

## 期债延续强势 股市底部逻辑不变

### 主要观点

**行情回顾。**基本面偏弱，金融数据大幅不及预期，本周国债期货市场延续强势，5年期主力合约TF1812收盘价报98.900，周内涨幅0.386%，周成交量25,576，周内减仓3,543；10年期主力合约T1812收盘价报96.970，周内涨幅0.947%，周成交量148,522，周内减仓19,349；2年期国债期货主力合约TS1812收盘价报100.075，周内涨幅0.155%，周成交量723手，周内减仓176手。

尽管金融数据大幅不及预期，但受到扶持民营企业融资政策提振，股指震荡走高。沪深300期货主力合约IF1812周内上涨2.924%，上证50期货主力合约IH1812月内上涨1.067%，中证500期货主力合约IC1812月内上涨9.204%。中证500期货下季合约涨幅最大，为7.913%。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。**本周末进行公开市场操作，周四有1200亿元国库现金定存到期，本周累计净回笼1200亿。央行连续16个工作日暂停逆回购操作，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多数上涨，隔夜利率上行30.9bp报2.3817%；Shibor利率多数上行，隔夜利率上涨30.70bp报2.3450%。二级市场上，本周现券收益率再现加速下行。中美1年期国债利差自2008年来首次出现倒挂。

**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，叠加股市避险情绪，中长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。

股市方面，消息面（1）11月9日北京召开民营企业融资座谈会，消息称央行第四季度将调整MPA参数，专门用于支持民营企业；央行营管部将完善评估体系，引导银行向民企放贷等；（2）英国脱欧协议草案引发高官离职潮，投资者为躲避市场动荡而寻求庇护，金价继续走高；（3）中金所董事长表示要积极研究探讨金融期货市场开放。基本面，10月金融数据全线不及预期，社融规模增量不及前月1/3且创2016年7月以来新低，表外融资净减少，当月新增人民币贷款环比腰斩，M2持平今年6月创下的历史最低增速，M2与M1剪刀差继续扩大，显示货币传导机制不畅，实体经济流动性恶化。总体来看，10月份生产企稳，信贷疲弱。

总体来看，目前大盘底部逻辑短期不会改变，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，政策提振作用有限，预计后市行情宽幅震荡为主，年内迎来大幅反弹的概率极低，不建议投资者在当前位置继续追涨，但可以逢低吸纳的优质产业龙头，在包括医药、军工、食品饮料、家电等领域精选个股。

报告日期 2018-11-19

### 研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

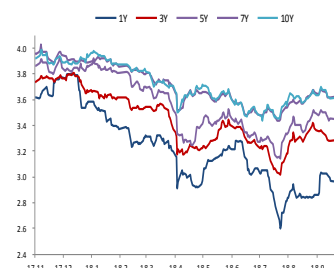
邮件：zhangnan@guodu.cc

### 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 .....	11
图 24: 各版块表现（周） .....	11
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 .....	15
图 40: 固定资产投资资金与完成额 .....	15
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 .....	16
图 35: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数.....	16
图 36: 进出口同比 .....	17

图 37: 对主要市场出口 .....	17
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

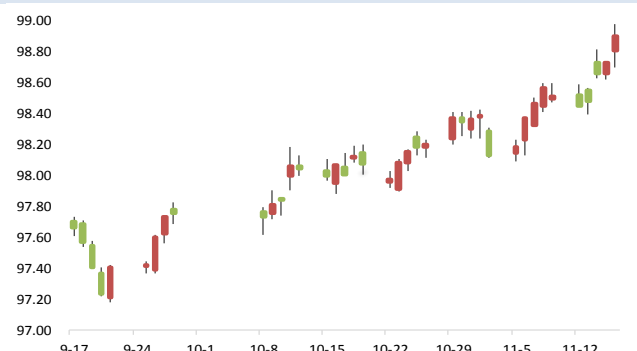
## 一、行情回顾

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	98.520	98.980	98.400	98.900	0.386	25,576	8,521	(3,543)	98.8940
TF1903	98.525	98.935	98.395	98.905	0.004	12,664	9,969	4,503	98.8780
TF1906	98.485	98.725	98.475	98.960	0.005	0	1	0	0.0000
小计						38,240	18,491	960	
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	96.060	97.045	95.900	96.970	0.947	148,522	19,584	(19,349)	96.9400
T1903	96.100	96.985	95.900	96.915	0.008	99,232	56,682	21,101	96.8850
T1906	95.860	96.795	95.860	96.795	0.010	23	10	6	96.7950
小计						247,777	76,276	1,758	
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	99.920	100.100	99.880	100.075	0.155	723	1,477	(176)	100.0750
TS1903	99.845	100.100	99.845	100.060	0.002	230	809	146	100.0550
TS1906	99.600	100.150	99.600	100.150	0.006	7	14	6	100.1500
小计						960	2,300	(24)	

基本面偏弱，金融数据大幅不及预期，本周国债期货市场延续强势，5年期主力合约TF1812 收盘价报98.900，周内涨幅 0.386%，周成交量 25,576，周内减仓3,543；10年期主力合约 T1812 收盘价报96.970，周内涨幅 0.947%，周成交量148,522，周内减仓 19,349；2年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报100.075，周内涨幅 0.155%，周成交量 723手，周内减仓176手。

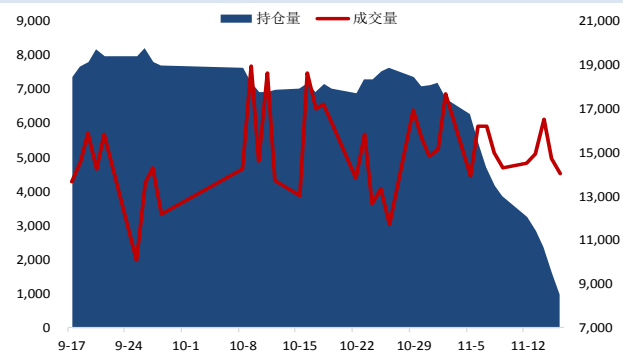
经济下行压力加大，在未来相当长的一段时间内基本面不会有大变化；宽信用政策落地受阻，金融数据大幅不及预期，叠加股市避险情绪，中长期内国债期货将继续走高；但受到美联储加息影响，中美债券利差收窄限制了国债收益率下行空间，上行空间有限。

