

董彬婕

研究员，期货执业证书编号 F3021841
dongbj@dxqh.net

张希

高级研究员，期货执业证书编号 F0283816
期货投资咨询证书编号 Z0010644
zhangxi@dxqh.net

A 股风格轮动，关注成长配置 IH 与 IC 比价或延续回落趋势

观点要点：

- 2018 年初经济运行起步向好，工业反弹，消费温和上涨，投资增速平稳增长。中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.3，较前值回落 1%，但仍高于荣枯线。1-2 月基建与制造业有所放缓，但地产投资改善，民间固定资产投资增速创 16 年以来新高，推动整体投资平稳增长。虽然年初固定资产投资稳定增长，但地产投资扩张不可持续，加上 18 年财政力度减弱限制基建投资，预计固定资产投资未来易降难升。
- 2 月 CPI 涨幅扩大，PPI 同比涨幅回落，PPI 与 CPI 剪刀差持续缩窄。考虑到 3 月以来，钢价、煤价和油价均有所回落，预计 3 月 PPI 大概率下滑。随着春节因素的消退，非食品价格或随 PPI 回落，加上 3 月猪肉与蔬菜价格均有所下滑，预计 3 月 CPI 或呈现下降趋势。
- 3 月银行体系整体流动性保持平衡。值得注意的是，3 月以来，人民币汇率保持强劲，近期连续 3 日上调，并刷新 2015 年 8 月 11 日汇改以来的高位。
- 3 月 22 日，特朗普宣布对中国价值高达 500 亿美元的商品征收惩罚性关税，希望在 2018 年将美国和中国的贸易逆差缩窄 1000 亿美元。就 2017 年数据统计，中国向美国出口比例最大的是机电、音像设备及其零件、附件，比重高达 46.2% 左右，而美国向中国出口比例最大的是植物产品。当前，美国财长姆努钦和美国贸易代表办公室正同中国积极沟通。姆努钦表示，中美两国同意在某种程度上减少美国对华贸易逆差，并尝试“达成一份追求公平贸易的协议”。
- 考虑到 A 股 3 月以来风格切换，创业板表现强劲，可持续关注成长配置价值，建议期指 IC04 多单谨持，预计 IH 与 IC 比价或延续回落趋势。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行起步向好	4
2、预计3月PPI与CPI均有所回落	6
3、市场流动性保持平衡，人民币汇率创8.11汇改以来新高	8
4、中美贸易有望停战，增值税改革或刺激相关投资	10
二、A股风格切换，料IH与IC比价或延续回落趋势	11
附：相关数据及事件公布时间表	13

A 股风格轮动，关注成长配置 IH 与 IC 比价或延续回落趋势

2018 年初经济运行起步向好，工业反弹，消费温和上涨，投资增速平稳增长。但地产投资扩张不可持续，加上 18 年财政力度减弱限制基建投资，预计固定资产投资未来易降难升。目前，市场流动性保持平衡，人民币汇率创 8.11 汇改以来新高。考虑到 A 股 3 月以来风格切换，创业板表现强劲，可持续关注成长配置价值，建议期指 IC04 多单谨持，预计 IH 与 IC 比价或延续回落趋势。

一、经济基本面

1、经济运行起步向好

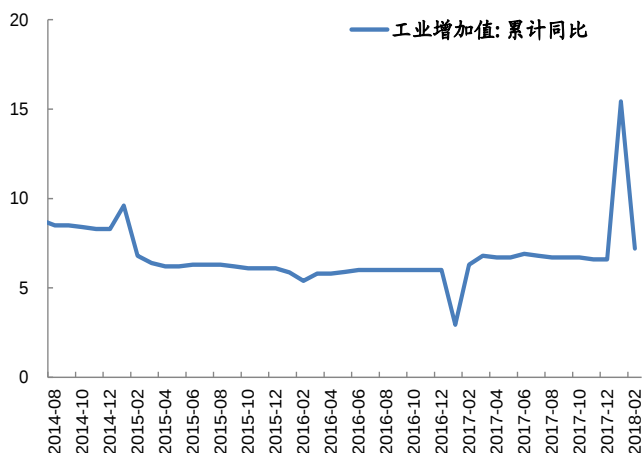
2018 年初经济运行起步向好，工业反弹，消费温和上涨，投资增速平稳增长。中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.3，较前值回落 1%，但仍高于荣枯线。从五个分类指数看，生产指数和新订单指数分别较上月回落 2.8%、1.6%，降幅较为显著，但仍处于扩张区间，表明受春节因素影响，制造业生产增速和市场需求扩张均有所放缓；原材料库存指数比上月回升 0.5%，却仍处于收缩区间；从业人员指数和供应商配送时间指数均有所回落，且低于临界值。从企业规模来看，大型企业 PMI 为 52.2，较前值下降 0.4%，仍处于扩张区间；中型企业 PMI 为 49，小型企业 PMI 为 44.8，环比分别回落 1.1%和 3.7%，均低于临界点。整体来看，制造业 PMI 分项普遍回落，其中小型企业 PMI 下滑最为显著，或与春节期间需求走弱有关，制造业总体延续扩张趋势，增速有所放缓。

