

张希

研究员，期货执业证书编号F0283816
zhangxi@dxqh.net

刘莹莹

研究员，期货执业证书编号F0286854
liuyy@dxqh.net

绝处逢生，自下而上

--2016 年资本市场投资逻辑

观点要点：

- 2015 年经济增速下行趋势明显，基本面明显弱于 2014 年，然而二级市场走出长达三个季度的牛市格局。2016 年稳增长政策料与供给侧改革形成博弈，周期性行业面临出清，经济难免继续寻底。落实到资本市场，自上而下寻找投资机会的传统思路将面临挑战。
- 2016 年供给侧改革料深化。货币政策预计将延续对冲式宽松，降准空间较大但是降息空间相对有限。除常态化工具以外，信贷资产质押再贷款（类比量化宽松）以及专项金融债料成为不可或缺的定向调控工具。财政政策确定性减收增支，全力配合经济转型，赤字率较大概率突破警戒线。
- 2016 年人民币兑美元料延续贬值趋势，急贬优于慢贬。局部时点主动急贬，意味着中间价一旦企稳，可有效降低市场的贬值预期，减缓短期资本流出压力。
- 与 2014 年相比，2015 年两市各大指数估值均有所上升，主要受益于降息周期开启以及政策红利释放。但是 2016 年，降息空间预计有限，基准利率下降引起的估值回升边际效应递减。结合无风险收益以及企业盈利能力，判断 2016 年上证指数公允价值区间（即合理底部区间）：2800-3200。
- 2016 年供给侧改革深化，三驾马车中投资难免继续寻底，消费料成为生力军。采用自下而上梳理的方式，得出可能受益于经济转型以及消费回升的行业如下：医疗保健、食品饮料、智能制造、互联网布局及网络工程、文化传媒、新能源车。自上而下选择可能受益于财政定向投放的行业包括：基建中的海绵城市、市政管网建设和配电设施，以及军工中的科研院所整合、航母材料、飞机导弹、军民转移。除了这两类以外，金融板块中保险料继续受益于降息周期，而自身弹性较大的券商料受益于资本市场多层次建设以及中长期创新发展。

正文目录

一、国内市场宏观面主要因素分析	3
1、加强“供给侧改革”：顶层设计从刺激需求转向调节供给	3
2、货币政策：对冲式宽松延续，降准空间较大降息空间有限	3
3、财政政策：减收增支，赤字水平料上升	5
4、汇率：美联储加息，人民币开启贬值模式	5
5、宏观基本面总结与2016年重点观测指标	6
二、资本市场估值与展望	6
1、2015年二级市场估值回顾	6
2、2015年二级市场估值变化影响因素	9
3、2016年二级市场观测指标：宽融资，紧杠杆	10
4、2016年二级市场趋势与投资展望：自下而上寻找机会	12
附录 1：利率决议及风险事件时间表	13
附录 2：中国数据时间表	13
附录 3：美国数据时间表	14

绝处逢生，自下而上

--2016 年资本市场投资逻辑

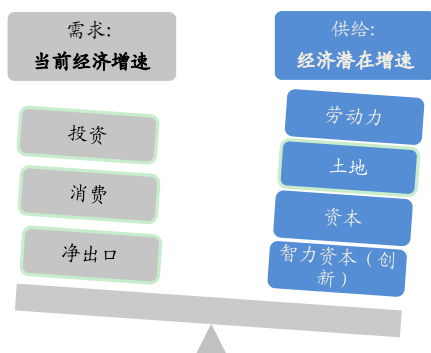
2015 年经济增速下行趋势明显，基本面明显弱于 2014 年，然而二级市场受益于降息周期以及政策红利走出长达三个季度的牛市格局。2016 年稳增长政策料与供给侧改革形成博弈，周期性行业面临出清，经济难免继续寻底。落实到资本市场，自上而下寻找投资机会的传统思路将面临挑战。

一、国内市场宏观面主要因素分析

1、加强“供给侧改革”：顶层设计从刺激需求转向调节供给

近期高层讲话频频提到“供给侧改革”“培育新供给新动力扩大内需”，至此，本届政府任职以来对于经济增速放缓的容忍度以及经济层面的“休克式疗法”均有了解释。本届政府提出的“供给侧改革”，就是针对**供需错配**的现状，从供给、生产端入手，解放生产力，提升竞争力促进经济发展。实施过程中要求清理僵尸企业，淘汰落后产能，将发展方向锁定新兴领域、创新领域，创造新的经济增长点。（详见宏观年报）

图表 1：供给侧决定经济潜在增速



来源：东兴期货研发中心

图表 2：供给侧改革五大任务

五大任务	实施路径
化解过剩产能	实施创新驱动战略，提高全要素生产率，促进产业优化重组，实现市场出清。
降低企业成本	结构性减税，帮助企业保持竞争优势。
化解地产库存	推进户籍制度及住房制度改革，在调控层面消除供给制约，稳定地产市场。
扩大有效供给	坚持精准扶贫、精准脱贫。要支持企业技术改造和设备更新。要加大投资于人的力度，使劳动者更好适应变化了的市场环境。
防范金融风险	改善融资体制，促进直接融资发展，实施有效监管，保护投资者权益。