图 1: TF 主力合约走势

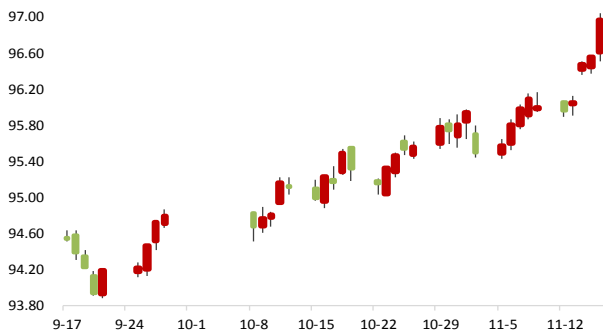


数据来源: Wind、国都期货研究所

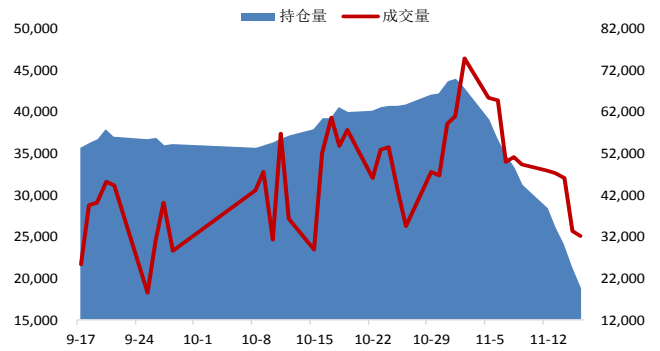
图 2: TF 主力合约成交量及持仓量



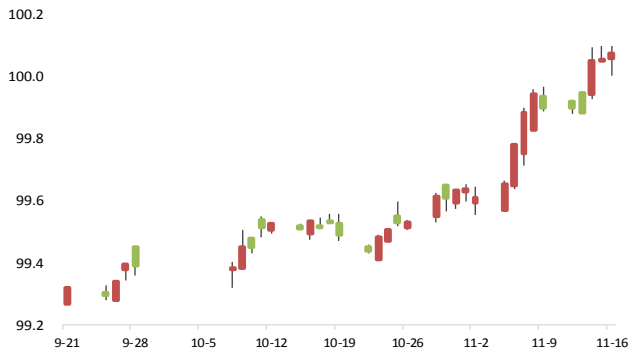
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 3: T 主力合约走势**


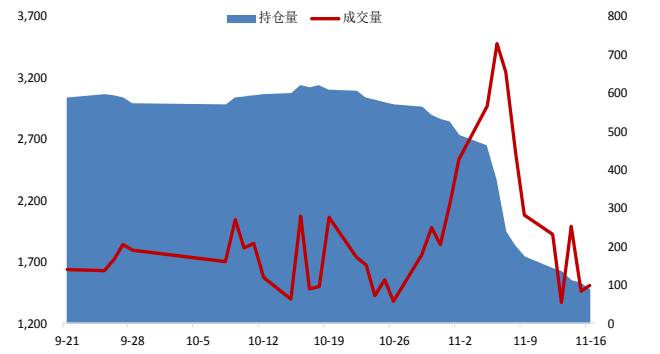
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


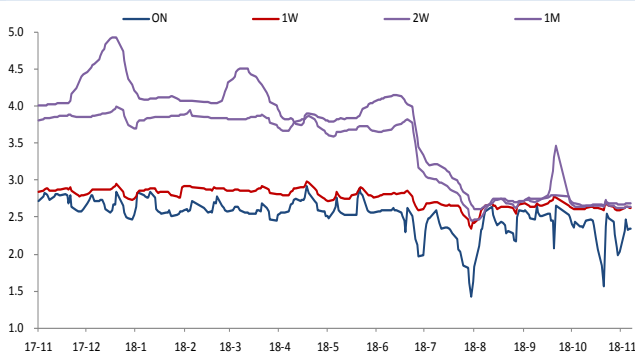
数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、基础市场表现

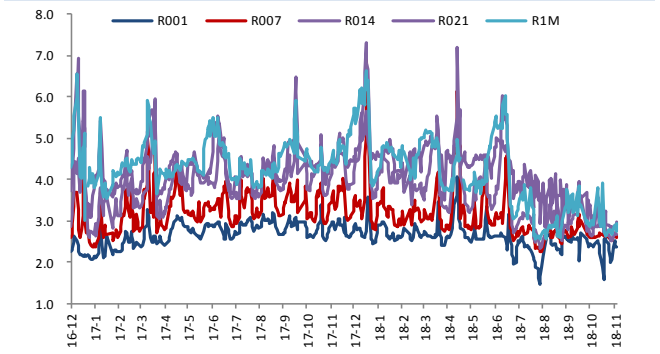
### (一) 货币市场

本周末进行公开市场操作,周四有1200亿元国库现金定存到期,本周累计净回笼1200亿。央行连续16个工作日暂停逆回购操作,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。

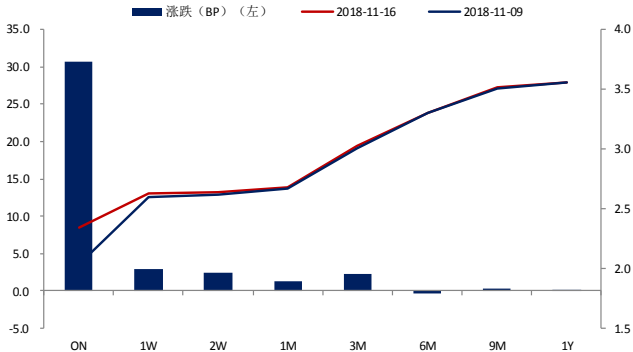
周内银存间质押式回购利率多数上涨,隔夜利率上行30.9bp报2.3817%;Shibor利率多数上行,隔夜利率上涨30.70bp报2.3450%。

**图 7: SHIBOR 利率走势**


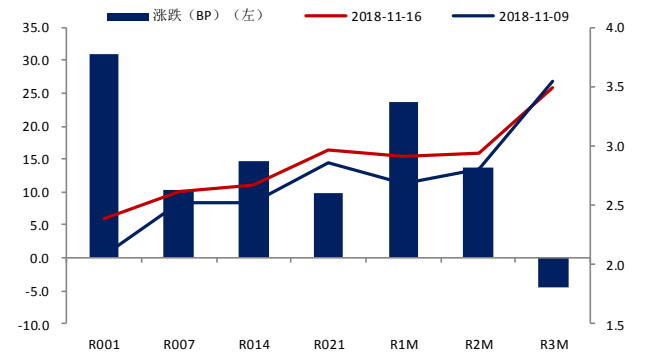
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

