

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

资金面压制， 指数反弹动能不足

观点要点：

- 一季度经济基本面回暖，工业企业保持盈利。3 月 PPI 与 CPI 剪刀差略有缩窄，依然维持在高位。从工业运行来看，PPI 阶段性高点或已出现，但是经济保持扩张，剪刀差料维持在高位。
- 3 月规模以上工业企业利润总额累计同比增长 28.3%，低于前值的 31.5%。3 月利润增长 23.8%，低于前值。3 月利润高位回落的原因主要在于两个方面，一是原材料价格上涨快于产品价格上涨，生产者购进价格增幅高于出厂价格。二是同期利润基数偏高。选取前十大工业行业测算，3 月利润同比连续两个月回升的行业仅有两个，包括农副食品加工和非金属矿物制品，利润传导没有明显延续迹象。
- 近一个月来金融监管全面加码，政治局层面召开维护国家金融安全会议。除央行以外，三会均推出了重点防控金融风险的相关条文。从政策明显看出，金融行业去杠杆进程延续。在此背景下，金融机构流动性继续偏紧是大概率事件，资金面难言宽松。
- 4 月雄安题材一枝独秀，两市行情在周线级别冲高回落。上旬期间，雄安、粤港澳、呼包鄂、一带一路等需求侧热点拉动两市上涨。但是金融市场整体去杠杆基调不变，中下旬起二级市场资金面明显承压，题材类板块波动率放大。期指方面，各品种贴水均有所放大。建议中线多单暂避，回归整理思路，IF 品种注意沪深 300 指数 60 日均线争夺。

正文目录

一、经济基本面	4
1、政治局会议定调，基本面支撑改革延续	4
2、CPI料低位运行，剪刀差小幅回落	6
3、工业企业利润增加，但是利润传导不明朗	7
4、金融监管全面加码，流动性保持紧平衡	9
二、指数冲高回落，各贴水有所放大	10
附：相关数据及事件公布时间表	11

资金面压制， 指数反弹动能不足

一季度经济基本面回暖，工业企业保持盈利。政策方面，利多释放较为充足，但是金融监管全面加码，降杠杆意图明朗，二级市场承压。期指贴水扩大，盘面重回整理，反弹动能有限。持仓方面，建议中线多单暂避，关注沪深 300 指数 60 日均线争夺。

一、经济基本面

1、政治局会议定调，基本面支撑改革延续

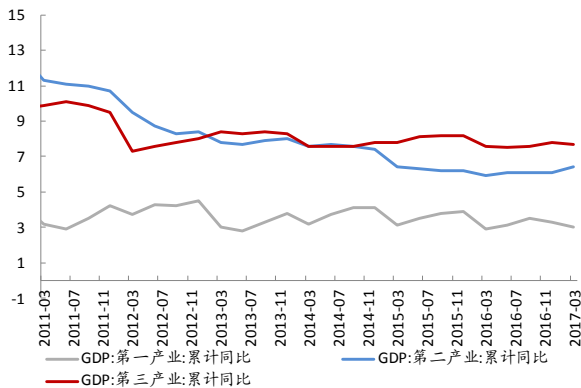
4 月 25 日召开的中央政治局会议解读了一季度经济并为下一阶段政策方向定调。会议充分肯定了当前经济取得的成绩，但也强调了当前经济向好有周期性等因素，必须坚定不移推进经济结构战略性调整。

从公布的数据上看，一季度国内经济增速达 6.9%，超过前值，第二产业增速上升，第一、第三产业增速略有下滑。分项显示，GDP 累计同比贡献率增幅靠前的类别为工业、交运、零售，其中工业的贡献率为 2015 年以来最高。3 月 PMI 上升至 51.8，创四年多新高。主要分项均有所回升，生产与新订单保持强劲，新出口订单连续五个月扩张，代表库存的两个分项指标小幅回落。从企业规模看，3 月大型企业 PMI 持平前值；中型企业 PMI 略有回落，但是保持在荣枯线之上；小型企业依然处于收缩区间，但是从前值 46.4 大幅回升至 48.6。

