

张希

高级研究员，期货执业证书编号 F0283816
zhangxi@dxqh.net

董彬婕

研究员，期货执业证书编号 F3021841
dongbj@dxqh.net

基本面博弈流动性， 期指谨慎持多

观点要点：

- 四季度开局持续回暖，经济运行保持前期惯性。大型企业拉动制造业扩张，地产整体料进入拐点。
- 时值年末，年终结算、元旦以及春节因素累加，短端流动性难有缓解，对于资本市场存在一定的潜在压制。另一方面，数据与消息均显示央行旨在纠正银行间期限结构错配，在关键事件结点依旧会适当投放流动性，中长端流动性无虞
- 受到供给侧改革以及总需求刺激双重影响，周期性行业扭亏，基本面阶段性回稳。两市在 11 月 29 日创年初熔断以来新高，市场活跃度明显上升。
- 期指重回升水，意味着市场情绪偏强，鉴于年末资金面难有明显释放，需要警惕流动性收紧超预期带来的短期波动。12 月风险事件较为集中，中下旬国内将召开中央经济工作会议，建议持仓以 IF、IH 为主，谨慎者可前多减仓，等待会议进一步指引。

正文目录

一、经济基本面回暖	3
1、经济运行总体回暖, 地产销售出现拐点	3
2、CPI或继续小幅回升, 间接限制货币政策可操作空间	5
3、工业企业利润保持回升, 主要仍集中在上游	6
4、流动性: 短端利率抬升, 中长期流动性无虞	8
二、期指: 重回升水, 关注中央经济工作会议指引	9
附: 相关数据及事件公布时间表	10

基本面博弈流动性，期指谨慎持多

经济基本面继续回暖，地产局部出现拐点特征，工业企业保持盈利。11月、12月物价指数小幅回升，年内通胀水平可控。流动性收短放长，短期资金面持续偏紧。期指IF重回升水，市场情绪偏强，警惕资金面收紧带来的冲击，谨慎者可降低仓位多单持有，关注中下旬中央经济工作会议。

一、经济基本面

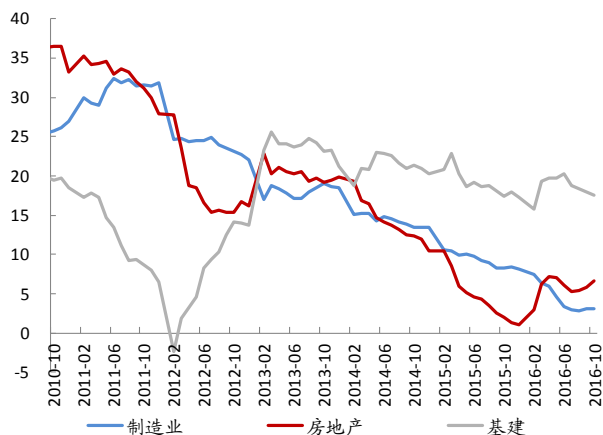
1、经济运行总体回暖，地产销售出现拐点

四季度开局持续回暖，经济运行保持前期惯性。10月固定资产投资增速小幅上涨，分项中制造业投资增速3.1%，基建投资增速17.59%，地产投资增速6.6%。考虑到发改委11月密集批复项目以及铁路投资计划赶工，年底基建增速有望回升。10月民间投资增速持续回升至2.87%，连续三个月回升。

特别值得注意的是地产，十一假期以来地产调控加码，近期上海、天津也出台了最新的限贷政策，年内抑制房价泡沫基调已十分明确。从最新的30大中城市商品房成交面积来看，近两月销售数据出现明显回落，并且二线城市受到的冲击最大。鉴于地产投资通常有6-9个月的时滞，预计投资增速在明年二季度初走弱，届时地产分项的缺口需要基建以及制造业来补足。

