

## 金融期货策略周报 20181112

股指布局反弹，国债宽幅震荡

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

前期监管层提出的化解股权质押风险和支持上市公司回购股份两方面政策正在落实，随着政策落地、资金到位以及上市公司积极回购股份，政策利多效果将陆续兑现，有望从政策预期转化为实际的风险因素化解及市场情绪回暖，估值有望迎来阶段性修复。需警惕中小企业信贷支持政策为银行股带来的业绩下调预期，进而压制上证50表现。操作上逢低做多IH1812，入场位2400-2450点，止损位2370点。

#### 国债期货

数据显示基本面下行压力不减，但政策面利好频频，在支持民企相关政策不断出台和外围风险因素改善的背景下，投资者风险偏好或有所提升，民营企业“融资贵”和“融资难”问题有望得到缓解。而资金面维持“合理充裕”态势不变，在央行各种货币政策作用下，“宽货币”向“宽信用”传导阻塞有望打通。若后续贸易争端缓解，叠加更加积极的财政政策出台，期债上行将受到限制，料短期内多方因素作用下期债呈宽幅震荡走势，建议投资者观望处理。

### 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

吴施志：020-89811936

wushizhi@gf.com.cn

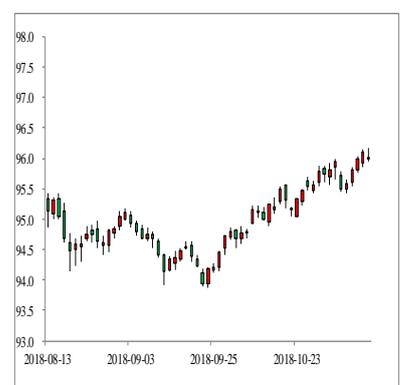
周舟：020-85591807

qzhouzhou@gf.com.cn

### IF 近期走势



### T 近期走势



## 宏观及政策分析

进出口数据均超预期增长，但是未来的不确定仍在加大。全球需求不断减弱，美国10月新增非农就业人数25万人，大超预期和前值，从数量上来看，也创下了2009年4月以来的新高，失业率3.7%，和上个月持平，而劳动参与率却高于前值，反映出整个就业市场非常紧缩。11月美联储的议息会议中四次提及经济“强劲”。但是对规定投资增长的表述变为“家庭支出继续强劲增长，而相比今年早些时候的快速增长，企业固定投资的增速已经缓和”。美国中期选举结果尘埃落地，特朗普经济政策实施未来将受阻，美国经济增长的拐点或加速到来，因此美联储明年的加息节奏或开始放缓。因此总体来说短期私人消费以及政府支出的增加将继续支撑美国经济发展，但是利率上升以及财政政策力度边际减弱将使得经济增速放缓，进而可能减少进口的需求。欧洲的经济景气度仍在不断下降，10月PMI指数较上个月下降了1.2个百分点，创下2016年9月以来的最低点。IMF在10月份最新《世界经济展望》中，将德国和法国的经济增长率分别下调了0.3%和0.5%，而德国经济部发布的秋季经济预测报告再次下调了对明年两年德国经济增长的预期至1.8%，法国政府也将经济增长从2.2%调整为1.7%。日本制造业PMI回升了0.4%，但是日本央行利率决议会议还是提及了整体经济下行的风险。三大发达地区未来经济增长减缓将给中国出口带来不小的冲击。从其他国家来看，土耳其、俄罗斯和越南经济景气度有所上升，中国台湾、韩国、印尼、马来西亚、南非以及墨西哥等地区经济景气度出现回落。总体而言，全球经济总需求还在不断放缓，对中国出口将造成一定压力。贸易政策上，一方面，民主党实际上更加偏向贸易保护主义，因此在部分国家贸易问题上或支持特朗普的做法，另一方面，贸易政策的决定权在总统手上，因此本次中期选举的结果不会影响美国对华贸易政策。但是目前中美双方均释放了积极缓和的信号，重点关注本月底在阿根廷举办的G20峰会进展。此外，在美联储加息的压力下，新兴国家特别是东南亚国家出现了货币贬值以及通胀压力上升的情况，例如：缅甸PMI落入收缩区间，货币贬值沉重打击了依赖进口的商品经济。财政部10月31日发布的《关于首届中国国际进口博览会展期内销售的进口展品税收优惠政策的通知》规定，对2018年11月5日至2018年11月10日期间举办的首届进口博览会展期内销售的合理数量的进口展品（不包括国家禁止进口商品、濒危动植物及其产品、国家规定不予减免税的20种商品和汽车）免征进口关税，进口环节增值税、消费税按应纳税额的70%征收。同时之前对1585个税目商品的最惠国税率降低也将在11月开始落地实施。预计未来中国进口强于出口的格局仍将存在，但是由于总需求依旧偏弱，因此进口高企的可持续性也存在一定的不确定性。