来源：2015 年 12 月中央经济工作会议，东兴期货研发中心

2、货币政策：对冲式宽松延续，降准空间较大降息空间有限

中央经济会议定调“供给侧改革”，意味着 16 年政策大基调与近两年相似，即“转型与调结构”重于“稳增长”。供给侧改革使得经济短期面临产能出清、企业去杠杆和就业压力上升等问题。因此，决定央行货币政策最核心的两个因素：经济增长在 16 年将大概率继续下行，而通货膨胀也将维持低位。预计 16 年的货币政策将延续对冲式宽松，除 SLO、SLF、MLF、PSL 等常态化工具以外，信贷资产质押再贷款（类比量化宽松）、专项金融债等亦是稳增长调结构所不可或缺的定向调控工具。（详见利率年报）

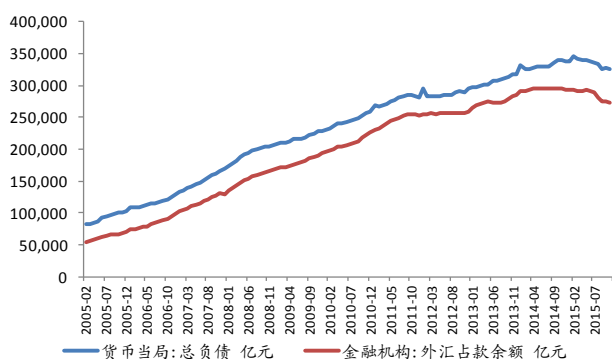
中美利差收窄，降准空间较大降息空间有限

随着美国进入加息周期，美元信用急速扩张之后面临去杠杆压力，这也引发了中国外汇占款持续流出导致的央行资产负债表的收缩。同时，商业银行资产负债表却依然维持较高速度扩张，若银行资产扩张速度放缓则加速信用风险暴露。为了确保经济平稳去杠杆而不出现系统性风险，央行需要维持甚至扩张其资产负债表以对冲流动性缺口。当前法定存款准备金率仍高达 17.5%，降准空间依然较大。随着货币政策分化中美 10 年期国债利差已缩窄至 60bp，若明年美国加息两次，中美利差会进一步收窄甚至倒挂，这将加剧汇率贬值和资本外流风险，央行降息空间有限。预计 16 年降准空间为 100 个基点，降息次数降低至 1-2 次。

货币政策转型进行中，中国利率锚渐形成

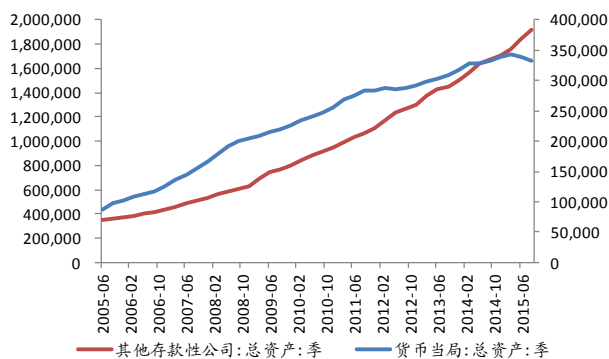
由于货币供应量与实体经济的相关性逐步弱化，我国货币政策也逐步由数量型调控为主转向价格型调控为主，这就需要形成市场认可的政策利率锚和有效的利率传导机制。央行下调 SLF 利率确定了以 SLF 利率为上限，逆回购、超额存款准备金利率为下限的中国版利率走廊，意在稳定货币市场利率从而稳定银行负债成本，有利于宽货币向宽信用传导。由于我国间接融资占比仍高，且随着刚性兑付打破信用违约常态化，银行惜贷进一步阻碍货币政策向实体经济传导。信贷资产质押再贷款、专项金融债等仍是央行定向调控并指导下长期利率所不可或缺的政策工具。预计 16 年 SLF、MLF、PSL、信贷资产质押再贷款、专项金融债等仍是央行稳增长调结构培育中国利率锚的常化工具。

图表 3：央行总资产及外汇占款走势



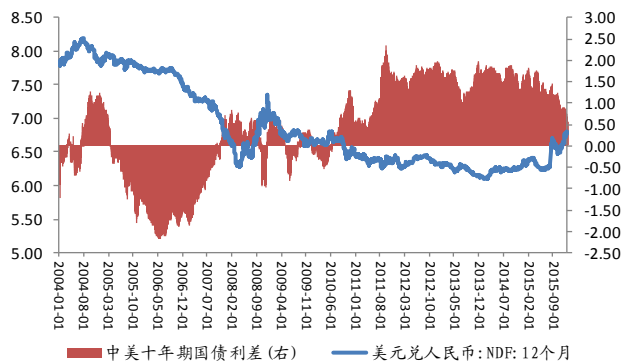
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：央行总资产及商业银行总资产走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5：中美利差及汇率走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6：短端资金利率走廊



来源：Wind，东兴期货研发中心

3、财政政策：减收增支，赤字水平料上升

针对经济增长压力，12月中央经济工作会议明确指出，2016年积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收。（详见宏观年报）

支出：必要财政投资提速，赤字率3%警戒线料打破

基于稳增长以及经济转型压力，2016年财政赤字扩张确定性较高，那么赤字率料打破3%的监管警戒线。除了传统的医疗卫生、教育等民生领域外，精准扶贫也将作为战略任务提上财政投资日程。具体2016年财政预算以及赤字扩张限制将在两会公布，时间窗口为2016年3月上旬。

