

利好政策提振股市，中期仍需震荡修复

主要观点

行情回顾。受到股市避险情绪影响，本周国债期货市场整体上涨。5年期主力合约TF1812 收盘价报 98.285，周内涨幅 0.245%，周成交量 20,836，周内增仓 1,192；10年期主力合约 T1812 收盘价报 95.560，周内涨幅 0.399%，周成交量 157,937，周内增仓 1,509；2年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 99.530，周内涨幅 0.080%，周成交量 569 手，周内减仓 111 手。

本周股指期货呈现出震荡修复的状态，伴随着政策利好政策不断出台，整体有所回暖。沪深300期货主力合约 IF1811 周内上涨 0.184%，周成交量 184,843 手，周内减仓 877 手；上证50期货主力合约 IH1811 周内上涨 0.284%，周成交量 115,057 手，周增仓 970 手；中证500期货主力合约 IC1811 周内上涨 1.200%，周内成交量 87,584 手，周减仓 256 手；主力合约基差走强，沪深300期货远期合约与当月合约价差缩小。两融余额有所回升但仍维持低位，陆股通资金净流出 49 亿元。

基础市场表现。周一降准正式实施，预计可释放资金约 1.2 万亿元，降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元 MLF。央行连续暂停公开市场操作 14 日，周五（10 月 19 日）重启逆回购，央行进行了 300 亿元 7 天期逆回购操作，全部实现净投放，本周实现资金净回笼 1600 亿元。下周公开市场仅有 300 亿元逆回购到期，同时将迎来本月税期高峰，预计下周央行公开市场操作力度将加大，目前资金面稳定略有上升，银行间质押式回购利率周内涨跌不一，隔夜利率上行 6.07bp 报 2.4596%；shibor 多数上行，隔夜利率上行 6.8bp 报 2.4450%。

后市展望。债市方面，全球股市重挫、避险情绪大增，利好国债期货；降准落地，叠加本周公开市场操作力度较大，资金面预期宽松、近期宏观经济数据不佳也为国债期货提供支撑，短期内国债期货将走高。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，同时流动性危机浮现，全球融资基准利率美元 Libor 创十年新高。国债期货上行空间有限。

本周 A 股震荡休整，整体略有回暖，主要受到本周利好政策不断出台：（1）第二批养老目标基金获批，正式名单或将于近期公布（2）国务院常务会议：进一步推动优化营商环境政策落实，对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度；部分民营上市公司已经拿到深圳国资百亿驰援资金；（3）央行再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放；（4）公司法拟修改股份回购条款，将为 A 股带来积极影响；（5）11 家出资券商名单公布，设立资管计划纾解股权质押风险。未来 1000 亿的子资管计划将按市场化运作；

展望后市，国内经济仍面临着一定的下行压力，9 月份，规模以上工业企业实现利润总额 5455 亿元，同比增长 4.1%，增速比 8 月份放缓 5.1 个百分点，刷新 2018 年 3 月以来新低。宏观环境和流动性仍旧较差，继我国外汇储备两连降且降幅增大后，受近期人民币贬值和购汇需求加大的影响，9 月结售汇逆差 1202 亿元人民币，创 2017 年 7 月以来最大逆差。虽然目前政策底和估值底基本塑成，但到市场底还需要一段震荡修复的过程，要确保流动性真正释放，疏通传导机制，使实体经济得到资金，反弹才真正可期。

报告日期 2018-10-29

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

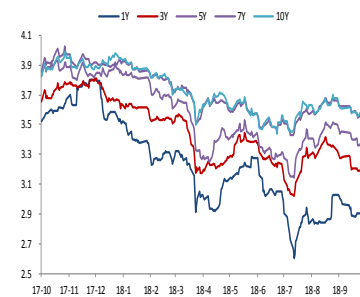
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

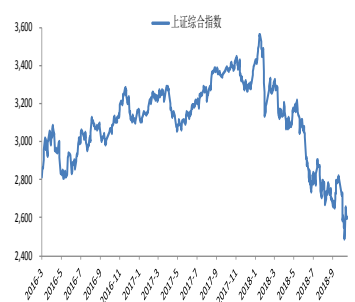
TF 主力合约走势



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.....	14
（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.....	16
（五）消费——消费回暖.....	16
（六）金融数据——社融持续走弱，短期难言“宽信用”.....	17
六、海外市场.....	18
（一）美国——受天气因素影响9月非农数据不及预期，整体就业市场依旧稳健强劲.....	18
（二）美国——美元指数强势.....	19
（三）欧盟——欧元区经济持续低迷.....	19
（四）新兴市场危机加剧.....	20
七、后市展望.....	21

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	7
图 8: 公开市场操作	7
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（周）	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: 融资融券规模	10
图 24: 资金净流入	10
图 25: 上证综合指数走势	11
图 26: 各版块表现（周）	11
图 27: Wind 行业表现（周）	11
图 28: GDP 当季同比（%）	12
图 29: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动	12
图 30: 制造业 PMI&财新 PMI.....	12
图 31: 制造业 PMI 五大分项指标	12
图 32: 工业增加值	13
图 33: 工业企业利润	13
图 34: 粗钢产量	13
图 35: 六大发电集团耗煤量	13
图 36: CPI 同比/环比（%）	14
图 37: PPI 当月同比	14
图 38: 固定资产投资增速	15
图 39: 固定资产投资资金与完成额	15
图 40: 房地产新开工面积	15
图 41: 房屋竣工面积	15
图 42: 房地产销售面积	16

图 43: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数.....	16
图 44: 进出口同比	16
图 45: 对主要市场出口	16
图 46: 社会消费品零售总额	17
图 47: 分项零售额累计同比	17
图 48: 可比社会融资规模	17
图 49: 9 月社融分项新增量	17
图 50: 新增人民币存款分项	18
图 51: 货币供应	18
图 52: 美国非农 % 就业数据.....	19
图 53: 美国 Markit 制造业 PMI	19
图 54: 美元指数	19
图 55: 不同期限美债收益率	19
图 56: 欧元区 PMI.....	20
图 57: 欧元区经济景气指数	20
图 58: 德国制造业 PMI.....	20
图 59: 法国制造业 PMI.....	20
图 60: 新兴市场国家汇率（对美元折算价）	21
图 61: 新兴市场国家汇率（对美元折算价）	21

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)

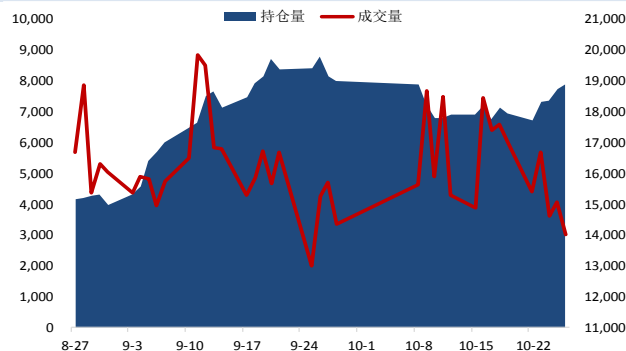
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
TF1812	97.960	98.285	97.900	98.200	0.245	20,836	18,903	1,192	98.2050
TF1903	97.955	98.145	97.885	98.120	0.002	16	44	10	98.1150
TF1906	97.965	98.185	97.965	97.540	-0.004	0	0	0	98.1850
小计						20,852	18,947	1,202	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
T1812	95.180	95.695	95.035	95.560	0.399	159,937	63,805	1,509	95.5650
T1903	95.155	96.325	95.025	95.500	0.004	1,262	1312	697	95.5100
T1906	95.160	95.605	95.160	94.290	-0.009	0	0	0	95.6050
小计						161,199	65,117	2,206	
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	99.450	99.600	99.410	99.530	0.080	569	2,990	(111)	99.5300
TS1903	99.430	99.535	99.430	99.505	0.001	1	44	0	99.5350
TS1906	99.140	99.230	99.140	98.895	-0.002	0	8	0	99.2300
小计						570	3,042	(111)	

受到股市避险情绪影响,本周国债期货市场整体上涨。5年期主力合约TF1812 收盘价报98.285,周内涨幅 0.245%,周成交量20,836,周内增仓1,192;10年期主力合约T1812 收盘价报95.560,周内涨幅0.399%,周成交量157,937,周内增仓 1,509;2年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报99.530,周内涨幅 0.080%,周成交量569手,周内减仓111手。