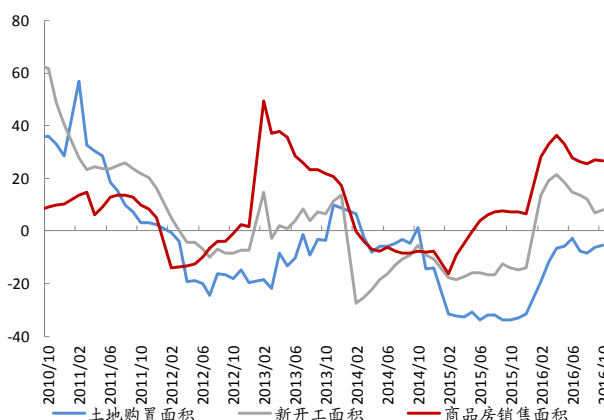
四季度制造业保持景气度，11月PMI上升至51.7，创近两年新高。分项中内需依旧是主导，11月新订单保持强劲，新出口订单小幅回升重回荣枯线之上。从企业规模看，10月大型企业PMI升至年内新高53.4，中型企业PMI重回扩张，小型企业继续处于收缩阶段。从采样的区别来看，中小企业官方表现与财新PMI相吻合，小企业好转不明显，制造业主要受大型企业拉动。

图表 1：地产投资回升缺乏后续动能



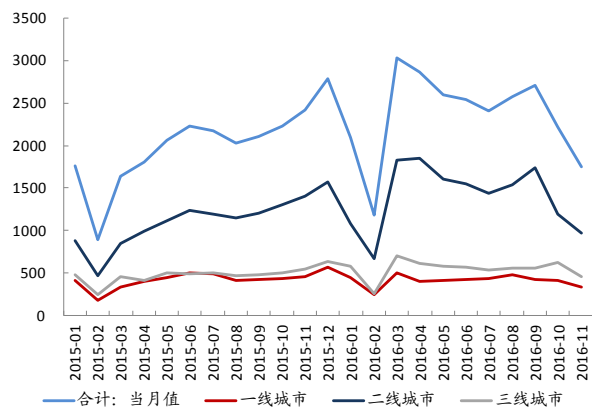
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：房地产销售面积拐点出现

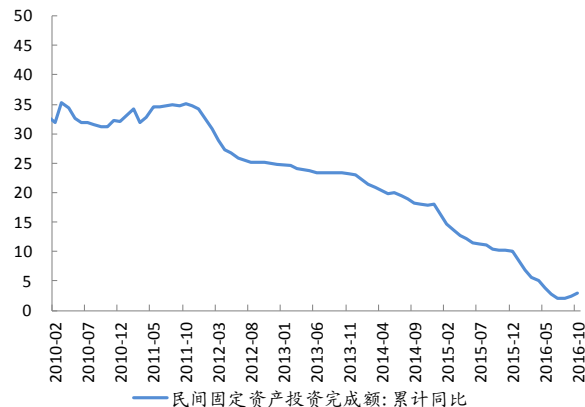


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3: 11 月 30 大中城市商品房成交面积明显下滑 图表 4: 民间固定资产投资略有回升

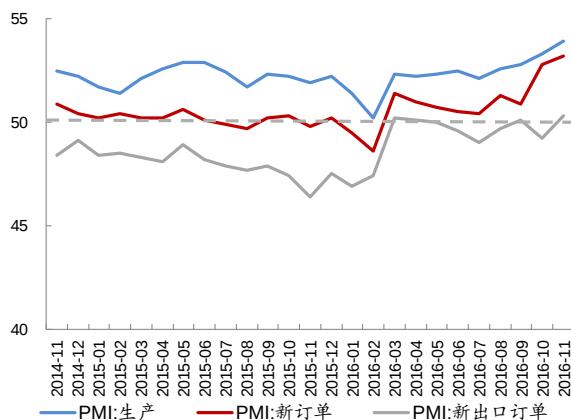


来源: Wind, 东兴期货研发中心



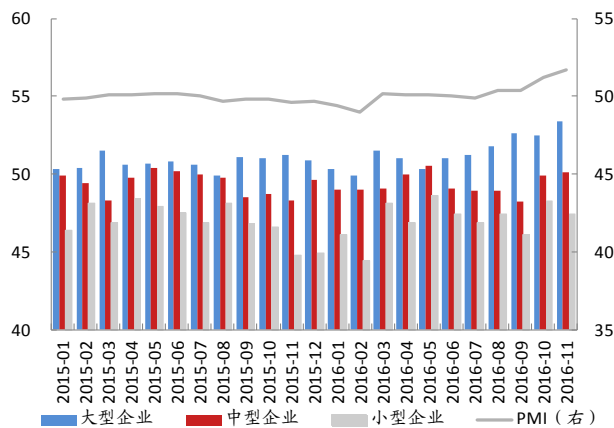
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 11 月官方 PMI 表现强劲



