



宏观策略半年报

期货研究报告

2017 年 6 月

宏观策略

研发中心

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

经济扩张放缓，流动性或达拐点

观点要点：

- 二季度经济基本面平稳趋缓，工业企业利润增长有所加快。三驾马车中，对外贸易由于本身比重过低，难以形成明显拉动；地产销售面积数据显示地产投资有下行压力，预计下半年整体投资难有亮点；受网络零售带动，终端消费或呈现前低后高的格局。
- 今年以来，财政政策持续加码，国务院四次常务会议通过多项减税降费措施。整体来看，上半年财政盈余 756.16 亿元。值得关注的是，2017 年财政预算赤字率拟按 3% 安排，即财政赤字 2.38 万亿元，比去年增加 2000 亿元，由此可见，下半年财政支出仍有较大空间。
- 2017 年上半年，中国央行连续两次上调逆回购利率，相当于在金融市场中变相加息，货币政策持续偏紧，但经济基本面并不支持货币政策继续收紧，预计下半年货币政策将维持不紧不松、相机而动的格局。短期来看，季末流动性有所改善，资金面形成“钱荒”的概率较低。中长期来看，由于近期经济基本面稳中趋缓，通胀预期平稳，货币政策继续收紧的可能性不大，料下半年货币政策保持稳健，维持流动性紧平衡。
- 6 月 20 日，A 股成功纳入 MSCI 新兴市场指数，初期流入资金在 170 亿到 180 亿美元左右，中国资本市场将有所提振，但短期影响有限。上半年自 4 月起金融监管趋严，两市高位跳水创年内新低；5 月两市维持一九分化格局；6 月，市场风险偏好逐渐有所回升，月底流动性有所改善，两市低位反弹。操作方面，鉴于金融去杠杆力度调整，时段拉长，年中市场流动性料平稳过渡，建议 IH、IF 谨慎偏多思路。

正文目录

一、基本面：三驾马车普遍回落，经济基本面平稳趋缓	3
1、工业增速回落，经济高点或已现	3
2、三驾马车：地产投资难以持续，消费或呈前低后高趋势	3
二、国内政策：财政支出存在空间，货币政策相机而动	5
1、财政政策：上半年财政盈余，下半年财政支出存在空间	5
2、货币政策：不紧不松，相机而动	6
三、股指：年中流动性料平稳过渡，期指弱势反弹	7
附：相关数据及事件公布时间表	9

经济扩张放缓，流动性或达拐点

二季度经济基本面平稳趋缓，工业企业利润增长有所加快。下半年，经济增速或有所回落，财政支出空间仍较大，货币政策保持不紧不松，相机而动。年中市场流动性料平稳过渡，建议 IH、IF 谨慎偏多思路。

一、基本面：三驾马车普遍回落，经济基本面平稳趋缓

1、工业增速回落，经济高点或已现

2017 年 1 季度 GDP 增速达到 6.9%，创一年半反弹新高，从经济构成来看，交通运输、仓储和邮政业以及批发和零售业在一季度中对 GDP 的贡献度较前值有明显的增加，分别从 4.3%、9.6%增至 6.1%、11.6%。二季度初经济出现温和回落，4 月工业增加值从 7.6%骤降至 6.5%，PMI 数据高位回落 0.6 个百分点，但 5 月工业增速和 PMI 均与前值持平。PMI 主要分项中，生产、产成品库存、采购量、进口和购进价格均有所回落，其中产成品库存降幅最显著，当前市场需求并不弱。从企业规模来看，大型企业 PMI 回落 0.8 个百分点，小型企业上升 1 个百分点，为近五年首次进入扩张区间，由此可见，企业需求也在不断改善。从主要工业品产量增速来看，发电耗煤增速从 3 月开始见顶回落，连续两个月下降。从工业生产来看，考虑到去年 6 月发电增速的高基数效应，预计年内经济同比增速高点已现。

2、三驾马车：地产投资难以持续，消费或呈前低后高趋势

一季度经济增长表现强劲，二季度经济出现温和性回落，三驾马车增速普遍出现回落。虽然地产销售尚未完全传导到投资端，但全国固定资产投资已显现回落趋势，消费整体表现平稳。