收入：开启减税模式，助力企业降成本

围绕供给侧改革，中央经济工作会议明确提出了帮助企业降低成本。具体要求为：降低制度性交易成本，清理规范中介服务，研究降低制造业增值税税率；降低社会保险费，研究精简归并“五险一金”；降低电力价格，降低物流成本。

总结而言，2016年财政政策确定性减收增支全力配合经济转型，在这一背景下，财政赤字率较大概率突破警戒线。但是由于结构性减税进入深水区，实际操作难度非常大，给企业（尤其是第二产业）减负这一任务，预计主要发力方式在于削减营运成本。

4、汇率：美联储加息，人民币开启贬值模式

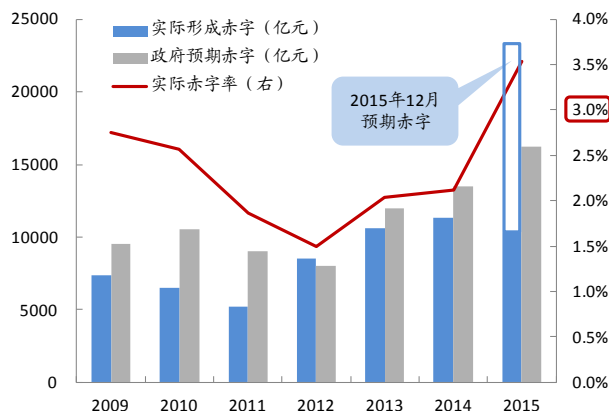
2015年下半年至今人民币出现两次急速贬值，分别是“811汇改”以及美联储第一次加息以后。这一现象起码对外传达了三层信号，一是人民币贬值趋势开启，二是央行掌握主动权。

本轮人民币贬值的外部背景是美国经济走稳，美联储开启加息周期，除美元以外其他币种均面临流动性抽离压力；内部背景是我国经济增速下滑，人民币实物资产投资回报率下降。两者叠加作用导致国际市场人民币需求下降，资本外流增加，形成贬值。根据三元悖论，货

币政策的独立性、汇率的稳定性以及资本的完全流动性三者不可兼得，随着人民币国际化进程的开展，国内唯有解放汇率换取货币政策的独立性。

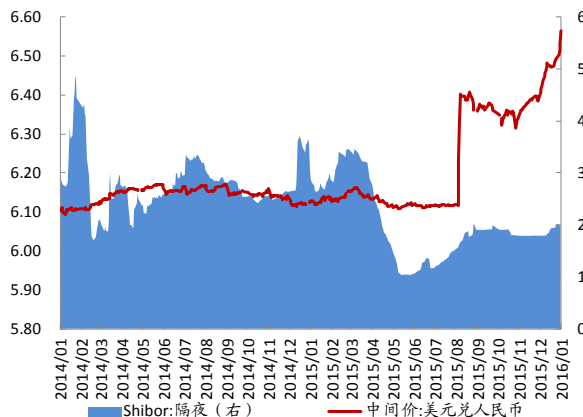
2016 年人民币兑美元料延续贬值趋势，急贬优于慢贬。局部时点主动急贬，意味着中间价一旦企稳，可有效降低市场的贬值预期，减缓短期资本流出压力。

图表 7：2015 年赤字水平料超预期



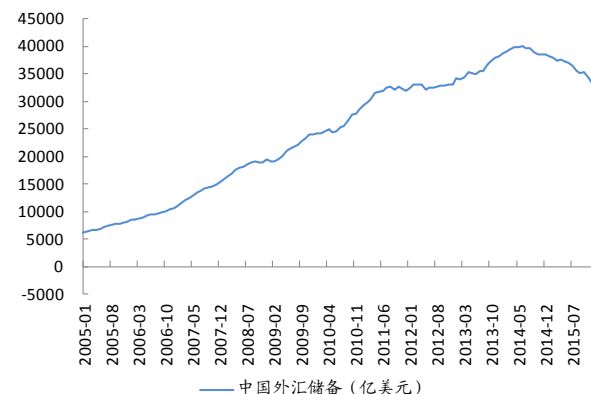
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8：2016 年 1 月人民币急贬



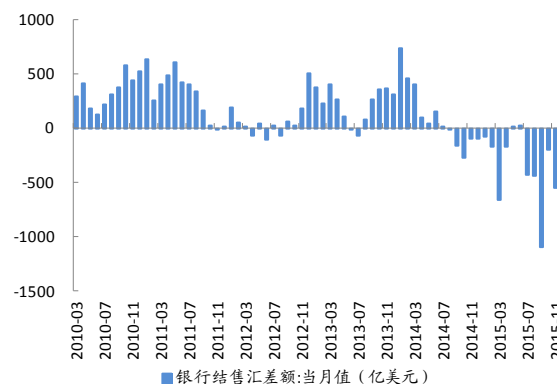
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：2015 年我国外汇储备出现趋势性下降



