

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

宽货币紧信用环境下 股指期货筑底过程或延续

观点要点：

- 2018 年 3 季度经济持续放缓，工业生产总体平稳，地产投资保持景气，消费整体趋于弱势。大、中、小型企业 PMI 均有所回落，且中小型企业 PMI 均低于临界值，需求低迷，制造业整体呈现扩张放缓的格局。总结来看，9 月消费虽有所反弹，但整体仍趋于弱势，加上投资、出口均持续回落，预计四季度经济持续承压。
- 9 月 PPI 同比涨幅缩窄，环比涨幅扩大，9 月 CPI 同比涨幅扩大，环比涨幅较上月持平，剪刀差缩窄。考虑到 10 月以来，煤价、油价高位震荡，加上高基数效应，预计 10 月 PPI 续降。此外，10 月以来粮食和肉类价格保持平稳，鲜果蔬菜价格涨幅缩窄，10 月 CPI 或回落。
- 当前市场流动性保持充盈，但在去杠杆的大背景下，四季度的社会融资规模以及 M2 同比增速或难有明显提升，预计整体仍将维持宽货币紧信用的格局。
- 10 月政策暖风频吹，一行两会齐发声有效提振市场情绪。多渠道、中长期资金入市，有望优化市场结构，有利于稳定市场。11 月 6 日将迎来美国中期选举，G20 峰会也将在同月召开。目前，中美关系不被看好，谨防外围风险。10 月以来，A 股整体呈现宽幅震荡回落格局，节后重挫创新低，月内中下旬反弹后又回落。就上证综指来看，月内跌破 2500 关口，月末反复争夺 2600 关口。期指方面，截至 12 月 29 日，IF 主力合约月内收跌于 3077 点，跌幅约 6.44%；IH 主力合约月内收跌 3.71% 至 2391 点附近；IC 主力合约月内收跌约 10.72% 至 4156 点，跌幅最显著。当月 IH、IC 比价持续显著上涨后保持高位小幅震荡，股指期货月末的持仓量较月初均有所增加。操作方面，短期盘面受政策驱使，但中长期考虑到外围环境的不确定性，加上四季度经济承压，股指期货筑底过程或延续。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行持续放缓	4
2、预计10月CPI回落，PPI或续降	6
3、月末流动性宽松，预计市场将维持宽货币紧信用的格局	8
二、10月政策暖风频吹，股指期货筑底过程或延续	10
附：相关数据及事件公布时间表	12

宽货币紧信用环境下 股指期货筑底过程或延续

2018年3季度经济持续放缓，工业生产总体平稳，地产投资保持景气。9月消费虽有所反弹，但整体仍趋于弱势，加上投资、出口均持续回落，预计四季度经济持续承压。当前市场流动性保持充盈，但去杠杆的大背景下，四季度的社会融资规模以及M2同比增速或难有明显提升，预计整体仍将维持宽货币紧信用的格局。操作方面，短期盘面受政策驱使，但中长期考虑到外围环境的不确定性，加上四季度经济承压，股指期货筑底过程或延续。

一、经济基本面

1、经济运行持续放缓

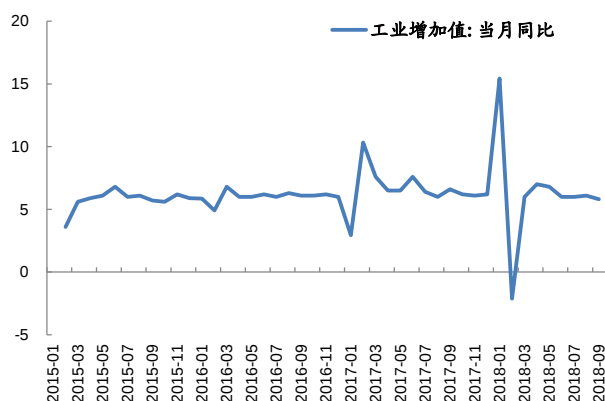
2018年3季度经济持续放缓，工业生产总体平稳，地产投资保持景气，消费整体趋于弱势。中国10月官方制造业PMI为50.2，较前值回落0.6%，持续高于荣枯线，但扩张速度放缓。从五个分类指数看，生产指数和新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数以及供应商配送时间指数均低于临界点。值得注意的是这五个分类指数较上月均有所回落，其中生产指数为52.0，较上月回落0.1%；新订单指数回落1.2%至50.8%，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数较上月分别下降0.6%、0.2%和0.2%。从企业规模来看，大型企业PMI为51.6，较前值回落0.5%，持续高于临界值；中型企业PMI为47.7，环比下滑1.0%，处于收缩区间；小型企业PMI为49.8，环比回落0.6%，低于临界值。整体来看，大、中、小型企业PMI均有所回落，且中小型企业PMI均低于临界值，需求低迷，制造业整体呈现扩张放缓的格局。

