

2017 月度报告 · 2017.09

## 经济数据回落，股债延续分化

—宏观与市场 8 月分析与 9 月展望

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

## 目 录

一、宏观经济	2
1. 工业方面：中上游受供给和环保影响回落，下游受高温影响大幅回升。	2
2. 投资方面：地产、制造业均放缓，基建相对平稳。	3
3. 消费方面：地产相关消费走弱，618 季节性因素消退。	3
4. 库存角度：库存继续去化，供给持续收缩。	4
5. 价格角度：原材料购进价格连续两月大幅跃升。	5
6. 利润角度：价涨量缩，工业企业利润缓慢回落。	5
二、金融市场	7
1. 国债期货运行逻辑与投资策略	7
2. 股指期货运行逻辑与投资策略	8

## 一、宏观经济

### 1. 工业方面：中上游受供给和环保影响回落，下游受高温影响大幅回升。

7月份，工业增加值同比增速6.4%，前值7.6%，低于市场预期。

分门类看，其中，采矿业下跌1.3%，前值下跌0.1%，可能受到内蒙古煤矿安检、停产的影响，跟迎接内蒙古大庆有关。制造业增长6.7%，较6月下跌1.3个百分点，是工业生产超预期的主因，与出口回暖及投资改善有关。电力、燃气及水的生产和供应业同比增长9.8%，较6月的7.3%大幅回升2.5个百分点。

图1：工业增加值 (%)

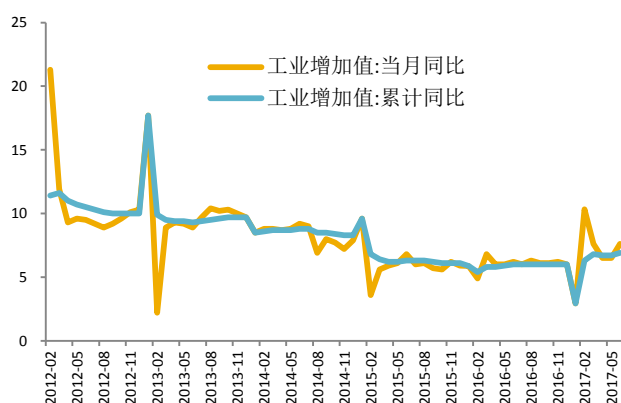
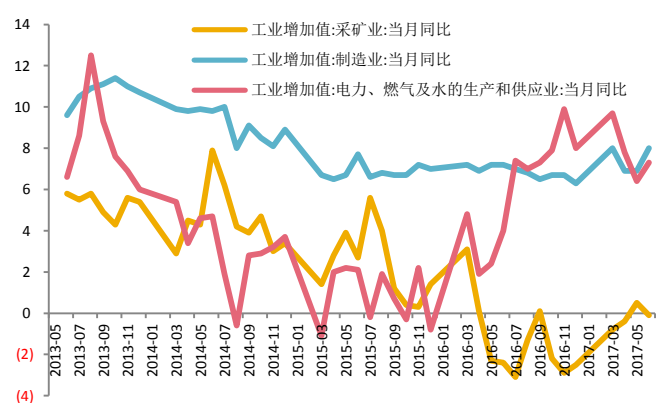


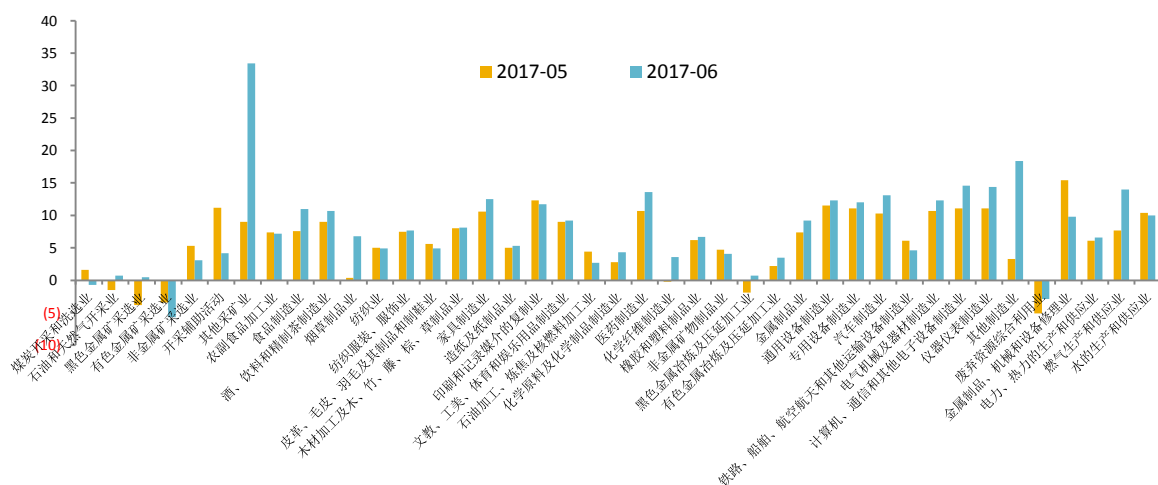
图2：上、中、下游 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

