通缩压力加大，反弹即将结束

金融期货部

赵晶 高级分析师
010-85113256
zhaoj@yafco.com
F0248361 Z0001635

摘要

从上周公布的 CPI 以及经济运行数据来看，虽然 PPI 降幅放缓，大宗商品价格似有暂时企稳的迹象，但其对 CPI 的传导远未结束，通缩压力明显加大。同时固定资产投资继续走低，未见起色。房地产市场在经过半年的反弹之后增长乏力，商品房库存再度回升，在房地产投资尚未好转之前消费率先熄火，对于市场来说无异于雪上加霜。此外或许是资金迟迟未能到位，基建投资未现飙升，相反出现回落，远远无法抵消房地产投资衰退带来的投资增幅下滑。目前内需成为国内经济的唯一稳定器，短期来看仍将维持稳定增长，但经济的复苏仅仅依靠内需显然不够。因而预计在 10 月数据出台之后，财政政策仍将继续加码。未来主要风险点有二：美联储加息和人民币加入 SDR 之后出现贬值。人民币贬值虽然会刺激外贸出口，但同时也将与美联储加息形成共振，加速资本外流，从而延长经济企稳的时间。经济基本面无改观，同时稳增长政策效用仍未发挥，预计期指此轮反弹或告一段落，短线有回落风险，同时下周为交割周，基差将进一步收敛，可尝试 IC 多近空远套利。

一、要闻回顾

1、10 月外汇占款扭转四连降

央行 15 日发布数据显示，10 月金融机构外汇占款增加 129 亿元人民币，扭转此前连续四个月减少势头；当月中国央行口径外汇占款也走出八连降，增加 533.37 亿元。

2、中国承诺人民币不会竞争性贬值

G20 领导人峰会召开前夕，土耳其表示，集团成员国承诺将在努力推动经济增长的同时，联合抵制货币贬值。土耳其副总理 Cevdet Yilmaz 表示，货币贬值更应当反映市场现实而不是成为政策工具，中国已经向 G20 保证不会走上这条路，这里不存在货币战争的预期。

3、10 月新增人民币贷款 5136 亿远低预期

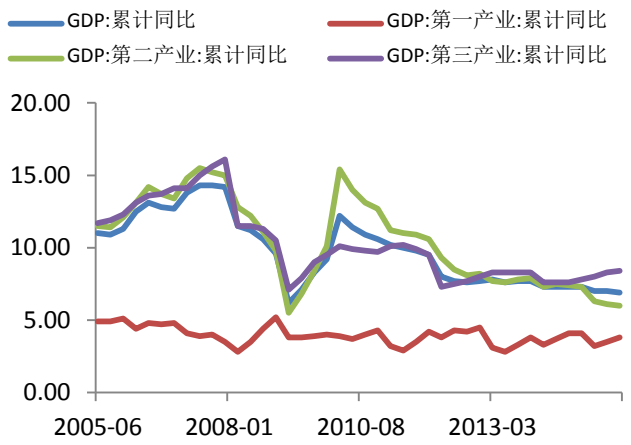
央行公布数据显示，10 月新增人民币贷款 5136 亿元，远低于此前路透 7982 亿元的调查中值；当月末广义货币供应量(M2)同比增长 13.5%，高于路透调查中值 13.2%，并创 2014 年 7 月以来新高。

二、经济数据跟踪

（一）经济概况

三季度 GDP 同比增长 6.9%，跌破 7%，但由于略好于 6.8%的普遍预期，市场在数据当天并未出现大幅波动。同时第一、第三产业 GDP 增速出现回升，但第二产业依然持续走低，但降幅放缓。值得关注的是，GDP 增速虽然优于市场预期，但工业增加值等具体经济指标依然呈现下滑趋势。9 月规模以上工业增加值同比增速仅为 5.7%，经济内生增长动能依然不足。

