

2018 季度报告 · 4 季度

通胀预期与经济下行共存 股债均衡，翘板效应弱化

—2018 年宏观、债券、股指四季报

分析员： 何慧
电 话： 021-60281622
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn
咨询证号： Z0011420

目 录

摘 要	2
1 经济基本面：通胀与经济下行压力共存	3
1.1 总体判断：PMI 跌破震荡中枢，经济景气度再度走弱	3
1.2 需求角度：严控地产 VS 放松基建	4
1.3 价格角度：食品&原油推升通胀预期	5
2 政策基调：货币和财政双向宽松	7
2.1 货币政策：立足国内经济基本面，量松价紧	7
2.2 财政政策：货币传导受阻下的财政选择，减税值得期待	8
3 供需角度：地方债对债市的冲击效应减弱	9
3.1 供给角度：地方债供给放量，市场流动性承压	9
3.2 需求角度：地方债对国债配置需求造成挤出效应	9
4 股债市场：股债相对均衡，翘板效应弱化	10
4.1 市场表现：股债相对均衡，翘板效应弱化	10
4.2 市场情绪：贸易摩擦对债市的影响权重降低	11
4.3 运行逻辑：地方债供给扰动消退，债市回归基本面	11
4.4 操作建议：债市区间震荡高抛低吸，股市低位偏强对冲	11

摘要

三季度资产走势回顾：基本延续二季度走势，股市分化，债市回调，大宗商品偏强，美元涨，人民币跌。与二季度的不同之处在于，国内债券牛市出现较大的回调，尤其是利率债；另外，美元指数在 8 月中旬先冲高后回落，总体上属于区间震荡行情。

日期	美元指数	人民币	WIND商品	南华商品	股指期货			国债期货	
	USDX.FX	USDCNY.IB	CCFI.WI	NH0100.NHF	IF.CFE	IH.CFE	IC.CFE	T.CFE	TF.CFE
2018-09-28	95.1904	6.88	1133.52	1433.16	3448.80	2609.60	4820.40	94.79	97.76
2018-06-29	94.5183	6.62	1090.04	1385.87	3477.20	2457.20	5185.40	95.88	98.39
变化(%)	0.71%	-3.88%	3.99%	3.41%	-0.82%	6.20%	-7.04%	-1.14%	-0.64%

政策放松是三季度最重要的边际变化。最大的影响因素依旧是内外部的矛盾：内部，政策在去杠杆和稳增长之间如何权衡；外部，中美贸易摩擦不断升级。此外，新兴市场危机也在一定程度上推升了避险情绪。与二季度不同的是，三季度政策层面更加友好，7月31日中央政治局会议部署下半年经济工作，强调“六个稳”——稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，起到承前启后、一锤定音的作用。政策放松逐渐成为市场的一致预期，但投资者普遍对政策效果持观望态度。

对于三季度的国内市场而言，股市方面，A股受制于风险偏好的压制，弱势难改，尽管跌幅小于二季度。债券方面，债市的焦点逐步转向“宽货币”能否有效转化为“宽信用”，上半年债券收益率快速下行的核心逻辑被打破。三季度利率债面临的压力不仅受到通胀预期升温的影响，还主要受到地方债的集中供给和机构配置国债需求的双重制约。

上半年股债呈现显著的跷跷板行情，动态相关系数始终在负区间运行，三季度则表现出相对均衡状态，此前的跷跷板效应有所弱化，股债 60 天的动态相关性由负转正，目前相关系数稳定在 0.5 附近波动，进入四季度，股债齐涨共跌的频率也会增加。

展望四季度，中国经济稳中趋弱，更多宽松政策仍在路上，中美贸易摩擦陷入僵局，但对市场的冲击有望减弱。国内股市低位反弹机会概率大，一方面，大幅下跌及利空尽数落地后存在技术性反弹的需求；另一方面，政策继续放松，四季度经济数据如期走弱将更加确保这一点，同时深层次的改革也在加快。国债有望维持高位宽幅震荡。四季度债市的主要矛盾在于稳增长政策预期与现实经济基本面的预期差，通胀预期和通胀水平是否会继续提升，以及宽货币到实体经济的传导效果。另外，中美贸易纠纷升级在情绪方面对债市的利好作用减弱，反而强化了市场对于政府进一步通过加大基建投资力度稳经济的预期，后期应降低贸易纠纷这一变量对债市影响的权重。

股指：投资者情绪变化成为市场波动的主要因素，经济数据略有隐忧，外围走势偏弱，美国持续加息对外部环境的影响有所加剧，不过政策面将继续保持偏暖格局，市场并没有太大向下出清压力，存在阶段性回稳的基础。建议区间下沿偏多操作，或者多 IH 空 IC 对冲操作。

期债：四季度债市多空交织，基本面方面，经济下行压力和通胀预期同时存在，市场对于滞胀的担忧隐约有可现。流动性方面，国内央行再次降准，但海外美联储加息仍在持续，而美债利率新高对国内流动性和债市形成制约，流动性对债市的趋势指引效应减弱。综合来看，债市维持高位宽幅震荡，建议区间内高抛低吸为主。

1 经济基本面：通胀与经济下行压力共存

1.1 总体判断：PMI 跌破震荡中枢，经济景气度再度走弱

三季度的经济数据未见太多市场增量信息，下行趋势内亮点有限。固定资产投资持续回落，基建投资增速有潜在政策利好预期，但是未见改善，房地产投资出现小幅回落。社零消费增速有小幅回暖，但是汽车消费和房地产消费的下行势能确实在增加。主要经济体经济走势仍然偏弱，中美贸易摩擦加剧可能对出口增速带来更多负面影响。

生产方面，9月PMI指标与其生产、需求、进口、出口分项指标均处于近两年来震荡中枢的下方，走势明显偏弱，同时库存方面，原材料库存指标继续大幅回落，而产成品库存指标保持相对强势，企业因下游需求不足而被动补库的格局较为明显，预计9月工业增加值增速回落至6.0%。工业企业利润增速已经从6月份开始出现反转，在6月份达到20.4%的高点后，7月份小幅回落至20.0%，8月份为19.10%，预计三季度企业盈利下滑会开始显现。