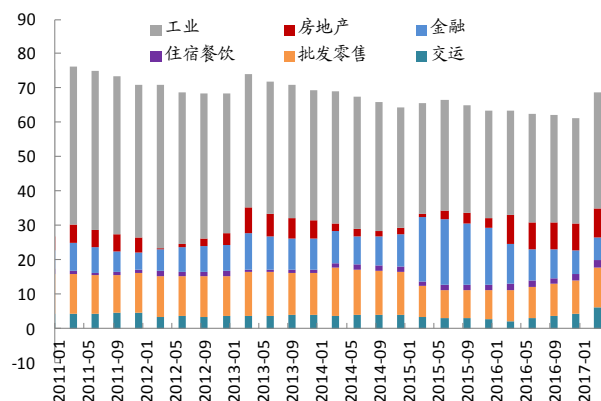
1-5 月全国固定资产投资同比增长 8.6%，增速较 1-4 月回落 0.3 个百分点。从三大投资构成来看，制造业投资增速有所提高，同比增长 5.1%，环比提高了 0.2 个百分点，同比提高了 0.5 个百分点，对投资增长贡献率为 19.6%，拉动投资增长 1.7 个百分点；基础设施投资高位运行，同比增速 20.9%，同比提高 0.9 个百分点，占投资比重较去年同期提高 2.2 个百分点，对全部投资贡献率为 45.6%，拉动投资增长 3.9 个百分点；房地产开发投资增速有所回落，商品房待售面积持续减少，1-5 月房地产开发投资同比增长 8.8%，较前值回落 0.5 个百分点。值得注意的是，地产销售已连续 3 个季度大幅下滑，由于滞后因素，下半年地产销售对地产投资的影响将逐渐显现，加上棚改货币安置化的贡献开始下降，料投资短期企稳，长期难以持续。今年，国家大力支持基建项目，拓宽融资渠道开展“一带一路”建设、PPP 项目投资，旨在对冲房地产下行风险。另外，雄安新区核心城区规划将在 9 月出炉，料下半年基建投资维持高位。

5月社会消费品零售同比增速与4月持平，累计增速小幅回升。其中全国网上零售持续快速增长，同比增长提高0.5个百分点至32.5%，实物商品网上零售额增长26.5%，其占社会消费品零售总额比重逐步增加至13.2%。4月各口径的汽车、乘用车销售增速均已转负，但受取消二手车限迁政策，5月汽车类销售增速略有上升。考虑到网上销售占比的逐步提高，四季度又时逢节假日，预计未来消费走势或前低后高。

5月贸易帐持续回暖，进出口金额均出现反弹，一般贸易比重较去年同期提高0.6个百分点。其中，出口增长15.5%，加快1.2个百分点；进口增长22.1%，加快3.5个百分点。5月外汇储备为30535.67亿美元为连续第四个月回升，助力人民币汇率阶段性企稳。

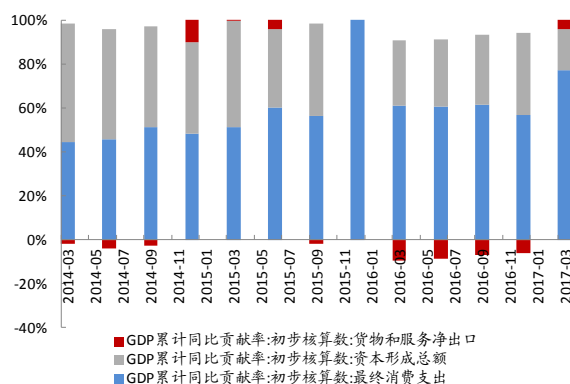
整体来看，预计2017下半年难以维持上半年的经济增速，运行区间可能在6.5%-6.7%。随着金融去杠杆的深化，经济将逐步脱虚向实。三驾马车中，对外贸易由于本身比重过低，难以形成明显拉动；地产销售面积数据显示地产投资有下行压力，预计下半年整体投资难有亮点；受网络零售带动，终端消费或呈现前低后高的格局。