分行业看，大部分行业的工业增加值同比回落。其中，有色金属冶炼、化学制品下降较大，分别回落2.4、2个百分点至1.1%、2.3%。但电力热力生产供应行业因高温有较大幅度上升，上升3.1个点至9.7%。以钢铁为代表的黑色金属冶炼也小幅上升1.4个点至2.1%。

图3：不同行业工业增加值 (%)



数据整理：中辉期货研发部

## 2. 投资方面：地产、制造业均放缓，基建相对平稳。

1-7 月份，固定投资累计同比增长 8.3%，增速较 1-6 月的 8.6% 小幅下滑 0.3 个点。从结构上看，地产、制造业均放缓，基建相对平稳。

图 4：固定投资和民间投资 (%)

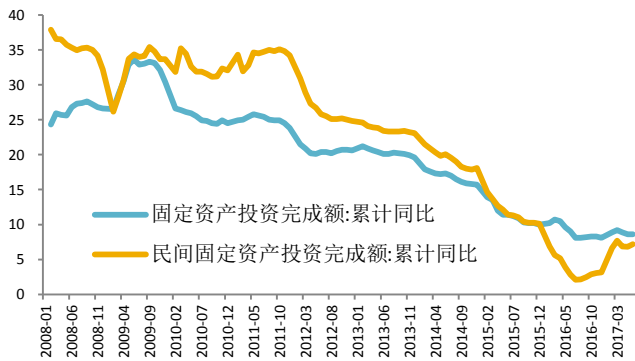
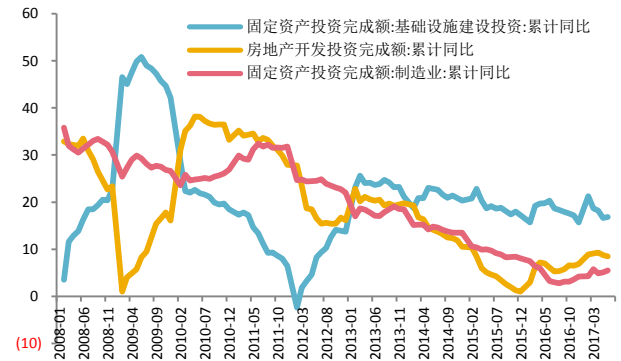


图 5：基建、地产、制造业投资 (%)



数据来源：wind，中辉期货研发部

**资金来源受限，地产投资继续下行。**1-7 月地产投资增速为 7.9%，前值 8.5%，连续三个月出现下滑。资金来源的回落或是房企投资主要限制条件。房地产开发企业到位资金同比增长 9.7%，回落 1.5 个百分点，主要是定金及预收款和个人按揭贷款增长 20.7% 和 4.1%，分别回落 2 和 2.6 个百分点。7 月地产销售大幅回落，从 21.4% 大幅下降至 2.0%，在政策限量的宏观环境下，中长期来看房地产销售的下行可能尚未结束。7 月份土地购置面积累计同比从 6 月的 8.8% 上升至 11.1%，增长速度仍快。与过去相比，当前待开发土地面积处于较低水平，商品房待售面积下降较快，低库存环境下房地产商的确可能存在补库存的需求。但在房地产“货币化安置”和“只租不售、租售同权”的新思路下，对房地产商来说，拿地和投资的相关性可能下降。

