

降准利好释放，股债双重利好

主要观点

行情回顾。在降准利好刺激下，上周国债期货强势震荡。10年期国债期货主力合约 T1912 收盘价报 99.170，周涨幅 0.23%；5年期国债期货主力合约 TF1912 收盘价报 100.195，周涨幅 0.18%；2年期国债期货主力合约 TS1912 收盘价报 100.380，周涨幅 0.08%。股指期货大涨。沪深 300 主力合约 IF1909 收盘价报 3958.0，周涨幅 4.33%；上证 50 期货主力合约 IH1909 收盘价报 2988.0，周涨幅 4.48%；中证 500 期货主力合约 IC1909 收盘价报 5151.4，周涨幅 5.89%。9月5日上证综指一度重返 3000 点，市场热情回升，两市成交量快速升至 9000 亿。

基础市场表现。暂停 6 天后央行周五重启逆回购，实现净投放人民币 400 亿元。银行间资金面收紧，货币市场利率多数上涨。Shibor 隔夜利率周内上行 4.7bp 报 2.5970%，shibor7 天利率周内下跌 0.1bp 报 2.6520%，shibor 一个月利率周内上行 2.0bp 报 2.6810%。9月6日，央行决定于 9月16日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此外，还将额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。此次降准预计释放长期资金 9000 亿，加强对实体经济资金支持。9月第一周地方政府债仅发行 43 亿元，发行规模显著回落。国常委确定提前下达专项债额度，主要投向为收益性基建项目如铁路、轨交、市政等，不得用于土储及地产，专项债基建投向比例有望提升，基建资金来源或将得以有效扩充。10年期国债收益率周内涨 87.77bp 报 3.9500%。

后市展望。消息面：（1）9月6日，央行决定于 9月16日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此外，还将额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。（2）发改委副主任提出四方面加大力度做好“六稳”，一是加大逆周期调节力度，保持经济运行在平稳区间，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等工具；二是扩大居民消费和有效投资，促进形成强大国内消费市场；（3）银行同业业务再次受到监管指导。近期监管下发一份同业监管文件，将同业资产、同业负债与一级资本挂钩，根据评级来确认最低监管标准值。（4）中美谈判牵头人通话决定在 10 月初进行下一轮磋商。展望后市，降准利多股债双方，短期股指期货有上行动力，国债期货多单可继续持有。

风险提示。中美贸易摩擦激化，地缘政治冲突加剧，A 股上市公司半年报披露业绩不及预期

报告日期 2019-9-9

研究所

张楠

金融期货分析师

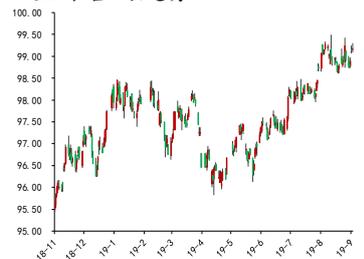
从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

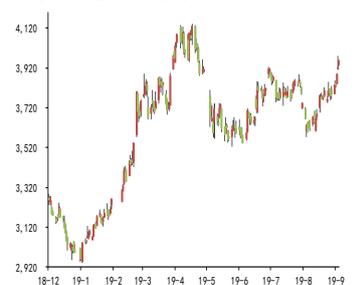
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

T 主力合约走势



IF 主力合约走势



目 录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、期债行情回顾 | 4 |
| 二、资金面 | 4 |
| （一）货币市场 | 4 |
| （二）利率债市场 | 5 |
| 三、基本面——海内外基本面疲弱 | 6 |
| （一）全球经济下行压力大 | 6 |
| （二）国内经济疲弱 | 6 |
| 四、期指行情回顾 | 8 |
| （一）期指走势 | 8 |
| （二）板块涨跌统计 | 9 |
| （三）金融数据 | 9 |
| 五、后市展望 | 10 |