图1：GDP 及工业增加值同比增速

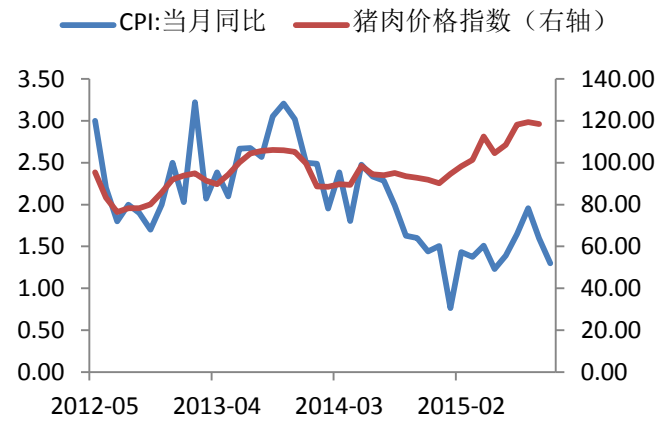


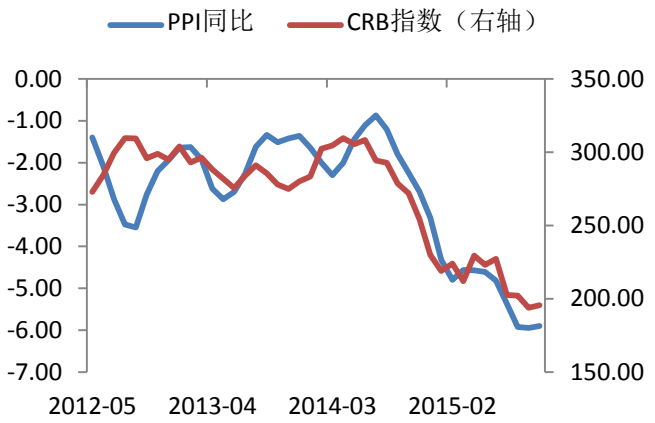
数据来源：wind，永安期货研究院

10 月 CPI 继续走低，同比仅增长 1.3%。猪肉价格涨势放缓是 CPI 涨幅回落的主要原因，CPI 多月处于低位显示经济通缩压力加大，预计在春节之前 CPI 同比增速仍将继续回落。

在经过连续数月的下跌之后，PPI 虽然依然下行，但降幅趋缓，10 月同比下降 5.9%。同时 CRB 指数较上月出现回升，显示大宗商品价格或以触及短期底部。

图2：CPI 及 PPI 走势



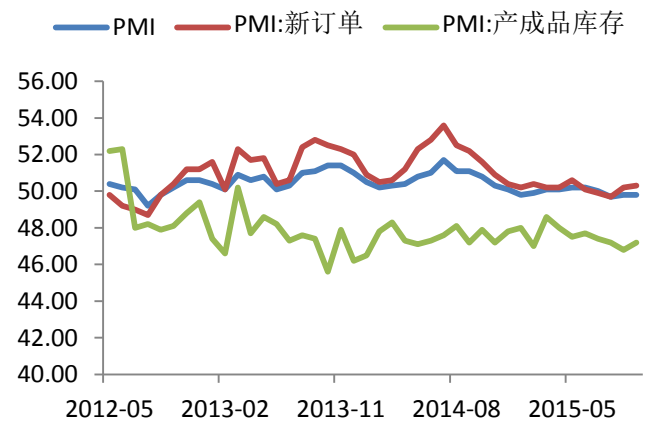


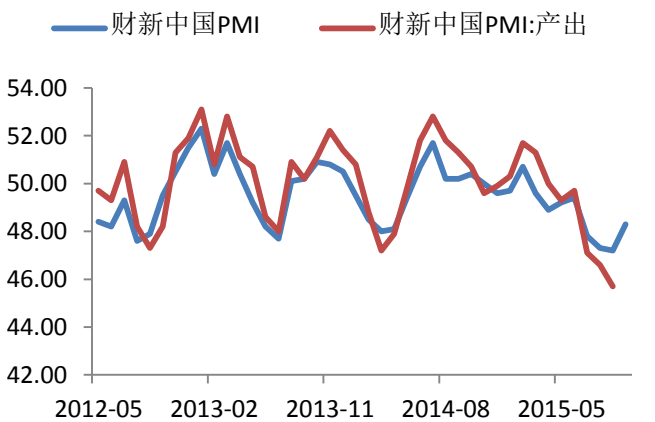
数据来源：wind，永安期货研究院

10 月官方制造业 PMI 为 49.8，与上月持平，但依然位于荣枯线之下，经济活动依然在收缩。值得注意的是，新订单和产成品库存分项略有回升，分别为 50.3 和 47.2。

与官方数据一致，10 月财新 PMI 数据也出现回升，增至 48.3。但从分项来看，官方和财新数据多项指标出现背离，其中财新新订单和新出口订单指数显示外需出现大幅改善，而内需增长有限，官方数据则刚好相反。同时在产出和库存方面两者也出现了不一致。财新数据显示由于需求回暖带动生产指数回升，此外原材料库存持平而产成品库存大幅回落显示压库现象正在缓解。总体来说，财新数据较官方数据更偏积极，显示经济通缩压力正在逐步减小。

