

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

定向降准改善局部流动性 IH 与 IC 比价延续偏多思路

观点要点:

- 上半年经济运行稳定在高位，但三季度初经济增速开始放缓，工业再度回落，需求全面下滑，投资增速创新低。中国 8 月官方制造业 PMI 为 51.7%，较前值回升 0.3%，连续 14 个月高位荣枯线。从生产法来看，8 月工业增加值从 6.4% 降至 6.0%，并创下 17 年以来的新低。从支出法来看，三驾马车 8 月均出现回落。总结来看，虽然 8 月制造业与房地产投资小幅反弹，但基建投资下滑拖累整体固定资产投资，需求与生产双双回落，预计四季度整体经济增速易降难升。
- 8 月 PPI 与 CPI 双双回升，PPI 与 CPI 剪刀差较 7 月扩大。8 月 PPI 同比上涨 6.3%，涨幅较上月增加 0.8%，环比上涨 0.9%，涨幅较上个月扩大 0.7%。8 月 CPI 同比上涨 1.8%，环比上涨 0.4%。9 月以来，鸡蛋、鲜菜、猪肉等食品价格持续回升，预计 9 月 CPI 或走强，料剪刀差将重回缩窄。由于猪肉与鲜菜价格上涨主要来自季节性因素，年内通胀或仍趋于回落。
- 随着楼市调控政策加码，加上地产销售下滑的传导效应逐渐显现，地产投资四季度或承压。9 月 27 日国务院常务会议提出定向降准，改善局部流动性，料跨季预期较为乐观。此次定向降准并不意味着宽松周期，而是预示着货币政策方向出现边际变化。由于十月将面临两万亿到期压力，预计短期流动性可控，中长期资金面或将维持紧平衡。
- 9 月迎来解禁高峰期，其中定增规模较大，解禁市值达 3221.43 亿元。10 月解禁规模不及 9 月，但集中在节后第一周。操作方面，建议期指 IF10 谨慎持有，十九大前期周线持仓 IH10 试多，IH 与 IC 比价延续走高、偏多思路。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行增速放缓	4
2、预计PPI上行空间有限，9月CPI或走强，剪刀差将重回缩窄	6
3、定向降准改善局部流动性，四季度房地产投资或承压	8
二、期指料高位整理，IH与IC比价延续偏多思路	9
附：相关数据及事件公布时间表	10

定向降准改善局部流动性， IH 与 IC 比价延续偏多思路

三季度初经济增速开始放缓，工业企业盈利持续走弱。楼市限售密集出台，四季度地产投资或承压。指数高位整理，股指期货持仓量下降。考虑到 9 月末财政投放，加上十九大召开在即，料跨季预期相对乐观，建议期指 IF10 谨慎持有，十九大前期周线持仓 IH10 试多，IH 与 IC 比价或延续走高、偏多思路。

一、经济基本面

1、经济运行增速放缓

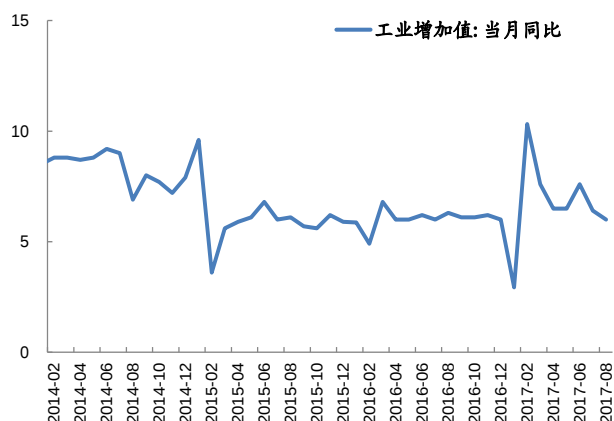
上半年经济运行稳定在高位，但三季度初经济增速开始放缓，工业再度回落，需求全面下滑，投资增速创新低。中国 8 月官方制造业 PMI 为 51.7%，较前值回升 0.3%，连续 14 个月高位荣枯线，上半年 PMI 均值为 51.5%。从五个分类指数看，生产指数和新订单指数分别回升 0.6%、0.3%，持续高于临界值；原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均有所回落，且低于临界值。其中，8 月供应商配送时间指数显著下降 0.8%，落至临界点以下，表明制造业原材料供应商交货时间有所放缓。从企业规模来看，大型企业 PMI 为 52.8%，较前值微降 0.1%；中型企业 PMI 为 51%，较上月上升 1.4%，重回扩张区间；小型企业 PMI 为 49.1%，环比回升 0.2%，低于临界点。整体来看，制造业 PMI 分项小幅反弹，中型企业重回扩张区间，加上 8 月制造业 PMI 略高于上半年均值，制造业总体走势回暖。

