



张希

高级研究员，期货执业证书编号F0283816  
zhangxi@dxqh.net

董彬婕

研究员，期货执业证书编号F3021841  
dongbj@dxqh.net

## 指数上行动能不足， 期指松绑保持贴水

### 观点要点：

- 一季度开局经济企稳回升，工业运行在四季度基础上进一步回暖。制造业保持景气度。
- 四季度以来，PPI 涨幅明显超过 CPI，剪刀差持续扩大。考虑到春节错位因素影响，2月起 CPI 料出现回落，但是由于基数影响，PPI 同比短期难有回调，3月剪刀差料维持高位。
- 12月仅有有色金属冶炼和压延加工一个行业保持了毛利和利润同比连续两个月回升。从毛利的角度，12月份数据表现出了自上游向下游的利润传导迹象，化学原料及化学制品以及通用设备制造业毛利保持连续回升。利润总额同比连续回升的额行业明显减少，鉴于年底的时点性因素干扰，实际企业利润情况需要进一步数据验证。
- 节后公开市场流动性密集到期，与去年春节同期相比，整月以回笼为主，也没有进行全面降准投放，场内场外利率均有所抬升。最新消息显示 2017 年政府 M2 目标下调至 12%，去年为 13%，这与金融去杠杆的政策目标相一致，也意味着货币政策确定性从稳健偏松转向中性甚至局部时点偏紧的态势，对风险资产价格形成压制。
- 本周两会开幕，会议持续至 3 月中旬，两会将公布 2017 年经济目标以及财政预算，在此期间政策性因素或成为主导。期指重回贴水，二八分化延续，盘面高位整理，上行动能不足。持仓方面，建议以 IF、IH 为主，多单减仓持有，谨慎者两会期间也可暂避，等待会议进一步指引。

## 正文目录

一、经济基本面	3
1、经济运行进一步回暖	3
2、CPI料小幅回落，剪刀差预计维持在高位	5
3、工业企业毛利保持回升	6
4、货币政策风格切换，流动性偏紧保持	8
二、期指松绑持仓逐步回升，指数上行动能不足	10
附：相关数据及事件公布时间表	11

## 指数上行动能不足， 期指松绑保持贴水

一季度经济基本面继续回暖，工业企业保持盈利。货币政策确定性切换年内难有全面宽松。本周两会开幕，会议持续至3月中旬，两会将公布2017年经济目标以及财政预算，在此期间政策性因素或成为主导。期指重回贴水，二八分化延续，盘面高位整理，上行动能不足。持仓方面，建议以IF、IH为主，多单减仓持有，谨慎者两会期间也可暂避，等待会议进一步指引。

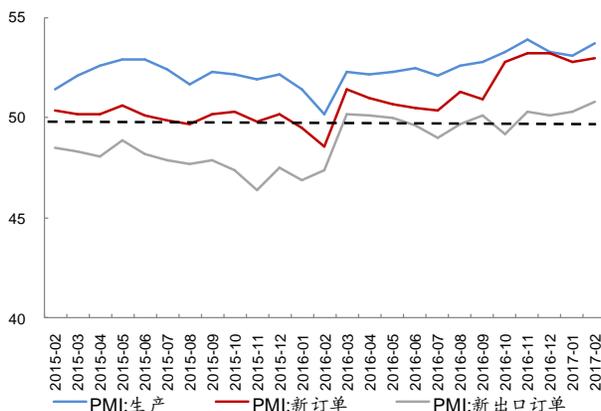
### 一、经济基本面

#### 1、经济运行进一步回暖

一季度开局经济企稳回升，工业运行在四季度基础上进一步回暖。制造业保持景气度。最新数据显示2月PMI上升至51.7，创近两年新高。分项中内需是主导，外需也有一定修复，新订单保持强劲，新出口订单连续两月扩张。从企业规模看，2月大型企业PMI升至53.3，中型企业PMI保持在荣枯线之上，小型企业持平前值，继续处于收缩阶段。值得注意的是代表库存的两个分项指标中，产成品库存出现明显攀升，自前值的45升至47.6，原材料库存自48上涨至48.6。虽然这两项指标低于50，但是从趋势来看，受总需求提振，下游企业补库意愿有所增强。

