金融期货部

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

熔断机制到来 窄幅震荡将成常态

摘要

上周受到房贷利息冲抵税费传闻的影响，地产股出现大涨，带动了指数连续走高，但从近期的信息来看，短期内这项政策恐难落实，所以地产股的上涨可能更多是超跌之下的反弹，地产业去库存之路依然漫长。同时上周欧洲央行再度下调隔夜存款利率，目前全球除美国外均处于宽松周期中，这给国内的货币政策施加压力，预计在世界经济宽松背景及美联储加息预期不断升高的情况下，央行仍将继续维持宽松货币政策，一方面意在压低融资成本，另一方面对冲资本外流带来的资金面压力。值得关注的是，在货币政策宽松的同时，财政政策效用有限。从政府高层近期表态来看，政府着力于供给侧改革，而并非长久以来的扩大基建投资。目前国内消费并非没有提升空间，而是当前终端产品无论从质量还是类型无法满足市场多样化需求，因而改善供给，淘汰过剩产能是未来主要方向，单纯依靠扩大基建投资的粗放式增长方式将一去不复返，因而未来政府对于基建投资的支持力度或将减弱。虽然短期经济继续恶化的概率较低，但调结构稳增长的复苏过程相对漫长，期指短期难有上佳表现，仍将维持区间震荡走势，可继续尝试多 IC1512 空 IC1601 套利策略。

一、要闻回顾

1、中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.6

国家统计局服务业调查中心与中国物流与采购联合会公布，中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.6，比上月回落 0.2 个百分点。预期为 49.9，创 2012 年 8 月以来最低水准，当时为 49.2。

2、11 月财新中国制造业 PMI 微升至 48.6

12 月 1 日发布的 11 月财新中国通用制造业采购经理人指数（PMI）数值录得 48.6，连续第九个月低于 50，较 10 月的 48.3 略有回升，为 6 月以来最高。

3、人民币纳入 SDR 成第五大国际货币

北京时间 1 日凌晨，国际货币基金组织(IMF)宣布，正式将人民币纳入 SDR(特别提款权)货币篮，决议将于 2016 年 10 月 1 日生效，权重比例为 10.92%。这一比重超过英国英镑和日本日元。当前的 SDR 篮子货币包括美元、欧元、日元和英镑。

4、央行 11 月开展 MLF 操作释放 1003 亿元流动性

央行 12 月 1 日表示，为加快建设适应市场需求的利率形成和调控机制，探索常备借贷便利利率发挥利率走廊上限的作用，结合当前流动性形势和货币政策调控需要，人民银行决定于 2015 年 11 月 20 日下调分支行常备借贷便利利率。对符合宏观审慎要求的地方法人金融机构，隔夜、7 天的常备借贷便利利率分别调整为 2.75%、3.25%。2015 年 11 月 24 日，人民银行分支行开展常备借贷便利操作 0.5 亿元，期限为隔夜，利率 2.75%，发挥了利率走廊上限的作用。期末常备借贷便利余额为 0。

11 月，为保持银行体系流动性合理充裕，结合金融机构流动性需求，人民银行对 11 家金融机构开展中期借贷便利操作共 1003 亿元，期限 6 个月，利率 3.25%。11 月末中期借贷便利余额 6958 亿元。

5、欧央行宣布降息 10 个基点延长 QE 到 2017 年 3 月

欧洲央行周四维持主要再融资利率 0.05%，维持隔夜贷款利率 0.3%，下调隔夜存款利率 10 个基点至-0.3%，均符合预期。欧洲央行行长德拉吉（Mario Draghi）在新闻发布会上表示，购债期限从 2016 年 9 月延长至 2017 年 3 月，甚至更长。

6、李克强：供需发力推进结构性改革将结构性减税

12 月 2 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强主持召开经济工作专家座谈会，并作重要讲话。李克强表示，明年要实现“十三五”良好开局，必须继续从供需两端加大结构性改革力度，以创新供给带动需求扩展，以扩大有效需求倒逼供给升级，实现稳增长和调结构互为支撑、互促共进；应继续用好结构性减税手段。

7、A 股熔断机制正式推出

12 月 4 日，经中国证监会同意，上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定，并将于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。三家交易所将触发 5%熔断阈值暂停交易 30 分钟缩短至 15 分钟，但保留了尾盘阶段触发 5%或全天任何时候触发 7%暂停交易至收市的安排。

