

基建补短板力度加大 债市承压股市震荡反弹

主要观点

行情回顾。本周国债期货市场呈现先跌后涨走势。5 年期主力合约 TF1812 收盘价报 97.410，周内跌幅 0.302%，周成交量 25,262，周内增仓 922；10 年期主力合约 T1812 收盘价报 94.185，周内跌幅 0.386%，周成交量 142,261，周内增仓 2,661；2 年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 99.320，周内跌幅 0.086%，成交 854 手，周内减仓 80 手。

三大股指强势反弹，整体大涨。沪深 300 期货主力合约 IF1810 周内上涨 6.625%，上证 50 期货主力合约 IH1810 周内上涨 6.975%，中证 500 期货主力合约 IC1810 周内上涨 4.548%。上证 50 期货当季合约涨幅最大，为 7.343%。主力合约基差扩大，沪深 300 期货远期合约与当月合约价差扩大。

基础市场表现。

19 日央行开展 400 亿元 7 天期逆回购和 200 亿元 14 天期逆回购，当日有 600 亿元 7 天期逆回购到期，实现零投放零回笼，结束此前五个工作日连续净投放。本周央行累计向金融市场净投放资金 3250 亿元。周内银存间质押式回购利率多数上行，隔夜利率上行 6.16bp 报 2.5467%；Shibor 多数上行，隔夜利率上行 4.8bp 报 2.5140%。随着 9 月美联储加息临近（据 Bloomberg，9 月加息概率 99.8%），未来资金面边际收敛，目前货币政策态度显示中性，国债配置需求被地方债挤压，流动性未来将有所收紧。一级市场方面，1 年、10 年期国债中标利率均略低于中债估值，1 年期认购倍数不足 2，需求相对平淡。同时，叠加 9 月地方政府债发行加速，债券市场仍缺乏上行动力。国债收益率整体上行。

后市展望。发改委表态加大基建补短板力度，预计下半年基建发力带动经济增长，叠加 8 月份宏观数据好于预期，通胀压力有所回升；9 月份美联储加息临近，中美国债利差当前处于低位，未来伴随着宽信用政策落地，地方政府债供给压力加大，债市将继续承压，维持弱势震荡。

9 月 18 日特朗普政府宣布将对价值 2000 亿美元中国进口商品征收 10% 关税，于 9 月 24 日生效，中美之间旷日持久的贸易战将全面升级，利空出尽，市场反弹。从中期来看，我们认为目前股市已完成探底，进一步下行空间极为有限，将迎来熊转牛契机。短期钹兰，股市的反弹取决于市场利好政策的落地情况，10 月随着基建向好趋势渐为明朗、货币宽松政策或出台以及三中全会召开，股市或迎来一波上涨行情，目前市场将维持震荡反弹，建议投资者当前以观望为主。

报告日期 2018-09-25

研究所

张楠

金融期货分析师

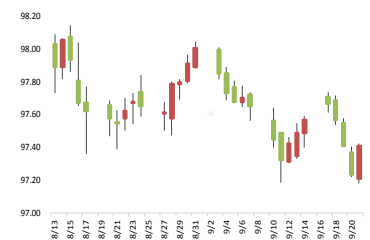
从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

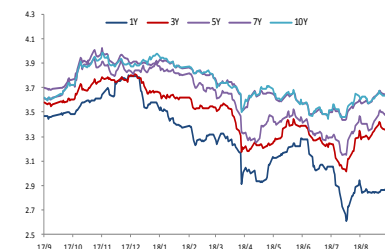
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

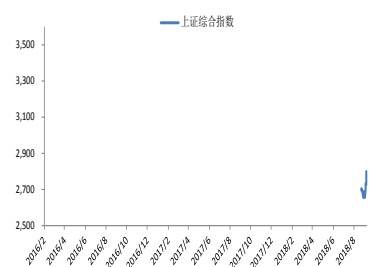
TF 主力合约走势



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.....	9
四、A股行情.....	11
五、宏观面情况.....	13
（一）生产端——工业生产低位企稳，经济仍存在下行压力.....	13
（二）通胀抬升——8月CPI、PPI稳中略涨.....	15
（三）投资——固定资产投资增速再创新低.....	16
（四）进出口——进出口增速回落.....	17
（五）消费——消费回暖.....	18
（六）金融数据——社融走弱，短期难言“宽信用”.....	18
六、后市展望.....	19

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）	8
图 12: 债券净融资额	8
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）	9
图 18: 债券净价指数	9
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）	10
图 2 T 主力合约走势.....	10
图 19: 沪深 300 期货主力合约（IF1809）走势.....	10
图 20: 上证 50 期货主力合约（IC1809）走势	10
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	11
图 24: 资金净流入	11
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 27: 上市公司归属母公司股东净利润增速.....	12
图 28: IPO 金额与上证综指走势.....	12
图 29: GDP 当季同比（%）	13
图 30: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动	13
图 31: 制造业 PMI&财新 PMI.....	14
图 32: 制造业 PMI 五大分项指标	14
图 33: 工业增加值	14
图 34: 工业企业利润	14
图 35: 粗钢产量	15
图 36: 六大发电集团耗煤量	15
图 37: CPI 同比/环比（%）	15
图 38: PPI 当月同比	15
图 39: 固定资产投资增速	16
图 40: 固定资产投资资金与完成额	16
图 34: 房地产新开工面积	16

图 35: 房屋竣工面积	16
图 34: 房地产去库存	17
图 35: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数.....	17
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	18
图 39: 分项零售额累计同比	18
图 40: 社会融资规模	19
图 41: 8 月社融分项新增量	19
图 40: 新增人民币存款分项	19
图 41: 货币供应	19

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)

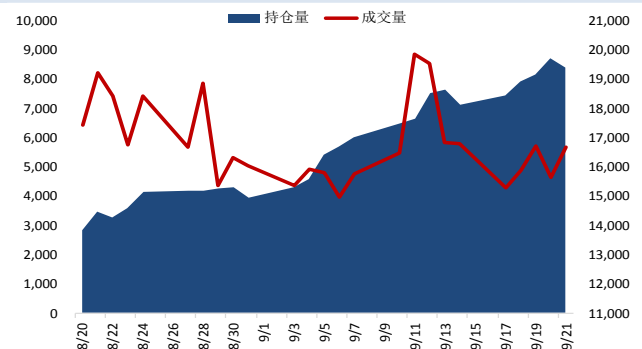
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
TF1812	97.705	97.735	97.180	97.410	-0.302	25262	19392	922	97.3900
TF1903	97.575	97.580	97.255	97.410	-0.002	19	17	0	97.4100
TF1906	97.625	97.625	97.260	97.540	-0.001	0	0	0	97.3700
小计						25281	19409	922	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
T1812	94.550	94.640	93.875	94.185	-0.386	142261	56207	2661	94.1450
T1903	94.555	94.615	93.935	94.160	-0.004	152	185	29	94.1700
T1906	94.500	94.500	94.035	94.290	-0.002	2	0	(1)	94.1850
小计						142415	56392	2689	
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	99.405	99.405	99.250	99.320	-0.086	854	3038	(80)	99.3000
TS1903	99.295	99.300	99.235	99.250	0.000	0	27	0	99.2550
TS1906	99.040	99.045	98.980	98.895	-0.001	0	8	0	99.0000
小计						854	3073	(80)	

本周国债期货市场呈现先跌后涨走势。5 年期主力合约 TF1812 收盘价报 97.410，周内跌幅 0.302%，周成交量 25,262，周内增仓 922；10 年期主力合约 T1812 收盘价报 94.185，周内跌幅 0.386%，周成交量 142,261，周内增仓 2,661；2 年期国债期货主力合约 TS1812 收盘价报 99.320，周内跌幅 0.086%，成交 854 手，周内减仓 80 手。

