

## 金融期货策略周报 20181022

股指暂时观望，国债波动增加

### 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

宏观经济下行及三季报盈利下滑都是市场早有预期的，因此短期对股市不会有太大的负面影响。相反，监管层集体公开喊话，一系列化解股权质押风险以及个税改革的政策密集出台，在政策面上超预期。技术面上，上证综指下方有较强的支撑，短期有超跌反弹的可能，但反弹节奏和幅度均较难把握，操作上建议暂时观望。

#### 国债期货

上周，国债期货震荡上行后有所企稳，特别的，上周四，5年期和10年期国债期货主力合约均创逾两个月新高，次日期债全线下跌。现券收益率下行，其中10年期国开债收益率下行2.72bp，10年期国债到期收益率下行1.73bp至3.5658%。资金面压力的逐步显现，监管层齐发声或提振市场风险偏好，美债收益率的高位震荡，对我国债市带来一定的压力，不过考虑到经济基本面的下行压力，央行维持流动性合理充裕，金融去杠杆初显成效，人民币贬值压力虽大，不过央行大概率维稳等仍支撑我国债券市场，受多空因素的影响，短期债市波动或加大，不过从长期仍具上行动力。

### 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

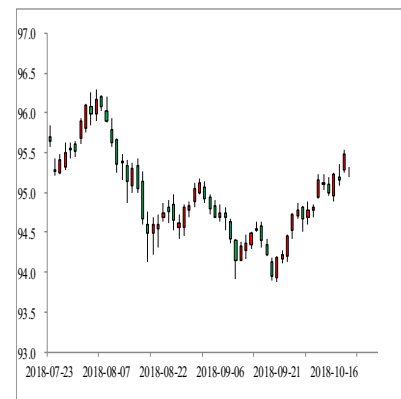
王凌翔: 020-85592765

wanglingxiang@gf.com.cn

### IF 近期走势



### T 近期走势



## 宏观及政策分析

上周出炉的经济数据显示，国内经济整体继续保持一定下行的压力，三季度GDP录得6.5%，较二季度下降了0.2个百分点。目前货币政策的传导机制受阻，银行偏好较低，实体经济仍难以获得长期稳定的资金，而积极的财政政策也不会出现“大水漫灌”的情况，因此力度有限。此外，居民的透支消费为消费升级埋下隐患，海外经济的疲软以及中美贸易的不确定性使得贸易红利逐渐消失等因素都给经济的转型带来了不小的困扰。9月社零消费持续上涨，但是三季度城镇居民人均收入和支出均出现了下滑，一定程度反映出消费升级力度有所放缓，而前两个季度一直存在着支出快于收入的现象。当收入与支出不匹配时，必然存在着消费透支现象。另外，房贷压力还在不断上升，按照居民15年按揭贷款来估算，我国居民的储蓄支撑倍数已经由2015年末的5.46下降到了目前的3.43。因此在居民透支消费以及日益增长的房贷压力下，消费升级的持续性面临很大的不确定性。今年1-9月份，专项债发行了1.76万亿，而今年前9个月表外融资累计减少了2万多亿，也就说明新增专项债的增量很大一部分将会被表外融资的下降所抵消，因此对于基建来说能获得的资金量是有限的，9月的社融中扣除专项债之后依旧保持下行不变，对于企业而言，目前能够获得的长期稳定的信贷资源依旧不多，银行风险偏好仍未回暖。房地产拐点也正在到来。一方面，今年以来房地产投资维持高企，自筹资金的不断走高是支撑地产投资的主要因素，但是地产投资高企的主要原因在于土地价格的不断增长，土地出让金频创新高凸显了土地财政当下对地方政府的重要性，并且随着房地产调控政策的不断趋严，房地产商面临着回款难度提升以及土地成交价格高涨的双重压力，万科也在不久前明确的表达了回款压力较大的问题，房地产行业的拐点正在到来。另一方面，面对地产商的难题，部分城市的房地产调控政策出现了放松的迹象。广州市住建委19日表明，一是要对新建商品住房预售和网签价格指导机制做优化，严禁开发企业拆分价格报备。二是会继续严格对新建商品住房开展价格指导，保持调控连续性和稳定性，市场普遍解读为放松的信号。在外围方面，欧元区、日本以及新兴国家总体经济景气度仍在下行通道中，未来总需求的减弱将对我国出口带来一定的困扰。而随着美联储货币政策的正常化，美元流动性的进一步收紧或使得美元指数进一步走高，这对其他国家，特别是新兴国家的经济发展产生较大的负面影响。今年以来我国进口持续强于出口，贸易顺差不断下降，外贸红利逐渐消失，而随着前期人民币的累计升值以及我国人工成本的不断上升，经常项目也难以维持顺差，并在一季度出现了逆差的情况，比较优势逐渐减弱。未来出口难以再成为中国经济增长的引擎。