**基建投资增速保持稳定，关注新开工和中央项目的回升。**1-7 月份基建投资同比增长 16.7%，增速比 1-6 月下滑 0.2 个百分点，相对其他指标基建下滑偏慢，起到对冲调节作用。关注：(1) 近期新开工投资项目上升较快，但 7 月房地产新开工出现回落，也就是说新开工项目更可能来自基建或制造业方面，或与交通运输行业相关；(2) 在经历了较长时期的低迷之后，7 月中央项目投资同比出现回升。从历史数据来看，中央项目投资时基建投资的风向标，具有 6 个月左右的领先性。

**环保限产和天气高温，制造业投资增速再度回落。**1-7 月制造业投资累计同比增长 4.8%，增速比 1-6 月下滑 0.7 个百分点，与之相应的，民间固定资产投资累计同比增长 6.9%，较前值下降 0.3 个百分点，反映制造业企业投资意愿偏弱。而且，3 月以来，锅炉等设备产量的同比增长液偏弱，作为重要的投资品，锅炉产量的走弱也指向企业投资需求不强。国务院的环保督察，对部分地区的高耗能行业的生产和投资抑制较多，黑色、有色、化学制品均出现明显下滑。

## 3. 消费方面：地产相关消费走弱，618 季节性因素消退。

7 份，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，较 6 月份下滑 0.6 个百分点。从环比看，6 月消费增长 0.93%，比 5 月有所加快。扣除价格因素后，6 月实际消费增长 10%，增速比上月升 0.5 个百分点。

7 月消费下滑主要有以下两大原因：(1) 地产相关消费走弱。从限额以上批发零售额来看，地产相关的

家具和建筑装潢分别较6月下滑2.4%和2.1%，家电回落0.2个百分点；从商品房销售面积的增速来看，今年1-7月的增速中枢在17%左右，较去年下降约10%，可能导致地产相关的消费品逐渐降温。(2) 618季节性因素消退。7月化妆品、日用品的同比较6月回落4%以上，可能是7月的消费被618促销移到了6月份。此外，汽车的销售同比也小幅回落1.7个百分点，但仍高于3-5月的平均同比增速。汽车销售增速不低，可能是因为7.5%的税率车辆购置税将于今年年底截止。

图6: 消费品零售增速 (%)

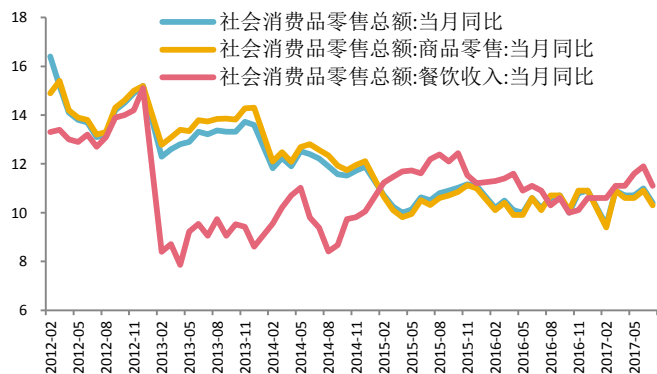
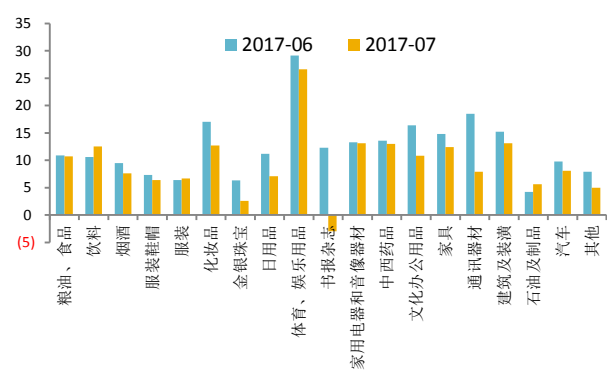