插图

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1: TF 主力合约走势..... | 4 |
| 图 2: TS 主力合约走势..... | 4 |
| 图 3: T 主力合约走势..... | 4 |
| 图 4: T 主力合约成交量及持仓量..... | 4 |
| 图 5: 公开市场操作 (亿元) | 5 |
| 图 6: SHIBOR 利率走势 | 5 |
| 图 7: 银行间质押式回购利率涨跌 (周) | 5 |
| 图 8: SHIBOR 利率涨跌 (周) | 5 |
| 图 9: 地方政府债发行 (月) | 5 |
| 图 10: 10 年期国债利差 (中美) | 5 |
| 图 11: 国债收益率走势 | 6 |
| 图 12: 国开债收益率走势 | 6 |
| 图 13: 主要经济体制造业 PMI..... | 6 |
| 图 14: 主要经济体国债收益率 | 6 |
| 图 15: 制造业 PMI&财新 PMI..... | 7 |
| 图 16: 制造业 PMI 分项指标..... | 7 |
| 图 17: 固定资产投资增速 | 7 |
| 图 18: 房地产开工/竣工面积..... | 7 |
| 图 19: CPI 同比/环比 (%) | 8 |
| 图 20: PPI 当月同比 | 8 |
| 图 21: 沪深 300 期货主力合约走势 | 9 |
| 图 22: 沪深 300 期货主力合约成交量 | 9 |
| 图 23: 上证 50 期货主力合约走势 | 9 |
| 图 24: 中证 500 期货主力合约走势 | 9 |
| 图 25: 主要指数涨跌幅 | 9 |
| 图 26: 申万指数涨跌幅 | 9 |
| 图 27: 社融规模 | 10 |
| 图 28: 新增人民币贷款 | 10 |

一、期债行情回顾

在降准利好刺激下，上周国债期货强势震荡。10年期国债期货主力合约T1912收盘价报99.170，周涨幅0.23%；5年期国债期货主力合约TF1912收盘价报100.195，周涨幅0.18%；2年期国债期货主力合约TS1912收盘价报100.380，周涨幅0.08%。

图 1：TF 主力合约走势



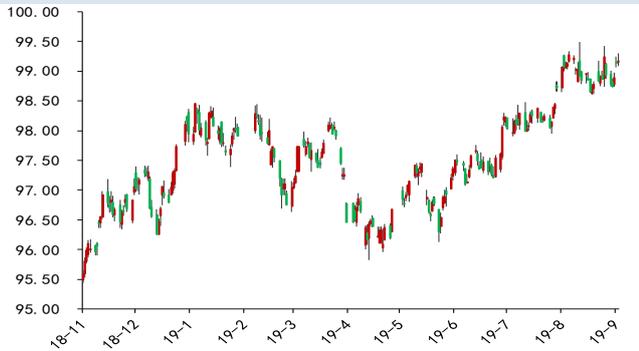
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2：TS 主力合约走势



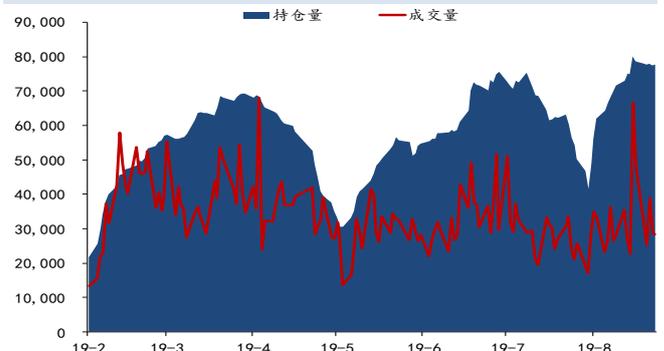
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

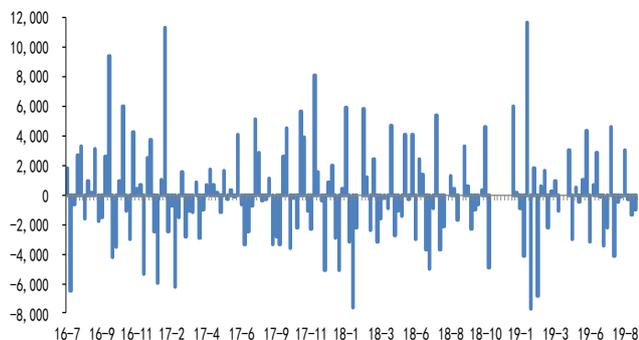
二、资金面

（一）货币市场

暂停6天后央行周五重启逆回购，实现净投放人民币400亿元。银行间资金面收紧，货币市场利率多数上涨。Shibor隔夜利率周内上行4.7bp报2.5970%，shibor7天利率周内下跌0.1bp报2.6520%，shibor一个月利率周内上行2.0bp报2.6810%。

