

## 金融期货策略周报 20180122

股指多单持有，国债继续观望

金融期货策略小组

电话：020-85594012

eMail: wangjingjie@futures.gf.com.cn

### 策略要点：

#### 股指期货

上周，沪深两市有所分化，大盘股表现更佳。2017年中国经济增速超预期，宏观经济有韧性，上市公司年报业绩预告显示企业盈利持续高增长，基本面向好支持股市的中长期表现。流动性方面，上周资金面维持紧平衡，本周将有定向降准的资金释放，预计利率水平仍平稳维持高位。本周解禁规模较大，可能为市场情绪带来一定的扰动。操作上建议多单继续持有，IF1802止损位4200点，无单观望。

#### 国债期货

上周，国债期货走弱，价格频创上市以来新低。银行间现券收益率上行，其中5年期国债收益率上周上行2.27bp，10年期国债收益率上周上行4.17bp，国开债收益率上行更为明显，10年期国开债收益率上周上行12.49bp。2017年经济数据整体向好、资金面的紧平衡态势、叠加监管趋严的全面持续推进，引起期债大幅走弱。虽然本周资金面或有所好转，债市配置价值不断显现，不过在强监管的背景下，债市收益率大幅下行概率较低，期债或以震荡为主，建议短期观望。

### 金融期货策略小组

王荆杰：020-85594012

wangjingjie@gf.com.cn

胡岸：020-85598360

huan@gf.com.cn

黄苗：020-85594596

huangmiao@gf.com.cn

郑旭：020-85598371

zhengxu@gf.com.cn

王凌翔：020-85592765

wanglingxiang@gf.com.cn

### IF 近期走势



### T 近期走势



## 宏观及政策分析

宏观方面，2017年全年社会消费品零售总额比上年增长10.2%。其中，限额以上单位消费品零售额增长8.1%。其中，12月份，社会消费品零售总额同比增长9.4%。12月份消费疲软的原因有两个：第一、房地产偏弱，城镇居民消费跟随。城镇居民消费支出增速的下滑和房地产整体走弱是息息相关，有两个数据可以印证。一个数据是从房地产资金来源来看，个人按揭贷款自2017年年初开始出现大幅下跌情况，四季度以来同比更是转为负。另一个数据是在限额零售方面，建筑及装潢材料类消费自2017年2月份后便开始大幅下降。12月份，建筑及装潢材料以及家电家具消费出现了不同程度的反弹，这与12月房地产销售面积增速回暖有关，但是我们认为今年房地产形势依然不宜乐观，地产销售的反弹或只是短期现象。第二、消费升级类产品增速下滑。化妆品、珠宝类以及通讯器材销售同比为13.8%、0.4%和13.4%，分别较11月下降了7.6%、4%、和20.5%，11月份同比高增的原因可能与电商的促销有关。另外，汽车类零售额同比为2.2%，较上个月也大幅下降了2.2%。但是从2017年全年来看，和消费升级相关的产品销售增速依然较快，相反，食品饮料了消费增速在不断下降，由年初的13.4%下降到目前7.7%。因此，消费升级的进程依然在继续。

制造业方面，民间投资回暖，制造业厚积薄发。虽然制造业12月的同比数据有所下滑，但是累计同比还是比去年提升了0.7%。制造业正在厚积薄发，主要因为两个方面的原因：第一，今年民间投资增速达到了6%，较1-11月份加快了0.3%，比上一年加快了2.8%，民间投资作为制造业的重要资金来源，其投资增速往往和企业的盈利水平相挂钩。2017年工业企业利润增速平均保持在20%以上的高位，和民间投资的回暖相互印证，今年民间投资在企业利润增速依旧维持在相对高位的背景下或继续增长，利好制造业。第二、高技术和装备制造业将继续支撑制造业发展。2017年高技术制造业、装备制造业投资比上年分别增长17%和8.6%，分别比上年加快2.8%和4.2%，相比之下，高耗能制造业投资比上年下降1.8%。在国家政策的大力扶持下，今年高技术和装备制造业的投资或进一步加快。基建方面，基建不会失速，缓慢下行仍是趋势。2017年基础设施投资增长19%，比上一年提高1.6%，其中，短板领域的高增长是支撑基建的重要因素，生态保护和环境治理业投资增长23.9%；道路运输业投资增长23.1%；公共设施管理业投资增长21.8%；水利管理业投资增长16.4%。中央强调的三大攻坚中，环保是其中之一，因此今年财政和政策会对基建中的生态环保和环境治理业利好，对基建的形成支撑，因此基建今年不会失速。但是，一方面财政总体支出越来越倾向于社会领域的投资，特别是在科教文卫方面，这对基建总体是有负面的影响的。另一方面，金融监管和地方政府债务风险控制将进一步影响基建增速。金融监管主要是基本斩断了银行理财资金对接非标资产的可能性，地方政府债市的风险控制又抑制了地方政府的融资渠道和融资速度，受此影响，基建投资增速会有一定程度的下降。因此总体来说，在生态环保业支撑下，基建不会失速，但是缓慢下行仍是趋势。地产方面，地产调控逐渐完善，地产行业或正迎来拐点。2017全年地产投资同比增速7%，增速较1-11月回落0.5%，商品房销售面积比上年增长7.7%，增速比1-11月份回落0.2%。值得注意的是，房地产竣工面积同步大

