

需求季节性回暖，政策仍需护航

发展研究中心 宏观金融组

电话: 020-85590051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

本周要点:

需求季节性有所回暖，投资融资韧性较强。投资上，前三季度固定资产投资增长5.4%，增速较1-8月份下降了0.1个百分点，其中，房地产投资增长10.5%，与1-8月持平，制造业投资下降0.1个百分点，基建投资增长加快了0.3个百分点。整体来看，金九银十效应仍在，需求仍有刚性。融资上，从信托来看，9月份投资在房地产类、基础产业类和工商企业类信托产品发行规模有所上升，金融类信托产品发行规模基本持平。从这一点我们可以看出，政府对于房地产融资的监管只限于防止违规融资，并未影响房地产的正常融资。此外，表内贷款结构继续改善，企业短期贷款和中长期贷款同比分别多增了1452亿元和1837亿元，结构进一步改善。

但经济仍有一定通缩压力，政策仍需护航。今年前三季度M2平均增速为8.4%，而前三季度名义GDP平均增速为7.9%，相比M2低了0.5个百分点。背后反映的是整体量价齐缩的表现，其中工业增加值前三季度平均增长较去年同期下降了0.7个百分点，而GDP平减指数前三季度较去年同期下降了1.62个百分点。从数据上看，“价”的下降幅度要大于“量”，反映出目前国内确实存在着一定程度的通缩压力。这意味这后续政策仍有发力空间。

策略要点:

股指:三季度GDP创历史新低，经济下行压力进一步加大。但同时，CPI“破3”，对货币宽松的约束增强。当前，一方面逆周期调节政策的必要性有所增强，但另一方面受通胀影响货币政策宽松的空间被压缩，因此市场进入了一个对于政策预期的纠结期。本周关注周一发布的新一期LPR，一年期LPR小幅下调5bp或10bp均在预期范围内，对股指难言利多。纠结期股指或维持偏弱震荡，耐心等待后续政策信号，操作上建议暂时观望。

国债:上周受经济、金融数据以及资金面等影响，期债呈现出震荡的走势。短期在中美贸易谈判取得阶段性进展，“宽货币”向“宽信用”的传导仍在进行，经济尚未出现明显好转，资金面压力逐步减弱，市场流动性或迎来边际宽松等影响下，期债或以震荡为主。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息（宏观金融研究小组）

王荆杰（咨询编号 Z0010774）

020-85594012,

wangjingjie@gf.com.cn;

胡岸（咨询编号 Z0011267）

020-85598360,

huan@gf.com.cn;

郑旭（咨询编号 Z0014217）

020-85598371,

zhengxu@gf.com.cn;

王凌翔（咨询编号 Z0014488）

020-85592765,

wanglingxiang@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周焦点：需求季节性回暖，政策仍需护航	1
（一）需求季节性有所回暖，投资融资韧性较强	1
（二）经济仍有一定通缩压力，政策仍需护航	1
二、本周策略：股指暂时观望，国债震荡为主	2
三、宏观表现：基本面数据跟踪	4
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	6
免责声明.....	10

一、本周焦点：需求季节性回暖，政策仍需护航

（一）需求季节性有所回暖，投资融资韧性较强

前三季度固定资产投资增长 5.4%，增速较 1-8 月份下降了 0.1 个百分点，其中，房地产投资增长 10.5%，与 1-8 月持平，制造业投资下降 0.1 个百分点，基建投资增长加快了 0.3 个百分点。整体来看，金九银十效应仍在，需求仍有刚性。

制造业投资有所回落，但整体仍有保障。随着出口的超预期回落，制造业投资仅仅小幅下降了 0.1 个百分点，反映出减税等逆周期政策对制造业的影响仍较大。9 月社融数据显示企业长期贷款大幅增加，国家对制造业政策倾斜的力度依旧较大，未来无需对制造业投资有太大担忧。

交通投资未来依旧是基建主力。基建投资增速加快了 0.3 个百分点，其中水利环境以及公共设施增速进一步加快，生态保护增速有所回落，但仍保持 40% 的超高增涨。值得注意的是，交通运输增速同比增长 4.7%，增速较前期回落了 0.8 个百分点，这与 9 月份专项债发行下降可能有一定关系。展望四季度，逆周期政策仍将不断发力，从历史上看，每次逆周期政策对冲的情况下，交通建设都是发力的首选项。预计四季度专项债将提前下发，交通投资仍有较大的发力空间。

地产投资仍有韧性，竣工有所修复。房地产投资同比增长 10.5%，增速与 1-8 月一致，商品房销售同比增长 7.1%，增速较前期加快 0.4 个百分点，新开工增速回落 0.3 个百分点，施工面面积同比增长 8.7%，增速回落了 0.1 个百分点，竣工面积同比下降 8.6%，降幅较前期有所收窄。整体来看房地产依旧保持了一定的韧性，但是有从前端开发向后端开发移动的迹象，最为明显的证据就是新开工的持续放缓和竣工的修复。后续来看，地产的韧性仍需要资金的支持，自 7 月份地产融资收紧以来，房地产商转向海外融资，利用外资融资增速大幅增长至 138%，此外自筹资金同比增长 3.5%，增速较前期有所加快，这反映出政府对地产融资的监管仅限于违规融资，并未影响房地产的正常融资。因此四季度来看，地产难有大幅下行。

