

经济下行预期不变 股市维持底部逻辑

主要观点

行情回顾。11月消费、投资数据表现分化，基建发力、房地产放松预期重挫情绪，国债期货大幅受挫。5年期主力合约TF1903收盘价报98.820，周内跌幅0.004%，周成交量27,419，周内减仓345；10年期主力合约T1903收盘价报96.560，周内跌幅0.008%，周成交量206,444，周内减仓162；2年期国债期货主力合约TS11903收盘价报100.025，周内跌幅0.001%，周成交量554手，周内增仓130手。周五国债期货跌幅再度扩大，创四个月以来最大单周跌幅。

期指底部特征显著，维持低位缩量震荡。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%。主力合约基差收敛，沪深300期货远期合约与当月合约价差扩大。

基础市场表现。央行逆回购连续暂停36日，周五央行等额续做2860亿MLF操作，期限一年，利率仍持平于3.30%。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整体上升，隔夜利率上行23.61bp报2.7116%；shibor利率整体上升，隔夜利率上行20.20bp报2.6550%。二级市场上，本周现券收益率上行。10年期国债收益率上涨7.9bp报3.3468%；10年期国开债收益率上行10.22bp报3.7774%。

后市展望。债市方面，30年期国债期货推出进入了倒计时，下周面向全市场开展30年期国债期货仿真交易。国内经济持续下行的预期没有改变，美国经济三季度开始放缓，美联储政策开始转向温和，国内外经济政策渐趋一致，中美贸易谈判的博弈尚在，年末央行或有降准等宽松措施，国债仍有上涨空间，投资者可长期持有国债期货多单。消息面（1）国务院批准，1月1日起对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税3个月，涉及211个税目。G20后中美贸易谈判，中方先就汽车税做出了妥协，双方贸易摩擦略有缓解，未来关注美方的回应；（2）中共中央政治局召开会议，分析研究2019年经济工作，出现“五个首次”，强调六稳，未提房地产；（3）11月金融数据不佳，社融持续下滑，信贷结构趋差，流动性不畅（4）美国联邦政府关门迫在眉睫，在各方尚未就如何避免政府停摆达成一致时，美国众议院共和党人决定，先给自己放6天假。如果在本月21日以前国会不能批准相关支出议案，美国政府将陷入停摆；（5）欧央行维持利率不变，确认12月底退出QE，首次明确再投资将持续到首次加息后，未讨论再投资和加息时间，下调欧洲经济增速和通胀预期；媒体称部分决策者希望强化经济下行风险。

展望后市，短期内政策利好消息不断，市场或迎来一波小的反弹行情；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。

请务必阅读正文后的免责声明

报告日期 2018-12-17

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

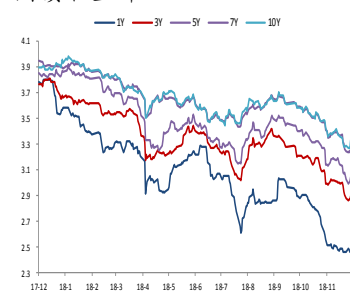
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

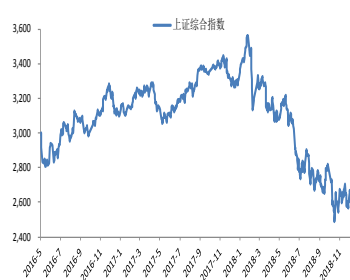
T主力合约走势



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 | 9 |
| 五、宏观经济 | 10 |
| (一) 生产端——下半年工业生产低位企稳，经济下行压力加大 | 10 |
| (二) 投资维持低位，基建投资回暖 | 12 |
| (三) 贸易战扰动进出口,内需疲弱，消费继续维持低位 | 13 |
| (四) 全年通胀保持温和扩张，不会制约货币政策 | 14 |
| (六) 社融持续下滑，信贷结构趋差，流动性不畅 | 14 |
| 六、后市展望 | 16 |

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..... | 5 |
| 图 4: T 主力合约成交量及持仓量..... | 5 |
| 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 | 7 |
| 图 14: 国开债收益率走势 | 7 |
| 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） | 8 |
| 图 2 T 主力合约走势..... | 8 |
| 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..... | 9 |
| 图 22: 沪深 300 期货价差结构 | 9 |
| 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） | 10 |
| 图 26: GDP 当季同比（%） | 11 |
| 图 27: 三驾马车对 GDP 累计同比的拉动 | 11 |
| 图 28: 制造业 PMI&财新 PMI..... | 11 |
| 图 29: 制造业 PMI 分项指标..... | 11 |
| 图 30: 粗钢产量 | 12 |
| 图 31: 六大发电集团耗煤量 | 12 |
| 图 32: 固定资产投资增速 | 12 |
| 图 33: 房地产开工/竣工面积..... | 12 |
| 图 34: 房地产去库存 | 13 |
| 图 35: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数..... | 13 |
| 图 36: 进出口同比 | 13 |
| 图 37: 社会消费品零售总额 | 13 |
| 图 38: CPI 同比/环比（%） | 14 |
| 图 39: PPI 当月同比 | 14 |
| 图 40: 社会融资规模 | 15 |
| 图 41: 社融分项新增量 | 15 |
| 图 42: 新增人民币存款分项 | 15 |

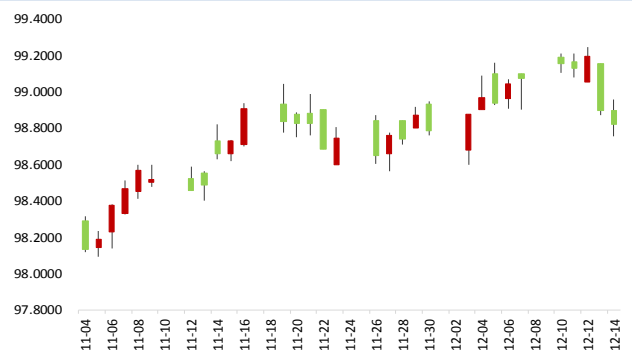
图 43: 货币供应 15

一、行情回顾

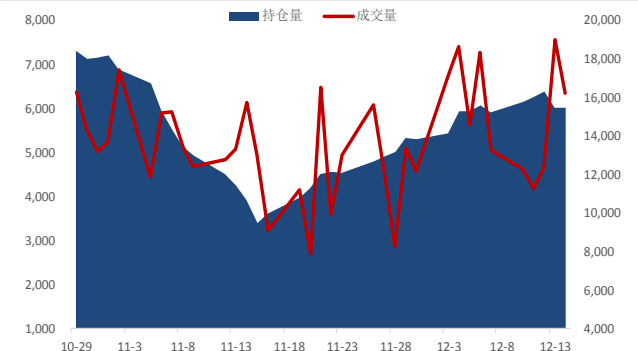
表 1 国债期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