图表 1: 经济增长特征——按构成



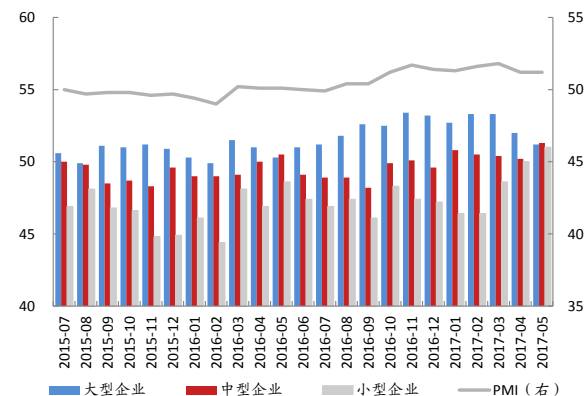
来源: 东兴期货研发中心

图表 2: 经济增长特征——按支出



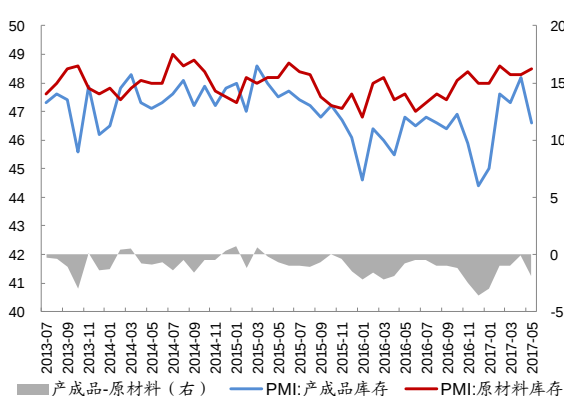
来源: 东兴期货研发中心

图表 3: 5月PMI与4月持平



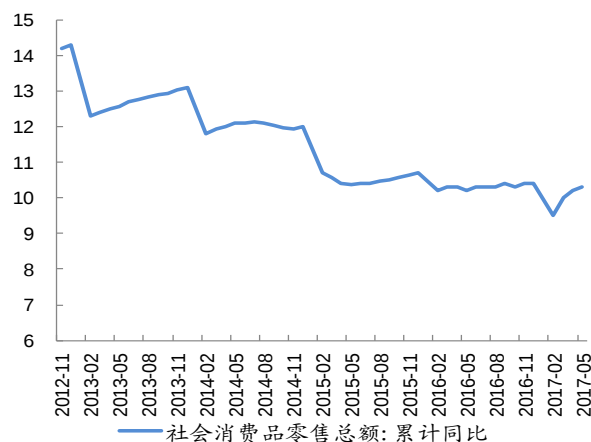
来源: 东兴期货研发中心

图表 4: 5月产成品库存降低



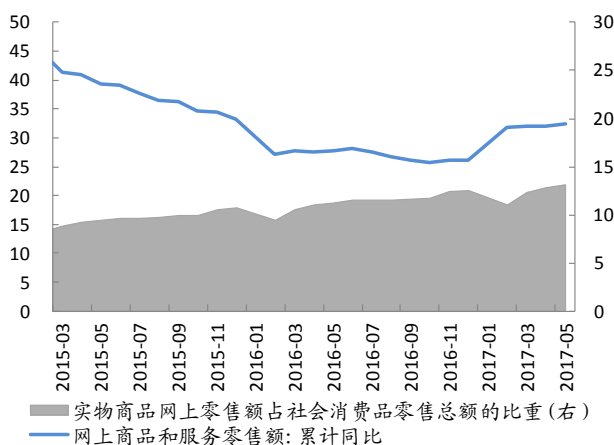
来源: 东兴期货研发中心

图表 5: 5 月社会消费累计同比增加



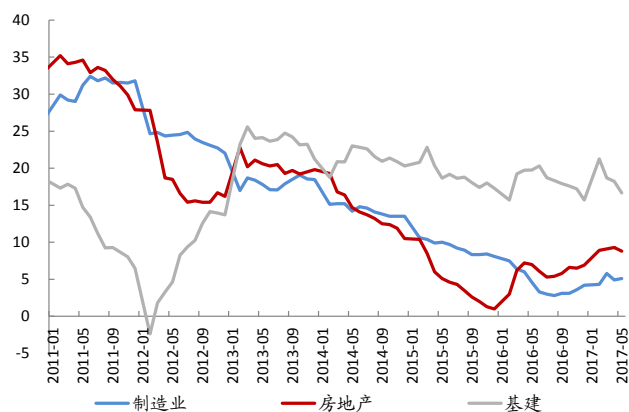
来源: 东兴期货研发中心

图表 6: 实物商品网上零售额占社会消费零售额比重持续上涨



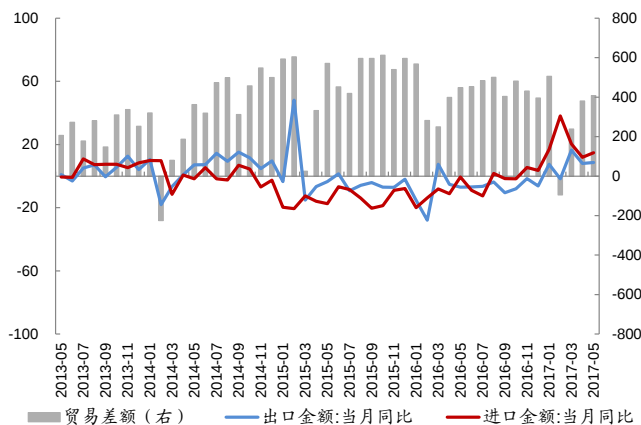
来源: 东兴期货研发中心

图表 7: 5 月房地产与基建固投下降, 制造业固投上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 5 月贸易帐回暖



来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、国内政策: 财政支出存在空间, 货币政策相机而动

1、财政政策: 上半年财政盈余, 下半年财政支出存在空间

今年以来, 财政政策持续加码, 国务院四次常务会议通过多项减税降费措施。减税方面, 包括简化增值税税率结构、扩大享受企业所得税优惠的小型微利企业范围等政策; 降费方面, 包括清理规范一批涉企收费、阶段性降低失业保险费率、推进网络提速降费、降低企业用能成本等政策。