幅下降4.4%，这凸显出了房地产销售下行和融资受限的影响。另外，在监管方面，目前，许多城市开始取消限购，看似地产监管有放松迹象，但是目前取消限购的地区普遍存在市场供大于求的局面，因此本次调控可以被视为完善调控政策，这也意味着2018年更多的城市的房地产将会迎来分类的调控。随着房地产调控政策的逐渐完善以及长效机制的逐步建立，房地产行业或正面临着拐点，今年地产或仍将保持下行趋势不变。

流动性方面，上周，资金面有所收敛，上周R007均值上行41bp至3.55%。特别值得注意的是中长期资金价格有所上涨，这可能与春节逐渐临近，许多金融机构对流动性需求的上升所致，1个月的银行间回购利率以及3个月SHIBOR利率在上周均表现走高。上周央行新启动63天逆回购投放长期资金，投放金额较多，包括逆回购和1年期MLF在内共净投放资金9880亿元，继续体现央行“削峰填谷”的操作模式和维稳的态度。

监管方面，金融监管体现出了毫不手软的态度，从上周银监会对浦发银行的处罚中就可以看出。新华社也发文称，银行业监管走向纵深，银行监管部门正以实际行动证明监管标准会越来越高。土地方面，政府称将不再垄断住宅供地。政府将不再是居住用地唯一提供者，未来将探索宅基地所有权、资格权、使用权的三权分置，落实宅基地集体所有权，保障宅基地农户资格权，适度放活宅基地使用权。国企改革方面，1月15日召开的中央企业、地方国资负责人会议指出，防范化解重大风险是国有企业打赢三大攻坚战的重中之重，主要工作是去杠杆、减负债、防风险。今年国企将会进一步的去杠杆和化解风险，行业集中度或进一步提升。

## 投资逻辑与观点

### 股指期货：股指多单持有

上周沪深两市出现分化，上证综指连续5周收阳，深证成指有所回落。指数方面，呈现强者逾强的态势，上证50指数上涨3.29%，上证综指上涨1.72%，沪深300指数上涨1.43%，深证成指下跌1.45%，中证500指数下跌1.98%，创业板指下跌3.22%。期指方面，IF1801合约上涨1.6%，IH1801合约上涨3.46%，IC1801合约下跌1.78%。行业方面，按申万一级行业分类，行业涨幅前五依次是银行(4.83%)、钢铁(4.13%)、非银金融(4.00%)、建筑装饰(3.95%)和房地产(2.78%)；涨幅后五依次是家用电器(-3.93%)、食品饮料(-2.74%)、计算机(-1.72%)、电子(-0.61%)和医药生物(-0.52%)。

宏观方面，2017年中国经济的成绩单于昨日揭晓，全年经济增长超预期，12月生产、投资表现良好，消费略为逊色。中国2017年GDP为82.7万亿，同比增长6.9%，实现七年以来的首次提升，高于预期的6.8%和2016年的6.7%，更是大幅高于政府工作报告中的增速目标6.5%。中国经济增速超预期，四季度GDP同比增速6.8%与前值持平，经济有韧性，基本面向好支持股市的中长期表现。12月工业增加值增长6.2%，较前值小幅回升，显示基建、房地产和出口仍对生产有支撑。投资方面，12月固定资产投资累计同比增长7.2%，与前值持平。消费方面，受汽车销售影响，12月社会消费品零售总额同比增长9.4%，较上月有大幅回落。