3 月传统需求三驾马车均出现反弹。固定资产投资小幅回升，分项中，制造业累计同比增速大幅上升至 5.8%，房地产累计同比增速小幅上升至 9.2%，基建增速自 2 月份高位回落至 18.7%。民间固定资产投资保持回升态势，增速为 7.7%。3 月社会消费品零售从底部回升，当月同比增速 10.9%，累计同比增速 10%。3 月贸易帐回正，以美元计价，进口金额当月同比增速为 20.3%，出口金额当月同比增速 16.4%。

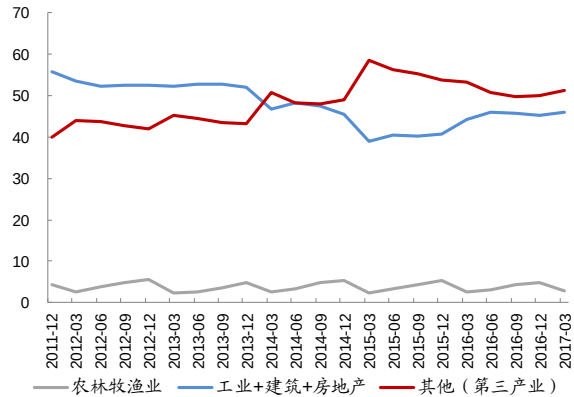
总结来看，一季度经济企稳，主要仍是第二产业拉动经济回升，传统周期性因素为主，还难言结构性调整。从数据来看，经济企稳迹象料持续，基于此供给侧改革以及国企改革也可以获得支撑。

图表 1: 第二产业增速累计同比回升



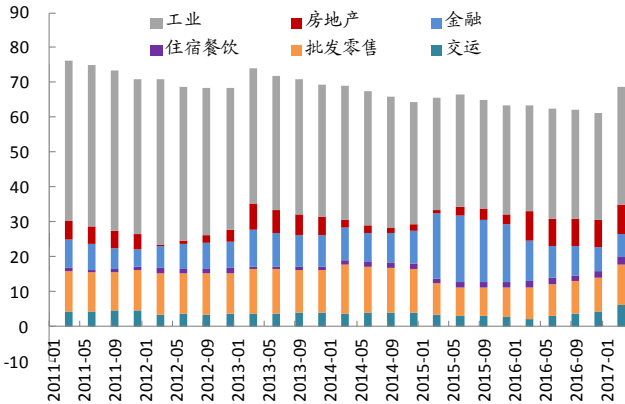
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 近一年来 (工业+房地产) 经济贡献度上升



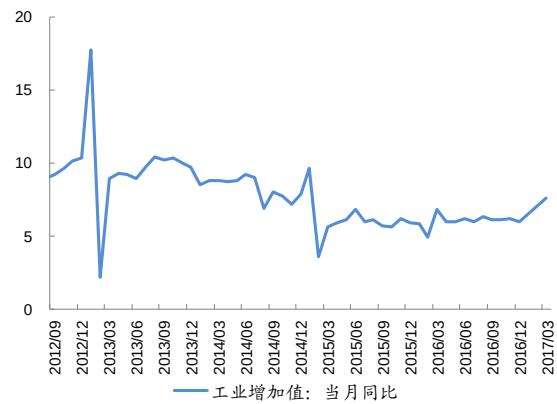
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 各行业经济贡献度对比



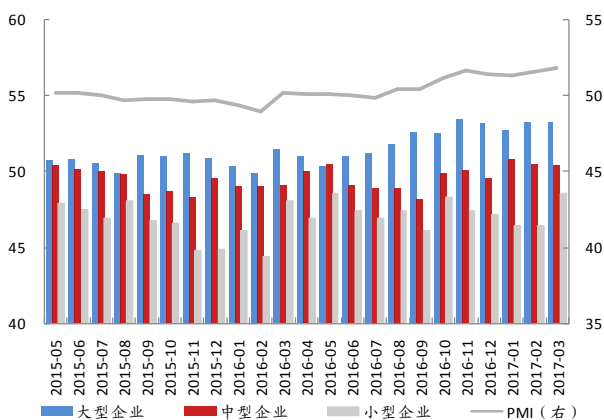
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 3月工业增加值持续回升