5 月全国一般公共预算支出 16915 亿元，同比增长 9.2%，较 4 月小幅回升，其中中央支出增速回升至 5.8%，地方支出增速回升至 9.8%。5 月全国一般公共预算收入 16073 亿，同比增长 3.7%，环比小幅回落，主要受减税降费等财政政策影响。具体来看，中央收入增速大幅下跌至-3.6%，地方收入增速上涨至 12%，税收收入增速上升至 6.4%。当月财政收入不及财政支出，赤字 841.35 亿元，但整体来看，上半年财政盈余 756.16 亿元。值得关注的是，2017 年财政预算赤字率拟按 3% 安排，即财政赤字 2.38 万亿元，比去年增加 2000 亿元，由此可见，下半年财政支出仍有较大空间。

图表 9：2017 年下半年重要行程安排



来源：东兴期货研发中心

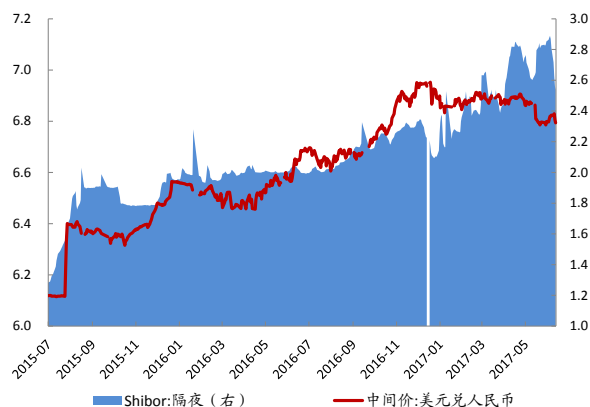
2、货币政策：不紧不松，相机而动

2017 年上半年，中国央行连续两次上调逆回购利率，相当于在金融市场中变相加息，货币政策持续偏紧，但经济基本面并不支持货币政策继续收紧，预计下半年货币政策将维持不紧不松、相机而动的格局。17 年美国加息步伐明显加快，3 月美联储上调基准利率 25BP。紧随其后，中国央行上调了 7 天、14 天、28 天逆回购中标利率 10 个基点，同时还上调了 6 个月、1 年期的中期借贷便利中标利率 10 个基点，此次货币政策收紧的主要目标是稳定人民币汇率。6 月时逢年中考核，加上低超储率和美联储加息等因素，流动性易紧难松。值得关注的是，6 月 15 日美联储不仅如期加息，耶伦在会议上还表示今年将开启缩表进程。为了避免短期债券和货币市场利率进一步冲高冲击金融市场和经济，中国央行此次按兵不动，但此前央行已超量续作 MLF，对冲当月 MLF 到期，并通过逆回购等工具补充市场流动性，旨在对冲年中流动性紧张。

从银监会发布的 6 号文、46 号文和 53 号文，结合央行 MPA 考核趋严，核心在于抑制银行资产负债表扩张。受金融去杠杆的影响，5 月 M2 同比增速首次降至个位数，续创历史新低。为了防止因金融去杠杆而产生新的风险，再加上供给侧改革需要一个稳健的货币环境，去杠杆将是一个行稳致远的过程。

