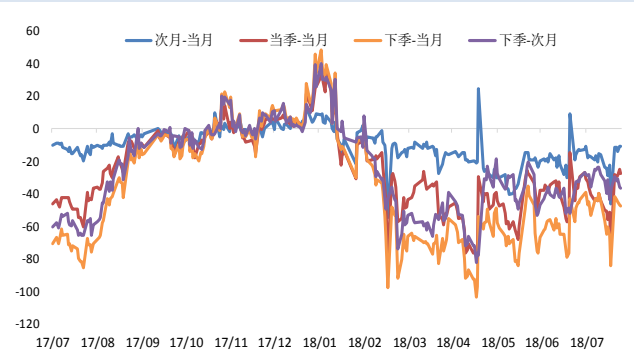
数据来源：wind、国都期货研究所

图 13：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

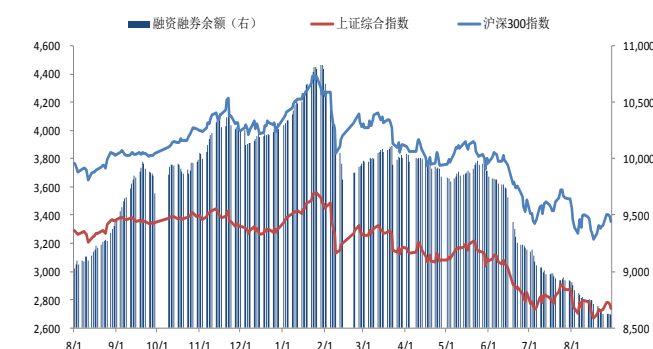
图 14：沪深 300 期货价差结构



数据来源：wind、国都期货研究所

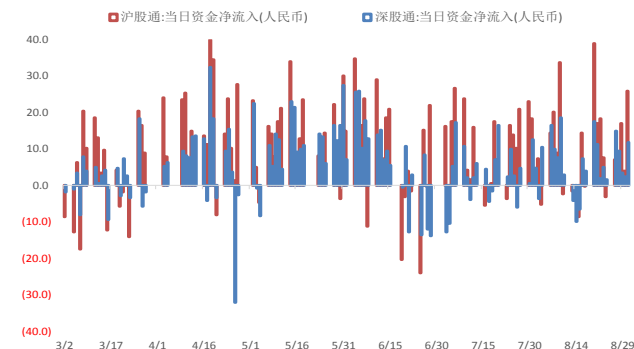
8月融资融券余额不断下降，整体规模不断创去年8月以来新低。从资金净流入来看，月内累计资金净流入为354.53亿元，较前两月金额大幅增加，目前境外投资者积极入场抄底A股。

图 15：融资融券规模



数据来源：wind、国都期货研究所

图 16：资金净流入



数据来源：wind、国都期货研究所



四、A股行情

整体来看，8月份股市维持低位震荡，延续缩量筑底。月初股市受到基本面利好刺激，整体回暖，全线大涨；随后伴随着中美贸易战激化和新兴市场可能爆发危机的担忧，股市全线大跌，即将跌破2016年股市熔断的低位，市场恐慌情绪已起。8月20日上证综指创自2016年3月1日以来的新低2653点，8月22日沪市成交量罕见跌破千亿元规模，周内沪深两市日成交金额维持地量状态；随后伴随着银保监会发布通知称，将取消中资银行和金融资产管理公司(AMC)外资持股比例限制，对于外资参股金融机构利好；同时保险资金入市护盘，提振市场情绪，指数止跌反弹。展望后市，A股在经历了缩量筑底之后，市场整体将逐步上扬，但短期震荡较多，建议投资者谨慎操作。