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 大型企业保持扩张



来源: Wind, 东兴期货研发中心

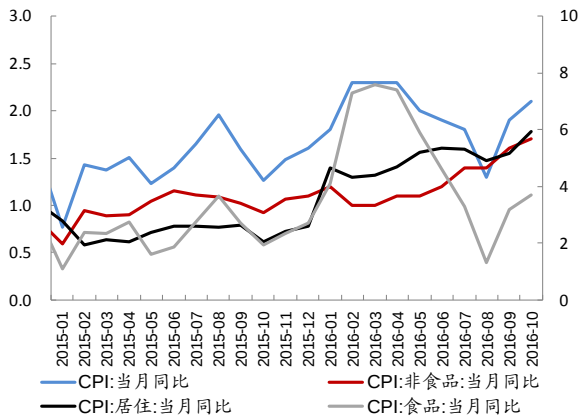
2、CPI 或继续小幅回升，间接限制货币政策可操作空间

三季度以来，CPI、PPI 剪刀差持续收窄。一方面，从数据上看，本轮猪周期升幅较以往低，加上年内原油价格处于大周期相对底部区间，因此 CPI 短期没有大幅度上升。另一方面，供给侧改革使得大宗商品尤其是黑色有色上游价格强势反弹，带动 PPI 四年多来首次回正。分行业看，10 月煤炭开采和洗选业价格同比上涨 15.4%，黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工、石油加工业价格同比分别上涨 13.1%、3.7%和 3.6%，石油和天然气开采业价格同比由降转升上涨 2.0%，合计影响 PPI 同比上涨数值 1.4%，是带动 PPI 同比上涨的主要因素。尽管监管层实施了行政控制，但是受到供需不平衡以及本身低基数的影响，价格走势难以发生根本性扭转，PPI 料继续保持回升。

近期 CPI 的特点在于，食品价格按照自身周期正常起落，同时非食

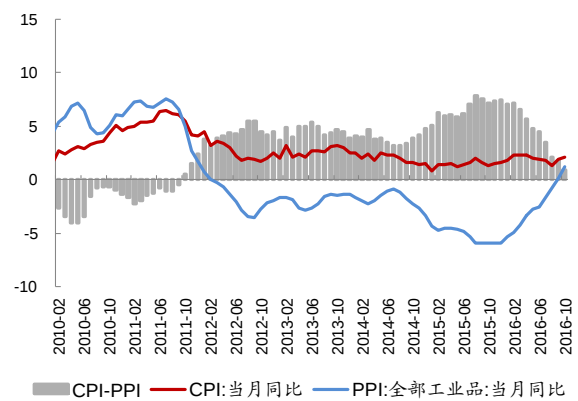
品价格单边上升。这里不得不提 PPI 端的传导作用，通常来说受到采样权重的影响，PPI 对于 CPI 的直接传导被削弱了，但是实际数据显示能源价格等非食品项目的回升使 CPI 持续存在上升压力。加上从旬度数据来看，11 月食品价格也企稳回升，因此整体 CPI 继续小幅回升概率较高。物价指数与货币政策息息相关，通胀数据一旦超过 2.5% 趋近 3%，货币政策可操作空间就会更加受到压制，不利于当前经济运行的恢复。

图表 7：非食品价格年内持续回升



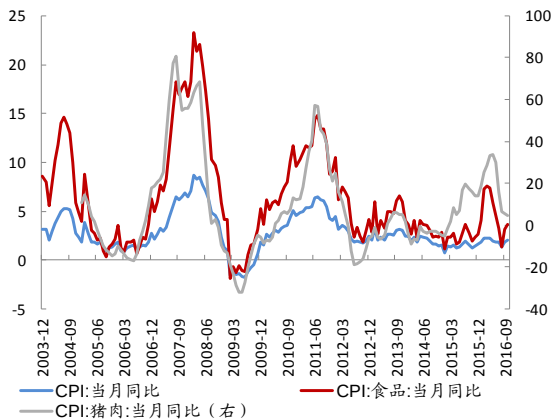
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8：CPI、PPI 剪刀差进一步收窄



