

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

四季度经济阶段性放缓， 期指调整蓄势

观点要点：

- 10月经济阶段性降温，但是11月领先指标显示经济企稳回升，中国11月官方制造业PMI为51.4%，较前值回升0.2%，超过市场预期，连续16个月高于荣枯线。从生产法来看，10月工业增加值从6.6%降至6.2%；从支出法来看，三驾马车10月有平有降。1-10月固定资产投资增速为7.3%，较1-9月回落0.2%。10月社会消费品零售同比增速从10.3%回落至10%。总结来看，10月需求与生产双降，消费增速下滑并创3月以来新低，地产拖累固定资产投资，工业、出口也均下滑。但11月领先指标显示经济依然保持较高活跃度，料主要指标稳健。
- 10月CPI同比上涨，PPI持平，剪刀差较9月小幅缩窄。10月PPI同比上涨6.9%，涨幅较上月持平，环比上涨0.7%，涨幅较上个月缩窄0.3%。10月CPI同比上涨1.9%，环比上涨0.1%。由于11月以来食品价格连续下降，料11月CPI同比或小幅下滑。考虑到PPI的基数效应，预计11月PPI同比大概率走低。整体来看，剪刀差或持续缩窄。
- 11月中上旬央行积极投放对冲缴税缴准等季节性因素，随着下旬流动性扰动因素减少，市场投放力度调低，整体市场资金面保持紧平衡。由于12月时逢年末，料流动性或面临挑战。近日，人民币汇率持续走强，主要原因是美元指数走弱，中美利差走阔。预计未来外汇储备水平将保持平稳。
- 11月股指普遍先扬后抑，对应股指期货也呈现上涨后回落的格局，但走势表现不一。IH、IC比价月初震荡上行，一度突破0.475，月末出现小幅回落。操作方面，建议期指IF12前多减仓持有，谨慎者IH、IF暂避，沪深300指数关注4000点支撑。

正文目录

一、经济基本面	4
1、10月经济运行阶段性降温	4
2、11月CPI与PPI均有所回落，剪刀差或持续缩窄	6
3、央行延续中性偏紧的货币政策，流动性保持紧平衡	8
二、期指调整蓄势	9
附：相关数据及事件公布时间表	10

四季度经济阶段性放缓， 期指调整蓄势

10月经济阶段性降温，生产与需求下滑，投资增速低位徘徊。指数高位调整，IH、IC比价月内冲高回落。操作方面，建议期指IF12前多减仓，谨慎者IH、IF可暂避，沪深300指数关注4000点支撑。

一、经济基本面

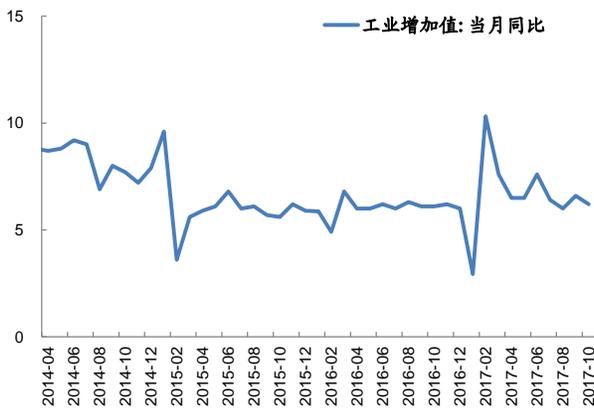
1、10月经济运行阶段性降温

10月经济阶段性降温，生产与需求下滑，投资增速低位徘徊。但是11月领先指标显示经济企稳回升，中国11月官方制造业PMI为51.4%，较前值回升0.2%，超过市场预期，连续16个月高于荣枯线。从五个分类指数看，生产指数和新订单指数分别回升0.9%、0.7%，持续高于临界值；原材料库存指数和从业人员指数均有所回落，且低于临界值；月供应商配送时间指数虽较上月回升0.8%，但仍落至临界点以下。从企业规模来看，大型企业PMI为52.9%，较前值微降0.2%；中型企业PMI为50.5%，较上月上升0.7%，重回扩张区间；小型企业PMI为49.8%，环比回升0.8%，逼近临界点。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11月制造业PMI好于市场预期，制造业总体保持稳中向好的发展态势。