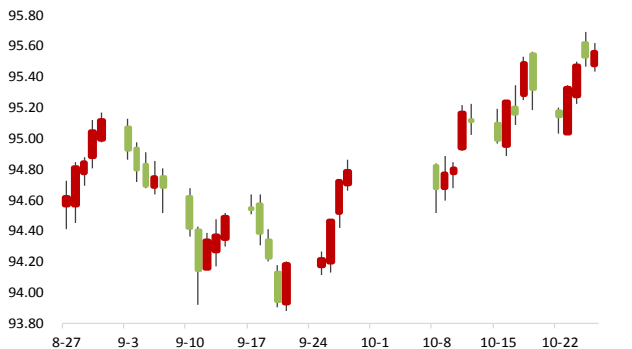
债市方面,全球股市重挫、避险情绪大增,利好国债期货;降准落地,叠加本周公开市场操作力度较大,资金面预期宽松、近期宏观经济数据不佳也为国债期货提供支撑,短期内国债期货将走高。但受到美联储加息影响,中美债券利差收窄限制了国债收益率下行空间,同时流动性危机浮现,全球融资基准利率美元Libor创十年新高。国债期货上行空间有限。

图 1: TF 主力合约走势

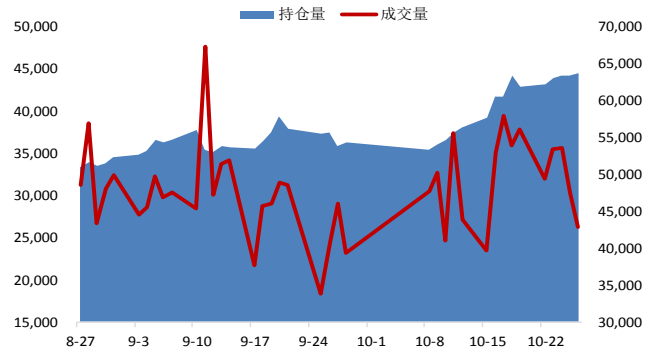

数据来源: Wind、国都期货研究所

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


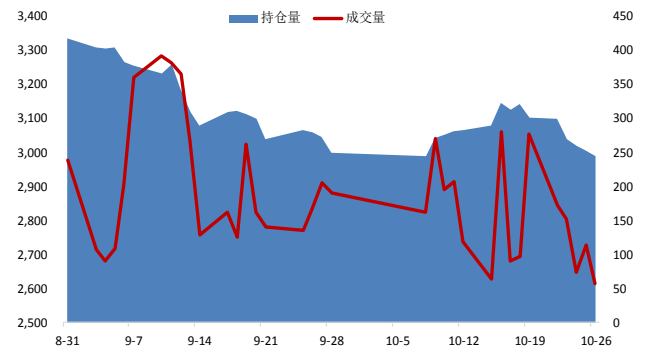
数据来源：Wind、国都期货研究所

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


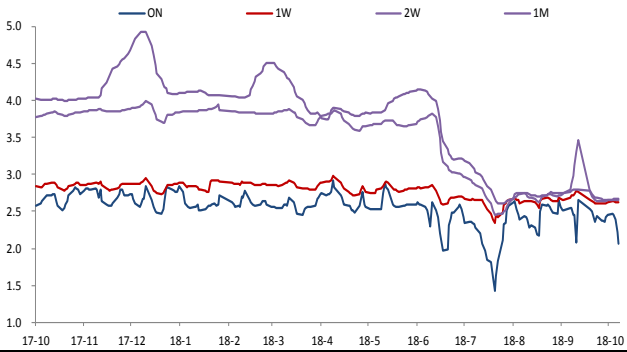
数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

(一) 货币市场

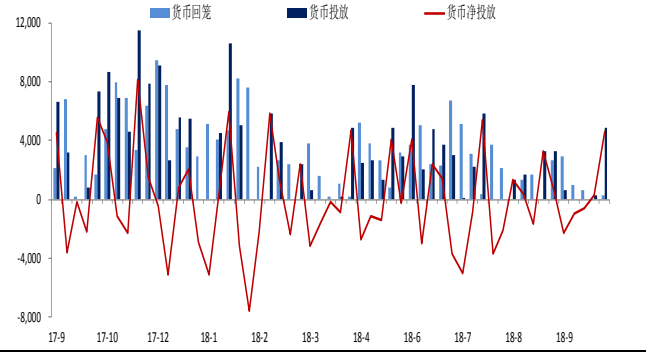
本周迎来本月税期高峰，为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，本周共开展4900亿元逆回购操作，因本周有300亿元逆回购到期，本周实现净投放4600亿元。银行间质押式回购利率涨跌不一，隔夜利率下跌44.2bp；shibor利率多数上涨，但隔夜利率下跌40.80bp。目前资金面整体稳定，预计下周公开市场操作力度将加大，以保跨月资金面平稳。

图 7: SHIBOR 利率走势



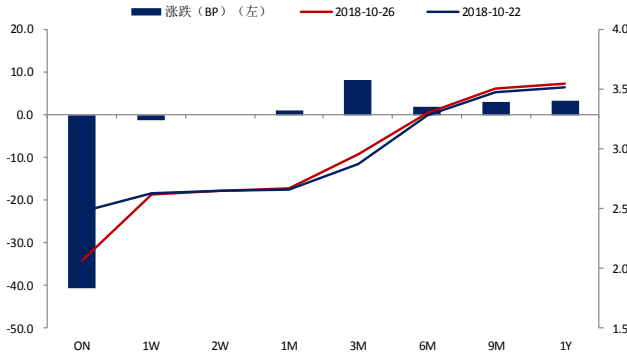
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8: 公开市场操作



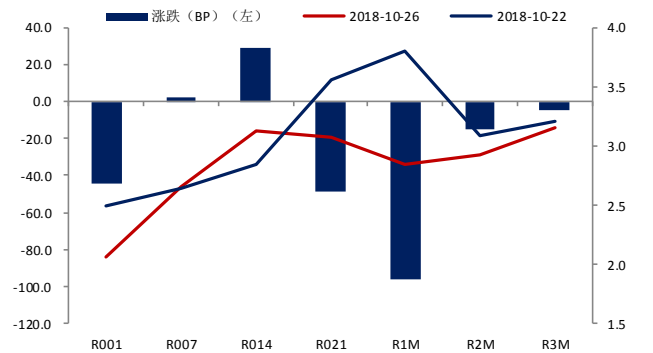
数据来源: Wind、国都期货研究所

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, 10月24日, 财政部1年期国债中标收益率2.82%, 全场投标倍数2.81; 10年期中标收益率3.5017%, 全场倍数2.4。中债1年、10年期国债到期收益率前一日分别为2.8879%、3.5709%。两期国债中标收益率虽然均低于中债估值, 但双双低于预期, 投标倍数均不到3倍。一系列利好提振股市, 由于细则还未出台, 信用债交投清淡, 利率债收益率下行幅度有限。

图 11: 地方政府债发行 (月)

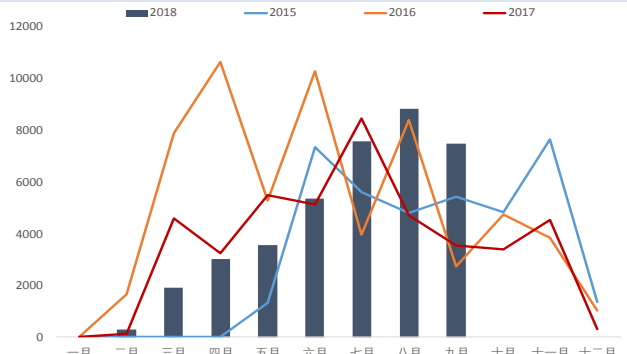
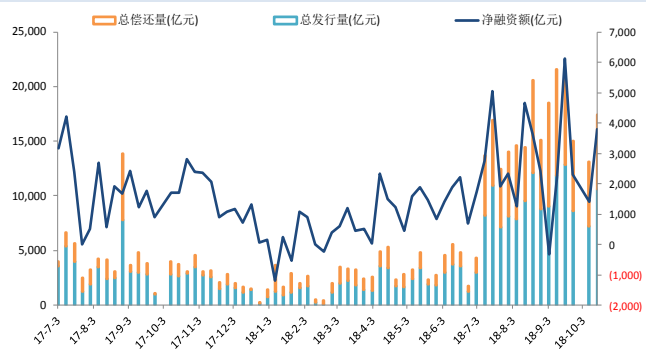
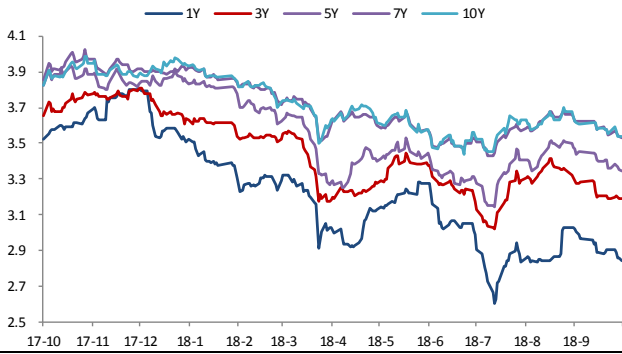