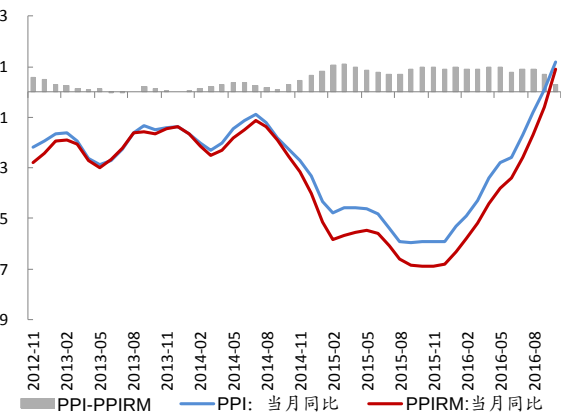
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：猪周期幅度不及以往



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：PPI 与 PPIRM 持续回升



来源：Wind，东兴期货研发中心

3、工业企业利润保持回升，主要仍集中在上游

10 月工业企业利润继续回升，规模以上工业企业利润累计同比增长 8.6%。10 月主营业务收入累计同比增长 3.9%，主营业务成本累计同比增长 3.7%，4 月以来持续保持收入大于成本增速的状态。两项利润指标均保持回升，但是毛利增速回升力度大于利润总额，原因主要在于 10 月企业三费增速从低点小幅上升，其中财务费用同比继续

下降的幅度变小。

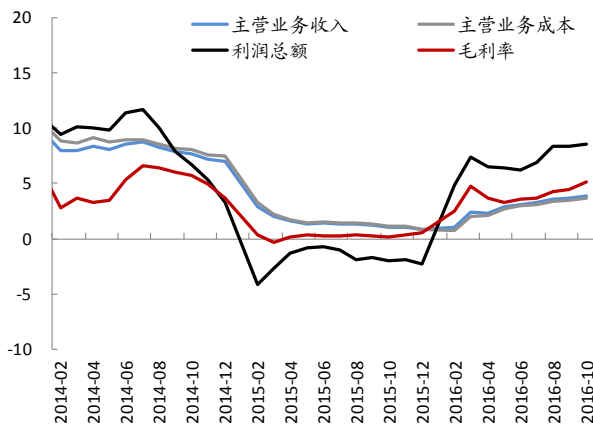
选取前十大工业行业测算，10月汽车制造、黑色金属冶炼和压延加工、非金属矿物制品以及有色金属冶炼和压延加工4个行业保持了毛利和利润同比连续两个月回升，主要的景气行业依然集中在上游。

图表 11: 10月工业企业毛利、利润同比连续回升的行业主要集中在上游

9月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	
汽车制造	✓	✓	✓	✓
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	✓
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓			
医药制造业	✓	✓	✓	✓
10月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	
汽车制造	✓	✓	✓	✓
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	✓
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓		✓	
医药制造业	✓		✓	✓

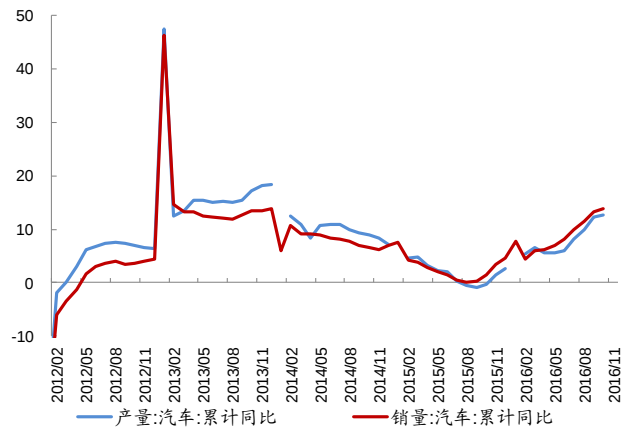
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 工业企业利润率保持回升(均为同比)