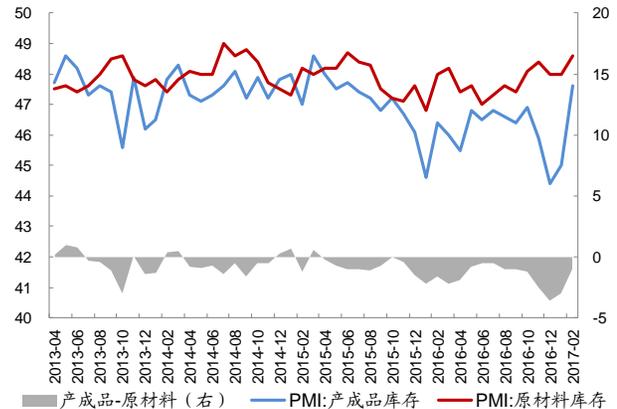
1-2月宏观数据将于3月中旬公布，考虑到发改委四季度以来密集批复项目，各地方年初计划开工，叠加年初社会融资新增信贷规模，开年经济数据料进一步企稳回升。

图表 1: 2月制造业 PMI 进一步回升



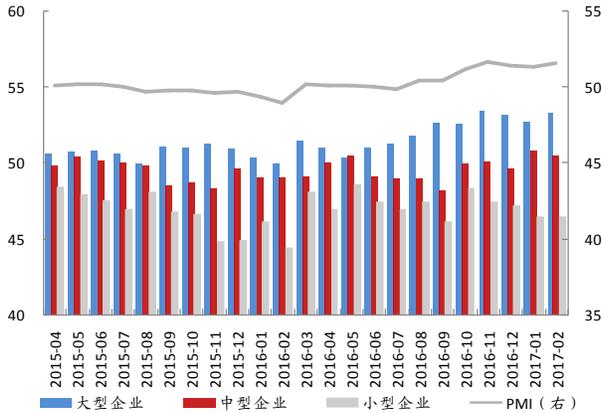
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 2月产成品库存数据回升



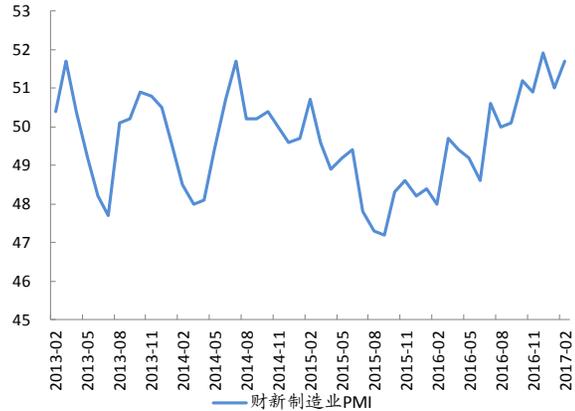
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 2 月大型企业保持扩张



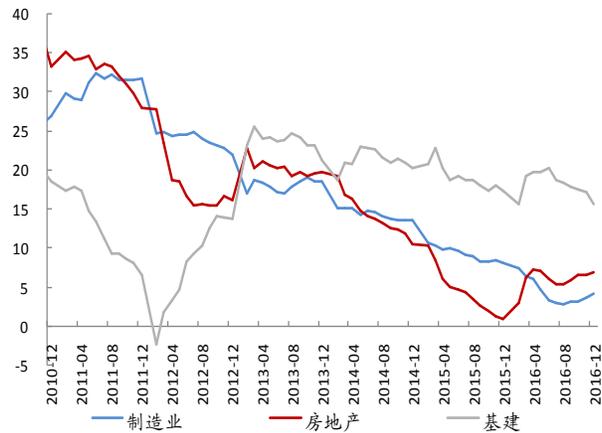
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 财新制造业 PMI 表现稳健