图 12: 债券净融资额 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

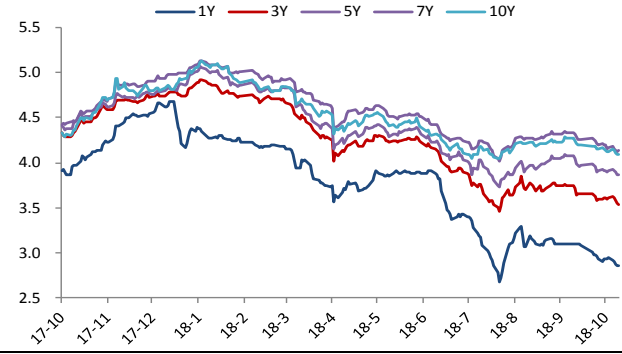
图 13: 国债收益率走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

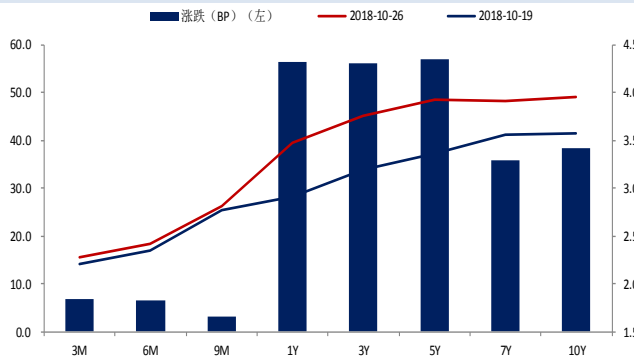
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 国开债收益率走势



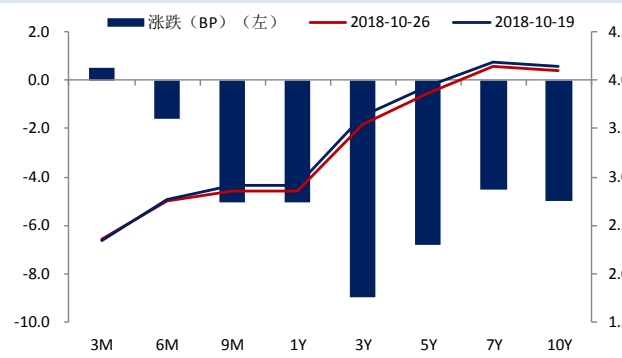
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)



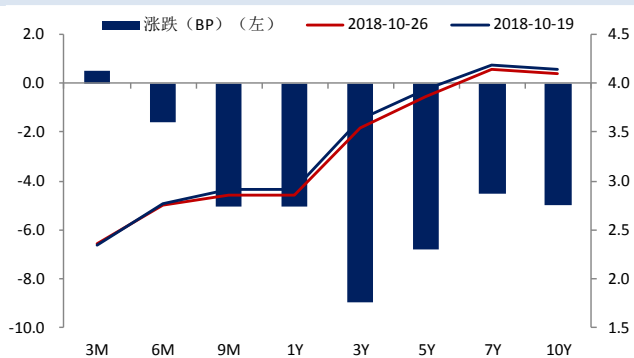
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化 (周)



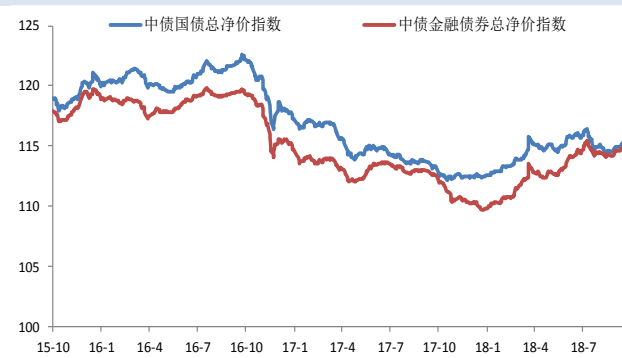
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

本周股指期货呈现出震荡修复的状态，伴随着政策利好政策不断出台，整体有所回暖。沪深 300 期货主力合约 IF1811 周内上涨 0.184%，周成交

量184,843手，周内减仓 877手；上证50 期货主力合约IH1811 周内上涨 0.284%，周成交量115,057手，周增仓970手；中证500 期货主力合约 IC1811周内上涨 1.200%，周内成交量 87,584手，周减仓 256手；主力合约基差走强，沪深300 期货远期合约与当月合约价差缩小。两融余额有所回升但仍维持低位，陆股通资金净流出49亿元。

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
IF1811	3,160.000	3,307.400	3,174.000	3,165.800	0.184	184,843	31,484	(877)	3,161.000
IF1812	3,166.200	3,304.000	3,175.800	3,167.400	0.038	41,286	24,832	142	3,161.600
IF1903	3,161.800	3,300.000	3,174.000	3,165.600	0.120	6,856	6,249	733	3,163.800
小计						232,985	62,565	(2)	

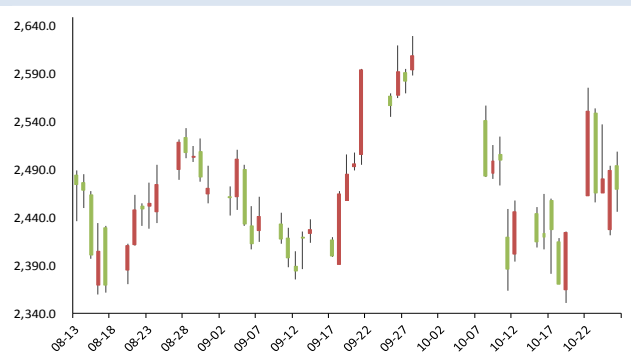
表 2：期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）（续）

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
IH1811	2,463.200	2,576.000	2,466.000	2,470.200	0.284	115,057	18,239	970	2,462.200
IH1812	2,475.800	2,579.000	2,475.200	2,476.200	0.016	22,666	8,650	821	2,469.400
IH1903	2,498.200	2,589.000	2,497.600	2,499.000	0.032	1,784	1,698	46	2,486.600
小计						139,507	28,587	1,837	

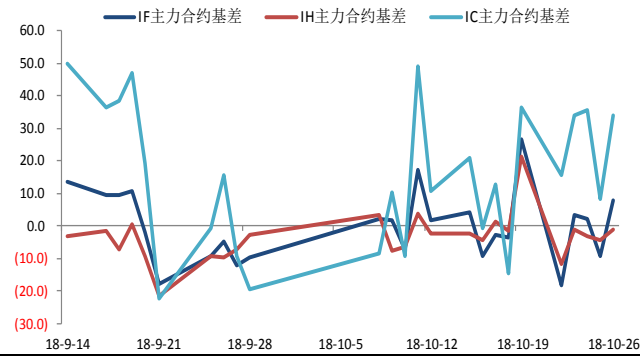
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1811	4,150.000	4,373.200	4,182.000	4,199.800	1.200	87,584	21,250	(256)	4,194.800
IC1812	4,102.200	4,348.000	4,156.800	4,170.000	1.653	20,633	24,630	753	4,167.600
IC1903	4,055.800	4,296.000	4,104.600	4,113.000	1.410	3,479	7,321	299	4,108.200
小计						111,696	53,201	796	