图3：官方及财新 PMI 走势



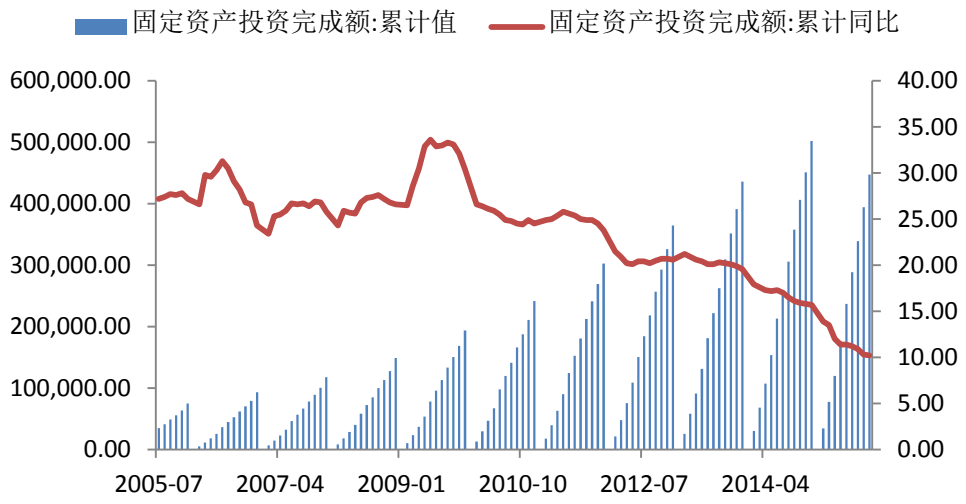


数据来源：wind，永安期货研究院

（二）投资、消费及进出口情况

1-10 月固定资产投资同比增长 10.2%，增速继续回落。其中房地产和基建投资双双熄火是拖累固定资产投资增速继续下滑的主要原因。

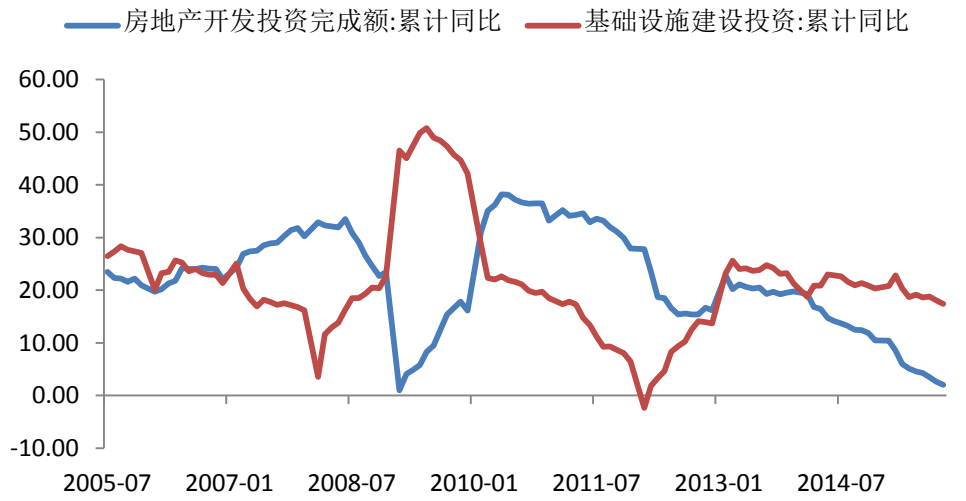
图4：固定资产投资增速



数据来源：wind，永安期货研究院

1-10 月房地产开发投资同比增速进一步跌至 2%，再创经济危机以来新低，与此同时基建投资增速也出现回落，10 月同比增长 17.41%，创一年多来新低。

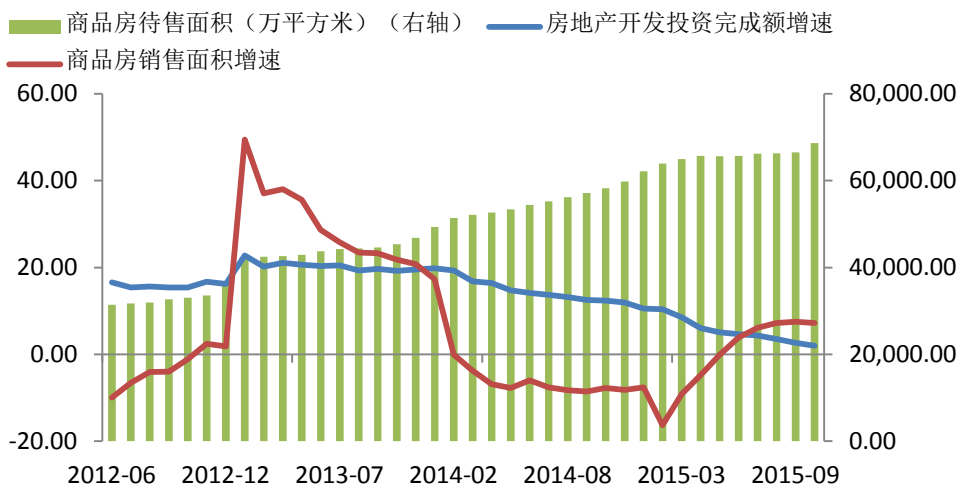
图5：房地产及基建投资增速



数据来源：wind，永安期货研究院

房地产市场在持续回暖之后，目前增长出现停滞。10 月房屋销售同比增速为 7.2%，较上月回落 0.3 个百分点，同时商品房库存再创新高，达到 6.8 亿平方米，前期刺激政策逐步失效，去库存过程漫长。