流动性方面，央行三季度货币政策执行报告于上周发布，从内容上看与之前的政治局会议的内容相辅相成。在货币政策方面，央行提出要创新货币政策工具和机制，还要增强利率调控能力，进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，推动利率体系逐步‘两轨合一轨’，同时央行首次在文章中用到了货币政策需要有“针对性”的词语。我们认为目前的经济难点在于如何宽信用，如何支持民营企业发展，近期的政府高层会议以及央行的众多表述和动作均表明了这一点，预计未来利率市场化改

革也将有新的动作。从货币传导的路径上观察，1年期同业存单和3个月期同业存单利率的利差开始回落，这或说明宽信用正在慢慢展开。在汇率方面，央行提及要“在必要时加强宏观审慎管理”而二季度货币政策执行报告中提及的是“加大市场决定汇率的力度”。目前人民币整体贬值压力仍然较大，从央行的表述来看，未来央行或进一步加强汇率的管控。

政策方面，第二轮中美外交安全对话在美国华盛顿举行，双方认为，应当切实落实好两国元首近日通话所达成的共识，支持两国经济团队加强接触，就双方关切问题开展磋商，推动达成一个双方都能接受的方案。一方面我们认为积极良好的沟通是为月底G20的习特会奠定了良好的基础，中美贸易问题节奏或出现变化。但是另一方面我们认为，美国中期选举尘埃落地，但是民主党实际上更加偏向贸易保护主义，因此在部分国家贸易问题上或支持特朗普的做法，同时，贸易政策的决定权在总统手上，因此总体来说本次中期选举的结果不会影响美国的对华贸易政策。

## 投资逻辑与观点

### 股指期货：布局股指反弹

上周，沪深两市震荡下行，上证综指下跌2.90%，深证成指下跌2.78%，创业板指下跌1.89%，沪深300指数下跌3.73%，上证50指数下跌4.27%，中证500指数下跌1.56%。期指方面，上周IF1811下跌3.75%，IH1811下跌4.14%，IC1811下跌1.41%。

政策面上，十月份监管层提出的一系列政策，于近期密锣紧鼓地出台，而纾困股权质押风险的资金也在陆续到位。我们此前提出，现阶段监管层重点提出三方面的“护盘”措施，包括化解股权质押风险、支持上市公司回购股份、引入长期资金进入股市，前二者的进度推进可谓迅速，后者则需要时间验证成果。化解股权质押风险方面，据券商中国，截至上周五，保险业已设立5只纾困股权质押风险专项产品，目标规模达到780亿元。截至上周五，8家证券公司设立的纾困股权质押风险资管计划已完成备案，资金规模超过180亿。截至上周，北京、深圳、上海等超过十省市加入到纾困股权质押队伍，多地已发行纾困专项债。支持上市公司回购股份方面，据券商中国报道，继10月28日新公司法对上市公司股份回购标准作出修改之后，上周六晚间，证监会、财政部、国资委又联合发布了《关于支持上市公司回购股份的意见》，《意见》增加用于股份回购的筹资方式、允许破净且累计跌幅较大的个股进行“护盘式”主动回购、鼓励上市公司回购股份用于股权激励及员工持股计划。根据我们对以往几次市场底部的研究，发现政策底出现后，市场底并不会马上出现，但市场企稳反弹还需要一个季度以上的时间。短期来看，随着政策的落地以及资金的驰援，积极效果将陆续释放，并有望从政策预期转变为实际的风险因素化解及市场情绪回暖，估值有望迎来阶段性修复。