图 19：沪深 300 期货主力合约走势

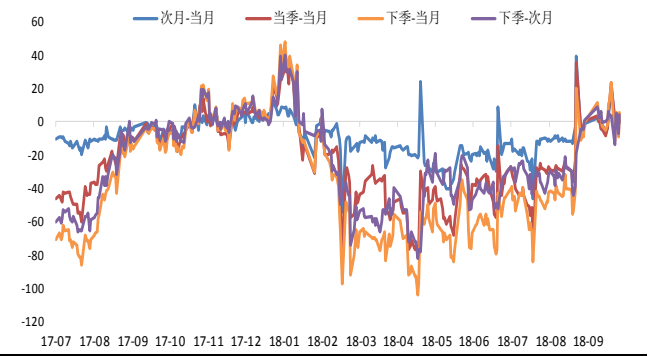

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20：上证 50 期货主力合约走势


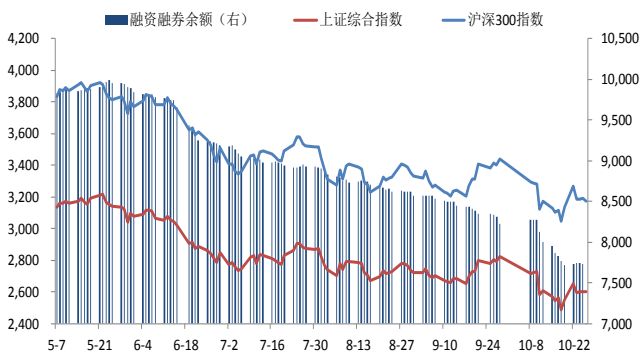
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21：股指期货主力合约基差(现货-期货)走势


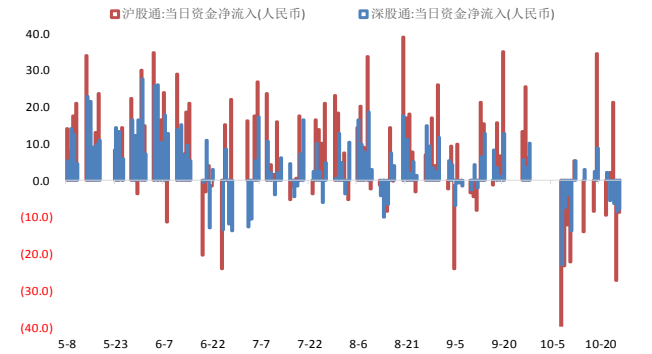
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22：沪深 300 期货价差结构


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23：融资融券规模


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24：资金净流入


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、A 股行情

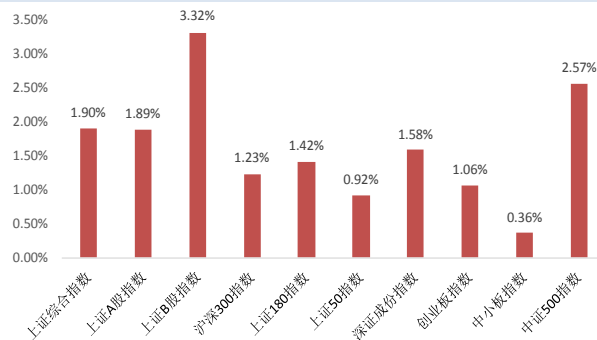
本周A股震荡休整，整体略有回暖，主要受到本周利好政策不断出台：（1）第二批养老目标基金获批，正式名单或将于近期公布（2）国务院常务会议：进一步推动优化营商环境政策落实，对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度；部分民营上市公司已经拿到深圳国资百亿驰援资金；（3）央行再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放；（4）公司法拟修改股份回购条款，将为A股带来积极影响；（5）11家出资券商名单公布，设立资管计划纾解股权质押风险。未来1000亿的子资管计划将按市场化运作；（6）银保监会主席郭树清表示，坚定不移地推动银行业、保险业对外开放，鼓励外资银行业、保险业机构参与养老金领域的业务，积极引导外资专业养老保险机构。

展望后市，国内经济仍面临着一定的下行压力，9月份，规模以上工业企业实现利润总额5455亿元，同比增长4.1%，增速比8月份放缓5.1个百分点，刷新2018年3月以来新低。宏观环境和流动性仍旧较差，继我国外汇储备两连降且降幅增大后，受近期人民币贬值和购汇需求加大的影响，

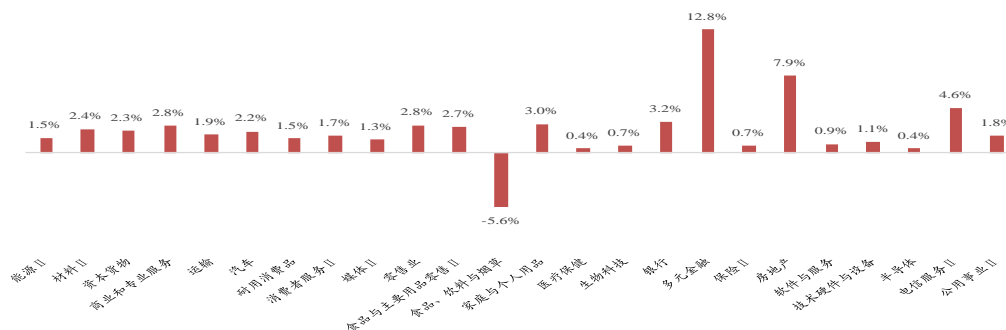
9月结售汇逆差1202亿元人民币，创2017年7月以来最大逆差；但周四夜盘美股高开高走，从此前一个交易日的暴跌走势中强势反弹，道指涨近2%一度重新涨破25000点关口，标普500指数升破2700点关口，纳指涨逾3%，有利于缓解外部环境对A股的冲击；虽然目前政策底和估值底基本塑成，但到市场底还需要一段震荡修复的过程，要确保流动性真正释放，疏通传导机制，使实体经济得到资金，反弹才真正可期。

图 25：上证综合指数走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26：各版块表现（周）


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 27：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。

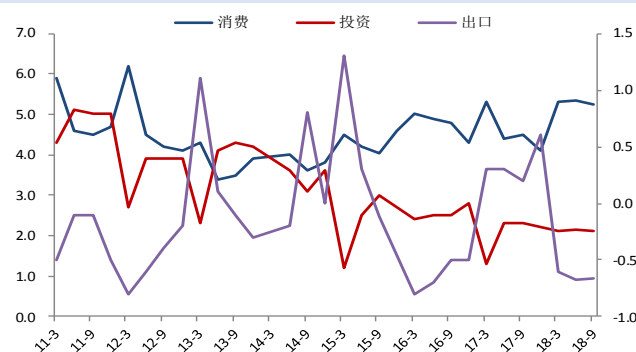
三驾马车中，投资贡献值与上季度持平，仍然处于低位，是GDP增速回落的主要原因。最终消费支出对GDP累计同比的拉动为5.2%，较二季度下降0.1个百分点，较去年全年上升1.1个百分点；投资对GDP累计同比的

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 28: GDP 当季同比 (%)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动


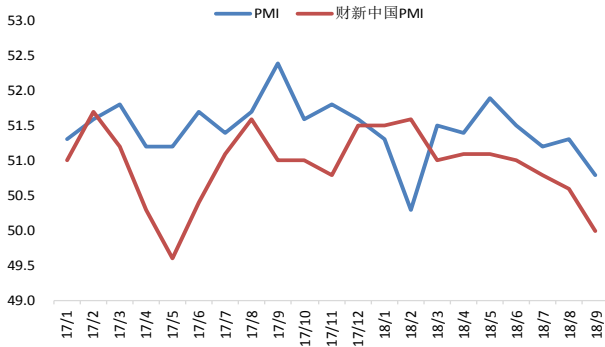
数据来源: Wind、国都期货研究所

9月份制造业PMI为50.8%，环比回落0.5个百分点，增速继续放缓。非制造业商务活动指数为54.9%，比上月上升0.7个百分点，PMI指数表现分化。制造业总体保持平稳扩张态势，但内外需走势仍不容乐观。

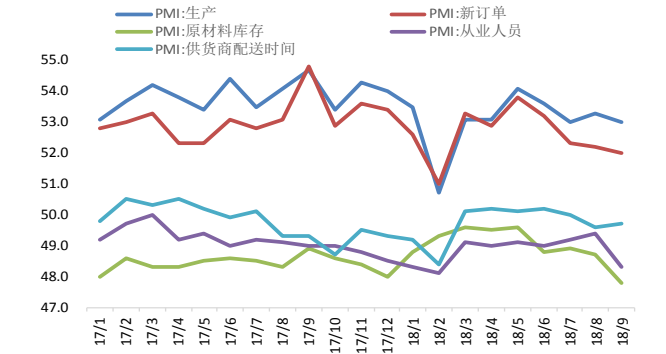
生产需求扩张纷纷放缓。9月生产指数为53.0%，较上月回落0.3个百分点；需求方面，新订单指数为52.0%，创年初新低，随着未来积极财政政策的逐步落地，新订单指数有望维持平稳。