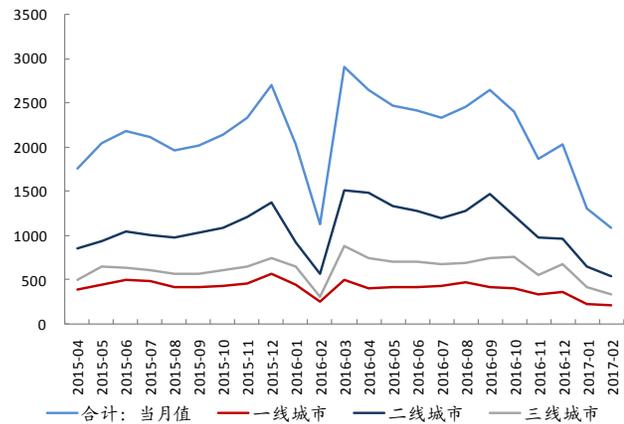
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 四季度制造业投资企稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 30 大中城市商品房成交面积回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

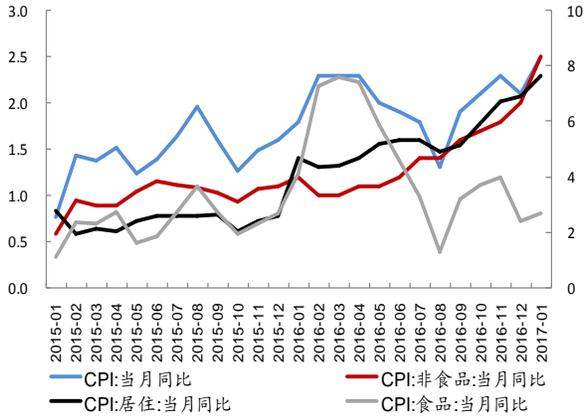
## 2、CPI 料小幅回落, 剪刀差预计维持在高位

去年四季度以来, PPI 涨幅明显超过 CPI, 剪刀差持续扩大。1 月 PPI 同比上涨 6.9%, 环比上涨 0.8%, 去年价格变动的翘尾因素约为 6.1 个百分点, 新涨价因素约为 0.8 个百分点。分行业看, 1 月煤炭开采和洗选业价格同比上涨 38.4%, 黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工、石油加工业价格同比分别上涨 37.7%、17.3% 和 24.4%, 石油和天然气开采业价格同比涨幅扩大至 58.5%, 合计影响 PPI 同比上涨数值 5.7 个百分点, 是带动 PPI 同比上涨的主要因素。

从 CPI 的角度, 1 月数据同比上涨 2.5%, 环比上涨 1.0%。其中去年价格上涨的翘尾因素约为 1.5 个百分点, 新涨价因素约为 1.0 个百分点。剔除春节错位的影响, 近期 CPI 的特点在于, 食品价格涨幅略低于历史同期涨幅, 但是非食品价格与居住价格同比单边上升。

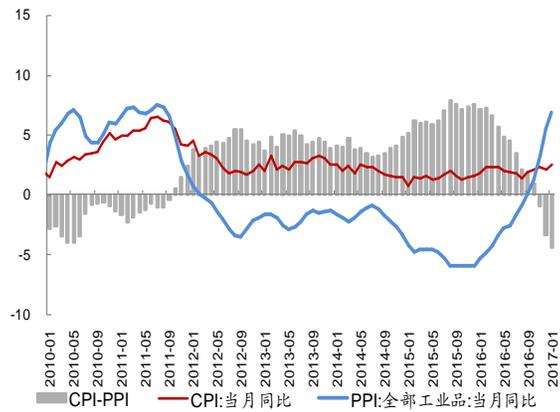
考虑到春节错位因素影响，2月起CPI料出现回落，但是由于基数影响，PPI同比短期难有回调，3月剪刀差料维持高位。

图表 7: 非食品价格持续回升



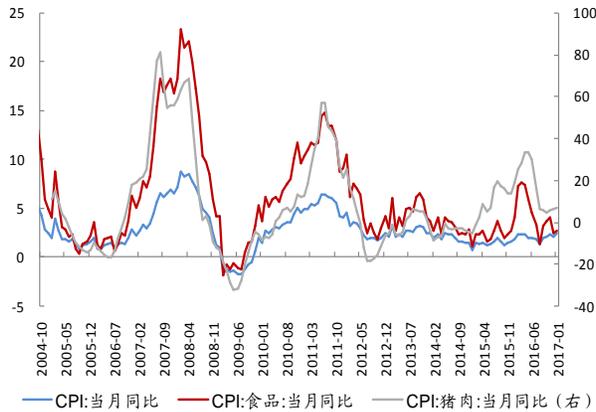
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: CPI、PPI 剪刀差进一步扩大