从生产法来看，9月工业增加值同比增速为5.8%，较上月回落0.3%。从支出法来看，1-9月三驾马车表现不一。1-9月固定资产投资增速为5.4%，较1-8月回升0.1%；1-9月民间固定资产投资为8.7%，较上月持平。分产业来看，第一产业与第三产业投资同比增速较1-8月均有所回落，而第二产业增速提高0.9%至5.2%。分项中，制造业累计同比增速为8.7%，增速较前值上升1.2%；基建累计同比增速持续下滑0.9%至3.3%，仍是主要拖累；房地产累计同比增速为9.9%，增速小幅回落0.2%。具体来看，9月商品房销售面积累计同比增速下滑至2.9%，9月新开工面积累计同比增速扩大0.5%至16.4%，9月土地购置面积累计同比增速扩张0.1%至15.7%，其中土地购置费高增长是支撑地产投资保持高位的主要原因。值得注意的是，9月全国地产销量下滑至负增长，三四线棚户改造热潮逐渐褪去，加上房企融资持续受限，地产投资大概率难维持高位，且基建投资仍旧低迷，预计未来固定资产投资持续筑底。

9月社会消费品零售累计同比增速从9.0%回升至9.2%，限额以上零售增长5.7%，较上月回落0.3%，接近历史低位。具体来看，消费占比最大的汽车零售9月同比跌幅显著，可选消费整体表现低迷。9月食品烟酒、日用品增速较8月回升，必需品消费持续回升。其中1-9月全国网上零售额同比增长从28.2%降至27%，实物商品网上零售额增长27.7%，较1-8月下滑0.9%，其占社会消费品零售总额比重为17.5%，较前期扩大0.2%。由此可见，汽车销售拖累消费，消费整体趋于弱势，其中网上零售虽有所回落，但仍为消费亮点。外需来看，据海关总署统计，以美元计价9月出口同比增速涨至14.5%，远超预期与前值；进口同比增速显著回落至14.3%，较上月下滑5.7%，不及市场预期。9月贸易顺差扩大至317.02亿美元。数据表明，人民币贬值叠加外需强劲在一定程度上拉动出口、限制进口。整体来看，由于企业对关税清单提前反应，中美贸易摩擦对我国进出口影响或于明年逐渐显现。

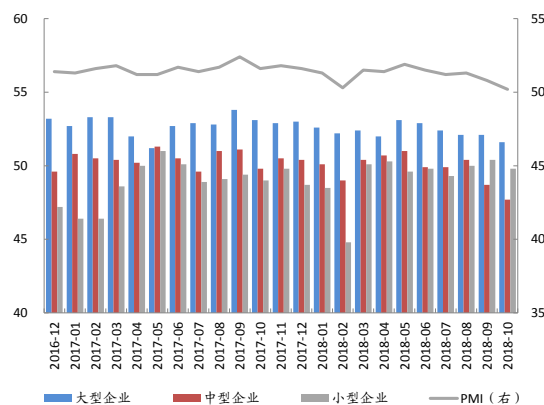
总结来看，9月消费虽有所反弹，但整体仍趋于弱势，加上投资、出口均持续回落，预计四季度经济持续承压。

图表 1：9月工业增加值当月同比小幅回落



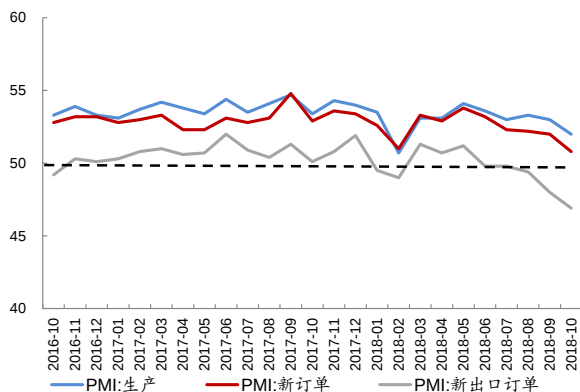
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：10月中小型企业 PMI 均低于临界值