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：2015 年银行结售汇维持逆差趋势



来源：Wind，东兴期货研发中心

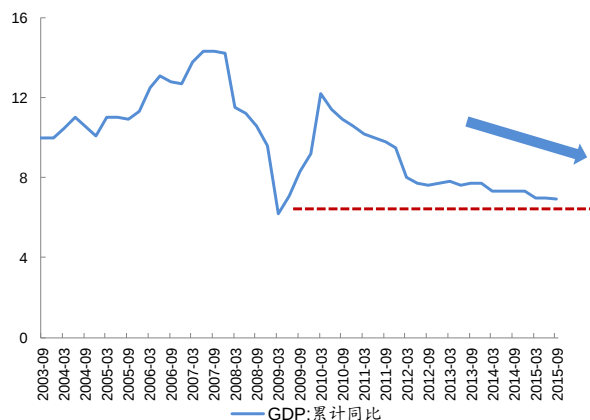
5、宏观基本面总结与 2016 年重点观测指标

2015 年社会总需求继续收缩，整体经济活跃度不及 2014 年。2016 年周期性行业面临出清，经济料继续震荡寻底。考虑到本届政府“2020 年 GDP 翻一番”目标，测算未来 5 年经济增速均值应不低于 6.5%，2016 年稳增长压力不减。（详见宏观年报）

稳增长政策料与供给侧改革形成博弈，经济能否形成真正的底部，要看过剩产能出清的节奏。我们认为经济底部的形成至少需要以下三个基本面条件：社会去库存基本完成（包括地产在内），局部工业行业盈

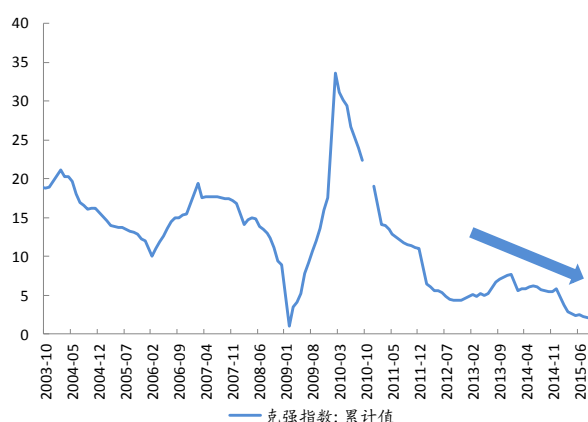
利能力好转、消费端保持回暖趋势。除了基本面指标以外，经济运行企稳也需要宏观层面配合，从这个角度可以重点关注信贷资产质押再贷款以及人民币汇率（离/在岸价差）等指标。

图表 11：2016 年经济运行压力不减



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12：克强指数尚未企稳



来源：Wind，东兴期货研发中心

二、资本市场估值与展望

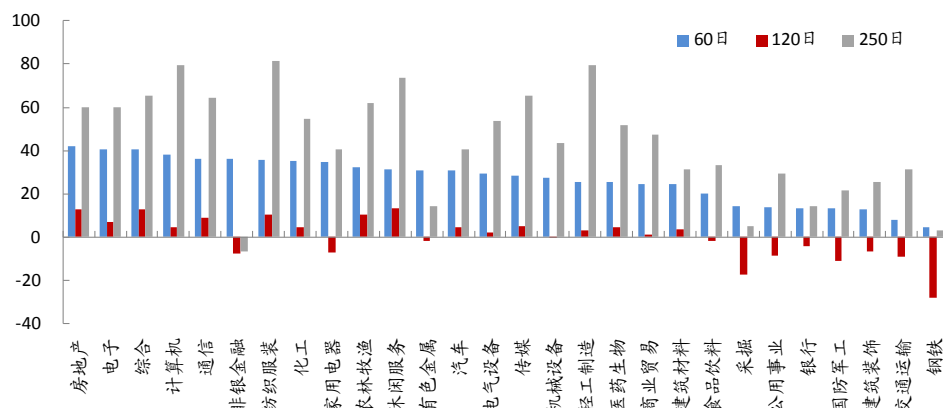
1、2015 年二级市场估值回顾

2015 年二级市场经历了过山车式行情，波动明显放大。上半年受益于降息周期、国企改革、政策红利等一系列条件催化，A 股延续了大级别牛市。6 月中旬起杠杆收紧泡沫破灭，市场开始痛苦的牛熊切换。四季度随着货币政策的释放，市场展开存量资金博弈，板块分化，整体走出猴市特征。

与 2014 年相比，2015 年各大指数估值均有所上升。上证 A 股估值涨幅 18.89%，上证 50 指数市盈率几无变化，创业板高估值格局没有发生改变，市盈率全年上升了 53.18%，领涨各大指数。

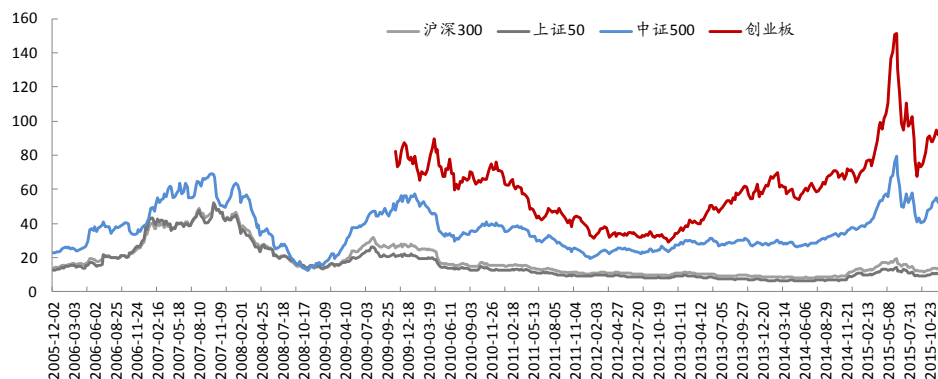
与港股相比，A 股延续了溢价趋势。回顾 2014 年行情启动之初，重要引爆点即为沪港通开启，折价近两成的 A 股有估值修复需求。2015 年 A/H 股价一直处于溢价区间，根据恒生溢价指数，A 股相对 H 股的加权平均溢价维持在 20%以上。该指数编制时两地股价均以美元折算，如果考虑港币盯住美元因素，剔除年内港币升值的影响，实际溢价水平可能更高。