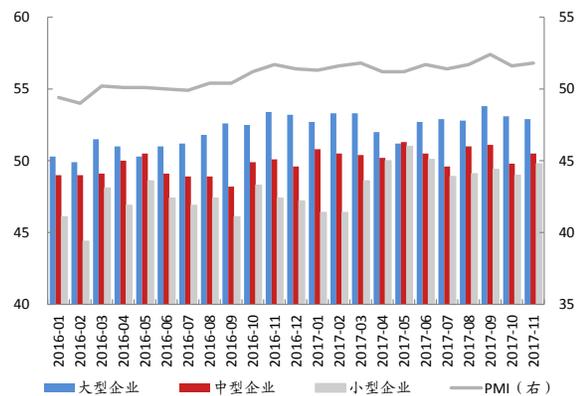
从生产法来看，10月工业增加值从6.6%降至6.2%，三大门类中，采矿业增加值同比下降1.3%，发电量增速、各主要工业品产量增速也纷纷下滑。从支出法来看，三驾马车10月有平有降。1-10月固定资产投资增速为7.3%，较1-9月回落0.2%。其中1-10月民间固定资产投资回落0.2%至5.8%。分项中，制造业累计同比增速下降至4.1%，受制于高杠杆率，10月制造业增速低位徘徊；基建累计同比增速持续下降至15.9%，当月增速反弹并持续处于高位，但高增长或难以持续；房地产累计同比增速为7.8%，较1-9月回落0.3%，当月同比增速大幅下滑。值得关注的是10月土地购置面积增速下滑，当月房屋施工面积增速也转负，加上10月居民贷款增速明显下滑、房贷利率再创新高。由此可见，地产销售下滑仍将持续，其对地产投资影响将逐步显现，四季度地产投资或受到明显压制。整体来看，地产投资下滑是本轮经济走弱的主因，制造业投资处于低位，基建是固定资产投资的主要支撑，但受到财政支出下滑的影响，基建投资高位或难持续，预计四季度固定资产投资整体较三季度小幅降温。

10月社会消费品零售同比增速从10.3%回落至10%，其中1-10月全国网上零售额同比增长回落0.2%至34%，实物商品网上零售额增长28.8%，其占社会消费品零售总额比重保持为14%。以美元计价10月出口同比增长6.9%，进口同比增长17.2%，均高于市场预期。据海关统计，以人民币计价1-10月累计贸易顺差12.41万亿元，同比收窄17.8%，进口同比增长15.9%，出口同比增长6.1%。中国10月外贸出口先导指数为41.6，较上月下滑0.2。

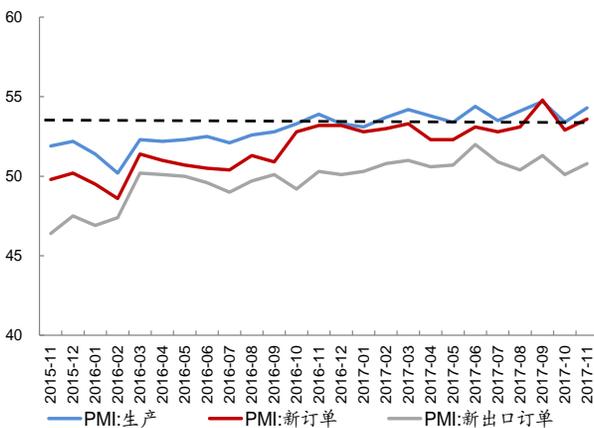
总结来看，10月需求与生产双降，消费增速下滑并创3月以来新低，地产拖累固定资产投资，工业、出口也均下滑。11月领先指标显示经济依然保持较高活跃度，料主要指标稳健。