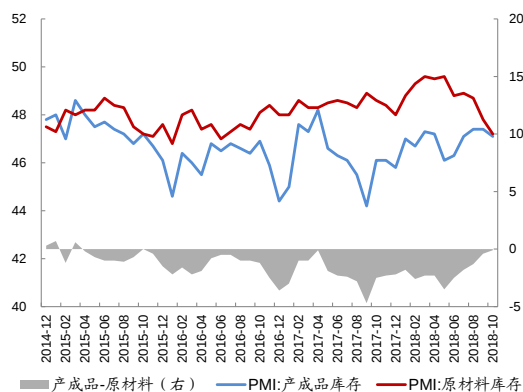
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：10月 PMI 新出口订单持续显著回落



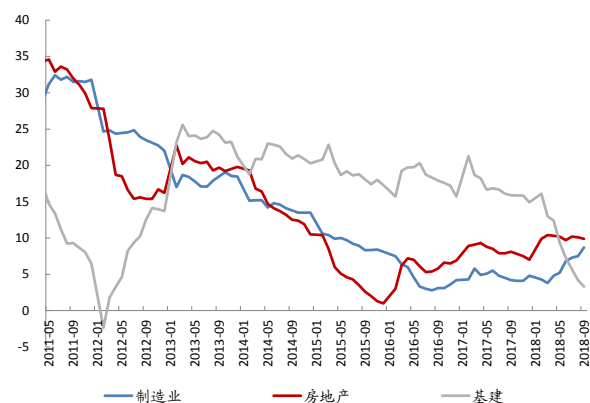
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：10月产成品库存小幅下滑



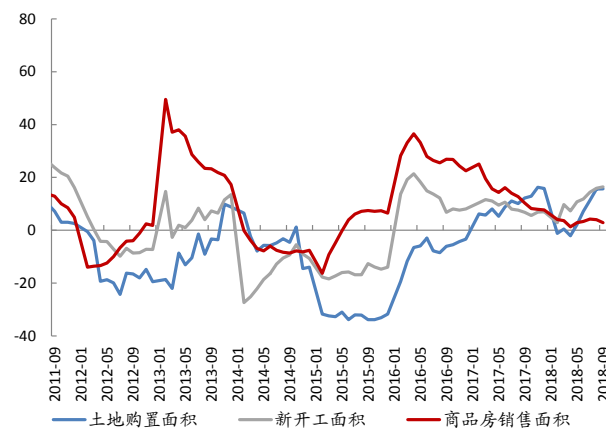
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5: 1-9 月基建持续向下拖累投资



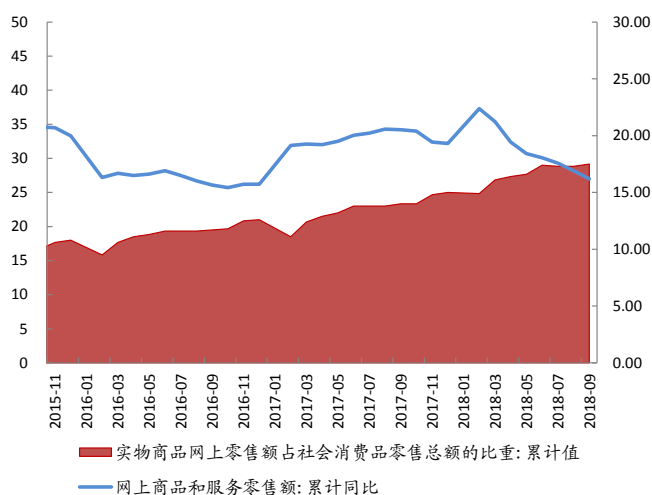
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 9 月土地购置、新开工面积累计同比涨幅持续扩大



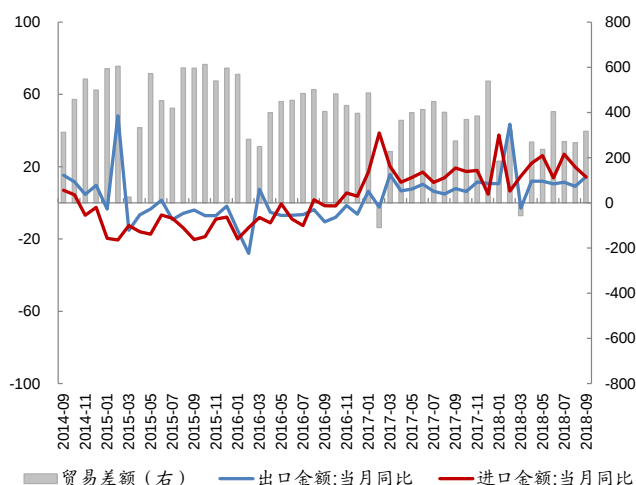
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 9 月实物商品网上零售额占比增加