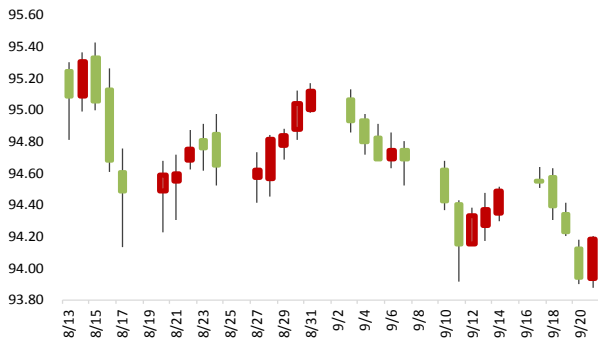
目前发改委表态加大基建补短板力度，预计下半年基建发力带动经济增长，叠加 8 月份宏观数据好于预期，通胀压力有所回升；9 月份美美联储加息临近，中美国债利差当前处于低位，因此债市基本面压力仍然较大，未来伴随着宽信用政策落地，地方政府债供给压力加大，债市将继续承压，维持弱势震荡。

图 1: TF 主力合约走势

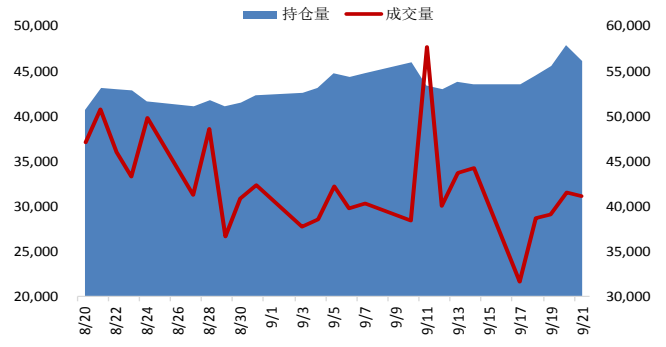

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 2: TF 主力合约成交量及持仓量


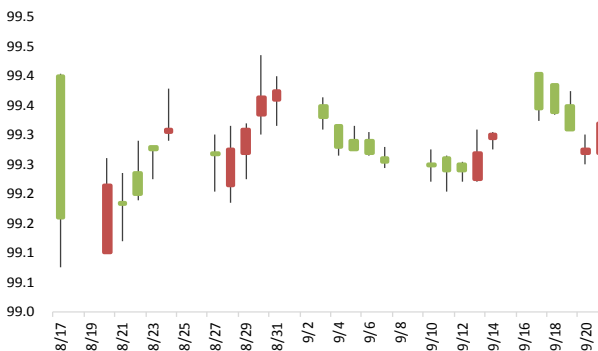
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3：T 主力合约走势


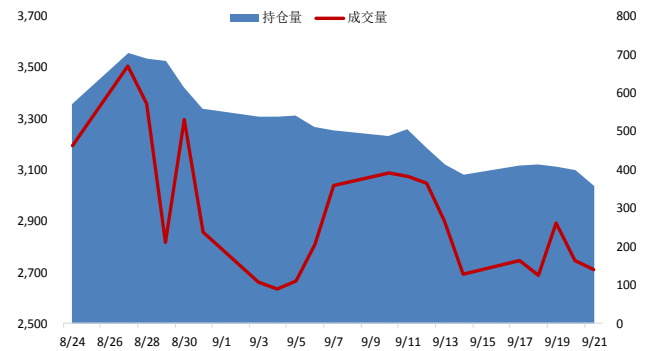
数据来源：Wind、国都期货研究所

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


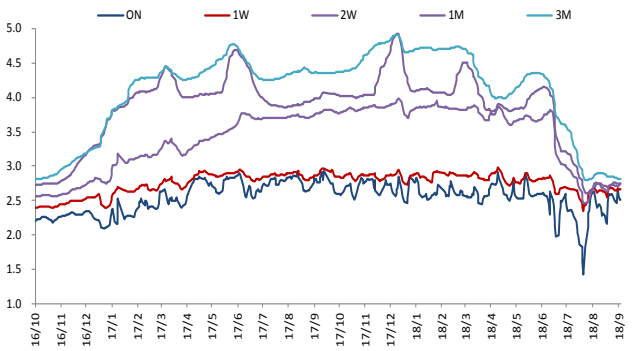
数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

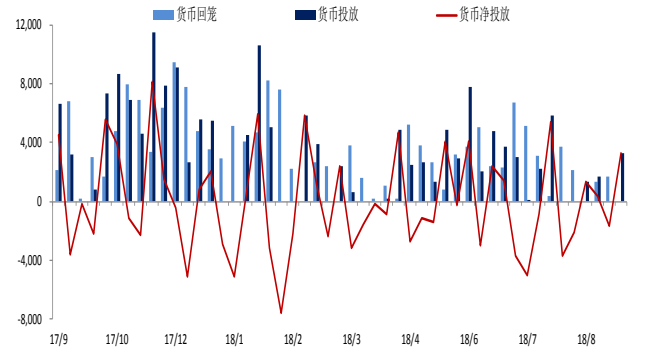
（一）货币市场

本周资金面整体平稳略有收敛，17日央行进行2650亿元1年期MLF操作，周二开展1500亿元7天逆回购、500亿元14天逆回购，实现净投放2000亿元；19日央行开展400亿元7天期逆回购和200亿元14天期逆回购，当日有600亿元7天期逆回购到期，实现零投放零回笼，结束此前五个工作日连续净投放；20日进行400亿元7天、300亿元14天逆回购操作，当日有1000亿元逆回购到期，净回笼300亿元，为三周来首次净回笼；9月21日央行不开展逆回购操作，当日有1100亿元7天逆回购到期，实现净回笼1100亿元。

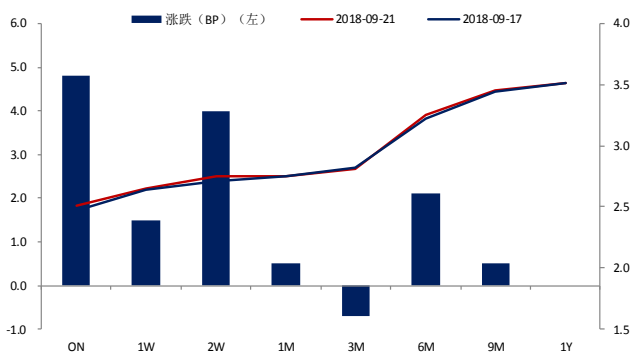
本周央行累计向金融市场净投放资金3250亿元。周内银存间质押式回购利率多数上行，隔夜利率上行6.16bp报2.5467%；Shibor多数上行，隔夜利率上行4.8bp报2.5140%。随着9月美联储加息临近（据Bloomberg，9月加息概率99.8%），未来资金面边际收敛，目前货币政策态度显示中性，国债配置需求被地方债挤压，流动性未来将有所收紧。

图 7: SHIBOR 利率走势


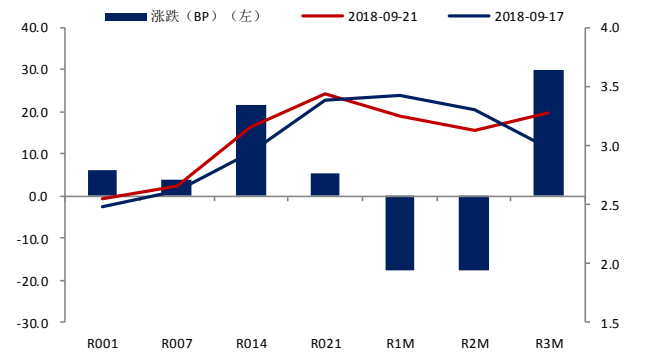
数据来源: Wind、国都期货研究所

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)