| 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 | 100.500 | 100.550 | 100.145 | 100.145 | -0.353 | 0 | 140 | 0 | 100.1450 |
| TF1903 | 99.190 | 99.245 | 98.755 | 98.820 | -0.004 | 27,419 | 15,455 | (345) | 98.7950 |
| TF1906 | 98.970 | 99.240 | 98.760 | 98.900 | -0.001 | 24 | 44 | 16 | 98.7600 |
| 小计 | | | | | | 27,443 | 15,639 | (329) | |
| 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 | 97.325 | 97.370 | 96.635 | 96.800 | -0.539 | 0 | 492 | (75) | 96.6350 |
| T1903 | 97.340 | 97.410 | 96.535 | 96.560 | -0.008 | 206,444 | 62,689 | (162) | 96.6000 |
| T1906 | 97.360 | 97.400 | 96.560 | 96.585 | -0.008 | 458 | 643 | 140 | 96.6600 |
| 小计 | | | | | | 206,902 | 63,824 | (97) | |
| 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 | 100.185 | 100.185 | 100.070 | 100.000 | -0.185 | 0 | 0 | (200) | 100.0700 |
| TS1903 | 100.125 | 100.165 | 100.000 | 100.025 | -0.001 | 554 | 980 | 130 | 100.0200 |
| TS1906 | 99.980 | 99.980 | 99.865 | 99.920 | -0.001 | 0 | 15 | 0 | 99.8650 |
| 小计 | | | | | | 554 | 995 | (70) | |

11月消费、投资数据表现分化,基建发力、房地产放松预期重挫情绪,国债期货大幅受挫。5年期主力合约TF1903收盘价报98.820,周内跌幅0.004%,周成交量27,419,周内减仓345;10年期主力合约T1903收盘价报96.560,周内跌幅0.008%,周成交量206,444,周内减仓162;2年期国债期货主力合约TS11903收盘价报100.025,周内跌幅0.001%,周成交量554手,周内增仓130手。周五国债期货跌幅再度扩大,创四个月以来最大单周跌幅。

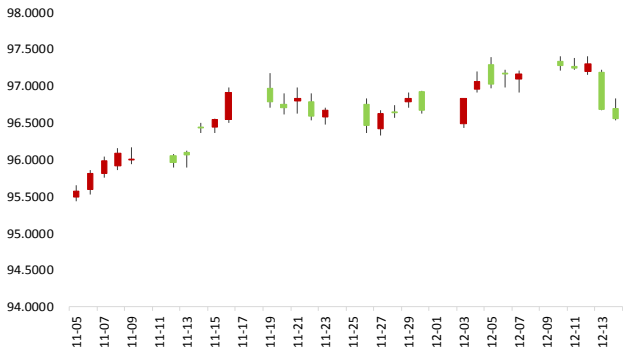
图 1: TF 主力合约走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

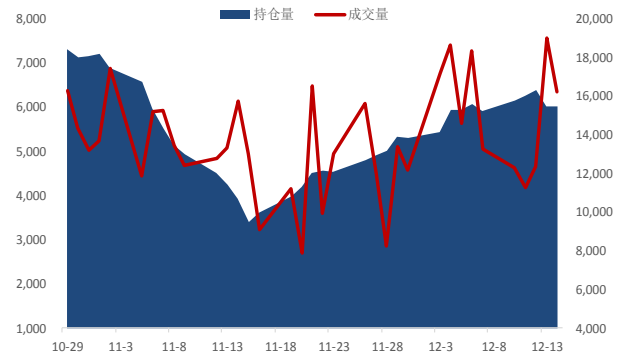
图 2: TF 主力合约成交量及持仓量


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3: T 主力合约走势
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



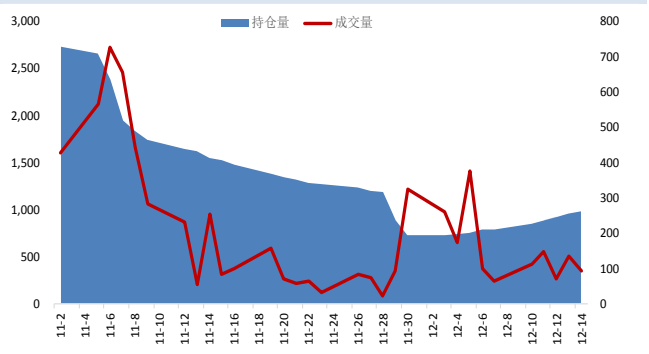
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



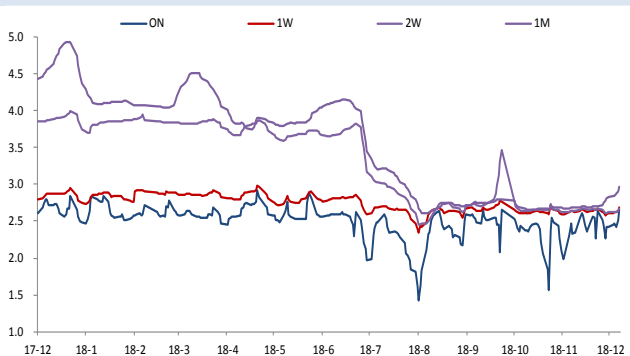
数据来源: Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

(一) 货币市场

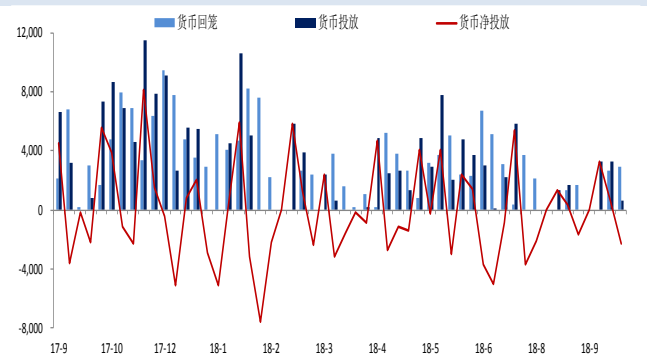
央行逆回购连续暂停36日,周五央行等额续做2860亿中期借贷便利(MLF),期限一年,利率仍持平于3.30%。12月资金自然到期压力不大,且为财政支出大月,整体利好流动性环境。周内银存间质押式回购利率整体上升,隔夜利率上行23.61bp报2.7116%;Shibor利率整体上升,隔夜利率上行20.20bp报2.6550%。