消息面，截至上周二，两市公布年报业绩预告的上市公司有1472家，其中1173家公司实现盈利，占比为96.46%。从年报业绩预告来看，盈利乐观的(包括略增、预增、续盈和扭亏)合计1151家，占78.19%，业绩堪忧

的（包括续亏、略减、首亏和预减）有252家，比例仅占17.12%。总体来看，2017年两市上市公司的利润仍然相当可观，微观层面将在未来一段时间继续支撑股市。

流动性方面，央行本周进行了14笔逆回购操作，总额为10600亿，有12笔逆回购到期，总额4700亿；共1笔MLF投放，总额3980亿；另分别有1笔国库现金定存发行和到期，完全对冲；公共市场操作净投放9880亿资金。截至上周五，各主要回购利率涨跌互相，基本保持平稳，R007全周下跌2.29个基点至3.36%，Shibor隔夜全周上涨0.6个基点至2.836%。周三央行表示普惠金融定向降准预计于本周四全面实施，预计释放的资金在2700亿到5500亿之间。近期央行呵护流动性的力度强劲，公开市场投放将近万亿，叠加临时准备金动用安排和定向降准，预计春节前流动性仍将维持紧平衡。

股市资金面，需特别留意本周的限售股解禁。经历前几周少量限售股解禁后，本周共有68家公司的限售股将解禁，解禁市值约3000亿，较上周增加466%，是2018年度解禁规模最大的一周。截至上周四，两融余额10654亿，较前一周略有上升。

上周，沪深两市有所分化，大盘股表现更佳。2017年中国经济增速超预期，宏观经济有韧性，上市公司年报业绩预告显示企业盈利持续高增长，基本面向好支持股市的中长期表现。流动性方面，上周资金面维持紧平衡，本周将有定向降准的资金释放，预计利率水平仍平稳维持高位。本周解禁规模较大，可能为市场情绪带来一定的扰动。操作上建议多单继续持有，IF1802止损位4200点，无单观望。

### 国债期货：继续观望

上周，国债期货走弱，价格频创上市以来新低。银行间现券收益率上行，其中5年期国债收益率上周上行2.27bp，10年期国债收益率上周上行4.17bp，国开债收益率上行更为明显，10年期国开债收益率上周上行12.49bp。

基本面方面，2017年经济数据整体向好，施压债市，不过下行压力已逐步显现。从上周公布的经济数据看，2017年中国GDP同比增长6.9%，实现了七年来首次提速；全年规模以上工业增加值同比增长6.6%，创2014年来最高。固定资产投资方面，2017年同比增长7.2%，创1999年以来新低，其中房地产开发投资同比名义增长7.0%，增速比1-11月回落0.5个百分点。消费方面，2017年全年社会消费品零售总额同比增长10.2%，创2003年以来新低。总体上，在供给侧结构性深入推进，以及国际经济复苏的大背景下，2017年我国经济运行稳中向好，显示了中国经济增长的韧性和空间，施压债市。不过就2017年一年经济的表现看，呈现出前高后低的特点，前两个季度GDP同比增速均为6.9%，后两个季度增速有所下降，为6.8%，表明经济下行压力有所显现。从固定资产投资的分项看，基建投资累计同比19%，比1-11月下降1.1个百分点；房地产投资累计同比与1-11月相比，下降0.5%。2018年受房地产调控的持续性，以及基建增速不确定性的影响，我们认为经济延续回落态势，对期债形成弱支撑。

资金面方面，上周资金面延续紧平衡，本周资金面对债市支撑或逐步显现。近期资金面压力较大，虽然缴税的影响逐步减弱，不过进入下旬，跨月和春节期间对资金的需求再次扰动市场资金面。上周按逆回购口径计