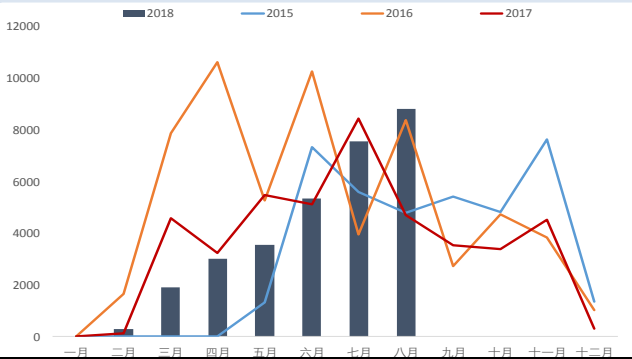
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

一级市场方面, 9月19日, 财政部1年期国债中标收益率2.9234%, 全场倍数1.6; 10年期国债中标收益率3.6403%, 全场倍数2.17。1年、10年期国债最新到期收益率分别为3.0102%、3.6727%, 1年期、10年期国债中标利率均略低于中债估值, 1年期认购倍数不足2, 需求相对平淡。同时, 叠加9月地方政府债发行加速, 债券市场仍缺乏上行动力。

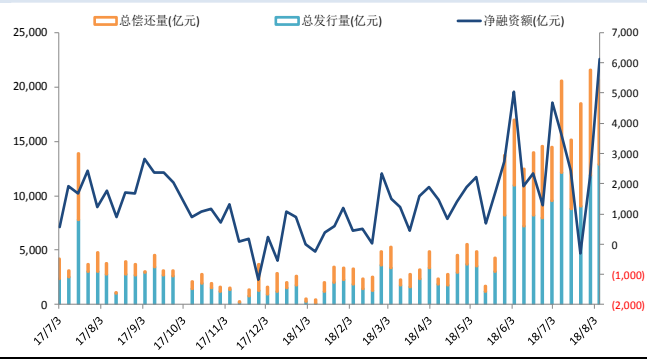
上周国债收益率整体上行, 10年期国债收益率上涨31.99bp 报2.1334%; 国开债收益率周内涨跌不一, 10年期国开债收益率下行0.4bp 报2.5304%。

图 11: 地方政府债发行 (月)



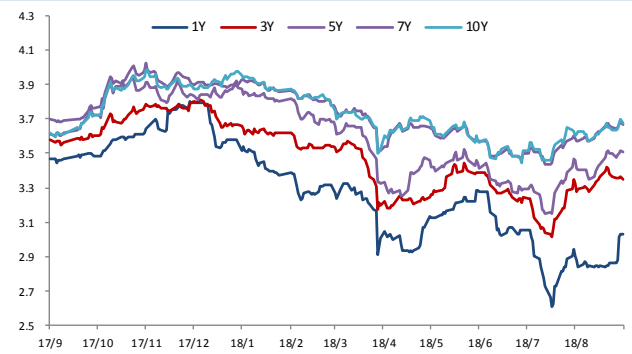
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12: 债券净融资额



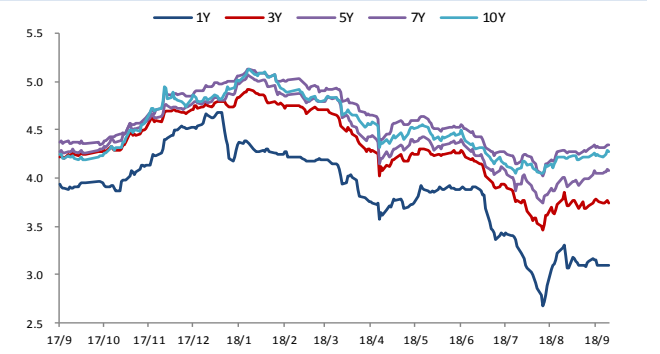
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势



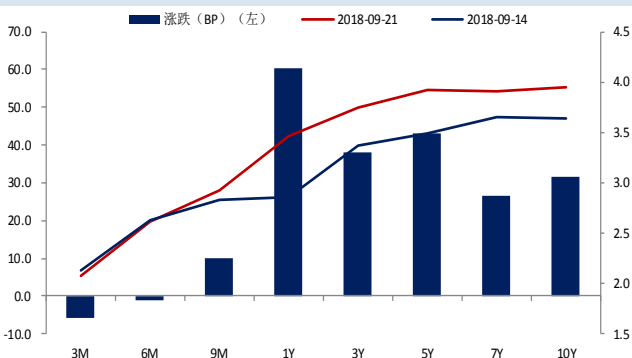
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14: 国开债收益率走势



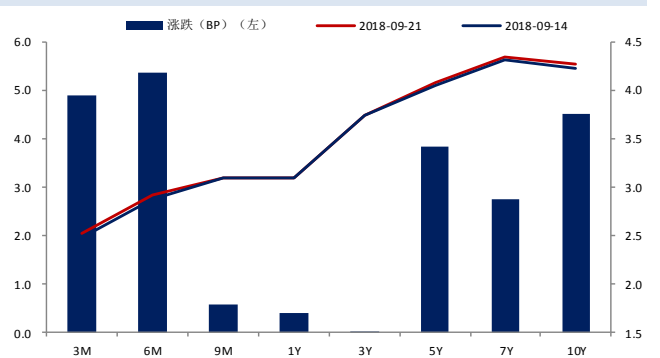
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)

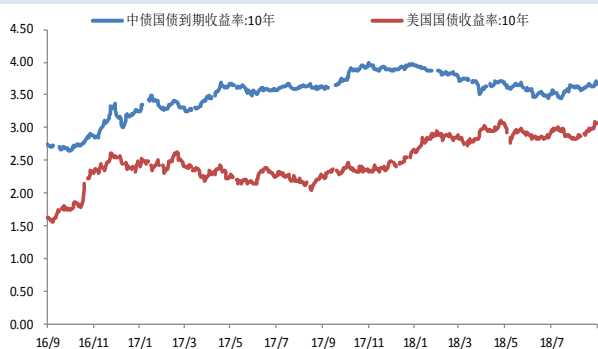


数据来源: Wind、国都期货研究所

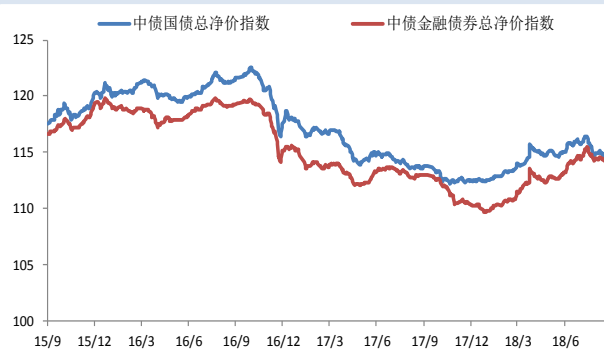
图 16: 国开债收益率变化 (周)



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

9月18日特朗普政府宣布将对价值2000亿美元中国进口商品征收10%关税,于9月24日生效,到年底税率将提升至25%;随后国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品,加征10%或5%的关税,自2018年9月24日起实施,中美之间旷日持久的贸易战将全面升级。同时,国家发改委就“加大基础设施等领域补短板力度稳定有效投资”有关情况举行发布会,称要加快推进项目前期工作,落实各项建设条件,随着第二轮中美互征关税靴子落地,利空出尽,市场反弹。

三大股指强势反弹,整体大涨。沪深300 期货主力合约IF1810 周内上涨6.625%,上证50 期货主力合约IH1810 周内上涨6.975%,中证500 期货主力合约IC1810周内上涨4.548%。上证50 期货当季合约涨幅最大,为7.343%。主力合约基差扩大,沪深300 期货远期合约与当月合约价差扩大。