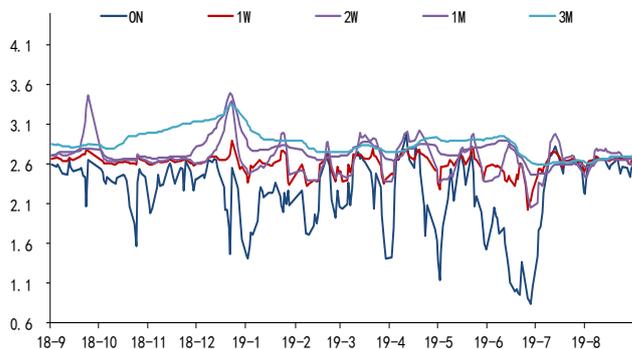
9月6日，央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。此外，还将额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点。此次降准预计释放长期资金9000亿，加强对实体经济资金支持。

图 5：公开市场操作（亿元）



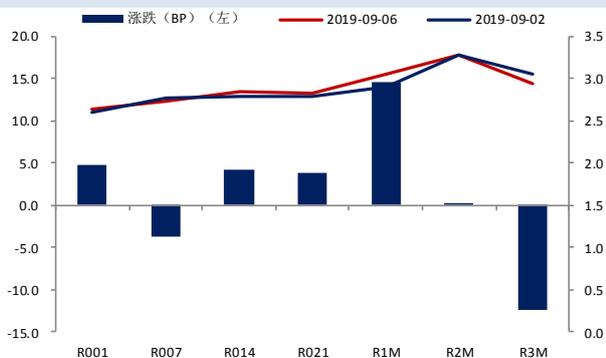
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6：SHIBOR 利率走势



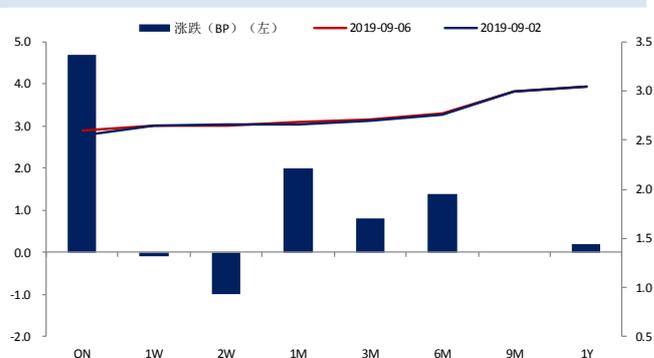
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7：银行间质押式回购利率涨跌（周）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8：SHIBOR 利率涨跌（周）



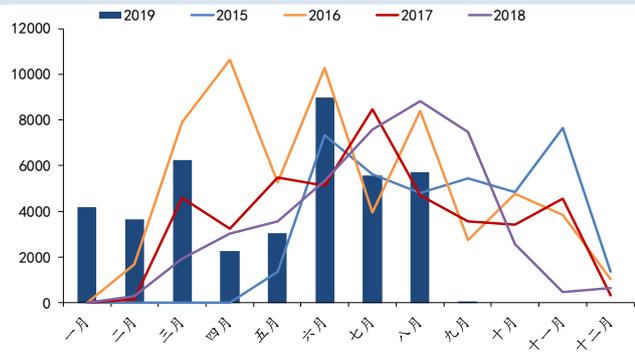
数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）利率债市场