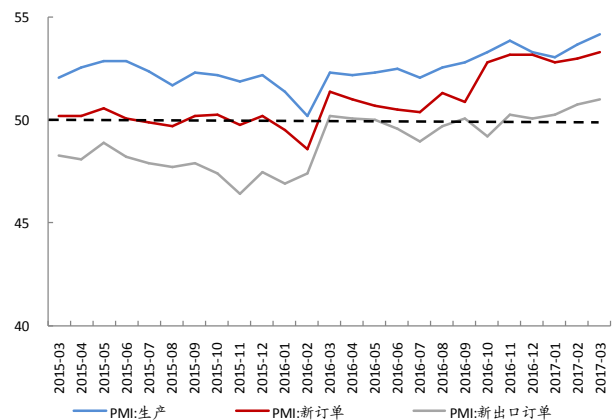
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 3月 PMI 回升



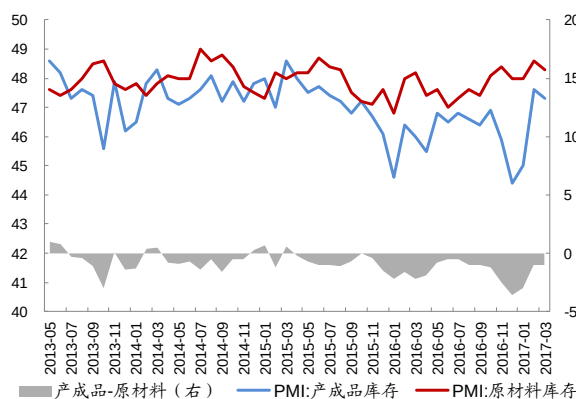
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 3月生产以及新订单 PMI 表现稳健



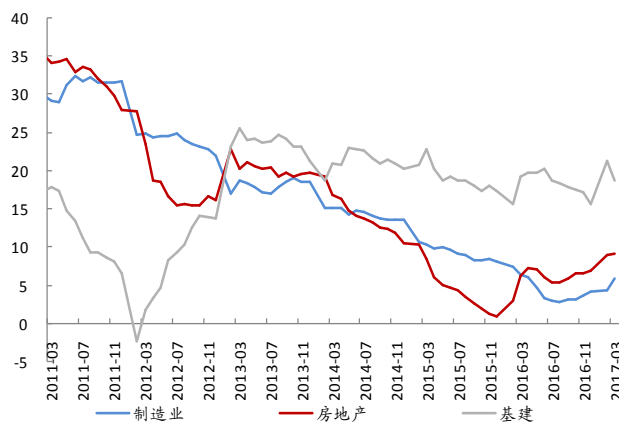
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 3 月库存 PMI 有所回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 3 月制造业固投回升, 基建固投下降



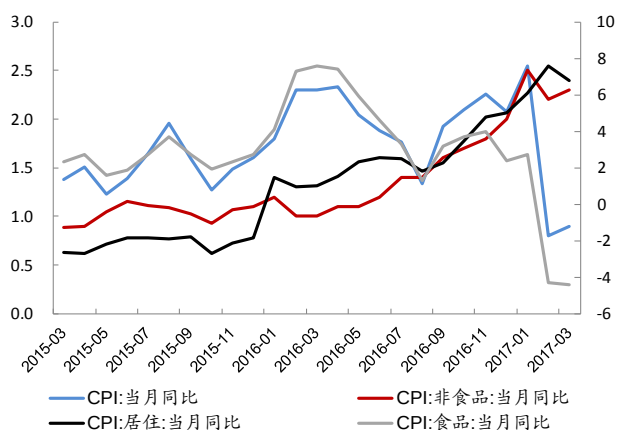
来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、CPI 料低位运行, 剪刀差小幅回落

3 月 PPI 与 CPI 剪刀差略有缩窄, 依然维持在高位。3 月 PPI 同比上涨 7.6%, 环比上涨 0.3%, 同比涨幅在连续五个月扩大后开始回落。去年价格变动的翘尾因素约为 5.8 个百分点, 新涨价因素约为 1.8 个百分点。在 40 个工业大类行业中, 33 个行业产品价格同比上涨, 与上月个数相同。从重点行业看, 同比价格加速上涨的态势有所缓和。其中, 影响最大的煤炭开采和洗选业价格上涨 39.6%, 涨幅与上月相同; 石油和天然气开采业价格上涨 68.5%, 涨幅比上月回落 16.8 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 36.8%, 回落 3.3 个百分点。从数据上看, 影响较大的六大行业合计影响 PPI 同比上涨约 6.1 个百分点, 是带动 PPI 同比上涨的主要因素。