表 2: 期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

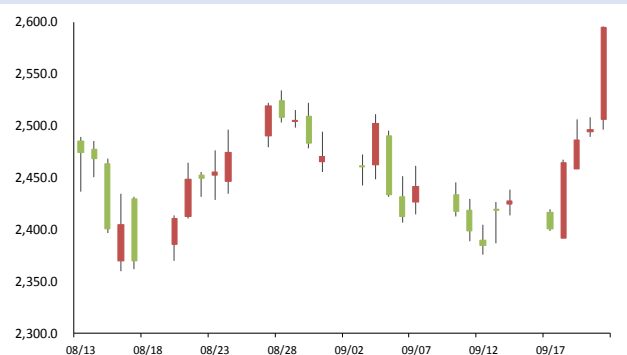
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IF1809	3,218.800	3,388.800	3,197.000	3,388.800	5.281	105511	0	(31719)	3,386.460
IF1810	3,215.200	3,428.800	3,185.200	3,428.200	6.625	74880	34488	26087	3,411.800
IF1812	3,202.000	3,425.000	3,177.200	3,424.200	2.992	20459	17909	3087	3,404.200
IF1903	3,180.400	3,408.800	3,158.600	3,408.800	7.181	2564	748	668	3,389.000
小计						203414	53145	(1877)	
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	2,417.200	2,554.400	2,392.000	2,552.000	5.577	53788	0	(14501)	2,551.720
IH1810	2,425.800	2,596.000	2,393.600	2,595.000	6.975	39222	17602	14605	2,576.400
IH1812	2,421.200	2,600.400	2,402.200	2,599.000	7.343	8047	6485	806	2,583.200
IH1903	2,425.800	2,609.000	2,407.800	2,609.000	7.552	600	742	136	2,592.400
小计						101657	24829	1046	

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

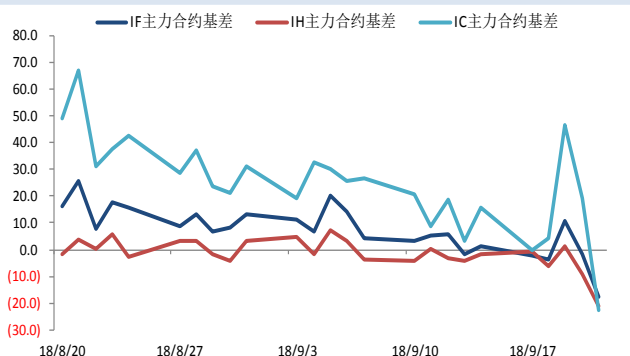
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1809	4,633.400	4,794.400	4,574.200	4,788.000	3.337	60346	0	(21585)	4,790.140
IC1810	4,617.800	4,829.200	4,539.000	4,827.800	4.548	41434	24752	17133	4,810.200
IC1812	4,521.200	4,797.200	4,470.000	4,797.200	6.105	12226	18670	2188	4,763.200
IC1903	4,450.000	4,738.000	4,390.000	4,736.000	6.427	1944	3632	775	4,696.000
小计						115950	47054	(1489)	

图 19: 沪深 300 期货主力合约 (IF1809) 走势

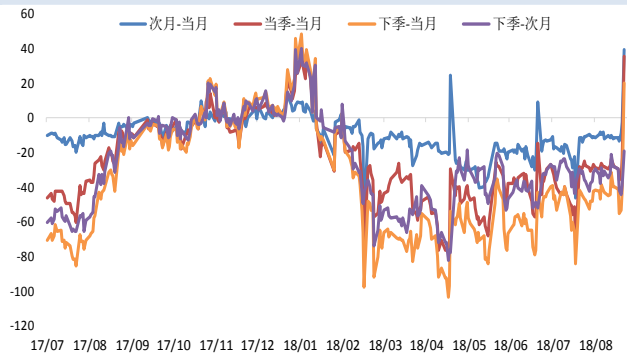

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20: 上证 50 期货主力合约 (IC1809) 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

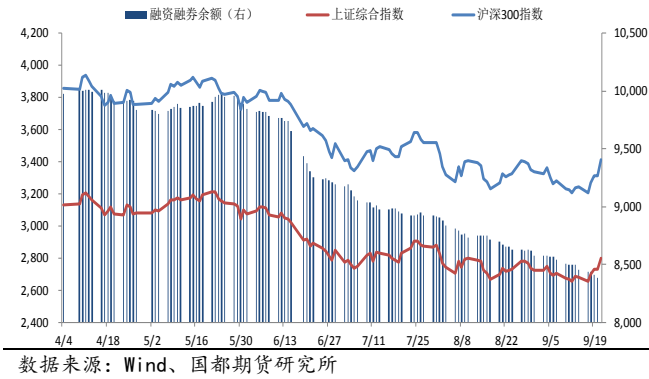
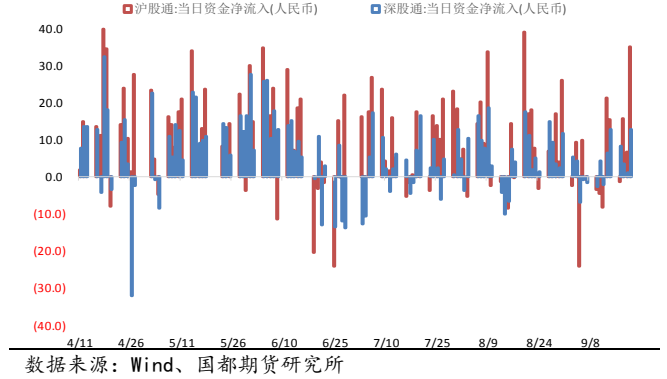


图 24: 资金净流入



四、A 股行情

本周市场继续呈现强势反弹, 21日上证综指大涨2.50%报2797.48点, 将重回2800点, 市场悲观情绪有所修复。整体来看, 上周A股全线上涨, 上证综指上涨4.32%, 沪深300指数上涨5.19%, 上证50指数上涨6.11%, 中证500指数上涨2.89%, 创业板指数上涨3.26%, 中小板指数上涨3.90%。

图 25: 上证综合指数走势



图 26: 各版块表现 (周)

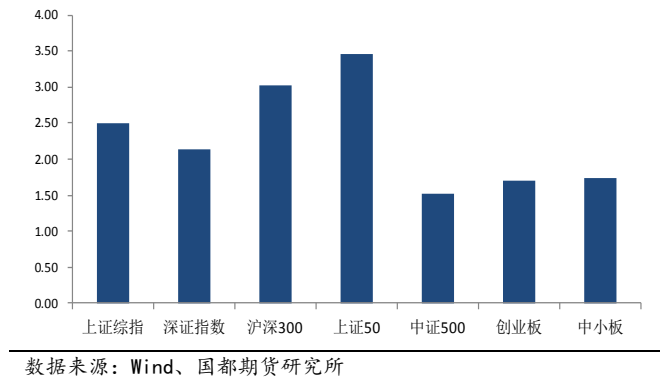
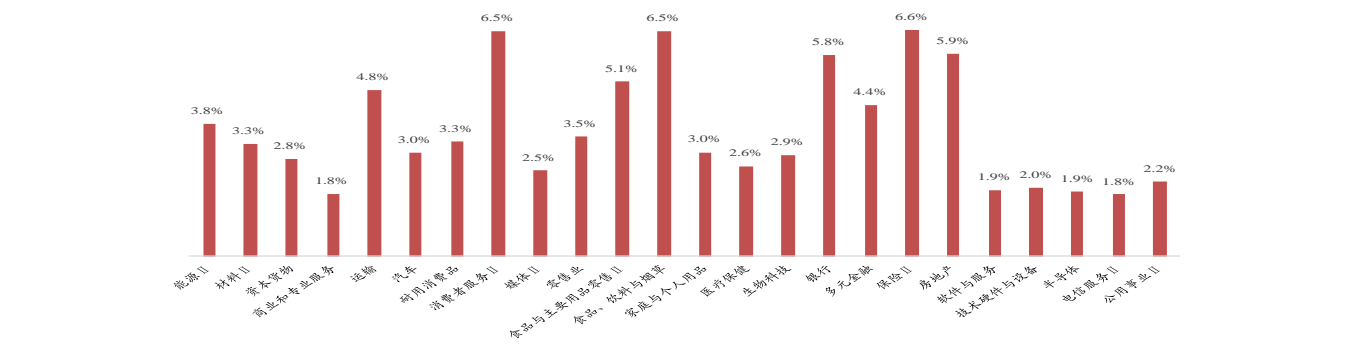