进出口继续承压。9月新出口订单指数为48.0%，较上月回落1.4个百分点，随着9月份中美2000亿关税靴子落地，中美之间旷日持久的贸易战持续升级，出口订单继续下降。进口指数为48.5%，较上月回落0.6个百分点。新出口订单指数创2016年二季度以来的低点，对外贸易形势不容乐观。

图 30: 制造业 PMI & 财新 PMI
图 31: 制造业 PMI 五大分项指标



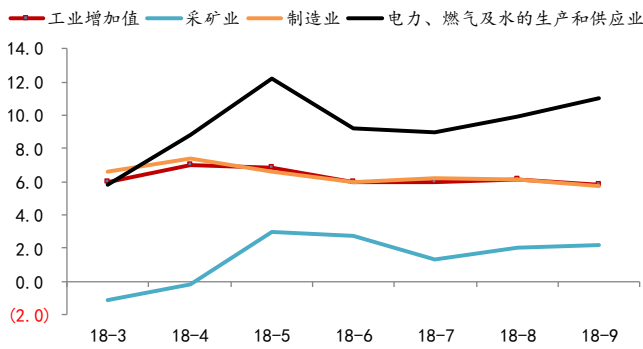
数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

9月规模以上工业增加值同比5.8%，预期6%，前值6.1%，9月规模以上工业增加值累计同比6.4%，预期6.4%，前值6.5%，

图 32: 工业增加值



数据来源: Wind、国都期货研究所

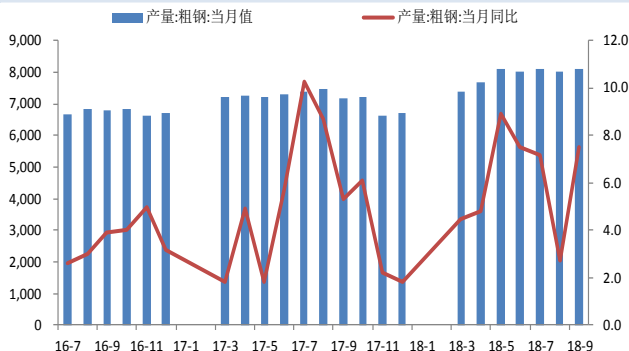
图 33: 工业企业利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

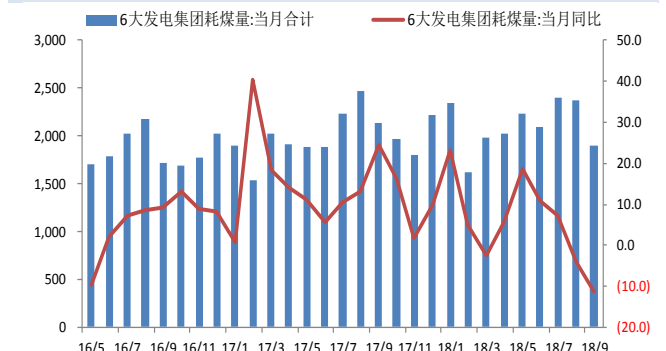
9月粗钢产量8085万吨，同比增长0.65%，较前值2.7%大幅回落；9月六大发电集团耗煤量1894.31万吨，同比下降11.3%，环比下降19.98%，凸显工业生产下行压力仍旧较大。

图 34: 粗钢产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 35: 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，生产端虽然目前仍旧处于景气区间，但9月份生产数据回落明显，拖累三季度GDP，经济下行压力仍旧较大。

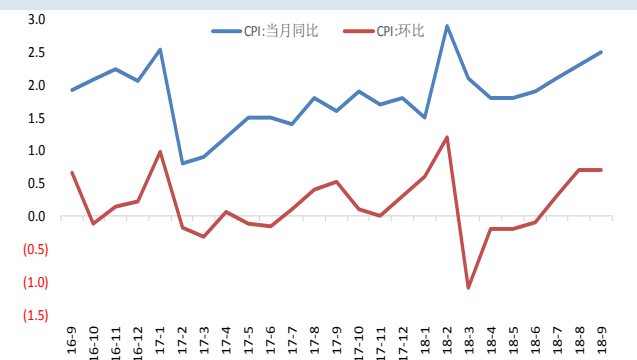
（二）通胀温和

9月CPI同比增长2.5%，预期增长2.5%，前值增长2.3%。中国9月PPI同比增长3.6%，预期增长3.5%，前值增长4.1%。

具体来看，食品、房租和成品油价格上涨较多，是CPI价格涨幅扩大的主要原因，低基数也影响了CPI同比表现。9月受夏秋换茬以及部分地区遭受台风、强降水和风雹等极端天气影响明显，加上近期油价不断上行，成品油接连调价，致使食品和成品油价格上涨显著。

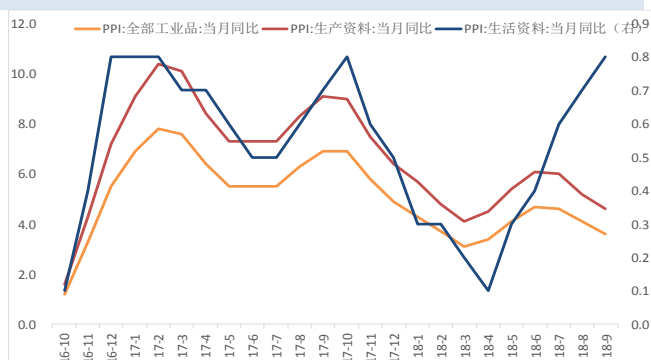
从食品价格来看，鲜菜、鲜果和鸡蛋价格分别上涨14.6%、10.2%和6.2%，三项合计影响CPI上涨约0.55个百分点；牛肉、羊肉和禽肉价格三项合计影响CPI上涨约0.10个百分点；猪肉价格下降2.4%，降幅继续收窄，影响CPI下降约0.06个百分点。从非食品价格来看，居住价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.56个百分点；汽油和柴油价格合计影响CPI上涨约0.40个百分点。据测算，在9月份2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.5个百分点，新涨价影响约为2.0个百分点。

图 36: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 37: PPI 当月同比



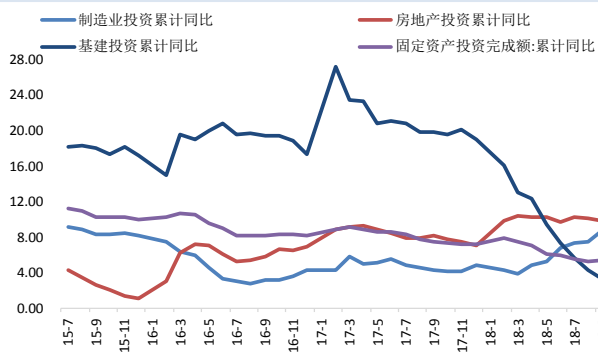
数据来源: Wind、国都期货研究所

（三）投资——固定资产投资增速再创新低

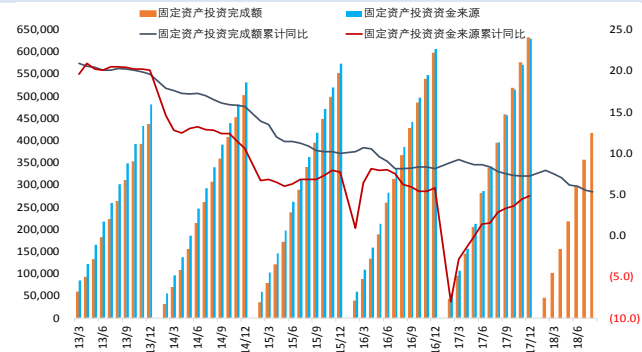
9月固定资产投资累计同比5.4%，预期5.3%，前值5.3%。其中基建投资同比增长3.3%，较前值降0.9个百分点，仍旧成为为拖累整体投资增速的主要因素；制造业投资累计同比增加8.7%，较前值提高1.2个百分点，是拉动投资的主要动力；房地产开发投资累计同比增速9.9%，较前值降低0.2个百分点。

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 38：固定资产投资增速


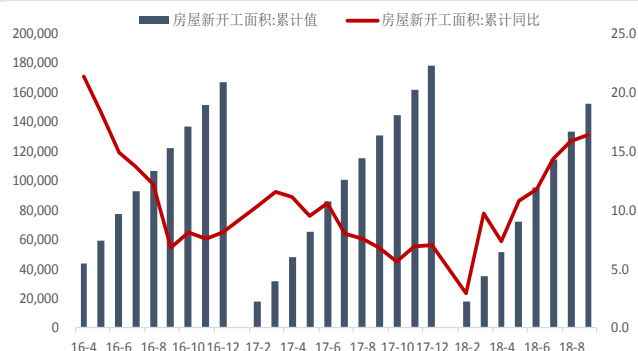
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 39：固定资产投资资金与完成额