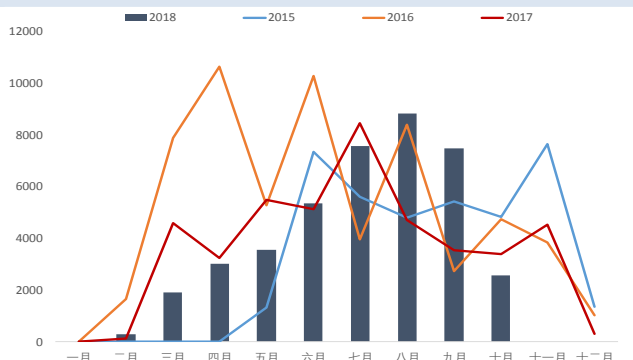
**图 10：银质押利率变化（周）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

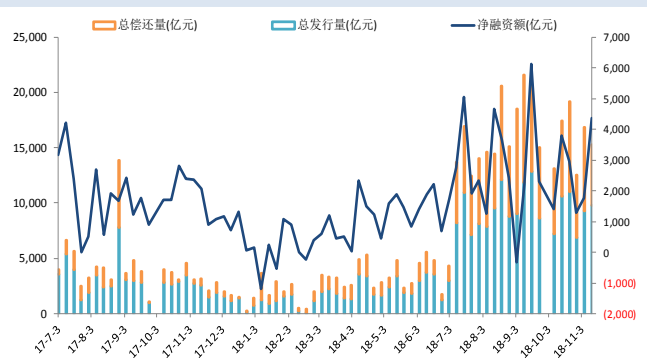
## （二）利率债市场

一级市场方面，11月16日，财政部招标发行的91天期贴现国债和50年期国债，中标收益率分别为2.2158%和3.82%，后者低于预期10bp以上，需求强劲。

二级市场上，本周现券收益率再现加速下行。国债、国开债收益率整体下行，10年期国债收益率下跌12.48bp 报3.3515%；国开债收益率整体下行，10年期国开债收益率下行19.34bp 报3.8773%。中美1年期国债利差自2008年来首次出现倒挂。

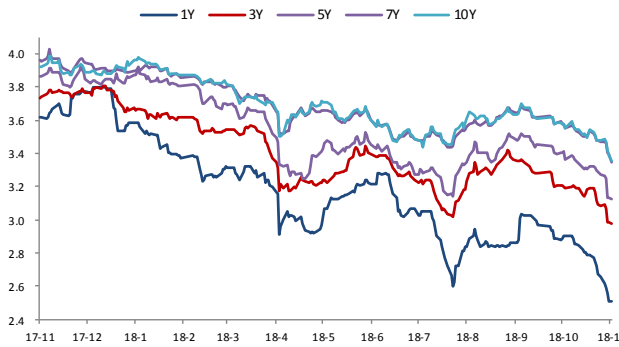
**图 11：地方政府债发行（月）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 12：债券净融资额**


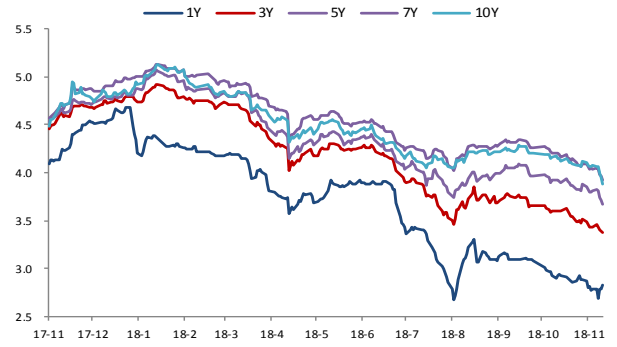
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势



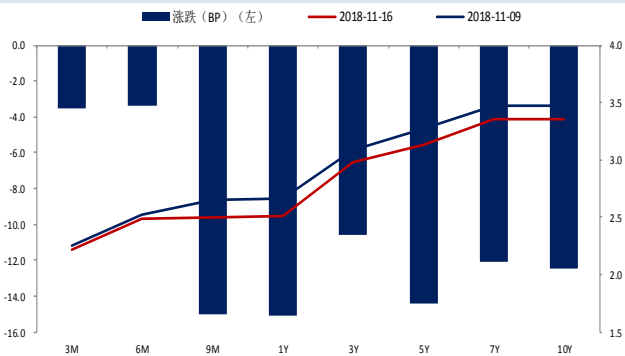
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 国开债收益率走势



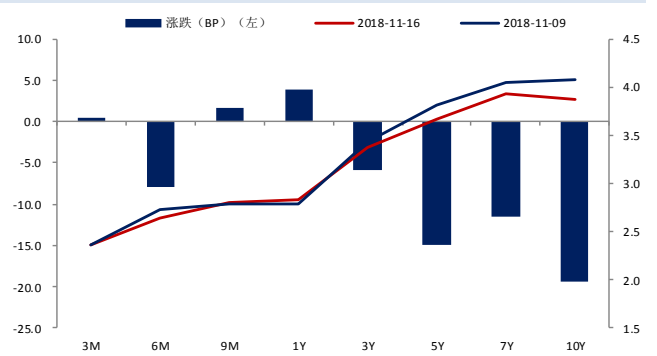
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)



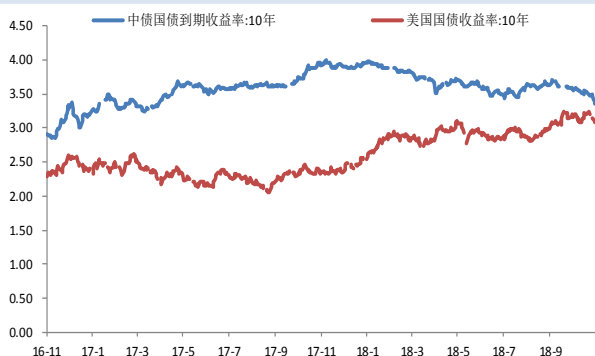
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化 (月)