流动性方面，上周资金利率依旧较为平稳，15号起，央行正式实施今年以来的四次定向降准，货币政策独立性进一步体现出来，主要的目标依旧在于解决货币政策的传导问题，目前短端利率已经传导完毕，但是3个月到一年的传导仍然受阻，而金融机构1年期贷款利率也没有出现明显的下降情况，实体经济仍难获得长期稳定的贷款。企业贷款质量的不佳从每个月的新增人民币贷款中就可以看出，短期票据融资是主要的贡献力量，而中长期贷款仍在下行。另一方面，货币政策独立所付出的代价就是增加

了人民币的贬值压力，上周美元兑人民币中间价进一步提升至 6.9275，较上周同期升高 0.26%，虽然有逆周期因子的存在，并且央行或进一步在离岸发行央票回收流动性，但是目前美国经济依旧向好，美元指数或在美联储货币政策继续收敛的过程中继续走强，因此人民币虽有可调控性，但是整体贬值的压力依旧较大。

政策方面，减税政策再迎利好。10月20日，《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》新鲜出炉，于明年1月1日实施，未来将对消费有一定的利好作用。10月20日，国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议，重点分析三季度经济金融形势，会议强调了三个方面的内容。一是实施稳健中性货币政策，重在疏通传导机制，处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系。二是增强微观主体活力，特别要聚焦解决中小微企业和民营企业融资难题。三是发挥好资本市场枢纽功能，本市场关联度高，要深入研究有利于资本市场长期健康发展的重大改革举措，成熟一项，推出一项。另外，9月份社融的增量包含了政府发行的专项债，社融作为货币政策的调控手段，将地方债的纳入似乎说明货币政策与财政政策的边界正在淡化，融合协调的货币政策与财政政策可以有效的解决宏观经济运行存在的矛盾和问题，这也将是未来政策发展的主要方向。

## 投资逻辑与观点

### 股指期货：股指暂时观望

上周，A股市场继续呈现下跌走势，凭借上周五的反弹，跌幅才有所收窄。上周，上证综指下跌2.17%，深证成指下跌2.26%，创业板指下跌1.46%，沪深300指数下跌1.13%，上证50指数上涨0.09%，中证500指数下跌3.51%。期指方面，上周IF1810下跌2.00%，IH1810下跌0.85%，IC1810下跌4.10%。

海外因素方面，国庆节后A股的下跌主要是受到美股下跌的传导，在这个时间节点上，美股对A股的传导作用不容忽视。我们统计了1990年以来中美股市的联动性，发现在正常情况下，中美股市的相关性并不强。但是，进入2018年以后，由于全球权益市场的波动性突然放大，中美股市的联动性也有所增强。2018年至今，上证综指和道琼斯工业指数的相关系数是0.37，同涨同跌的概率是56%，美股对A股的引导作用并不显著。但当美股波动较大时，其对A股的影响作用随之明显地放大。2018年当道指的涨跌幅大于1%的时候，上证综指和道琼斯工业指数的相关系数上升至0.60，同涨同跌的概率升至68%。同样，2018年当VIX指数大于15时，上证综指和道琼斯工业指数的相关系数为0.50，同涨同跌的概率为65%，均明显高于低波动率的时候。由于在高波动率的市场中，中美股市的联动性会变强，因此后续我们要更加关注可能引起美股剧烈波动的因素，主要因素包括美联储加息节奏加快以及中美贸易摩擦的超预期加剧。