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 10月汽车行业产销均保持回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

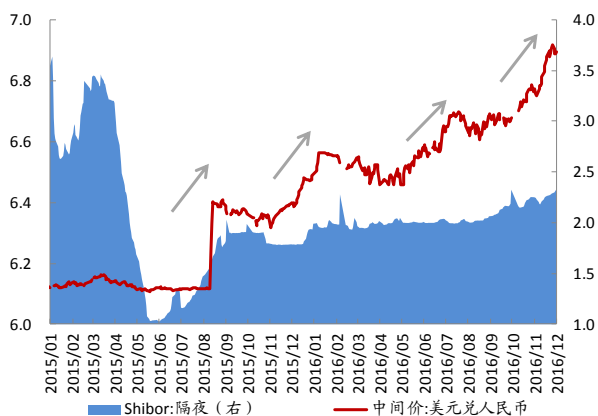
4、流动性：短端利率抬升，中长期流动性无虞

11月货币市场两大现象，一是美元在大选落地后表现强势，相对的其他币种均出现明显贬值，人民币开启年内第四次急贬；二是国内短端利率持续升高，资金面紧张程度逼近国庆前。前者尽管时点提前，但是基本符合预期，因为12月美联储加息为大概率事件，人民币包括其他币种均有相应的贬值需求。后者短端流动性的收紧，以至于国债收益率整体抬升，幅度以及持续时间均超预期。

从时点来看，这次短端利率上升叠加了债市楼市降杠杆的诉求，但种种迹象表明央行是在抑短放长。数据显示，央行对金融机构开展中期借贷便利(MLF)操作共7390亿元，其中期限6个月4095亿元、1年期3295亿元，利率分别为2.85%、3.0%，扣除收回到期的1150亿元，净投放超过6000亿。从基础货币余额对应来看，年内外汇储备加上公开市场操作的金额整体是回升的，中长端资金无虞。消息面上，央行各地分支行日前已陆续对部分商业银行“窗口指导”，主要内容为“减少短期期限的同业拆借，不要过度推高市场利率。有必要可向央行申请SLF”。数据与消息均说明央行旨在纠正银行间期限结构错配，在关键事件结点依旧会适当投放流动性。

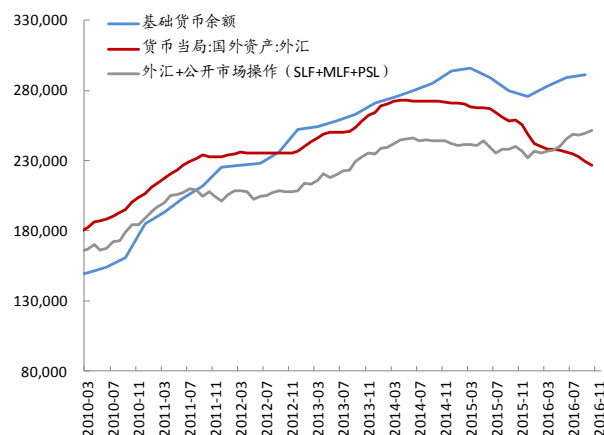
时值年末，年终结算、元旦以及春节因素累加，短端流动性难有缓解，对于资本市场存在一定的潜在压制。