8、美国 11 月非农就业人口增加 21.1 万人

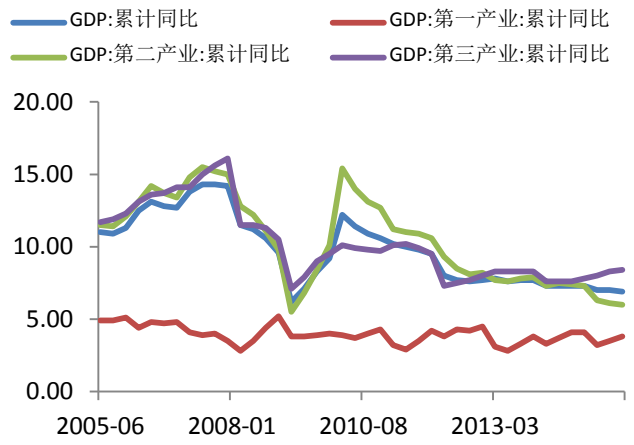
美国 11 月非农就业人口增加 21.1 万人，好于预期的增加 20.0 万人，前值从增加 27.1 万人修正为增加 29.8 万人。此外，美国 11 月失业率 5.0%，符合预期和前值。美国 11 月劳动力参与率 62.5%，预期 62.4%，前值 62.4%。

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。10 月规模以上工业增加值同比增速继续下滑至 5.6%，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