政策面上，上周五一行两会高层集体公开发声支持股市，随后副总理刘鹤也释放出稳股市的声音。刘鹤称：“现在是一个行动胜过一打纲领的关键时刻，各方面落实的力度要大一点，责任心要强一点，敢于担当，快速行动，切实推出一些具体政策，推动股市健康发展”。在一系列措施中，最重要的方向是缓解股权质押风险。银保监会主席郭树清称，要求银行业

金融机构科学合理地做好股权质押融资业务风险管理，在质押品触及止损线时，质权人应当综合评估出质人实际风险和未来发展前景等因素，采取恰当方式稳妥处理。证监会主席刘士余称，鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新的基金，帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境，促进其健康发展。上述的措施无疑将缓解上市公司遭平仓，引发踩踏性抛售股票的风险，将有效降低因股权质押带来的风险溢价，更重要的是可以降低投资者对于股权质押风险爆发的恐慌，提振市场信心。上周六，《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》出炉，增加养老、教育、住房、医疗等6大专项附加扣除。《办法》于长期可提振消费数据，以对冲经济下行，于短期可为消费股带来良好的预期。

基本上，三季度经济继续下行，中期压制股市向上。上周，国家统计局公布三季度经济数据，中国三季度GDP同比增长6.5%，预期6.6%，前值6.7%，创下2009年二季度以来新低。9月规模以上工业增加值同比从8月的6.1%下滑至9月的5.8%。现阶段宏观层面看经济增速下行、社融增速下探未及底部、PMI和工业增加值等数据均在下行。微观层面上，目前A股处于盈利周期的下行阶段，从已披露的中小板和创业板的业绩预告来看，三季度A股业绩大概率继续下行。宏微观基本面均不具备支撑股市趋势上行的力量，因此维持股市中期偏空的判断。

宏观经济下行及三季报盈利下滑都是市场早有预期的，因此短期对股市不会有太大的负面影响。相反，监管层集体公开喊话，一系列化解股权质押风险以及个税改革的政策密集出台，在政策面上超预期。技术面上，上证综指下方有较强的支撑，短期有超跌反弹的可能，但反弹节奏和幅度均较难把握，操作上建议暂时观望。

### 国债期货：短期波动或加大

上周，国债期货震荡上行后有所企稳，特别的，上周四，5年期和10年期国债期货主力合约均创逾两个月新高，次日期债全线下跌。现券收益率下行，其中10年期国开债收益率下行2.72bp，10年期国债到期收益率下行1.73bp至3.5658%。

经济金融数据依然不强，整体支撑期债。上周公布较多经济、金融数据，其中，中国9月规模以上工业增加值同比增5.8%，增速较8月回落0.3个百分点；中国三季度GDP同比增6.5%，不及前值6.7%。统计局表示前三季度国民经济保持总体平稳、稳中有进发展态势，同时外部挑战变数明显增多，国内结构调整阵痛继续呈现，经济运行稳中有变、稳中有缓，下行压力加大。分项指标上，1-9月中国固定资产投资同比增长5.4%，增速比前八个月小幅回升0.1个百分点，不过中国1-9月房地产开发投资同比增长9.9%，增速比1-8月回落0.2个百分点。中国9月社会消费零售总额同比名义增长9.2%。统计局表示消费较快增长、消费规模扩大、消费贡献提升、消费结构升级，这样一种趋势还在延续。金融数据方面，9月M2同比增8.3%，好于预期和前值。从社会融资存量看，9月末社会融资规模存量同比增长10.6%，增速有所回暖，不过环比上行主要受地方政府专项债纳入社会融资规模的影响，因此若剔除地方政府专项债的影响，9月新增社融同比少增约5000亿元。综合来看，9月主要经济和金融数据均未明显改善，经济

