



宏观策略半年报

期货研究报告

2018 年 7 月

宏观策略

研发中心

经济扩张放缓，流动性或达拐点

董彬婕

研究员，期货执业证书编号 F3021841

期货投资咨询证书编号 Z0013580

dongbj@dxqh.net

观点要点：

- 7 月政策密集发布。具体来看，资管新规根本原则未发生改变，金融强监管开始边际放松，货币政策的拐点得到进一步落实，预计下半年货币政策将趋向宽货币、宽信用的新格局，致力于引导资金支持实体经济并协助温和“去杠杆”。
- 目前，我国宏观经济面临多重结构性问题，其中包括基建投资持续下滑拖累固定资产投资，中美贸易摩擦对进出口的冲击等。7 月 23 日，国务院常务会议提出，财政金融政策要协同发力，积极的财政政策要更加积极，进一步确认信用缓和。本次会议提出财政政策的发力点主要集中在“收入端”的减税降费和稳定基建投资，预计未来财政政策继续提速，并协同货币政策解决当前宏观经济面临的结构性问题。
- 二季度经济整体平稳趋缓，三驾马车增速普遍出现回落。从经济构成来看，2018 年以来，进出口贸易对经济贡献度转负，投资贡献下滑，消费支出贡献度较前期上升 14.2%。由此可见，上半年，内需对经济的拉动作用不断提高。从三大投资构成来看，制造业投资累计同比增速逐步提高；基础设施投资累计同比增长持续下滑；房地产开发投资累计同比仍维持高位。下半年中美贸易摩擦或将持续限制出口增长，房地产高增速或不可持续，基建或为投资主力支撑，预计 2018 年下半年经济下行承压，基建或为亮点。
- 6 月上旬，股指呈现震荡格局，中旬开始连续下挫，7 月初创新低。7 月，政策密集出台，货币政策趋于宽松，财政支出或提速，避险情绪有所修复，股指反弹。月末，股指有所回落。其中，政策利好金融与基建致使中小盘弱于大盘，沪深 300 指数与上证 50 指数较中证 500 指数更为强势。操作方面，鉴于下半年政策利好，流动性宽松，期指或低位震荡蓄势，建议期指三季度谨慎偏多思路，谨防外围不确定因素。

正文目录

一、国内政策：货币政策趋向宽松，财政政策更加积极	3
1、 货币政策：拐点已现，趋于宽松	3
2、 财政政策：财政支出或提速	3
二、基本面：经济基本面存在下行风险，基建或为亮点	5
1、 工业生产转弱，经济下行承压	5
2、 三驾马车：投资易降难升，基建或为亮点	5
三、股指：期指或低位震荡蓄势，防外围不确定因素	7
附：相关数据及事件公布时间表	8

经济扩张放缓，流动性或达拐点

上半年，社会融资规模增速下滑，投资增速受到拖累创新低，加上中美贸易的影响，下半年经济存在下行风险。金融去杠杆的背景下，小微企业融资困难，信用紧缩导致信用风险蔓延，政策面临调整压力。

一、国内政策：货币政策趋向宽松，财政政策更加积极

1、货币政策：拐点已现，趋于宽松

截至7月底，央行今年已三次降准。自1月25日针对普惠金融定向降准之后，4月25日央行降准1个百分点对冲9000亿元MLF到期，释放4000亿增量资金投入市场。此次定向降准主要是应对金融去杠杆和中美贸易战的威胁，并且对冲当月放宽存款利率上限所带来的紧缩效应，进一步推进利率市场化。4月23日中央政治局会议上，货币政策删掉了“管住货币供给总闸门”的表述。与降准置换MLF结合来看，政策对于货币总量调控思路已经有了新变化，为货币政策的拐点奠定了基础。

7月5日，央行定向降准0.5个百分点，释放7000亿流动性，其中5000亿资金用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与；另外2000亿资金主要用于支持相关银行开拓小微企业市场，发放小微企业贷款，进一步缓解小微企业融资难融资贵问题。7月17日央行窗口指导银行增配低评级信用债，银保监会要求加大信贷投放力度，做好民营企业和小微企业融资，旨在疏通货币政策传导机制，防止信用风险继续蔓延。7月20日，一行两会发布资管新规细则与理财新规，对比4月底的资管新规，此次重磅文件出现多处放松的迹象。总体来看，资管新规根本原则未发生改变，金融强监管开始边际放松，货币政策的拐点得到进一步落实，预计下半年货币政策将趋向宽货币、宽信用的新格局，致力于引导资金支持实体经济并协助温和“去杠杆”。