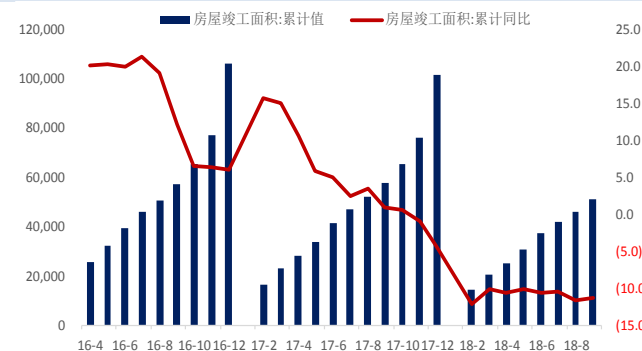
数据来源：Wind、国都期货研究所

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。

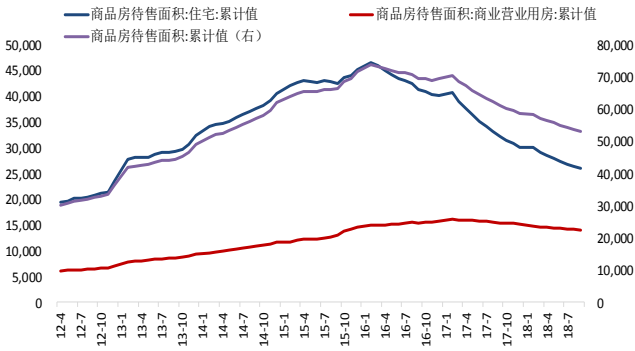
图 40：房地产新开工面积


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 41：房屋竣工面积


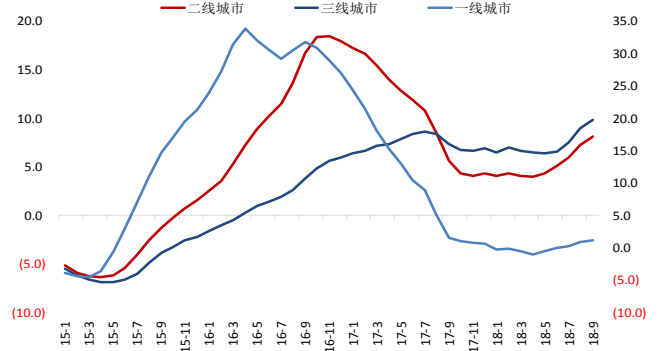
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 42: 房地产销售面积



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 43: 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

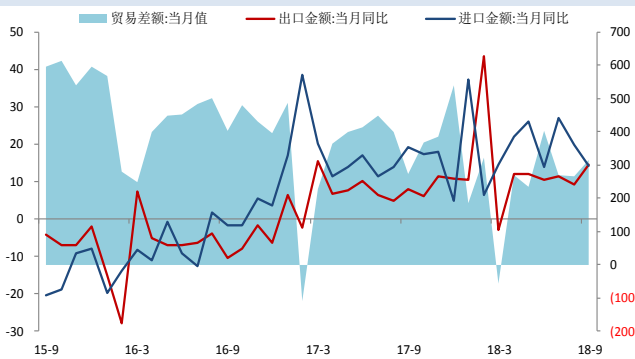
(四) 进出口——进出口超预期增长

9月进出口超预期增长: 按人民币计, 中国9月出口同比增长17%, 预期9.2%, 前值7.9%; 进口同比增长17.4%, 预期15.2%, 前值18.8%。中国9月贸易帐2132.3亿人民币, 预期1362亿人民币, 前值1797.5亿人民币。

9月出口提速可能部分由于人民币大幅贬值所致, 目前俩看“抢出口”迹象并不明显, 出口改善的可持续性有待观察。预计4季度受美国加征关税影响, 中国出口增速将下滑。

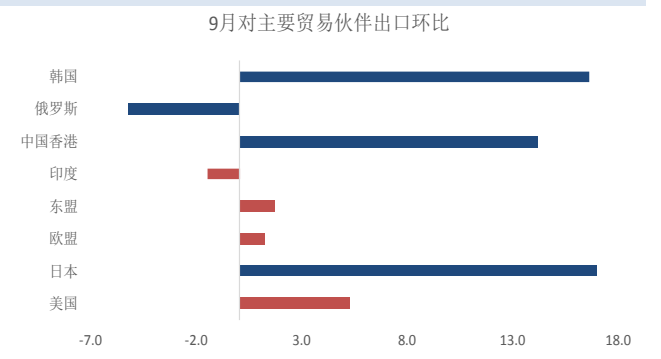
分国家看, 整体外需回升显著。中国对美国出口保持基本平稳, 对欧、日、韩及多数新兴市场出口大幅反弹。数据对比下, 反映出中美贸易战影响将逐渐发酵。

图 44: 进出口同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

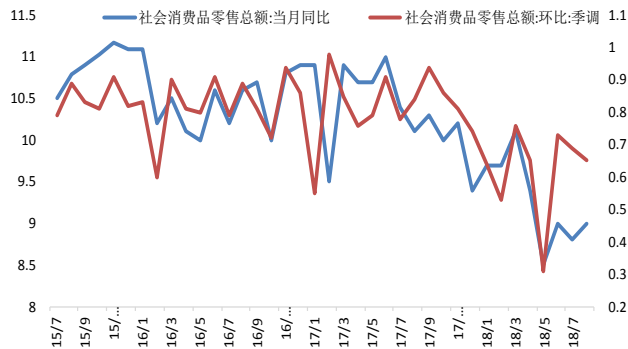
图 45: 对主要市场出口



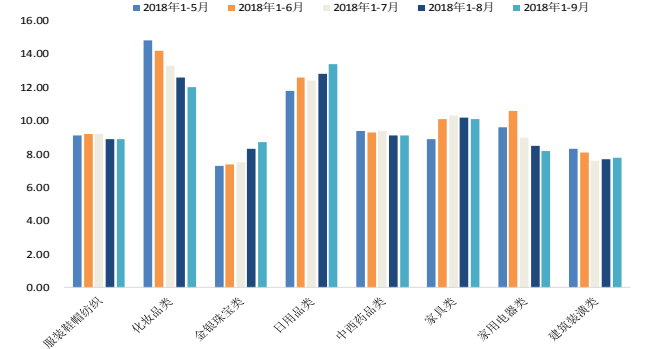
数据来源: Wind、国都期货研究所

(五) 消费——消费回暖

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 46：社会消费品零售总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 47：分项零售额累计同比


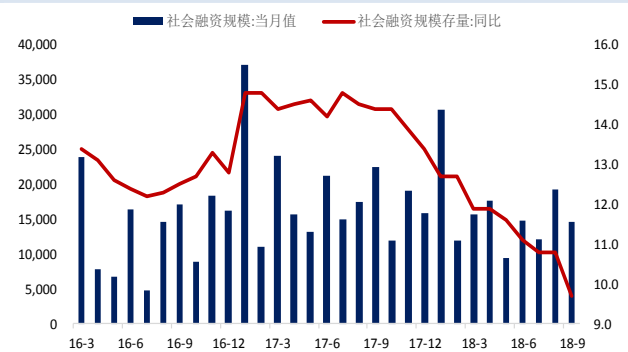
数据来源：Wind、国都期货研究所

（六）金融数据——社融持续走弱，短期难言“宽信用”

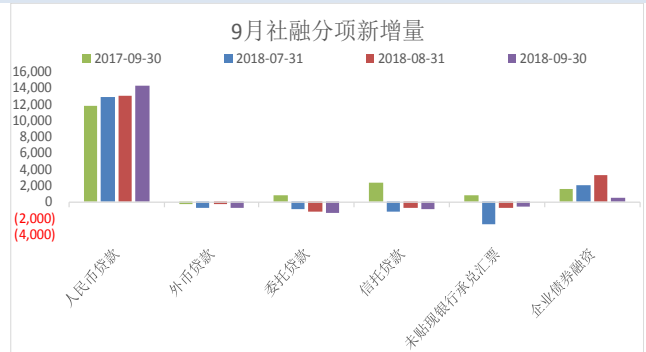
社融结构增速持续回落。9月末社会融资规模存量为197.3万亿元，同比增长10.6%。前三季度社会融资规模增量累计15.37万亿元，其中，9月份社会融资规模增量为2.21万亿元，比上月多2768亿元。2018年9月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。9月末调整社融规模应为1.47万亿，低于市场预期1.55万亿元，社融当月存量增速下滑至10%以下表外融资继续收缩，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三者合计减少 2891 亿元，降幅较上月甚至略有扩大；。