海外方面，上周的关注点无疑在于美国中期选举，结果符合市场预期。北京时间11月7日，美国中期选举尘埃落定，共和党获得参议院多数席位，民主党时隔8年重获众议院多数席。美国内政方面，民主党重新夺回众议院，未来可能会对特朗普形成内政压力，市场普遍认为特朗普的减税及基建刺激计划会受到更大的阻力。中美关系方面，两党对华态度上面或许不

会有大的差别。由于选举结果符合预期，因此短期对资本市场影响不大，但因为不确定性消除，美股在选举次日大幅上涨。G20峰会将于11月30日，届时习近平和特朗普将进行会晤，因此预计月底前中美贸易摩擦进入缓和期。

流动性方面，央行上周有1笔金额为4035亿元的MLF投放，公开市场操作净投放4035亿元。截至上周五，上周隔夜Shibor利率大幅下跌43.90个基点，R007下跌9.94个基点，近段时间资金面一直维持宽松，预计本周资金利率也将处于低位。交投方面，上周两市成交金额为16162亿元，连续三周日均成交额超过3000亿元，显示市场情绪有了明显的回暖。外资方面，上周陆股通净流入约51亿，外资流入势头重新趋于稳定。

前期监管层提出的化解股权质押风险和支持上市公司回购股份两方面政策正在落实，随着政策落地、资金到位以及上市公司积极回购股份，政策利多效果将陆续兑现，有望从政策预期转化为实际的风险因素化解及市场情绪回暖，估值有望迎来阶段性修复。需警惕中小企业信贷支持政策为银行股带来的业绩下调预期，进而压制上证50表现。操作上逢低做多IH1812，入场位2400-2450点，止损位2370点。

### 国债期货：期债或呈宽幅震荡走势

上周国债期货整体呈上涨态势，其中10年期国债期货连续5天录得上涨，全周累计上涨0.53%至96.005，5年期国债期货累计上涨0.39%至98.515，2年期国债期货上涨0.29%至99.900，长端走势强于短端。从成交量来看，上周国债期货三品种主力合约均交投活跃，平均处于近期高位。与期货一致，现券收益率整体呈下行走势，10年期国债收益率下降6.98bp至3.4763%，5年期国债收益率下降5.19bp至3.2710%，2年期国债收益率下行11.21bp至2.8248%。

资金面方面，央行维持资金面“合理充裕”态度不变，公告称银行体系流动性总量处于合理充裕水平，可吸收逆回购到期等影响。上一周，央行开展4035亿元MLF操作，等量续作到期MLF，截至周五已连续11天未进行逆回购操作。在连续暂停逆回购后，资金面宽松程度较前周有所收紧，银行间利率走势也佐证了这种看法，总体来说短期内短端利率下行空间有限。而汇率方面，离岸人民币兑美元汇率上周整体上行，全周上涨0.70%，回吐11月1日与11月2日受消息面刺激导致的跌幅的一半，于整数关口前宽幅震荡。与此同时，上周三央行通过香港金管局在香港发行200亿元央行票据，这是时隔5年央行再次重启央票发行，此举是对离岸人民币流动性管理的一种创新尝试，将更好的发挥对离岸人民币汇率的引导作用，也能稳定市场对人民币汇率的预期。当日受此影响，离岸人民币对美元汇率小幅下跌，为当周唯一一天未实现上涨。此外，上周五央行发布了第三季度货币政策执行报告，不同于二季度报告，三季度报告对整体流动性的管理目标描述由“合理稳定”转向“合理充裕”，强调在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，提出了要用好定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具，对人民币汇率必要时加强宏观审慎管理等要求。