2、财政政策：财政支出或提速

2018年中央经济工作会议指出要继续实施积极的财政政策。上半年，全国财政收入保持平稳较快增长，财政收入质量进一步提高，财政支出保持较高强度。具体来看，上半年全国一般公共预算支出超过11万亿元，同比增长7.8%，已完成预算的53.2%，比去年同期加快了0.1%。上半年财政收入同比增速10.6%，创2013年以来同期新高，其中全国税收收入累计同比为14.4%，创2012年以来同期新高，占一般公共预算收入比重为87.8%，比去年提高4.1%。从绝对数来看，上半年全国一般公共预算支出超过全国一般公共预算收入7261亿元。

目前，我国宏观经济面临多重结构性问题，其中包括基建投资持续下滑拖累固定资产投资，中美贸易摩擦对进出口的冲击等。7月23日，国务院常务会议提出，财政金融政策要协同发力，积极的财政政策要更加积极，进一步确认信用缓和。本次会议提出财政政策的发力点主要集中在“收入端”的减税降费和稳定基建投资，预计未来财政政策继续提速，并协同货币政策解决当前宏观经济面临的结构性问题。

图表 1：2018 年 7 月 重要财政信号与文件

日期	部门	具体信息
7 月 24 日	财政部	发文落实《关于完善国有金融资本管理的指导意见》。财政部门对相关金融机构享有参与重大决策等权利，强化国有金融资本内外部监督，严格股东资质和资本金来源审查，严格规范金融综合经营和产融结合，严禁国有金融企业凭借资金优势控制非金融企业。
7 月 23 日	国务院常务会议	会议提出“财政金融政策要协同发力”，并提出四项行动要求。一是积极财政政策要更加积极；二是稳健的货币政策要松紧适度；三是加快国家融资担保基金出资到位；四是坚决出清“尸企业”，继续严厉打击非法金融机构及活动，守住不发生系统性风险底线。
7 月 23 日	证监会	促进金融期货发展。抓紧恢复股指期货常态化交易，满足境内外投资者股票市场风险管理需求。
7 月 20 日	央行	央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》。
7 月 20 日	银保监会	作为大资管新规最为重要的配套政策，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（简称“理财新规”）正式发布。
7 月 20 日	证监会	证监会就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则对外公开征求意见
7 月 17 日	央行	据21世纪经济报道，央行将额外给予MLF资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于信用债投资，AA+及以上评级按1:1比例给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF资金，要求必须为产业类。

7月17日	银保监会	大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降等要求。
7月5日	央行	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

来源：东兴期货研发中心

二、基本面：经济基本面存在下行风险，基建或为亮点

1、工业生产转弱，经济下行承压

2018 年二季度 GDP 增速达 6.7%，较一季度回落 0.1%，符合预期。其中，第一产业同比增长 3.2%，与一季度持平；第二产业较一季度回落 0.3% 至 6.0%；第三产业同比增长提高 0.3% 至 7.8%。从经济构成来看，2018 年上半年各行业贡献度并无明显变化，其中农林牧渔业、金融业的贡献度对比去年四季度有较明显下滑，工业的贡献度有所增加。6 月工业增加值从 6.8% 下降至 6.0%，1-6 月工业增加值累计同比为 6.7%，较前值小幅回落 0.2%。6 月 PMI 数据回落 0.4% 至 51.5%。主要分项中，除产成品库存以外的细分项均有所回落，其中新出口订单降幅最显著，这离不开中美贸易摩擦的影响。从企业规模来看，大型企业 PMI 回落 0.2% 至 52.9%，仍处于扩张区间；中型企业回落 1.1%，小型企业上升 0.2%，均低于临界值。6 月发电量增速回落至 6.7%，发电耗煤增速回落至 10.4%，各主要工业品产量增速均普遍回落，工业生产转弱，预计下半年经济存在下行压力。