投资韧性的保持，背后也反映了融资的韧性。从信托来看，9 月份投资在房地产类、基础产业类和工商企业类信托产品发行规模有所上升，金融类信托产品发行规模基本持平。从这一点我们可以看出，政府对于房地产融资的监管只限于防止违规融资，并未影响房地产的正常融资。此外，表内贷款结构继续改善，企业短期贷款和中长期贷款同比分别多增了 1452 亿元和 1837 亿元，结构进一步改善。展望未来，逆周期政策仍将保持定力，将继续推动表内信贷快速增长。10 月底政治局会议召开在即，预计“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”仍将是政策主要的发力点之一。

（二）经济仍有一定通缩压力，政策仍需护航

经济有一定通缩压力。三季度 GDP 同比增长 6%，较二季度下降了 0.2 个百分点，基本符合市场预期。但值得注意的是，今年政府工作报告中明确强调了“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”，今年前三季度 M2 平均增速为 8.4%，而前三季度名义 GDP 平均增速为 7.9%，相比 M2 低了 0.5 个百分点。背后反映的是整体量价齐

缩的表现，其中工业增加值前三季度平均增长5.6%，较去年同期的6.3%下降了0.7个百分点，而GDP平减指数前三季度平均为1.54%，较去年同期下降了1.62个百分点。从数据上看，“价”的下降幅度要大于“量”，反映出目前国内确实存在着一定程度的通缩压力。

新一轮逆周期政策将开始发力。9月份工业增加值回暖至5.8%，从行业上看，上游采矿业增速加快了4.4个百分点，制造业增速加快了1.3个百分点，整体反映出金九银十的效应仍在。此外，从高频数据来看，国庆节后，上游企业开工率逐渐回暖，下游地产和汽车消费的刚性仍在，虽然四季度地产仍有一定下行压力，但是整体“量”在基建的对冲下或不会出现大幅下滑的情况。在需求整体有一定保障的情况下，叠加后续逆周期政策的持续发力，PPI或也难以再进一步走弱。因此整体来看四季度新一轮逆周期政策将开始发力。

二、本周策略：股指暂时观望，国债震荡为主

股指期货

上周，股指受中美贸易问题缓和消息刺激，周一大幅上涨。事件性影响过后，逻辑回归国内基本面，上周公布的数据显示，通胀上行叠加经济下行压力加大，基本面的负面影响导致股指后四个交易日连续走弱。

2019年前三季度GDP同比增长6.2%，三季度增长6.0%，低于预期的6.1%和前值6.2%，创下历史新低。1-9月固定资产投资同比增长5.4%，继续小幅下滑。无论从GDP、投资、进出口以及工业企业利润等指标来看，三季度我国经济下行压力继续加大，且下滑速度略超市场预期，预计逆周期调节政策四季度继续发力将非常必要。9月CPI当月同比3.0%，较前值提升0.2%，猪肉价格是CPI“破3”的主因。9月PPI同比-1.2%，负增长继续扩大。物价持续分化，对货币政策形成掣肘。虽然部分市场观点认为，CPI“破3”主要受猪价影响，同时PPI下行，且核心CPI走势平稳，因而并无通胀。但我们认为，一方面我国货币政策一直以来以CPI作为主要锚定，而非核心CPI，这不会由市场的主观判断而有所改变。另一方面，历史上央行宽松的条件来看，CPI不超过目标CPI是必要条件，而四季度CPI超过3%的概率比较大，因此利率下行的空间已经被大大压缩。当前，CPI上行、PPI下行，叠加经济增速下滑，整体宏观条件已经从前期的“类滞胀”步入滞胀阶段，相对来说不利于权益类资产。

金融数据方面，9月份的社融增量和新增贷款数据均超预期，此前央行的全面降准和定向降准等逆周期调节策略略见成效，但中长期贷款也可能是因提振基建投资而增加，尚不能确认银行放贷的风险偏好回升的趋势，信用端很可能仍然受实体经济下行的压力。M2增速超预期，但M1与前值持平，M1-M2剪刀差缩窄，企业投资意愿仍有待观察。

截至10月18日，创业板三季报基本全部披露，中小板三季报披露接近一半，总体而言中小创三季度业绩均有显著改善。创业板2019年Q3可比口径的净利润同比增速为-4.39%，较2019年Q2净利润同比增速-21.32%环比提升16.92%。2019年Q3预告净利润同比增速中位数为7.90%，较Q2的6.66%提升1.24%。一方面，从整体来看Q3创业板较Q2有所改善，主要体现在净利润增速的提升上，创业板整体净利润增速较Q2大幅提升至-4.39%，剔除温氏和乐视后，净利润增速已经由负转正，为2.26%。另一方面，创业板

个股的全面改善尚需等待，Q3创业板预喜率、预忧率与Q2基本持平，净利润增速中位数也只是小幅回升，因此我们认为创业板整体净利润的提升主要由头部公司贡献。中小板2019年Q3可比口径的净利润同比增速为11.91%，较2019年Q2净利润同比增速-3.45%环比提升15.36%。2019年Q3预告净利润同比增速中位数为11.61%，较Q2的3.49%提升8.12%。虽然中小板披露率不高，但从已披露情况来看，盈利复苏的态势良好，净利润增速以及净利润增速中位数均有比较显著的提升。受宏观经济环境以及基数效应的影响，继续维持三四季度中小创盈利趋势优于主板的判断。