算，累计净投放5900亿；按MLF的全口径计算，净投放8055亿，体现央行对市场流动性的呵护。整体上，上周R001上行5.49bp，R007下跌2.29bp，资金面维持紧平衡态势，对债市支撑有限。本周央行公开市场有8200亿逆回购到期，此外，周三有1070亿MLF到期，考虑到此前央行已对本月MLF到期进行放量对冲，因此本周三央行大概率通过加大公开市场净投放的方式进行适当对冲逆回购和MLF到期。央行上周披露，2017年9月30日央行发布关于对普惠金融实施定向降准的通知，目前有关金融统计工作正在抓紧进行，预计普惠金融定向降准可于2018年1月25日全面实施，市场预测，仅上市银行能够释放的流动性就在2700亿到5500亿。同时考虑到央行临时准备金动用安排，预计资金面压力可控，对债市的支撑作用或逐步得到显现。人民币汇率方面，近期人民币上涨进入快速通道，中间价创逾两年来最高，有助于缓解资本外流压力，补给国内流动性。央行1月19日晚间发布消息称，为进一步便利跨境贸易和投资，支持人民币跨境业务健康发展，改进商业银行跨境融资服务，人民银行对商业银行人民币跨境账户融资业务进行逆周期调节，即人民币跨境账户融资上限由商业银行人民币存款余额和逆周期系数决定。目前逆周期系数为3%。

监管方面，监管趋严全面推进，施压债市。保监会、财政部联合印发《加强保险资金运用管理，支持防范化解地方债务风险指导意见》中，明确了保险资金运用涉及地方政府举债融资行为的政策边界，提出要规范保险资金投资，坚决制止违法违规举债担保行为。银监会主席郭树清接受人民日报专访时表示，银行业要加强对各类风险的防范和化解，努力促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部三个方面的良性循环。为此，需要着力降低企业负债率，抑制居民部门杠杆率；严格规范交叉金融产品，继续拆解影子银行；清理规范金融控股公司，有序处置高风险银行业机构；深入整治各种违规金融行为，坚决打击各种非法集资活动；继续遏制房地产泡沫化倾向，主动配合地方政府整顿隐性债务。对于资管新规，多家银行业人士表示，正式落地时间还尚无定论，资管新规将影响近30万亿美元的银行理财，目前银行已纷纷着手按着大方向调整。

市场需求方面，自去年7月“债券通”启动以来，境外投资者持有国内债券数量不断刷新纪录。近期考虑到利率债的收益率较高，具备配置价值，随着市场配置需求的逐步释放，或支撑债市收益率缓慢下行。

整体上，2017年经济数据整体向好、资金面的紧平衡态势、叠加监管趋严的全面持续推进，引起期债大幅走弱。虽然本周资金面或有所好转，债市配置价值不断显现，不过在强监管的背景下，债市收益率大幅下行概率较低，期债或以震荡为主，建议短期观望。

## 投资策略

### 股指期货

上周，沪深两市有所分化，大盘股表现更佳。2017年中国经济增速超预期，宏观经济有韧性，上市公司年报业绩预告显示企业盈利持续高增长，基本面向好支持股市的中长期表现。流动性方面，上周资金面维持紧平衡，本周将有定向降准的资金释放，预计利率水平仍平稳维持高位。本周解禁规模较大，可能为市场情绪带来一定的扰动。操作上建议多单继续持有，IF1802止损位4200点，无单观望。

### 国债期货

上周，国债期货走弱，价格频创上市以来新低。银行间现券收益率上行，其中5年期国债收益率上周上行2.27bp，10年期国债收益率上周上行4.17bp，国开债收益率上行更为明显，10年期国开债收益率上周上行12.49bp。2017年经济数据整体向好、资金面的紧平衡态势、叠加监管趋严的全面持续推进，引起期债大幅走弱。虽然本周资金面或有所好转，债市配置价值不断显现，不过在强监管的背景下，债市收益率大幅下行概率较低，期债或以震荡为主，建议短期观望。