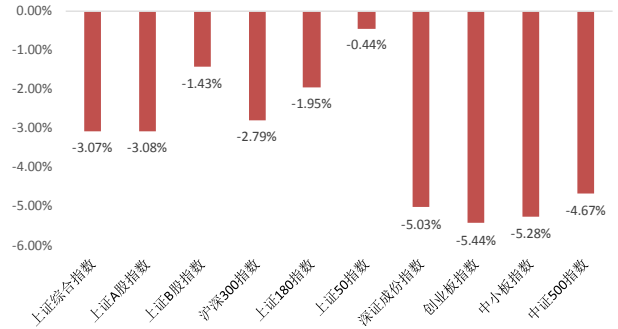
整体来看，8月上证综指下跌3.07%，沪深300指数下跌2.79%，上证50指数下跌0.44%，中证500指数下跌4.67%，创业板指数下跌5.44%，中小板指数下跌5.28%。

图 17: 上证综合指数



数据来源: wind、国都期货研究所

图 18: 各版块表现(周)

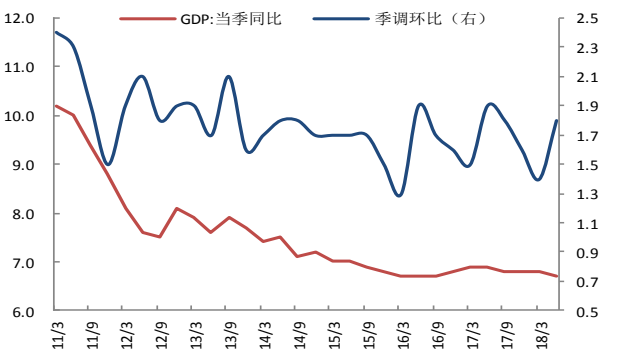


数据来源: wind、国都期货研究所

五、宏观面情况

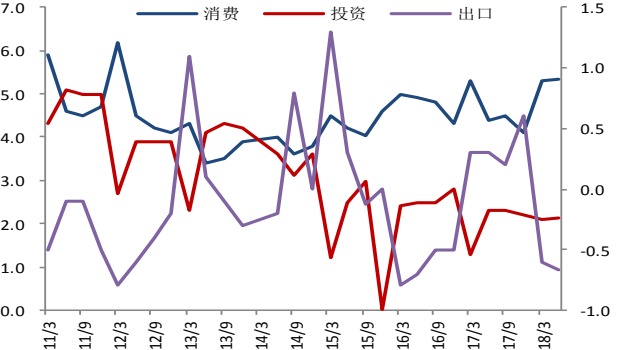
**二季度 GDP 小幅回落。**今年二季度 GDP 同比增长 6.7%，预期 6.7%，一季度增速为 6.8%，小幅回落。上半年 GDP 同比增长 6.8%，略高于预期值 6.7%，与去年同期持平。2018 年整年增长目标设为 6.5%左右。三驾马车中，投资贡献值与上季度持平，仍然处于低位，是 GDP 增速回落的主要原因。

图 19: GDP 当季同比 (%)



数据来源: wind、国都期货研究所

图 20: 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

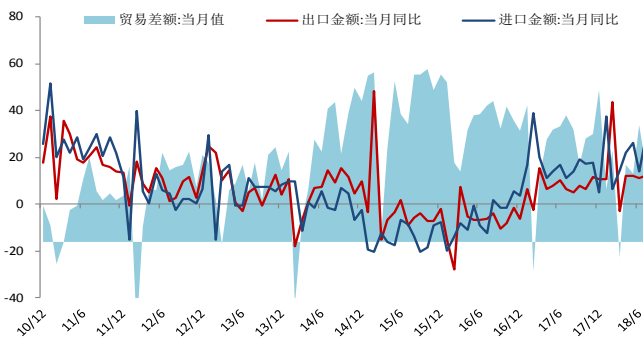
中国 7 月进出口同比增速意外双双回升。7 月出口同比增长 6%，超过预期

5.6%，前值 3.1%；进口增长 20.9%，远超预期 12.5%，前值 6%；贸易顺差 1769.6 亿元，减少 42.6%，大幅收窄。上半年我国货物贸易进出口总值 14.12 万亿元人民币，比去年同期(下同)增长 7.9%。其中，出口 7.51 万亿元，增长 4.9%；进口 6.61 万亿元，增长 11.5%；贸易顺差 9013.2 亿元，收窄 26.7%。