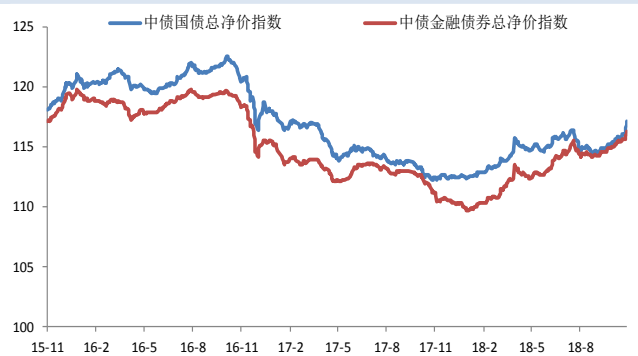
数据来源: Wind、国都期货研究所

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(10月12-16日)尽管金融数据大幅不及预期,但受到扶持民营企业融资政策提振,股指震荡走高。沪深300 期货主力合约IF1812 周内上涨 2.924%, 上证50 期货主力合约IH1812 月内上涨 1.067%, 中证500 期货主力合约IC1812月内上涨9.204%。中证500 期货下季合约涨幅最大,



为7.913%。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	3,169.800	3,283.200	3,220.200	3,267.200	3.073	113,121	0	(27,876)	0.000
IF1812	3,167.200	3,294.600	3,225.200	3,259.800	2.924	101,855	51,651	22,648	3,267.840
IF1903	3,170.000	3,296.200	3,230.600	3,264.000	2.965	7,758	8,585	1,315	3,272.440
IF1906	3,163.200	3,290.000	3,227.000	3,260.200	2.965	1,237	1,324	325	3,266.640
小计						223,971	61,560	(3,588)	
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	2,435.000	2,481.200	2,440.800	2,471.800	1.511	63,753	0	(15,668)	0.000
IH1812	2,436.600	2,492.800	2,442.800	2,462.600	1.067	50,437	21,355	11,938	2,470.580
IH1903	2,463.600	2,505.200	2,459.400	2,477.200	0.552	2,951	2,217	381	2,486.260
IH1906	2,453.600	2,507.400	2,456.600	2,474.200	0.840	500	775	153	2,484.570
小计						117,141	23,572	(3,349)	

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

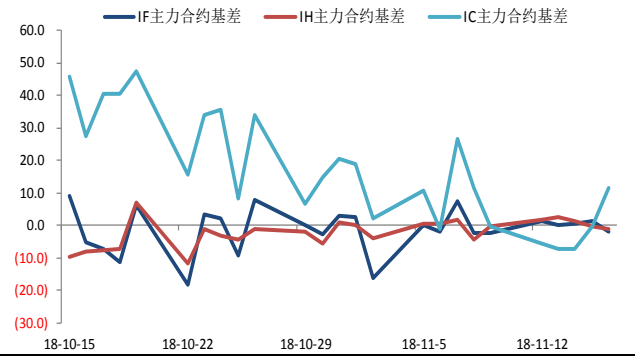
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1811	4,368.000	4,698.000	4,605.400	4,668.000	6.868	65,064	0	(19,091)	0.000
IC1812	4,346.600	4,710.600	4,602.800	4,647.800	6.930	63,003	43,675	15,631	4,655.130
IC1903	4,292.000	4,675.400	4,564.800	4,613.800	7.498	6,216	10,349	1,532	4,616.790
IC1906	4,228.400	4,613.200	4,520.000	4,584.800	7.913	6,216	9,956	1,532	4,616.790
小计						134,283	54,024	(1,928)	

**图 19：沪深 300 期货主力合约走势**

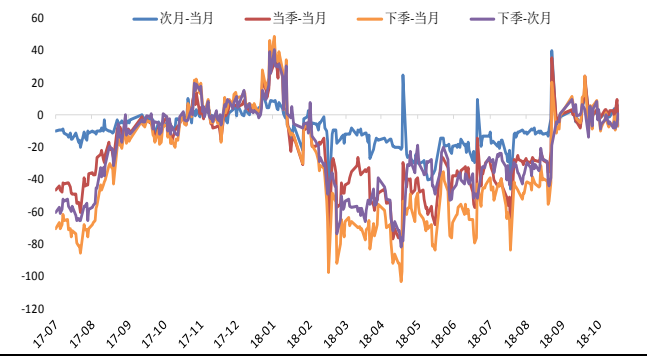

数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

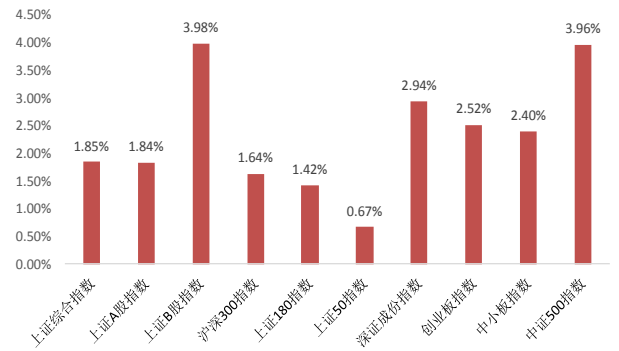
本周股市震荡上行，半导体、5G等科技股板块强势，券商股、科技股、次新股同步走强，上证综指涨1.85%报2679.11点，沪深300指数上涨1.84%报3257.67点，上证50指数涨0.67%报2461.44点，创业板大涨2.52%报1403.28点，中小板涨2.40%，中证500指数涨3.96%，涨幅最大。

消息面方面，(1) 11月9日北京召开民营企业融资座谈会，消息称央行第四季度将调整MPA参数，专门用于支持民营企业；央行营管部将完善评估体系，引导银行向民企放贷等；(2) 英国脱欧协议草案引发高官离职潮，投资者为躲避市场动荡而寻求庇护，金价继续走高；(3) 中金所董事长表示要积极研究探讨金融期货市场开放。