图 7: SHIBOR 利率走势



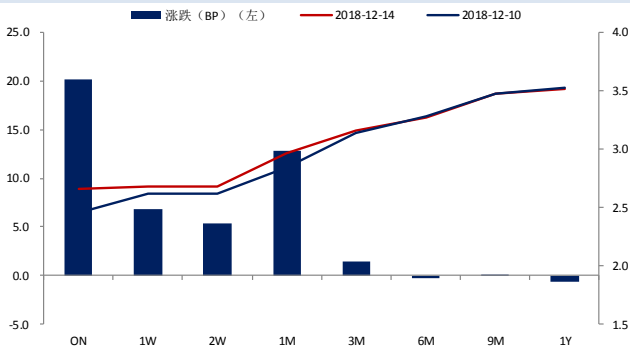
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8: 公开市场操作



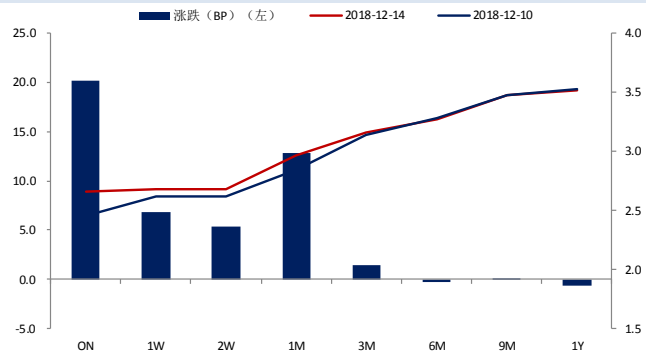
数据来源: Wind、国都期货研究所

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)



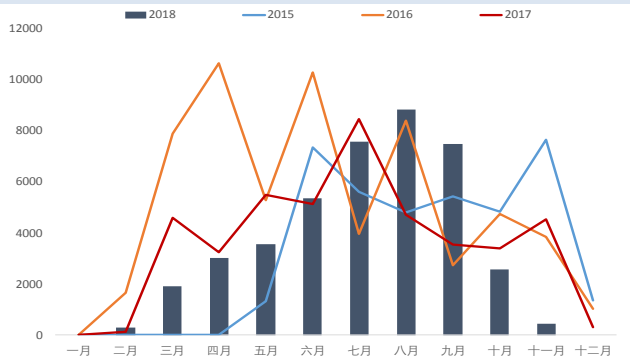
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

一级市场方面, 12月14日财政部91天期贴现国债中标收益率2.5535%, 边际利率2.6892%, 全场倍数1.64, 边际倍数1; 续发30年期国债中标收益率3.8244%, 全场倍数1.9, 边际倍数2.22。中债到期收益率曲线显示, 前一日3个月、30年期国债到期收益率分别为2.5201%、3.8217%。可见两期国债需求一般, 中标收益率略高于前一日到期收益率, 全场倍数不足2。

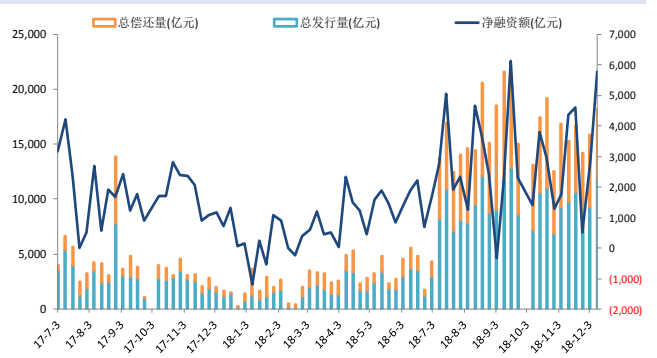
二级市场上, 本周现券收益率上行。10年期国债收益率上涨 7.9bp 报 3.3468%; 10年期国开债收益率上行 10.22bp 报3.7774%。

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

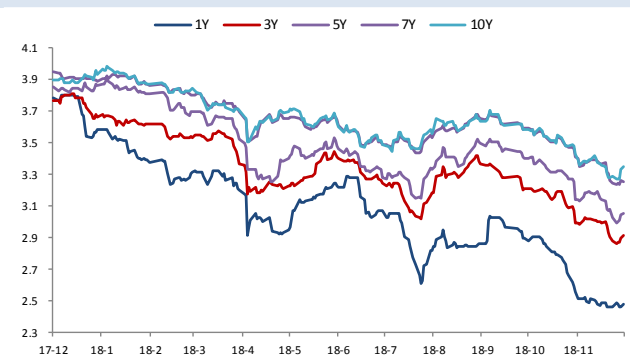
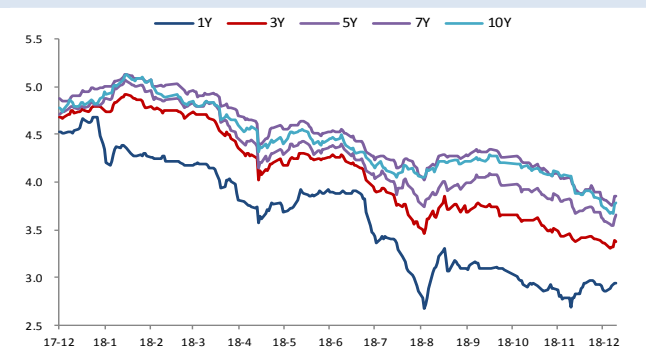
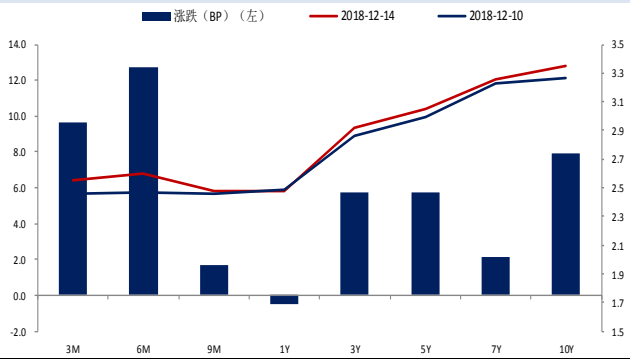