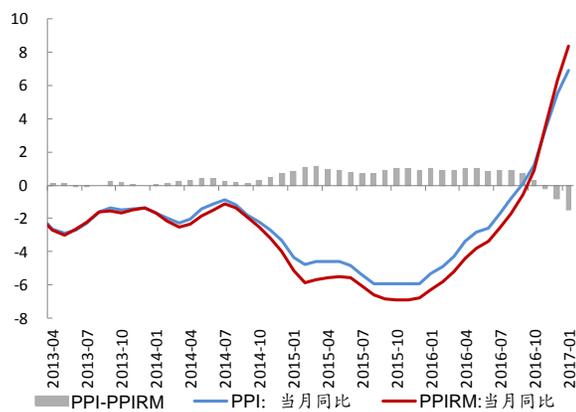
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 猪肉价格处于相对低位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: PPI 与 PPIRM 持续回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 3、工业企业毛利保持回升

12月规模以上工业企业利润总额累计同比增长8.5%，低于前值的9.4%。利润增速回落的主要原因一方面在于年底结算的季节性因素，个别大企业因产品结构调整、资产重组计提减值损失、投资收益波动等，利润明显下降。另一方面受到原油和成品油价格波动，12月石油加工炼焦和核燃料加工业利润同比增长大幅度回落。

选取前十大工业行业测算，12月仅有色金属冶炼和压延加工一个行业保持了毛利和利润同比连续两个月回升。从毛利的角度，12月份数据表现出了自上游向下游的利润传导迹象，化学原料及化学制品以及通用设备制造业毛利保持连续回升。值得注意的是，利润总额同比连续回升的额行业明显减少，鉴于年底的时点性因素干扰，实

际企业利润情况需要进一步数据验证。

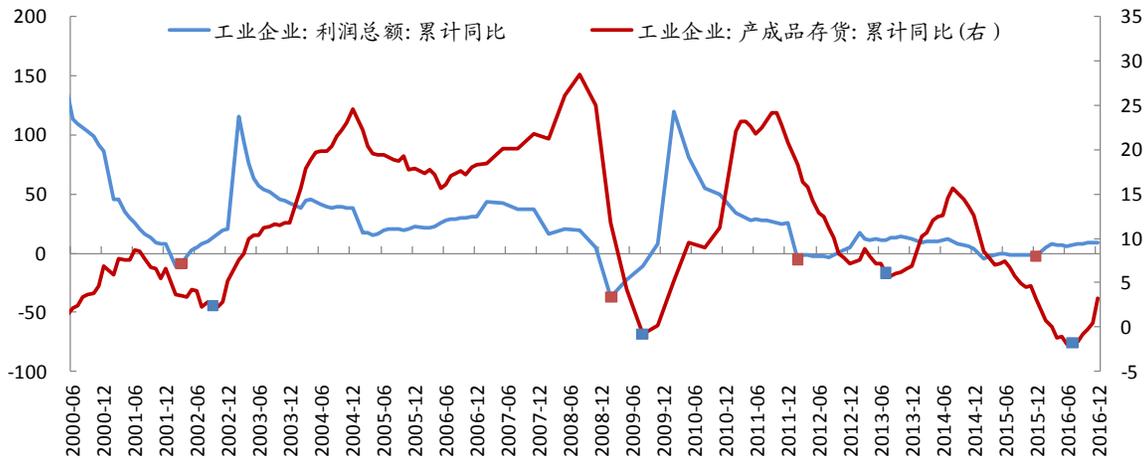
图表 11: 12 月工业企业毛利同比连续回升的行业增加, 利润总额同比连续回升的行业减少

11月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	✓
汽车制造	✓	✓	✓	
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	✓
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓		✓	✓
医药制造业	✓		✓	

12月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓	✓	✓	
汽车制造	✓	✓	✓	
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓	✓	✓	
医药制造业	✓		✓	