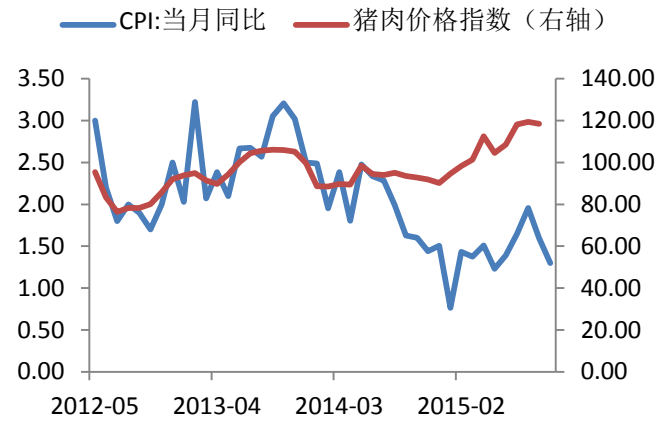


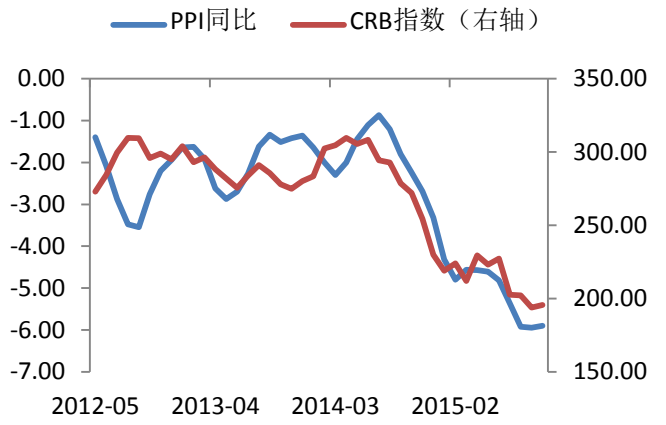
数据来源：wind，永安期货研究院

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



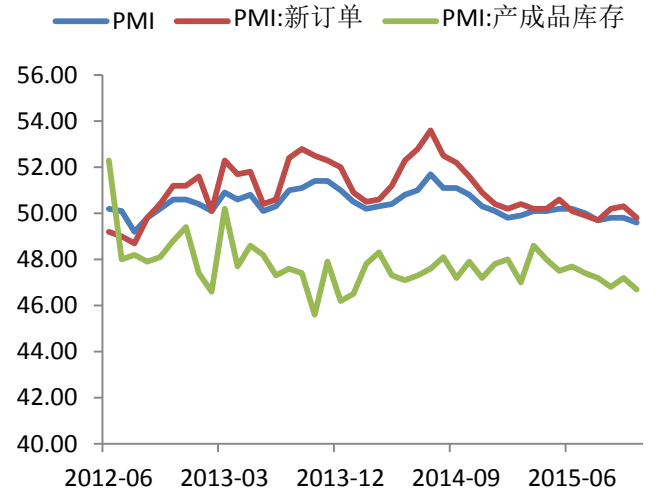


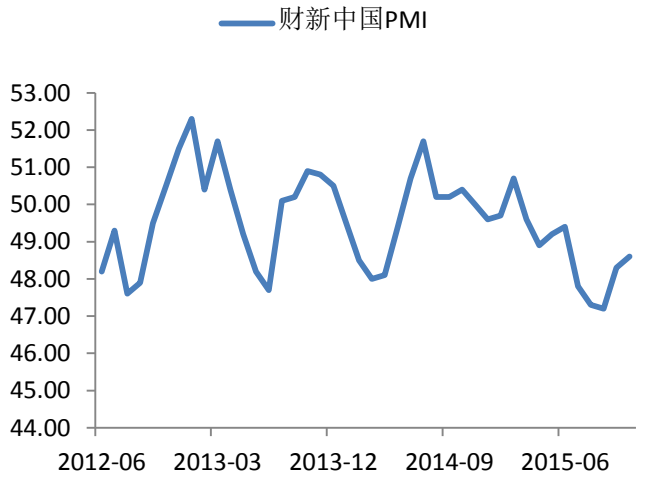
数据来源：wind，永安期货研究院

11 月官方 PMI 为 49.6，持续处于荣枯线之下，同时较上月继续回落。新订指数则时隔两月重回 50 之下，仅为 49.8，产成品库存指数降至 46.7，显示市场去库存过程加快。