图表 14：人民币年内第四次贬值



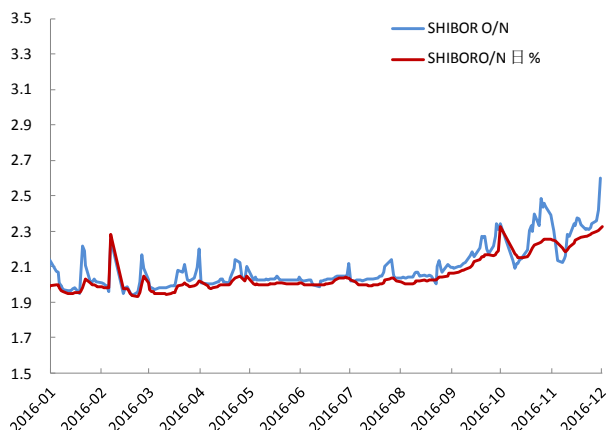
来源：WIND，东兴期货研发中心

图表 15：央行中长端流动性保持净投放



来源：WIND，东兴期货研发中心

图表 16：银行间短端利率持续抬升



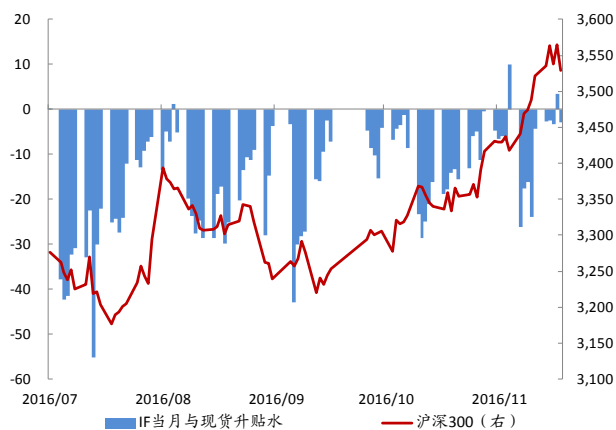
来源：WIND，东兴期货研发中心

二、期指重回升水，关注中央经济工作会议指引

二季度以来，受到供给侧改革以及总需求刺激双重影响，周期性行业扭亏，基本面阶段性回稳。两市在 11 月 29 日创年初熔断以来新高，市场活跃度明显上升。期指 IH12 首先恢复升水，随后 IF12 也恢复升水，IC12 贴水一度大幅度收窄。持仓方面，11 月合约交割以来，尽管整体持仓下滑，但是 IH 持仓量明显上升。当前期指制度规定非套保账户保证金比例高达 40%，套保账户仅为 20%，明显有利于套保仓位，IH 持仓上升间接意味着对应投资者的上证 50 指数现货头寸也在增加，与上证 50 指数走强相吻合。上证 50 与中证 500 比价也持续走强，主板明显强于创业板。

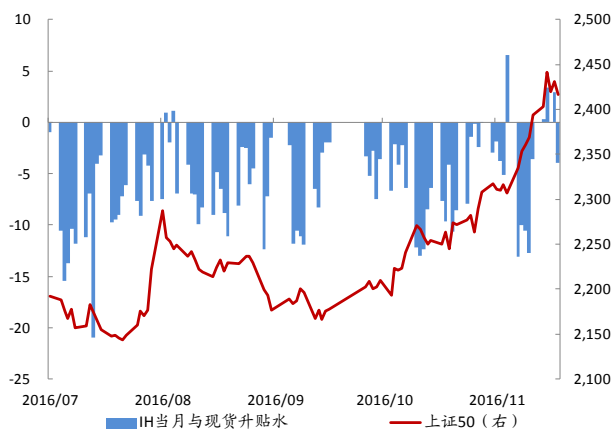
投资建议：期指重回升水，意味着市场情绪偏强，鉴于年末资金面难有明显释放，需要警惕流动性收紧超预期带来的短期波动。12 月风险事件较为集中，中下旬国内将召开中央经济工作会议，建议持仓以 IF、IH 为主，谨慎者可前多减仓，等待会议进一步指引。

图表 17：期指 IF 当月一年半来首次重回升水



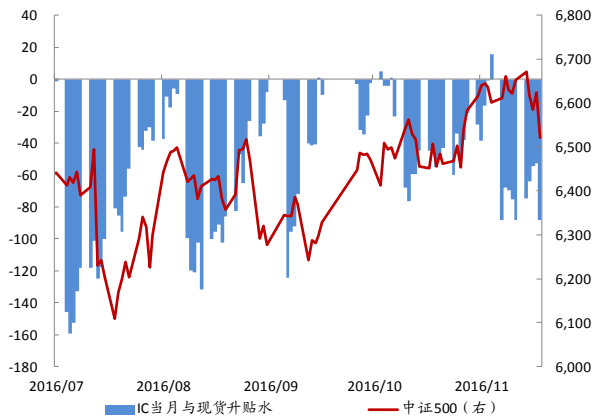
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：IH12 领先出现升水