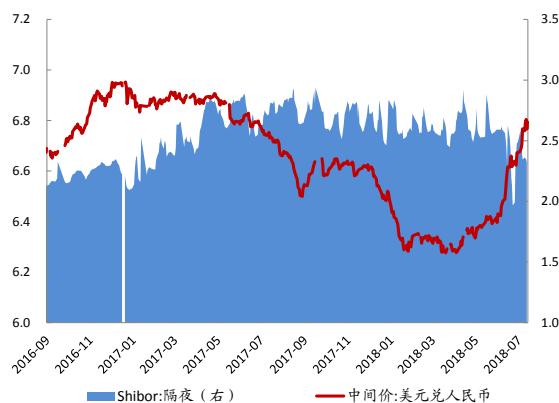
2、三驾马车：投资易降难升，基建或为亮点

二季度经济整体平稳趋缓，三驾马车增速普遍出现回落。从经济构成来看，2018 年以来，进出口贸易对经济贡献度转负，投资贡献下滑，消费支出贡献度较前期上升 14.2%。由此可见，上半年，内需对经济的拉动作用不断提高。具体来看，6 月社会消费品零售同比增长 9.0%，累计同比增长 9.4%。其中 1-6 月全国网上零售同比增长回落 0.6% 至 30.1%，实物商品网上零售额增长 29.8%，其占社会消费品零售总额比重持续增加至 17.4%。二季度消费增速较一季度有所放缓，其中汽车消费跌幅扩大，其主要受中美贸易摩擦及关税调整影响。外需来看，6 月中国进出口均出现回落，贸易顺差创年内新高。其中，出口同比增长 11.3%，增速下降 0.9%；进口同比增长 14.1%，增速下降 11.9%。

1-6月全国固定资产投资同比增长6%，增速较1-5月回落0.1%。从三大投资构成来看，制造业投资累计同比增长扩大1.6%至6.8%，增速逐步提高；基础设施投资累计同比增长持续下滑至7.3%，降幅为2.1%；房地产开发投资累计同比增速小幅回落至9.7%，但仍维持高位。上半年房地产投资保持高位主要受益于土地购置贡献，加上房地产投资名义与实际增速的显著背离，下半年房地产投资高位增长或不可持续。此外，去年工业企业利润改善拉动制造业持续缓慢回升，但在去杠杆的背景下，预计下半年制造业或持续弱增长。随着下半年财政支出提速，基建或将维稳。

整体来看，下半年中美贸易摩擦或将持续限制出口增长，房地产高增速或不可持续，基建或为投资主力支撑，预计2018下半年经济下行承压，基建或为亮点。

图表 2：人民币贬值



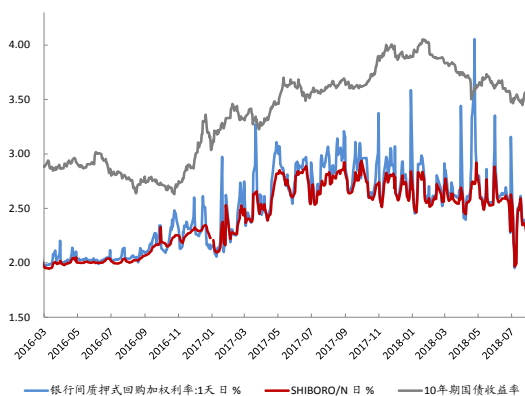
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：M2 同比增速持续回落创新低



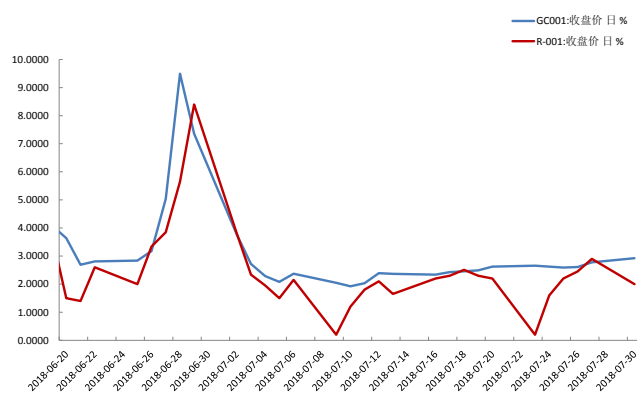
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：银行间短期利率回落



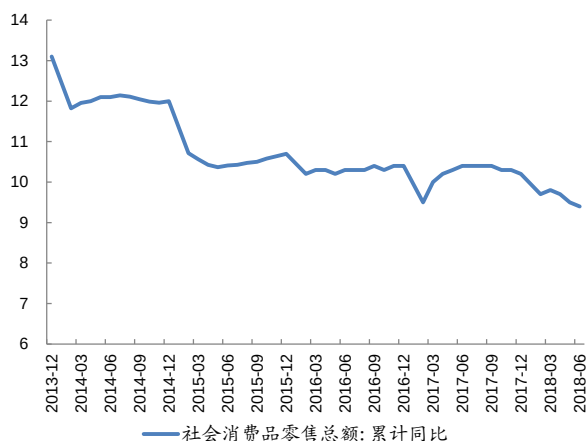
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5：交易所质押式回购利率低位运行