政策面方面，上周五证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。文件内容与6月的征求意见稿并没有太大改动，《办法》降低了上市公司并购重组的标准，鼓励上市公司，尤其是创业板公司的并购重组行为。证监会副主席李超20日在讲话中提到，“推进创业板改革并试点注册制，完善发行上市、并购重组、再融资等基础制度”，创业板改革有望提速。监管层的发声以及并购重组新规出炉，或短期提振创业板的风险偏好。

三季度GDP创历史新低，经济下行压力进一步加大。但同时，CPI“破3”，对货币宽松的约束增强。当前，一方面逆周期调节政策的必要性有所增强，但另一方面受通胀影响货币政策宽松的空间被压降，因此市场进入了一个对于政策预期的纠结期。本周关注周一发布的新一期LPR，一年期LPR小幅下调5bp或10bp均在预期范围内，对股指难言利多。纠结期股指或维持偏弱震荡，耐心等待后续政策信号，操作上建议暂时观望。

国债期货

上周，受经济、金融数据，以及央行公开市场操作等影响，国债期货整体呈现出震荡的走势。近期，在中美贸易谈判取得阶段性进展后，随着我国国内逆周期调节不断发力，缴税压力逐步减弱，市场流动性或迎来边际好转，预计短期期债难有趋势性行情。

具体来看，上周公布了较多经济、金融数据，好坏不一。其中进出口数据方面，受全球经济放缓以及中美贸易摩擦等影响，9月进出口同比增速均呈现下滑态势，且不及预期，对期债形成支撑。不过，之后受食品价格的影响，CPI实现超预期的增长，在一定程度上抑制了货币政策的进一步宽松，对期债形成压制。此外，9月金融数据的超预期，也对期债存在一定的压制。而上周五公布的经济数据多数向好所带来的预期差，再次令之前期债的单边上涨行情，出现全线收跌。当前，随着逆周期调节的不断实施，对经济的提振将逐步得到显现。而中美贸易谈判近期取得阶段性进展后，在我国汇率较低背景下，进出口或出现好转。此外，猪肉价格的持续高位，亦对CPI形成支撑。从长期看，这些将对期债带来压制，不过短期压制作用整体有限。

资金面方面，随着缴税压力的逐步显现，市场流动性边际收敛，上周R001上涨74.98bp，R007上涨36.62bp。央行公开市场操作的净投放，体现出对市场流动性的呵护，上周央行开展了2000亿元MLF和300亿元逆回购操作，无资金到期，净投放2300亿元。不过，MLF操作利率与此前持平。虽然货币政策整体对期债带来支撑，不过CPI的走高亦对货币政策的进一步宽松形成抑制，“宽货币”向“宽信用”的传导仍在进行中。

总体而言，上周受经济、金融数据以及资金面等影响，期债呈现出震

荡的走势。短期在中美贸易谈判取得阶段性进展，“宽货币”向“宽信用”的传导仍在进行，经济尚未出现明显好转，资金面压力逐步减弱，市场流动性或迎来边际宽松等影响下，期债或以震荡为主。

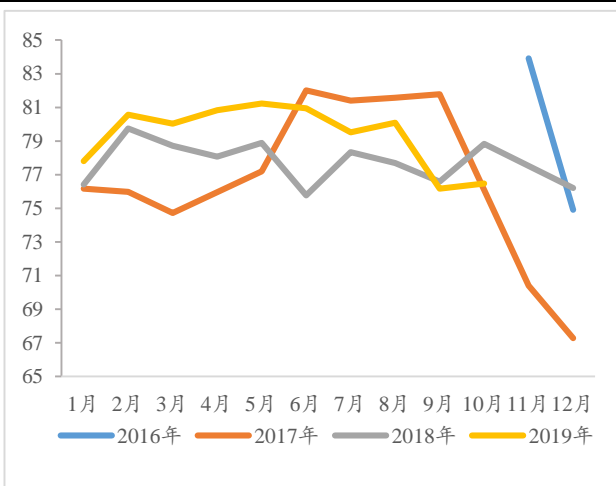
三、宏观表现：基本面数据跟踪

经济：节后焦炉开工率大幅回暖，节后首周开工率为78.02%，较前一周上升了1.86个百分点。高炉开工率节后为63.54%，较前一周下降了0.82个百分点，唐山10月15日启动重污染天气二级响应环保限产措施。17日发布空气质量强化管控措施，要求10月18日0至10月22日，在确保安全生产的前提下，开平区、古冶区、丰南区、丰润区境内的单座高炉企业高炉生产负荷压减50%以上，其它企业保留一座高炉生产。限产措施对上游开工有一定的影响。需求方面，节后六大发电集团平均耗煤量达到62.55万吨/日，较前一周下降了0.85万吨/日，螺纹钢库存继续回落，环比前一周大幅下降了50.84万吨。30大中城市成交面积环比前一周增加了11.75万平方米。节后第一周，乘用车销售厂家批发同比下降了10%，零售下降了13%。