图 14: 国开债收益率走势

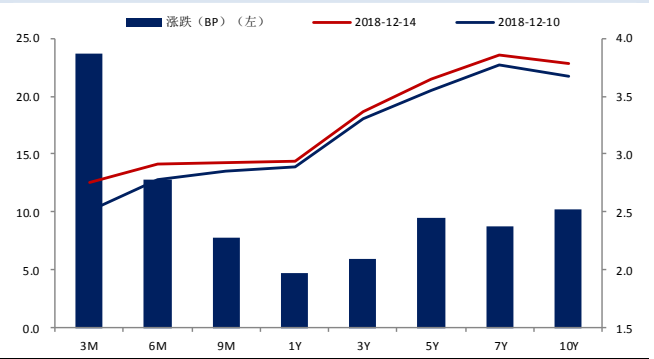


数据来源: Wind、国都期货研究所

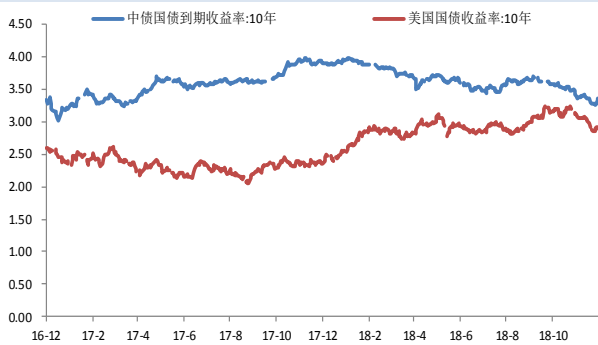
图 15: 国债收益率变化 (周)


数据来源: Wind、国都期货研究所

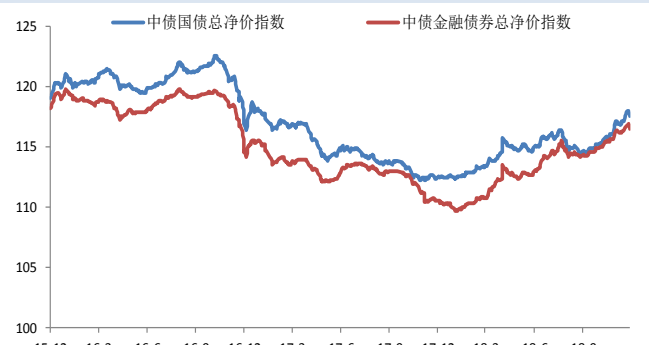
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

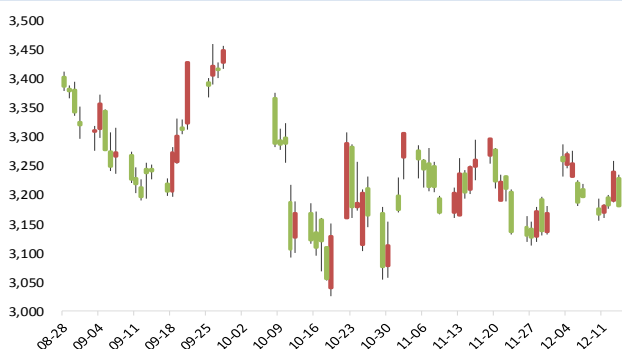
期指底部特征显著, 维持低位缩量震荡。沪深300 期货主力合约 IF1812 周内下跌 2.616%, 上证50 期货主力合约 IH1812 周内下跌 2.586%, 中证500 期货主力合约 IC1812 周内下跌 2.286%。沪深300 期货次月合约跌幅最大, 为 2.939%。主力合约基差收敛, 沪深300 期货远期合约与当月合约价差扩大。

表 2: 期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

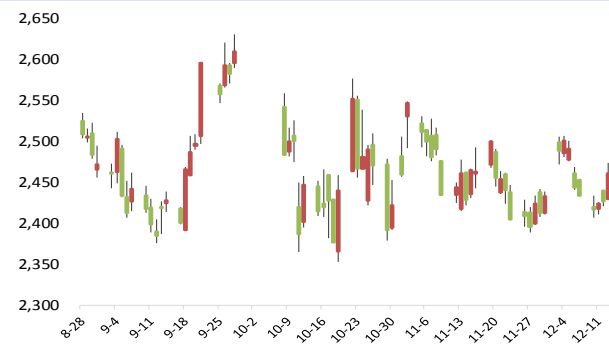
| 合约代码 | 周开盘价 | 周最高价 | 周最低价 | 周收盘价 | 涨跌 (%) | 周成交量 | 周持仓量 | 持仓变化 | 周末结算价 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|-------|------|-----------|
| IF1812 | 3,265.000 | 3,286.600 | 3,246.000 | 3,179.600 | -2.616 | 219412 | 50315 | 949 | 3,184.200 |
| IF1901 | 3,280.000 | 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 | |

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

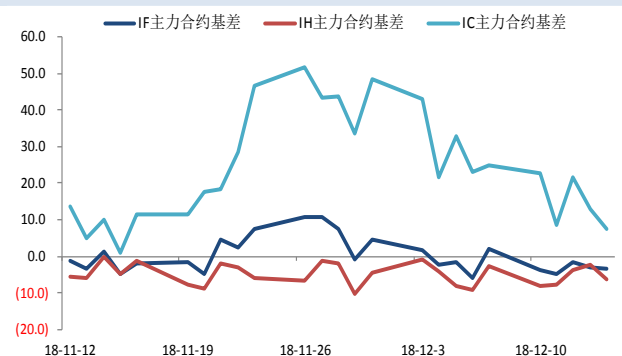
| 合约代码 | 周开盘价 | 周最高价 | 周最低价 | 周收盘价 | 涨跌 (%) | 周成交量 | 周持仓量 | 持仓变化 | 周末结算价 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|-------|--------|-----------|
| IH1812 | 2,498.000 | 2,506.000 | 2,480.800 | 2,433.400 | -2.586 | 102328 | 20233 | (2427) | 2,436.400 |
| IH1901 | 2,498.800 | 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) | |
| 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


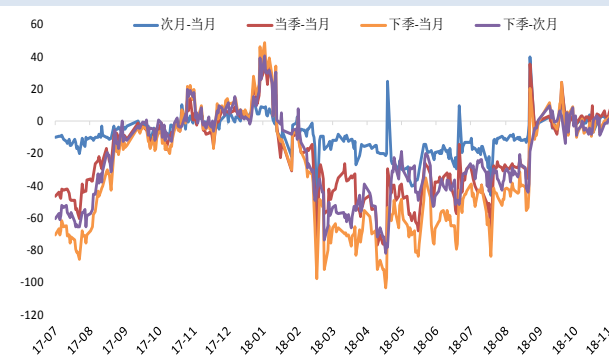
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