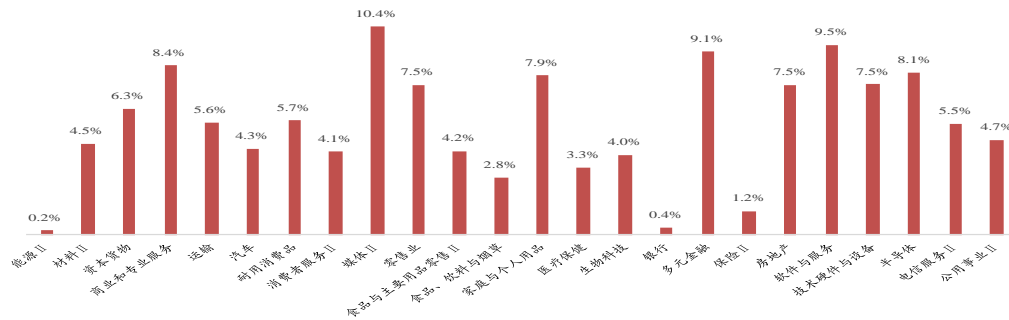
基本面，10月金融数据全线不及预期，社融规模增量不及前月1/3且创2016年7月以来新低，表外融资净减少，当月新增人民币贷款环比腰斩，M2持平今年6月创下的历史最低增速，M2与M1剪刀差继续扩大，显示货币传导机制不畅，实体经济流动性恶化。宏观经济数据方面：(1) 固定资产投资稳健增长，略超预期。基建投资回升0.4个百分点；(2) 1-10月房地产投资持续回落，房屋新开工放缓、竣工冷清，土地购置面积和商品房销售面积再度放缓；(3) 10月规模以上工业增加值增长5.9%，略好于预期和前值；(4) 中国10月社会消费品零售总额同比 8.6%，预期 9.2%，前值 9.2%，结束了此前连续三个月加速增长的局面。内需疲弱，汽车项仍为重要拖累。总体来看，10月份生产企稳，信贷疲弱。

**图 23：上证综合指数走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 24：各版块表现（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

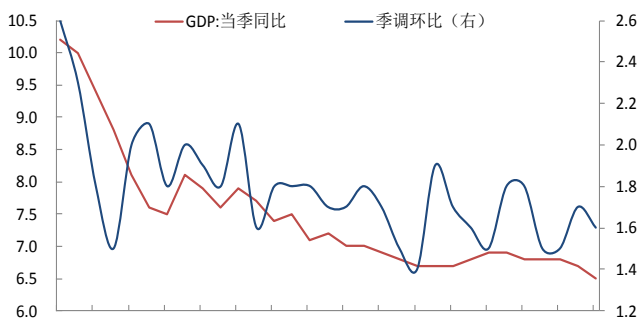
**三季度GDP继续回落。**今年三季度GDP同比增长6.5%，预期6.6%，为2009年二季度以来最低，二季度GDP同比增长6.7%；三季度GDP环比1.6%，预期1.6%，二季度环比1.8%；2018年一至三季度GDP同比6.7%，预期6.7%，前值6.8%；2018年整年增长目标设为6.5%左右。

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%，

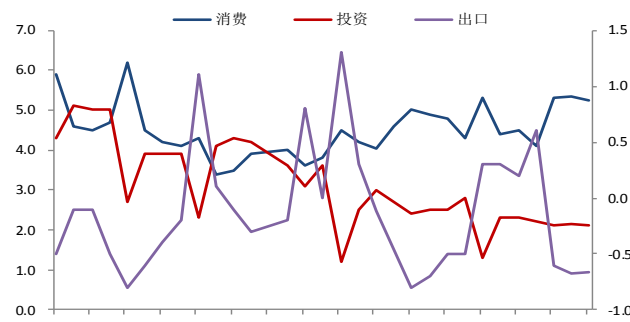
与二季度持平；第二产业为2.40%，较二季度下降0.1个百分点；第三产业为4.10%，与二季度持平。

图 29: GDP 当季同比 (%)



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

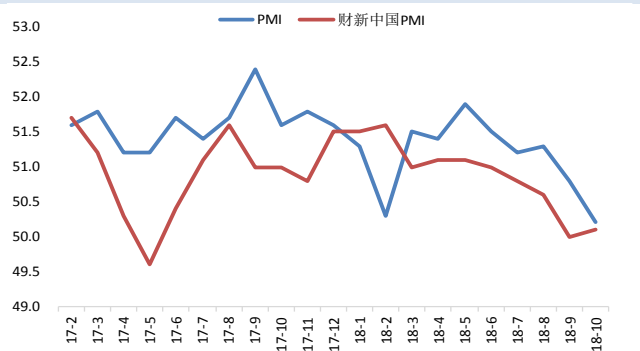
10月份制造业PMI为50.2%，环比回落0.6个百分点，增速继续放缓，创2016年8月以来9个季度的新低，虽然有一部分“十一”长假的影响，但也低于去年同期1.4个百分点。

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。

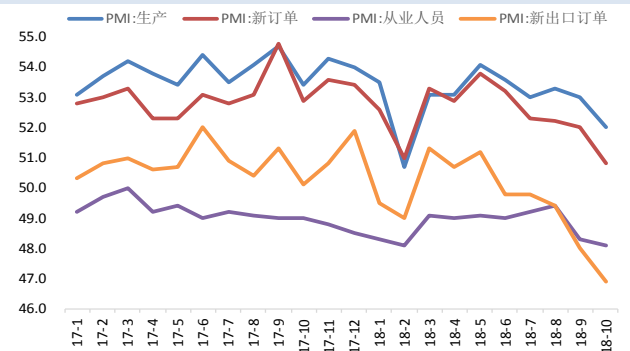
进出口继续承压。10月新出口订单指数为46.9%，较上月回落1.1个百分点，连续5个月位于荣枯线以下；进口指数下行0.9个百分点至47.6%，刷新今年新低。贸易摩擦持续升级对全球贸易继续产生负面影响，预计将反映到四季度进出口数据中，同时将对GDP造成较大拖累。

图 31: 制造业 PMI & 财新 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

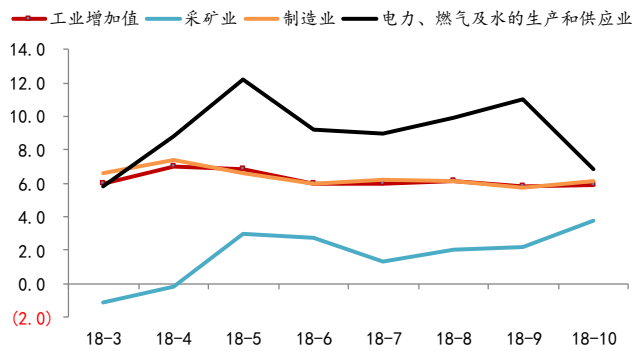
图 32: 制造业 PMI 分项指标



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

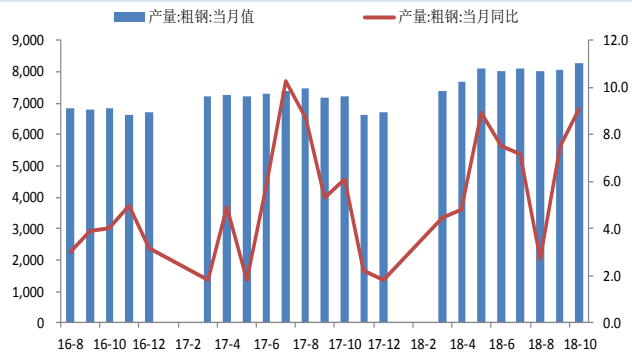
图 34：工业企业利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