9 月第一周地方政府债仅发行 43 亿元，发行规模显著回落。

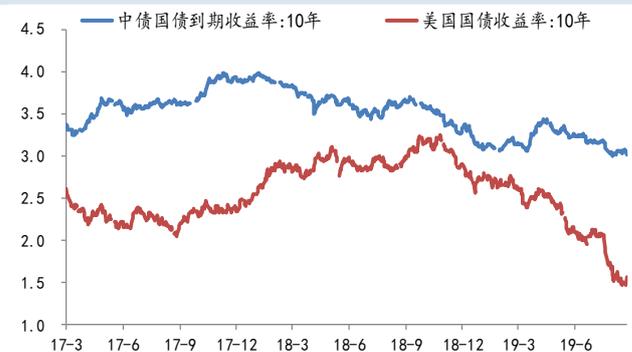
国常委确定提前下达专项债额度，主要投向为收益性基建项目如铁路、轨交、市政等，不得用于土储及地产，专项债基建投向比例有望提升，基建资金来源或将得以有效扩充。10 年期国债收益率周内涨 87.77bp 报 3.9500%。

图 9：地方政府债发行（月）



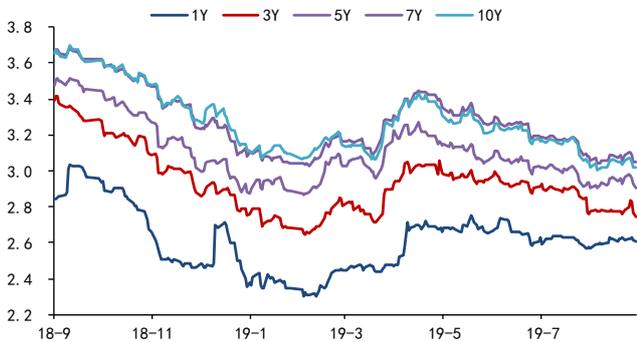
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10：10 年期国债利差（中美）



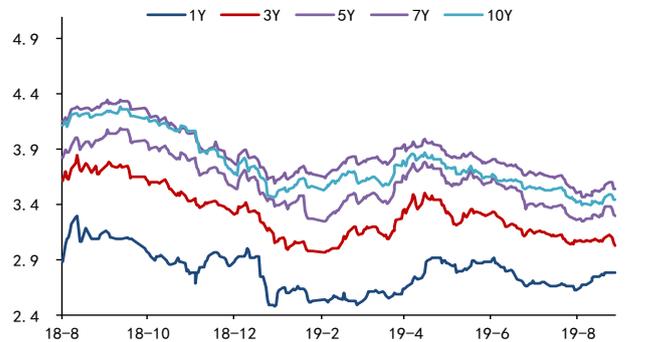
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 11：国债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12：国开债收益率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

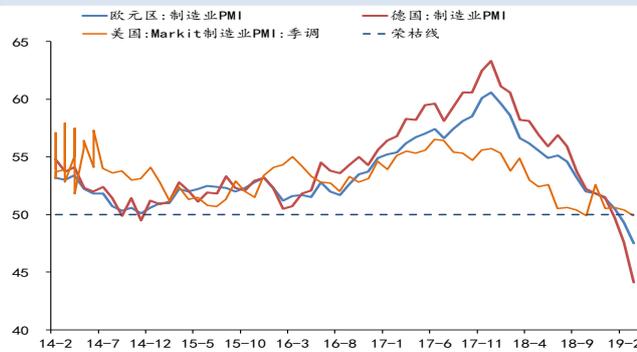
三、基本面——海内外基本面疲弱

（一）全球经济下行压力大

进入2019年，全球经济下行压力加大。全球制造业创下2012年以来最疲软表现，美国、欧元区等大型经济体制造业PMI全线下滑。尽管8月欧元区经济景气度上升，但是欧元区PMI持续疲软。德国经济第二季度环比萎缩0.1%，当季出口萎缩1.3%，经济陷入衰退边缘。以10年期各国国债收益率来看。10年期美债收益率下跌至1.55%，也在不断地创阶段新低。德日两国10年期国债收益率在负数中越走越远。