图7: 各行业零售增速 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

#### 4 库存角度: 库存继续去化, 供给持续收缩。

8月原材料库存指数小幅下降0.2个百分点至**48.3%**(前值48.5%)。产成品库存指数继续下滑0.6个百分点至**45.5%**(前值46.1%)。原材料库存-产成品库存指数之差扩大, 与本月生产走弱相对应, 去库存得到验证。动能指标(新订单-产成品库存)环比小幅上升0.9个点至**7.6%**(前值6.7%)。供给侧收缩指标(新订单-上期原材料库存)由上月的4.2%上升至4.6%, 继续震荡上行, 显示供给侧压力依然较高, 对价格上涨形成支撑。采购量指数为**52.9%**(前值52.7%), 较上月上升0.2个百分点, 企业采购活动有所加快, 主要因素在于生产和新订单指数的回升以及运输成本的下降。8月生产经营活动预期指数上涨0.4个点至**59.5%**(前值59.1%), 显示制造业者对未来的乐观情绪也有所上升。

图5: 库存及采购指数 (%)

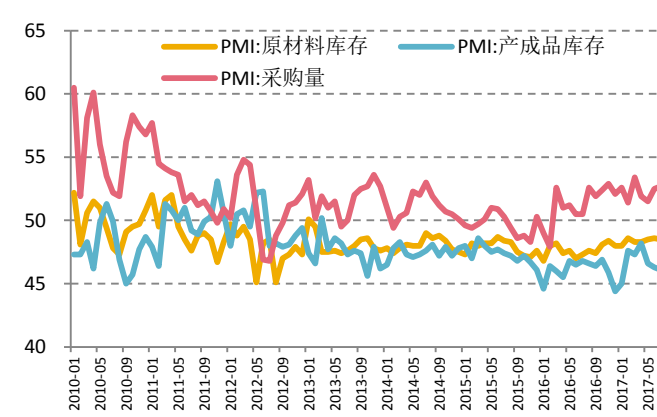
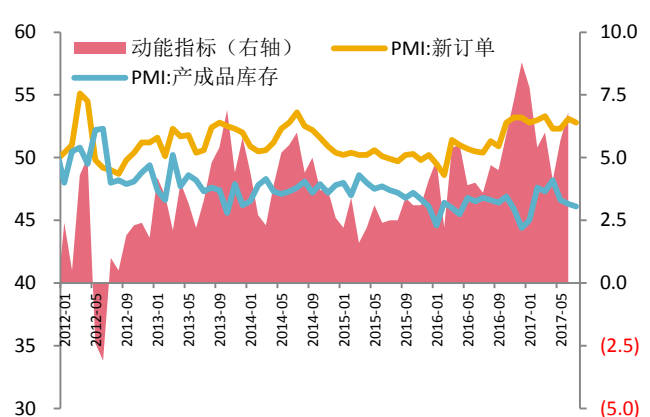


图6: 动能指数 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

库存指标的相对疲软与工业企业产成品库存同比增速的连续回落走势一致。不过企业采购和生产活动

仍然较强。原材料库存指标和采购量指标的相对坚挺、以及当前较低的库存水平体现了一定程度的被动去库存状态和企业的补库意愿。由于供给管理以及需求企稳，产成品库存被动下降，原材料库存小幅下降但或由供给约束造成，制造业的生产经营活动预期指数的上升也印证了这一点。在工业企业利润增速趋缓的情况下，库存去化仍将继续。供给侧收缩压力依然持续，这对周期品的盈利仍有较大支撑。

## 5 价格角度：原材料购进价格连续两月大幅跃升。

8月主要原材料购进价格指数为**65.3%**（前值57.9%），较上月大幅回升7.4个百分点，创5个月新高，供给侧改革加速推进和环保督查继续推升价格，考虑到PMI原材料价格指数与PPI环比走势的强相关性，8月PPI环比增速扩大0.7个百分点至0.9%，同比增速出现明显回升0.6个百分点至6.3%。另外，PMI出厂价格指数也进一步上升4.7个百分点至57.4%，值得一提的是，原材料价格指数与出厂价格指数的不对称性预计将对工业企业利润形成一定挤压。从业人员指数下滑0.1个百分点至**49.1%**（前值49.2%），指向制造业企业用工量波动不大，但仍在荣枯线下低位运行。供应商配送时间指数为**49.3%**（前值50.1%），比上月下滑0.8个百分点，重回临界点以下，企业运输成本降低。