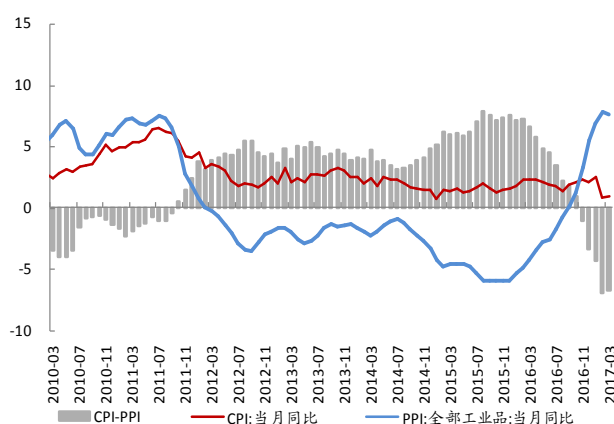
3 月 CPI 同比上涨 0.9%, 环比下跌 0.3%。环比下跌主要原因在于食品价格, 食品价格环比下降 1.9%, 影响 CPI 环比下降 0.39 个百分点。3 月扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 2.0%, 保持平稳态势。从工业运行来看, PPI 阶段性高点或已出现, 但是经济保持扩张, 剪刀差料维持在高位。

图表 9: 3 月食品价格继续下降



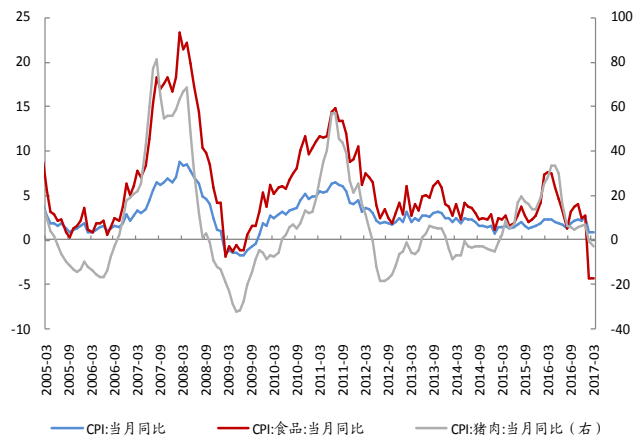
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: CPI、PPI 剪刀差略有收窄



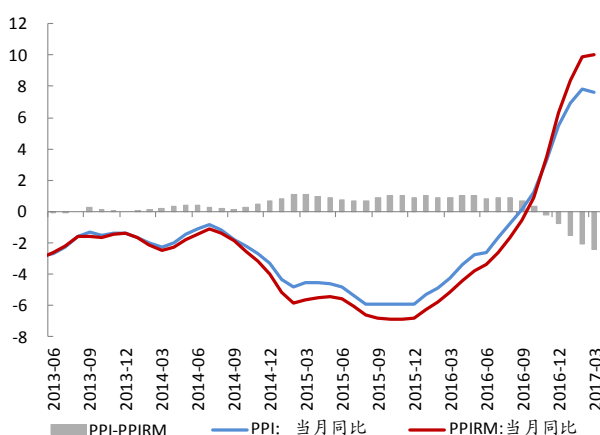
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 食品与猪肉价格处于低位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: PPI 小幅回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、工业企业利润增加，但是利润传导不明朗

3 月规模以上工业企业利润总额累计同比增长 28.3%，低于前值的 31.5%。3 月利润增长 23.8%，低于前值。分行业看，煤炭、石油和钢铁等相关行业盈利放缓。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油加工炼焦和核燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业五个行业合计新增利润 752 亿元，比 1-2 月份少增 950 亿元，影响全部规模以上工业企业利润增速回落 8.5 个百分点。3 月利润高位回落的原因主要在于两个方面，一是原材料价格上涨快于产品价格上涨，生产者购进价格增幅高于出厂价格。二是同期利润基数偏高。去年 3 月，规模以上工业企业利润同比增长 11.1%，增幅比去年 1-2 月份加快 6.3 个百分点，当月有明显增加。另外，需要注意的是，财务费用由持续下降转为增长，表明降息对降成本的作用可能有所减弱。