图表 1: 10月工业增加值回落


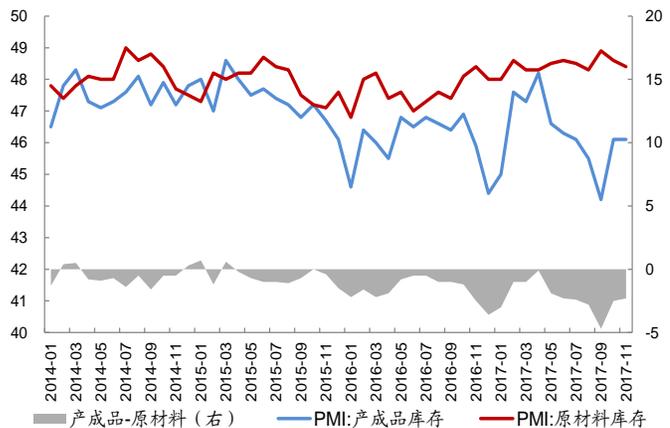
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 11月中型企业 PMI 回升至扩张区间


来源: Wind, 东兴期货研发中心

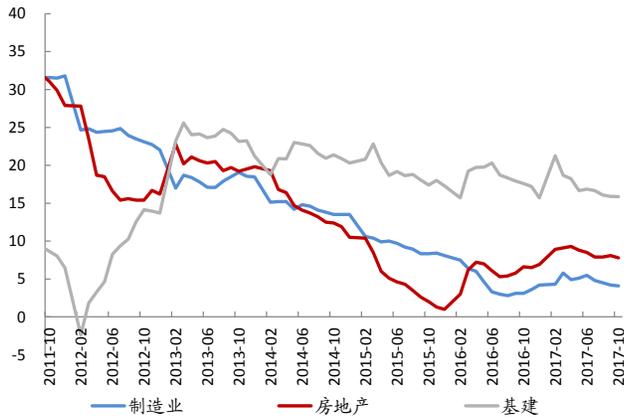
图表 3: 11月新出口订单回升


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 11月产成品库存较上月持平


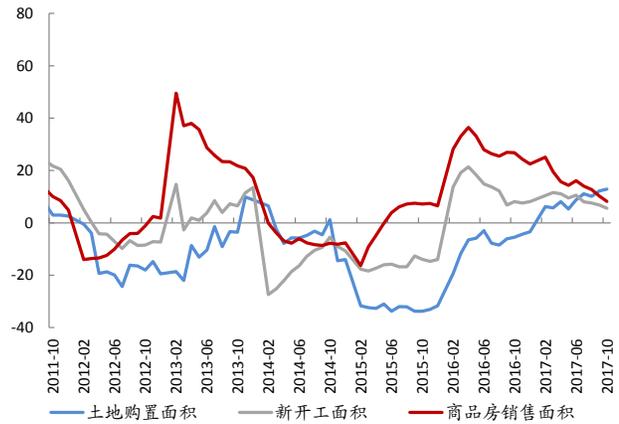
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 1-10 月制造业、基建与房地产均回落



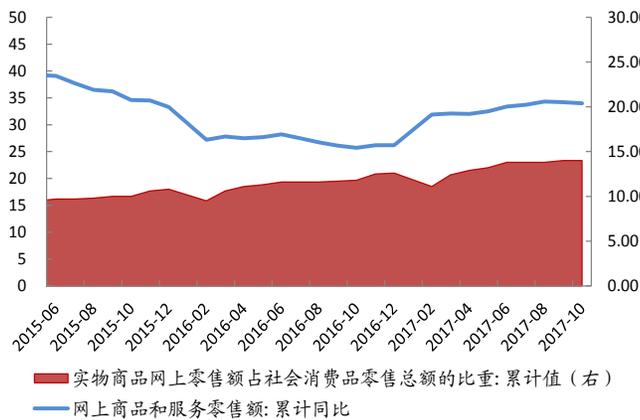
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 10 月土地购置面积上升



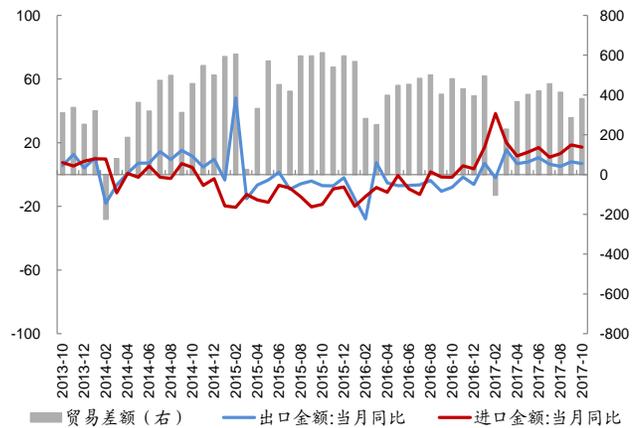
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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: 10 月进出口双双回落, 贸易顺差增加