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 工业企业继续补库存



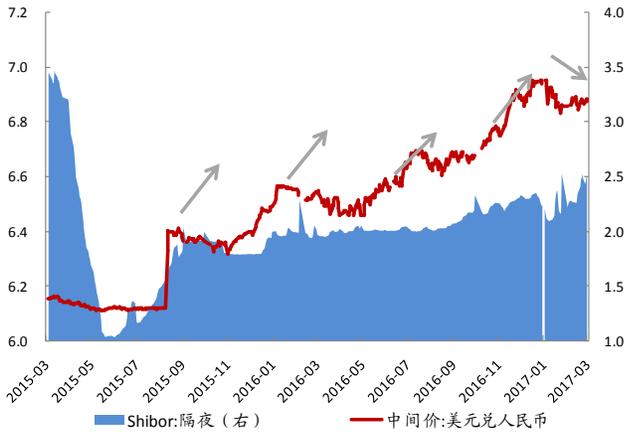
来源: Wind, 东兴期货研发中心

#### 4、货币政策风格切换，流动性偏紧保持

数据显示1月外汇储备为29982亿美元，跌破3万亿美元关口，不及预期和前值，前值为30105亿美元。外管局表示，中国央行向市场提供外汇资金以调节外汇供需平衡，是造成外汇储备规模下降的主要原因。剔除年初时点性因素干扰，外汇储备水平未来料逐渐趋向平衡。

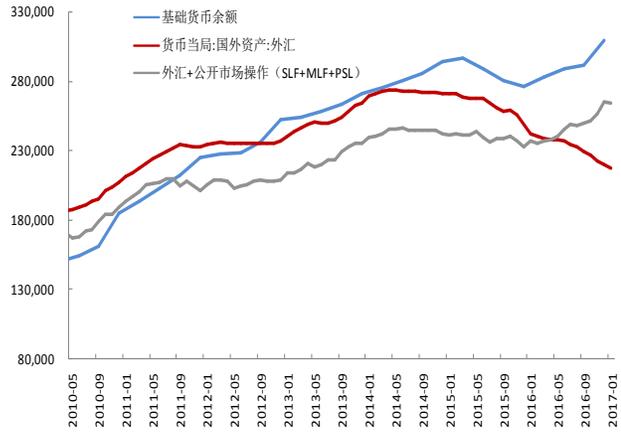
节后公开市场流动性密集到期，与去年春节同期相比，整月以回笼为主，也没有进行全面降准投放，场内场外利率均有所抬升。最新消息显示2017年政府M2目标下调至12%，去年为13%，这与金融去杠杆的政策目标相一致，也意味着货币政策确定性从稳健偏松转向中性甚至局部时点偏紧的态势，对风险资产价格形成压制。

图表 13: 人民币短期企稳



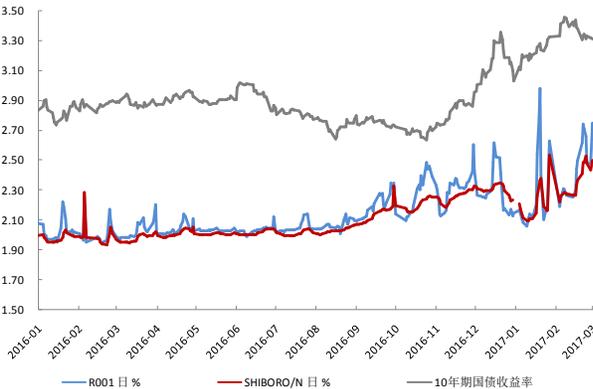
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中长端流动性总量无虞