选取前十大工业行业测算，3 月利润同比连续两个月回升的行业仅

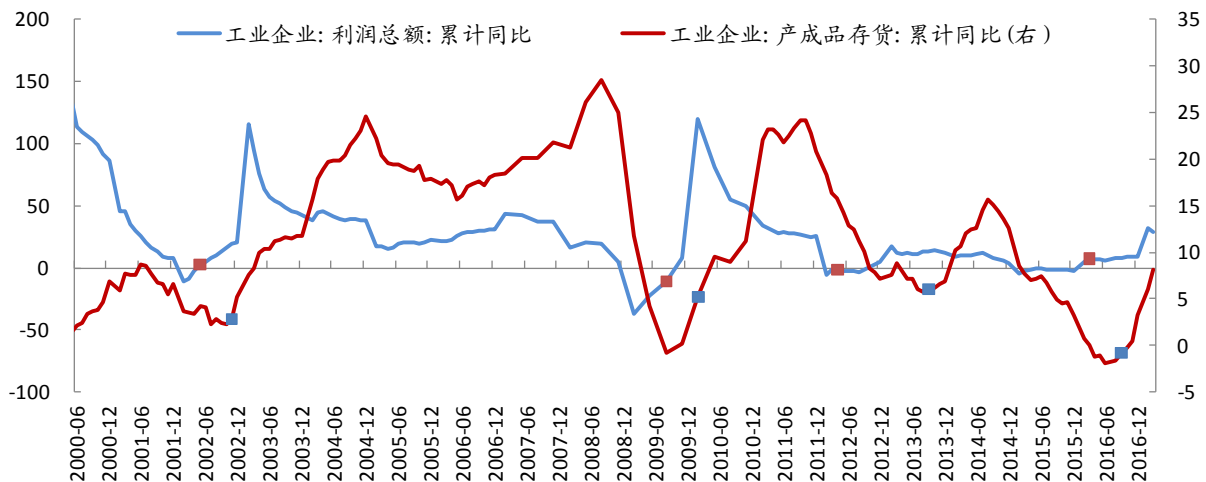
有两个，包括农副食品加工和非金属矿物制品，利润传导没有明显延续迹象。

图表 13：3 月利润总额同比连续回升的行业减少

2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	✓		✓	
3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 14：工业企业继续补库存



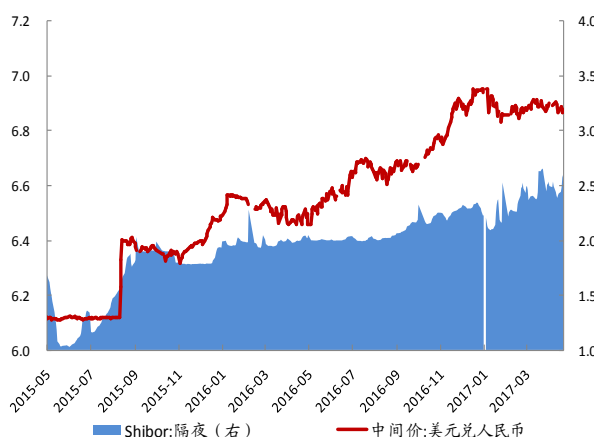
来源：Wind，东兴期货研发中心

4、金融监管全面加码，流动性保持紧平衡

近一个月来金融监管全面加码，政治局层面召开维护国家金融安全会议。会议指出，采取一切切实措施维护金融稳定，要坚定不移地维护金融安全；坚决守住不发生系统性金融风险底线，控制好杠杆率，加大对市场违法违规行为打击力度，重点针对金融市场和互联网金融开展全面摸排和查处。除央行以外，三会均推出了重点防控金融风险的相关条文，银监会委外监管全面趋严，强化同业业务整治，规范银行理财和代销业务。保监会印发通知，提出九个重点领域 39 条风险防控措施，要求全行业进一步加强风险防控工作，强化各保险公司在风险防控工作中的主体责任和一线责任。证监会层面，对于资管、私募机构的通道业务、融资类业务等均加强监管。从政策明显看出，金融行业去杠杆进程延续。在此背景下，金融机构流动性继续偏紧是大概率事件，资金面难言宽松。