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 9 月贸易顺差扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

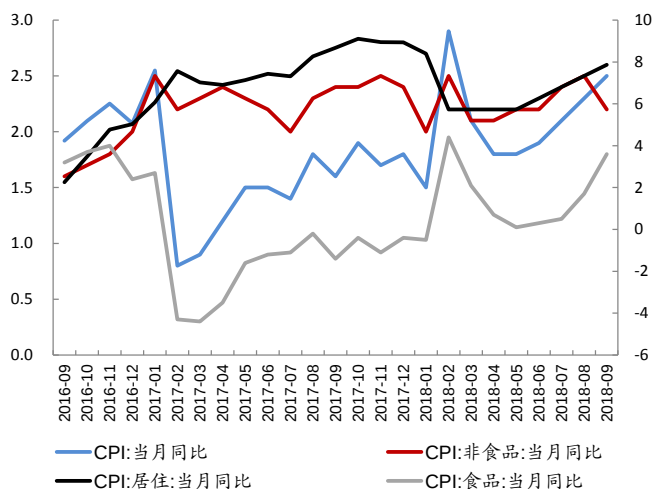
2、预计 10 月 CPI 回落, PPI 或续降

9 月 PPI 同比涨幅缩窄, 环比涨幅扩大, 9 月 CPI 同比涨幅扩大, 环比涨幅较上月持平, 剪刀差缩窄。9 月 PPI 同比上涨 3.6%, 涨幅较上月缩窄 0.5%, 环比上涨 0.6%, 较 8 月扩大 0.2%。据测算, 去年价格变动的翘尾因素约为 1.9%, 新涨价因素约为 1.7%。从环比来看, 生产资料价格涨幅扩大 0.2%至 0.7%, 生活资料价格上涨 0.1%, 涨幅缩窄 0.2%。在主要工业行业中, 石油及相关行业受国际油价变动影响, 涨幅较大。其中石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、石油和天然气开采业和化学原料和化学制品制造业, 分别上涨 4.0%、3.9%、3.8%和 1.0%, 涨幅分别扩大 2.3%、1.9%、3.0%和 0.4%, 合计影响 PPI 上涨约 0.32%, 是 PPI 环比涨幅扩大的主要原因; 由

降转升的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.3%；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 1.5%，涨幅较上月收落 0.6%。从同比来看，生产资料价格上涨 4.6%，涨幅缩窄 0.6%；生活资料价格上涨 0.8%，较上月扩大 0.1%。主要行业中，涨幅回落的有非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业，分别上涨 8.1%、7.2%、7.0%和 3.6%，分别较前值回落 0.9%、2.3%、0.9%和 2.1%，合计影响 PPI 同比涨幅回落约 0.32%；涨幅扩大的有石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业，分别上涨 41.2%和 24.1%，较上月扩大 1.6%和 1.4%；有色金属冶炼和压延加工业价格由降转升，下降 1.7%。

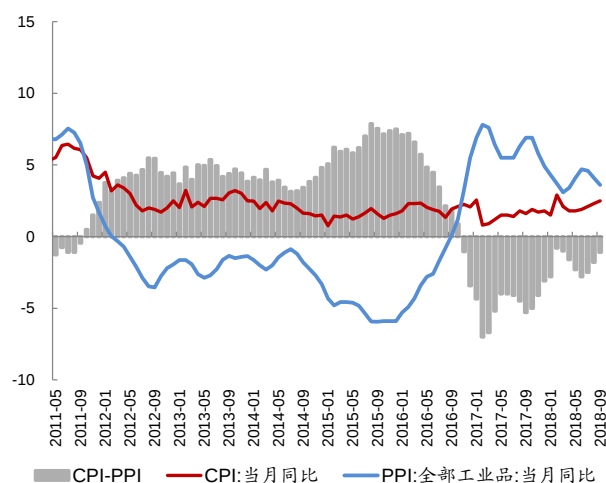
9 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅扩大 0.2%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素分别为 0.5%和 2.0%。CPI 环比上涨 0.7%，与上月持平。其中，食品价格上涨 2.4%，涨幅较前值持平，影响 CPI 上涨约 0.46%。食品中受天气影响，鲜菜价格上涨 9.8%，涨幅扩大 0.8%，影响 CPI 上涨约 0.25%；受季节因素影响，鲜果价格上涨 6.4%，涨幅扩大 5.6%，影响 CPI 上涨 0.1%；受中秋国庆影响，猪肉鸡蛋价格分别上涨 3.7%、2.2%，合计影响 CPI 上涨 0.1%。另外，非食品价格上涨 0.3%，涨幅较上月扩大 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.25%，主要受成本上升等多因素推动。从同比来看，9 月食品价格同比上涨 3.6%，非食品价格上涨 2.2%，分别影响 CPI 上涨约 0.69%和 1.78%。考虑到 10 月以来，煤价、油价高位震荡，加上高基数效应，预计 10 月 PPI 续降。此外，10 月以来粮食和肉类价格保持平稳，鲜果蔬菜价格涨幅缩窄，10 月 CPI 或回落。