基本面方面，上周公布了包括10月份进出口、PPI、CPI以及汽车销量在内的宏观与微观数据，一言以蔽之，有喜有忧。喜的是进出口数据均超预期，同时市场担心的通胀预期被证伪，忧的是PPI同比增速继续下滑且

汽车销量继续下行，基本面下行压力凸显。分数据来看，首先，10月份中国出口增速以美元计价15.6%，环比继续快速增长，进口金额以美元计价增长21.4%，前值为14.3%，进出口数据均超市场预期。引人注意的是对美出口继续创新高，中美之间贸易逆差在贸易争端的背景下不减反增，且对其他出口地同比依旧保持高速增长，我们认为这是由于“抢出口”叠加汇率贬值影响所致。后期由于全球除美国外景气度有所下降且与美国贸易争端持续，进出口或将承压，进口与出口数据料将呈分化走势，但因出口退税政策落地及汇率因素将持续托底出口，分化程度可能较为轻微。其次，CPI与PPI数据符合市场预期，CPI数据保持在2.5%，与上月持平，前期市场担忧的通胀预期被证伪，食品项与居住项较前月都有所下滑，因油价近期下跌，后期非食品项继续上升的压力较小。此外，PPI同比上涨3.3%，增速持续下滑，较前月下行0.3%，主要受大宗商品价格下滑叠加年底两个月基数效应影响所致。最后，乘联公布的10月份汽车销量如预期持续下滑，广义乘用车零售销量198万辆，同比减少13.2%，降幅较上月扩大0.1%，连续第五个月下滑，而且是连续第二月降幅超两位数，主要原因还是受房地产消费所致居民部门杠杆高企的挤出消费效应影响，料政府将出台针对性措施来刺激汽车消费，以免过快的下滑给经济基本面造成过大的压力。

政策面，以10月31日政治局会议上针对民企坚持“两个毫不动摇”，来解决民营企业、中小企业发展中遇到的问题思路为基础，并贯彻习近平主席在民营企业座谈会上提出的六方政策举措落实解决民营企业融资贵、融资难讲话精神。自此之后，各部门各省市政策密集出台。11月6日，易纲行长提出了央行已采取“三支箭”来破解“宽货币”向“宽信用”的传导问题，“第一支箭”为增加民营企业信贷，“第二支箭”为支持民营企业发债，“第三支箭”为设立民营企业股权融资支持工具，各大金融机构也已募集专项纾困工具，有望为信用分化下资金趋紧的民营企业提供帮助。11月7日，郭树清书记也提出了“一二五”政策，即“在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3”；“中小型银行不低于2/3”；“争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%”，这一政策有针对性并具体的提出了政策落地的方向。市场对此有所担忧，担心若强制考察将降低银行资产的质量，提升金融风险，但随后的监管相关人士对此政策进行解读，表示“一二五”是整体方向性指标并非监管指标，不会一刀切，针对的是新增贷款而不涉及存量业务。11月9日，李克强总理主持召开国常会，再次强调了要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵的问题，并开展专项行动，解决拖欠民营企业企业账款问题，部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展，同时提出了预计1季度金融机构新发行的小微企业平均贷款利率比1季度降低1个百分点，扩大MLF合格担保品的标准范围，开展专项行动解决拖欠民企占款。我们认为，在近期一系列对民营企业、中小企业的扶持政策不断出台的背景下，困扰市场的“宽货币”向“宽信用”传导的阻塞通道有望打通，为经济基本面中长期转好奠定了坚实基础，但政策实施过程中需要避免“一刀切”和“大水漫灌”，对于那些质地优良，产品有竞争力，因风险偏好下降导致不能得到获取足够资金的民营企业要给予大力支持，而对那些落后的、重复建设的、产品不具有市场竞争力的民营企业要警惕，让市场及时出清，避免资源的浪费。