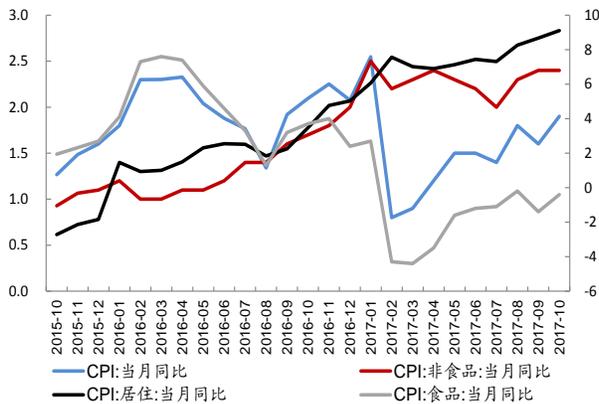


来源: Wind, 东兴期货研发中心

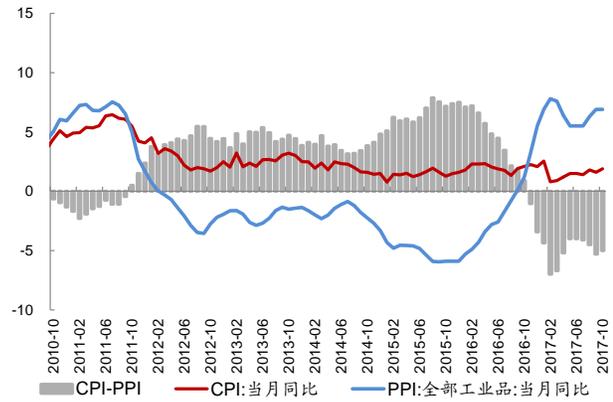
2、料 11 月 CPI 与 PPI 均有所回落, 剪刀差或持续缩窄

10 月 CPI 同比上涨, PPI 持平, 剪刀差较 9 月小幅缩窄。10 月 PPI 同比上涨 6.9%, 涨幅较上月持平, 环比上涨 0.7%, 涨幅较上个月缩窄 0.3%。去年价格变动的翘尾因素约为 3.2%, 新涨价因素约为 3.7%。从环比来看, 在主要工业行业中, 涨幅扩大的有石油和天然气开采业、化工原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业, 分别上涨 2.2%、1.7%、1.4%和 0.3%; 由升转降的有黑色金属矿采选业、农副食品加工业, 分别下降 1.4%和 0.2%。从同比来看, 涨幅扩大的有造纸和纸制品业、化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业, 分别上涨 16.6%、10.7%和 10.3%; 涨幅回落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、煤炭开采和洗选业、石油加工业, 分别上涨 30.8%、20%、19.7%和 15.5%。从数据上看, 上述的七大行业合计影响 PPI 同比上涨约 5.5 个百分点, 占总涨幅的 79.7%。

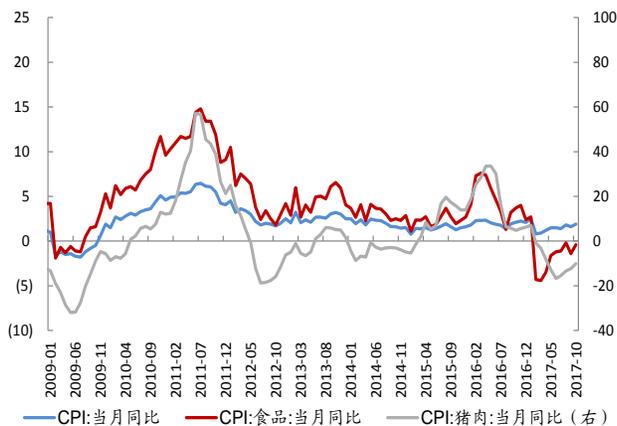
10月CPI同比上涨1.9%，环比上涨0.1%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素约为0.4%，较上月增加0.2%，新涨价因素均为1.5%。CPI环比走势基本平稳，食品价格与上月持平，分类价格涨跌互现。从同比来看，CPI涨幅比上月扩大0.3%，其中食品价格下降0.4%，降幅较上月收窄0.1%。由于11月以来食品价格连续下降，料11月CPI同比或小幅下滑。考虑到PPI的基数效应，预计11月PPI同比大概率走低。整体来看，剪刀差或持续缩窄。