图表 9：9 月 CPI 非食品分项下滑



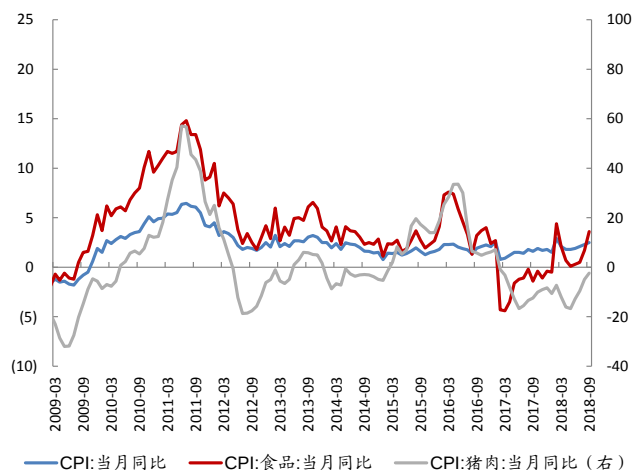
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：9 月 CPI、PPI 剪刀差缩窄



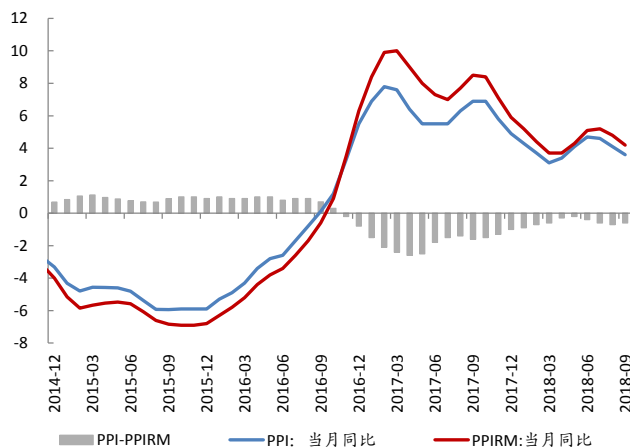
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11: 9 月猪肉价格降幅持续缩窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 9 月 PPI 持续回落



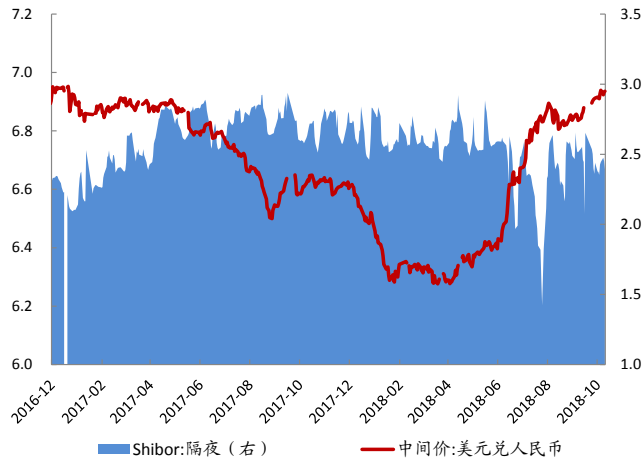
来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、月末流动性宽松，预计市场将维持宽货币紧信用的格局

节后，银行间流动性总量处于较高水平，央行继续不开展公开市场操作，连续 14 日暂停公开市场操作。10 月 7 日，央行降准 1 个百分点，其中部分用于偿还 10 月 15 日约 4500 亿 MLF 到期，其余共计释放 7500 亿增量资金，旨在对冲 10 月中下旬税期，并用于增强金融服务实体经济能力，稳健宏观经济增长。此次降准为央行年内第四次降准，就目前来看，在稳健中性的基调下，货币政策未来仍有进一步预调微调的空间。临近月末，财政支出增加，可对冲央行逆回购到期、政府债券发行缴款等影响因素。央行继续暂停逆回购，截至 10 月 29 日，央行连续两日暂停公开市场操作。预计未来资金面仍将保持平稳。