图表 13: 2015 年行业阶段性表现 (涨跌幅%, 基准日期: 2015 年 12 月 25 日)



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 主要指数历年指数估值表现 (TTM 市盈率, 整体法)



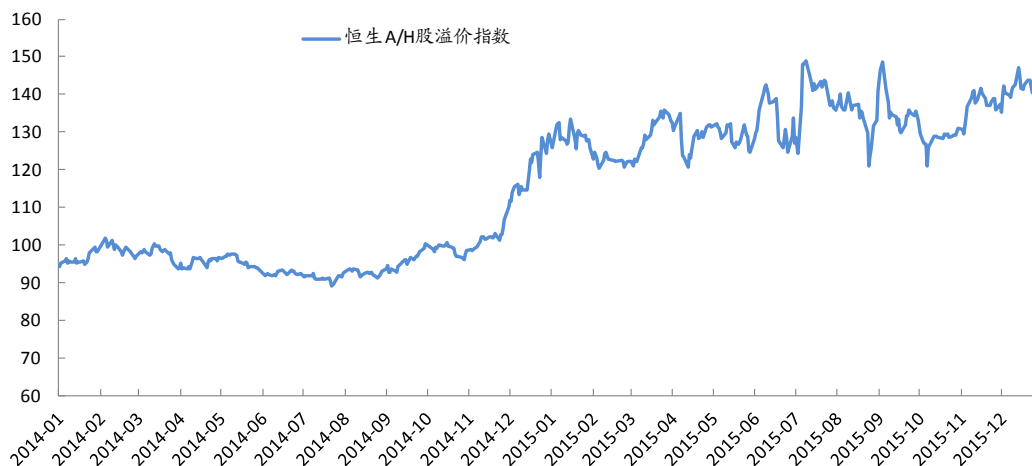
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 主要指数近两年估值比较 (TTM 市盈率, 整体法, 取年末值)

	上证A股	上证50	中证500	沪深300	创业板	中小板
2014	14.19	10.50	36.49	12.98	63.92	42.59
2015	16.87	10.68	55.55	14.00	97.91	64.19
估值变化	18.89%	1.71%	52.23%	7.86%	53.18%	50.72%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16：2015 年 A 股始终处于溢价区间



来源：Wind，东兴期货研发中心

2、2015 年二级市场估值变化影响因素

2015 年经济增速下行趋势明显，基本面明显弱于 2014 年，然而二级市场走出长达三个季度的牛市格局，估值底部也有明显抬升。影响估值的三个主要因素分别为无风险收益率、企业盈利能力以及预期，其中无风险收益率和盈利决定企业价值，预期决定价格偏离价值的程度。鉴于预期是不可测因素，我们主要从前两个因素着手，依次估算影响情况。

无风险收益率：降息周期带来的估值提升

根据绝对估值模型可知，无风险收益率主要影响贴现水平。为方便测算，此处假设全市场为一个整体。2014 年四季度至今，央行共进行了 6 次降息以及 5 次降准，一年期基准贷款利率从 6.15% 降至 4.75%。采用固定增长股利贴现模型，公式如下：

$$\text{股价} = \text{预期分红} / (\text{要求回报率} - \text{红利增长率})$$

其中，要求回报率即无风险收益率。

根据图表 15，如果股息增长率保持不变，无风险收益率的变化可以对估值形成 29.47% 的提升。如果参考 2014 年全行业股息增长率，估值的合理升幅是 27%。如果参考近两年平均股息增长率，估值的合理升幅是 56.88%。

2014 年上证指数估值底部在 2000 点附近，假定该点位代表的企业盈利以及预期水平不发生任何改变，降息周期带来的估值变化可以使得指数估值底部回升至 2540 点。如果年内股息增长率出现小幅回升，那么估值底部会相对更高，参考 2013 至 2014 年平均水平，指数合理估值底部在 3138 点。

企业盈利：经济运行寻底，营业利润同比增速回落

目前基本面寻底的大趋势不变，从数据也可以看出，上市企业营业收入以及营业利润同比增速均处于下跌通道。据此判断，2015 年企业盈利能力对于企业估值没有正面带动作用。

总结而言，2016 年经济增长将大概率继续下行，企业盈利环境难有本

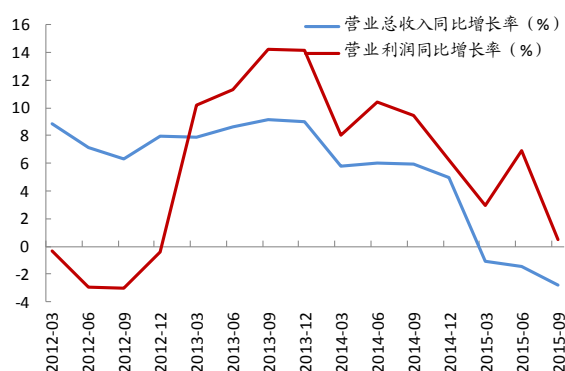
质改善。货币宽松政策料延续，但是降准空间大于降息。降息幅度及次数有限，意味着无风险收益率下降带来估值增加的边际效应递减，估值底部抬升的力度预计不如 2015 年。