图表 9: 10月食品价格降幅收窄


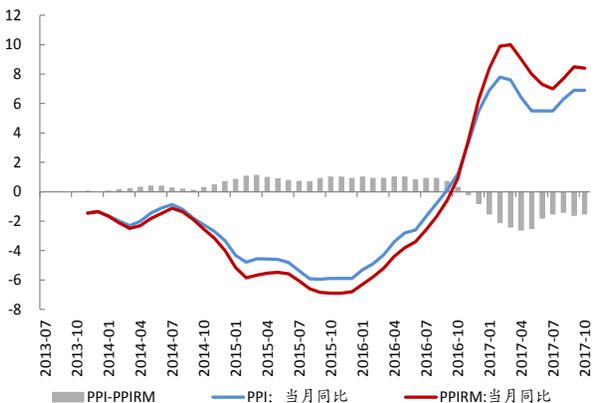
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 10月CPI、PPI剪刀差较前月缩窄


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 10月猪肉价格降幅收窄


来源: Wind, 东兴期货研发中心

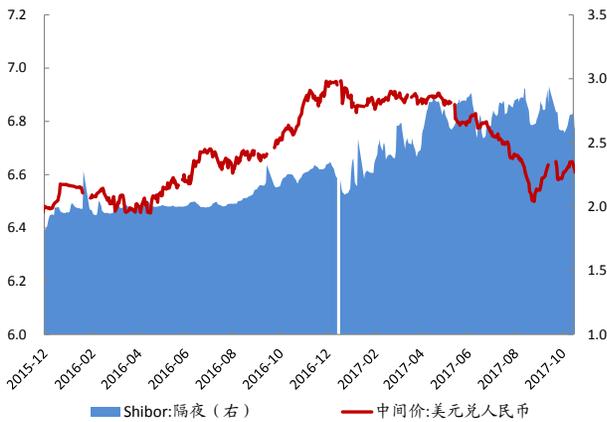
图表 12: 10月PPI较上月持平


来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、央行延续中性偏紧的货币政策，流动性保持紧平衡

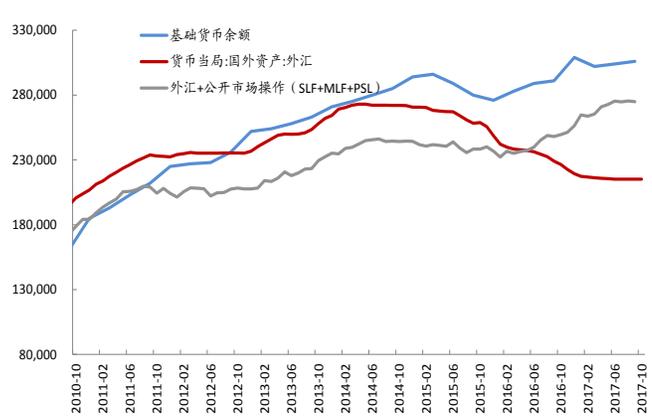
11月，中国央行公布三季度货币政策执行报告称，继续实施稳健中性的货币政策，在维护金融安全的前提下，放宽境外金融机构的市场准入限制。11月中上旬央行积极投放对冲缴税缴准等季节性因素，随着下旬流动性扰动因素减少，市场投放力度调低，整体市场资金全面保持紧平衡。由于12月时逢年末，料流动性或面临挑战。数据显示，10月外汇储备为31092亿美元，环比增加7亿美元，虽略低于预期的30950亿美元，但是2014年6月以来首次连续9个月上升，且连续保持在3万亿美元以上。近日，人民币汇率持续走强，主要原因是美元指数走弱，中美利差走阔。预计未来外汇储备水平将保持平稳。