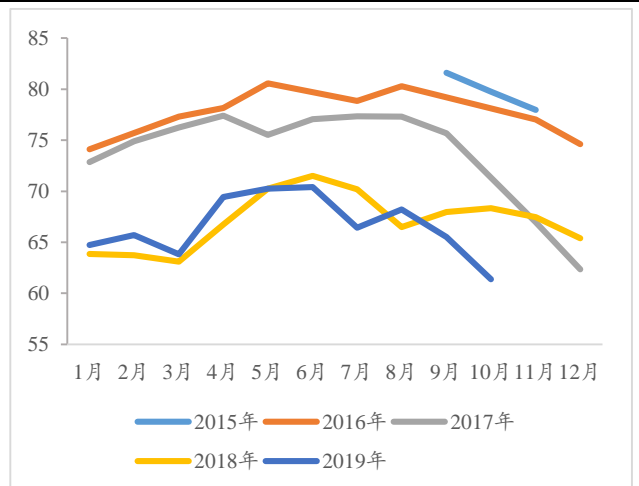
物价：2019年10月18日据猪价格网统计全国均价为35.76元/公斤，价格较上周上涨2.92元/公斤。生猪价格在多日的快速上涨后，出现平缓小涨态势。预计近期猪价或还将以阶段性回调整理为主，但生猪和猪肉供应紧张局面毫无改变，所以猪价上涨的大趋势依旧。

流动性：上周央行公开市场开展了2000亿元MLF和300亿元逆回购操作，上周无到期资金，因此全口径净投放2300亿元。资金面方面，shibor隔夜为2.6180%，较上周涨40.30个基点；shibor1周为2.6910%，较上周涨10.00个基点；shibor2周为2.7090%，较上周涨22.30个基点；shibor3月为2.7460%，较上周涨2.70个基点。短期内预计资金面将保持平稳。

图：焦炉开工率 (%)



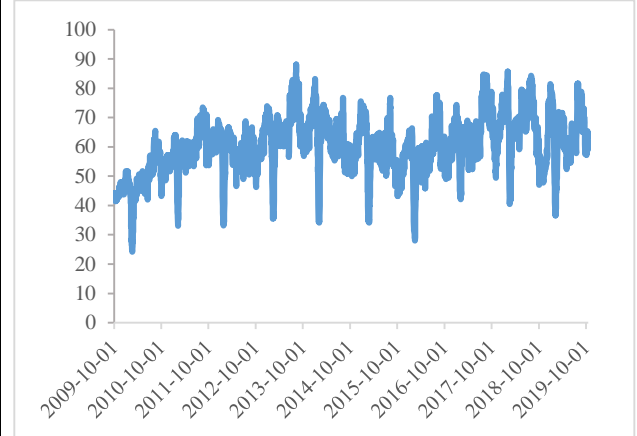
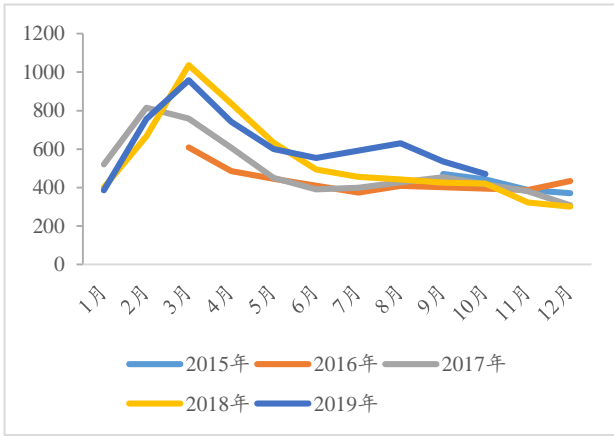
图：高炉开工率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹钢库存 (上海, 万吨)

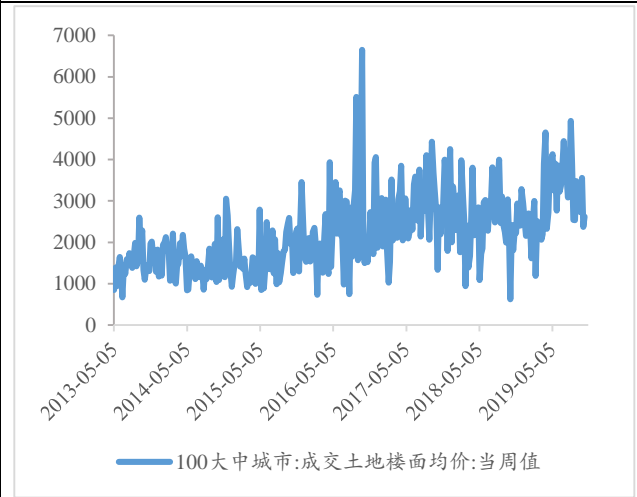
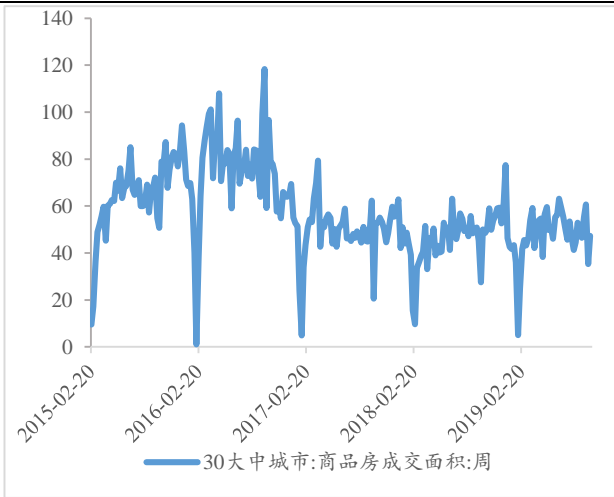
图：6大发电集团耗煤 (万吨)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 30大中城市商品房成交面积(万平方米)