进口分项中，铁矿砂、成品油、汽车等商品进口量增幅显著，谷物、大豆等进口较上月减少；出口分项中，农产品、服装等出口增加。

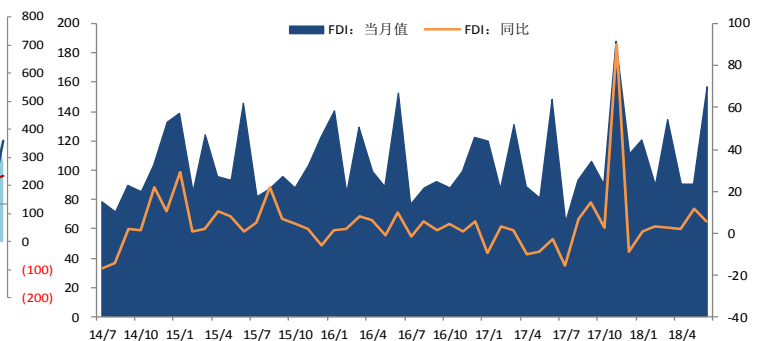
7 月对外贸易总体形势超预期，主要在于一方面人民币持续大幅走弱对出口增速形成支撑，另一方面在于一些出口企业赶在中美关税征收之前加强了进出口力度。

图 22：进出口同比



数据来源：wind、国都期货研究所

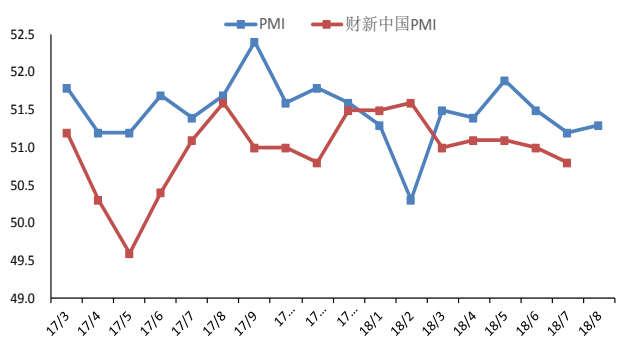
图 23：外商直接投资



数据来源：wind、国都期货研究所

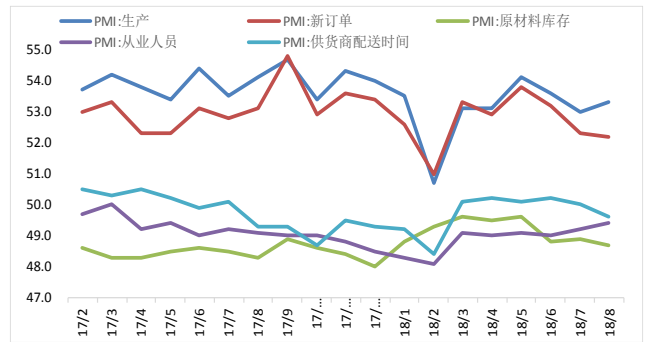
8 月制造业 PMI 指数超市场预期，环比上升 0.1 个百分点至 51.3%，连续 25 个月位于荣枯线上方。其中，生产分项指数上升 0.3 个百分点，从业人员指数较上月上升 0.2 个百分点，是拉动 8 月 PMI 环比指数上行的主要原因；新订单指数回落 0.1 个百分点，原材料库存指数较上月下行 0.1 个百分点，供货商配送时间指数较上月下降 0.4 个百分点。制造业 PMI 逆转前两月下滑趋势，而新出口订单指数，持续 3 个月位于荣枯线以下，说明中美贸易战的影响正在逐步显现。