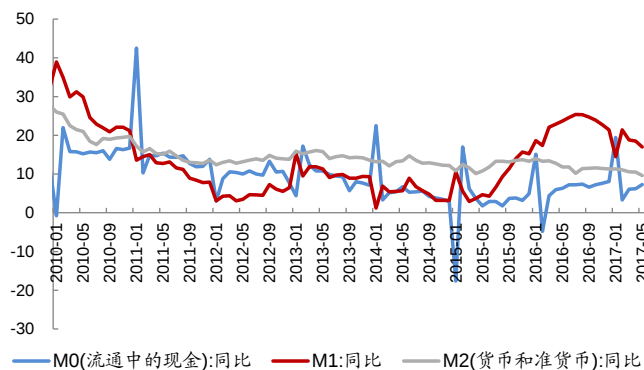
二季度以来，回购利率阶段性冲高，短端利率水平超过 16 年底，理财收益突破 7%，银行表内贷款利率上浮，短期利率与长期利率倒挂。6 月末，各期限利率出现不同程度回落，由此可见，年中流动性紧张料已经得到有效化解，预计下半年利率波动相对平缓。短期来看，季末流动性有所改善，资金面形成“钱荒”的概率较低。中长期来看，由于近期经济基本面稳中趋缓，通胀预期平稳，货币政策继续收紧的可能性不大，料下半年货币政策保持稳健，维持流动性紧平衡。

图表 10：人民币保持平稳



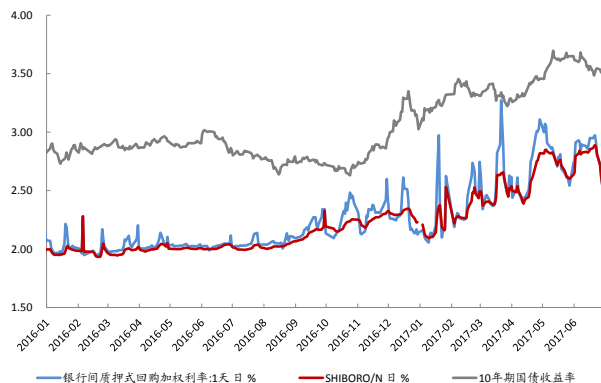
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11：M2 同比增速回落创新低



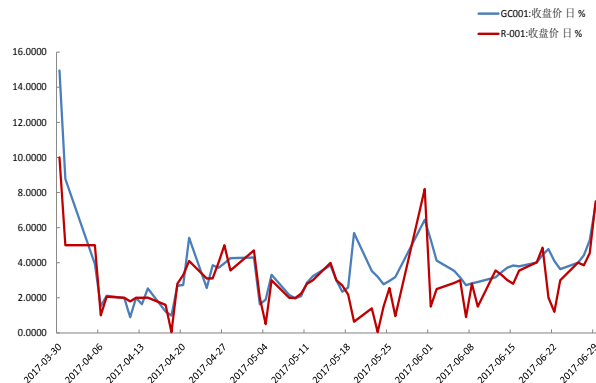
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12：银行间短期利率回落



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：交易所质押式回购冲高



来源：Wind，东兴期货研发中心

三、股指：年中流动性料平稳过渡，期指弱势反弹

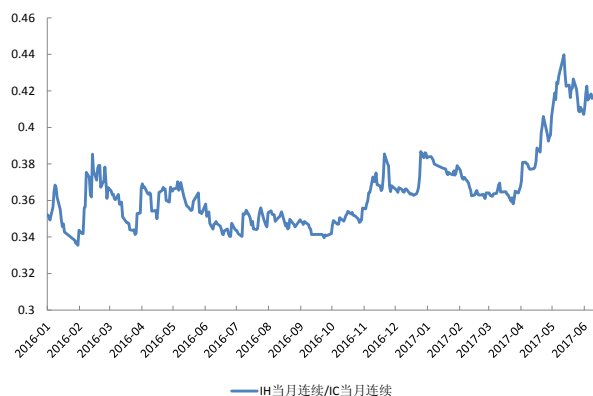
6 月 20 日，A 股成功纳入 MSCI 新兴市场指数，将加入 222 只中国 A 股的大盘股，初期流入资金在 170 亿到 180 亿美元左右，中国资本市场将有所提振，但短期影响有限。