消息面，备受关注的美国中期选举结果出炉，共和党继续控制参议院而民主党赢得了众议院多数席，两党各有斩获，符合市场预期，但这一结果给特朗普的基建计划带来了不确定性，若基建计划不能通过两院并得到落实，将对美国强劲成长的经济蒙上一层阴影，对我国而言，两党对中政策大方向将与选前保持一致，以贸易争端为表现形式的遏制中国发展计划不会改变，将持续影响我国。上周刘鹤总理会见美国前国务卿基辛格，同时第二轮中美外交安全对话在华盛顿举行，表明双方沟通渠道仍在，谈判的大门依旧敞开，接下来的G20会议上中美领导人会面若能达成共识或释放善意，将有效缓解两国之间的紧张气氛，为共同合作与发展奠定基础。对我国而言，外部的扰动或会造成困扰，但更重要是在于自身的“硬实力”，只有不断的对内改革与对外开放，才能最大限度的降低外围风险，以此为契机来实现经济发展的“换挡加速”和“转型升级”，从“人口红利”走向“技术红利”。同时，首届进博会上周在上海顺利召开，在我国出口拉动经济效果逐渐减弱，内需消费愈发重要的背景下，进博会如习近平总书记所说，“是中国着眼于推动新一轮高水平对外开放作出的重大决策，是中国主动向世界开放市场的重大举措”，证明了只有合作才能共赢，而我国将借此契机进一步深化资本市场改革，引入外资参与国有企业改革，为国有企业、民营企业、外资企业构建公平、无歧视的竞争环境，共同为我国经济发展贡献力量。

总而言之，数据显示基本面下行压力不减，但政策面利好频频，在支持民企相关政策不断出台和外围风险因素改善的背景下，投资者风险偏好或有所提升，民营企业“融资贵”和“融资难”问题有望得到缓解。而资金面维持“合理充裕”态势不变，在央行各种货币政策作用下，“宽货币”向“宽信用”传导阻塞有望打通。若后续贸易争端缓解，叠加更加积极的财政政策出台，期债上行将受到限制，料短期内多方因素作用下期债呈宽幅震荡走势，建议投资者观望处理。

## 投资策略

### 股指期货

前期监管层提出的化解股权质押风险和支持上市公司回购股份两方面政策正在落实，随着政策落地、资金到位以及上市公司积极回购股份，政策利多效果将陆续兑现，有望从政策预期转化为实际的风险因素化解及市场情绪回暖，估值有望迎来阶段性修复。需警惕中小企业信贷支持政策为银行股带来的业绩下调预期，进而压制上证50表现。操作上逢低做多IH1812，入场位2400-2450点，止损位2370点。

### 国债期货

数据显示基本面下行压力不减，但政策面利好频频，在支持民企相关政策不断出台和外围风险因素改善的背景下，投资者风险偏好或有所提升，民营企业“融资贵”和“融资难”问题有望得到缓解。而资金面维持“合理充裕”态势不变，在央行各种货币政策作用下，“宽货币”向“宽信用”传导阻塞有望打通。若后续贸易争端缓解，叠加更加积极的财政政策出台，期债上行将受到限制，料短期内多方因素作用下期债呈宽幅震荡走势，建议投资者观望处理。

## 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)				2018/11/5	至	2018/11/9	
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	IF1811	3169.8	-4.14%	154,461	-25,594	28,897	-3,738
	IF1812	3168.0	-4.15%	37,657	-1,674	27,887	2,722
	IF1903	3172.0	-4.05%	5,125	-250	7,200	387
	IF1906	3163.2	-4.12%	880	178	971	394
小计				198,123	-27,340	64,955	-235
上证50股指期货	IH1811	2434.4	-4.41%	88,630	-22,878	16,144	-2,121
	IH1812	2444.2	-4.15%	18,548	-4,193	9,424	602
	IH1903	2463.6	-3.77%	1,899	449	1,819	119
	IH1906	2460.0	-3.79%	424	-73	601	180
小计				109,501	-26,695	27,988	-1,220
中证500股指期货	IC1811	4368.8	-1.51%	79,637	-9,365	19,864	-3,293
	IC1812	4346.4	-1.62%	21,093	94	26,263	935
	IC1903	4300.0	-1.41%	3,829	419	8,605	779
	IC1906	4245.2	-1.41%	765	-184	1,003	261
小计				105,324	-9,036	55,735	-1,318
5年期国债期货	TF1812	98.515	0.39%	26,126	-2,935	13,017	-4,453
	TF1903	98.520	0.46%	6,011	5,307	4,831	4,245
	TF1906	98.960	0.00%	0	-2	1	0
小计				32,137	2,370	17,849	-208
10年期国债期货	T1812	96.005	0.53%	185,332	-4,377	44,478	-23,409
	T1903	96.025	0.63%	60,461	56,263	31,917	28,355
	T1906	95.205	0.00%	0	-14	4	0
小计				245,793	51,872	76,399	4,946