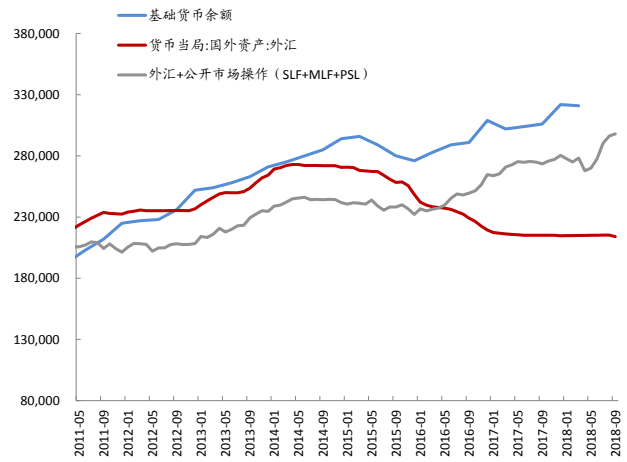
今年以来，M2 和社融规模均处于低位，社融规模累计同比持续负增长。可见今年央行降准并非“大水漫灌”式放松货币政策，实则均是为了支撑实体经济。具体来看，社会融资总额增速远低于人民币贷款增速，且 M1 增速持续低于 M2 增速。表明当前市场投资低迷，且内需更弱，中小企业面临融资难的问题。就此，宽松的货币政策与财政降税的目的是希望通过刺激消费提高需求，缓解中小企业融资困境，提高投资水平。但在去杠杆的大背景下，四季度的社会融资规模以及 M2 同比增速或难有明显提升，预计整体仍将维持宽货币紧信用的格局。

图表 13: 10 月末人民币汇率持续贬值



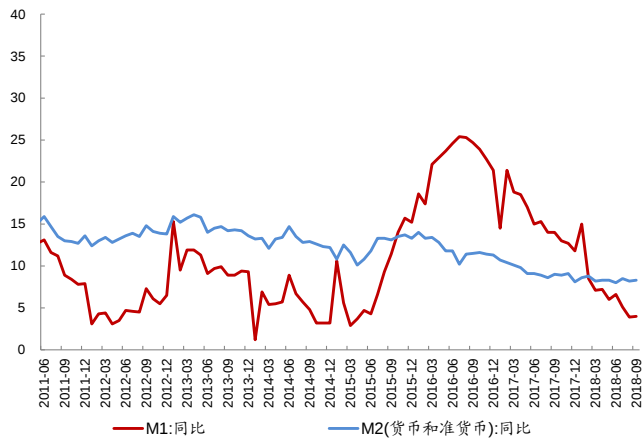
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 当前流动性总量充盈



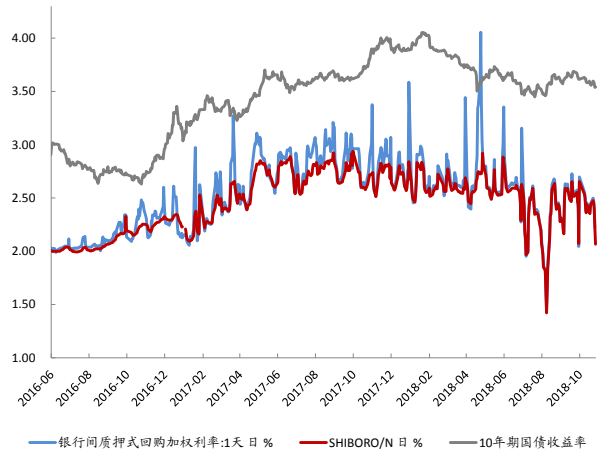
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 9 月 M1、M2 同比均小幅回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 流动性保持宽松



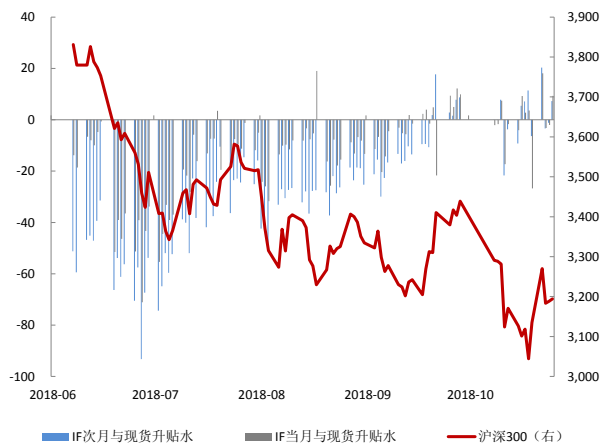
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、10月政策暖风频吹，股指期货筑底过程或延续