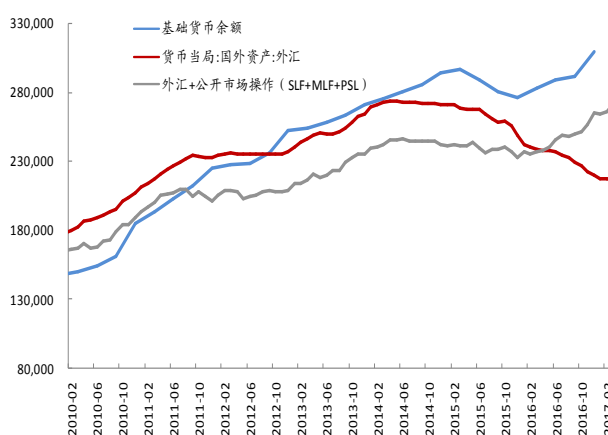
数据显示 3 月外汇储备为 30090 亿美元，保持在 3 万亿美元以上，小幅高于前值，银行结售汇差额窄幅波动。考虑到美元弱势整理，外汇储备水平未来料保持平衡。

图表 15：人民币短期企稳



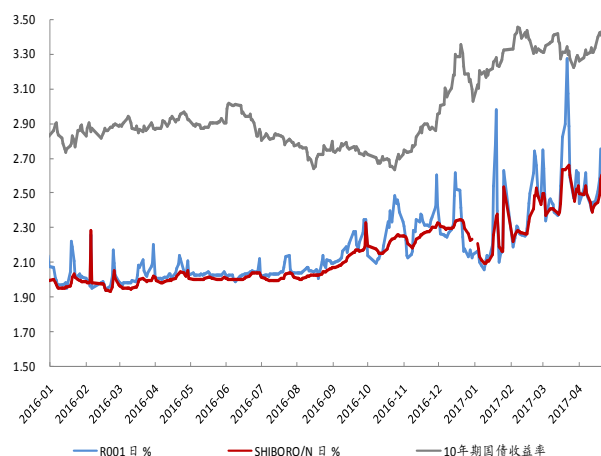
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 16：中长端流动性总量无虞



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 17：银行间流动性收紧

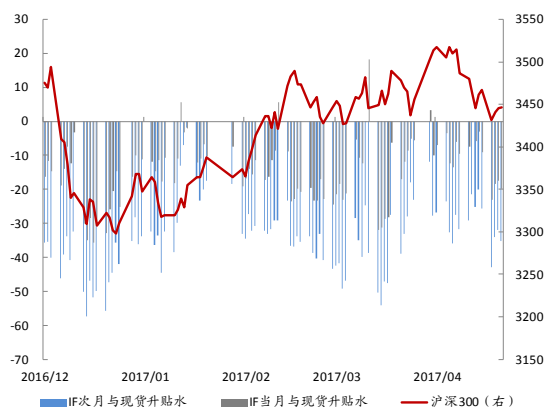


来源：Wind，东兴期货研发中心

二、指数冲高回落，各贴水有所放大

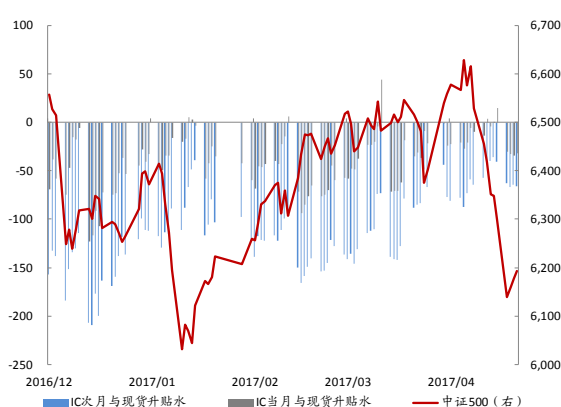
4 月雄安题材一枝独秀，两市行情在周线级别冲高回落。上旬期间，雄安、粤港澳、呼包鄂、一带一路等需求侧热点拉动两市上涨。但是金融市场整体去杠杆基调不变，中下旬起二级市场资金面明显承压，题材类板块波动率放大。目前政策逐渐进入平淡期，延续性为主。一季报公布进入尾声，由于业绩形成的局部反弹力度或有限。期指方面，各品种贴水均有所放大。建议中线多单暂避，回归整理思路，IF 品种注意沪深 300 指数 60 日均线争夺。