从生产法来看，8 月工业增加值从 6.4%降至 6.0%，并创下 17 年以来的新低。从支出法来看，三驾马车 8 月均出现回落。1-8 月固定资产投资增速为 7.8%，较 1-7 月回落 0.5%。其中 1-8 月民间固定资产投资回落 0.5%至 6.4%。分项中，制造业累计同比增速下降至 4.5%，当月增速小幅反弹至 2.7%，但仍处于去年 9 月以来次低点；基建累计同比增速持续下降至 16.1%，当月增速出现大幅下滑至 11.4%；房地产累计同比增速为 7.9%，与 1-7 月持平，当月同比增速有所反弹。值得关注的是 1-8 月土地购置面积同比增长 10.1%，增速较 1-7 月回落 1%，房屋施工面积同比增长较前值回落 0.1%至 3.1%，由此可见，虽然 8 月地产投资同比增速出现反弹，但三季度房地产投资易降难升，加上二季度地产销售增速进一步下滑，对四季度地产投资或形成明显压制。整体来看，基建投资下滑拖累整体固定资产投资，库存周期与环保限产影响工业生产走弱，投资与工业均创年内新低。

8月社会消费品零售同比增速从10.4%回落至10.1%，其中1-8月全国网上零售额同比增长回落0.3%至33.4%，实物商品网上零售额增长29.2%，其占社会消费品零售总额比重保持为13.8%。以美元计价8月出口同比增速降至5.5%，进口同比增长回升至13.3%。据海关统计，以人民币计价1-8月累计贸易顺差1.87万亿元，同比收窄15.1%，进口同比增长22.5%，出口同比增长13%。中国6月外贸出口先导指数为41.9，与上月基本持平。

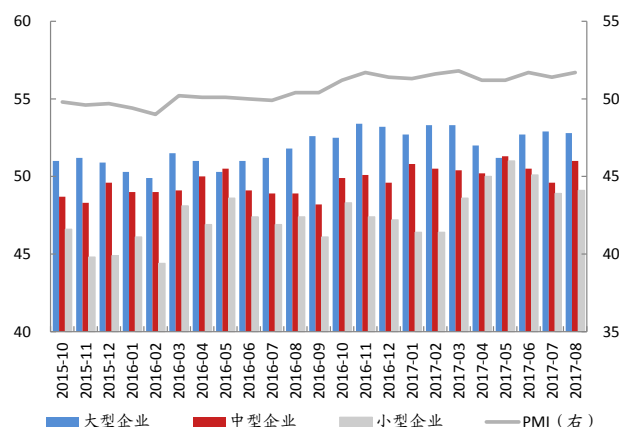
总结来看，虽然8月制造业与房地产投资小幅反弹，但基建投资下滑拖累整体固定资产投资，需求与生产双双回落，预计四季度整体经济增速易降难升。