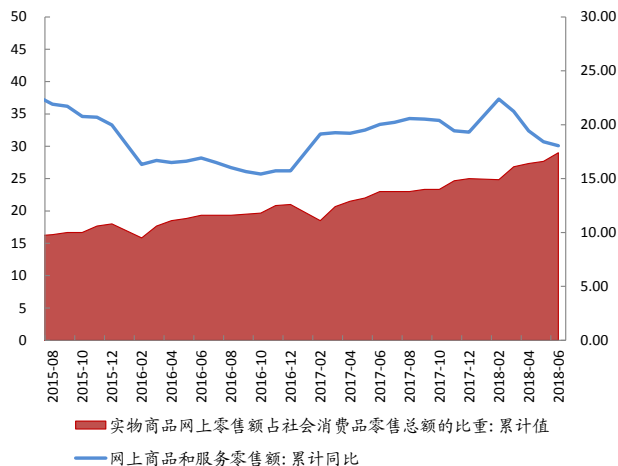
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6: 6 月社会消费累计同比下滑



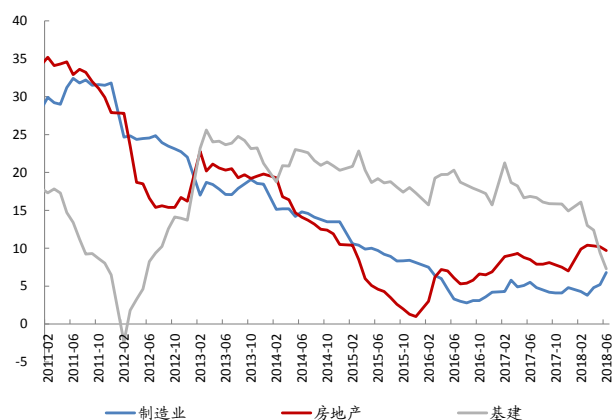
来源: 东兴期货研发中心

图表 7: 实物商品网上零售额占社会消费零售额比重持续上涨



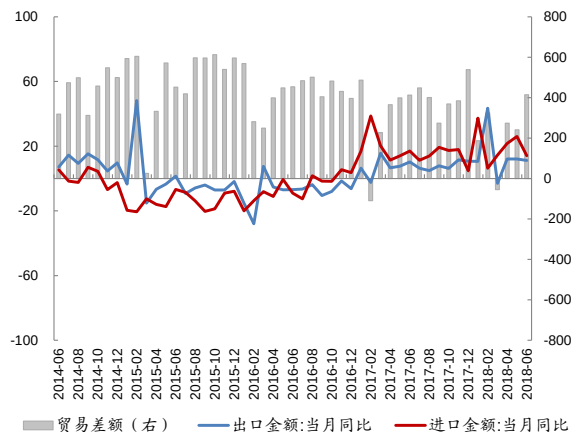
来源: 东兴期货研发中心

图表 8: 6 月基建持续显著回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 6 月贸易顺差增加



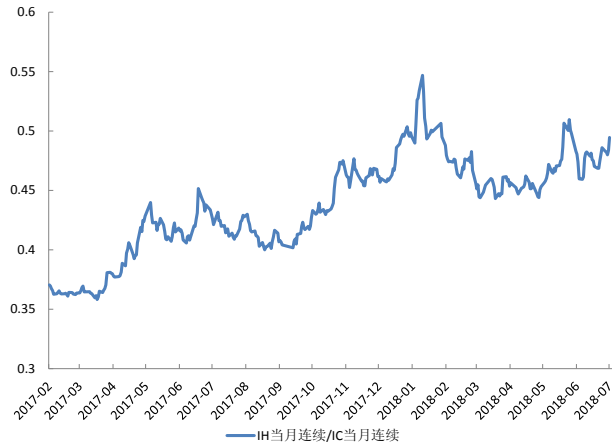
来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、 股指: 期指或低位震荡蓄势, 防外围不确定因素

6 月上旬, 股指呈现震荡格局, 中旬开始连续下挫, 7 月初创新低。7 月, 政策密集出台, 货币政策趋于宽松, 财政支出或提速, 避险情绪有所修复, 股指反弹。月末, 股指有所回落。其中, 政策利好金融与基建致使中小盘弱于大盘, 沪深 300 指数与上证 50 指数较中证 500 指数更为强势。