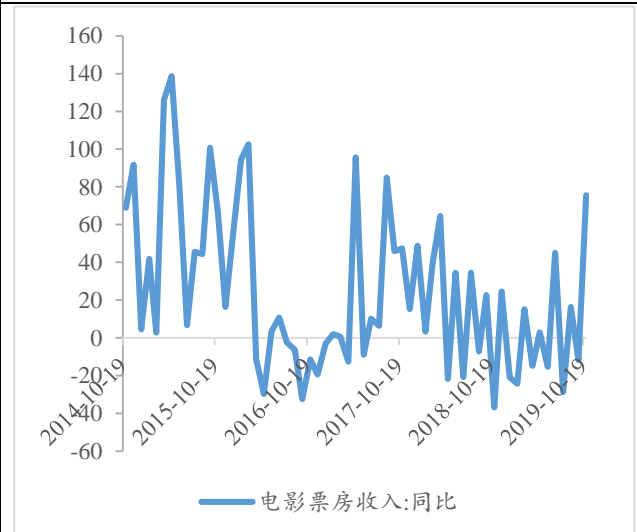
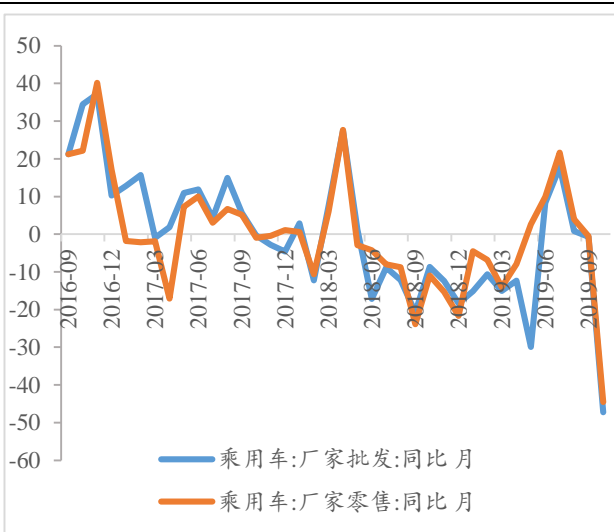
图: 100大中城市成交土地楼面均价(元/平方米)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 乘用车厂家批发和零售同比增速(%)

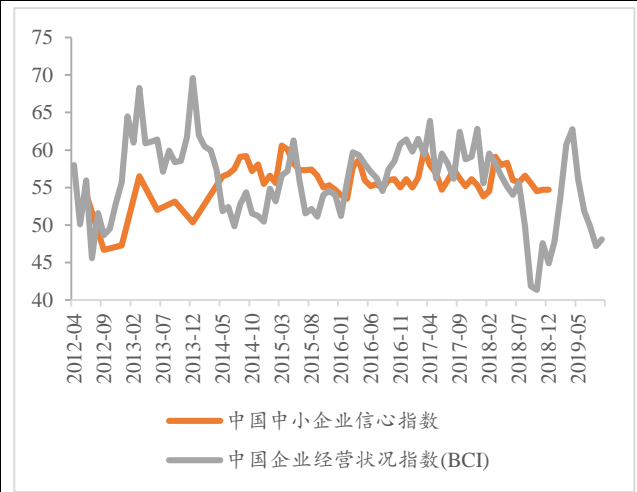
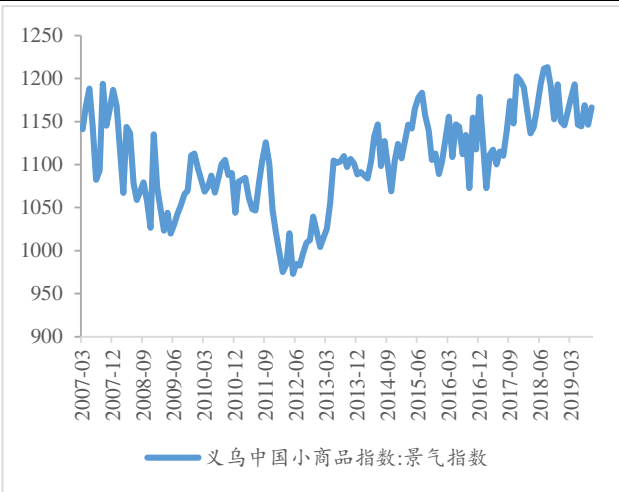
图: 电影票房收入同比增速(%)



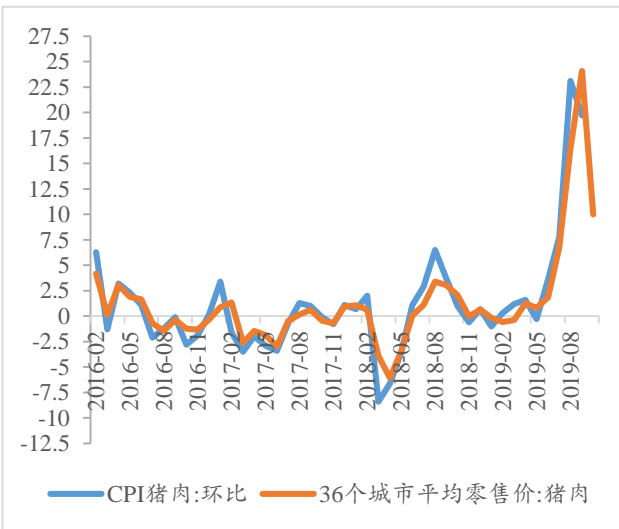
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 义乌中国小商品指数(%)