图表 18：近期期指 IF 贴水扩大



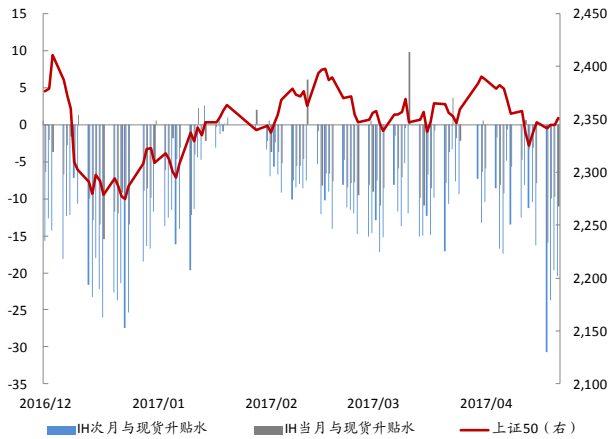
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：近期期指 IC 贴水小幅扩大



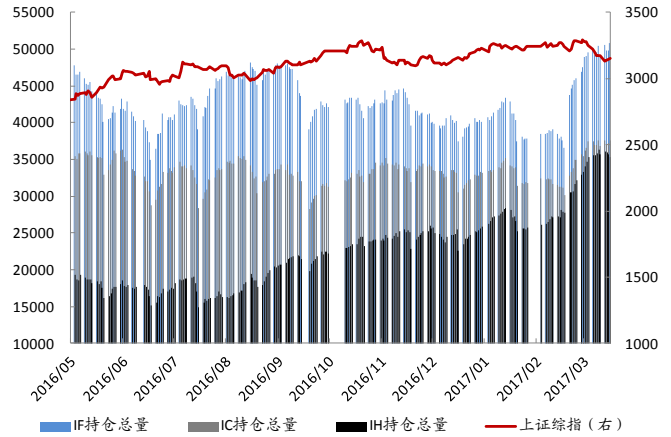
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20: 期指 IH 贴水扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 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
5月2日	美国	美联储利率决议	高
5月7日	法国	法国第二轮总统选举	高

日期	数据	公布机构	时间(北京时间)	市场影响
5月1日	美国3月PCE物价指数年率	美国商务部	20:30	高
5月1日	美国3月个人支出月率	美国商务部	20:30	高
5月1日	美国4月Markit制造业PMI终值	Markit公司	21:45	高
5月2日	中国4月财新制造业PMI	Markit公司	09:45	高
5月2日	欧元区4月Markit制造业PMI终值	Markit公司	16:00	高
5月2日	欧元区3月失业率	欧盟统计局	17:00	高
5月3日	欧元区第一季度季调后GDP年率初值	欧盟统计局	17:00	高
5月4日	中国4月财新服务业PMI	Markit公司	09:45	高

5月5日	美国4月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
5月6日	中国5月外汇储备	中国央行	16:00	高
5月8日	中国4月贸易帐	中国海关总署	10:00	高
5月9日	中国4月社会融资规模	中国央行	16:00	高
5月10日	中国4月CPI年率	中国国家统计局	09:30	高
5月11日	美国4月PPI年率	美国劳工部	20:30	高
5月12日	美国4月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
5月12日	美国4月零售销售月率	美国商务部	20:30	高
5月12日	美国5月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
5月15日	中国1-3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
5月16日	美国4月营建许可总数与新屋开工年化总数	美国商务部	20:30	高
5月17日	欧元区4月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
5月23日	美国4月季调后新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
5月24日	美国4月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪人协会	22:00	高
5月26日	美国第一季度核心PCE物价指数年化季率	美国商务部	20:30	高
5月26日	美国第一季度实际GDP年化季率	美国商务部	20:30	高
5月26日	美国5月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	22:00	高
5月30日	美国4月PCE物价指数年率	美国商务部	22:30	高
5月31日	欧元区4月失业率	欧盟统计局	17:00	高

5 月 31 日	美国 4 月季调后成屋签 约销售指数月率	全美房地产 经纪商协会	22: 00	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。