图 1：工业增加值

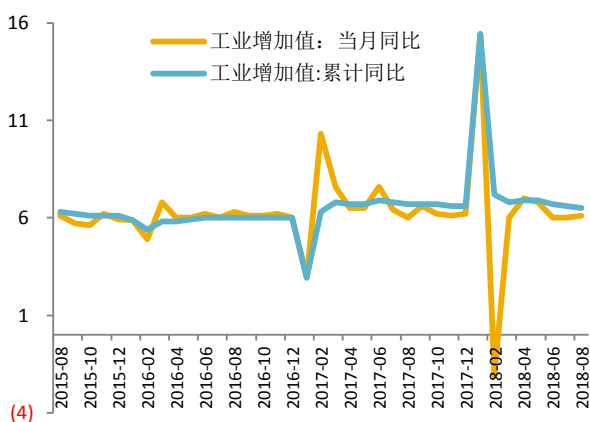
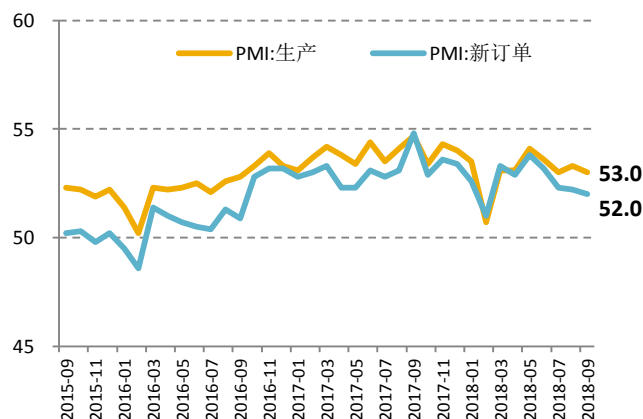


图 2：PMI 生产与需求



数据来源：wind, 中辉期货研发部

投资方面，尽管近期政府对基建投资的积极发力意向较为明显，但非标融资渠道受阻带来较大的资金缺口，资金约束之下基建投资恐回升无力；房地产各项指标略有回暖，但土地购置费延期支付效应的减弱将大概率使得房地产投资增速下行；在扩大内需的政策支撑下，制造业投资增速有望继续回升。

图 3：全社会固定资产投资和民间固定资产投资

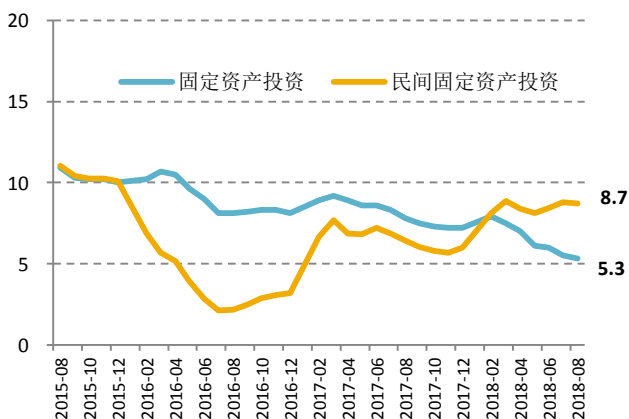
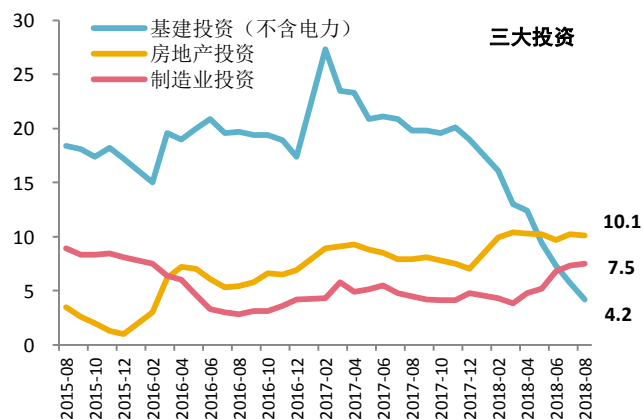


图 4：三大固定资产投资



数据来源：wind, 中辉期货研发部

消费方面，9月乘联会乘用车批发、零售数据继续明走弱。由于目前房企资金紧张，预售过后项目房企倾向于放缓施工进度，房屋竣工面积增速持续保持低位，所以房地产相关消费的建材、家具、家电等预计将持续保持弱势。不过考虑到9月油价上扬，预计对石油制品类消费形成一定支撑。预计消费增速略下滑至8.8%。

外贸方面，8月份的以美元计价出口同比数据已经呈现大幅回落。其中尽管对美出口有小幅上升，但是主

要是来自于征税前的抢出口，持续性存疑，另外对部分新兴市场出口也有所回落，主要来自于其自身需求的下行。9月PMI进出口分项指数走势明显较弱，不仅数值上连续4个月处于收缩区间，同时掉落至2016年初以来的最低值。预计9月出口同比增速回落至9.0%，出口基本面韧性不可持续。

图5：消费

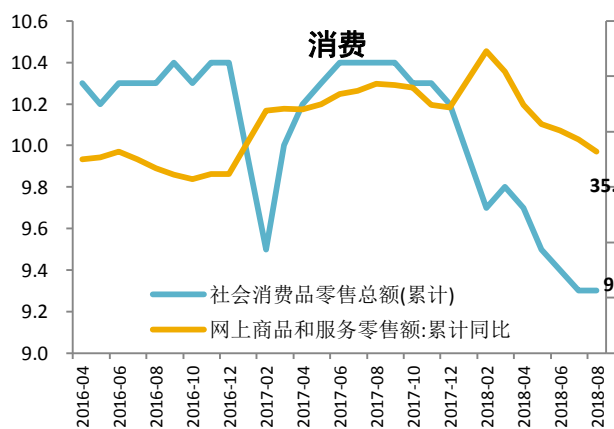
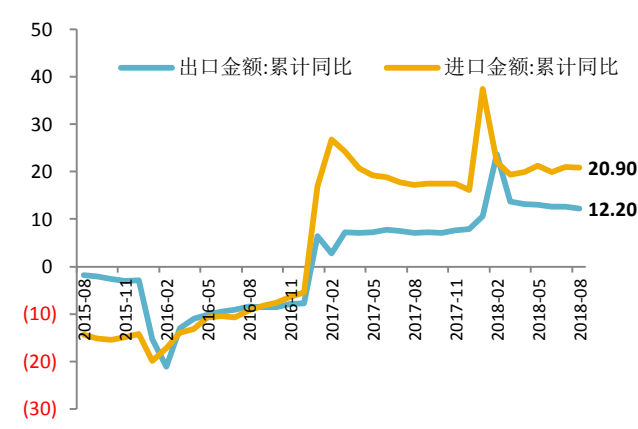