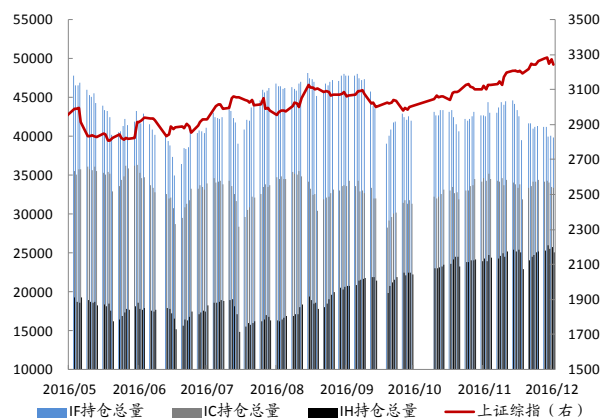
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IC12 继续贴水



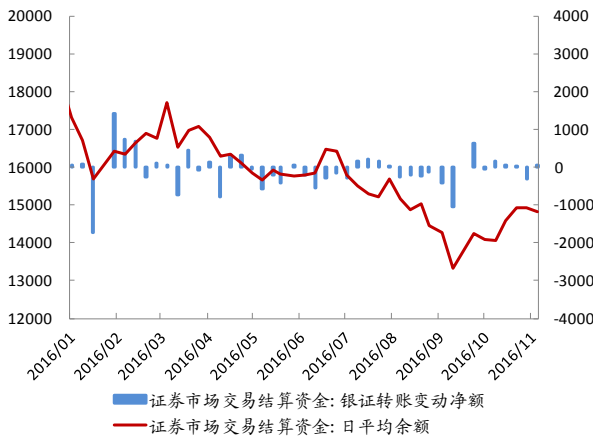
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指总持仓下滑



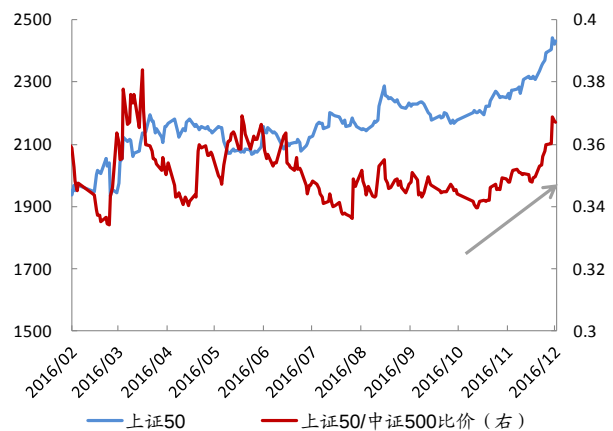
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: BDI 低迷, 外需不济



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图表 22: 12 年进出口大幅下滑, 年末超预期改善



来源: WIND, 东兴期货研发中心

附: 相关数据及事件公布时间表

日期	国家	事件	市场影响
12 月 4 日	意大利	意大利举行宪法改革全民公投	高
12 月 8 日	欧盟	欧洲央行公布利率决定	高
12 月 15 日	美国	美联储公布利率决定、主席耶伦发表讲话	高
12 月中下旬	中国	中央经济工作会议	高

日期	数据	公布机构	时间（北京时间）	市场影响
12月1日	中国11月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	9:00	高
12月1日	欧元区11月Markit制造业PMI终值	Markit公司	17:00	高
12月1日	美国11月Markit制造业PMI终值	Markit公司	22:45	高
12月2日	美国11月失业率与非农就业数据	美国劳工统计局	20:30	高
12月6日	欧洲区三季度GDP年率终值	欧盟统计局	18:00	高
12月7日	中国11月贸易帐	海关总署	10:00	高
12月9日	中国11月CPI年率、PPI年率	国家统计局	9:30	高
12月13日	中国1-11月宏观经济数据（工业增加值，固定资产投资，房地产投资及社会消费品零售总额）	国家统计局	10:00	高

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。