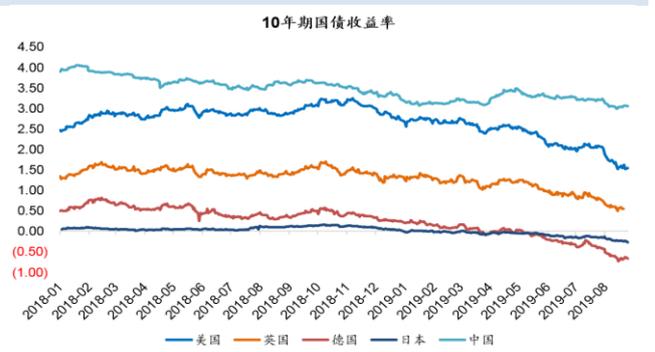
美国8月非农就业人口增加13万，为2019年5月以来低位，且不及市场预期。美联储主席鲍威尔周五讲话表示，美联储今年转向降息的政策有助于维持美国经济增长。美联储将继续采用政策工具支持经济。鲍威尔表示，美国经济持续表现良好，不过全球经济不确定性具有负面影响，我们部署政策以解决风险。鲍威尔指出，前景面临多重挑战，特别是来自欧洲和其他地区的阻力。

图 13：主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14：主要经济体国债收益率

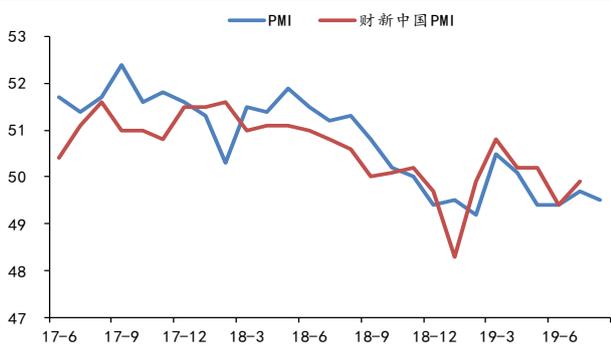


数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）国内经济疲弱

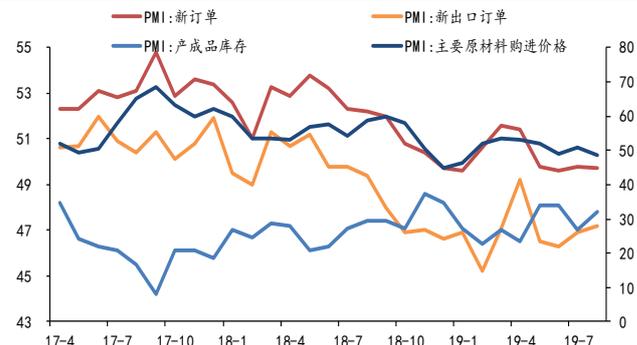
生产端，制造业PMI枯荣线下继续回落。8月份中国制造业PMI为49.5%，比上月小幅回落0.2个百分点。8月生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。新订单指数为49.7%，略低于上月0.1个百分点；但新出口订单指数为47.2%，环比回升0.3个百分点。从企业规模看，8月份大型企业PMI为50.4%，连续两个月高于临界点，是制造业稳定发展的重要支撑；中型企业PMI为48.2%，比上月下降0.5个百分点；小型企业PMI为48.6%，比上月回升0.4个百分点，其中生产指数为51.3%，5月份以来首现扩张。

图 15: 制造业 PMI&财新 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

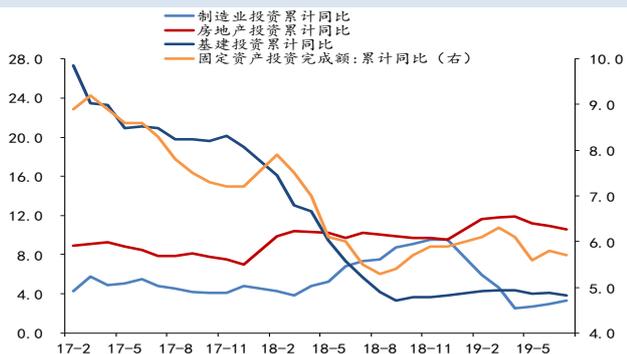
图 16: 制造业 PMI 分项指标



数据来源: Wind、国都期货研究所

8月工业、投资、消费等数据整体均不及预期，凸显经济下行的压力仍旧较大。年初市场普遍预期今年2季度经济见底，但事实证明言之尚早。在全球经济下行、中美贸易战、房地产政策收紧、消费持续萎靡的背景下，国内宏观经济要走出底部还需要一段时间，预计三四季度仍然在探底。