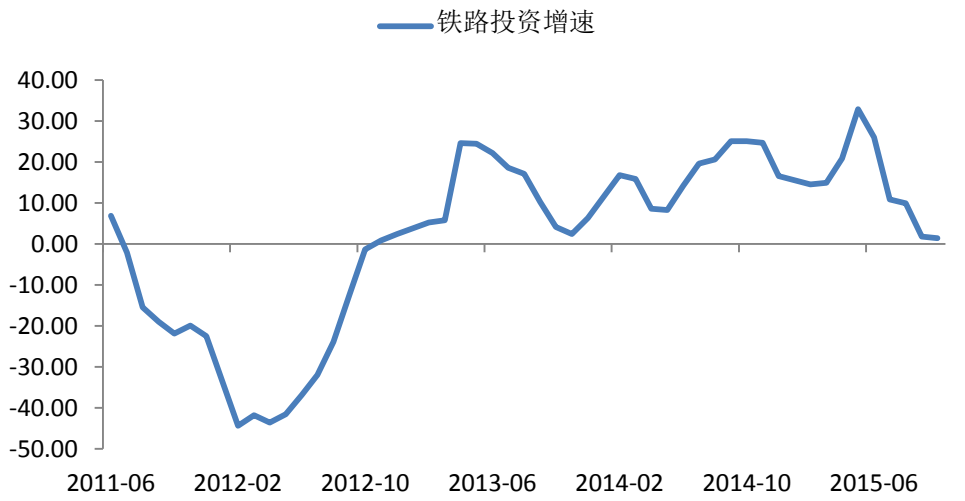
图6：房地产投资及销售情况



数据来源：wind，永安期货研究院

基建方面，10 月铁路投资同比增速未出现明显增长，增速继续回落至 1.4%，铁路投资资金落实较慢，依然有待时日。

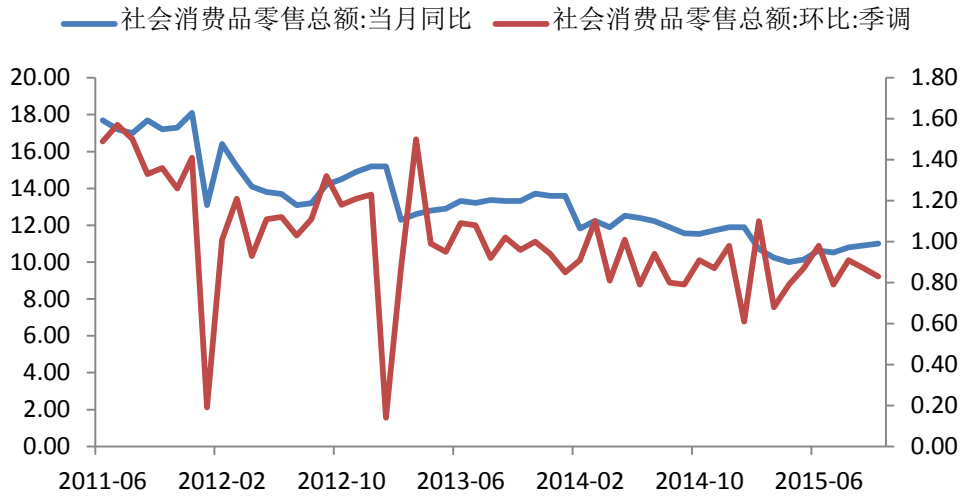
图7：铁路投资情况



数据来源：wind，永安期货研究院

经济的稳定因素依然是内需。10 月社会消费品零售同比增速 11%，较上月回升 0.1 个百分点。总体来说，国内需求相对稳定，对经济形成一定支撑，但完全靠内需支撑显然远远不够。