图表 1: 8月工业增加值回落



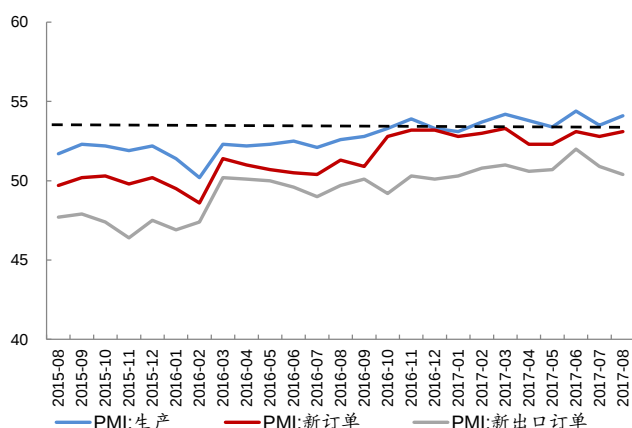
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 8月中型企业 PMI 回升至扩张区间



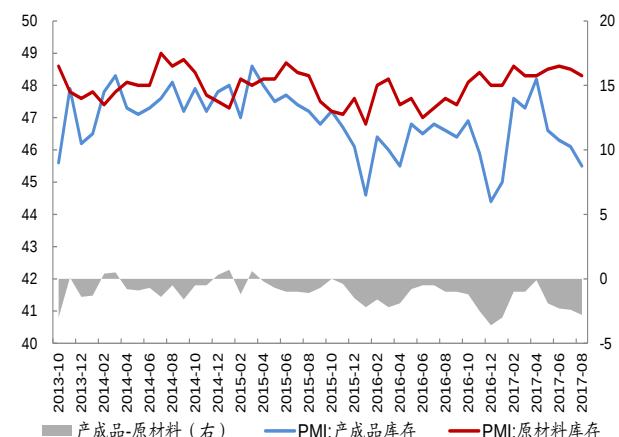
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 8月新出口订单持续回落



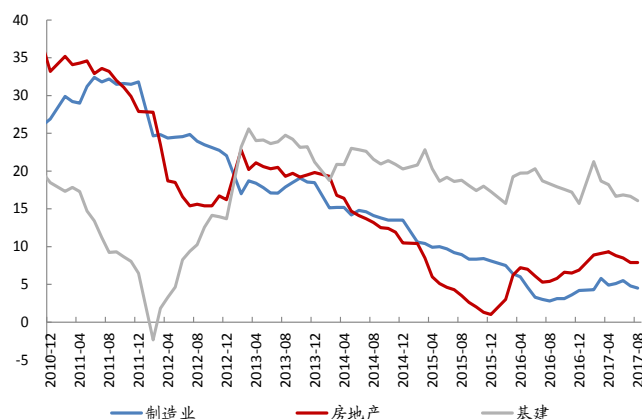
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 8月产成品库存持续下滑



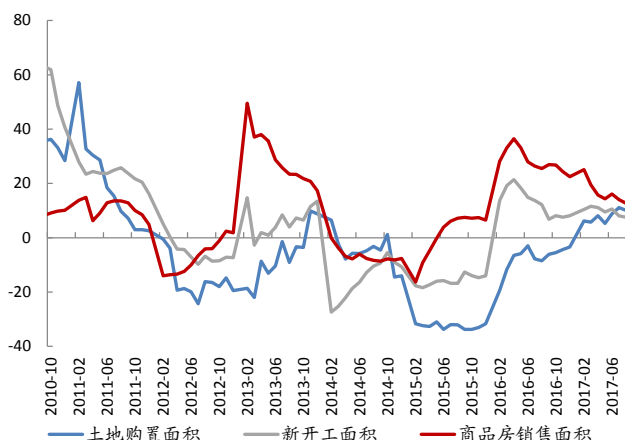
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 1-8 月制造业与基建固投回落, 房地产持平



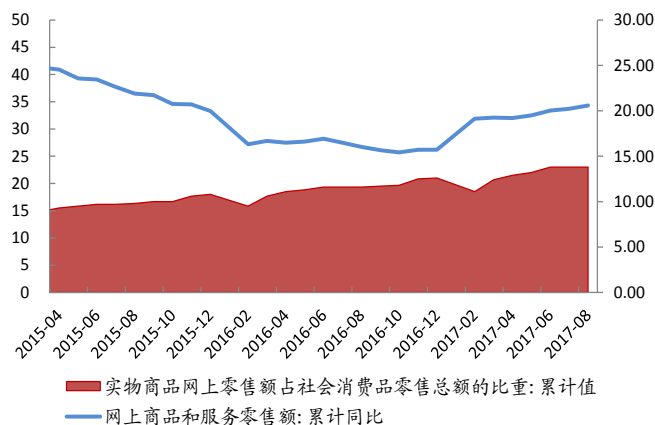
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 房地产各领先指标均出现回落