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。

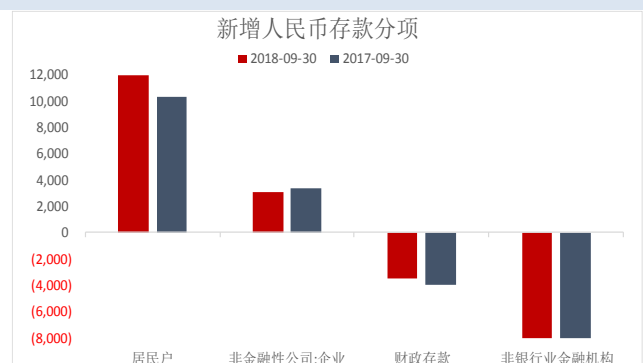
图 48：可比社会融资规模


数据来源：Wind、国都期货研究所

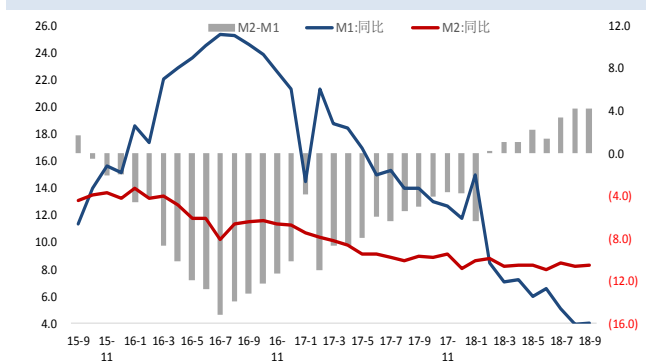
图 49：9月社融分项新增量


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 50：新增人民币存款分项


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 51：货币供应


数据来源: Wind、国都期货研究所

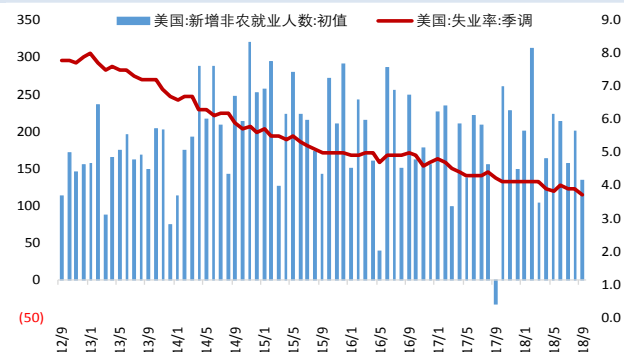
六、海外市场

(一) 美国——受天气因素影响 9 月非农数据不及预期，整体就业市场依旧稳健强劲

9月美国新增非农就业人数 13.4 万，不及预期 18.5 万，主要原因在于：(1) 受到之前佛罗伦萨飓风影响；(2) 8月数据由 20.1 万修正为 27 万，使得前值处于高位。9 月美国失业率为 3.7%，预期 3.8%，前值 3.9%，创近 50 年来新低。综合来看，美国 9 月非农和就业数据表现依旧亮眼，反应出美国当前国内需求强劲，劳动力市场依然稳健强劲。

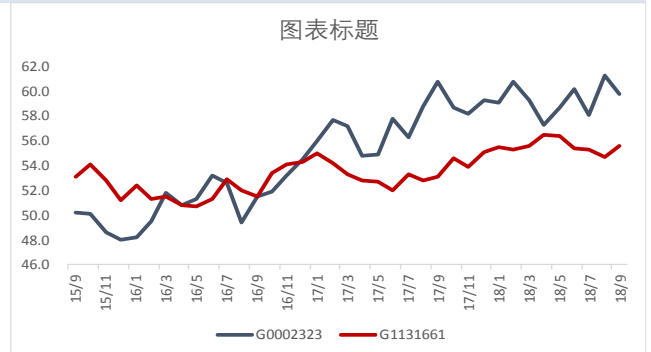
美国 9 月 Markit 制造业 PMI 终值 55.6，持平初值 55.6，高于前值 54.7；服务业 PMI 终值 53.5，略低于前值 54.8，同时创今年 1 月以来新低；Markit 综合 PMI 终值 53.9，高于初值 53.4，低于前值 54.7。本周公布的美国 9 月 ISM 非制造业指数终值录得 61.6，创下历史新高，远超预期的 58，前值 58.5。四个分项指标悉数上涨，其中就业分项上升至历史新高 62.4。9 月 ISM 制造业指数 59.8，略低于市场预期 60.0，8 月 ISM 制造业指数曾录得 61.3。今年以来，ISM 制造业指数始终高于荣枯线，制造业整体呈现扩张态势，但持续的贸易摩擦和受访者对于关税的担忧带来了本月 ISM 制造业指数走低。

图 52: 美国非农%就业数据



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 53: 美国 Markit 制造业 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

（二）美国——美元指数强势

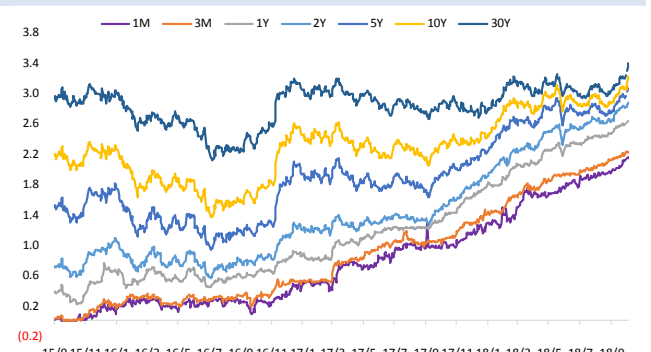
美联储9月FOMC会议上,如市场所广泛预期,美联储决定加息25个基点,使联邦基金利率升至2-2.25%,这是年内第三次、也是自2015年底开启加息周期以来的第八次加息。美联储主席鲍威尔一周多次讲话,重申对美国乐观态度,再度表明渐进式加息的立场,10月3日周三,鲍威尔接受PBS采访时表示,美国经济表现“相当正面”(remarkably positive),没有理由不认为当前的经济扩张“可以延续相当一段时间”。鲍威尔讲话期间,美元指数刷新日高,美元升值仍有空间;美债收益率上行,美债收益率突破3.2%,创近年来新高。美元延续强势是在的资本外流压力下新兴市场股市、债市、汇市承压。

图 54: 美元指数



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 55: 不同期限美债收益率



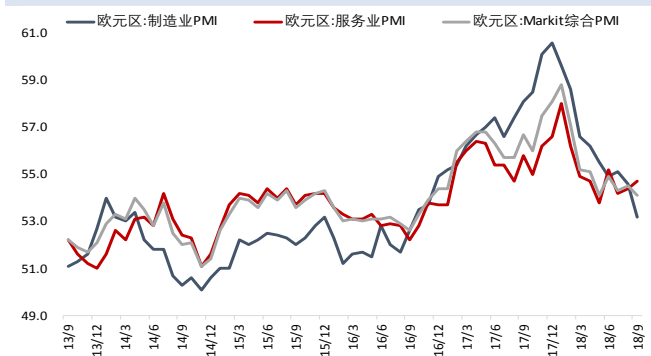
数据来源: Wind、国都期货研究所

（三）欧盟——欧元区经济持续低迷

9月欧元区Markit综合PMI指数初值54.2,低于预期及前值的54.5。其中,制造业PMI初值53.3,低于预期54.5和前值54.6,至近两年低点,主要受到出口订单走弱拖累,9月新出口订单回落至50的荣枯线以下,为2013年6月以来首次;但服务业PMI初值54.7,高于预期54.4,连续两个月上

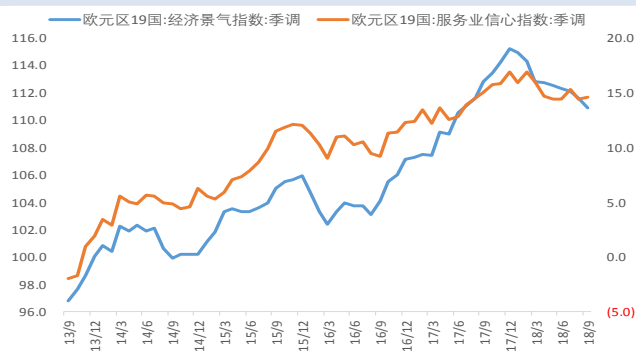
升。制造业与非制造业表现分化。9月欧元区经济景气指数110.9，预期111.2，前值111.6，经济景气指数再度下滑，反映经济增长前景不容乐观。