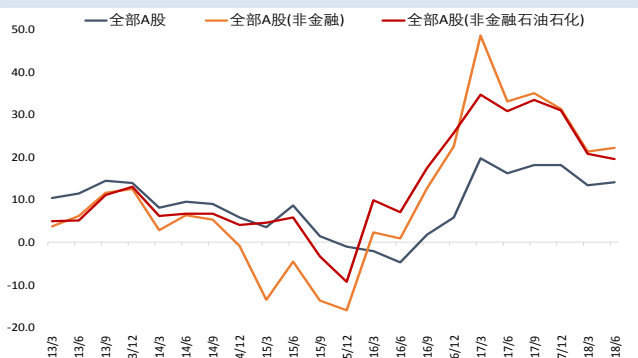
图 27: Wind 行业表现 (周)



盈利方面，目前A股上市公司上半年业绩披露基本完成。2018年上半年，全部A股上市公司净利润同比增长14.09%，较一季度回升0.70个百分点；剔除金融类，所有非金融类上市公司2018年上半年净利润同比增长22.22%，较2018年一季度小幅增长0.87个百分点；剔除金融、石油石化类上市公司后，非金融石油石化上市公司2018年上半年净利润增速为19.61%，较一季度回落1.21个百分点。金融石化与非金融石化公司净利润增速差异明显。

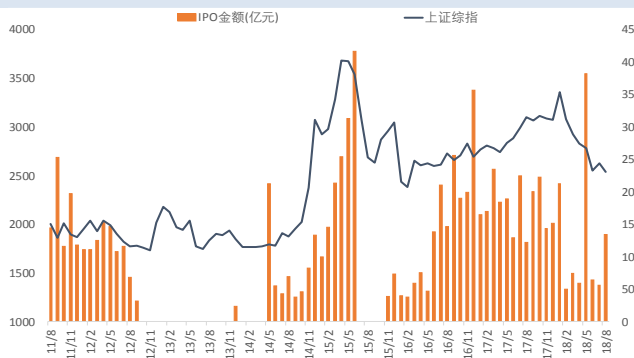
从行业利润分布看，2018年上半年银行业净利润高达8267亿，占据全部A股净利润比重超过42%，而整个金融业利润占比超过50%；“两桶油”利润占比达到3%，金融石化公司过高的权重，使得它们对A股整体的利润与营收增速走向起着重要的影响作用，但同时也会遮盖其他行业利润的走势。我们发现，剔除金融及石油石化类上市公司，A股业绩增速出现一定幅度下降，盈利能力的下降反映了今年以来经济下行压力的加大。而展望后市，通胀压力抬升，货币政策边际收敛，叠加中美贸易战的影响，预计上市公司的盈利能力将受到进一步抑制。

图 27：上市公司归属母公司股东净利润增速



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 28：IPO 金额与上证综指走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

A股近两年的扩容速度着实快，平均每月150亿元左右的IPO规模，每年就有近300家公司发行上市，沪深两市上市公司数量激增，尤其是2017年来一批独角兽企业上市。高速的IPO给股市注入了新鲜血液，但也为这一轮熊市埋下隐患。近期股市的大跌并没有影响IPO继续高速发行，IPO高速发行使得短期资金供求恶化，新股供给量快速增加，降低了成长股筹码稀缺性，挤压其估值水平。

从长期来看，IPO的存量仍旧惊人，堰塞湖问题没有得到解决，与之伴随的是个股不断下跌，尤其在金融杠杆的大背景之下，市场流动性吃紧，场内存量资金严重不足，独角兽纷纷上市引发的抽血效应更加明显。

综上所述，从中期来看，我们认为目前股市已完成探底，进一步下行空间极为有限，将迎来熊转牛契机。短期锐兰，股市的反弹取决于市

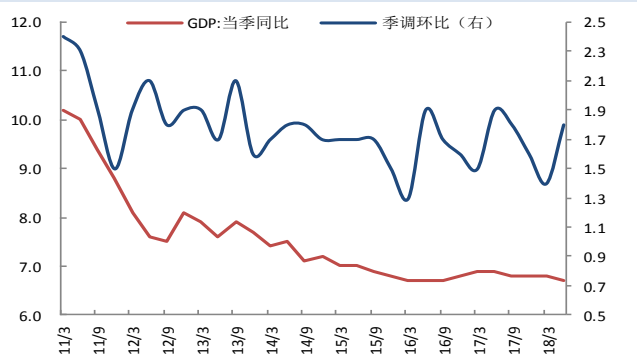
场利好政策的落地情况，10月随着基建向好趋势渐为明朗、货币宽松政策或出台以及三中全会召开，股市或迎来一波上涨行情，目前市场将维持震荡反弹，建议投资者当前以观望为主。

五、宏观面情况

（一）生产端——工业生产低位企稳，经济仍存在下行压力

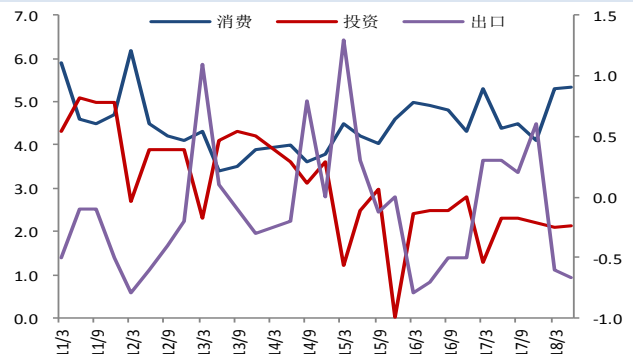
二季度GDP小幅回落。今年二季度GDP同比增长6.7%，预期6.7%，一季度增速为6.8%，小幅回落。上半年GDP同比增长6.8%，略高于预期值6.7%，与去年同期持平。2018年全年增长目标设为6.5%左右。三驾马车中，投资贡献值与上季度持平，仍然处于低位，是GDP增速回落的主要原因。

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



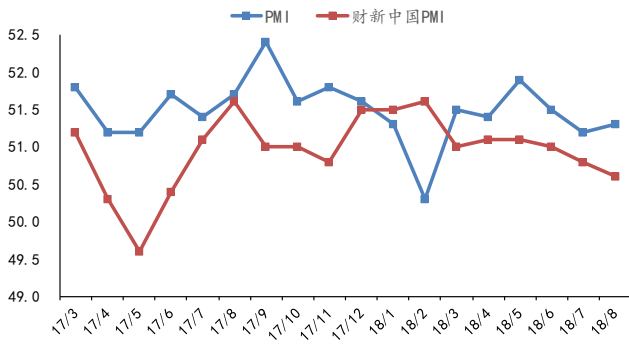
数据来源：Wind、国都期货研究所

8月份，制造业PMI为51.3%，比上月上升0.1个百分点，超出市场预期，在连续两个月下滑之后略有反弹，制造业总体保持平稳扩张态势，但内外需走势仍不容乐观。

从分项来看，8月制造业PMI反弹主要来自价格的支持。原材料购进价格指数较上月提高3.6个百分点至58.7%，为2月以来高点；出厂价格较上月提高4.2个百分点至54.3%，创年内高点。内外需双双走弱，8月新出口订单指数下滑0.4个百分点至49.4%，连续三个月处于荣枯线以下，显示在贸易战的影响下外需持续走弱；进口PMI下滑0.5个百分点至49.1%，反映内需也较为疲软。外需和内需不振，导致制造业产成品库存指数创年内新高，原材料库存指数创年内新低，企业补库趋于谨慎。

