股指期货：需求旺季来临，期指延续升势

2017年2月月报| 金融期货2017年2月27日星期一

[**www.cnhtqh.com.cn**](file:///F:\恒泰期货-研发工作\黑色系列每日述评-曹有明\www.cnhtqh.com.cn)

作者：常诚为

执业编号：F0290781

电话：021-60212736

微信：changxuezhang

邮箱：changchengwei@cnhtqh.com.cn

恒泰期货官方微信



请务必阅读文后重要声明

摘要

* 房地产下滑速度、基建投资托底力度和供给侧改革是决定未来实体经济的三个关键因素
* 工业生产旺季来临，市场处于混沌期，需求短期内难以被证实或证伪
* 中小创反弹进入下半场
* 主板市场上升趋势良好，中小创反弹见顶后市场将重回大强小弱的二八格局

操作策略

* 中证500多单可逐步止盈离场并转向做多上证50或者沪深300期指

## 一、2月行情回顾:期指单边上扬，涨势如虹

上证综指从2月3日3160.08点开盘，至2月22日收盘3254.69点，共累计上涨3.02%。上证50期指主力合约从2月3日2370.8点开盘，至2月22日收盘于2387.6点，共累计上涨0.96%。沪深300期指主力合约从2月3日3387点开盘，至2月22日收盘于3460.4点，共累计上涨2.45%。中证500期指主力合约从2月3日6190点开盘，至2月22日收盘于6372.6点，共累计上涨2.97%。2月期指呈现出强势拉升，单边上扬的趋势。2月第一个交易日也是鸡年的第一个交易日，期指大幅低开，但随后便展开强劲升势。沪指收复1月高点后在2月中旬出现强势洗盘，稍作调整后便继续创出近期新高，节前3300点整数关口。

图1：上证50期货及现货走势图、沪深300期货及现货走势图

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

图2：、中证500期货及现货走势图、上证50期货跨期价差

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

图3：沪深300期货跨期价差、中证500期货跨期价差

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

## 二、股票市场数据统计：板块普涨，交投活跃

图4：申万一级行业指数月度涨跌幅

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

图5：市场整体市盈率

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

图6：沪深两融余额

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

图7：新增投资者数量

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

2月份期指呈现出普涨的格局。传统防御板块食品饮料板块涨幅靠前。但同样属于防御板块的农业和医药股却涨幅垫底。而资源类板块中，黑色金属涨幅靠前而采掘类涨幅靠后。此外，市场板块整体涨跌幅差距不大，说明二八分化现象有所收敛。从估值看，中小创在经过连续调整后，市盈率继续下降，而且中小创16年依旧维持较高增长，因此即使近期股价有所反弹，但整体市盈率还是继续下行。而主板市场市盈率却有稳步回升的迹象。从市场参与度看，随着股指上行，两融余额大幅上升，但新开户数量却逆势下滑，说明目前市场已进入存量博弈阶段。

## 三、宏观和基本面分析：宏观经济逐渐进入需求旺季

图8：GDP增速、PMI

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

2017年1月官方制造业PMI为51.3，前值51.4，下降0.1个百分点。连续6个月高于荣枯线，为近5年来同一月份的最高点。分项看，生产指数53.1，微降0.2个百分点，，这主要使受春节假期因素得影响。新订单指数52.8，下降0.4个百分点；新出口订单50.3，微升0.2个百分点。由于房产下行、基建还未发力导致目前需求还较为疲软；美国和欧洲复苏态势良好，外需或进一步扩张。原材料购进价格指数64.5，大降5.1个百分点，由于大宗商品年初高位滞涨，导致PPI增速受灾，虽然供给侧的逻辑仍在，但整体通胀取决于能否从上游传导至中下游。产成品库存指数45，上升0.6个百分点；原材料库存指数48，与上月持平。目前库存仍处于处于低位，但库存去化有所放缓，季节性需求疲软导致企业主动补库意愿下降。

图9：工业增加值、固定投资增速

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

虽然按照统计局惯例1月通常不公布工业增加值、固定资产投资、财政收支等经济数据，但是从制造业PMI和中观各行业数据看，1月及2月工业生产依旧较为，1月全国粗钢产量增速升至10%，前俩月发电耗煤增速估计将创下14%的新高。从下游看，1-2月40城地产销量同比增速仅-12.2%，地产限购限贷效果仍在延续，导致需求疲软。上周十大城市商品房面积存销比降至71周，百城住宅土地成交面积小幅回落。去年需求火爆的汽车行业由于购置税减半令1月乘用车需求大幅走弱、经销商库存急剧回补，汽车经销商库存系数飙升至1.60，创12年以来同期新高。虽然节后逐步回暖，但是汽车经销商信心指数大跌至126，表明经销商对未来需求并不乐观，需求短期改善的持续性仍需观察。去年火爆的楼市使得需求延后的家装行业开始发力，空调行业内销同比增速61.5%，产业在线空调厂家库销比0.99，处历年同期中等偏低水平。