图 24：制造业 PMI&财新 PMI



数据来源：wind、国都期货研究所

图 25：制造业 PMI 五大分项指标



数据来源：wind、国都期货研究所

7 月工业增加值同比 6%，低于市场预期值 6.3%，持平前值、低于去年 7 月



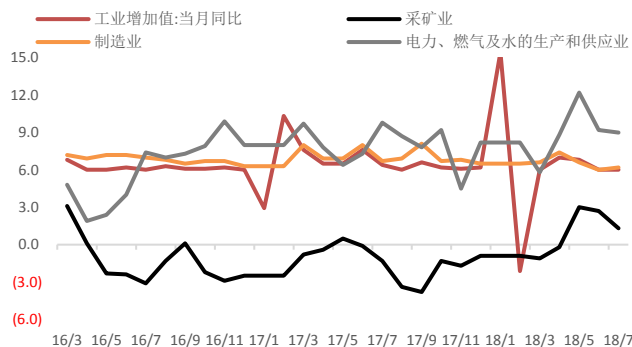
份同比增速；1-7 月工业增加值累计同比 6.6%，低于去年同期 0.2 个百分点。

各分项中，制造业增速较前值回落 0.6 个百分点，其中汽车制造、运输设备制造业增速下滑较为明显，印证需求侧存在下行压力。

7 月 6 大发电集团耗煤量当月同比 7.31%，前值 10.94%，增速大幅回落。

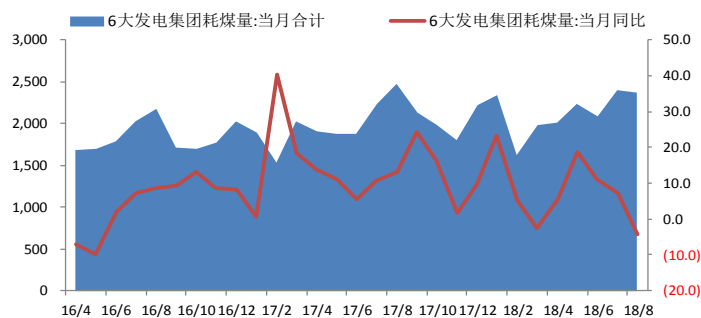
整体来看，生产端仍旧处于景气区间，但经济下行压力加大。

图 26：工业增加值和三大子门类增加值同比增速



数据来源：wind、国都期货研究所

图 27：六大发电集团耗煤量

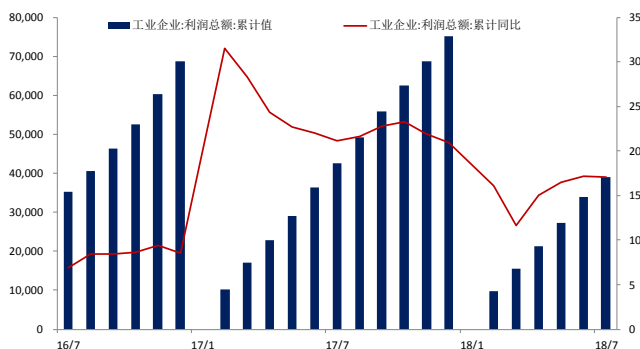


数据来源：wind、国都期货研究所

7 月 CPI 同比 2.1%，预期 2%，前值 1.9%，涨幅时隔三个月重回“2 时代”。分项来看，城市上涨 2.1%，农村上涨 2.0%；食品价格上涨 0.5%，非食品价格上涨 2.4%。国家统计局方面解读称，从同比看，非食品价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 1.96 个百分点。其中，汽油和柴油价格分别上涨 22.7%和 25.1%，合计影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点；医疗保健类价格上涨 4.6%，旅游价格上涨 4.4%，教育服务类价格上涨 2.8%，居住类价格上涨 2.4%，上述四项合计影响 CPI 上涨约 1.16 个百分点。