图6：进出口



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.2 需求角度：严控地产 VS 放松基建

在资金端选择财政手段补救当前货币政策淤阻的同时，需求端采用放松基建对冲地产的持续高压状态。

从地产角度来看，今年以来，地产投资一直维持较强韧性，其累计同比增速长时间维持在两位数上下，这也大大超出了市场的普遍预期。从增速的支撑项上看，尽管新开工面积、施工面积等不断走高，但建安投资本身却呈现负增长，支撑地产投资持续高增速的最核心因素仍在于土地购置费。但是较为值得注意的是，自去年下半年以来，地产投资资金来源中的国内贷款项目增速不断走低，至今已经转负。同时尽管近两年地产去库存过程使得地产商现金流相对充裕，但在开发贷长期停滞的情况下，资金压力逐步影响地产商拿地能力。再考虑本轮货币政策转向的同时，地产调控政策依旧保持高压，未来地产投资或将面临一定压力。

图7：房地产投资和商品房销售额

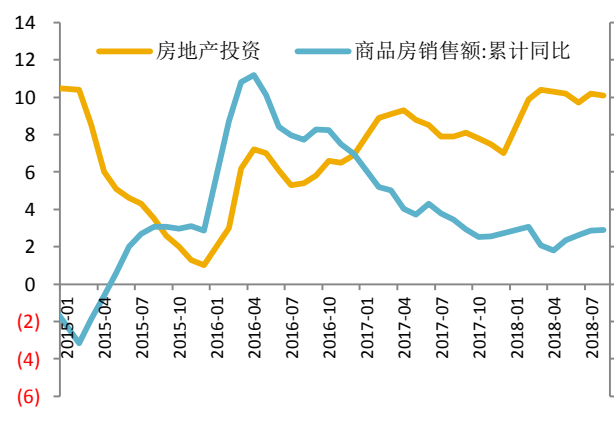
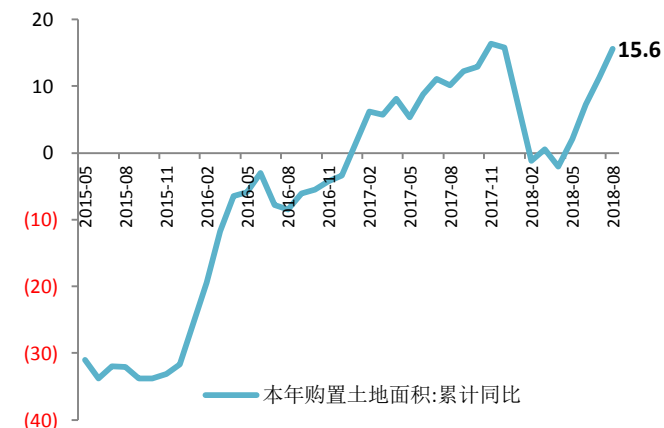


图8：购置土地面积



数据来源：wind, 中辉期货研发部

从基建角度来看，今年7月，国家发改委审批通过了17个项目，基建发力一时间成为市场的希望所在。但是，至少从目前可见的资金来源情况看，至9月底，年内专项债已使用额度12807.26亿元，1.35万亿额度已经基本用完，而土地储备收益债和棚改收益债共计发行8525.22亿元，留给基建的额度实际非常有限，同时城投方面，9月城投债发行量为1576.6亿元，较上月2534.01持续萎缩，净融资额则由上月664亿元下降至-202.8亿元。总之，基建投资增速或将随年末财政投放加大而从目前低位水平企稳，但更多是一种节奏上的变化而非趋势性的全面反转。

严控地产与放松基建的需求刺激带来的一个更加重要的问题则是对于实体信用的带动作用效果。拉长时间维度看，金融危机之前外贸活动相对活跃，造成央行持续被动性货币投放，同时各类出口企业很大程度上承担

了信贷派生的重任，CPI 数据呈现相对高波动的情况。而金融危机后的一段时间，随着外贸市场冷却，CPI 波动性水平也大幅下降，与此同时地产在贷款余额中的占比则迅速提升，充当了危机后信贷派生的引擎。从这一点上讲，短时间内刺激基建或许只是在目前缺乏有效信用派生手段情况下的权宜之计，带来的或许只是全社会信用水平的弱势反弹。

图 9：房屋新开工和销售面积

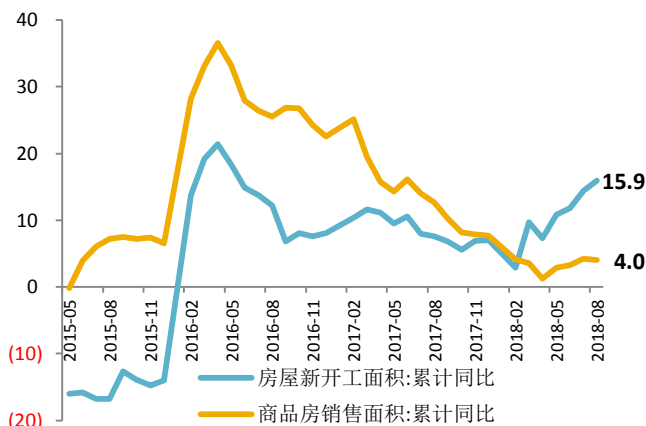
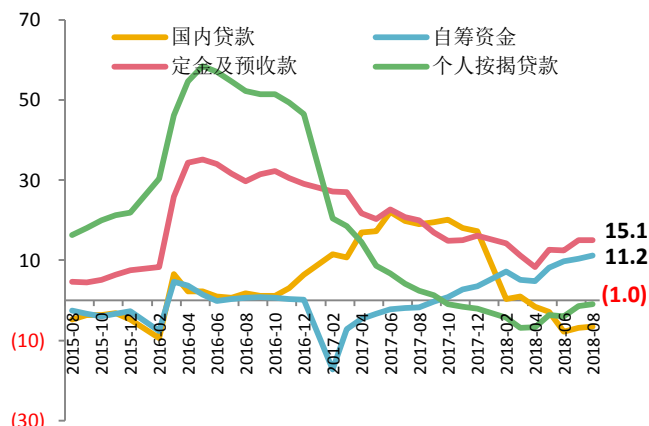