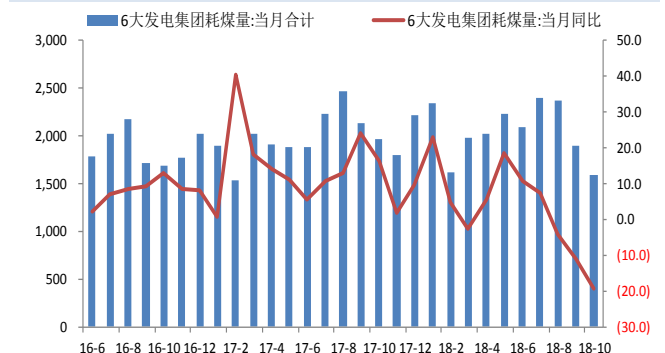
10月粗钢产量8255万吨，同比增长9.1%，较前值上升2.6个百分点，环比上升2.11%；10月六大发电集团耗煤量1597.95万吨，同比下降19.12%，环比下降15.64%，凸显工业生产下行压力仍旧较大。

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

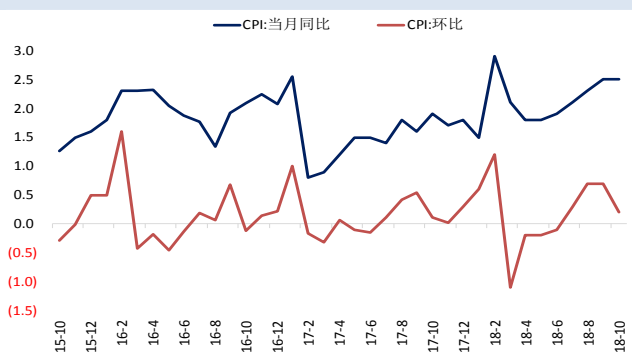
整体来看，生产端目前仍旧虽然处于景气区间，工业生产暂稳。工业生产的短期改善或主要来自去产能、环保限产政策的边际调整。

## (二) 通胀温和抬升

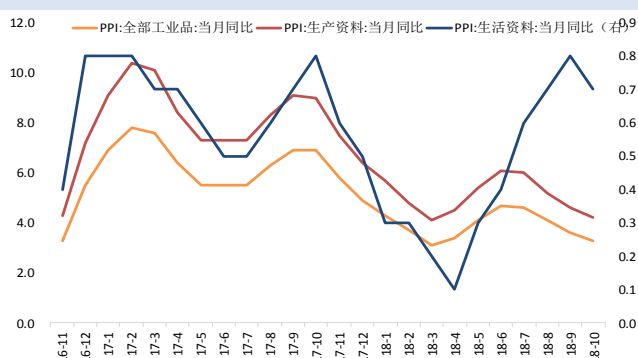
10月CPI同比2.5%，预期2.5%，前值2.5%。中国10月PPI同比3.3%，预期3.3%，前值3.6%。

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**


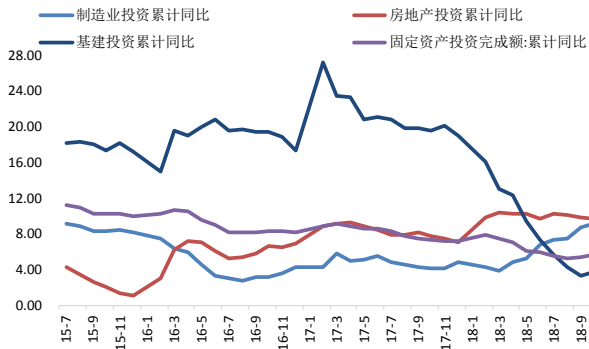
数据来源: Wind、国都期货研究所

### (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。

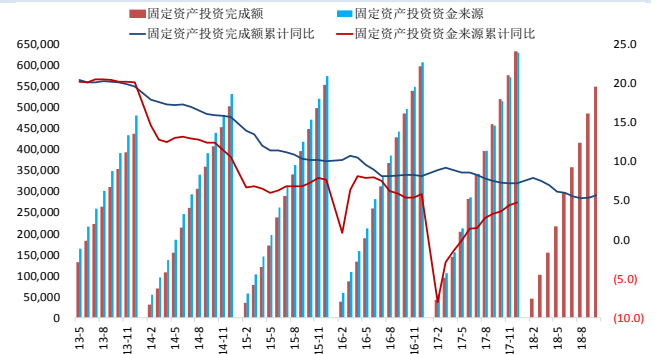
分项来看，基建投资同比增长3.7%，较前值上升0.4个百分点，仍旧成为拖累整体投资增速的主要因素；制造业投资累计同比增加9.1%，较前值提高0.4个百分点，是拉动投资的主要动力；房地产开发投资累计同比增速9.7%，较前值降低0.2个百分点。细分来看，制造业投资连续7个月加速增长；尽管10月地方政府债发行规模大幅回落，但基建数据结束了连续10个月下降的趋势，预计基建投资未来将继续回暖；房地产投资增速有所下滑，主要由于地方政府抑制房地产政策频出以及房产税相关消息发布。