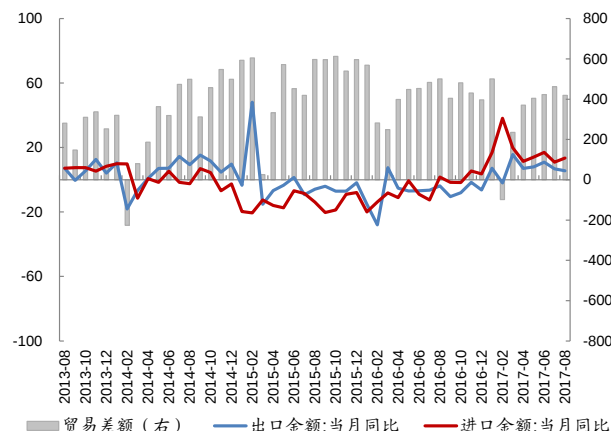
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 实物商品网上零售额占比保持平稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 8 月进口走强, 出口走弱, 贸易顺差回落



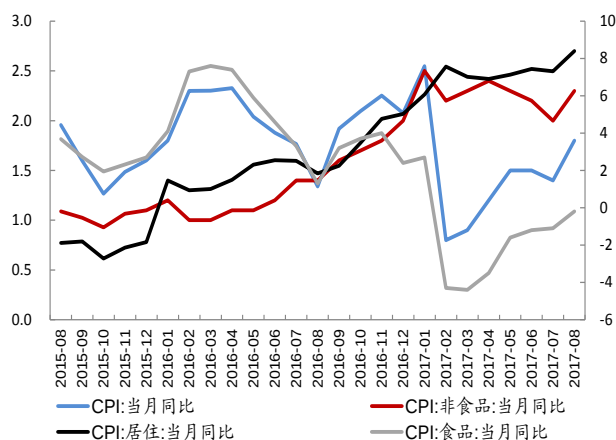
来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、预计 PPI 上行空间有限, 9 月 CPI 或走强, 剪刀差将重回缩窄

8 月 PPI 与 CPI 双双回升, PPI 与 CPI 剪刀差较 7 月扩大。8 月 PPI 同比上涨 6.3%, 涨幅较上月增加 0.8%, 环比上涨 0.9%, 涨幅较上个月扩大 0.7%。去年价格变动的翘尾因素约为 4.4%, 新涨价因素约为 1.9%。从环比来看, 在主要工业行业中, 涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业, 分别上涨 4.4% 和 3.7%, 合计影响 PPI 上涨约 0.5%; 由降转升的有石油加工业、石油和天然气开采业, 煤炭开采和洗选业、化工原料和化学制品制造业, 分别上涨 3.3%、2.6%、1.3% 和 0.9%。从同比来看, 涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业、石油加工业、有色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业、非金属矿物制品业以及化学原料和化学制品制造业, 涨幅回落的有煤炭开采和洗选业。从数据上看, 上述的七大行业合计影响 PPI 同比上涨约 5.1 个百分点, 占总涨幅的 81%。