图 10：房地产投资资金来源



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 11：基建投资与财政支出

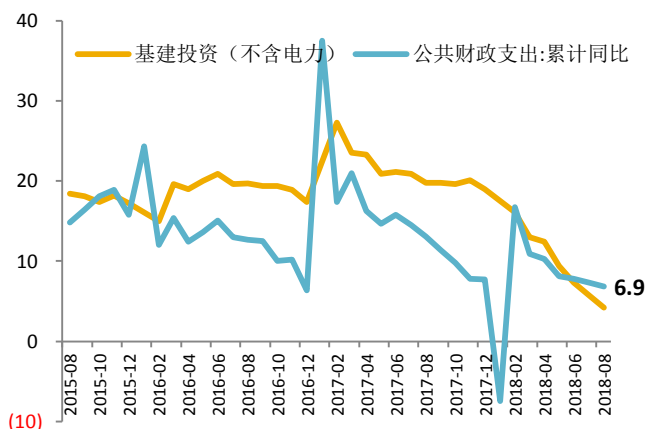
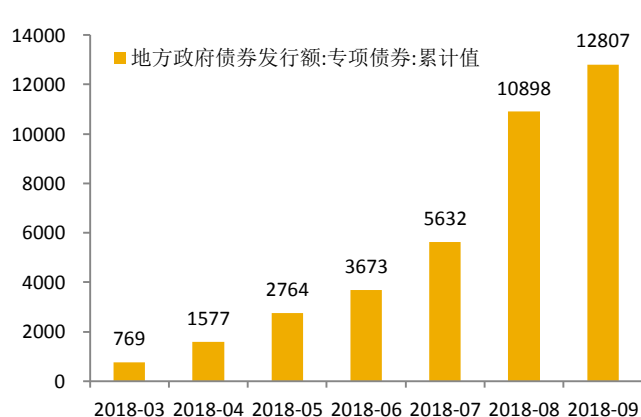


图 12：地方专项债发行情况 (单位：亿元)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.3 价格角度：食品&原油推升通胀预期

价格角度来看，三季度通胀面临多种因素刺激。一方面，在食品项方面，担忧食品项通胀的一个重要逻辑点在于今年夏粮出现减产，同时小麦收储出现较为明显下降，以及市场对贸易战引发的全球粮食涨价担忧，与此同时，生猪存栏至今未见明显反弹，猪瘟疫情推升猪价上涨，猪周期出现一定重启迹象，另外，寿光水灾短期加剧蔬菜价格上涨。另一方面，原油价格持续上行带来输入型通胀压力，主要通过两个链条实现：一是发改委上调国内成品油价格，进而导致 CPI 交通通讯分项中的燃料分项上涨，从而推升 CPI 同比水平。二是原油价格上涨推升中国进口原油价格，以原油作为原材料的相关工业品价格上涨，推动 PPI 同比上涨。除此之外，一线城市房租出现大幅上涨，国内基建投资加码抬升部分商品期货价格创新高，国内通胀预期持续升温，对债市产生一定压制。

在通胀短期面临较多刺激因素的情况下，市场对滞胀的预期有所升温。理论上讲，需求强刺激和供给强约束同时发生，则需求难以顺利转化为产出，需求刺激的作用以物价上涨的形式释放。在供给强约束下，刺激需求对于产出的弹性远不如对价格的弹性来的大，造成的直接结果就是滞胀。目前通胀与经济下行压力并存，债市高位宽幅震荡的概率较大。

图 13: CPI 与 PPI

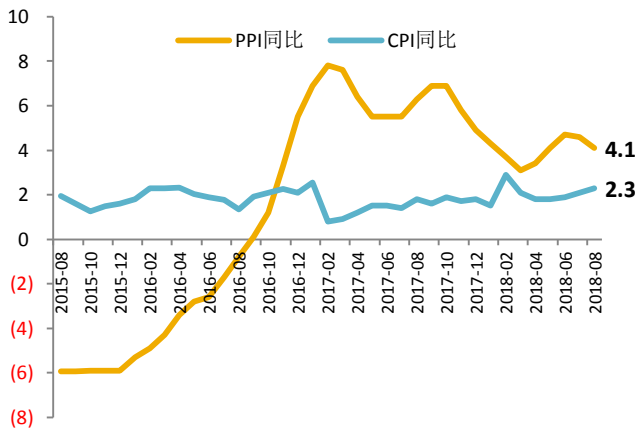
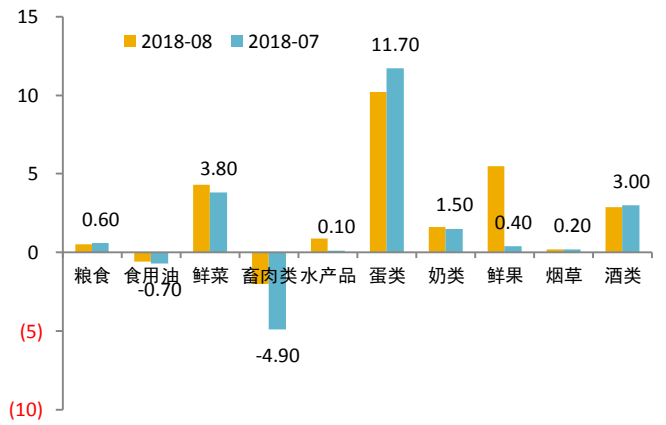