原材料购进价格指数的拐点一般领先产成品存货指数2-3个月，这指向原材料价格降低带来的价格重估效应仍为本轮产成品库存指数下降的主因。但从逻辑上而言，供给侧改革将带来供需状况改善，价格上涨。需求端有所改善且目前库存水平已偏低的情况下，企业主动补库存的拐点在未来可能显现。

图7：购进价格、从业人员及配送时间

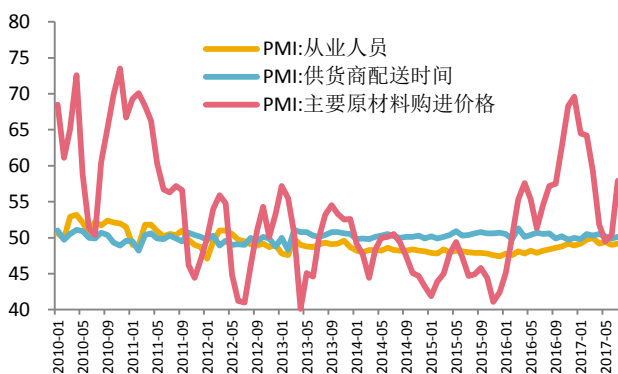
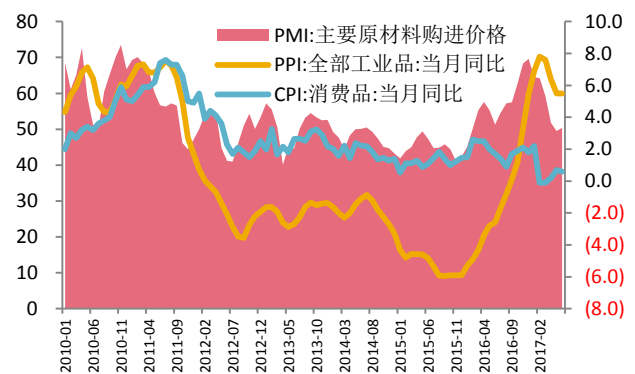


图8：购进价格与PPI



数据来源：wind，中辉期货研发部

## 6 利润角度：价涨量缩，工业企业利润缓慢回落。

1-7月份，规模以上工业企业利润总额同比增长**21.2%**（前值22%），连续5个月缓慢回落；其中，6月份利润同比增长**16.5%**（前值19.1%）。7月工业企业利润增速有所放缓，**主要原因**在于：

(1) 销售状况放缓。7月主营业务收入累计同比增长13.1%，增速较6月放缓0.5个百分点；

(2) 量的方面：工业生产放缓，7月工业增加值为6.4%，比6月放缓1.2个百分点；

(3) 价的方面：成本相对下降，7月份PPI同比与6月的5.5%保持一致，PPIRM从6月的7.3%继续回落至7%，PPIRM价格同比增速回落速度快于PPI，二者之差从6月的1.8个点回落至1.5个点，产品出厂价格和原材料购进价格涨幅之差（PPI-PPIRM）收窄，仍为工业企业利润带来一定支撑，7月主营业务收

入利润率为 5.97%（前值 5.93%）。

（4）结构方面：国有企业利润增速仍然亮眼，行业方面黑色、煤炭、石油、化工、有色仍然是利润增速的重要支撑。

当前工业生产领域“价涨量缩”的态势较为明显，主要原因是目前愈演愈烈的环保督查与去产能政策。

图 1：工业利润 (%)

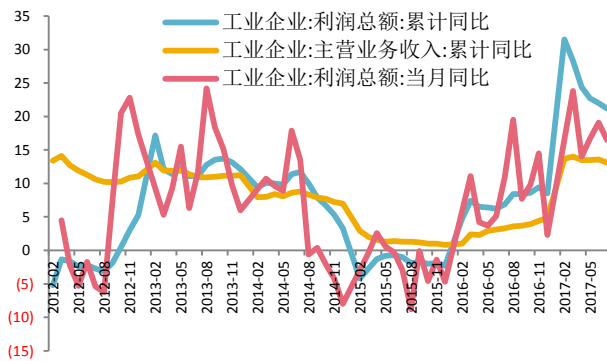
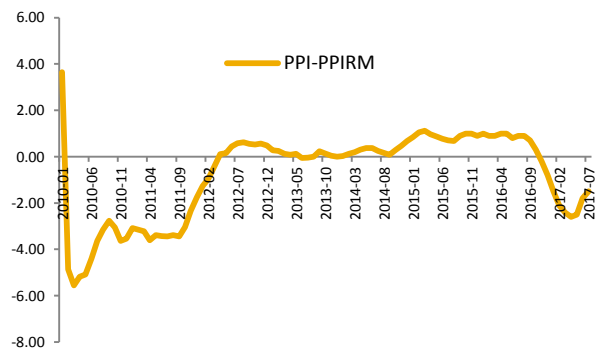