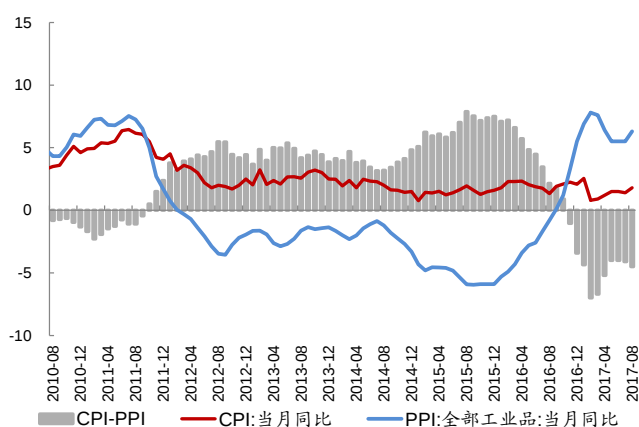
8月CPI同比上涨1.8%，环比上涨0.4%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素均为0.9%。CPI环比涨幅扩大的主要原因在于食品价格上涨1.2%，影响CPI环比上涨约0.24%。其中，鸡蛋产量减少，价格上涨16.2%。从同比来看，CPI涨幅比上月扩大0.4%，创近7个月新高。扣除食品与能源，8月核心CPI同比微幅回升至2.2%，保持基本平稳态势。考虑到PPI的基数效应，预计PPI后期大概率震荡走低。9月以来，鸡蛋、鲜菜、猪肉等食品价格持续回升，预计9月CPI或走强，料剪刀差将重回缩窄。由于猪肉与鲜菜价格上涨主要来自季节性因素，年内通胀或仍趋于回落。

图表 9：8月食品价格延续回升态势



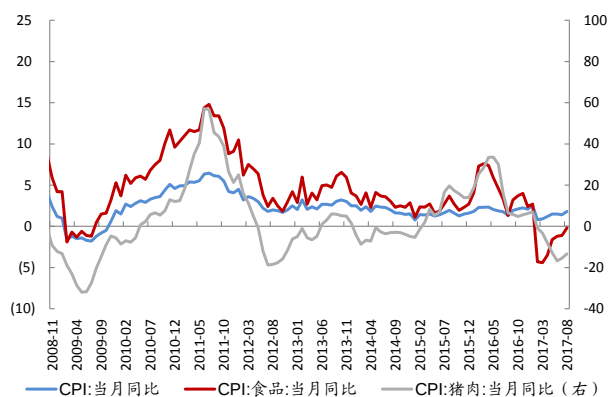
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：8月CPI、PPI剪刀差较前月扩大



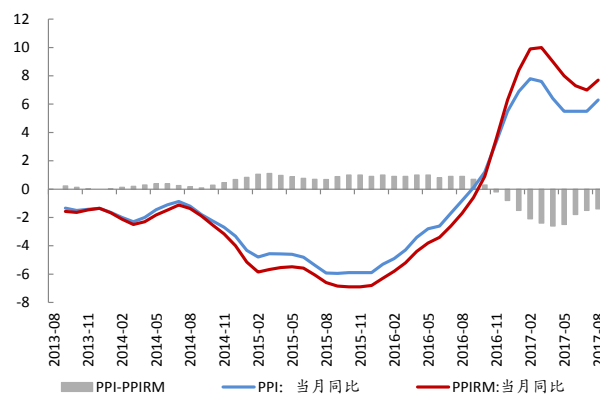
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11：8月猪肉价格回升



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12：8月PPI上升



来源：Wind，东兴期货研发中心

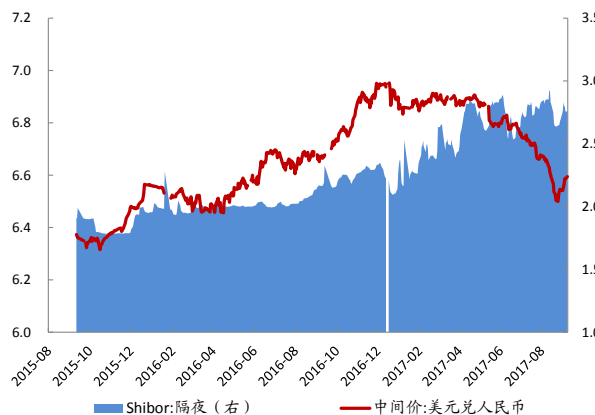
3、定向降准改善局部流动性，四季度房地产投资或承压

9月下旬，三线楼市调控再加码，长沙、重庆、贵阳、南昌。南宁以及石家庄纷纷加入限售行列，当前已有近40个城市宣布新购房需要持有一定年限后才可以上市交易。楼市调控密集出台，加上房贷利率的普遍上升，体现了当前住房市场的长效机制逐步确立，旨在落实“房住不炒”的正确引导。随着楼市调控政策加码，加上地产销售下滑的传导效应逐渐显现，地产投资四季度或承压。