图 14: CPI 食品分项



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 15: 原油对中美通胀的传导路径不同

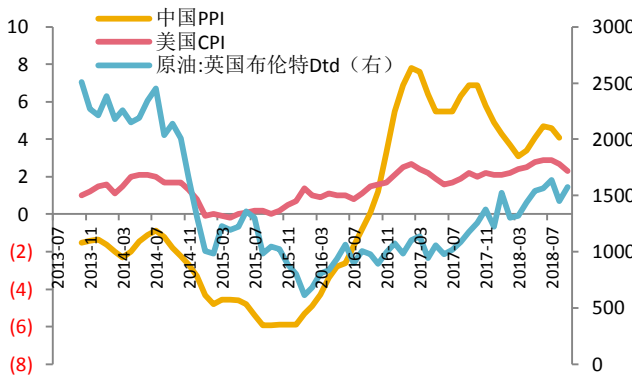
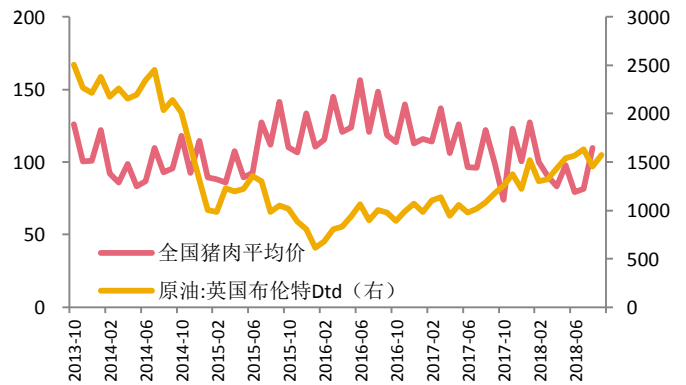


图 16: 原油与猪肉价格走势



数据来源: wind, 中辉期货研发部

2 政策基调：货币和财政双向宽松

当前我国货币政策和财政政策均给市场带来积极的信号。一方面是货币政策，央行在国庆长假的最后一天10月7日宣布降准，从时点和规模上均超出市场预期，特别是在当前美联储加息、美联储鹰派发言以及就业数据向好引发美债大幅上行的背景下，显得更为微妙，充分显示除了中美货币政策的明确脱钩，我国货币政策趋势将更为清晰，尽管对于人民币汇率可能稍有压力，但是央行也具备稳定人民币汇率的能力。当前全球流动性迎来拐点，但是国内流动性可以略微独善其身。另一方面是财政部给的减税预期，“我们还在研究更大规模的减税、更加明显的降费措施”，给予市场改革的期望。

2.1 货币政策：立足国内经济基本面，量松价紧

自2018年以来，央行分别于4月、6月、10月下调存款准备金率1、0.5、1个百分点。10月7日，年内第三次降准，主要的目的是优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力，有助于匹配或满足金融机构中长期流动性需求，社融增速有望回稳。

目前来看，本次降准的时机和程度的选择均说明了央行目前对于货币政策的态度，即将政策重心落地为对国内基本面优先，其次才是应对外部环境的变化。9月末，美联储宣布加息25个基点，我国央行并未跟随，也未调整公开市场操作利率，而目前的定向降准则对应了约7500亿元的“全面”降准，因此从目前的政策方向上看，均与9月底央行货币政策委员会季度例会中所提到的“高度重视逆周期调节”，“努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应”表述一致，将促进经济增长和充分就业放在了优先位置。

从优先次序的明确中也可以看到，国际收支将在接下来一段时期面临一定的压力，具体可能体现为外汇储备及人民币汇率的较大压力。从货币政策的“合理宽裕”来看，此次降准充分加入了对近期的外部环境变化的考量，因此极有可能是年内最后一次，继续进一步偏向宽松的边际有限。

图 17: M2 与社会融资规模

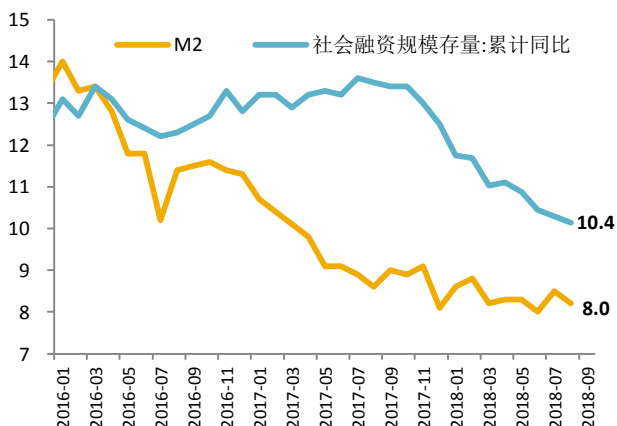
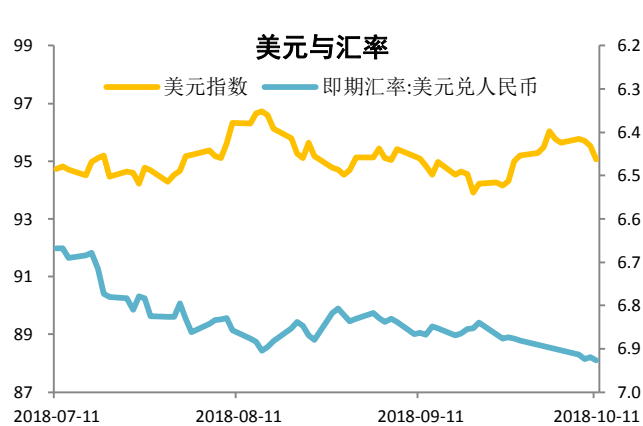