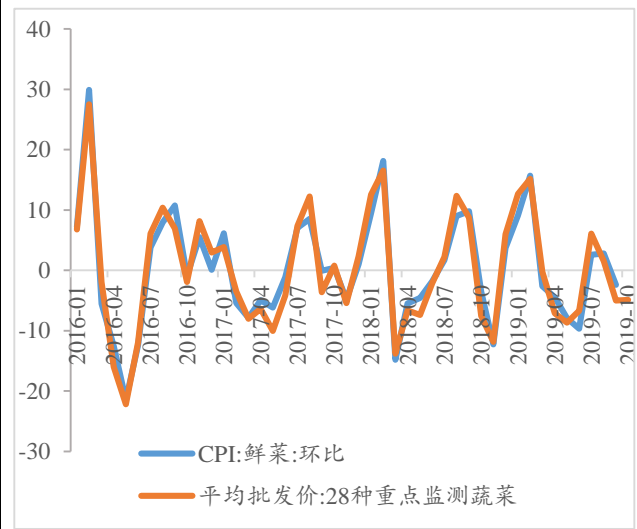
图: 中国企业指数(%)



图：猪肉价格环比增速 (%)

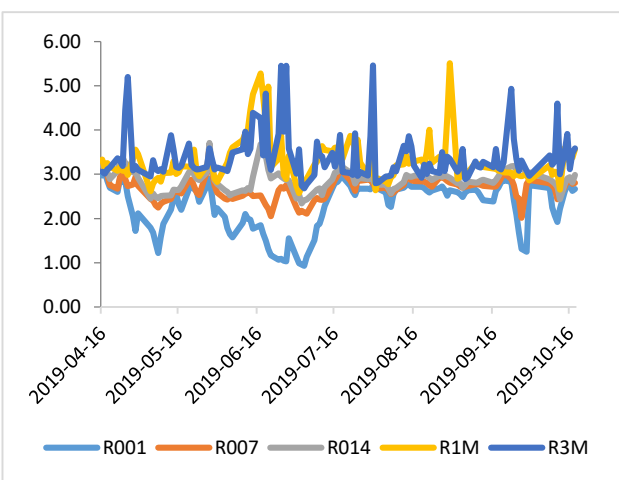


图：蔬菜价格环比增速 (%)

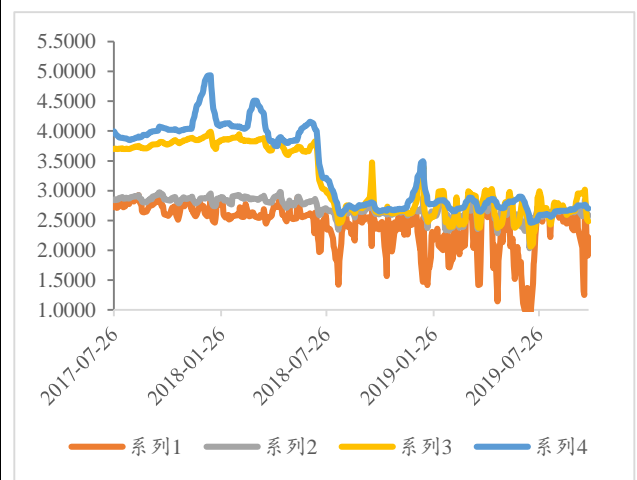


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：质押式回购利率 (%)



图：SHIBOR利率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

四、市场表现：股指国债期货数据跟踪

股指期货

上周，上证综指下跌1.19%，深证成指下跌1.38%，创业板指下跌1.09%，沪深300指数下跌1.08%，上证50指数下跌0.67%，中证500指数下跌1.85%。期指方面，上周IF1910下跌0.83%，IH1910下跌0.18%，IC1910下跌1.38%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从1.67点降至-15.18点，IH期现价差从-2.72降至-6.38点，IC期现价差从0.08点降至-68.61点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓增加了757手、IH净持仓减少了2137手、IC净持仓减少了290手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓增加了315手、IH净持仓减少了1088手、IC净持仓减少了1697手。

流动性方面，央行上周共1笔逆回购，总额为300亿元；1笔MLF投放，总额为2000亿元；公开市场操作净投放（含国库现金）2300亿元。截至上周五，上周隔夜Shibor利率上行40.30个基点，R007上行29.58个基点。

股市资金面方面，截至上周四，两融余额为9647.24亿，较上周上升0.48%。外资方面，上周陆股通净流入资金96.05亿元，上周净流入33.89亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数下跌0.17%，德国DAX指数上涨0.97%，日经225指数上涨3.18%，恒生指数上涨1.56%。

国债期货

上周，国债期货呈现震荡的走势。10年期国债期货主力合约T1912下跌0.03%至98.040。5年期国债期货主力合约TF1912下跌0.01%至99.665，2年期国债期货主力合约TS1912上涨0.01%至100.240。

成交量方面，10年期国债期货成交165358手，5年期国债期货共成交44719手，2年期国债期货成交125839手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有90729手持仓，5年期国债期货共有35846手持仓，2年期国债期货持仓为12161手。