数据来源: Wind

图1 IF当月合约近期走势和成交

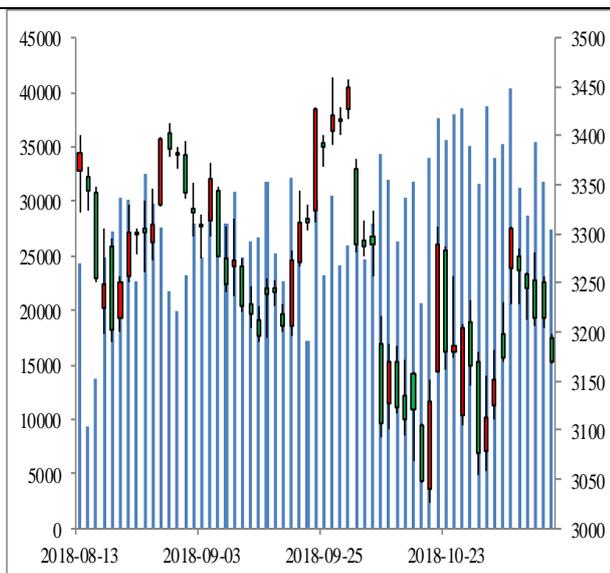
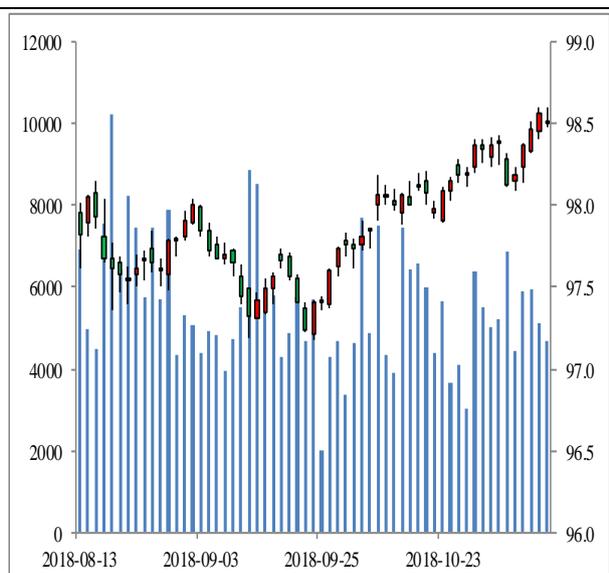