随着春节结束，我国宏观经济也逐渐进入了“金三银四”的传统工业旺季。目前来看，整个市场关注的2017年宏观经济主线有三个方面，首先是房地产下滑对于经济增速的负面影响有多大，其次是加码的基建投资特别是各省申报的基建计划规模能否如愿实现，最后是2016年大放光彩的供给侧改革在2017年能否继续深入推进。由于年初央行缩进货币政策以及有传闻高层人士决策即使无法保增长也要去杠杆，使得投资者较为恐慌，股市也出现了一波跳水。而宏观经济在2016年较为强劲地反弹后，是否会在2017年昙花一现，也是市场最为关心的核心问题，而随着时间进入开工旺季，答案也即将浮出水面。

从宏观总体供需来看，2016年供给侧改革使得上游大为改善，煤炭、钢铁和有色等原材料价格大幅上涨，上游企业经济绩效大为改善，同时无效产能得到有效的清理，困扰我国宏观经济多年的供应端在供给侧改革的作用下得到了有效的改善。但是，供应端收缩后，宏观经济能否进一步上台阶就要看需求端能否有效跟进。2016年初楼市火爆一度刺激了需求，但是随着一线楼市价格暴涨，房贷限购政策再度泰山压顶，地产投资再度回落。从事后看，火爆的楼市刺激了一二线房价的上涨，但是对于三四线海量过剩的房地产去库存收效甚微，因此房地产行业再次进入衰退阶段，预计2017年房地产行业整体将继续逐渐萎缩。

前期，22个省的固定资产投资超过40万亿的新闻受到市场热议，由于房地产下滑，基建投资变成宏观经济最为倚重的支撑。不过理性思考来看，22省超过40万亿投资的前景不宜过分乐观的解读。因为，按照过去历史来看，受地方政府考核机制影响，固定资产投资统计数字普遍存在高估。2016年有25个省区公布了固定资产投资增长目标，只有9个省区完成了目标。而且2017年多数省份都下调了固定资产投资增长目标，只有3个省投资增速目标高于去年，其中新疆上调幅度最大，为了配合一带一路投资增速目标定在50%，这样各省区投资增速的加权平均增速也仅仅与2016年基本持平。因此整体来看，在去杠杆和债务过高的大背景下，不宜过分乐观地预期基建投资对于宏观经济增速的支撑作用。

2016年供给侧改革造就了大宗商品的大牛市。但目前市场较为关心的上游涨价能否传导至中下游。去年一年PPI大幅反弹至正增长，而CPI却没有跟进。上游由于供给侧改革导致供给收缩价格上涨并传导至中游，但下游需求要能够启动才能承接中游的涨价。目前来看，除了行业度集中较高，议价能力较强的部分行业出现涨价，整个下游并没有出现大幅涨价，这也是CPI并没有大幅飙升的主要原因。

综上所述，房地产投资持续下滑以及基建无法大幅增加使得未来宏观经济还是处于“L”型增速的“一横”阶段，经济增速将继续缓慢的萎缩。只不过由于去年供给侧改革取得了一定的成绩使得市场部分投资者的预期再度乐观起来。但我们认为不宜过分乐观，目前中国宏观经济还是处于转型期，制造业转型和消费升级没有进入量变到质变的阶段，但是由于体量巨大，因此经济增速也不会出现突然下滑。因此预计2017年即将来临的开工旺季将明显弱于2016年同期，但也不会出现明显的断崖式下滑。

## 四、技术分析：主板稳步上行，中小创V型反弹

图10：上证综指走势图

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

上证指数自1月中旬单针探底后便一路震荡向上。近一个月连续拉涨已接近3300点整数关口，而且从日K线来看，并没有出现连续拉升的大阳线，几次回调和宽幅震荡也释放了不少的抛压盘，使得指数走势较为健康。中小创风向标创业板指则更为强劲，走出了V型反弹的走势。2月整个股市并没有出现太明显的二八分化，中小创率先反弹，而在其调整的阶段，权重股强势拉升，接过上涨接力棒。而中小创筹码充分交换后再度接力上行。从走势看，上证指数经过近3个月的圆弧形态调整后再度上行，预计突破3300点势在必行。但上方3500至3600点压力重重，难以突破。创业板指虽然反弹力度较大，但这也主要是去年年末大幅暴跌引发的强劲反弹。预计创业板指后市反弹至多回到1900点的平台。