现券收益率方面，2年期国债中债到期收益率上涨3.59bp，5年期国债中债到期收益率下跌5.82bp，10年期国债到期收益率上涨3.06bp。

图:新增投资者数量（万户）

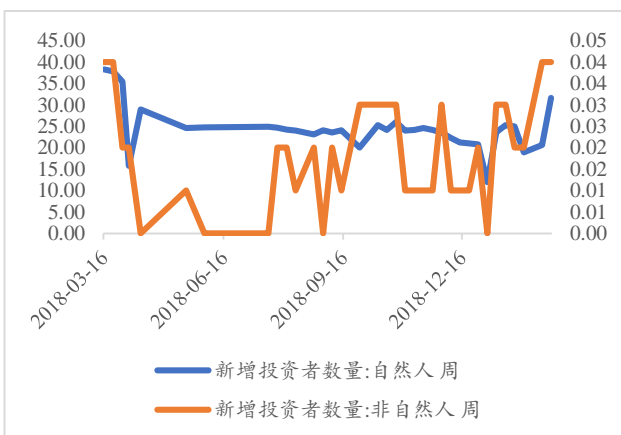
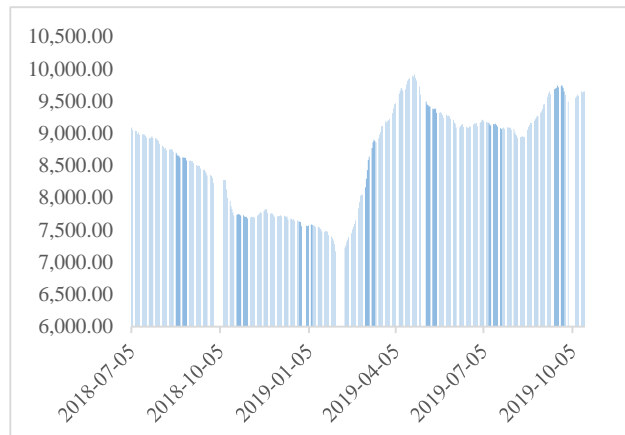


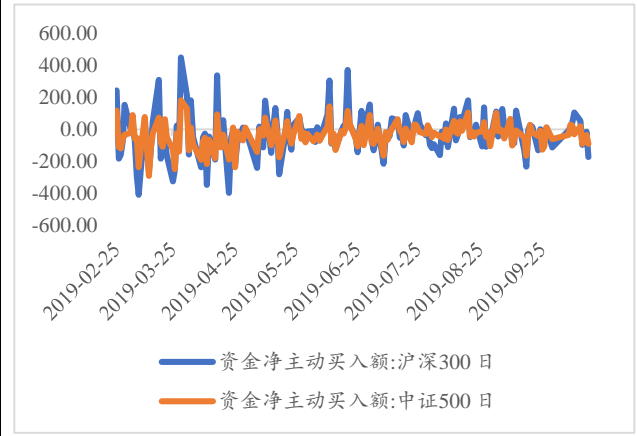
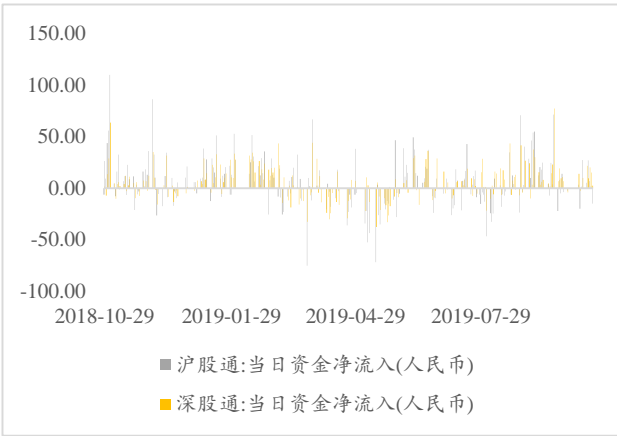
图:两融余额（亿元）



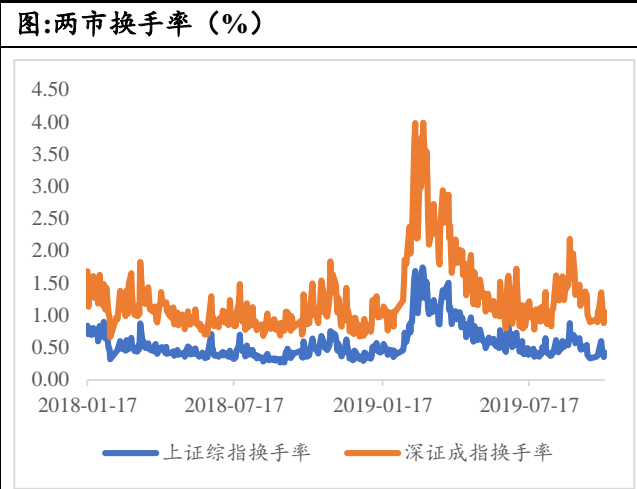
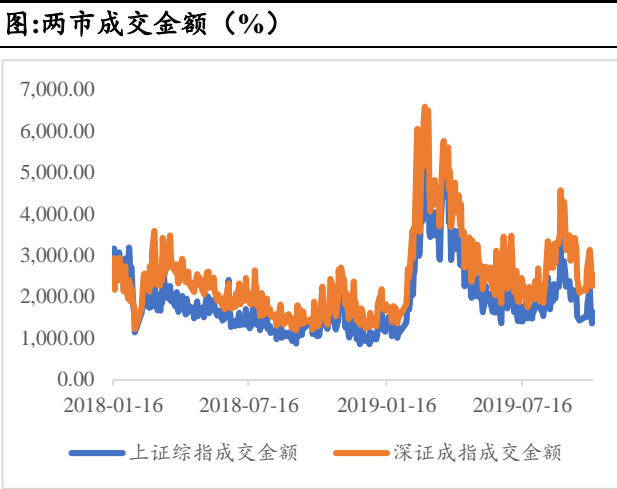
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:沪股通、深股通净流入金额（亿元）