图 39: 固定资产投资增速



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

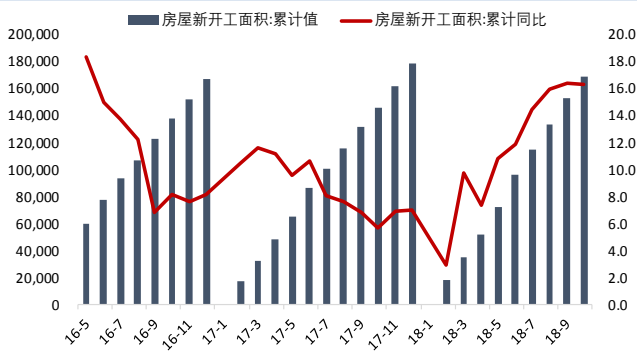


数据来源: Wind、国都期货研究所

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%。

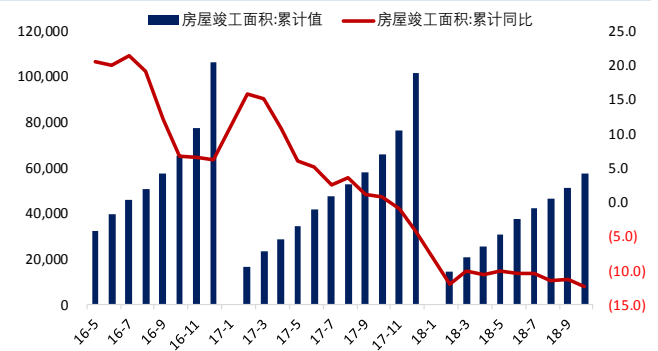
房价方面, 70个大中城市商品住宅销售价格变动情况:(1)新房方面, 四大一线城市10月份新建商品住宅销售价格同比上涨1.2%, 涨幅比去年同月扩大0.2个百分点; 环比方面, 仅深圳新房出现环比0.5%的降幅, “北上广”环比均上涨。二线城市环比涨幅均回落; 三线城市环比涨幅微扩;(2)二手房方面, 一线城市二手房环比齐跌, 二三线城市二手房涨幅均现回落。四大一线城市环比均下行, 热门城市厦门的二手房房价也出现环比下行。

图 34: 房地产新开工面积

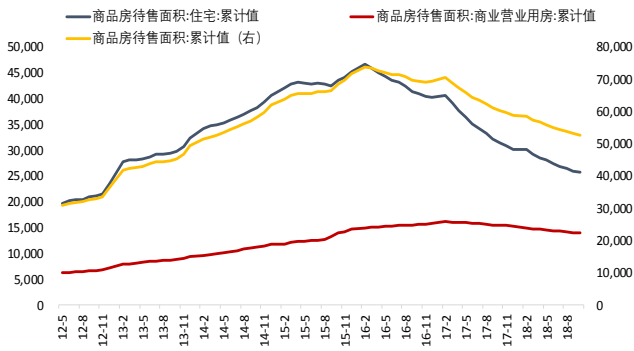


数据来源: Wind、国都期货研究所

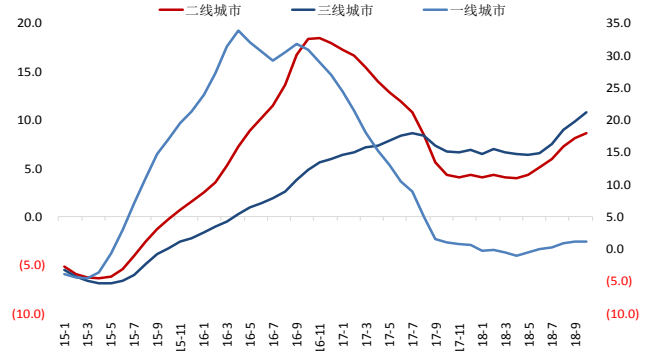
图 35: 房屋竣工面积



数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 34：房地产去库存**


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。

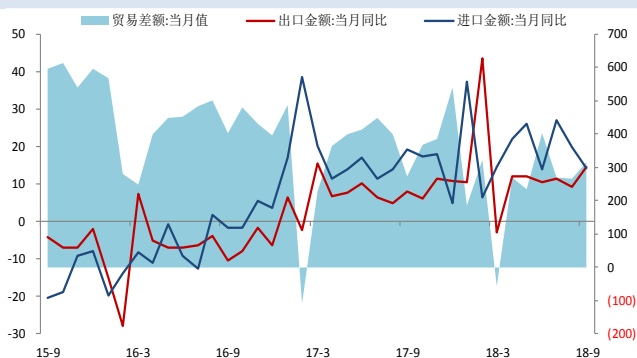
进口方面，10月进口大增主因原油反季节性储备，排除原油影响后10月进口增速约15.8%，总体上呈现震荡走低的态势。由于油价下行存在约束及年末需求走强，叠加低基数，预计年内进口增速大幅下滑可能性不大。从结构上看，10月份原油、天然气等商品进口量继续增加，以大豆为代表的农产品进口增速回升，大宗商品进口增速普遍上行。

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。

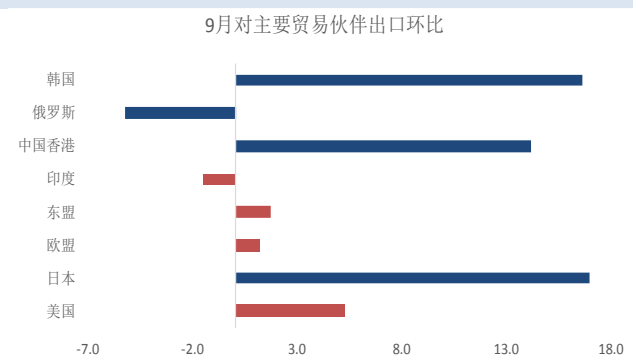


图 36: 进出口同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 37: 对主要市场出口

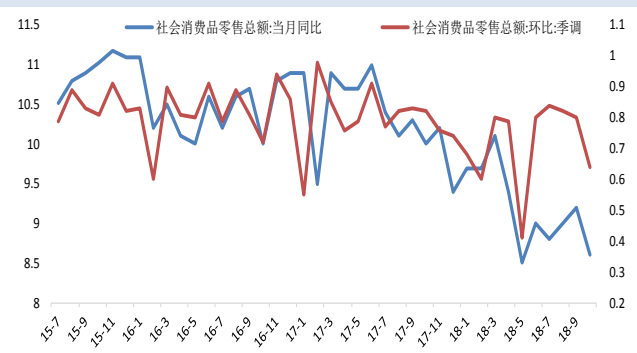


数据来源: Wind、国都期货研究所

### (五) 消费——消费继续维持低位

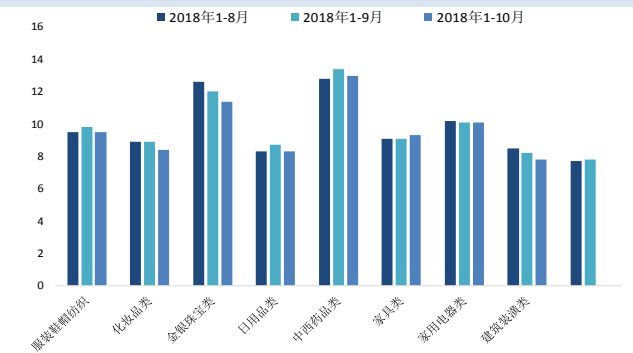
10月社会消费品零售总额同比 8.6%，预期 9.2%，前值 9.2%，结束了此前连续三个月加速增长的局面。内需疲弱，汽车项仍为重要拖累。