11 月财新 PMI 为 48.6，走势与官方数据较为不同，虽仍低于 50，但呈现出不断回升态势，显示经济似乎已在 9 月见底。

图3：官方及财新 PMI 走势



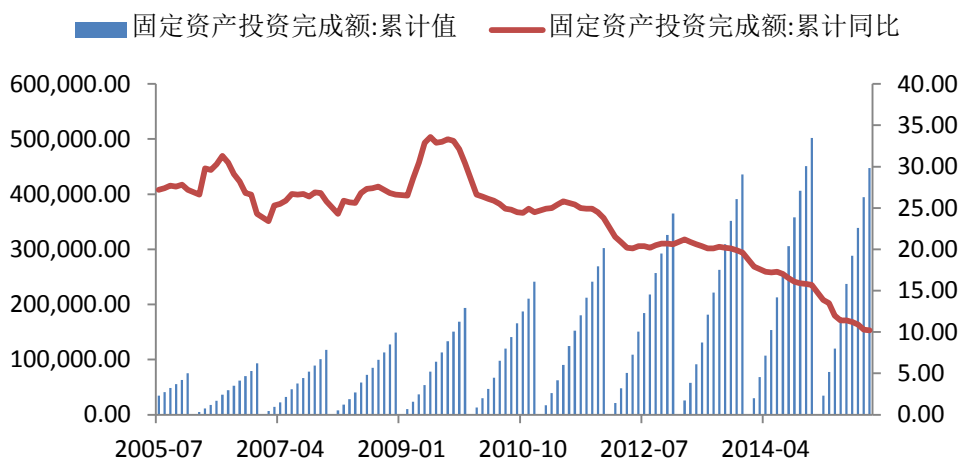


数据来源：wind，永安期货研究院

（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。

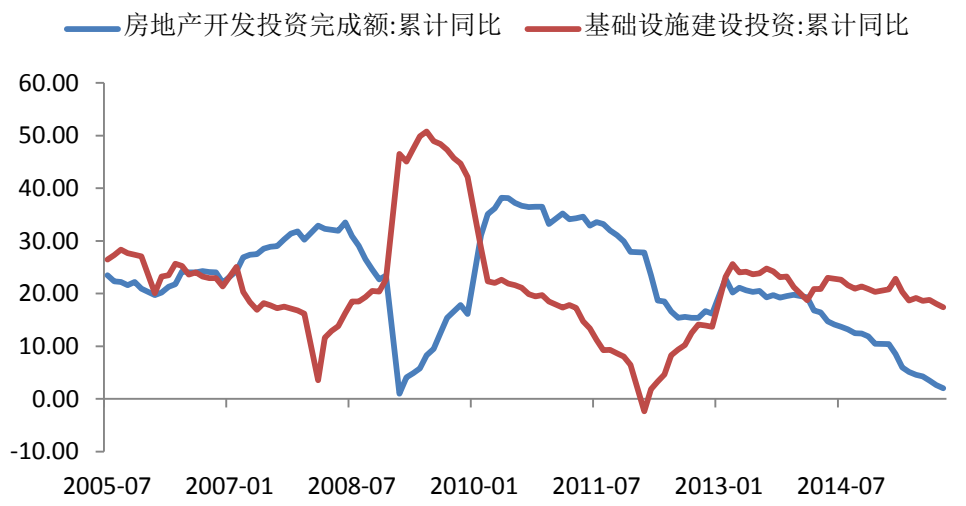
图4：固定资产投资增速



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。

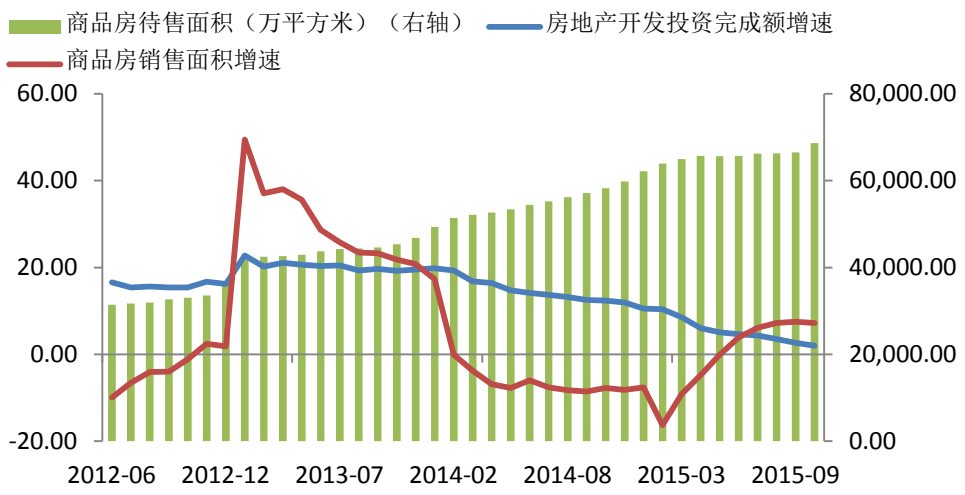
图5：房地产及基建投资增速



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。

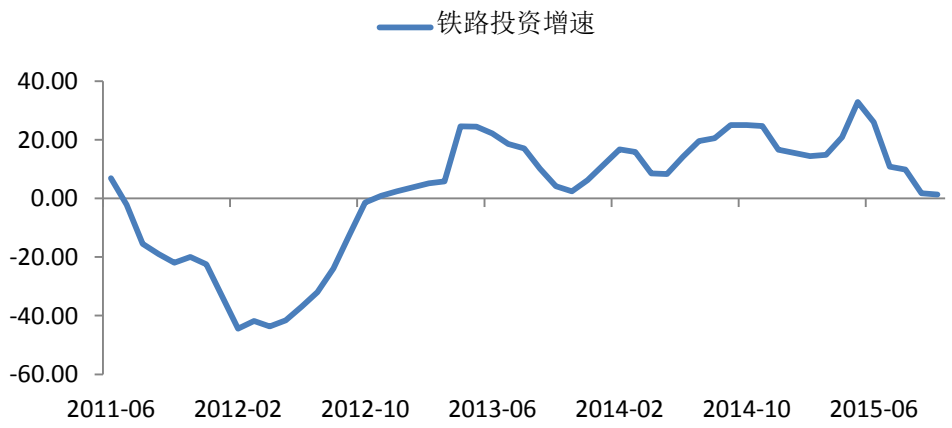
图6：房地产投资及销售情况



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。

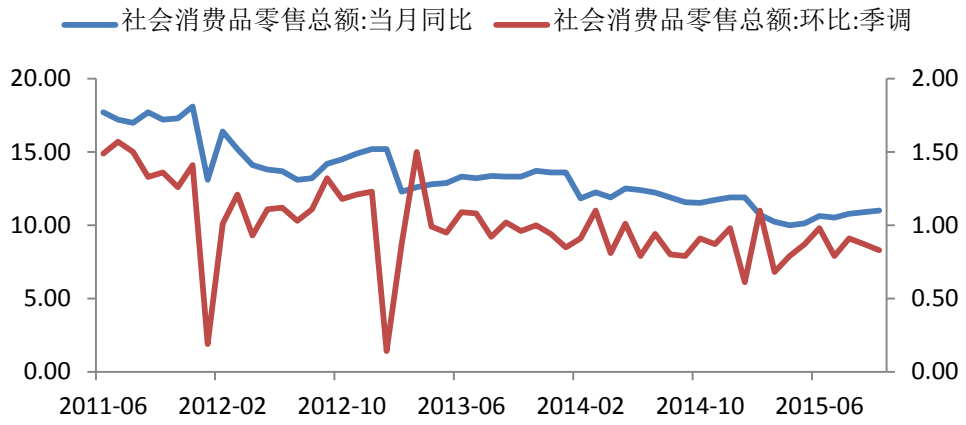