图11：创业板指走势图

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

## 五、未来行情展望和投资策略建议：中证500逐步止盈，交易中心转向权重板块

整个股市从去年6月份上涨以来，二八分化现象非常明显，这也将是未来很长一段时间股市的特征。虽然近期中小创超跌反弹的力度较强，但是从长期趋势看，中小创必将有一个较漫长的去估值阶段。一方面，IPO提速和未来注册制的推出后，小盘股资源稀缺性将不复存在，特别是年初IPO提速直接导致了中小创的崩盘。另一方面，证监会新出台的再融资方案大大限制了中小创的成长性。过去中小创利用再融资不断兼并收购式的外延式发展道路将受到极大地限制，神创板高增速的神话很难延续下去，叠加整体市场对于中小创去泡沫的预期，将形成戴维斯双杀，因此我们认为此轮中小创反弹完毕后将继续回到下行趋势中。

主板市场从去年股灾3.0后便开启了震荡向上的走势，这主要是由于供给侧改革的成果使得蓝筹股和周期股盈利改善。而进入2017年后，供给侧改革继续推进也使得这一逻辑依旧存在。虽然我们在宏观分析板块对于今年宏观经济保持谨慎的态度，但是一方面对于中国经济增速不断下行市场早已形成一致，分歧点在于是否会出现失速下滑和系统性风险。目前来看，并没有出现类似风险的迹象。另一方面，金三银四的工业旺季才刚刚开始，无论是证实还是证伪，都需要等到未来较长的一段时间后才能确定，因此目前市场还将沿着原有的趋势和逻辑运行。

从操作的角度看，之前建议投资者抄底的中证500期指已经有较为丰厚的盈利，在目前点位已经可以开始逐步兑现利润，并将做多重心转移至上证50或者沪深300上。预计上证指数突破3300后将运行至3400点上方才会面临调整的压力。在此之前可坚定地持有上证50或者沪深300期指多单。

## 六、风险分析

近期，行情的主要风险在于：

（1）需求严重不足，导致市场预期突然转向

（2）中小创反弹终结，抛售压力引发大跳水并拖累主板

（3）IPO继续大幅提速，使得打新收益继续大幅下降

国债期货：期债反弹过猛，建议逢高做空

摘要

* 春节错位导致物价上行，未来高通胀风险有限
* 央行密集变相加息，债券市场恐慌情绪集中释放
* 货币政策工具圈定利率波动空间
* 期债反弹力度过猛，逐渐接近上方压力位

操作策略

* 逢高做空期债

## 一、2月行情回顾:期债二次探底，强劲反弹

五年期国债期货主力合约从2月3日97.88元开盘，至2月24日收盘于98.795元，共累计上涨0.93%。十年期国债期货主力合约从2月3日94.27元开盘，至2月24日收盘于95.655元，共累计上涨1.47%。国债期货2月呈现出探底回升，大幅反弹的走势。二月第一个交易日，由于央行变相加息导致期债大幅暴跌，但期债守住前低后，做空动能耗尽，期债强势反弹。随着市场恐慌情绪的集中释放，现券市场也出现了回暖，从利率期限结构来看，随着债券牛市泡沫破裂，期限结构逐渐回到远期升水的正常状态。

图12：5年期和10年期国债期货走势图

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

图13：国债现货利率走势、国债现货利率期限结构

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

## 二、宏观经济形势分析：短期通胀上行有限

图14：CPI、PPI

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

2017年1月份CPI同比上涨2.5%，比上个月上升0.4个百分点；CPI环比上涨1%，涨幅扩大0.2个百分点。1月食品价格同比上涨2.7%，涨幅扩大0.3个百分点；非食品价格上涨2.5%，涨幅扩大0.5个百分点。剔除食品和能源的核心CPI同比上涨2.2%，涨幅比上个月上升0.3个百分点，2014年2月以来首次回升至2%以上。由于春节错位的原因使得1月CPI涨幅较快，但食品价格未来涨幅有限。不过非食品价格上涨较快，成为近期推动物价上行的主要因素。1月非食品CPI同比连续一年由去年初的1.0%趋势上涨至2.5%。酒类、医疗、交通通讯、文娱、居住、家用设备各分项均较去年低点上涨了0.3-5个百分点。