图 2：PPI-PPIRM (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

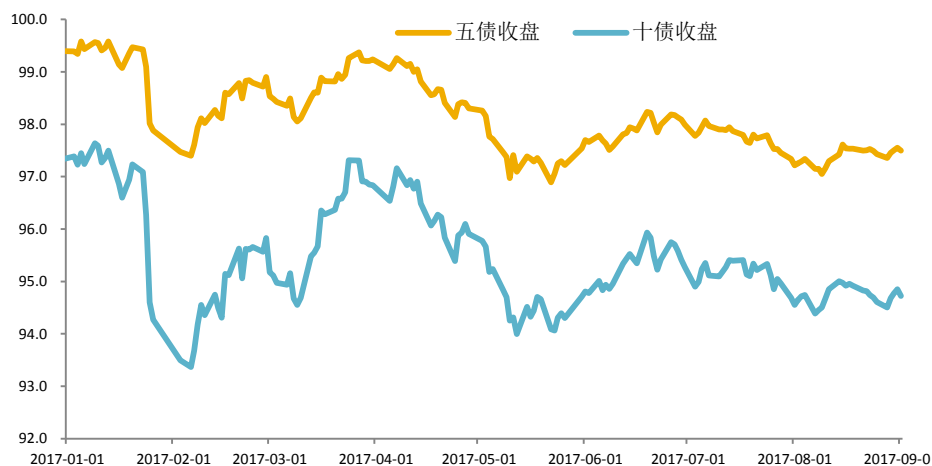


## 二、金融市场

### 1 国债期货运行逻辑与投资策略

今年以来，影响债市的主要矛盾在于货币政策和监管政策，而基本面影响有限。对国内债券投资者而言，金融监管是相对更直接、更剧烈的一个变量，会直接落实到投资者行为与市场价格上。随着 8 月份经济数据的落地，市场不乏对于债市反弹的期待声音。不过，在监管去杠杆意图依旧明确，以及 9 月初资金紧平衡的压力下，奠定了债市整体相对较弱的运行基调。当前债市纠结不振的根本原因还在于，基本面走弱的证据似乎还不够充分。

图 13：国债期货走势图



数据来源：wind, 中辉期货研发部

相较于 GDP 增速，市场则更加关心货币政策、金融监管政策在下半年的走势情况。毫无疑问，二者是导致国债收益率在上半年显著调整的重要原因，也是持续压制债券市场看多情绪、抑制金融机构配债需求的主要因素，但是随着全国金融工作会议的结束，政策冲击导致的债券收益率或许也达到了极限。

监管层连出新规。8 月 31 日，央行修改《同业存单管理暂行办法》，宣布自 2017 年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年的同业存单。此外，9 月 1 日，证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，对基金投资限制、定制型基金的披露要求，货币基金的规模等方面作出限制。上半年持续在“去杠杆”压力影响下，债市对于监管风向相对敏感。这或将使得机构投资为主的货币基金规模收缩，间接影响同业存单需求。而除了直接影响，更不能忽视背后的金融持续去杠杆的监管意图。

另一方面，除了监管压力，机构担忧市场资金面仍将呈现紧平衡态势。9 月份，据统计将有 2.32 万亿同业存单面临到期，此外银行将在 9 月面临季末 MPA 考核压力，综合或将再度为银行带来资金压力。而如果资金紧张情绪延续，债市反弹预期是否能落地尚未可知。