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 银行间短端利率持续偏高



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 2 月央行公开市场操作

日期	公开市场操作	当周投放	当周回笼
2月3日	500亿逆回购: 7天200亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天200亿	500	1200
2月4日	暂停		
2月6日	暂停	0	6250
2月7日	暂停		
2月8日	暂停		
2月9日	暂停		
2月10日	暂停		
2月13日	1000亿逆回购: 7天200亿(2.35%)/14天300亿(2.50%)/28天500亿(2.65%); 1900亿逆回购到期	7000	9000
2月14日	1300亿逆回购: 7天300亿(2.35%)/14天400亿(2.50%)/28天600亿(2.65%); 2300亿逆回购到期		
2月15日	3935亿MLF: 6个月1500亿元、1年期2435亿元; 1200亿逆回购: 7天500亿(2.35%)/14天200亿(2.50%)/28天500亿(2.65%); 2600亿逆回购到期、1515亿MLF到期		
2月16日	2500亿逆回购: 7天800亿(2.35%)/14天800亿(2.50%)/28天900亿(2.65%); 1500亿逆回购到期, TLF到期未续作		
2月17日	1500亿逆回购: 7天500亿(2.35%)/14天500亿(2.50%)/28天500亿(2.65%); 700亿逆回购到期		
2月20日	1700亿逆回购: 7天700亿(2.35%)/14天600亿(2.50%)/28天400亿(2.65%); 700亿逆回购到期	4700	3150
2月21日	1000亿逆回购: 7天400亿(2.35%)/14天300亿(2.50%)/28天300亿(2.65%); 400亿逆回购到期		
2月22日	1200亿逆回购: 7天500亿(2.35%)/14天400亿(2.50%)/28天300亿(2.65%); 650亿逆回购到期		
2月23日	500亿逆回购: 7天200亿(2.35%)/14天200亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 900亿逆回购到期		
2月24日	300亿逆回购: 7天100亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 500亿逆回购到期		
2月27日	300亿逆回购: 7天100亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 1000亿逆回购到期	1200	3500
2月28日	300亿逆回购: 7天100亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 800亿逆回购到期; (2月开展203.53亿SLF)		
3月1日	300亿逆回购: 7天100亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 700亿逆回购到期		
3月2日	300亿逆回购: 7天100亿(2.35%)/14天100亿(2.50%)/28天100亿(2.65%); 1000亿逆回购到期		

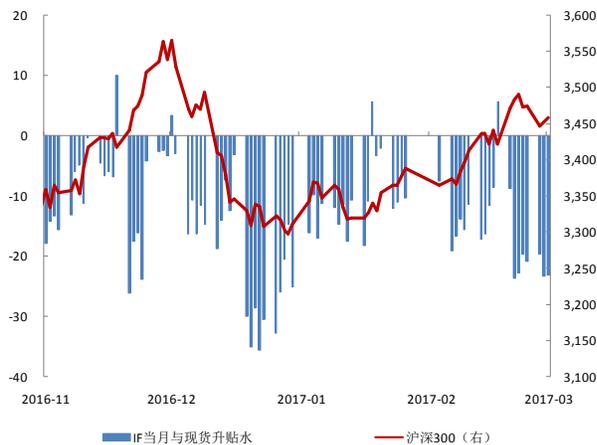
来源: Wind, 东兴期货研发中心

## 二、期指松绑持仓逐步回升，指数上行动能不足

节后中金所择时松绑期指限仓，2月17日起沪深300和上证50股指期货合约非套期保值持仓的交易保证金标准，由合约价值的40%调整为20%；中证500股指期货各合约非套期保值持仓的交易保证金标准，由合约价值的40%调整为30%。手续费方面，平仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二。本次期指松绑，对于保证金的调降标准市场已有较充分预期，但是手续费调降力度超预期（此前传言为降至万分之十一.5）。松绑之后的期指的表现存在两个特征，一是相对于成交量来说，持仓逐步回升的迹象比较明显；二是此前市场普遍预期的贴水回归现象表现不显著，升贴水与行情本身波动更密切一些。

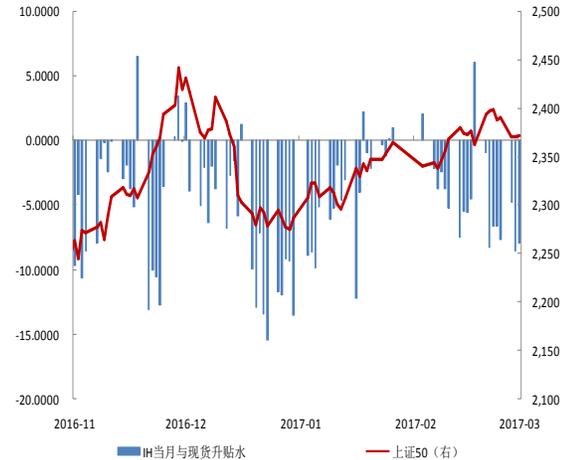
投资建议：本周两会开幕，会议持续至3月中旬，两会将公布2017年经济目标以及财政预算，在此期间政策性因素或成为主导。期指重回贴水，二八分化延续，盘面高位整理，上行动能不足。持仓方面，建议以IF、IH为主，多单减仓持有，谨慎者两会期间也可暂避，等待会议进一步指引。