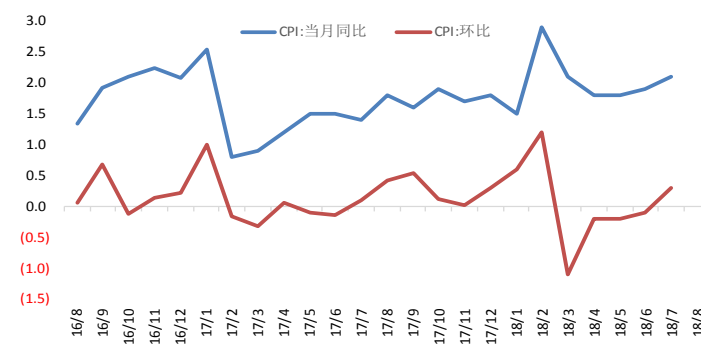
7 月 CPI 环比上涨 0.3%，前值-0.1%，主要受非食品价格上涨影响，暑假出行高峰，需求增加，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 14.5%、7.9%和 2.2%，三项合计影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点，是 CPI 上涨的主要原因。

图 28：工业企业利润



数据来源：wind、国都期货研究所

图 29：CPI 同比/环比 (%)



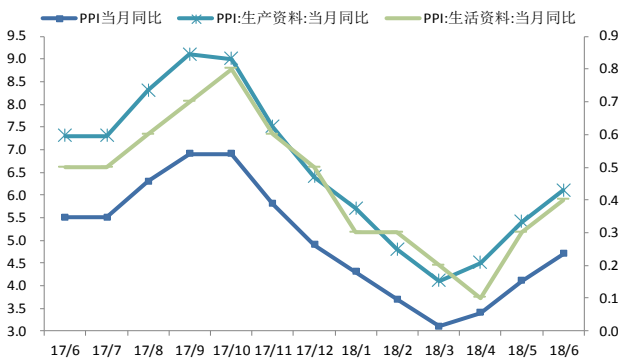
数据来源：wind、国都期货研究所

7 月份 PPI 同比上涨 4.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，其中，生产资料价格同比上涨 6.0%，带动 PPI 上涨约 4.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点。

7 月环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；其中，生产资料价格上涨 0.1%，窄幅有所收窄，但生活资料价格上涨 0.2%，创下 2018 年以来新高。

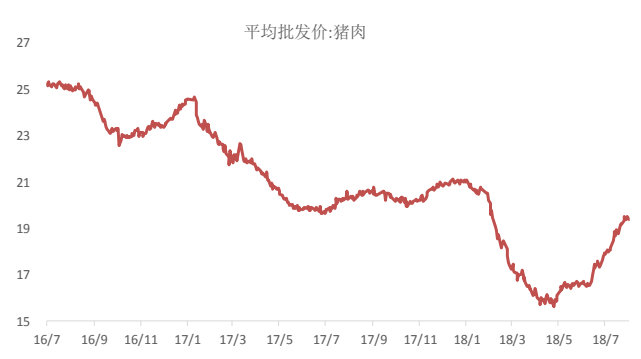
猪肉价格连降4个月后，今年5月以来平均批发价不断上升，进入8月后更是一路飙升。农业农村部猪肉全产业链监测预警首席分析师张学彪认为，虽然当前生猪供给充裕，但适重生猪出栏量季节性下降，规模猪场和养殖户对后市猪价看涨预期增强，供应减少。从生猪流通来看，由于天气炎热以及非洲猪瘟疫情导致的部分地区禁运的影响，主销区生猪供给将呈现偏紧状态，有利于猪价回升。从猪肉贸易来看，受中美贸易战及国内外猪肉价格差缩小等因素影响，猪肉进口量预期下降，有利于后期猪价回升。综合来看，非洲猪瘟疫情对整体市场形势影响甚微，猪价还将保持季节性回升。

图 30: PPI 当月同比



数据来源: wind、国都期货研究所

图 31: 猪肉平均批发价 (元/公斤)