图7：铁路投资情况



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。

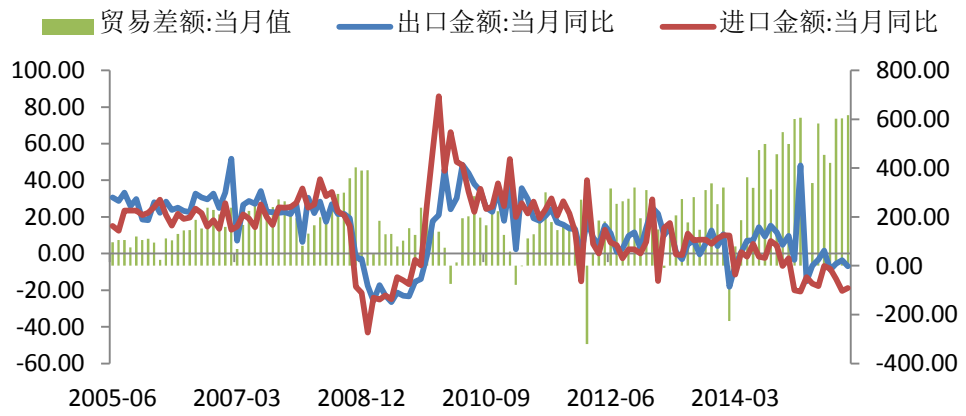
图8：社会消费品零售



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



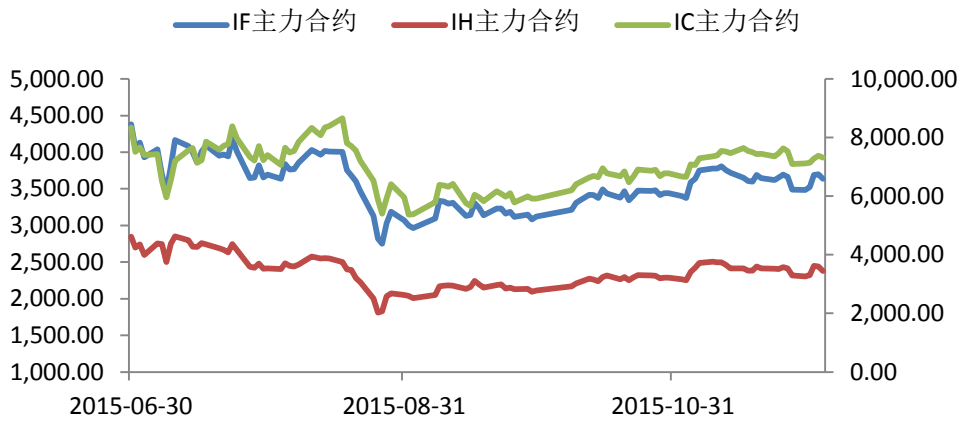
数据来源：wind，永安期货研究院

三、行情走势

（一）期货市场

市场在经历了 27 日的暴跌之后，上周出现弱势反弹走势。期指三个品种虽均出现上扬，但表现不一，其中 IC 依旧相对强势，主力合约当周涨幅达到 4.32%，IF 及 IH 则分别上涨 3.26%和 2.78%。

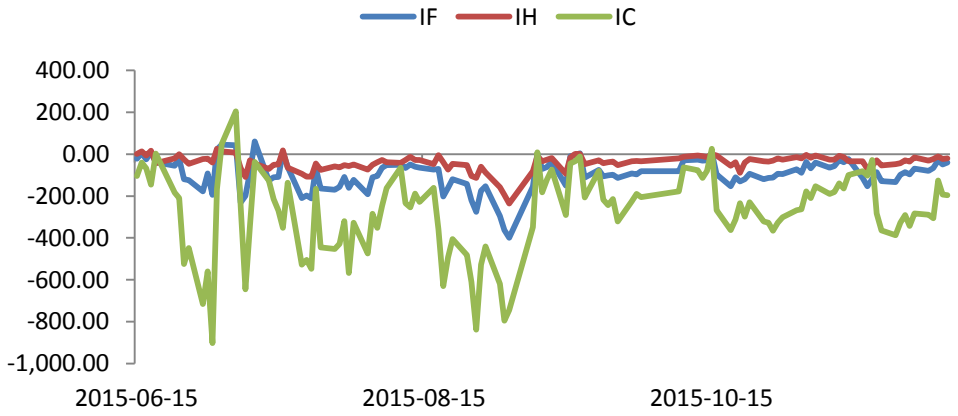
图10：IF、IH、IC 主力合约走势（收盘价）



数据来源：wind，永安期货研究院

基差方面，上周三由于期指明显走强，三个品种贴水大幅收窄，IC 贴水更是一度收窄至 125.7 点，但之后很快贴水再度扩大，截止上周五，IF、IH 及 IC 主力合约分别贴水 39.6、19.6 和 195.9 点。