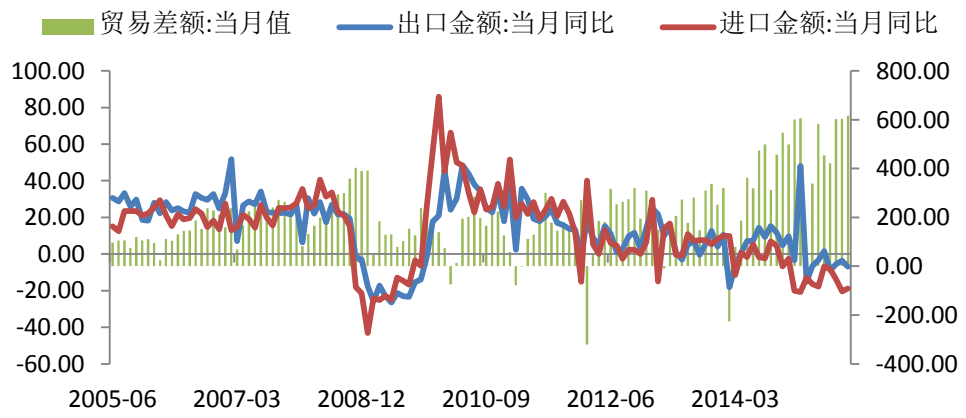
图8：社会消费品零售



数据来源：wind，永安期货研究院

出口方面，较上月降幅收窄之后，10 月出口同比增速再度走低，仅为-6.9%，显示在人民币贬值刺激下的外需回暖或仅为昙花一现，难以持续。同时进口同比降幅收窄，但依然维持 18.8%的跌幅，导致 10 月外贸继续顺差，额度较上月有所提升，增至 616.4 亿美元，这与刚刚公布的外汇储备结束五连降，增 114 亿美元不谋而合。

图9：进出口情况



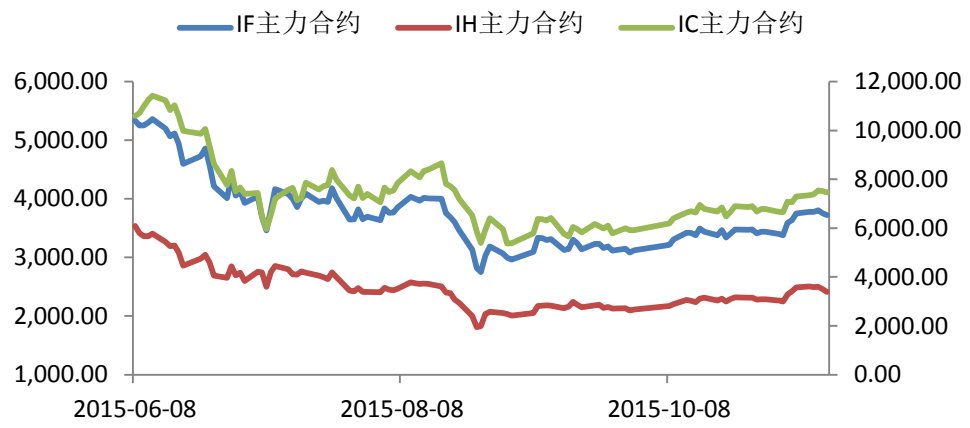
数据来源：wind，永安期货研究院

三、行情走势

（一）期货市场

上周市场延续前期涨势，持续在高位运行，但涨幅出现明显放缓。期指三个品种再度分化，表现各有不同，IC 维持强势格局，当周涨幅达 2.59%，IF 及 IH 则出现不同程度回落，当周分别下跌 0.57% 和 2.59%。