图表 17: 期指 IF 重回贴水



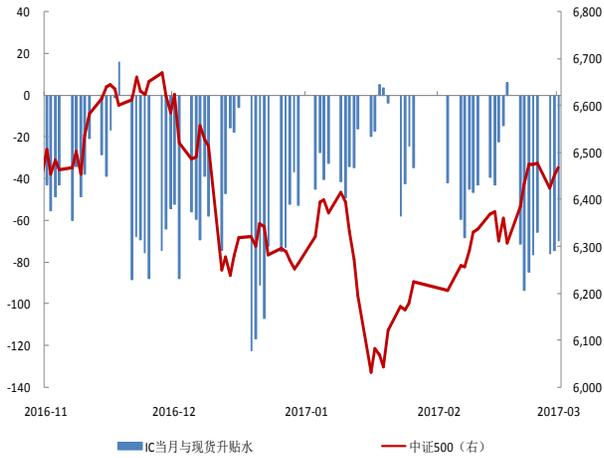
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18: 期指 IH 重回贴水



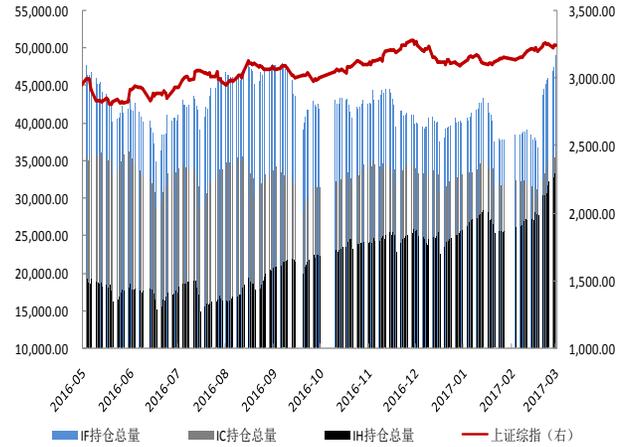
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IC 继续贴水



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指总持仓回升



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	国家	事件	市场影响
3月3日起	中国	全国两会	高
3月9日	欧盟	欧洲央行利率决议	高
3月14日	美国	美联储公布利率决定、主席耶伦发表讲话	高
3月15日	荷兰	荷兰大选	中
3月25日	欧盟	欧盟首脑会议	高
3月26日	中国	香港特首选举	高

日期	数据	公布机构	时间(北京时间)	市场影响
3月1日	中国2月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	9:00	高
3月1日	欧元区2月Markit制造业PMI终值	Markit公司	17:00	高
3月1日	美国2月Markit制造业PMI终值	Markit公司	22:45	高
3月2日	欧元区2月CPI、PPI初值	欧盟统计局	18:00	高
3月6日	中国2月外汇储备	中国央行	16:00	高

3月8日	中国2月贸易帐	海关总署	10:00	高
3月9日	中国2月CPI年率、PPI年率	国家统计局	9:30	高
3月10日	中国2月社会融资规模	中国央行	16:00	高
3月10日	美国2月失业率与非农就业数据	美国劳工部	21:30	高
3月14日	中国1-2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总额)	国家统计局	10:00	高
3月14日	美国2月PPI年率	美国劳工部	20:30	高
3月15日	美国2月CPI年率	美国劳工部	20:30	高
3月15日	美国2月零售销售月率	美国商务部	20:30	高
3月16日	美国2月营建许可总数与新屋开工年化总数	美国商务部	21:30	高
3月17日	美国3月密歇根大学消费者信心指数	密歇根大学	22:00	高
3月23日	美国2月新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
3月24日	欧元区3月Markit制造业PMI初值	Markit公司	17:00	高
3月24日	美国3月Markit制造业PMI初值	Markit公司	21:45	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。