上半年自4月起金融监管趋严，两市高位跳水创年内新低；5月两市维持一九分化格局；6月，市场风险偏好逐渐有所回升，月底流动性有所改善，两市低位反弹。沪深300与上证50近期持续上涨创新高，中证500于6月初创新低后开始逐步回升，但反弹趋势相对平缓。短期来看，主板对指数形成支撑，中长期仍需关注金融监管力度变化指引。

期指方面，近期各指数均低位反弹，但月度表现不一。IF主力合约自5月中旬大幅回升，涨幅高达10%左右；IH主力合约自5月开始回升至近期2541.4高点，其中6月上旬或因流动性因素出现明显回落；IC主力合约于4月中旬开始大幅下跌，6月2日创年内新低5613.6点，之后逐步缓慢回升。IH、IC比价自4月中旬起大幅上升，至6月1日创高位后有所回落。

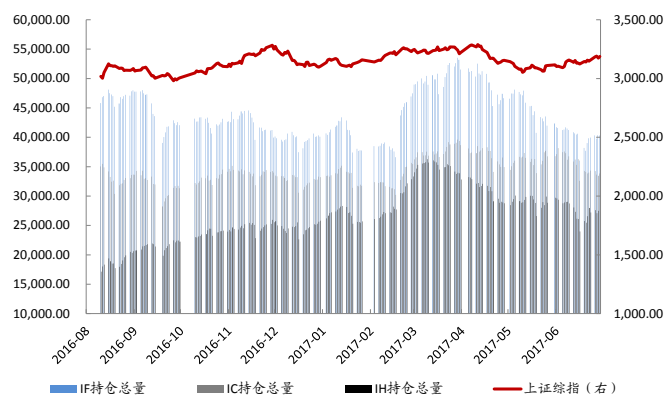
操作方面，鉴于金融去杠杆力度调整，时段拉长，年中市场流动性料平稳过渡，建议IH、IF谨慎偏多思路。

图表 14: IH 当月连续/IC 当月连续



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 期指总持仓量较低



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
7月7日	德国	G20 峰会	高
7月20日、	中国	欧洲央行利率决议	高
7月25日	美国	美联储利率决议	高

日期	数据	公布机构	时间（北京时间）	市场影响
7月3日	中国6月财新制造业 PMI	Markit 公司	09:45	高
7月3日	欧元区6月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	16:00	高
7月3日	美国6月 Markit 制造业 PMI 终值	市场调查公司 Markit	21:45	高
7月3日	美国6月 ISM 制造业 PMI	美国供应管理协会	22:00	高
7月3日	欧洲5月失业率	欧盟统计局	17:00	高
7月5日	中国6月财新服务业 PMI	财新银行与英国研究公司 Markit	09:45	高
7月6日	中国6月外汇储备	中国央行	16:00	高
7月6日	美国6月 ADP 就业人数	美国自动数据处理公司	20:15	高
7月6日	美国6月 ISM 非制造业 PMI	美国供应管理协会	22:00	高
7月7日	美国6月季调后非农就业人数变动	美国劳动统计局	20:30	高
7月7日	美国6月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
7月9日	中国6月社会融资规模	中国央行	16:00	高
7月10日	中国6月 CPI/PPI 年率	中国国家统计局	09:30	高
7月13日	中国6月贸易帐	中国海关总署	10:00	高
7月13日	德国6月 CPI 年率终值	德国联邦统计局	20:00	高

7月 13日	美国6月PPI年率	美国劳工部	20:30	高
7月 14日	美国6月未季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
7月 14日	美国6月零售销售月率	美国商务部	20:30	高
7月 14日	美国6月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
7月 17日	中国1-6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
7月 18日	欧元区6月未季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
7月 19日	美国6月新屋开工年化总数	美国商务部	20:30	高
7月 19日	美国6月营建许可总数	美国商务部	20:30	高
7月 24日	德国7月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:55	高
7月 24日	欧元区7月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
7月 24日	美国7月Markit制造业PMI初值	市场调查公司Markit	21:45	高
7月 24日	美国6月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	22:00	高
7月 26日	美国6月季调后新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
7月 27日	中国6月规模以上工业企业利润率	中国国家统计局	09:30	高
7月 28日	德国7月CPI年率初值	德国联邦统计局	20:00	高
7月 28日	美国第二季度实际GDP年化季率	美国商务部	20:30	高
7月 28日	美国第二季度核心PCE物价指数年化季率	美国商务部	20:30	高
7月 31日	中国7月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	09:00	高
7月 31日	欧洲6月失业率	欧盟统计局	17:00	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。