图2 5年期国债期货近期走势和成交



数据来源: wind

图3 IF合约基差走势

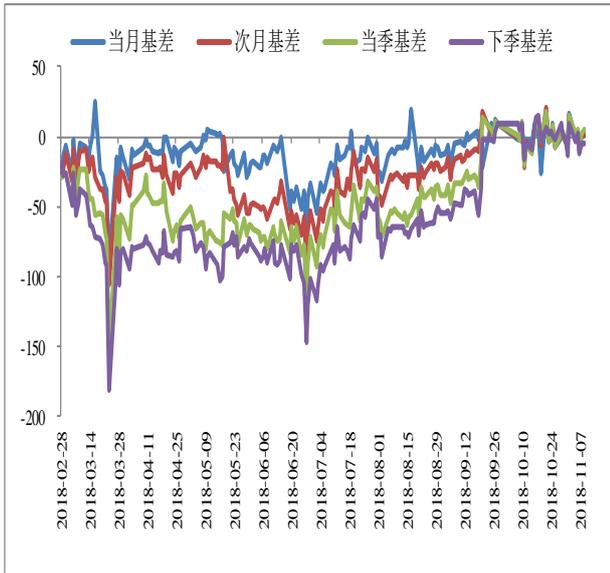
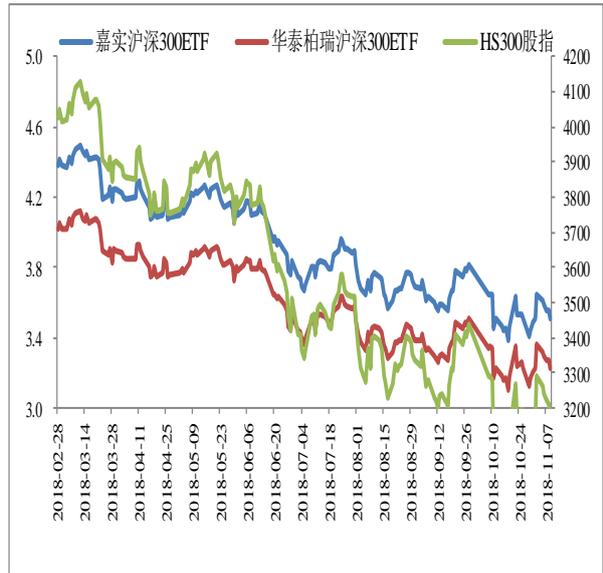


图4 股指期货与ETF走势比较



数据来源：wind

图5 现券市场利率

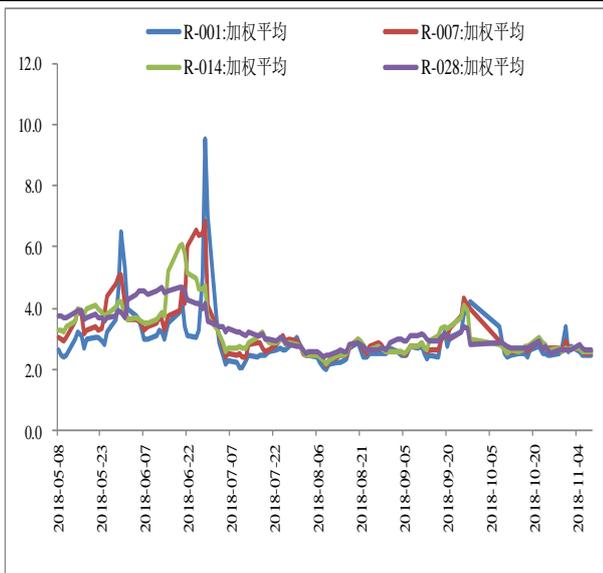
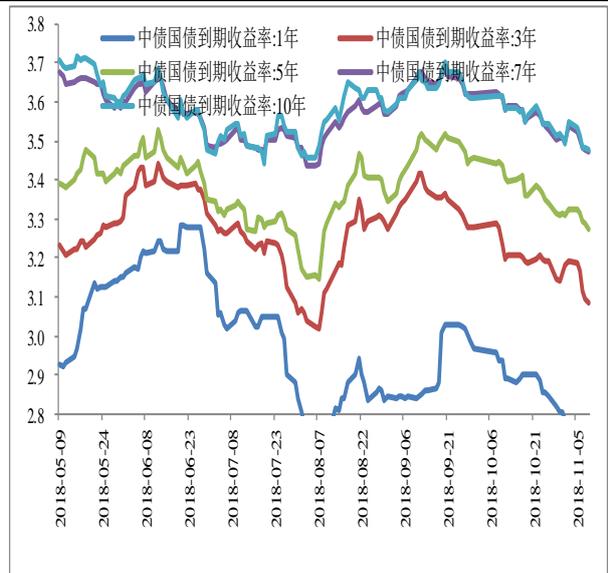


图6 资金市场利率



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