9月银行体系整体流动性处于较高水平，月末时逢MPA考核，整体流动性偏紧，但季末财政放款力度较大，加上9月27日国务院常务会议提出定向降准，改善局部流动性，料跨季预期较为乐观。此次定向降准并不意味着宽松周期，而是预示着货币政策方向出现边际变化。由于十月将面临两万亿到期压力，预计短期流动性可控，中长期资金面或将维持紧平衡。

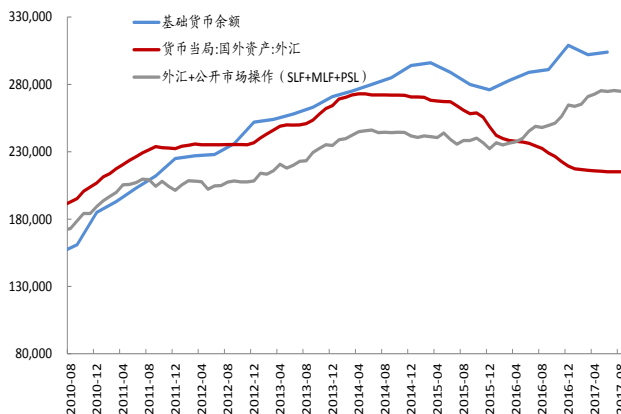
数据显示，8月外汇储备为30915.3亿美元，环比增加108.07亿美元，虽略低于预期的30950亿美元，但是2014年6月以来首次连续7个月上升，且连续保持在3万亿美元以上，将中长期支撑人民币价格。除此之外，8月以来，人民币汇率持续走强，外汇占款或有明显改善。

图表 13：人民币汇率高位小幅回落



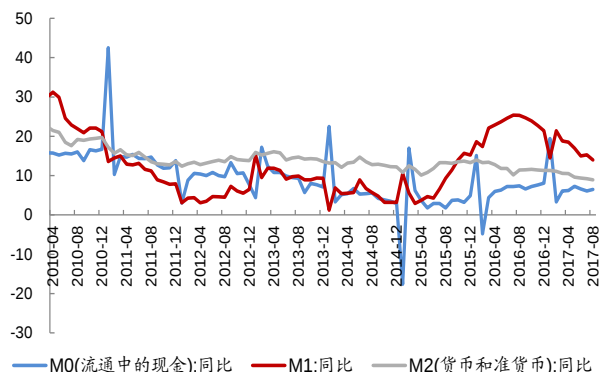
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 14：中长端流动性总量无虞



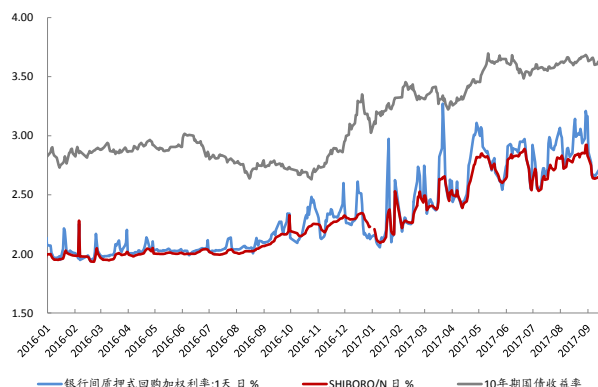
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 15: 8 月 M1 与 M2 同比持续下滑