## 主要图表

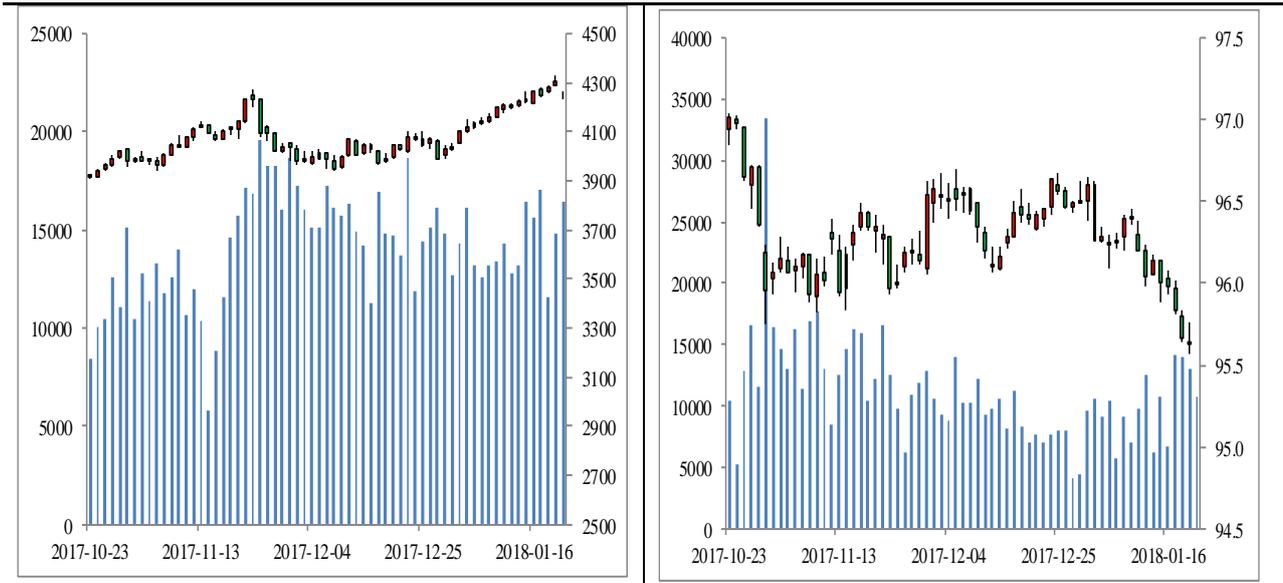
表1 金融期货市场主要表现

一周行情数据 (成交-手; 持仓-手)				2018/1/15	至	2018/1/19	
金融期货	合约	收盘	收盘涨跌幅	成交	△成交	持仓	△持仓
沪深300股指期货	IF1801	4290.8	1.46%	66,220	-650	0	-22,494
	IF1802	4303.6	1.65%	37,205	33,379	19,272	16,906
	IF1803	4312.0	1.84%	17,209	8,483	16,960	4,493
	IF1806	4318.4	1.95%	2,005	655	3,676	278
小计				122,639	41,867	39,908	-817
上证50股指期货	IH1801	3123.6	3.20%	46,444	-49	0	-12,803
	IH1802	3133.8	3.34%	29,656	28,259	12,877	11,807
	IH1803	3143.8	3.22%	10,747	5,383	7,241	1,656
	IH1806	3157.0	3.36%	1,886	949	2,183	373
小计				88,733	34,542	22,301	1,033
中证500股指期货	IC1801	6281.0	-1.88%	40,052	-303	0	-15,211
	IC1802	6232.0	-2.19%	25,161	22,314	15,446	13,023
	IC1803	6208.2	-2.10%	6,958	3,329	9,616	1,666
	IC1806	6156.0	-1.85%	1,196	351	2,717	399
小计				73,367	25,691	27,779	-123
5年期国债期货	TF1803	95.635	-0.53%	58,522	13,724	38,071	-2,399
	TF1806	95.855	-0.59%	1,290	606	1,552	726
	TF1809	96.395	-0.31%	16	5	12	-4
小计				59,828	14,335	39,635	-1,677
10年期国债期货	T1803	91.505	-0.83%	178,444	27,916	56,602	-2,854
	T1806	91.505	-0.91%	10,395	7,340	6,301	3,412
	T1809	91.625	-0.97%	163	92	145	80
小计				189,002	35,348	63,048	638