10月政策暖风频吹。具体来看，10月20日，国务院金融稳定发展委员会召开会议。会议强调，当前社会各界最关注的是已经承诺的各项政策措施落实情况，19日，国务院副总理刘鹤、央行行长易纲、证监会主席刘士余、银保监会主席郭树清集体发声，对外宣布的稳定市场、完善市场基本制度、鼓励长期资金入市、促进国企改革和民企发展、扩大开放等五方面政策，要快速扎实地落实到位。次日下午，上交所、深交所和中国基金业协会等三部门表示，用实际行动疏困股权质押风险，用制度改革和一线监管稳定市场、提振信心。具体的关键点包括：“绿色通道”疏困股权质押风险；重点提及“完善回购制度”；重点提及并购重组；引导境内外长期资金投资A股；加大对科技创新企业上市支持力度；化解信用债券违约风险；遏制恶意砸盘行为。10月22日，国务院总理李克强召开国务院常务会议。会议上决定，设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难问题。10月30日，证监会围绕资本市场改革，推进三方面措施。其中包括，发挥保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者的作用，引导更多增量中长期资金进入市场。总体来看，一行两会齐发声有效提振市场情绪。多渠道、中长期资金入市，有望优化市场结构，有利于稳定市场。11月6日将迎来美国中期选举，G20峰会也将在同月召开。目前，中美关系不被看好，谨防外围风险。

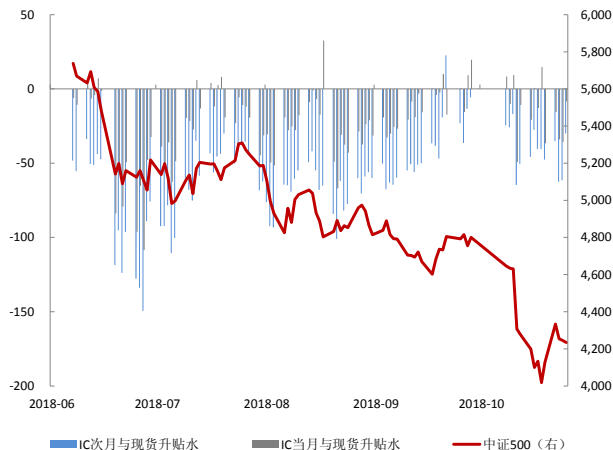
10月以来，A股整体呈现宽幅震荡回落格局，节后重挫创新低，月内中下旬反弹后又回落。就上证综指来看，月内跌破2500关口，月末反复争夺2600关口。期指方面，10月沪深300、上证50以及中证500均不同程度走弱，对应股指期货月内也均呈现弱势寻底过程，但程度不一。截至12月29日，IF主力合约月内收跌于3077点，跌幅约6.44%；IH主力合约月内收跌3.71%至2391点附近；IC主力合约月内收跌约10.72%至4156点，跌幅最显著。当月IH、IC比价持续显著上涨后保持高位小幅震荡，股指期货月末的持仓量较月初均有所增加。操作方面，短期盘面受政策驱使，但中长期考虑到外围环境的不确定性，加上四季度经济承压，股指期货筑底过程或延续。

图表 17: 期指 IF 近日重回升水



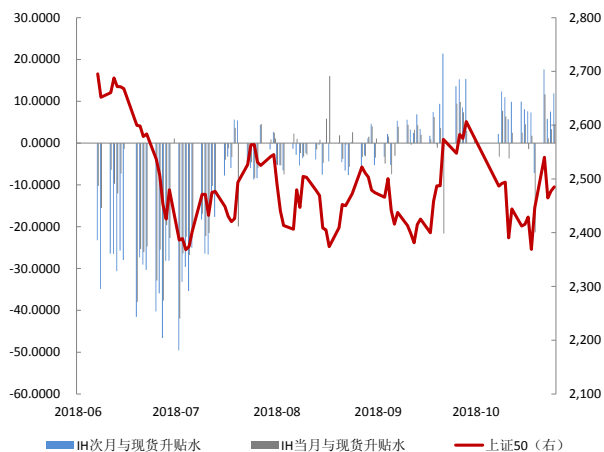
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 期指 IC 近日贴水收窄