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 近期银行间流动性水平相对较高



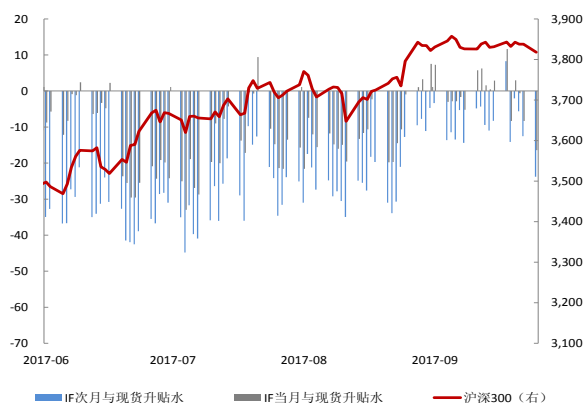
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、期指料高位整理, IH 与 IC 比价延续偏多思路

8 月, A 股走势先抑后扬, 突破 3300 点。9 月以来, A 股走势先扬后抑, 创下 2016 年初以来的新高 3391.64。两融余额持续上升, 创年内新高, 一度突破 9600 万亿。9 月迎来解禁高峰期, 其中定增规模较大, 解禁市值达 3221.43 亿元。10 月解禁规模不及 9 月, 但集中在节后第一周。

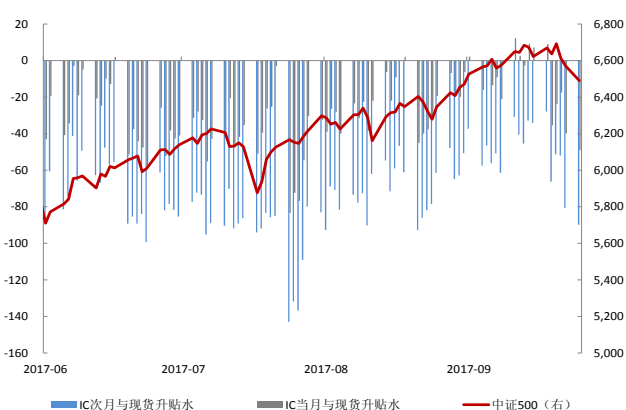
期指方面, 9 月 18 日, 中金所公布将沪深 300 和上证 50 的交易保证金标准从 20%调整为 15%。9 月 25 日证监会开会要求市场维稳, 加上节前定向降准改善局部流动性, 或利好期指。9 月股指普遍回落, 对应股指期货也相应走弱, 但走势表现不一。就 9 月来看, IF 主力合约震荡走弱收于 3801.4 点附近, 跌近 36 个点; IH 主力合约下跌后小幅震荡, 收跌近 35 个点至 2682; IC 主力合约先扬后抑, 收跌近 87 个点至 6440 附近, 跌幅最大。IH、IC 比价月初下跌, 中旬开始逐步回升。IF 持仓量较为平稳, IH、IC 持仓较月初出现小幅下滑。操作方面, 建议期指 IF10 谨慎持有, 十九大前期周线持仓 IH10 试多, IH 与 IC 比价延续走高、偏多思路。

图表 17: 期指 IF 重回贴水



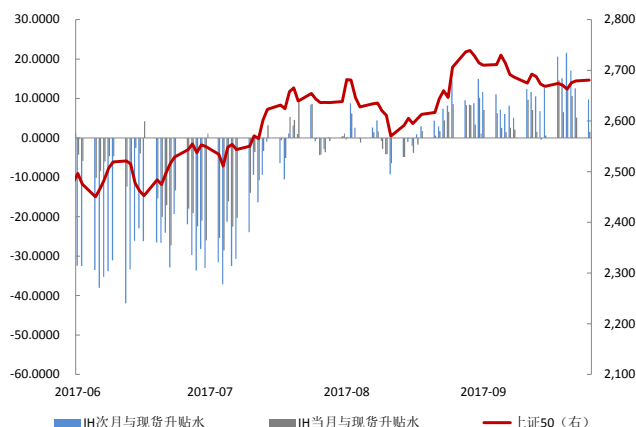
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 期指 IC 贴水扩大