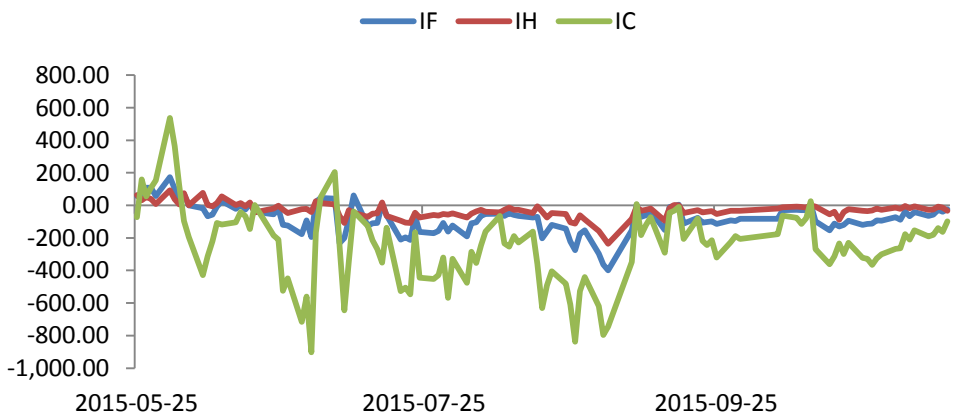
图10：IF、IH、IC 主力合约走势（收盘价）



数据来源：wind，永安期货研究院

基差方面，伴随交割日的临近，期限价差进一步收敛。截至上周五，IF、IH 及 IC 近月合约贴水分别收窄至 24、11.57 及 99.1 点。

图11：IF、IH、IC 主力合约基差走势



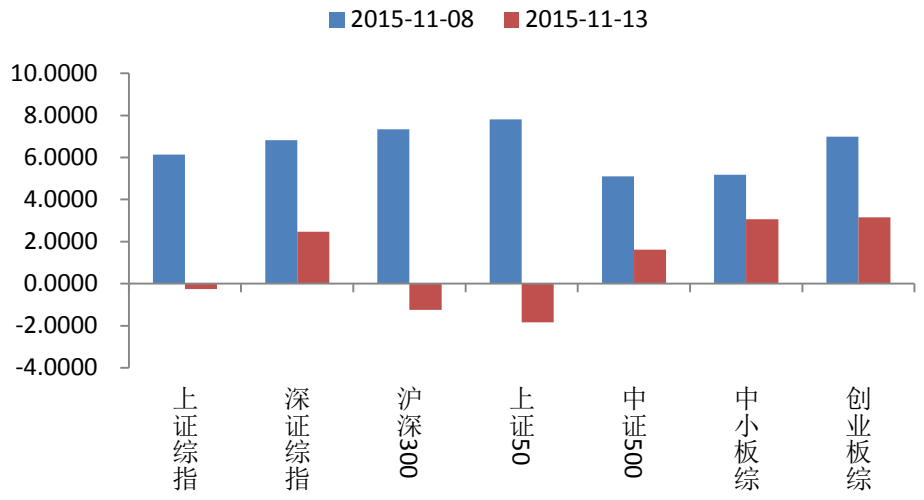
数据来源：wind、永安期货研究院

主力持仓方面，由于指数触及近两个月高点，上方阻力逐渐增大，部分多头对于后市看法有所转变，出现获利了结迹象。其中以 IH 表现最为明显，其权重股券商、银行等金融行业在此轮上涨中涨幅居前，市场落袋为安心态突出，IH 多头减仓 1113 手，净多持仓降至 246 手。此外 IF 多头减仓 900 手，空头减仓 786 手，净空持仓增至 2680 手，IC 空头减仓 1250 手，多头减仓 889 手，净空持仓降至 286 手。

（二）现货市场

经过前期连续上涨之后，上周沪深两市涨势出现放缓，沪指一度出现大幅回调，当周微跌 0.25%。市场分化明显，前期涨幅较大的沪深 300 及上证 50 出现回落，而中小板及创业板则相对强势，涨幅均在 20%左右。