下行压力逐步显现，对期债形成支撑。

资金面方面，央行重启公开市场操作，维持流动性合理充裕。上周央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收税期、政府债券发行缴款等因素的影响，连续14日暂停公开市场操作。后来随着资金面压力的逐步显现，央行上周五进行了300亿元7天期逆回购操作。上周货币市场利率小幅上行，其中R001上涨0.42bp，R007上涨0.06bp。本周公开市场有300亿逆回购到期，不过将迎来税期高峰，预计央行会通过公开市场施以援手，以维稳流动性。外汇方面，9月央行口径外汇占款余额减少1193.95亿元，变动为2017年1月以来最大，表明外汇流出压力加大。上周五，人民币对美元汇率中间价报6.9387元，下调112个基点。在10月20日，国务院金融稳定发展委员会召开的防范化解金融风险第十次专题会议上，表示从金融领域看，积极实施稳健中性的货币政策，市场流动性总体上合理充裕，人民币汇率弹性增强并保持稳定，结构性去杠杆稳步推进。

消息面方面，监管层齐发声，短期有助于提升市场风险偏好。证监会主席刘士余表示，证监会始终坚持以改革开放创新为主线来稳定和提振市场信心，民营经济是国家经济血脉的重要组成部分，民营企业的竞争力是国家竞争力的重要组成部分。银保监会主席郭树清表示，充分发挥保险资金长期稳健投资优势，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度。央行行长易纲表示，总体看当前股市估值已处于历史较低水平，与我国稳中向好的经济基本面形成反差，近期股市波动主要是受投资者预期和情绪的影响。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤表示，股市的调整和出清，正为股市长期健康发展创造出好的投资机会，促进股市健康发展，一定要有针对性地推出新的改革举措。监管层的齐发声，短期有助于稳定市场信心，提升风险偏好，施压债市。国家主席习近平上周末勉励广大民营企业家坚定发展信心，踏踏实实办好企业。国税总局对《个人所得税专项附加扣除暂行办法》征求意见，专项附加扣除最多可以再扣除115200元。

整体上，资金面压力的逐步显现，监管层齐发声或提振市场风险偏好，美债收益率的高位震荡，对我国债市带来一定的压力，不过考虑到经济基本面的下行压力，央行维持流动性合理充裕，金融去杠杆初显成效，人民币贬值压力虽大，不过央行大概率维稳等仍支撑我国债券市场，受多空因素的影响，短期债市波动或加大，不过从长期仍具上行动力。

## 投资策略

### 股指期货

宏观经济下行及三季报盈利下滑都是市场早有预期的，因此短期对股市不会有太大的负面影响。相反，监管层集体公开喊话，一系列化解股权质押风险以及个税改革的政策密集出台，在政策面上超预期。技术面上，上证综指下方有较强的支撑，短期有超跌反弹的可能，但反弹节奏和幅度均较难把握，操作上建议暂时观望。

### 国债期货

上周，国债期货震荡上行后有所企稳，特别的，上周四，5年期和10年期国债期货主力合约均创逾两个月新高，次日期债全线下跌。现券收益

率下行，其中 10 年期国开债收益率下行 2.72bp，10 年期国债到期收益率下行 1.73bp 至 3.5658%。资金面压力的逐步显现，监管层齐发声或提振市场风险偏好，美债收益率的高位震荡，对我国债市带来一定的压力，不过考虑到经济基本面的下行压力，央行维持流动性合理充裕，金融去杠杆初显成效，人民币贬值压力虽大，不过央行大概率维稳等仍支撑我国债券市场，受多空因素的影响，短期债市波动或加大，不过从长期仍具上行动力。