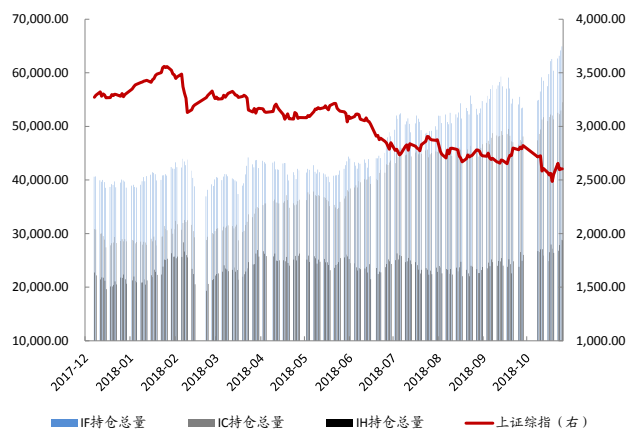
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IH 近日保持升水



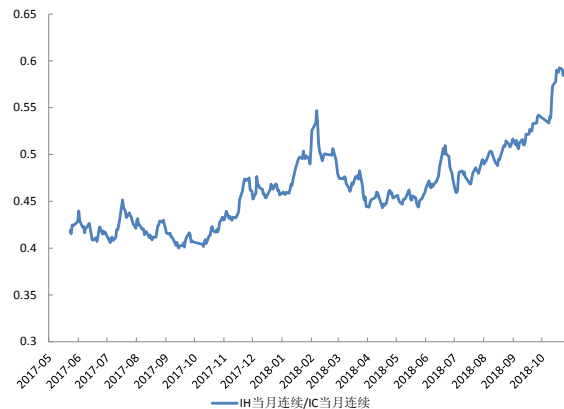
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指总持仓较月初上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 10 月末 IH/IC 比价高位小幅回落



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
11月1日	中国10月财新制造业PMI	Markit公司	09:45	高
11月1日	美国截至10月27日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
11月1日	美国10月Markit制造业PMI终值	Markit公司	21:45	高
11月1日	美国10月ISM制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
11月2日	德国10月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	16:55	高
11月2日	欧元区10月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	17:00	高
11月2日	美国10月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
11月2日	美国10月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
11月7日	中国10月外汇储备	中国央行	16:00	高
11月8日	中国10月贸易帐	中国海关总署	10:00	高
11月8日	美国截至11月3日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
11月9日	美联储11月利率决议	美联储	03:00	高
11月9日	中国10月CPI/PPI年率	中国国家统计局	9:30	高
11月9日	中国10月社会融资规模/M2货币供应率	中国央行	16:00	高
11月9日	美国10月PPI年率	美国劳工部	21:30	高
11月9日	美国11月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	23:00	高
11月13日	德国10月CPI年率终值	德国联邦统计局	15:00	高
11月14日	中国1-10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	国家统计局	10:00	高

	总额)			
11月 14日	德国第三季度末季调 GDP 年率初值	德国统计局	15:00	高
11月 14日	欧元区第三季度季调 后 GDP 年率初值	欧盟统计局	18:00	高
11月 14日	美国 10 月末季调 CPI 年率	美国劳工部	21:30	高
11月 15日	美国截至 11 月 10 日当 周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
11月 16日	欧元区 10 月末季调 CPI 年率终值	欧盟统计局	18:00	高
11月 21日	美国 10 月耐用品订单 月率初值	美国商务部	21:30	高
11月 21日	美国截至 11 月 17 日当 周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
11月 21日	美国 11 月密歇根大学 消费者信心指数终值	密歇根大学	23:00	高
11月 21日	美国 10 月成屋销售年 化总数	美国全国房 地产经纪人 协会	23:00	高
11月 23日	德国第三季度末季调 GDP 年率终值	德国统计局	15:00	高
11月 28日	美国第三季度核心 PCE 物价指数年化季率	美国商务部	21:30	高
11月 28日	美国第三季度实际 GDP 年化季率	美国商务部	21:30	高
11月 29日	德国 11 月季调后失业 率	德国统计局	16:55	高
11月 29日	德国 11 月 CPI 年率初 值	德国联邦统 计局	21:00	高
11月 29日	美国 10 月 PCE 物价指 数年率	美国商务部	21:30	高
11月 29日	美国截至 11 月 24 日当 周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
11月 29日	美国 10 月季调后成屋 签约销售指数月率	全美地产经 纪商协会	23:00	高
11月 30日	中国 11 月官方制造业 PMI	中国物流与 采购联合会	09:00	高
11月 30日	欧元区 10 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。