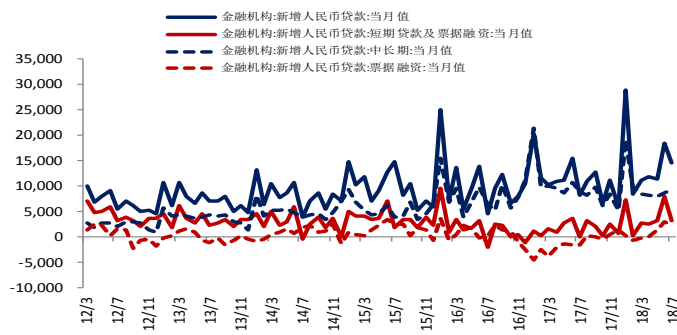


数据来源: wind、国都期货研究所

7月社融数据继续走弱，略低于市场预期，分项看，新增社融主要贡献仍然来自表内融资，新增人民币贷款1.29万亿，同比增幅较为明显，主要在于央行7月份采取的一系列举措，包括下调MPA结构性参数以适度放宽对银行的考核要求以及窗口指导鼓励银行加大信贷投放；

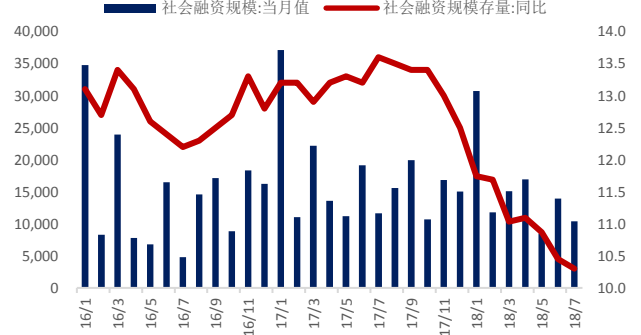
表外融资继续萎缩，但萎缩幅度较上个月有所收窄，显示社融已现改善迹象。

图 32: 新增人民币贷款



数据来源: wind、国都期货研究所

图 33: 社会融资规模

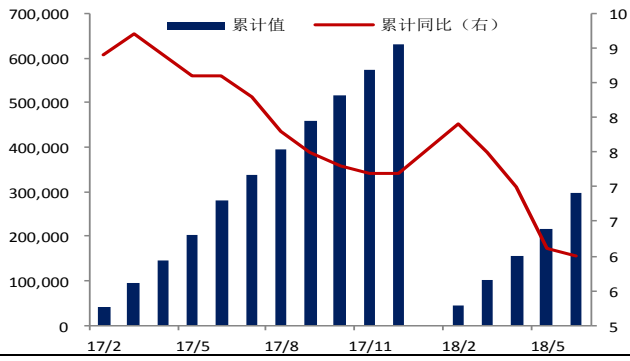


数据来源: wind、国都期货研究所

2018年1-7月，固定资产投资同比增长5.5%，创逾19年新低，预期6%，前值6%；制造业投资累计同比7.3%；基建投资累计同比5.7%，增速继续回落；地产投资累计同比10.2%，韧性仍然较强。

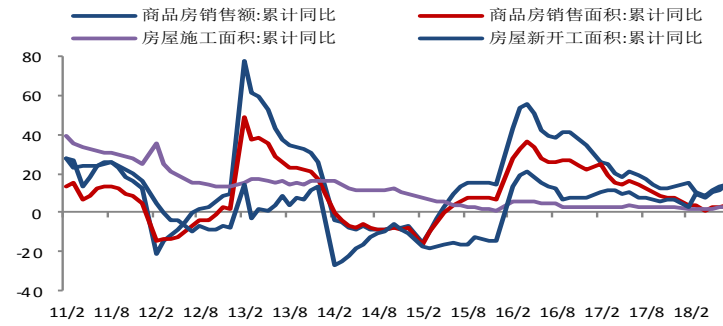
基建投资累计同比继续回落，主要在于前期对地方政府债务管控强化导致基建投资资金来源不足，7月底的国常会和政治局会议提出积极的财政政策，基建投资下半年有望显著回升，发挥补短板的功效。

图 34: 固定资产投资



数据来源: wind、国都期货研究所

图 35: 商品房销售数据



数据来源: wind、国都期货研究所

### 分析师简介

罗玉，国都期货研究所国债期货分析师，澳大利亚国立大学发展经济学硕士学历。

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。

### 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。