## 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)							
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	IF1810	#####	-1.92%	#####	-25,746	#N/A	#N/A
	IF1811	#####	-1.21%	71,641	65,560	#####	28,113
	IF1812	#####	-1.04%	33,101	1,554	#####	3,797
	IF1903	#####	-1.09%	4,186	869	4,814	1,130
小计			#####	42,237	#####	33,040	
上证50股指期货	IH1810	#####	-0.88%	72,667	-20,559	#N/A	#N/A
	IH1811	#####	-0.60%	39,229	36,252	#####	15,256
	IH1812	#####	-0.77%	16,640	2,490	8,382	1,382
	IH1903	#####	-0.01%	1,393	1	1,655	410
小计			#####	18,184	#####	17,048	
中证500股指期货	IC1810	#####	-4.12%	67,204	-7,761	#N/A	#N/A
	IC1811	#####	-3.48%	42,496	37,802	#####	17,622
	IC1812	#####	-3.60%	20,999	5,171	#####	3,163
	IC1903	#####	-3.57%	3,174	443	7,001	1,512
小计			#####	35,655	#####	22,297	
5年期国债期货	TF1812	#####	0.03%	30,347	1,291	#####	50
	TF1903	#####	-0.07%	8	-17	33	3
	TF1906	#####	0.00%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
小计			30,355	1,274	#####	53	
10年期国债期货	T1812	#####	0.21%	#####	19,212	#####	5,616
	T1903	#####	0.16%	494	35	588	242
	T1906	#####	0.00%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
小计			#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	

数据来源: Wind

图1 IF当月合约近期走势和成交

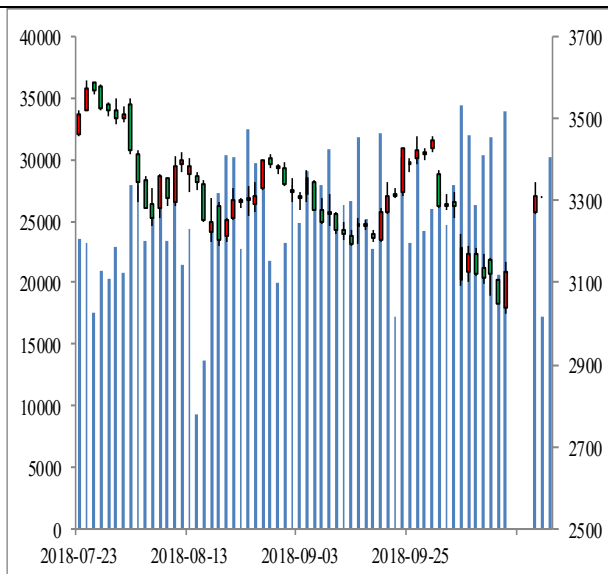
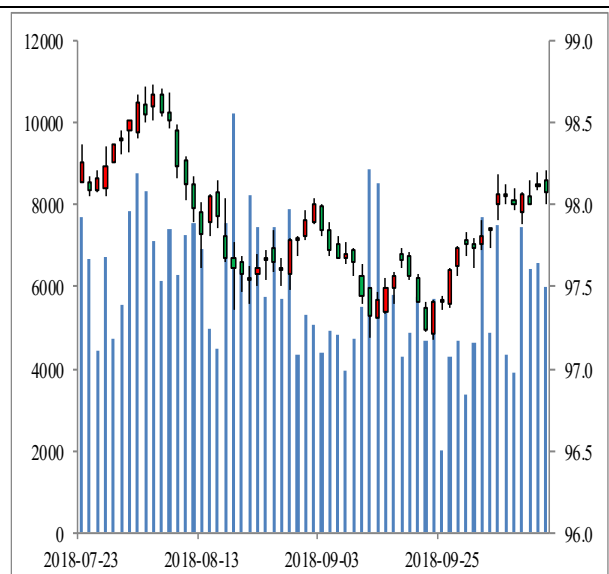