图11：IF、IH、IC 主力合约基差走势



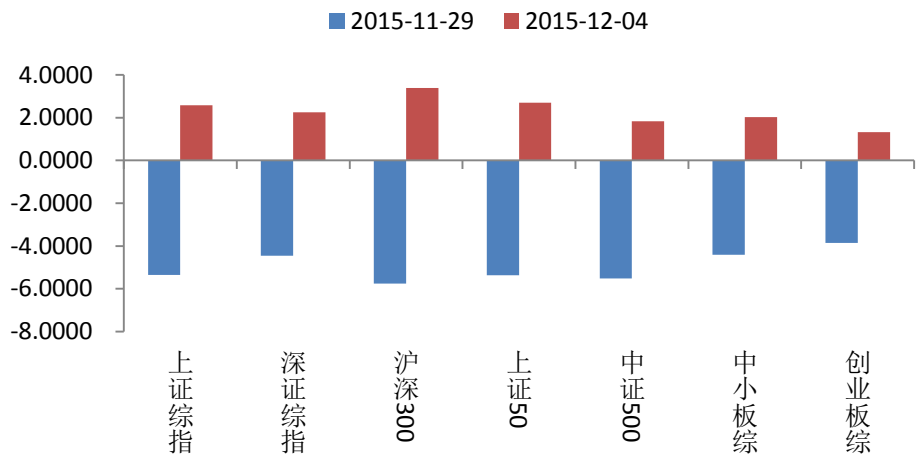
数据来源：wind、永安期货研究院

主力持仓方面，伴随指数不断上涨，市场情绪继续回暖，部分空头平仓离场，多头力量渐增。其中 IF 前 20 名多空主力持仓持续走低，分别减少 1023 和 1804 手至 26308 和 26485 手，净空持仓仅 177 手，即将转多；IH 多空主力小幅加仓，其中多头增加 829 手，空头仅增 41 手，净空持仓降至 152 手；IC 多空主力增仓力度相当，多头增 1030 手空头增 981 手，净空持仓降至 308 手。