图表 17：测算无风险收益率下降对估值的影响

板块	2014年净利润增长率	当期分红d	2014年股息增长率	2014估值	2015估值	估值变化
理想假设（以云南白药为例）	27.00%	0.50	0.00%	8.13	10.53	29.47%
全行业	6.26%	0.1626	-0.42%	2.46	3.13	27.07%
板块(均值)	近两年行业净利润平均增长	当期分红d	股息增长率两年均值	2014估值	2015估值	估值变化
理想假设（以红日药业为例）	31.00%	0.10	0.00%	1.63	2.11	29.47%
全行业	10.40%	0.1626	2.29%	4.31	6.76	56.88%

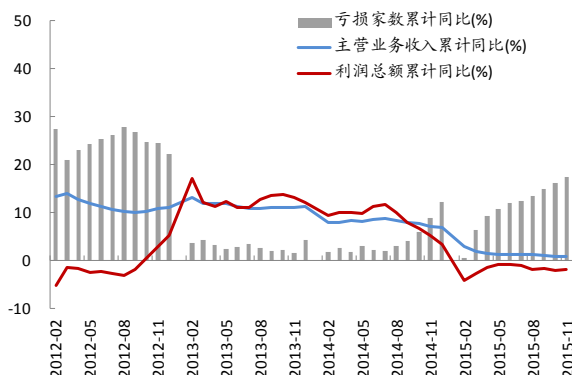
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：2015 年 A 股全市场营业利润水平下滑



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：2015 年规模以上工业企业亏损家数递增



来源：Wind，东兴期货研发中心

3、2016 年二级市场观测指标：宽融资，紧杠杆

自上而下梳理政策可以发现，2016 年股票市场建设的核心在于完善融资功能。领导层 11 月对于资本市场提出了明确要求，要加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场。其中，“融资功能完备”放在了首要位置。

梳理 2016 年 A 股市场影响估值水平的观测指标如下：

（1）注册制首发时间。A 股之所以长期估值偏高，根本原因在于上市困难，资源稀缺产生了“壳价值”。注册制的出台意味着“壳价值”被削弱，在中长期甚至消失，二级市场估值料逐步回落。

（2）新股发行速度。目前 IPO 排队企业超过 660 家，根据证监会态度，注册制出台以后，预计核准制依然在相当长的时间内与之并行。如果新股发行速度过快或者规模过大超过市场的融资能力，A 股或面临流动性压力。

（3）新股中签率的变化。2014 年 1 月 IPO 重启，此后网下中签率均低于 5%。随着股市走强，2014 年下半年至今中签率维持在 2% 以下，最低曾到达 0.13%。然后回顾历史数据，A 股市场也曾经历破发潮，2011 年 1-6 月份上市的 167 家公司中，首日破发的公司多达 64 家，占 IPO

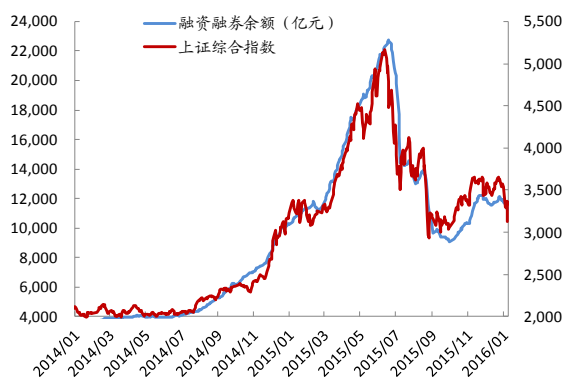
数量的 38%。与此对应，当时上市个股的平均市盈率同比也明显下降，创业板发行平均市盈率同比下降了 16.7%。预计注册制出台以后，新股首发市盈率的行政监管料放松，回归市场定价模式。新股中签率可作为估值变化的间接参考指标，与估值变化负相关。

(4) 市场杠杆率指标。本轮牛市自 2014 年 7 月启动，期间伴随着两融业务的急速增长，峰值时期融资融券余额达到 2.3 万亿元，规模在 A 股总流通市值中占比 7.34%。2015 年下半年场内场外经历了惨烈的去杠杆过程，两融规模腰斩。近期决策层已明确指出直接融资的重要性并将股市摆在首位，这意味着未来场内杠杆有序放开以补充流动性的可能性增加。如果场内杠杆放松监管，流动性料推升整体估值。

(5) 多层次融资市场的搭建速度。目前科创板已经上线，未来新三板、科创板、战略创新板将成为不同层次融资平台。根据图表 22、图表 23 可以看出，沪深两市行业分布与股转系统有较大差异，股转系统信息技术公司占比高达三成，企业活力明显优于主板。