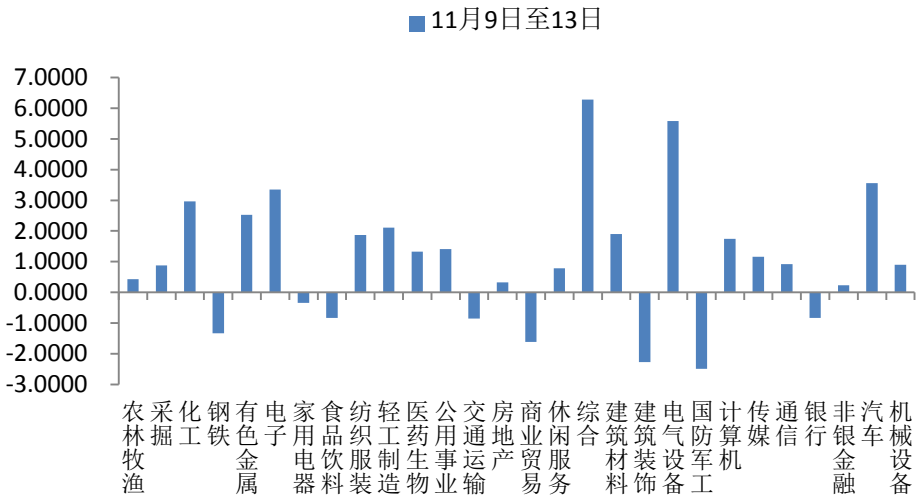
图12：现货市场主要指数涨跌幅



数据来源：wind、永安期货研究院

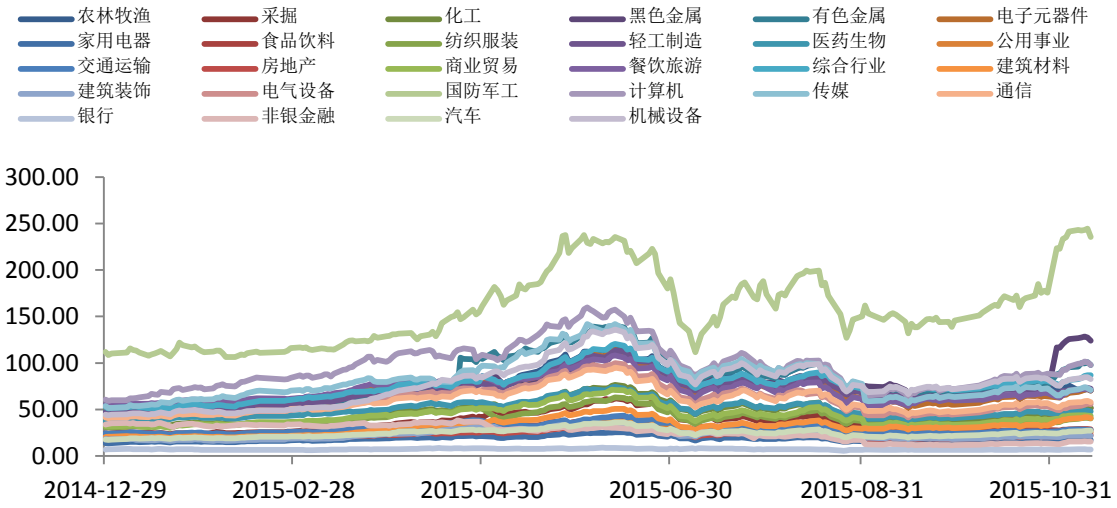
上周申万 18 个行业板块涨跌不一，其中电气设备、汽车以及电子等行业涨幅居前，当周上涨超过 3%，而国防军工、建筑装饰等板块则出现一定程度下跌，总体表现低迷。

图13：申万一级行业指数涨跌幅



数据来源：wind、永安期货研究院

图14：申万一级行业指数估值

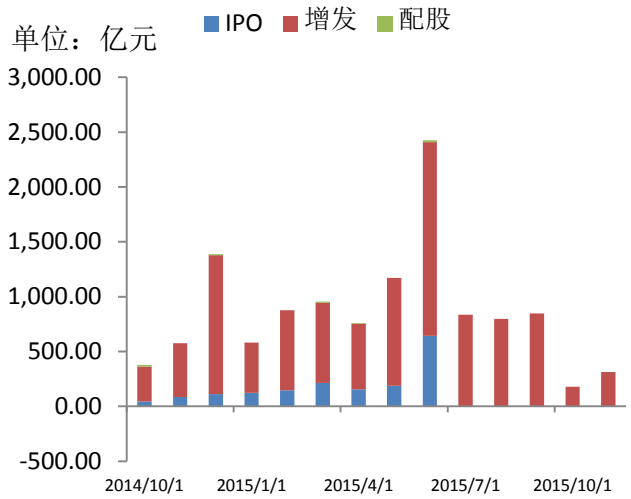


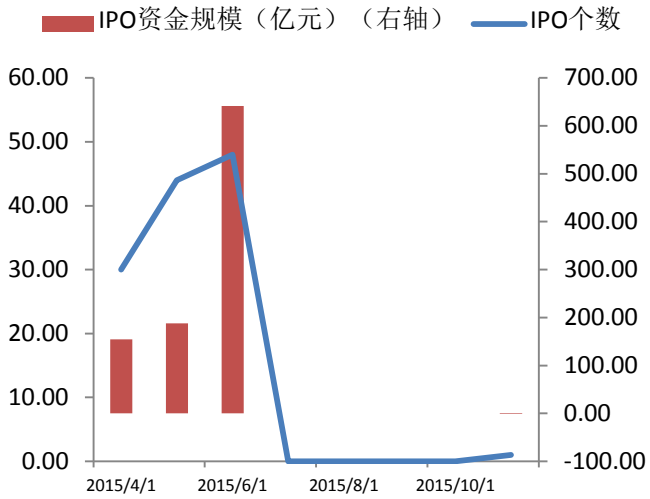
数据来源：wind、永安期货研究院

四、股市供需情况

股票发行方面，数据显示 11 月有一只个股在创业板上市发行，但其并非传统意义上的“IPO”，而是首例换股吸收上市，对于市场资金并不会形成抽血。截止至 11 月 15 日，市场将有 39 家个股增发，总金额在 312.44 亿元，较上月大幅增加，资金压力逐步显现。