图 18: 美元指数与人民币汇率



数据来源: wind, 中辉期货研发部

从央行公开市场操作和货币市场表现来看，资金流动性在量上维持宽松，但在价上有所趋紧。9月以来，央行净投放4250亿元，较8月的1455亿元显著增加，R007和DR007利差连续3个月始终在0附近徘徊，银银和非银的流动性分层显著减弱，也从侧面反映了流动性的宽松；而Shibor1D、R001、DR001隔夜资金利率均提高了20多个基点，其它期限也出现不同程度上升。一方面，央行维持稳货币政策，近期大规模净投放或与地方债发行缴款、缴税高峰、“两节”前居民取现需求上升等因素叠加有关，并不代表央行态度有所转变。另一方面，央行近期多次进行中期借贷便利MLF操作，结构上“锁短放长”，以长期限、较高利率资金，提高资金成本，倒逼银行放贷，国债配置需求受到抑制。

日期	SHIBOR					R			DR		
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014
2018-09-21	2.5140	2.6540	2.7460	2.7540	2.8150	2.5467	2.6586	3.1516	2.5120	2.6414	2.8484
2018-08-31	2.3090	2.6330	2.6800	2.7200	2.8940	2.3199	2.6339	3.3726	2.2584	2.6097	2.5737
变化 (BP)	20.50	2.10	6.60	3.40	-7.90	22.68	2.47	-22.10	25.36	3.17	27.47

图 19：公开市场操作情况

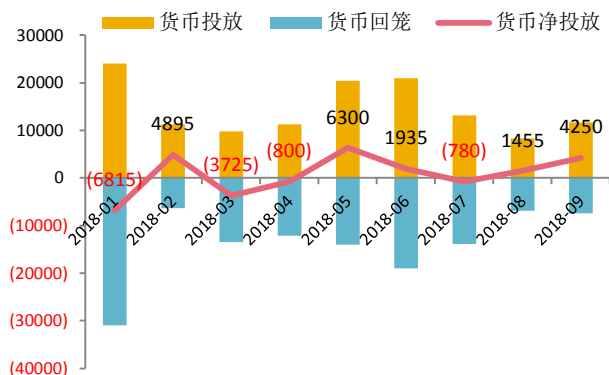
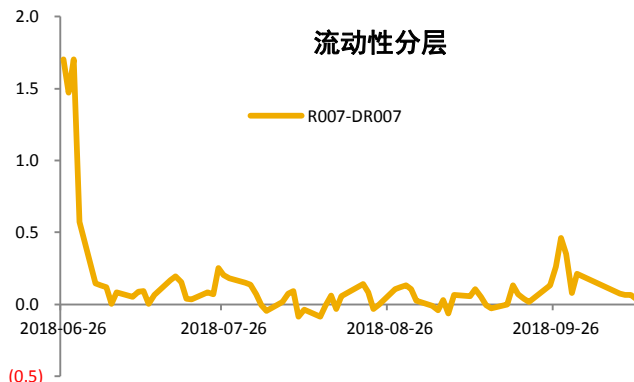


图 20：银行间和存款类质押式回购利率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

2.2 财政政策：货币传导受阻下的财政选择，减税值得期待

近期国内实体经济下行压力很大程度上来源于实体部门融资渠道的匮乏。今年以来，央行持续通过定向降准等手段释放流动性，银行间市场流动性水平出现较为明显的缓和，公开市场利率水平一度与官方招投标利率出现倒挂，银行超储率水平也有所上行。但另一方面，在银行间市场流动性相对充裕的情况下，商业银行放贷情况并不理想。从狭义社融结构上看，表外萎缩过程持续的同时，表内信贷的投放也以票据为主。

本轮货币宽松传导不畅的原因来自于前期强监管下商业银行风险偏好回落，而更深层次的原因则在于资管新规等一系列监管文件使得利率双轨制的问题进一步放大。在资管新规发布前，表外产品实际上起到了存款替代品的作用，而在资管新规下，表外产品风险暴露，大概率将迎接一轮重新定价过程。在这种情况下，财政成为货币之外的备用选择，可以预见的是，随着目前实体经济压力增大，四季度财政存款投放速度将较今年前三季度大幅加快，可能带来广义社融短期内企稳，但是，财政投放节奏上的变化恐难以带来广义社融全面反转。

按照世界银行统计数据，中国私人部门税收占利润的比重接近 70%，在全球各主要经济体中税收压力最重，且总税率水平在过去 8 年间仍在缓慢上升。实际上，从我国各部门资金流量表情况看，政府部门收入增速始终快于企业和居民部门，在政府部门的持续挤压下，消费和民间投资均处于长期下行通道。

另一方面，自 94 年分税制改革以来，行政集权、财政分权的中国式分权体制确立，地方财政财权事权不匹配的情况越发严重，地方政府以 55% 左右的财政收入承担了 85% 的财政支出压力，客观上导致了地方杠杆率高企和对土地财政的严重依赖，营改增则进一步加剧了地方财政压力。从以上情况看，单纯扩大开支远不如减税和改制来得现实有效。

对资本市场而言，政府削减税负带来的作用是显著的。当前我国企业利润增长的主要动力仍来自于投资领域，这造成了我国企业杠杆率偏高的客观现实，政府部门所发挥的作用则非常有限。因而，在当前实体面临一定压力、经济转型越发迫切的情况下，适当让渡全社会财富分配中政府部门的比重或许是未来的一个重点方向。

3 供需角度：地方债对债市的冲击效应减弱

从历史规律来看，利率债发行呈现明显的季节性特征，由于国债与地方债的年度净增量有额度约束，且通常在三月人大会议确定全年赤字之后才陆续发行，其中国债在二、三季度发行较多，地方债则主要集中在三季度发行，所以三季度大概率难以出现债券牛市。

从供求分析的角度来看，利率债供给是相对明晰的变量，而需求虽然是比较重要的变量，但却不容易把握，一般通过银行、保险等机构的配置需求和广义基金、券商的交易需求来观测。相对来说，利率债的配置需求占比较大，但交易需求对债券价格的影响弹性则更为显著。