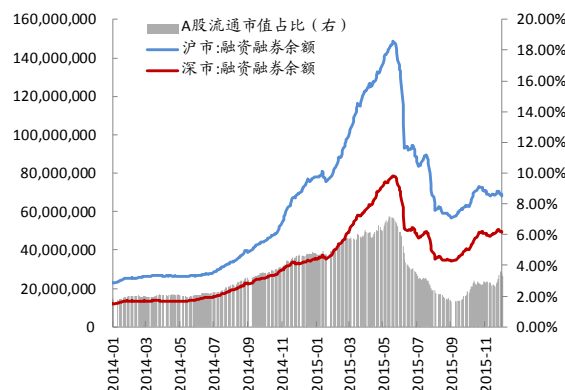
(6) 监管整顿力度以及退市政策出台时间。

图表 20: 本轮牛市诞生于流动性释放



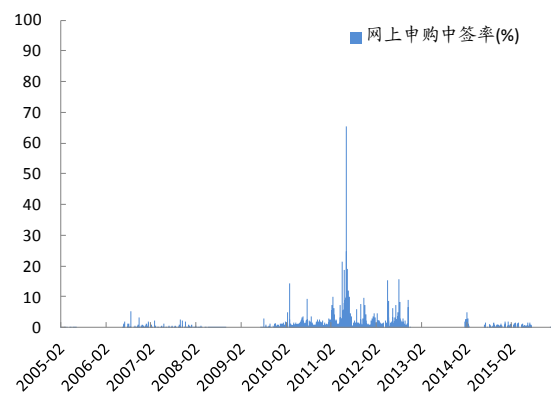
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 两融数据与市值水平呈正相关



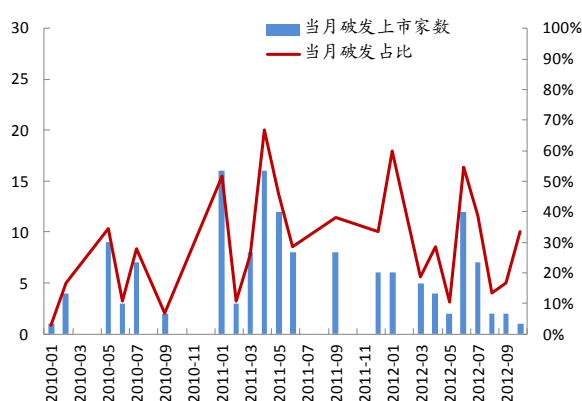
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 22: 历年网上申购中签率对比



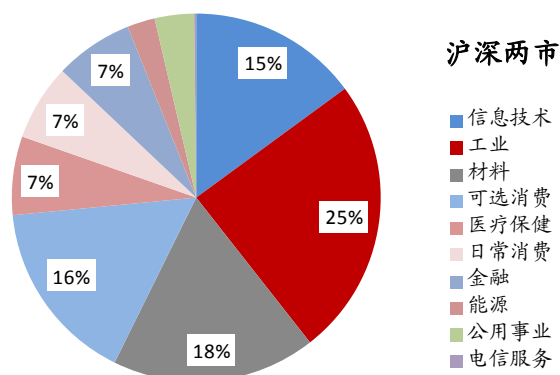
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 23: 新股历年破发情况



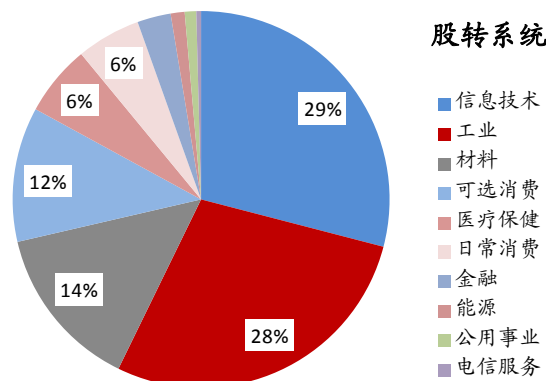
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 24：沪深两市上市企业行业分布



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 25：新三板上市企业行业分布



来源：Wind，东兴期货研发中心

4、2016 年二级市场趋势与投资展望：自下而上寻找机会

2016 年货币政策料延续对冲式宽松,降准空间较大但是降息空间有限,基准利率下降引起的估值回升边际效应递减。结合无风险收益以及企业盈利能力,判断 2016 年上证指数公允价值区间(即合理底部区间):2800-3200。

2016 年供给侧改革深化,三驾马车中投资难免继续寻底,消费料成为生力军。落实到资本市场,自上而下的传统思路将面临挑战。对此,我们采用自下而上梳理的方式,得出可能受益于经济转型以及消费回升的行业如下:医疗保健、食品饮料、智能制造、互联网布局及网络工程、文化传媒、新能源车。自上而下选择可能受益于财政定向投放的行业包括:基建中的海绵城市、市政管网建设和配电设施,以及军工中的科研院所整合、航母材料、飞机导弹、军民转移。除了这两类以外,金融板块中保险料继续受益于降息周期,而自身弹性较大的券商料受益于资本市场多层次建设以及中长期创新发展。

附录 1：利率决议及风险事件时间表（当地时间）

日期	数据及事件	日期	国家	事件
01-21	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2016-02	伊朗	议会选举
01-27	美联储利率决议	2016-03	中国	两会（全国人民代表大会、政治协商会议）
03-10	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2016-04	韩国	议会选举
03-16	美联储利率决议，耶伦讲话	2016-07	日本	参议院选举
04-21	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2016-09	俄罗斯	杜马选举
04-27	美联储利率决议	2016-11	美国	总统大选
06-02	欧洲央行利率决定，德拉基讲话			
06-15	美联储利率决议，耶伦讲话			
07-21	欧洲央行利率决定，德拉基讲话			
07-27	美联储利率决议			
09-08	欧洲央行利率决定，德拉基讲话			
09-21	美联储利率决议，耶伦讲话			
10-20	欧洲央行利率决定，德拉基讲话			
11-02	美联储利率决议			
12-08	欧洲央行利率决定，德拉基讲话			
12-14	美联储利率决议，耶伦讲话			