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

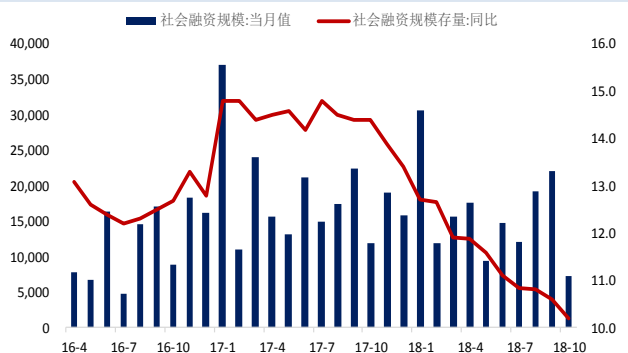
社融结构增速大幅回落，远低于预期。10月社会融资规模增量 7288亿元人民币，预期 13000亿元，前值 22054亿元。社规增量不及前月1/3且创2016年7月以来新低。分项来看，表外融资净减少，拖累社融数据。对实体经济发放的人民币贷款增加7141亿元，同比多增506亿元；委托贷款减少949亿元，同比多减992亿元；信托贷款减少1273亿元，同比多减2292亿元；未贴现的银行承兑汇票减少453亿元，同比多减465亿元；企业债券净融资1381亿元，同比少增101亿元；地方政府专项债券净融资868亿元，同比少447亿元。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三者合计减少2675亿元，降幅较上月甚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

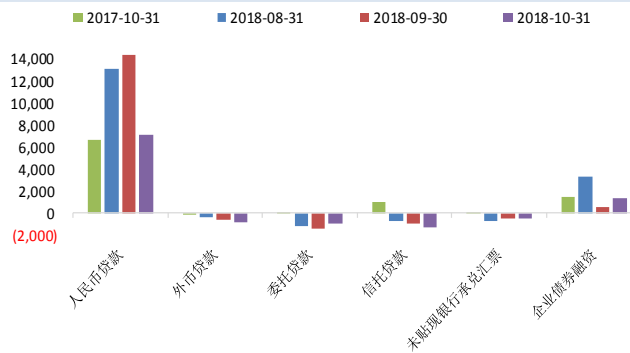
货币方面,10月M2同比 8%,预期 8.4%,前值 8.3%,M2持平今年6月创下的历史最低增速;10月M1货币供应同比 2.7%,预期 4.2%,前值 4%,是除了2014年1月以外的历史第二低点。M2与M1剪刀差持续扩大,显示货币传导机制不畅,实体经济流动性恶化;另一方面在于对民企扩张、融资的利好政策集中在10月下旬到11月初,因此政策的进一步落地还需要时间,后续重点关注11月的社融与信贷。

图 40: 社会融资规模



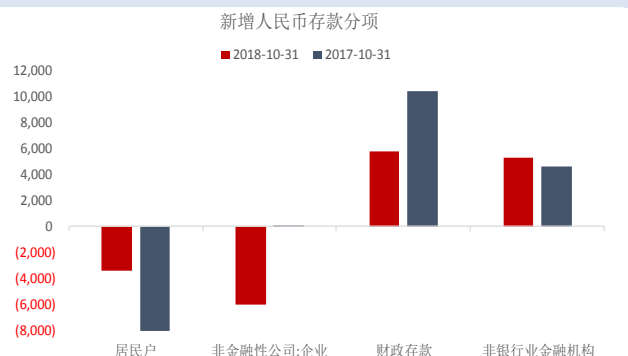
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 41: 10月社融分项新增量



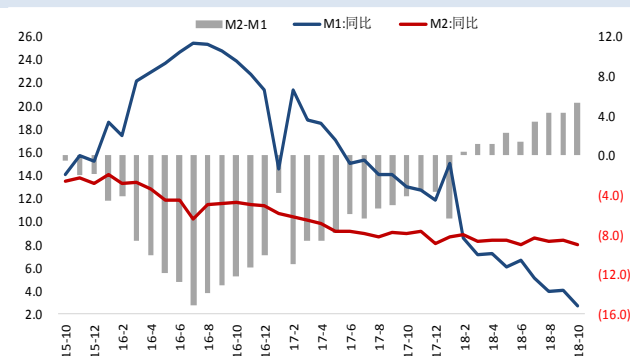
数据来源: Wind、国都期货研究所

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,叠加股市避险情

绪，中长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。

股市方面，消息面，(1) 11月9日北京召开民营企业融资座谈会，消息称央行第四季度将调整MPA参数，专门用于支持民营企业；央行营管部将完善评估体系，引导银行向民企放贷等；(2) 英国脱欧协议草案引发高官离职潮，投资者为躲避市场动荡而寻求庇护，金价继续走高；(3) 中金所董事长表示要积极研究探讨金融期货市场开放。

基本面，10月金融数据全线不及预期，社融规模增量不及前月1/3且创2016年7月以来新低，表外融资净减少，当月新增人民币贷款环比腰斩，M2持平今年6月创下的历史最低增速，M2与M1剪刀差继续扩大，显示货币传导机制不畅，实体经济流动性恶化。宏观经济数据方面：(1) 固定资产投资稳健增长，略超预期。基建投资回升0.4个百分点；(2) 1-10月房地产投资持续回落，房屋新开工放缓、竣工冷清，土地购置面积和商品房销售面积再度放缓；(3) 10月规模以上工业增加值增长5.9%，略好于预期和前值；(4) 中国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。总体来看，10月份生产企稳，信贷疲弱。

总体来看，目前大盘底部逻辑短期不会改变，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，政策提振作用有限，预计后市行情宽幅震荡为主，年内迎来大幅反弹的概率极低，不建议投资者在当前位置继续追涨，但可以逢低吸纳的优质产业龙头，在包括医药、军工、食品饮料、家电等领域精选个股。

### 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。