（二）现货市场

上周主要现货指数全线上扬，其中沪深 300 及上证 50 等大盘蓝筹指数表现突出，涨幅居前，而创业板、中证 500 指数则涨幅则相对较小，均在 2%之下。

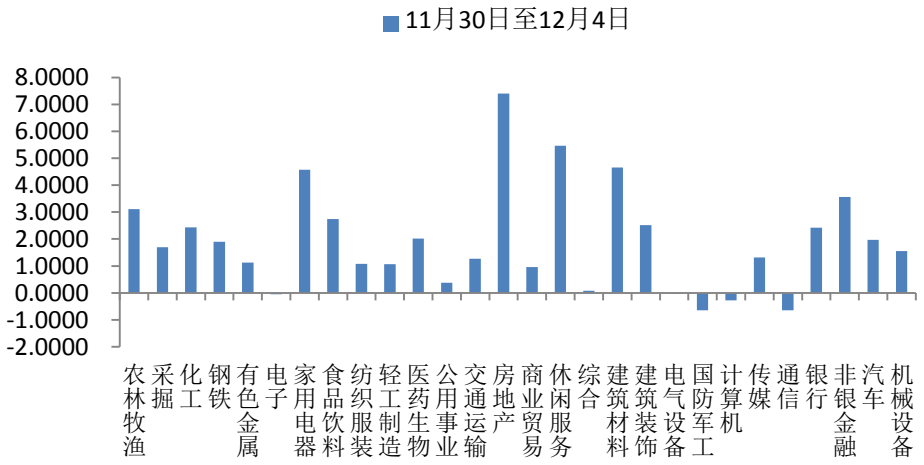
图12：现货市场主要指数涨跌幅



数据来源：wind、永安期货研究院

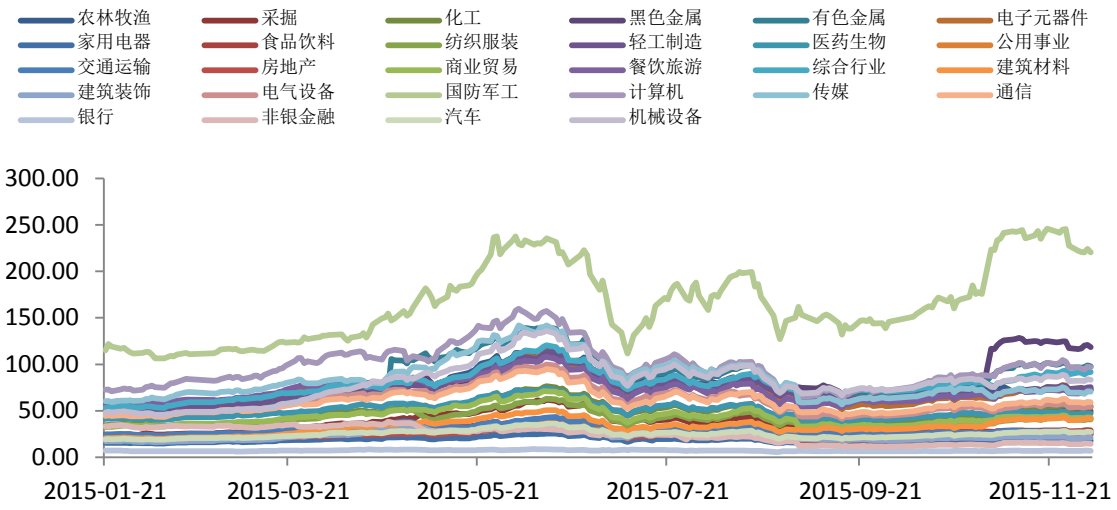
上周申万 18 个行业整体表现较强，仅有国防军工、计算机以及通信三个行业出现回调，其余行业均有不同程度上涨，其中蛰伏已久的房地产板块受到房贷利息冲抵税费传闻的影响出现大涨，当周涨幅达到 7%左右，而相关建筑装饰、家用电器等行业也有上佳表现。

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

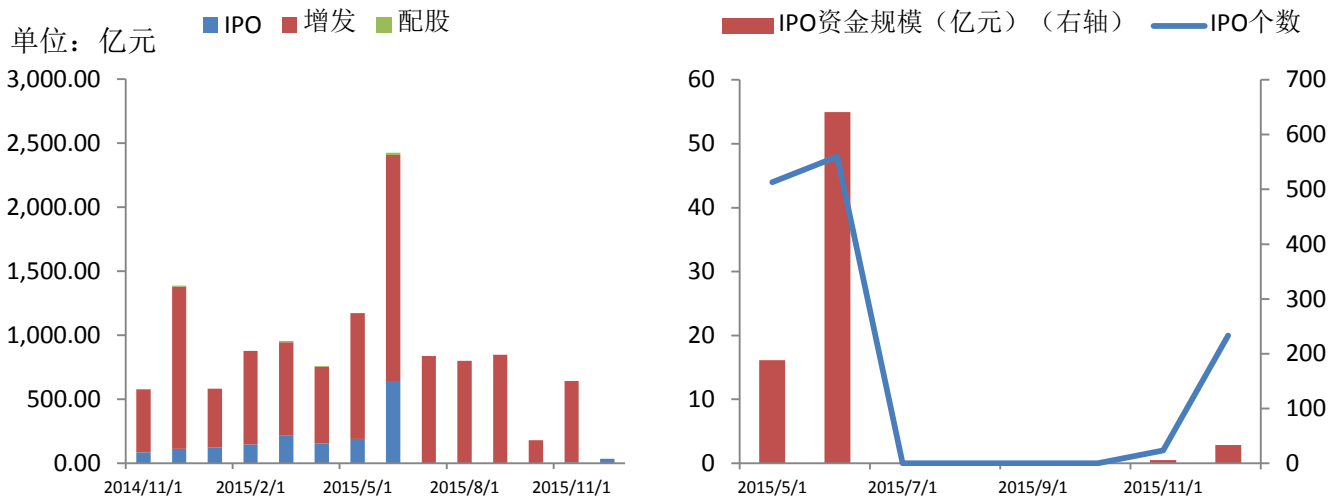


数据来源：wind、永安期货研究院

四、股市供需情况

股票发行方面，12 月将有 20 只新股上市发行，共计融资 33.456 亿元，发行股份 12.19 亿股，同时截止到目前为止，无公司增发和配股，本月一级市场资金压力较小。