图 56：欧元区 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 57：欧元区经济景气指数



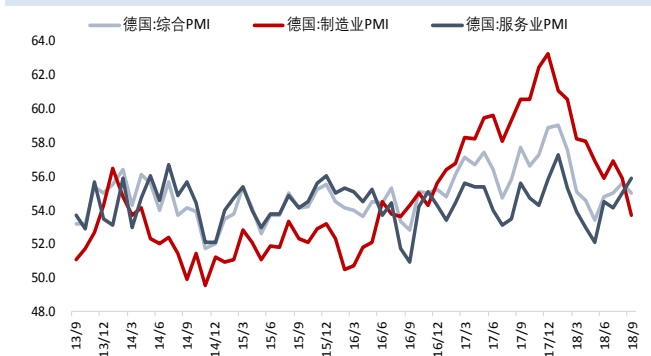
数据来源：Wind、国都期货研究所

分国别来看，德国和法国制造业 PMI 均呈现下滑，服务业表现优于制造业。德国9月 Markit制造业 PMI终值55.0，低于预期和前值55.60，主要受到制造业拖累；9月制造业 PMI 53.7，较前值 55.90下降幅度较大；而服务业增长势头强劲，服务业PMI 终值55.90，高于前值55.0；

法国9月 Markit制造业 PMI 为54.0，低于预期；其中，9月制造业 PMI 52.5，前值 53.5，新订单出口收缩；服务业 PMI终值54.80，低于前值55.4。

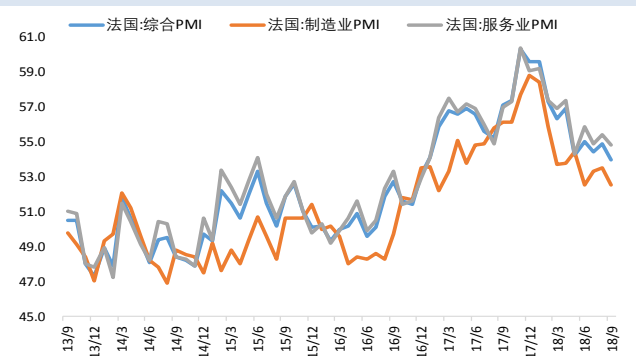
目前欧洲经济扰动消息较多，其中英国脱欧进程、意大利债务危机以及欧美贸易冲突，影响市场情绪。

图 58：德国制造业 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 59：法国制造业 PMI



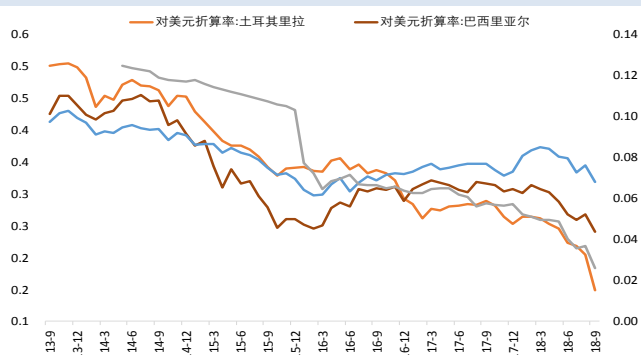
数据来源：Wind、国都期货研究所

(四) 新兴市场危机加剧

10月3日周三，鲍威尔接受PBS采访时表示，美国经济表现“相当正面” (remarkably positive)，没有理由不认为当前的经济扩张“可以延续相当一段时间”。美元一路走高，加之近期原油价格一路飙升的影响，土耳其里拉、印度卢比和印尼盾再度收跌，新兴市场危机再次引发市场担忧。

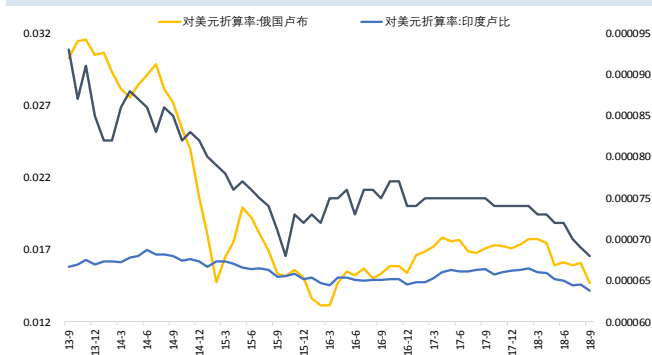
本轮新兴市场危机源于2015年12月开始的美联储加息，2015、2016、2017年各1次，2018年已经3次，而今年12月加第四次息是大概率事件。在外围经济疲软，美联储不断加息的推动下，今年美元持续走强，美元指数一路飙升。土耳其、印度、俄罗斯、阿根廷、人民币均大幅贬值。究其原因，主要在于新兴市场国家不断增长的美元债。2008年金融危机后，美国通过几轮量化宽松政策不断放水，新兴市场国家扩充美元债规模以为国内发展提供资金，维持了较高的外债水平。于是当美联储加息、美债利率上升时，货币危机就会演化成债务危机。对于新兴市场来说，更大的考验可能集中在未来两年大量美元债务的到期，形势不容乐观。

图 60：新兴市场国家汇率（对美元折算价）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 61：新兴市场国家汇率（对美元折算价）



数据来源：Wind、国都期货研究所

土耳其里拉今年已经下跌近40%。此次土耳其货币危机由美国贸易冲突、美土政治关系恶化引发，但根本原因在于土耳其长期以来的高通胀、高外债、高赤字。从2017年开始，土耳其的通货膨胀率就基本保持在10%以上；进入今年6月份来，CPI一路飙升，6月24日，土耳其央行宣布将基准利率从8%提升到17.75%；9月，土耳其央行再次将基准利率从17.75%上调至24%，升幅为625个基点，远超市场预期的加息300-400个基点，创近20年来历史最高纪录。

然而，最新公布的9月CPI环比上涨6.3%，远超预期3.6%，由此可见土耳其央行此前加息举措并未见效。里拉贬值推升了土耳其各种商品的价格，并且重创了投资者对土耳其的信心；欧洲作为土耳其外债的主要来源，欧洲股市也随之大跌，欧元受挫。

然而，土耳其货币危机尚未平息，意大利又在节前发生了债务危机。债台高筑的意大利政府于9月27日围绕2019年预算赤字达成共识，宣布预算赤字占GDP比重2.4%。此决议一出，欧元和欧洲股市在接下来数日出现连续大跌。

七、后市展望

债市方面，全球股市重挫、避险情绪大增，利好国债期货；降准落地，叠加本周公开市场操作力度较大，资金面预期宽松、近期宏观经济数据不佳也为国债期货提供支撑，短期内国债期货将走高。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，同时流动性危机浮现，全球融资基准利率美元Libor创十年新高。国债期货上行空间有限。

本周A股震荡休整，整体略有回暖，主要受到本周利好政策不断出台：（1）第二批养老目标基金获批，正式名单或将于近期公布（2）国务院常务会议：进一步推动优化营商环境政策落实，对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度；部分民营上市公司已经拿到深圳国资百亿驰援资金；（3）央行再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放；（4）公司法拟修改股份回购条款，将为A股带来积极影响；（5）11家出资券商名单公布，设立资管计划纾解股权质押风险。未来1000亿的子资管计划将按市场化运作；（6）银保监会主席郭树清表示，坚定不移地推动银行业、保险业对外开放，鼓励外资银行业、保险业机构参与养老金领域的业务，积极引导外资专业养老保险机构。

展望后市，国内经济仍面临着一定的下行压力，9月份，规模以上工业企业实现利润总额5455亿元，同比增长4.1%，增速比8月份放缓5.1个百分点，刷新2018年3月以来新低。宏观环境和流动性仍旧较差，继我国外汇储备两连降且降幅增大后，受近期人民币贬值和购汇需求加大的影响，9月结售汇逆差1202亿元人民币，创2017年7月以来最大逆差；但周四夜盘美股高开高走，从此前一个交易日的暴跌走势中强势反弹，道指涨近2%一度重新涨破25000点关口，标普500指数升破2700点关口，纳指涨逾3%，有利于缓解外部环境对A股的冲击；虽然目前政策底和估值底基本塑成，但到市场底还需要一段震荡修复的过程，要确保流动性真正释放，疏通传导机制，使实体经济得到资金，反弹才真正可期。

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。