图表 13: 人民币汇率近日走强



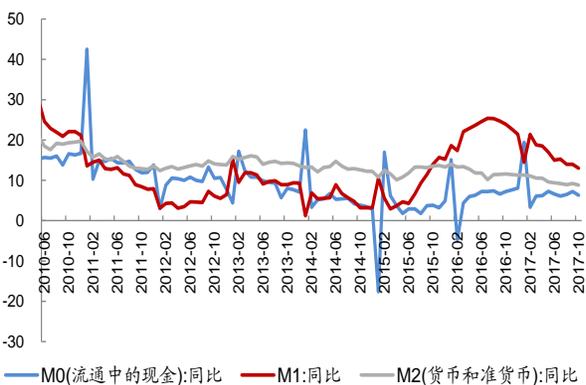
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中长端流动性总量无虞



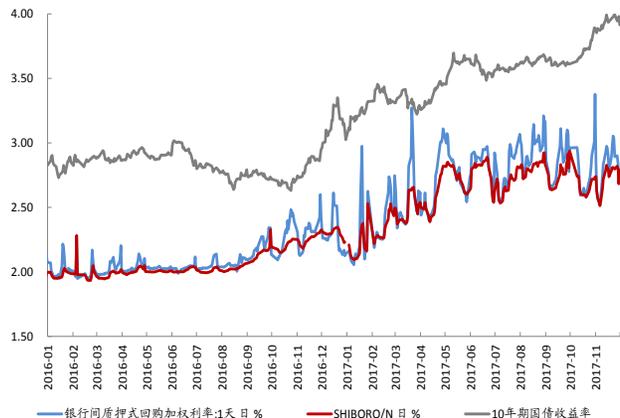
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 10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SHIBOR利率全线上涨

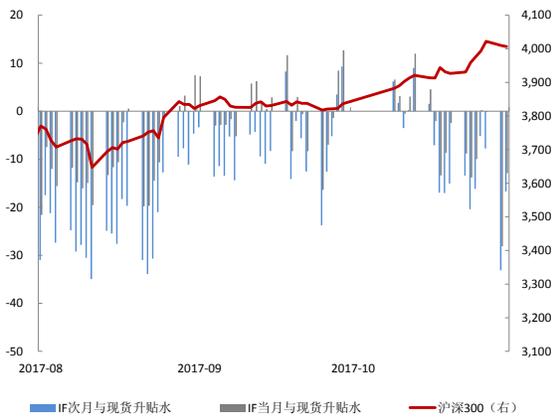


来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、期指调整蓄势

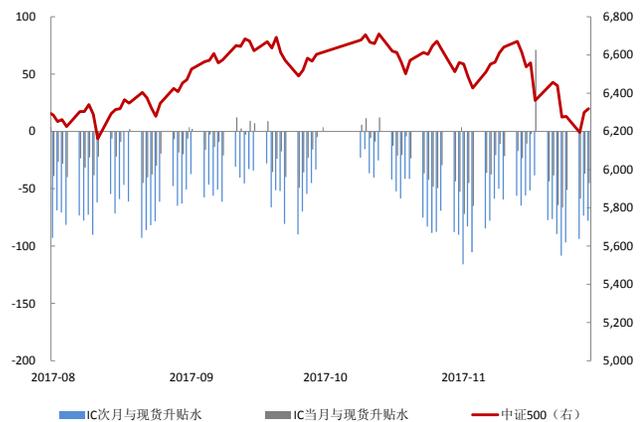
11月以来，A股震荡走弱，月中创下3450.49点高位，月末走弱创下3300.78点低位。期指方面，11月股指普遍先扬后抑，对应股指期货也呈现上涨后回落的格局，但走势表现不一。就11月来看，IF主力合约先涨后跌收于4032点附近，月涨1.28%；IH主力合约先扬后抑，月涨3.48%至2888；IC主力合约震荡下跌，月跌3.22%至6272附近，跌幅最大。IH、IC比价月初震荡上行，一度突破0.475，月末出现小幅回落。11月IF、IC和IH持仓量均较为平稳。操作方面，建议期指IF12前多减仓持有，谨慎者IH、IF暂避，沪深300指数关注4000点支撑。