附录 2：中国数据时间表（或有微调）

序号	内容	日期	公布机构
1	国民经济运行情况新闻发布会	01-19/04-15/07-15/10-19	国家统计局
2	2015 年国民经济和社会发展统计公报	2-29	国家统计局
3	季度累计主要行业增加值	01-20/04-16/07-16/10-20	国家统计局
4	财新制造业采购经理人指数 PMI	每月 1 日左右公布制造业 PMI，3 日公布服务业 PMI。目前已取消预览值，仅公布终值。	财新与 Markit 公司
5	官方制造业采购经理人指数 PMI	每月 1 日	国家统计局
6	官方非制造业采购经理人指数 PMI	每月 1 日	国家统计局
7	居民消费价格指数（CPI）	01-09/02-18/03-10/04-11/05-10/06-09/07-10/08-09/09-09/10-14/11-09/12-09	国家统计局
8	工业生产者价格指数（PPI）	01-09/02-18/03-10/04-11/05-10/06-09/07-10/08-09/09-09/10-14/11-09/12-09	国家统计局
9	规模以上工业生产月度报告	01-19/03-12/04-15/05-14/06-12/07-15/08-11/09-12/10-19/11-12/12-12	国家统计局

10	固定资产投资（不含农户）	01-19/03-12/04-15/05-14/06-12/07-15/08-11/09-12/10-19/11-12/12-12	国家统计局
11	民间固定资产投资	01-19/03-12/04-15/05-14/06-12/07-15/08-11/09-12/10-19/11-12/12-12	国家统计局
12	房地产投资和销售情况	01-19/03-12/04-15/05-14/06-12/07-15/08-11/09-12/10-19/11-12/12-12	国家统计局
13	社会消费品零售总额	01-19/03-12/04-15/05-14/06-12/07-15/08-11/09-12/10-19/11-12/12-12	国家统计局
14	70个大中城市住宅销售价格	01-18/02-26/03-18/04-18/05-18/06-18/07-18/09-19/10-21/11-18/12-19	国家统计局
15	工业经济效益月度报告	每月 27 日（2 月不公布）	国家统计局
16	货币供应量及社会融资规模统计	每月 10-12 日公布，具体需参考《2016 年金融统计数据公布时间表》（目前尚未公布）	央行
17	进出口贸易帐	每月 8 日-12 日公布，具体需参考《2016 年中国海关统计数据发布时间表》（目前尚未公布）	海关总署
18	规模以上文化及相关产业生产经营	4-29/7-29/10-31	国家统计局

附录 3：美国数据时间表（或有微调）

类别	内容	公布时间	公布机构
各项领先指标	月度采购经理人指数	每月最后一个工作日	芝加哥联储
	月度非制造业指数	每月第三个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业指数	每月第一个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业 PMI 初值	每月第四周	Markit
	月度制造业 PMI 终值	次月 1 日	Markit
	周度领先指标	每周五	美国经济周期研究所 (ECRI)
	月度消费者信心指数	每月最后一周的周二	咨商会
	月度消费者信心指数初值/终值	每月第二周周五/第四周周五	密西根大学
	月度房屋开工/营建许可	报告当月结束后第四周	美国商务部
GDP 及经济展望	褐皮书	每次美联储会议前两周的周三	美联储
	季度国内生产总值 (GDP) 初值	每年 1、4、7 和 10 月第四周的周五	美国商务部
	季度国内生产总值 (GDP) 终值	每年 3、6、9 和 12 月第四周的周四	美国商务部
就业	月度非农就业人口 / 失业率	每月第一周周五	美国劳工部

	周度初请失业金	每周四	美国劳工部
房地产	月度营建支出	每月第一个工作日	美国商务部
	月度 10 座及 20 座大城市房价指数	每月最后一周	标准普尔 (S&P) 与 Case Shiller
	月度房屋市场指数	每月中旬	全美住宅建筑商协会 (NAHB)
	月度新屋销售	报告当月结束后第四周	美国商务部
	月度成屋销售	报告当月结束后 4-5 周	全美不动产协会 (NAR)
物价指数	月度生产者物价指数 (PPI)	每月第二周	美国劳工部
	月度消费者物价指数 (CPI)	每月第二至三周	美国劳工部
消费	月度个人收入/支出	报告月结束后第四周	美国商务部
	月度消费信贷	报告月份结束后 5-6 周	美联储
	月度零售销售	每月第二周	美国商务部
	月度贸易帐	每月第二周	美国商务部
货币及财政	周度货币供给	每周四	美联储 (FED)
	周度外国央行持有美债数量	每周四	美联储 (FED)
	月度国际资本流动	每月 15 日	美国财政部
	月度预算报告	每月第 8 个交易日	美国财政部
制造业	月度工业生产/产能利用率	每月 15 日	美联储
	月度耐用品订单初值	报告月份结束后 3-4 周	美国商务部
	月度耐用品订单终值	报告月份结束后第二月的第一周	美国商务部
	月度批发库存	每月结束后第六周	美国商务部
	月度企业库存/销售额	每月结束后的第六周	美国商务部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，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“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。