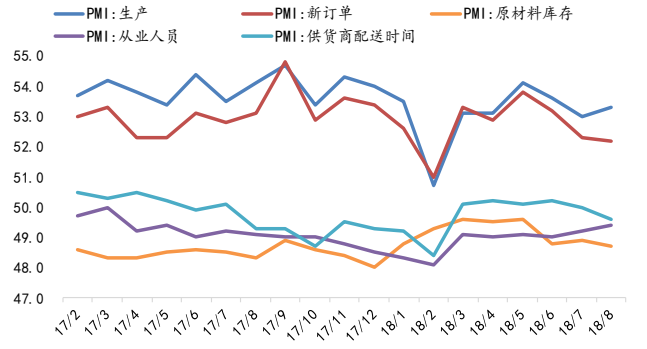
从企业规模看，大型企业PMI为52.1%，比上月回落0.3个百分点，继续高于临界点；中型企业PMI为50.4%，比上月上升0.5个百分点，升至临界点以上；小型企业PMI为50.0%，比上月上升0.7个百分点，位于临界点。中小型企业制造业景气度反弹，主要由于信用收缩局面有所缓解，中小企业融资环境有望改善。

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 五大分项指标

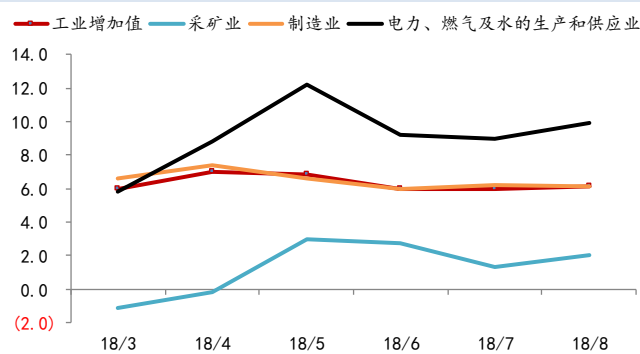


数据来源：Wind、国都期货研究所

当前工业生产仍保持相当平稳，且略有回升。8月规模以上工业增加值同比增长6.1%，与预期持平，高于前值6%；从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长0.52%；1-8月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较1-7月份回落0.1个百分点。

分三大门类看，8月份，采矿业增加值同比增长2.0%，增速较7月份加快0.7个百分点；制造业同比增长6.1%，回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长9.9%，加快0.9个百分点。分经济类型看，8月国有控股企业增加值同比增长5.6%；集体企业下降1.2%，股份制企业增长6.4%，外商及港澳台商投资企业增长4.9%。

图 33：工业增加值



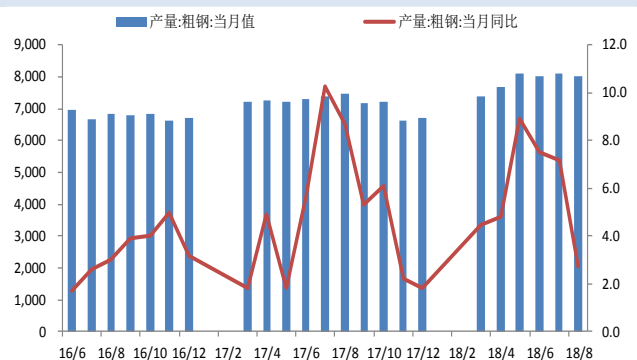
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 34：工业企业利润

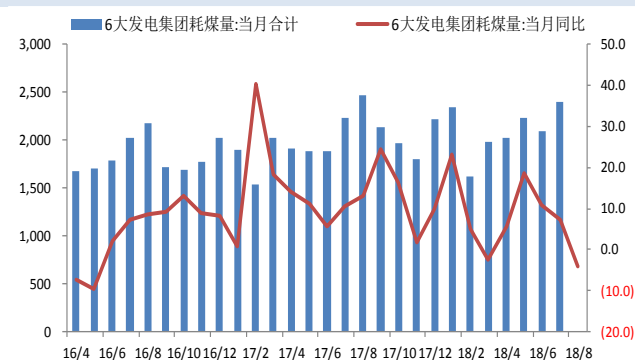


数据来源：Wind、国都期货研究所

8月粗钢产量8033万吨，同比增长2.7%，较前值7.2%大幅回落；8月日均粗钢产量降至259万吨，为今年4月以来最低水平。8月六大发电集团耗煤量2367万吨，同比下降4.14%，较前值7.31%大幅回落。工业生产仍有下行压力。

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


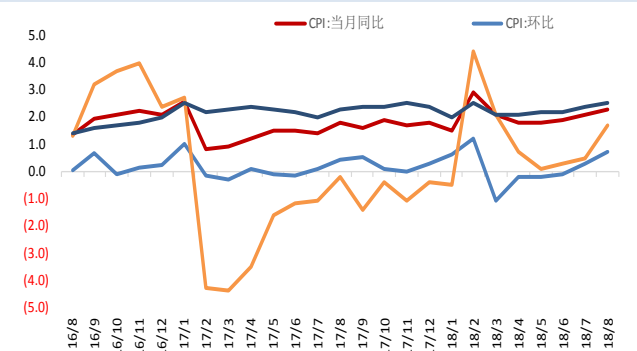
数据来源：Wind、国都期货研究所

整体来看，生产端目前仍旧处于景气区间，8 月份国民经济继续保持总体平稳、稳中向好发展态势，工业生产略有回升，但经济仍存在下行压力。

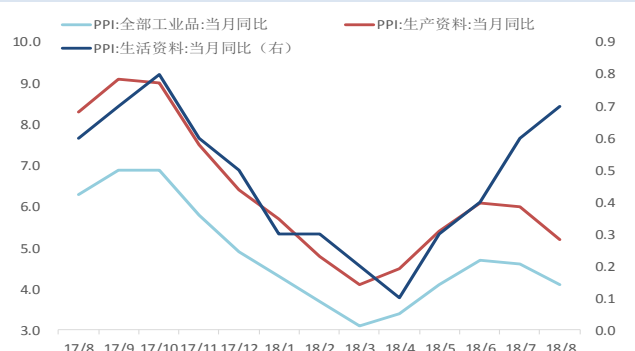
（二）通胀抬升——8 月 CPI、PPI 稳中略涨

8 月份 CPI 同比上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；CPI 环比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，主要受食品价格上涨较多影响。8 月份全国异常天气造成蔬菜、水果价格上升，同时生猪疫情的传播抬升了猪肉价格；非食品方面，油价上涨和旅游价格抬升为主要推动因素。其中，交通工具用燃料同比上涨 19.4%，旅游类价格同比上涨 5.6%。但整体来看，今年通胀温和、整体可控，一方面在于猪瘟在整体猪肉市场比重仍非常小；另一方面随着政策出台，医疗保健价格将延续回落。

8 月 PPI 环比涨幅扩大，同比涨幅回落。8 月份 PPI 同比上涨 4.1%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点；PPI 环比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。分项来看，生产资料价格同比上涨 5.2%。其中，采掘工业价格上涨 12.1%，原材料工业价格上涨 7.8%，加工工业价格上涨 3.5%；生活资料价格同比涨 0.7%。其中，食品价格上涨 0.7%，衣着价格上涨 1.1%，一般日用品价格上涨 1.2%，耐用消费品价格上涨 0.2%。