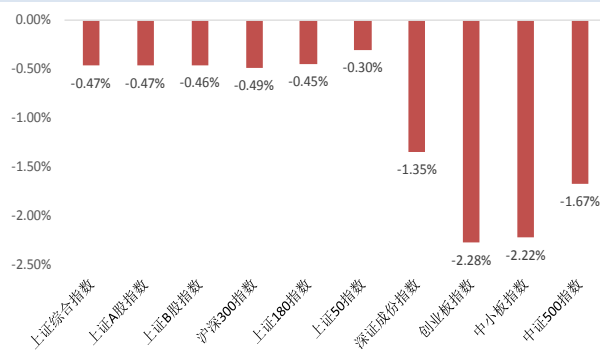
本周大盘仍在底部徘徊，震荡收跌。周四在大基建、大消费板块带动下，两市股指发力上攻纷纷收涨逾1%，水泥板块全天强势上扬。沪指收报2634.05点，涨1.23%；但周五未能延续涨势，三大股指全线大跌，板块全线飘绿，权重股下挫，个股普跌。

图 23：上证综合指数走势



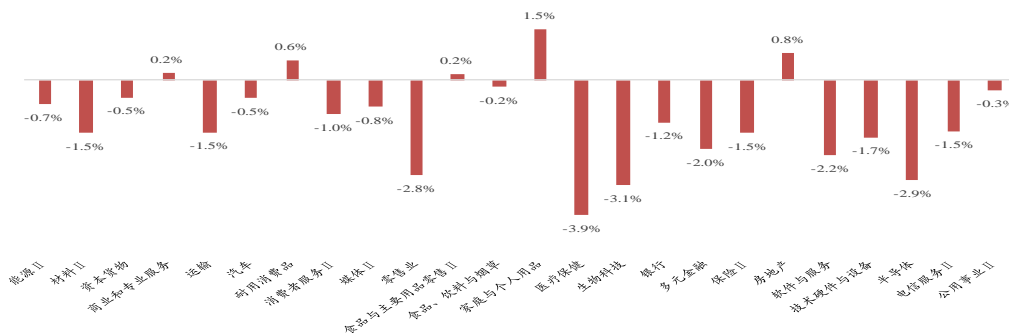
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

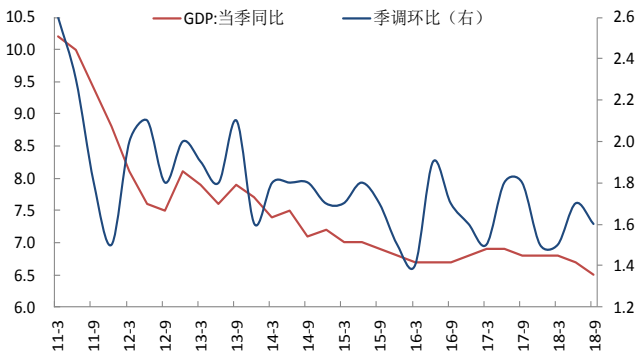
五、宏观经济

（一）生产端——下半年工业生产低位企稳，经济下行压力加大

GDP继续回落，三季度GDP增速回落至十年新低。今年三季度GDP同比增长6.5%，低于预期6.6%，二季度GDP同比增长6.7%；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。

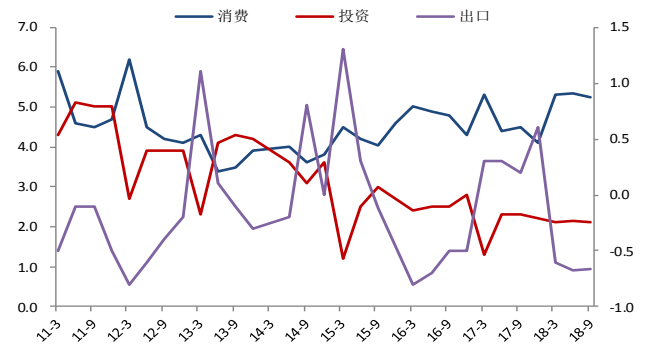
今年10月中央政治局会议召开，针对经济形势，延续了7月政治局会议上“稳中有变”的说法，但经济从“面临一些新问题新挑战”，转为“下行压力有所加大”。可见中央层面，对经济下行做了确认。外部挑战变数明显增多，工业生产回落、投资萎靡、消费维持低位、贸易顺差缩小。

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



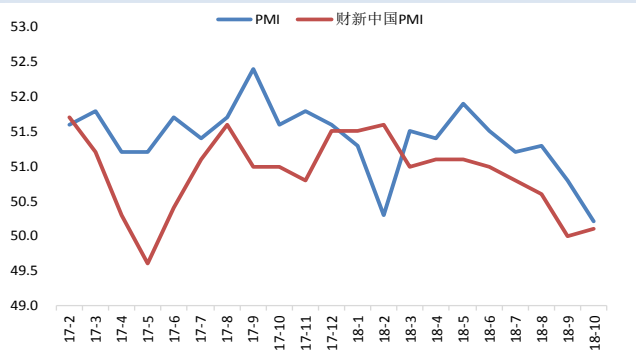
数据来源: Wind、国都期货研究所

制造业景气度下半年持续回落，跌至荣枯线。春节效应消除之后，企业开工复苏，PMI回升整体符合预期，随后4、5月份制造业供需两旺，活跃度明显上升，制造业扩张步伐加快，短期经济悲观预期落空。但进入下半年以来，制造业整体回落，需求下滑加速、产需两弱，经济下行压力凸显，11月份官方制造业PMI仅为50%，处于荣枯线边缘。

指数全面走弱，生产需求扩张纷纷放缓。下半年生产指数回落显著，11月生产指数为51.9%；需求方面，新订单指数连续7个月下降；进出口继续承压，新出口订单指数连续6个月位于荣枯线以下；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。