数据来源: Wind

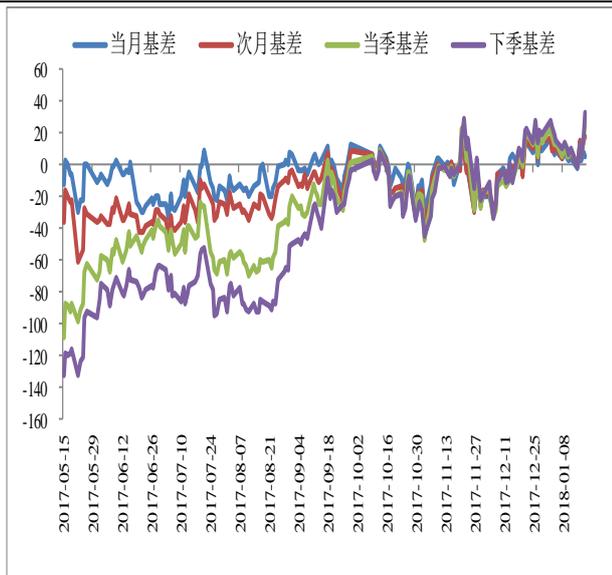
图1 IF当月合约近期走势和成交

图2 5年期国债期货近期走势和成交



数据来源：wind

图3 IF合约基差走势



数据来源：wind

图4 股指期货与ETF走势比较

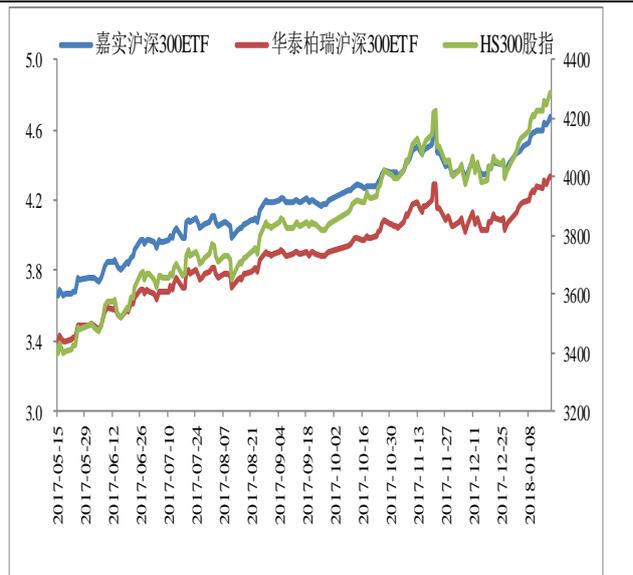
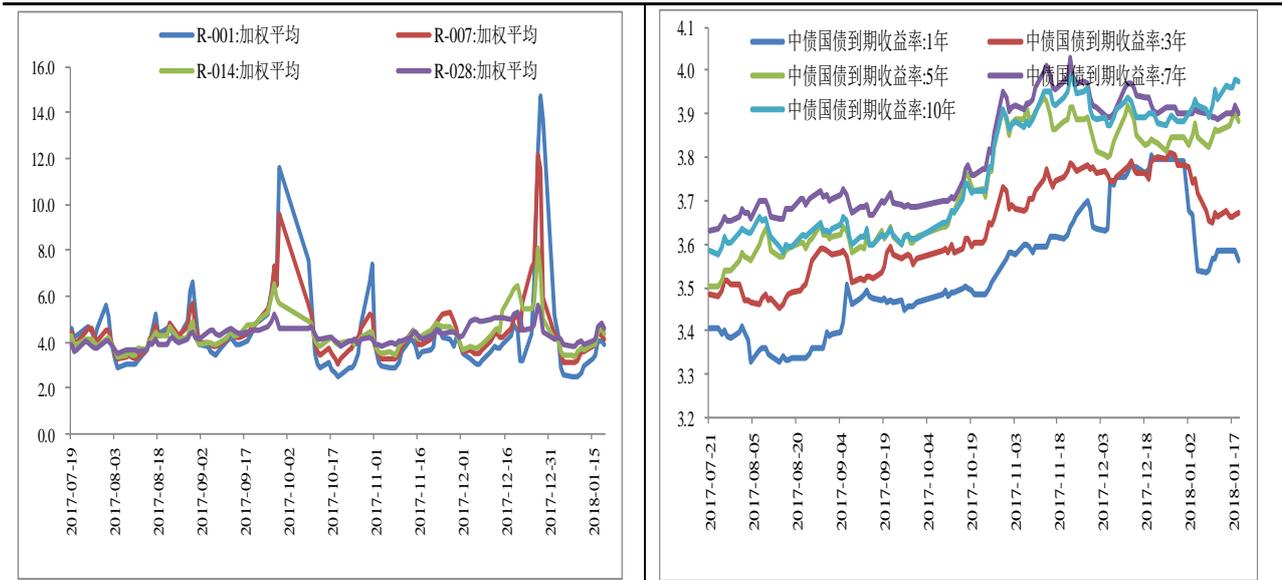


图5 现券市场利率

图6 资金市场利率



数据来源：wind

## 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**

### 相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区体育西路57号红盾大厦14楼

邮政编码：510620