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


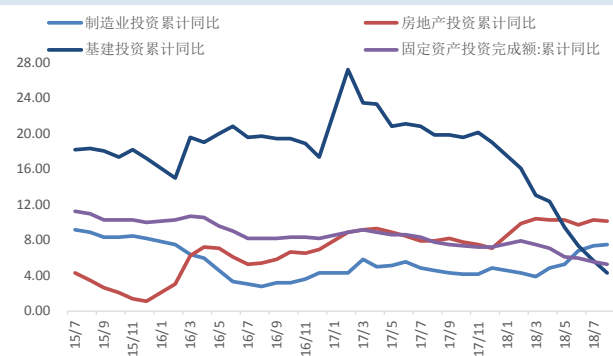
数据来源：Wind、国都期货研究所

(三) 投资——固定资产投资增速再创新低

2018年1-8月份，全国固定资产投资415,158亿元，同比增长5.3%，增速比1-7月份回落0.2个百分点，降幅比1-7月份的0.5个百分点收窄；从环比速度看，8月份固定资产投资增长0.44%。其中，民间固定资产投资259,954亿元，同比增长8.7%。今年以来，固定资产投资月度累计增速呈现逐月下行态势，从年初的7.9%，逐渐回落到1-8月份的5.3%。

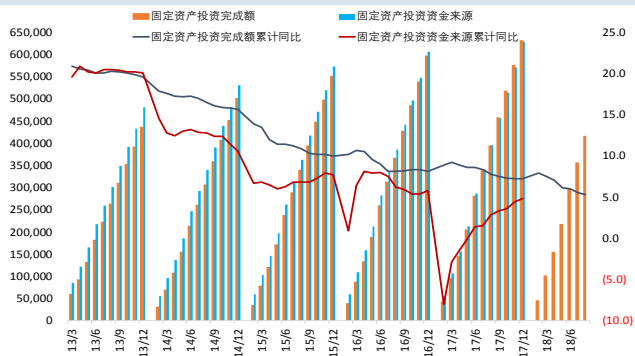
细分来看，制造业投资连续5个月加速增长，房地产投资维持两位数高位，民间投资增势也较好，基建投资仍在继续下行，继续拖累整体投资增速。随着补短板力度的加大，未来基建投资有望趋稳。

图 39：固定资产投资增速



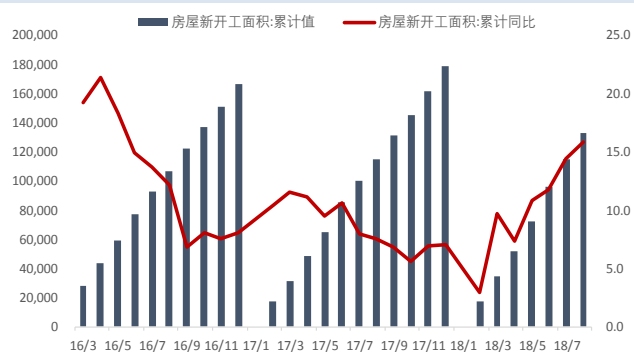
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 40：固定资产投资资金与完成额



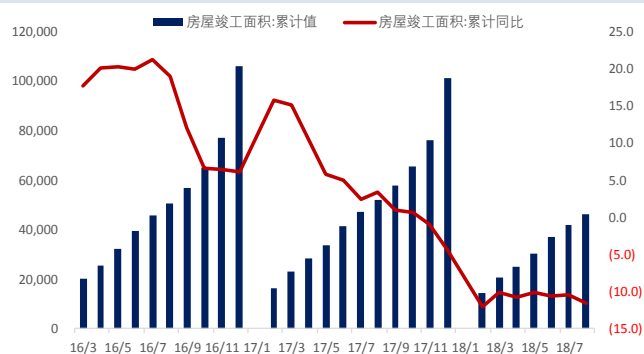
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 34：房地产新开工面积



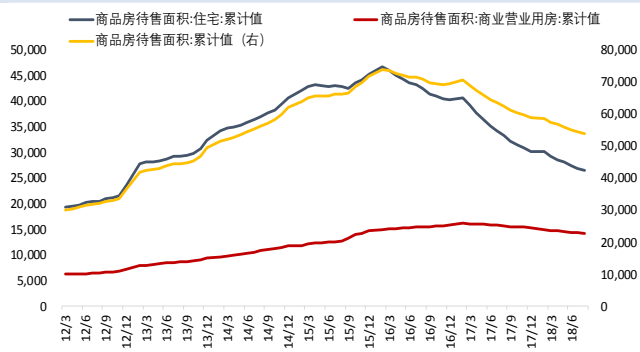
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 35：房屋竣工面积



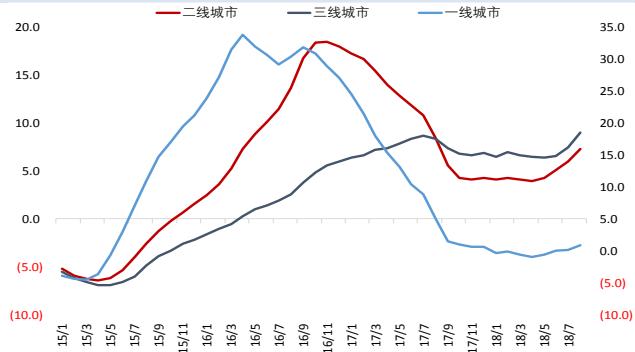
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

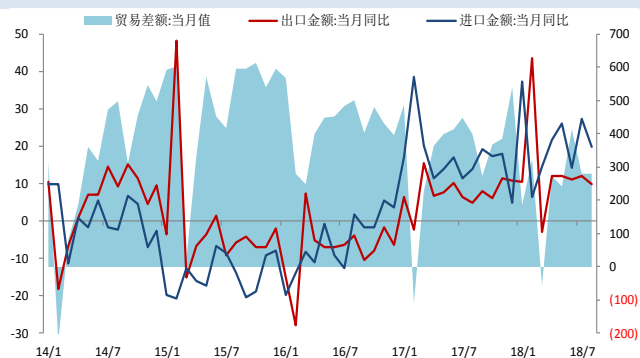
（四）进出口——进出口增速回落

2018年8月以美元计价出口2174.3亿美元，同比增长9.8%，前值12.2%；进口1895.2亿美元，同比增长20%，前值27.30%，进口增速高位回落；贸易顺差279.1亿美元，比去年同期大幅下降了220.5亿美元。进出口增速回落，贸易顺差收窄。

出口增速回落主要有两个原因，一是去年同期高基数；第二是中美贸易战进展不确定性升高，叠加关税政策落地，出口厂商的“抢跑”结束。但我们发现，8月对美顺差创历史单月新高。8月对美国出口增速加快至13.2%，出口额443.85亿美元，对美顺差升至310.55亿美元，创单月最高纪录，显示目前中美贸易摩擦升级对我国的出口影响有限。

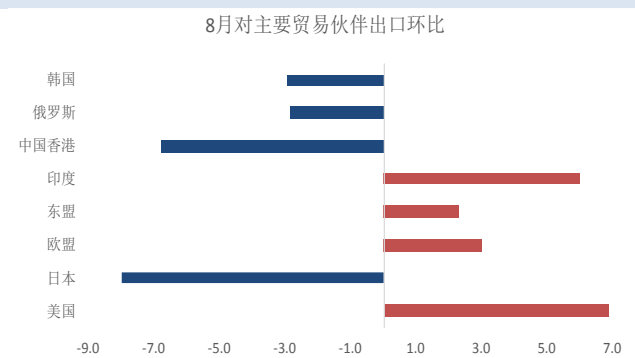
从分项数据上看，8月对美国出口环比上涨6.86%，对印度出口环比上涨5.98%，对欧盟出口环比上涨2.98%；对日本出口环比下降8.02%，对香港出口环比下降6.82%。对新兴国家的出口增长普遍放缓，在于由土耳其货币危机引发的新兴市场危机带来了新兴市场的波动加剧，新兴市场需求放缓迹象明显。未来出口仍旧存在不确定性，2000亿美元的中国产品加征关税尚未落地，中美贸易谈判或重启。