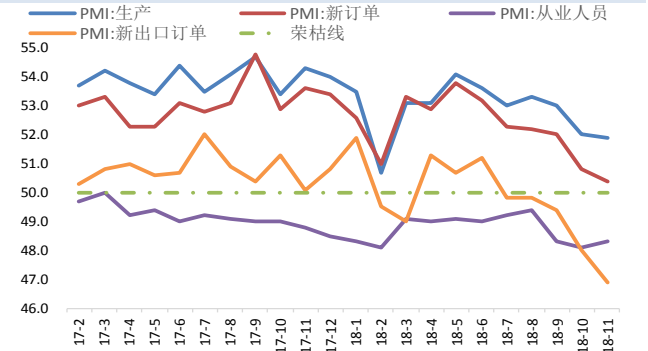
在工业方面，前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.4%，增速比上半年回落0.3个百分点；高频数据方面，六大发电集团耗煤量5月以来持续下降显著，凸显工业生产下行压力仍旧较大；但受到环保限产放松的影响，近几个月粗钢产量回升。

图 28: 制造业 PMI & 财新 PMI



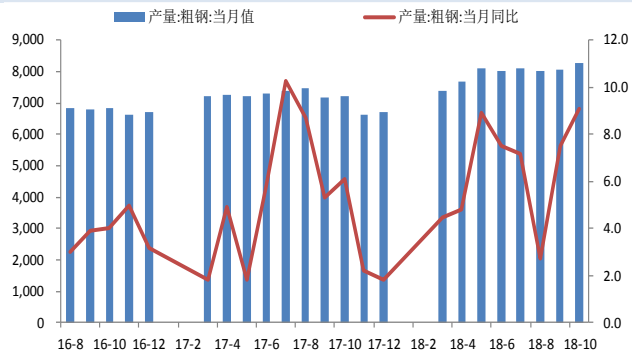
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29: 制造业 PMI 分项指标



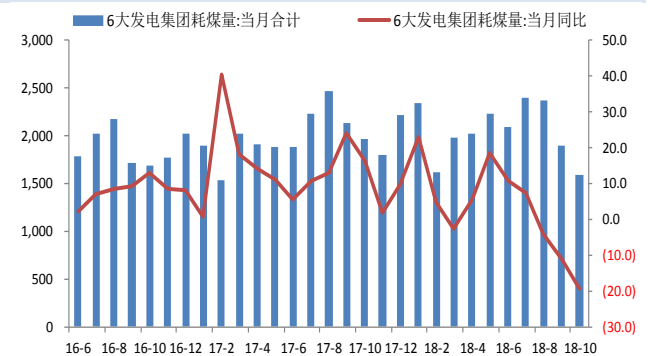
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30: 粗钢产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31: 六大发电集团耗煤量



数据来源: Wind、国都期货研究所

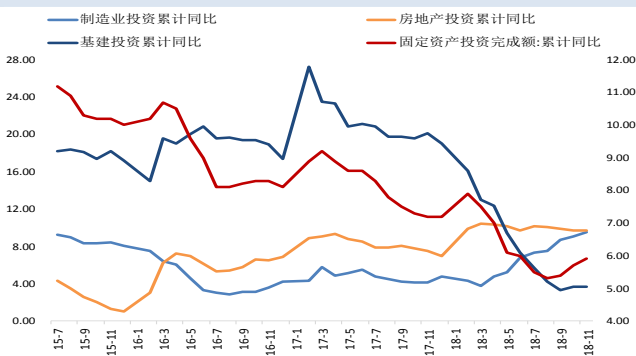
(二) 投资维持低位, 基建投资回暖

2016、2017年供给侧改革落地, 通过“三去一降一补”来解决产能过剩、楼市库存大、债务高企。因此监管趋严, 金融机构出现被动去杠杆的现象, 信用出现收缩, 因此企业面临融资难, 缺失资金进行投资扩建, 因此近年来固定资产投资总体较为低迷。

2018年以来, 固定资产投资增速出现了连续7个月的下滑, 降至历史低位, 主要受到基建的拖累, 基建投资增速连续10个月下滑引发了普遍的担忧。为此, 政府部门出台了多项刺激基建投资增长的政策, 并紧锣密鼓出台了相关细则和配套措施确保政策的落实。在10月份, 基建投资同比增长3.7%, 较前值上升0.4个百分点, 并且11月份基建投资投诉与上月持平, 预计基建投资未来继续回暖, 将成为拉动投资领域回暖的动力。

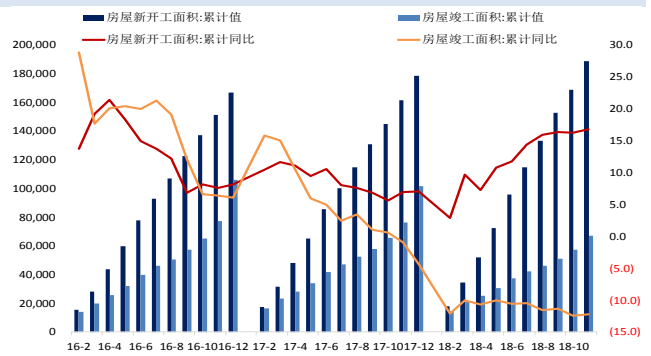
房地产方面, 由于地方政府抑制房地产政策频出以及房产税相关消息发布, 下半年房地产投资增速略有下滑。房屋新开工面积开始放缓、竣工持续冷清, 土地购置面积和商品房销售面积再度放缓; 库存方面, 商品房待售面积继续回落, 可见房地产去库存取得显著进展; 而房价方面, 由于房企库存减少, 二三线城市新建商品住宅销售价格同比上涨。

图 32: 固定资产投资增速



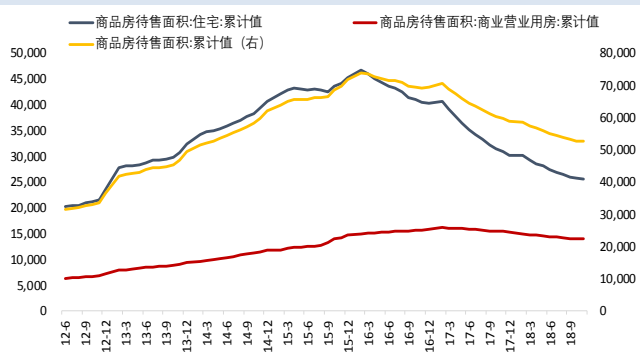
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 33: 房地产开工/竣工面积