2017年1月份PPI同比上涨6.9%，涨幅比上个月大幅扩大了1.4个百分点，延续上涨态势；PPI环比上涨0.8%，涨幅比上个月缩小0.8个百分点。1月工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比上涨8.4%，涨幅比上个月加大2.1个百分点；环比上涨1.2%，涨幅比上个月缩小0.7个百分点。同比涨幅最大的是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属矿采选业，涨幅分别为38.4%、58.5%、23.7%、37.3%、17.7%。从环比来看，1月PPI环比上涨0.8%，涨幅比上个月缩小0.8个百分点，主要生产资料市场价格都有上涨，但普遍涨幅有所收窄。由于去年基数较低导致PPI同比增幅依旧大涨，但是环比涨幅已经明显收窄，由于年初大宗商品价格回落，导致PPI迅猛上涨的势头终于有所收敛。一旦未来下游需求无法有效启动，则原材料进一步涨价的空间将非常小。

图15：货币增速、社会融资总量与新增贷款

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

1月，新增人民币贷款2.03万亿元（预期2.44万亿元，前值1.04万亿元）；社会融资规模增量3.74万亿元（预期3万亿元，前值1.63万亿元）。1月，M0同比增长19.4%（预期8.9%，前值8.1%）；M1同比增长14.5%（预期20.2%，前值21.4%）；M2同比增长11.3%（预期11.3%，前值11.3%）。

新增人民币贷款增速不及预期，成为历史单月第二高的记录，主要是由于票据融资大幅缩水导致。社会融资规模超预期大增，主要得益于表外业务大增。由于银行被窗口指导，压制表内业务，因此均纷纷转向表外票据、信托贷款和委托贷款等表外业务。本月M1M2剪刀差为3.2%，大幅收窄，远低于预期中的8.9%。这一方面是因为春节居民对于现金需求较高，另一方面也是楼市政策收紧后，地产销售下滑，居民购房热情大减，降低了资金的流动程度。

## 三、货币政策回顾与前瞻：央行变相加息，挤压泡沫

图16：短期货币市场利率、央行逆回购利率

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

进入2017年后央行突然收紧货币政策，密集地花式变相加息。首先在1月24日将中期借贷便利的中标利率上调10BP，随后在春节前的最后一天再度上调逆回购利率和常备借贷便利的利率。自从去年8月份央行重启28天逆回购开始，央行的货币政策已经开始出现了转向的信号。而年末由于资金面紧张以及债市萝卜章事件，央行投放了巨量的逆回购，使得市场一度产生央行将已维稳为主。而突然地变相加息使得市场措手不及。从央行着重提高短期资金利率的政策来看，央行锁短放长的意图非常明显。由于过去几年极低的利率使得债市可以远远不断地获得成本极其低廉的资金，债市牛市泡沫得以不断放大。而近期央行一系列动作的意图也是非常明显，就是要刺破债市泡沫，挤压债市规模，引导资金流入实体经济。短期资金利率不断上行，持有债券成本提高将迫使资金流出债市，同时稳定中长期利率也使得挤压债市泡沫不会对实体经济资金需求产生消极的影响。同时考虑到高通胀风险较低，因此央行近期的政策不能引申为加息的前奏。

## 四、未来行情研判与投资策略：反弹空间有限，后市将遇阻回落

图17：十年期国债期货走势图

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

国债期货在央行突然加息阶段完成迅速暴跌后探底回升并出现强劲的反弹。从走势看，期债走出双底走势，这主要是由于国债利率快速上升后距离贷款利率只有一步之遥。从理论看，只要贷款利率不变动，这将是国债利率的铁顶，也是国债价格的底部区域。而期债价格快速反弹后同样也面临着短期融资利率形成的难以突破的顶部区域。从央行的货币政策意图来看，一方面金融去杠杆和挤压债市泡沫使得短期资金利率抬升，另一方面宏观经济不振和较低的高通胀风险也使得央行不会进行真正意义上的加息，这也几乎为未来一段时间期债的走势画出了一个区间走廊。因此从目前期债强劲反弹，不断接近天花板来看，是不断逢高做空期债的一个较好的时间窗口。

## 五、风险分析

近期，行情的主要风险在于：

（1）期债投机度过高，导致反弹突破前高

（2）经济增速超预期下滑，导致央行被迫再度转向宽松货币政策

**免责声明**

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。