图表 17: 期指 IF 贴水收窄



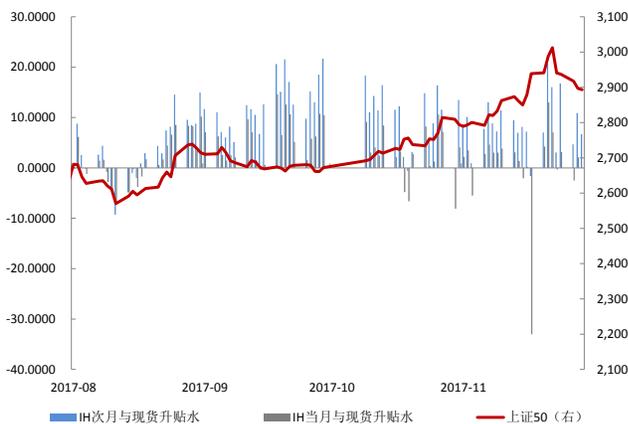
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 期指 IC 贴水收窄



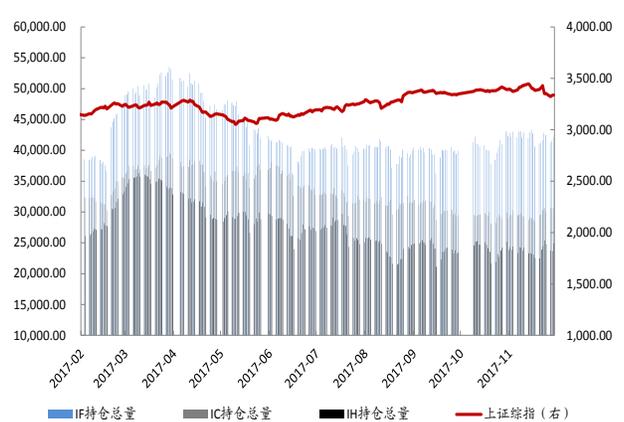
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IH 微幅贴水



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指总持仓上升



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
12月1日	中国11月财新制造业PMI	Markit公司	09:45	高
12月1日	欧元区11月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	17:00	高
12月1日	美国11月ISM制造业PMI	美国供应管理协会	23:00	高
12月5日	中国11月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司Markit	09:45	高
12月5日	欧元区10月零售销售月率	欧盟统计局	18:00	高
12月5日	欧元区第三季度季调后GDP年率终值	欧盟统计局	18:00	高
12月5日	美国7月ISM非制造业PMI	美国供应管理协会	23:00	高
12月6日	中国11月外汇储备	中国央行	16:00	高
12月6日	中国11月ADP就业人数	美国自动数据处理公司	21:15	高
12月8日	中国11月进出口贸易帐	中国海关总署	10:00	高
12月8日	美国11月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	21:30	高
12月8日	美国11月失业率	美国劳动统计局	21:30	高
12月8日	美国12月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	23:00	高
12月9日	中国11月CPI/PPI年率	中国国家统计局	09:30	高
12月9日	中国11月社会融资规模	中国央行	16:00	高
12月12日	美国11月PPI年率	美国劳工局	21:30	高
12月13日	德国11月CPI年率终值	德国联邦统计局	20:00	高
12月13日	美国11月末季调CPI年率	美国劳工部	21:30	高
12月14日	美联储利率决议	美联储	03:00	高

12月 14日	中国1-7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
12月 14日	德国12月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:30	高
12月 14日	欧元区利率决议	欧洲央行	20:45	高
12月 18日	欧元区11月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	18:00	高
12月 20日	美国11月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	23:00	高
12月 21日	美国第三季度实际GDP年化季率终值	美国商务部	21:30	高
12月 21日	美国第三季度核心PCE物价指数年化季率终值	美国商务部	21:30	高
12月 22日	美国11月核心PCE物价指数年率	美国商务部	21:30	高
12月 22日	美国11月个人支出月率	美国商务部	21:30	高
12月 22日	美国12月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	23:00	高
12月 27日	中国11月规模以上工业企业利润年率	中国国家统计局	09:30	高
12月 27日	美国11月季调后成屋签约销售指数月率	全美房地产经纪商协会	23:00	高
12月 29日	德国12月CPI年率初值	德国联邦统计局	21:00	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。