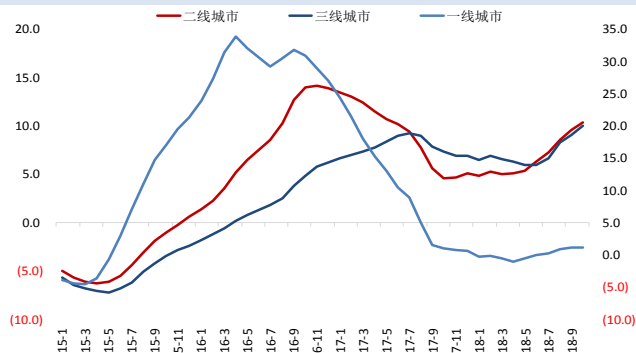
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

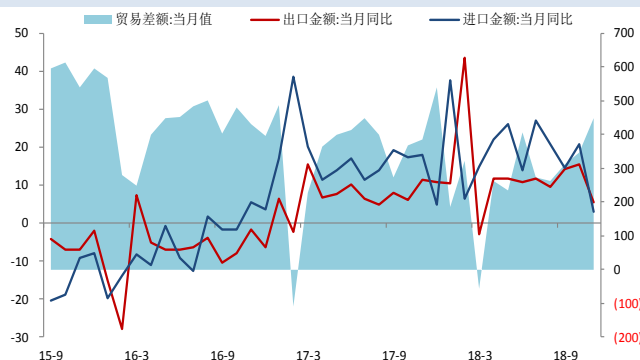
（三）贸易战扰动进出口，内需疲弱，消费继续维持低位

2018年来，中美贸易是考虑进出口的一个重要因素。9月18日特朗普针对大约2000亿美元的中国进口商品征收额外关税，于9月24日生效；随后9月、10月出口较3-8月的平均水平大升，在外需疲弱的状态下，显示抢出口，叠加三季度汇率维持低位对出口表现形成支撑。

但中长期而言，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。11月出口同比增速为5.4%，人民币值同比增速为10.2%，大幅低于上月和预期水平，即使考虑到高基数下滑幅度也超出预期。

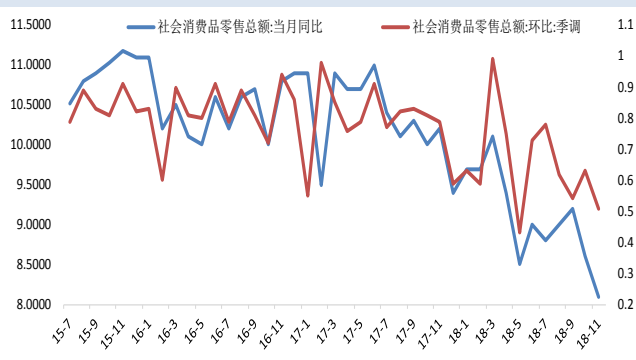
综上，出口趋于下降的方向在预期之内，此外，预计明年我国经济下行压力较大，进口也将承压。但是，G20峰会后美国关税的提升时间至少延后至3月，并有可能不加，未来贸易战对出口的挤压还有变数。

图 36: 进出口同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 37: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国都期货研究所

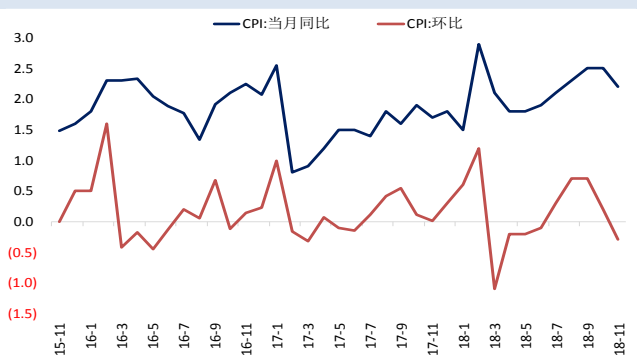
2018年来社会消费品零售总额同比整体下降，结束了8、9两月的增长后，近两个月来消费增速连连下滑。11月社会消费品零售数据不及预期，各分项下也出现不同程度的增速放缓，石油类消费品增速腰斩，汽车类消费连续6个月负增长。

（四）全年通胀保持温和扩张，不会制约货币政策

整体来看，2019年CPI同比呈“倒V”型走势。受一季度生猪加快出栏影响，猪肉供给快速增加，导致猪肉价格持续下跌，是食品项的主要拖累项；进入二、三季度，全国部分地区的高温暴雨等极端天气造成了食品供给偏紧，抬升鲜菜鲜果价格，叠加猪瘟推升猪肉价格，但这些因素对整体通胀的中期影响有限，四季度冬储增加，蔬菜价格下跌较多，表明前期自然灾害的影响正在消退；非洲猪瘟加速扩散，导致疫情地区短期生猪供应增加、猪价加速回落，引发生猪养殖利润的下降，进一步淘汰小散养殖户、加速生猪产业出清；而且提前出栏的行为会导致供给提前发生，可能导致后期供给减少。剔除食品和原油价格以后的核心CPI 整体下行，反应出当前需求偏弱，经济存在下行压力。展望未来，明年春节前后猪价可能重新转为回升，猪肉CPI可能在明年上半年同比转正；而核心 CPI 偏低的状态短期内不会改变，在于经济下行，居民的消费萎靡开始下降。因此短期内通胀中枢不会明显抬升，不会成为货币政策的制约因素。

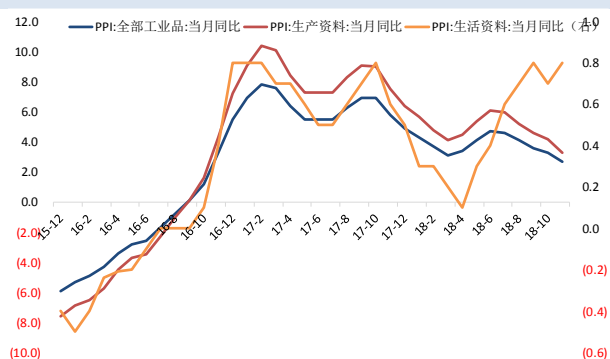
PPI方面，11月份“三黑一色”（石化、钢铁、煤炭、有色）行业中部分产品价格和原材料工业价格涨幅较上月下降较多，是PPI回落的主要原因。PPI方面，11月PPI同比下降0.6个百分点至2.7%。由于市场预期原油供需基本面恶化，11月油价暴跌并对其下游的化工行业价格形成拖累。