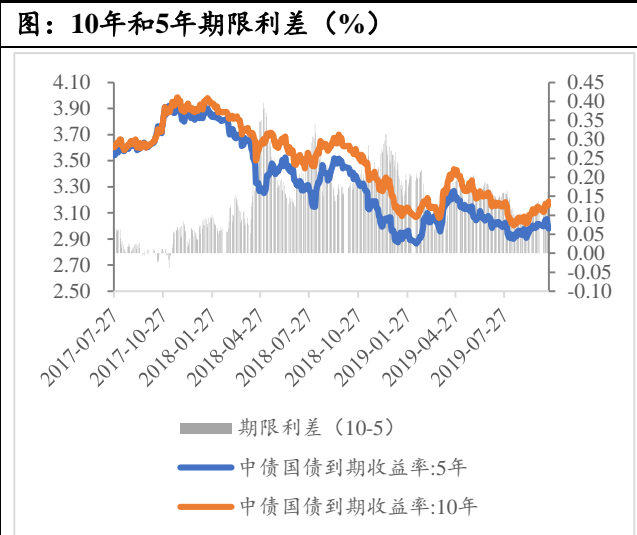
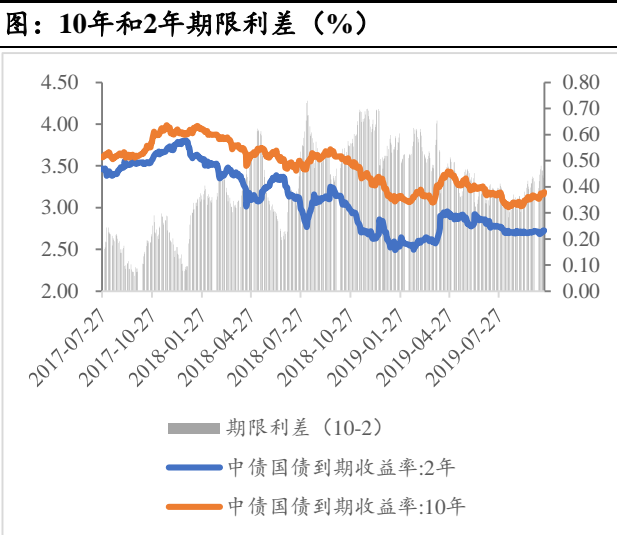
图:资金净主动买入金额（亿元）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心



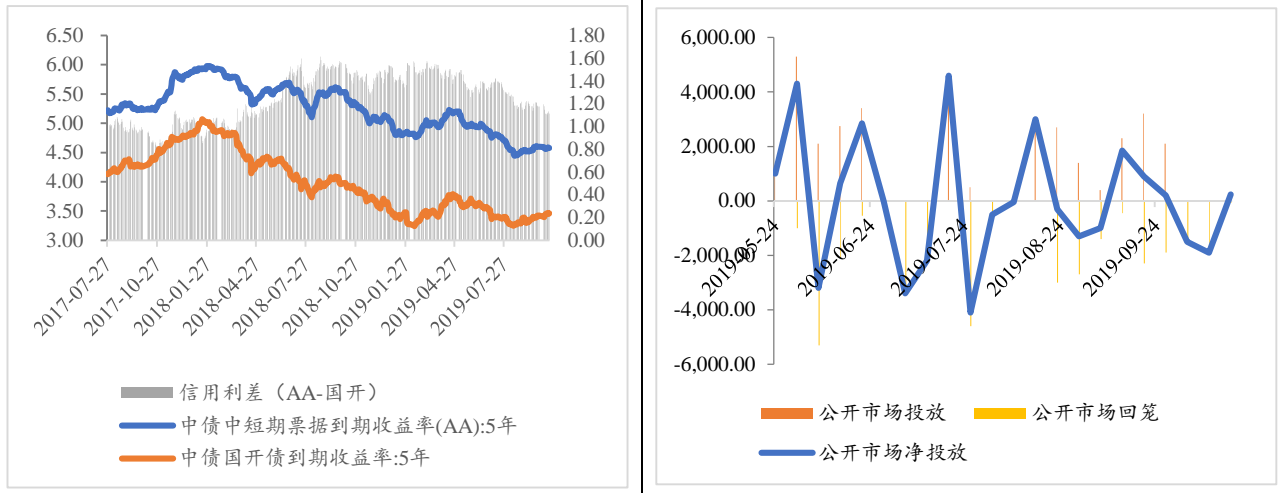
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 信用利差 (%)

图: 公开市场操作



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

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