图2 5年期国债期货近期走势和成交



数据来源: wind

图3 IF合约基差走势

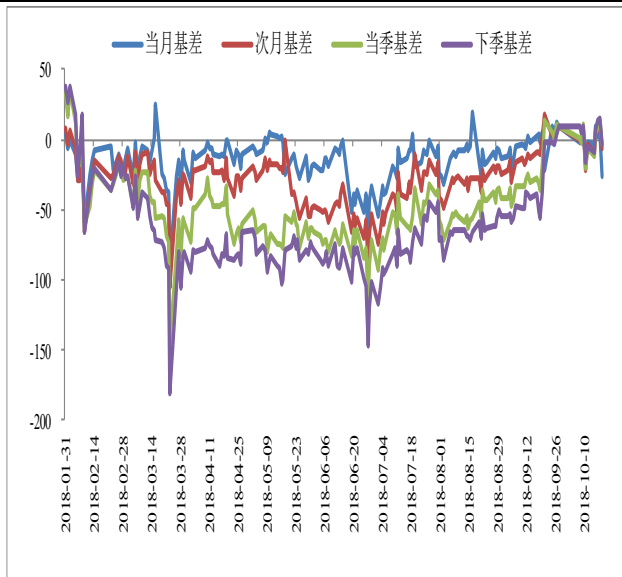
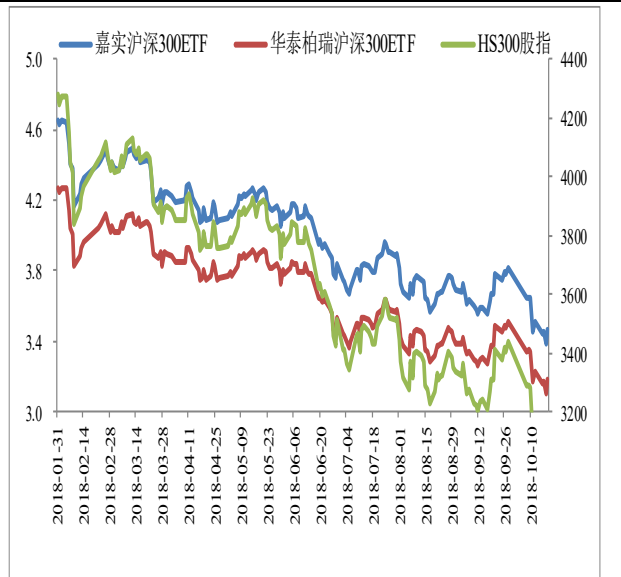


图4 股指期货与ETF走势比较



数据来源: wind

图5 现券市场利率

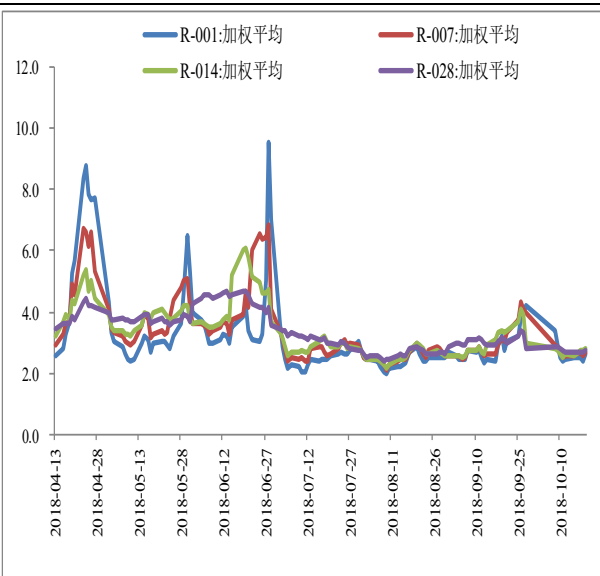
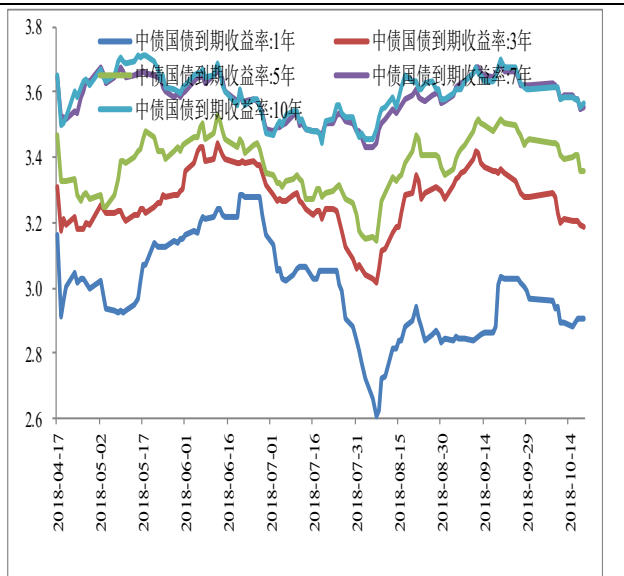


图6 资金市场利率



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