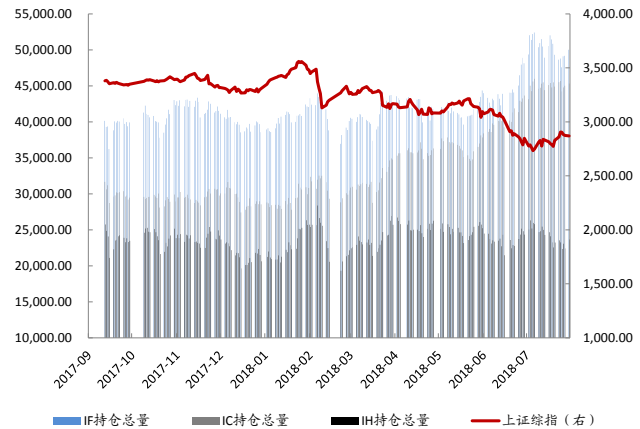
期指方面, 近期各指数先扬后抑, 但整体表现不一。IF 主力合约 7 月涨多跌少, 月涨幅约为 4.5%; IH 主力合约 7 月反弹后小幅震荡走弱, 月涨幅约 8.44%; IC 主力合约 7 月整体呈现震荡格局, 月涨幅约 0.78%。由此可见, IC 整体偏弱, IH、IC 比价 7 月震荡走强。操作方面, 鉴于下半年政策利好, 流动性宽松, 期指或低位震荡蓄势, 建议期指三季度谨慎偏多思路, 谨防外围不确定因素。

图表 10: IH 当月连续/IC 当月连续



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 期指总持仓量显著增加



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
8 月	全球	杰克逊霍尔全球央行年会	高

日期	数据	公布机构	时间 (北京时间)	市场影响
8 月 1 日	中国 7 月财新制造业 PMI	Markit 公司	9: 45	高
8 月 1 日	德国 7 月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	15: 55	高
8 月 1 日	欧元区 7 月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	16: 00	高
8 月 1 日	美国 7 月 Markit 制造业 PMI 终值	Markit 公司	21: 45	高
8 月 1 日	美国 7 月 ISM 制造业 PMI	美国供应管理协会	22: 00	高
8 月 1 日	美国 7 月 ADP 就业人数	美国自动数据处理公司	20: 15	高
8 月 2 日	美联储 8 月利率决议	美联储	02: 00	高

8月2日	美国截至7月28日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
8月3日	美国7月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
8月3日	美国7月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
8月6日	中国7月外汇储备	中国央行	16:00	高
8月8日	中国7月贸易帐	中国海关总署	10:00	高
8月9日	中国7月CPI/PPI年率	中国国家统计局	9:30	高
8月9日	中国7月社会融资规模/M2货币供应率	中国央行	16:00	高
8月9日	美国7月PPI年率	美国劳工部	20:20	高
8月9日	美国截至8月4日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
8月10日	美国7月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
8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
8月14日	德国7月CPI年率终值	德国联邦统计局	14:00	高
8月14日	德国第二季度季调后GDP年率初值	德国统计局	14:00	高
8月14日	欧元区第二季度季调后GDP年率初值	欧盟统计局	17:00	高
8月16日	美国截至8月11日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
8月17日	欧元区7月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
8月17日	美国8月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
8月22日	美国7月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪人协会	22:00	高
8月23日	德国8月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:30	高

8月 23日	欧元区8月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
8月 23日	美国截至8月18日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
8月 23日	美国8月Markit制造业PMI初值	Markit公司	21:45	高
8月 24日	德国第二季度季调后GDP年率终值	德国统计局	14:00	高
8月 29日	法国第二季度GDP年率初值	法国国家统计局	14:45	高
8月 29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
8月 29日	美国第二季度实际GDP年化季率	美国商务部	20:30	高
8月 29日	美国7月季调后成屋签约销售指数月率	全美地产经纪商协会	22:00	高
8月 30日	德国8月季调后失业率	德国统计局	15:55	高
8月 30日	德国8月CPI年率初值	德国联邦统计局	20:00	高
8月 30日	美国7月PCE物价指数年率	美国商务部	20:30	高
8月 30日	美国截至8月25日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
8月 31日	中国8月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	09:00	高
8月 31日	欧元区7月失业率	欧盟统计局	17:00	高
8月 31日	美国8月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	22:00	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。