图15：近期 IPO、增发及配股情况

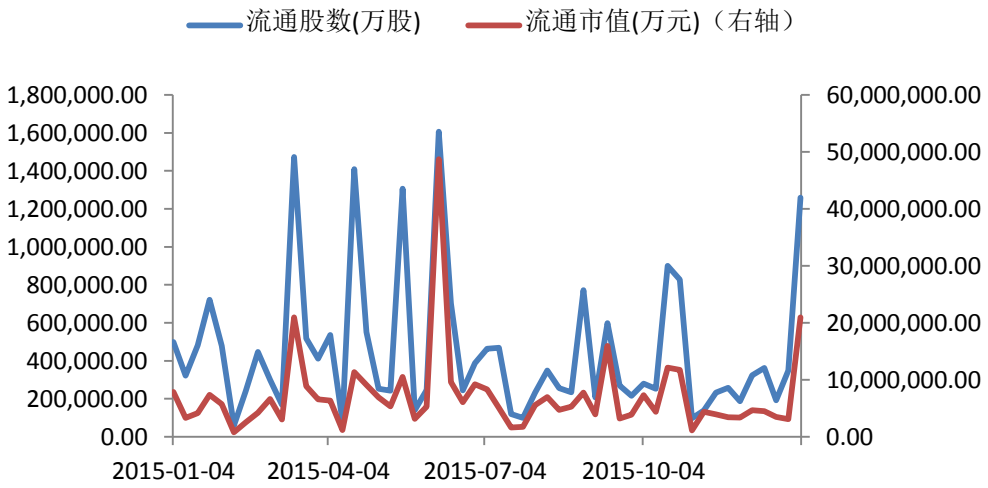




数据来源：wind、永安期货研究院

限售股解禁方面，未来一周（11 月 16 日至 20 日），市场共计有 25.8 亿股，近 342.7 亿元股票解禁，解禁资金量与上周几乎持平。

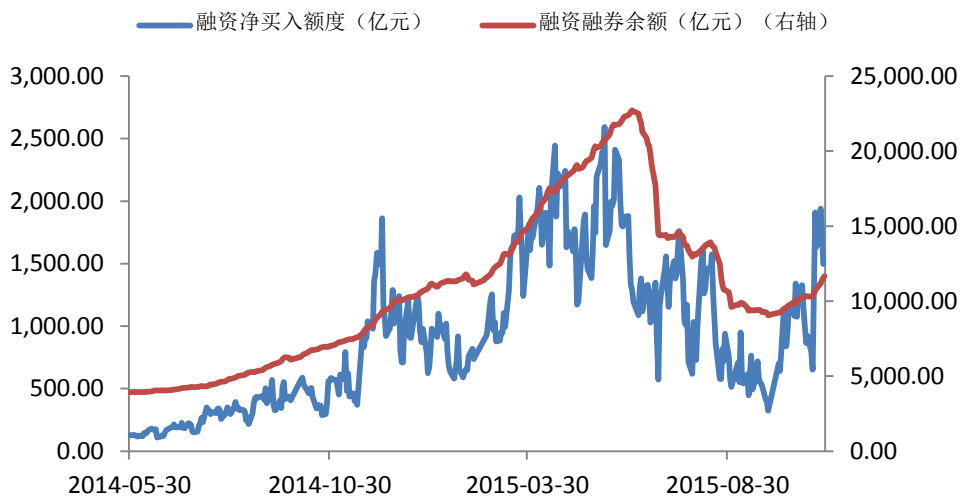
图16：限售股解禁情况统计



数据来源：wind、永安期货研究院

指数持续走高，市场人气继续回升，上周日均融资买入额超 1700 亿元，两融余额再度飙升至 11 万亿元之上。但融资保证金比例提高将对融资余额持续走高产生影响，预计未来两融增长将逐步放缓。

图17：融资融券净买入与余额对比



数据来源：wind、永安期货研究院

五、后市展望

从上周公布的 CPI 以及经济运行数据来看，虽然 PPI 降幅放缓，大宗商品价格似有暂时企稳的迹象，但其对 CPI 的传导远未结束，通缩压力明显加大。同时固定资产投资继续走低，未见起色。房地产市场在经过半年的反弹之后增长乏力，商品房库存再度回升，在房地产投资尚未好转之前消费率先熄火，对于市场来说无异于雪上加霜。此外或许是资金迟迟未能到位，基建投资未现飙升，相反出现回落，远远无法抵消房地产投资衰退带来的投资增幅下滑。目前内需成为国内经济的唯一稳定器，短期来看仍将维持稳定增长，但经济的复苏仅仅依靠内需显然不够。因而预计在 10 月数据出台之后，财政政策仍将继续加码。未来主要风险点有二：美联储加息和人民币加入 SDR 之后出现贬值。人民币贬值虽然会刺激外贸出口，但同时也将与美联储加息形成共振，加速资本外流，从而延长经济企稳的时间。经济基本面无改观，同时稳增长政策效用仍未发挥，预计期指此轮反弹或告一段落，短线有回落风险，同时下周为交割周，基差将进一步收敛，可尝试 IC 多近空远套利。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。