图 17: 固定资产投资增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

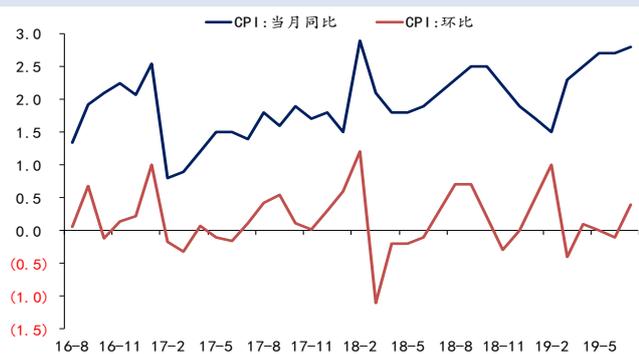
图 18: 房地产开工/竣工面积



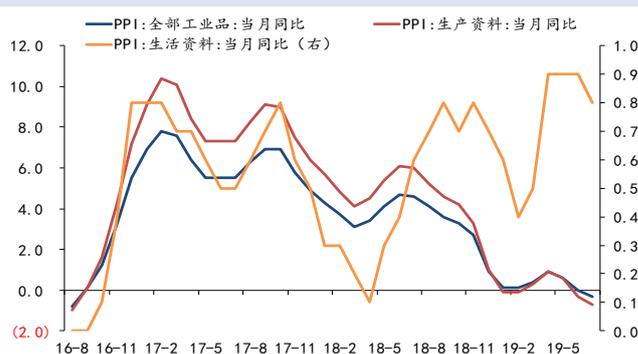
数据来源: Wind、国都期货研究所

房地产继续承压回落。1-7月份全国房地产开发投资同比增长10.6%，比1-6月份回落0.3个百分点。新开工面积增速较1-6月回落0.6个百分点；房地产开发企业土地购置面积同比下降29.4%，降幅比1-6月份扩大1.9个百分点。自7月31号中央政治局会议上明确提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产政策不断严格调控，房企融资多个渠道收紧，从新开工和土地购置面积这样较先行的数据下滑来看，未来几月房地产销售和施工不容乐观。

消费持续萎靡，汽车消费尚未到底。传统汽车行业进入产能周期末期；新能源汽车行业方面，由于6月部分省份提前实施更为严格的国六标准，新能源汽车在大幅优惠下销量出现改善，清库效果明显，但是对后续销量形成部分透支，因为随着国六标准下补贴减少、部分车型面临停产减产，新能源汽车从补贴端逐步迈向市场端尚需时间，因此短期汽车消费仍低迷。

图 19: CPI 同比/环比 (%)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20: PPI 当月同比


数据来源: Wind、国都期货研究所

通胀压力抬升。7月CPI同比上涨2.8%，前值2.7%，较上月上涨0.1%，其中食品项环比上涨+9.1%，是推动CPI上升的主要因素。猪肉价格与鲜果价格是食品项同比增长的主要推动因素。猪肉价格延续上月涨势，环比涨幅达到近四年最高点。尽管时令鲜果大量上市，预期鲜果价格环比开始回落，但是超强台风“利奇马”袭来，已达山东，“蔬菜之乡”山东寿光再遭水灾，大量大棚被雨水淹没，影响蔬菜瓜果上市，短期通胀压力抬升。