图 38: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 39: PPI 当月同比



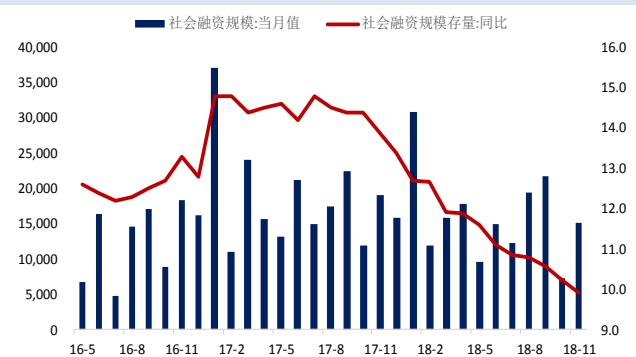
数据来源: Wind、国都期货研究所

（六）社融持续下滑，信贷结构趋差，流动性不畅

社融持续下滑。由于本轮金融去杠杆，叠加2017年年底不断出台的资管新规，从2017年8月开始，社融存量增速出现了连续16个月的下滑。尽管今年9月起，央行将地方政府专项债纳入社融统计，9月高社融的背后包

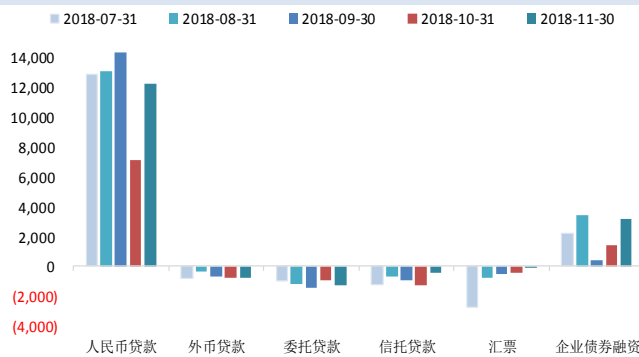
含7389亿地方专项债增量，但从可比口径来看，9月社融跌至至少2017年以来最低。分项来看，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票持续负增长，是社融萎缩的主要拖累，可见宽信用的政策落地受阻；但非标途径中，信托贷款相对缩减幅度较小，体现信用债融资功能有所恢复；新纳入的地方债方面，由于8月份财政部指导地方债加快赶在10月之前发行完毕，11月到期量较大发行量较小，地方债净融资为负。展望未来，虽然内外部环境都支持货币维持实际宽松格局，但地方债在明年3月之前将持续成为拖累社融的因素，而非标融资受到压制的局面尚未改变，明年社融的改善依然依靠地方债等工具。

图 40：社会融资规模



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 41：社融分项新增量



数据来源：Wind、国都期货研究所

票据是新增贷款的主要贡献。虽然近期在对信贷鼓励和支持民企融资等政策下，11月企业贷款由10月的同比少增600多亿元转为多增500多亿元，但企业票据融资仍是贷款的主要贡献，企业中长期贷款增长依然偏弱。可见贷款结构仍然不佳，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。

M1不断创新低，M2维持低位。11月M1同比1.5%，M1持续走低，说明企业部门活期存款大幅缩减，反映了在经济下行背景下，整体利润明显下滑、需求持续走弱、企业融资放缓。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。

图 42：新增人民币存款分项

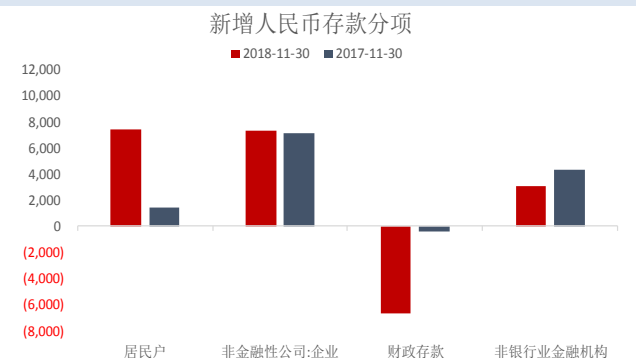
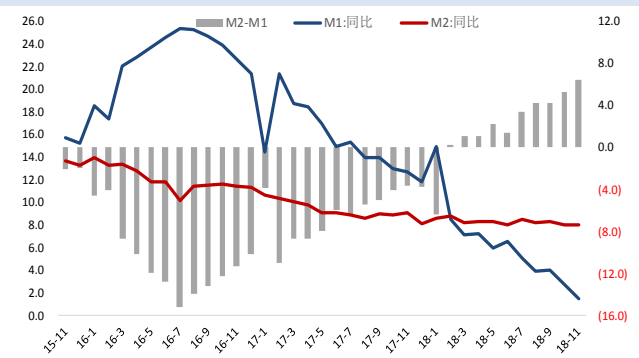


图 43：货币供应



数据来源: Wind、国都期货研究所

数据来源: Wind、国都期货研究所

六、后市展望

债市方面, 30年期国债期货推出进入了倒计时, 下周面向全市场开展30年期国债期货仿真交易。国内经济持续下行的预期没有改变, 美国经济三季度开始放缓, 美联储政策开始转向温和, 国内外经济政策渐趋一致, 中美贸易谈判的博弈尚在, 年末央行或有降准等宽松措施, 国债仍有上涨空间, 投资者可长期持有国债期货多单。

消息面, (1) 中共中央政治局召开会议, 分析研究2019年经济工作, 出现“五个首次”, 强调六稳, 未提房地产。中共中央召开党外人士座谈会, 习近平主持并发表重要讲话, 指出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 坚定不移深化供给侧结构性改革, 更多采取改革开放的办法。(2) 易纲指出, 中国经济需要相对宽松的货币条件, 但必须考虑外部均衡;(3) 中国11月财政收入与支出双双下滑, 个人所得税同比降17.3%; 中国11月FDI同比大降26.3% 为13个月来首次同比负增长; 11月金融数据不佳, 社融持续下滑, 信贷结构趋差, 流动性不畅(4) 美国联邦政府关门迫在眉睫, 在各方尚未就如何避免政府停摆达成一致时, 美国众议院共和党人决定, 先给自己放6天假。如果在本月21日以前国会不能批准相关支出议案, 美国政府将陷入停摆。对此, 特朗普表示, 除非他得到资金建设边境墙, 不然他将不会签字任何预算法案。为了边境安全, 他将自豪的关闭政府;(5) 欧央行维持利率不变, 确认12月底退出QE, 首次明确再投资将持续到首次加息后, 未讨论再投资和加息时间点, 下调欧洲经济增速和通胀预期; 媒体称部分决策者希望强化经济下行风险。

展望后市, 短期内政策利好消息不断, 市场或迎来一波小的反弹行情; 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。