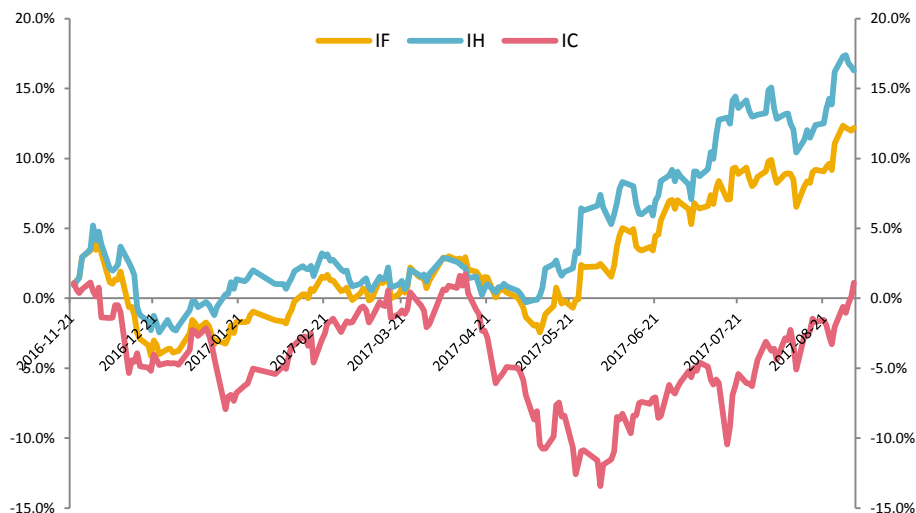
综合经济基本面及预期等内生因素和监管政策变动等外生因素，债券收益率近期陷入胶着状态是市场预期分化的结果，投资者需静待更进一步的信号指引。债市维持震荡走势，目前仍在等待方向，未来要打破僵局还取决于经济基本面及监管政策变动。在没有出现明显趋势性行情的背景的下，我们仍维持债市底部宽幅震荡的观点。

## 2 股指期货运行逻辑与投资策略

过去一年，股指呈现显著的结构性情行特征。从传统消费品，到金融服务业和新兴产业，无论哪一个环节，均体现为龙头为主、行业联动为辅，符合经济增长大周期初期的特征，那么随着经济复苏预期持续加强，热点将从上游领域逐步向中游制造业传导。这样的渐进式演变，使得上证 50 指数、沪深 300 指数率先摆脱区域震荡，进入中长期上涨趋势。这些热点走强的背后，也反映出活跃资金正在持续流入动态市盈率低的低估值品种。

今年上半年，股指市场出现明显的分化行情，而进入下半年，三大股指方向则表现一致，但节奏有所差异。近期推动行情上涨的主要动力源自于大金融、强周期以及次新股，但节奏并不同步，显示出大盘上方压力山大，存在调整需求。不过，市场成交量已恢复至 5000 亿以上，这有利于场外资金回流并推动行情向纵深发展。与此同时，中小创接力上涨，并创出反弹新高，显示小市值个股的魅力。另外，沪指上 3300 的意义是确信市场出现了新一轮慢牛并徐徐展开。不止主板，这一轮结构性行情中也会有创业板的一席之地，这一次创业板中则是一些真正有成长性、将来业绩有兑现可能的股票会出现上涨，甚至创出新高，但是与此同时其中高估值股票将会下跌。

图 13：今年以来三大股指累计涨幅走势图



数据来源：wind, 中辉期货研发部

当前阶段的市场无论是在宏观紧缩效应、海外交易背景、金融监管环境，还是市场情绪上都处于相对较优的状态。而市场新高后的韧性料仍将继续推动市场热情沿着“周期+金融”主轴扩散。从当前来看，指数高位震荡仍然具有强势特征，特别是上证指数和上证 50 指数。但本轮突破的核心因素在于大盘蓝筹业绩驱动，而非经济周期复苏的全面性机会，因此投资者的关注点仍应聚焦在结构性机会方面。目前 A 股市场处于震荡市向上阶段，资金面好转，A 股盈利高增长，坚守业绩为王的价值风格。

当前周期依然优于成长。周期的弱点是获利了结和短期数据较弱，这需要时间消化。而成长的主要弱点是大部分行业市盈率依然很高，中期上行空间有限。中小创的估值修复行情虽然会因蓝筹股的虹吸效应而出现间歇性，但战略上已经迎来了配置时机，并将逐渐演化成市场风格的转换。从性价比角度来看，建议投资者抛弃对中小创的偏见，顺应市场趋势，未来随着市场情绪扩散，中小创板块可能是承接热点轮动的方向。



## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688