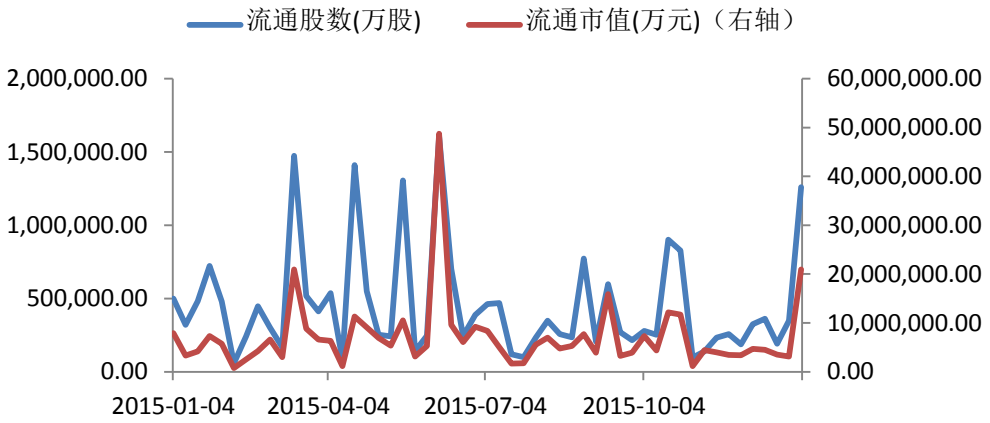
图15：近期 IPO、增发及配股情况



数据来源：wind、永安期货研究院

限售股解禁方面，未来一周（12 月 7 日至 11 日），市场共计有 36.2 亿股，450.3 亿元股票解禁，解禁资金量与上周相比略有回落。

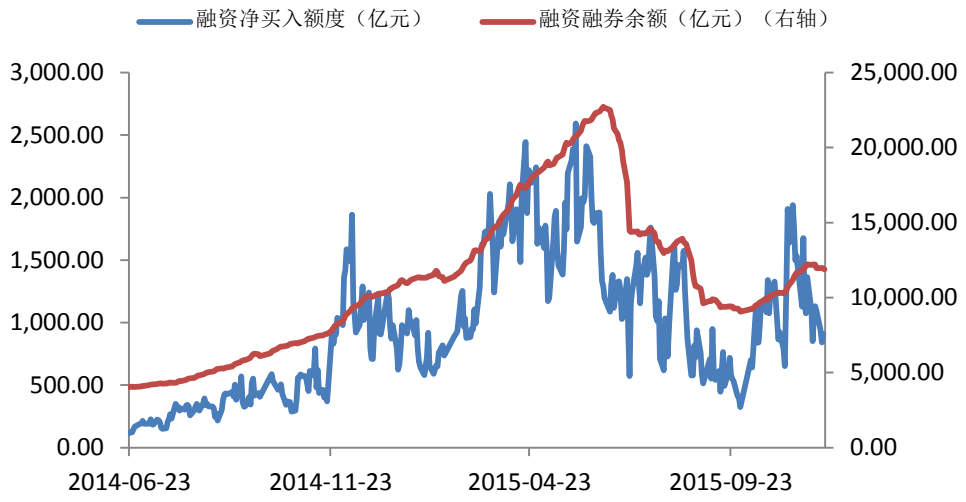
图16：限售股解禁情况统计



数据来源：wind、永安期货研究院

虽然指数持续上扬，但并未激发市场的融资热情，融资净买入额继续回落，目前日均买入额不足 1000 亿元，同时截止到 12 月 3 日，两融余额较上周减少 91.63 亿元，降至 11880.27 亿元。

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

上周受到房贷利息冲抵税费传闻的影响，地产股出现大涨，带动了指数连续走高，但从近期的信息来看，短期内这项政策恐难落实，所以地产股的上涨可能更多是超跌之下的反弹，地产业去库存之路依然漫长。同时上周欧洲央行再度下调隔夜存款利率，目前全球除美国外均处于宽松周期中，这给国内的货币政策施加压力，预计在世界经济宽松背景及美联储加息预期不断升高的情况下，央

行仍将继续维持宽松货币政策，一方面意在压低融资成本，另一方面对冲资本外流带来的资金面压力。值得关注的是，在货币政策宽松的同时，财政政策效用有限。从政府高层近期表态来看，政府着力于供给侧改革，而并非长久以来的扩大基建投资。目前国内消费并非没有提升空间，而是当前终端产品无论从质量还是类型无法满足市场多样化需求，因而改善供给，淘汰过剩产能是未来主要方向，单纯依靠扩大基建投资的粗放式增长方式将一去不复返，因而未来政府对于基建投资的支持力度或将减弱。虽然短期经济继续恶化的概率较低，但调结构稳增长的复苏过程相对漫长，期指短期难有上佳表现，仍将维持区间震荡走势，可继续尝试多 IC1512 空 IC1601 套利策略。

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