图 21：地方债发行量（季度）

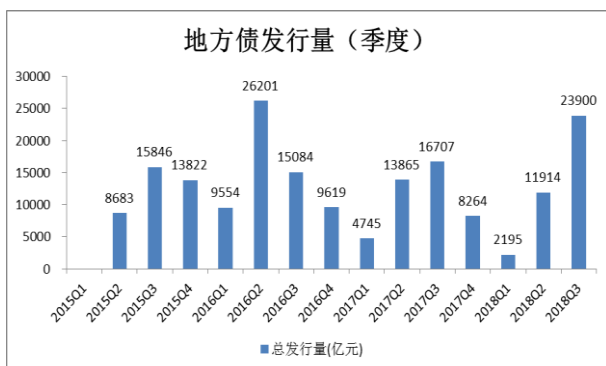
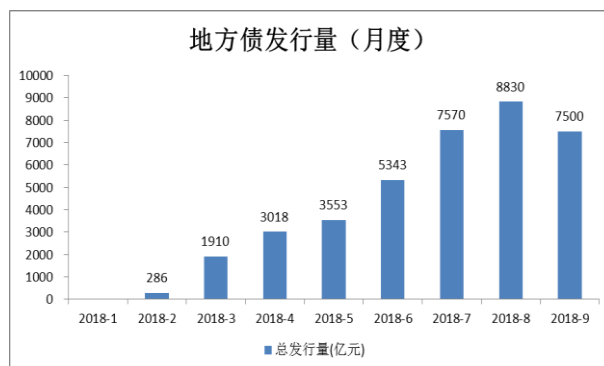


图 22：地方债发行量（月度）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

3.1 供给角度：地方债供给放量，市场流动性承压

今年三季度国债的压力不仅受到通胀预期升温的影响，还主要受到地方债的集中供给和机构配置国债需求的双重制约。8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求“各地9月底累计完成新增专项债发行比例原则上不低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月发行。”在政策推动下，8月地方债发行8830亿，发行量显著上升，创下年内高点。截止9月27日，三季度地方债累计发行23900亿元，较二季度的11914亿元环比增加101%。

三季度地方债供给放量，主要通过两个渠道影响国债收益率：一方面对总体流动性形成收缩效应，另一方面，对国债配置形成挤出效应，使得国债收益率总体出现上行压力。但与此同时，央行会通过公开市场操作补充流动性，进而熨平地方债供给冲击对利率的影响，而且8-9月是财政周期性支出大月，也会对流动性形成一定支撑。从风险偏好的角度来讲，国债和地方债的配置具有替代性，若地方债风险权重从20%降至0得以实现，则与国债风险权重相同，而地方债的收益率又相对偏高，那么银行主动配置地方债的积极性将会明显提升，可能对国债产生一部分挤出效应。不过，在流动性宽松的大背景下，地方债的挤出效应预计有限。

3.2 需求角度：地方债对国债配置需求造成挤出效应

从需求角度来看，利率债的主要投资者为银行自营，广义基金则偏好信用债。由于国债、地方债免收增值税和所得税，且流动性较好，颇受风险偏好较低的商业银行青睐。而对收益要求更高的广义基金和券商而言，则对票息更高的信用债配置力度较大。8月地方债放量发行，绝大部分被银行消化。从商业银行持仓变化来看，8月增持地方债6000亿元以上，约占全市场99%，而8月增持国债822亿元，环比减少177亿元，对地方债与国债的投资比例接近8:1。可见地方债供给增加，在银行配置层面确实对国债造成了一定的需求挤出效果。

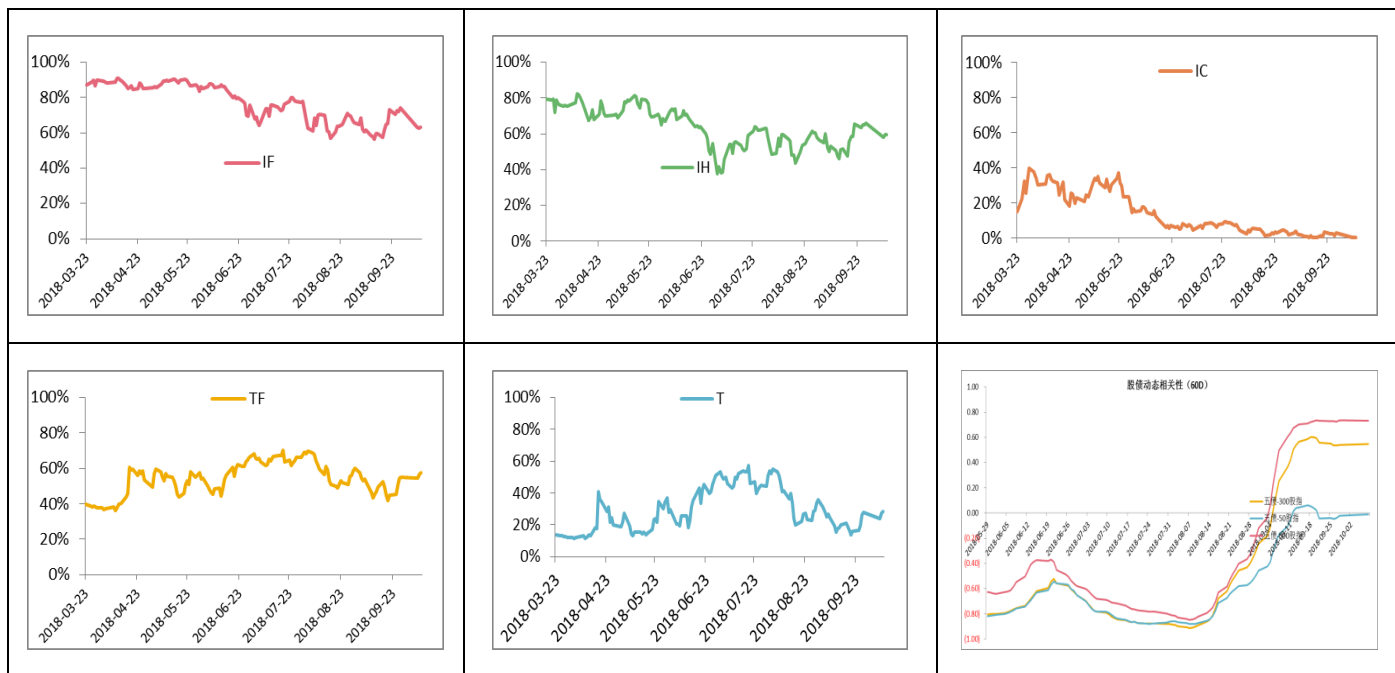
从价格角度来看，债市对地方债供给放量已有较充分的反应，表现为7月下旬至9月底，10Y国债收益率上行40多个基点，而10年期国债期货价格下跌2元，跌幅2%，考虑到交易所的最低交易保证金为2%，如果做空期债的话，已产生一倍的保证金收益，获利还是较为可观的。随着年内地方债发行高峰渐远，供给对债市收益率的扰动也将减小。四季度国债收益率大概率将由经济基本面、通胀以及外部因素的走势主导。