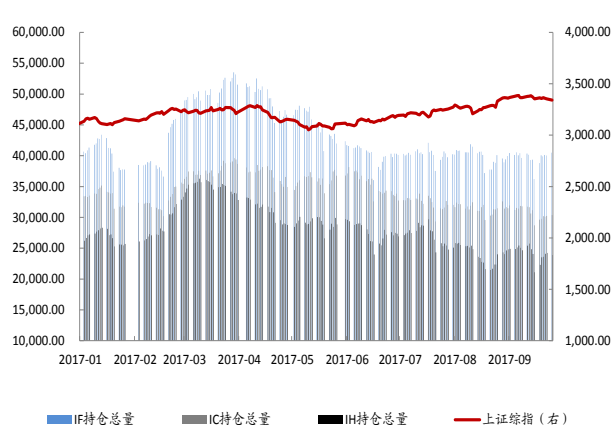
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IH 保持升水



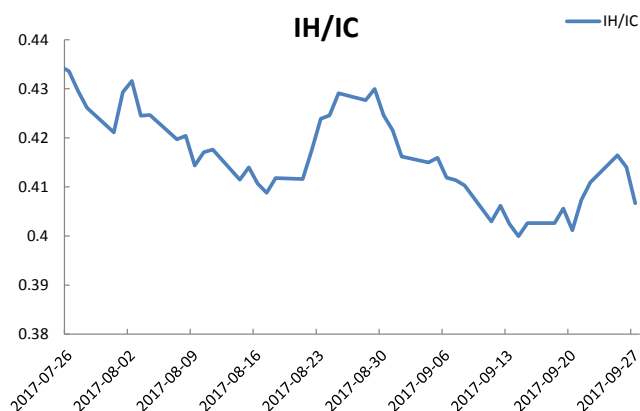
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指总持仓下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: IH/IC 比价较前期回落



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	数据	公布机构	时间（北京时间）	市场影响
10月2日	欧元区8月失业率	欧盟统计局	17:00	高
10月2日	欧元区9月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	16:00	高
10月2日	美国ISM制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
10月2日	美国9月Markit制造业PMI终值	市场调查公司Markit	21:45	高
10月3日	美国9月ADP就业人数	美国自动数据处理公司	20:15	高
10月3日	欧元区8月零售销售月率	欧盟统计局	17:00	高
10月3日	美国9月ISM非制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
10月6日	美国9月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
10月6日	美国9月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
10月6日	中国9月外汇储备	中国央行	16:00	高
10月9日	中国9月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司Markit	09:45	高
10月9日	中国9月社会融资规模	中国央行	16:00	高
10月12日	美国9月PPI年率	美国劳工局	20:30	高
10月13日	中国9月贸易帐	中国海关总署	10:00	高
10月13日	美国9月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
10月13日	美国10月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
10月16日	中国9月CPI/PPI年率	中国国家统计局	09:30	高
10月18日	美国9月新屋开工年化总数	美国商务部	20:30	高
10月18日	美国9月营建许可总数	美国商务部	20:30	高

10月 19日	中国1-9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
10月 20日	美国9月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	22:00	高
10月 24日	德国10月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:55	高
10月 24日	欧元区8月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
10月 24日	美国8月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	21:45	高
10月 25日	美国9月季调后新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
10月 26日	欧元区利率决议	欧洲央行	19:45	高
10月 27日	中国9月规模以上工业企业利润年率	中国国家统计局	09:30	高
10月 27日	美国第三季度实际GDP年化季率初值	美国商务部	20:30	高
10月 27日	美国第三季度核心PCE物价指数年化季率初值	美国商务部	20:30	高
10月 27日	美国10月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	22:00	高
10月 30日	美国9月核心PCE物价指数年率	美国商务部	20:30	高
10月 31日	中国10月官方制造业PMI	中国物流和采购联合会	09:00	高
10月 31日	欧元区10月末季调CPI年率初值	欧盟统计局	17:00	高
10月 31日	欧元区第三季度季调后GDP季率	欧盟统计局	18:00	高
10月 31日	欧元区9月失业率	欧盟统计局	18:00	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。