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



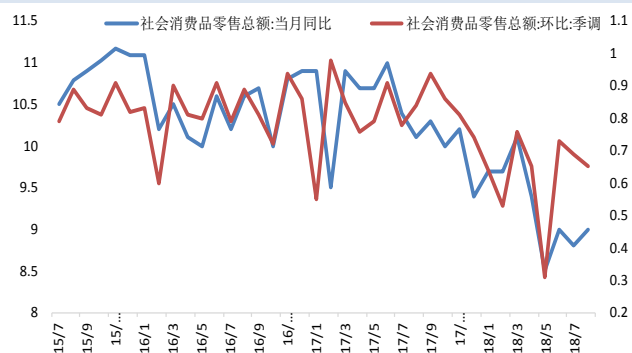
数据来源：Wind、国都期货研究所

（五）消费——消费回暖

8月中国社会消费品零售总额31542亿元，同比名义增长9.0%，比7月份的8.8%高出了0.2个百分点，表现稳中有升；2018年1-8月份，社会消费品零售总额242294亿元，同比增长9.3%。其中，限额以上单位消费品零售额92368亿元，增长7.1%。

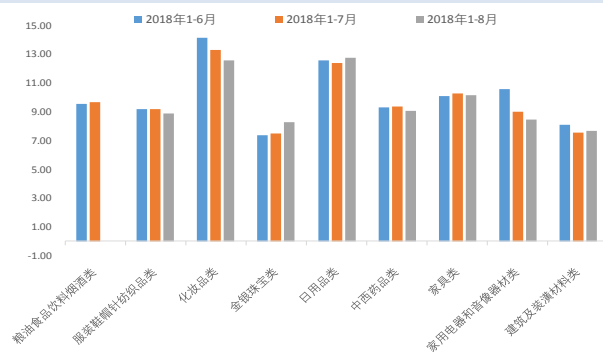
1至8月份，全国网上零售额55195亿元，同比增长28.2%。其中，实物商品网上零售额41993亿元，增长28.6%，占社会消费品零售总额的比重为17.3%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长42.7%、23.4%和29.0%。此外，1至8月份，社会消费品零售总额242294亿元，同比增长9.3%。其中，限额以上单位消费品零售额92368亿元，增长7.1%。

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

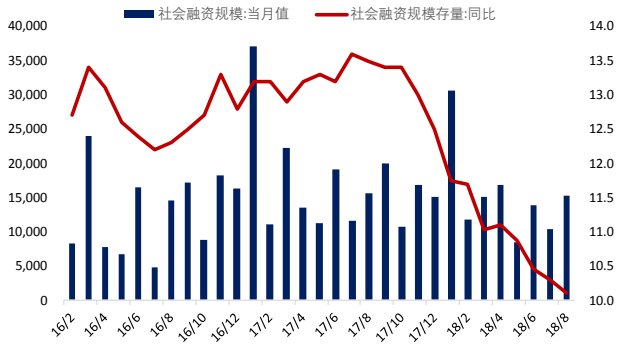


数据来源：Wind、国都期货研究所

（六）金融数据——社融走弱，短期难言“宽信用”

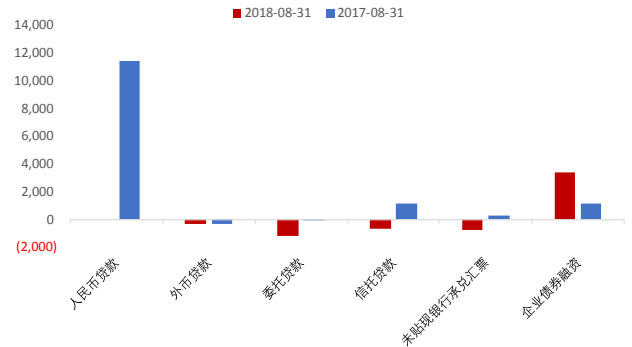
8月金融数据公布，社融增量1.52万亿元超预期，但社融增速继续下降，截至8月末，社融规模存量为188.8万亿元，同比增长10.1%，创下近年来的低位。其中，8月对实体经济发放的人民币贷款增加1.31万亿元，同比多增1674亿元；委托贷款减少1207亿元，同比多减1125亿元；信托贷款减少688亿元，同比多减1831亿元；未贴现的银行承兑汇票减少779亿元，同比多减1021亿元；企业债券净融资3376亿元，同比多2239亿元；非金融企业境内股票融资141亿元，同比少512亿元。总体来看，企业债券融资有所恢复，表外非标融资有所缓和但仍继续萎缩。

图 40：社会融资规模



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 41：8 月社融分项新增量

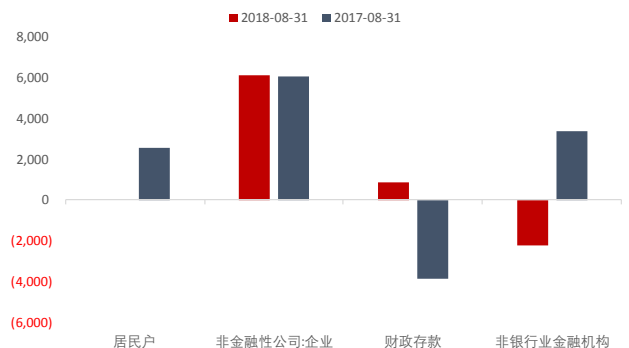


数据来源：Wind、国都期货研究所

8 月 M2 同比增长 8.2%，增速比上月末低 0.3 个百分点；M1 同比增长 3.9%，增速比上月末和上年同期低 1.2 个和 10.1 个百分点。M1 和 M2 双双下降，M1 创三年低位，一定程度上表示企业融资下降、流动性压力较大。

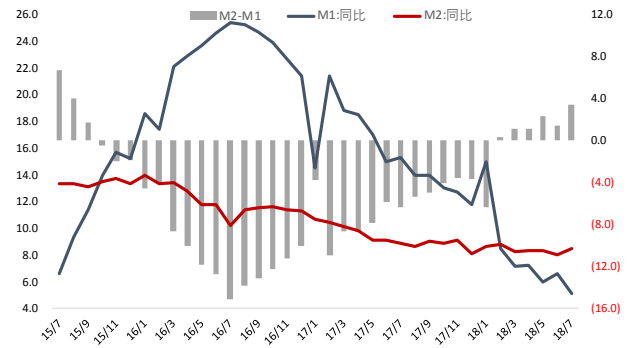
综上，8 月新增贷款、M2 数据均不及预期，社融增速继续下降，非标萎靡，宽信用的政策在 8 月的金融数据上未见显著效果，政策传导存在一定时滞。但金融数据边际改善，未来宽信用落地可期。

图 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

发改委表态加大基建补短板力度，预计下半年基建发力带动经济增长，叠加 8 月份宏观数据好于预期，通胀压力有所回升；9 月份美联储加息临近，中美国债利差当前处于低位，因此债市基本面压力仍然较大，未来伴随着宽信用政策落地，地方政府债供给压力加大，债市将继续承压，维持弱势震荡。

从中期来看，我们认为目前股市已完成探底，进一步下行空间极为有限，将迎来熊转牛契机。短期钺兰，股市的反弹取决于市场利好政策的落地情况，10 月随着基建向好趋势渐为明朗、货币宽松政策或出台以

及三中全会召开，股市或迎来一波上涨行情，目前市场将维持震荡反弹，建议投资者当前以观望为主。

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。