4 股债市场：股债相对均衡，翘板效应弱化

4.1 市场表现：股债相对均衡，翘板效应弱化

日期	股债期货市场表现				
	五债	十债	IF	IH	IC
2018-09	97.76	94.79	3448.8	2609.6	4820.4
2018-08	98.01	95.12	3321.2	2471.0	4783.4
2018-07	98.37	95.55	3520.0	2529.6	5230.0
2018-06	98.39	95.88	3477.2	2457.2	5185.4
2018-05	97.85	95.15	3699.2	2588.4	5653.2
2018-04	97.69	94.50	3746.0	2654.0	5852.2
2018-03	96.94	93.64	3884.2	2712.4	6101.0
9月涨跌幅	-0.25%	-0.35%	3.84%	5.61%	0.77%
8月涨跌幅	-0.37%	-0.45%	-5.65%	-2.32%	-8.54%
7月涨跌幅	-0.03%	-0.34%	1.23%	2.95%	0.86%
6月涨跌幅	0.55%	0.76%	-6.00%	-5.07%	-8.27%
5月涨跌幅	0.16%	0.69%	-1.25%	-2.47%	-3.40%
4月涨跌幅	0.78%	0.92%	-3.56%	-2.15%	-4.08%

图 23：股债价格历史位置及动态相关性



数据来源：Wind, 中辉期货研发部

注：我们统计的品种位置（上市以来）是考虑了价格成交密集度的，由于各品种上市时间不同，绝对位置的可比性有一定误差，但是不影响结构性分析。

市场特征：自7月下旬开始，国债期货展开调整，截止9月末，相较于上半年的上涨幅度已调整50%，技术上有支撑作用。三大股指期货在三季度涨跌交替，从结构来看，IH略微偏强，IF次之，IC最弱，且不断创出新低。

上半年股债呈现显著的跷跷板行情，动态相关系数始终在负区间运行。三季度的股债表现出相对均衡状态，此前的跷跷板效应有所弱化，股债60天的动态相关性由负转正，目前相关系数稳定在0.5附近波动，进入四季度，股债齐涨共跌的频率也会增加。

4.2 市场情绪：贸易摩擦对债市的影响权重降低

从外部环境来看，美联储将于9月27号公布利息决议，根据FedWatch显示，市场预期本次会议加息概率超过90%，虽然本次加息中国央行未必跟随，但是国内短端利率下行空间受到制约。考虑到美债收益率突破3%，中美利差接近前期低点，或将对国内债券收益率进一步造成压力。另外，中美贸易纠纷升级在情绪方面对债市的利好作用减弱，反而强化了市场对于政府进一步通过加大基建投资力度稳经济的预期，后期应降低贸易纠纷这一变量对债市影响的权重。

图 24：中美利差走势

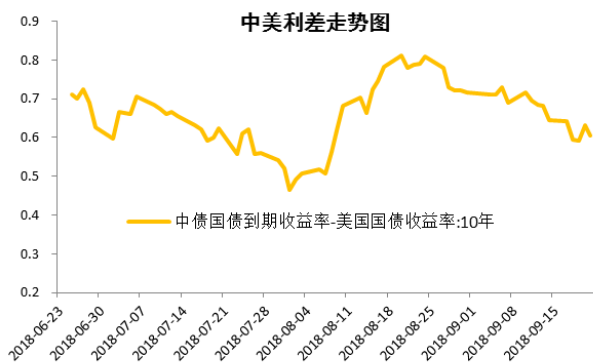
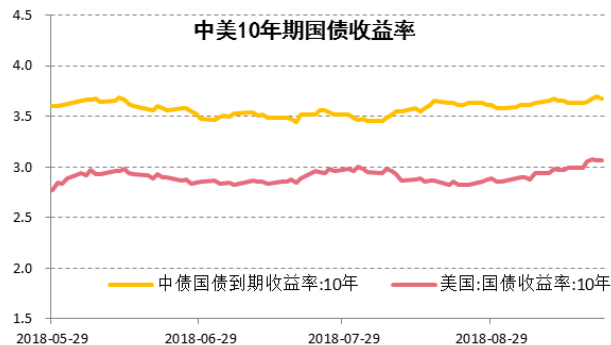


图 25：中美 10 年期国债收益率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

4.3 运行逻辑：地方债供给扰动消退，债市回归基本面

三季度债市的焦点来自地方债的集中供给和机构配置国债需求的双重制约。四季度债市的主要矛盾在于稳增长政策预期与现实经济基本面的预期差，通胀预期和通胀水平是否会继续提升，以及宽货币到实体经济的传导效果。我们认为，内需疲软、外需受制的格局未变，而宽信用政策的效果存在一定时滞，年内经济下行压力依然存在，通胀边际进一步上升空间不大，地方债三季度发行量大的压力也将在四季度逐步缓解。

4.4 操作建议：债市区间震荡高抛低吸，股市低位偏强对冲

股指：投资者情绪变化成为市场波动的主要因素，经济数据略有隐忧，外围走势偏弱，美国持续加息对外部环境的影响有所加剧，不过政策面将继续保持偏暖格局，市场并没有太大向下出清压力，存在阶段性回稳的基础。建议区间下沿偏多操作，或者多IH空IC对冲操作。

期债：四季度债市多空交织，基本面方面，经济下行压力和通胀预期同时存在，市场对于滞胀的担忧隐约有可现。流动性方面，国内央行再次降准，但海外美联储加息仍在持续，而美债利率新高对国内流动性和债市形成制约，流动性对债市的趋势指引效应减弱。综合来看，债市高位宽幅震荡，建议区间内高抛低吸为主。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688