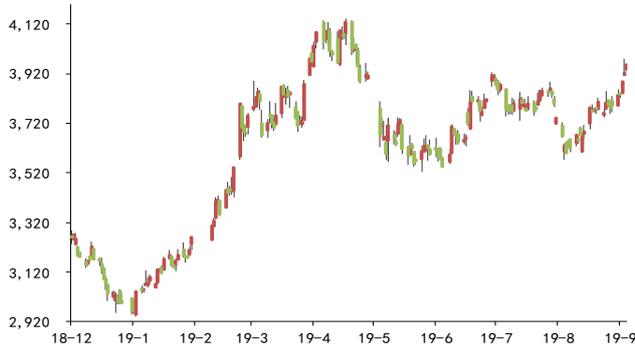
7月份PPI同比下降0.3%，国际油价下跌导致石化产业链价格成为拖累PPI的主要因素。主要行业中，石油和天然气开采业（同比-8.3%）与石油煤炭及其他燃料加工业（同比-5.1%）是主要拖累项，而铁矿石价格的上涨使得黑色金属矿采选业（同比+23.7%）对PPI有一定支撑。

四、期指行情回顾

（一）期指走势

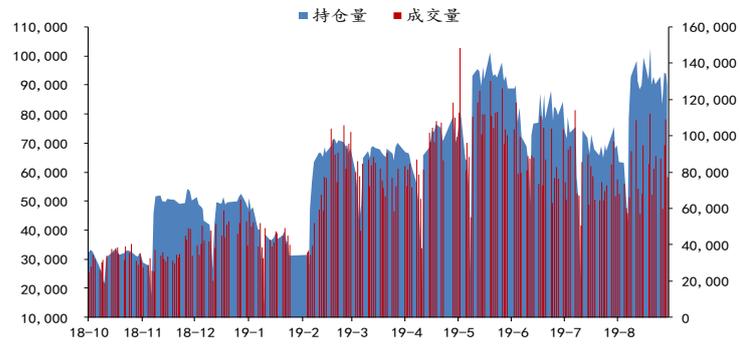
进入9月利好消息不断，央行释放降准信号、国常委确定提前下达专项债额度、将加大宏观经济政策的逆周期调节力度，股指期货大涨。沪深300主力合约IF1909收盘价报3958.0，周涨幅4.33%；上证50期货主力合约IH1909收盘价报2988.0，周涨幅4.48%；中证500期货主力合约IC1909收盘价报5151.4，周涨幅5.89%。9月5日上证综指一度重返3000点，市场热情回升，两市成交量快速升至9000亿。

图 21: 沪深 300 期货主力合约走势



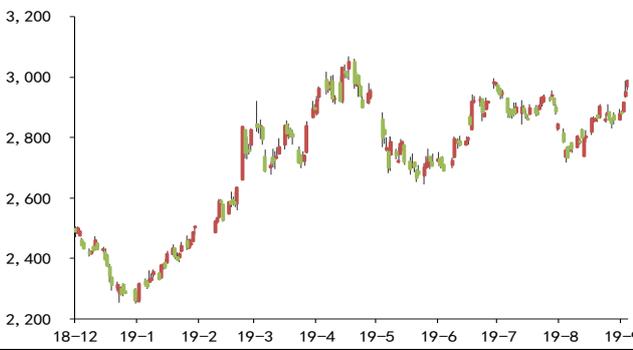
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22: 沪深 300 期货主力合约成交量



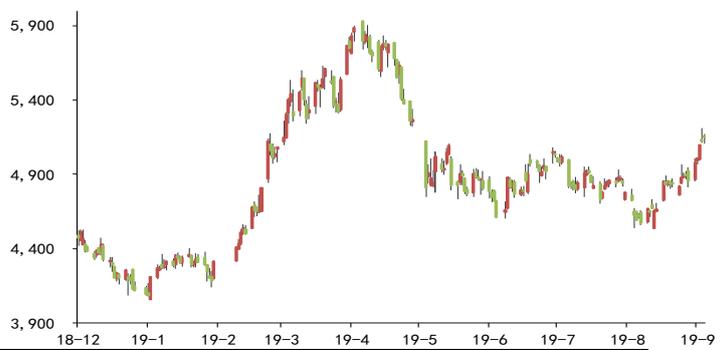
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23: 上证 50 期货主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24: 中证 500 期货主力合约走势

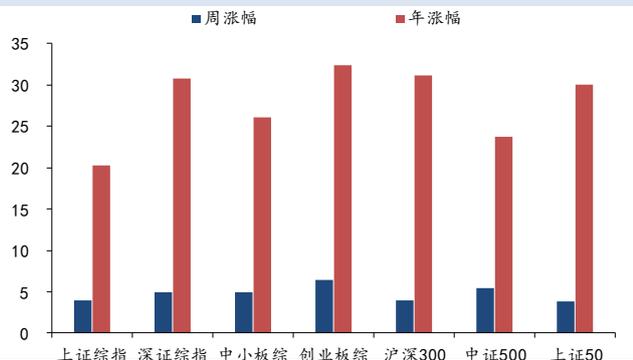


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 板块涨跌统计

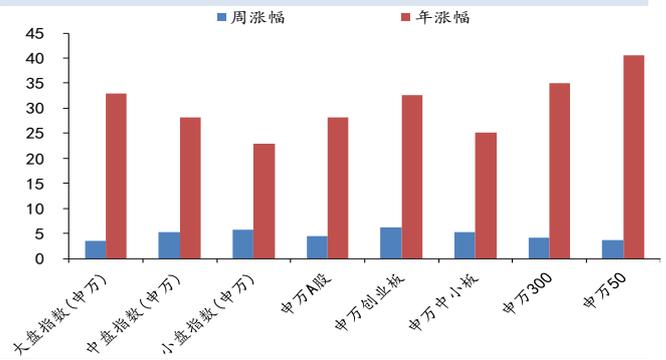
主要指数中, 创业板综指数涨6.3747%, 周涨幅最大; 其次是中证500和深证综指深, 周涨幅分别为5.4874%和4.9547%。

图 25: 主要指数涨跌幅



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26: 申万指数涨跌幅



数据来源: Wind、国都期货研究所

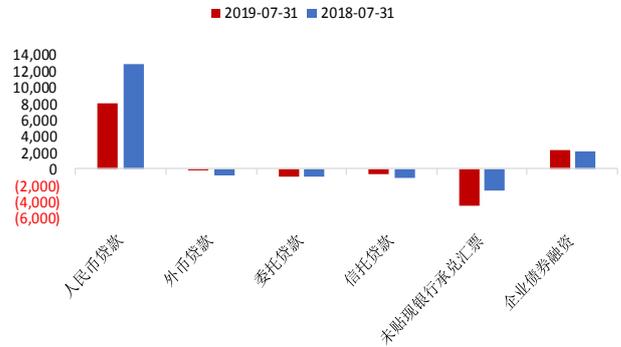
(三) 金融数据

7月M2同比增长8.5%，预期8.6%，前值8.5%；6月新增人民币贷款为1.66万亿元，前值1.18万亿元；6月社会融资规模增量为2.26万亿元，前值为1.4万亿元，远超市场预期。

从结构看，贷款和专项债是社融的主要支撑；贷款总量1.66万亿，高于近三年的均值。企业中长期贷款总额与占比都显著低于季节性，贷款总额主要靠风险偏低的居民部门贷款与企业部门短期贷款支撑，表明银行体系的风险偏好依然偏低。表外贷款增量环比5月下滑，其中委托贷款与未贴现银行承兑票据继续大幅负增长。目前多家信托公司于近期收到银监窗口指导，要求控制地产信托业务。未来房企前端融资、信托融资将有所收紧。

图 27：社融规模


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 28：新增人民币贷款


数据来源：Wind、国都期货研究所

五、后市展望

消息面：（1）9月6日，央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。此外，还将额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点。（2）发改委副主任提出四方面加大力度做好“六稳”，一是加大逆周期调节力度，保持经济运行在平稳区间，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等工具；二是扩大居民消费和有效投资，促进形成强大国内消费市场；（3）银行同业业务再次受到监管指导。近期监管下发一份同业监管文件，将同业资产、同业负债与一级资本挂钩，根据评级来确认最低监管标准值。（4）中美谈判牵头人通话决定在10月初进行新一轮磋商。展望后市，降准利多股债双方，短期股指期货有上行动力，国债期货多单可继续持有。

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。