从生产法来看，工业产品增长面扩大支撑 1-2 月工业增加值从 6.2% 升至 7.2%。从支出法来看，三驾马车 1-2 月表现不一。1-2 固定资产投资增速为 7.9%，较 2017 年全年提高 0.7%。其中 1-2 月民间固定资产投资提高 1.4%至 8.1%。分产业来看，第一产业与第三产业投资增速较 17 年全年均有所提高，第二产业增速有多回落。分项中，制造业累计同比增速为 4.3%，较去年同期持平，比去年全年回落 0.5%，但中高端领域制造业投资呈现出较好的增长态势；基建累计同比增速为 16.1%，较去年全年有所回落；房地产累计同比增速为 9.9%，增速比去年全年提高 2.9%。值得关注的是地产销售整体表现疲弱，1-2 月商品房销售面积同比增速回落至 4.1%，1-2 月商品房待售面积同比增速创历史新低。另外，1-2 月土地购置面积同比大幅下滑转为负增长，地产新开工较去年也显著回落。由此可见，未来地产投资扩张或承压。整体来看，1-2 月基建与制造业有所放缓，但地产投资改善，民间固定资产投资增速创 16 年以来新高，推动整体投资平稳增长。

2月社会消费品零售累计同比增速从9.4%上升至9.7%，汽车类商品增速提高是主要原因。其中1-2月全国网上零售额同比增长比去年同期上涨5.1%至37.3%，实物商品网上零售额增长35.6%，较去年同期提高10.1%，其占社会消费品零售总额比重为14.9%。受春节因素影响，以美元计价2月出口同比增速上涨至44.5%，远超1月的11.1%，进口同比增速较1月的36.8%大幅回落至6.3%。但2月出口累计同比增速为24.4%，涨幅较去年同期显著增加，进口累计同比增速为21.7%，较去年同期有所回落。据海关统计，2月累计贸易顺差543.24亿美元，同比扩大43.6%，2月外贸出口先导指数为41.4，较上月回落0.2。

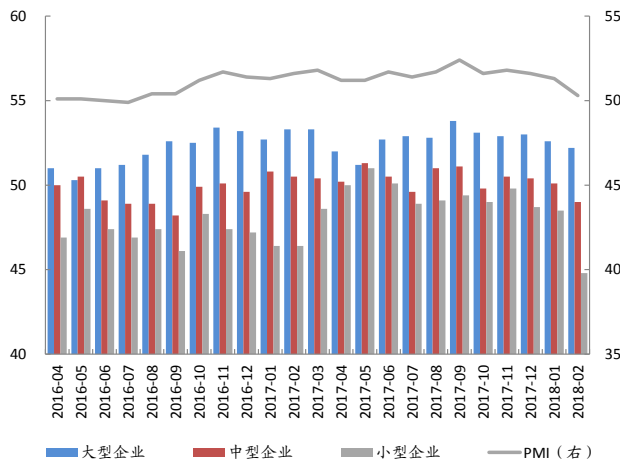
总结来看，虽然年初固定资产投资稳定增长，但地产投资扩张不可持续，加上18年财政力度减弱限制基建投资，预计固定资产投资未来易降难升。

图表 1：2月工业增加值累计同比涨幅好于去年



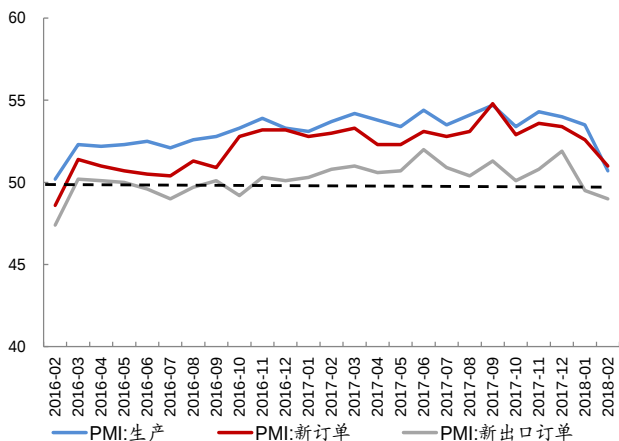
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：2月小型企业 PMI 显著下滑



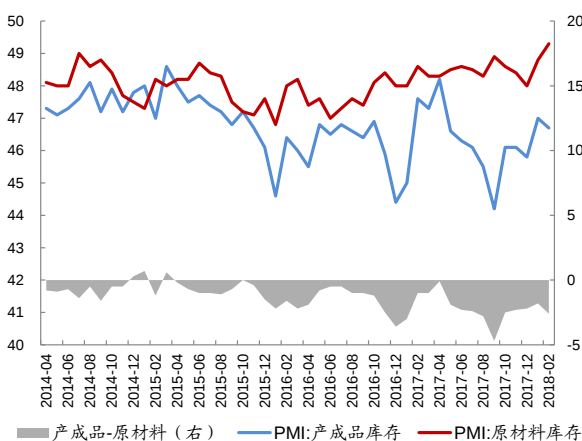
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：2月新出口订单降至收缩区间



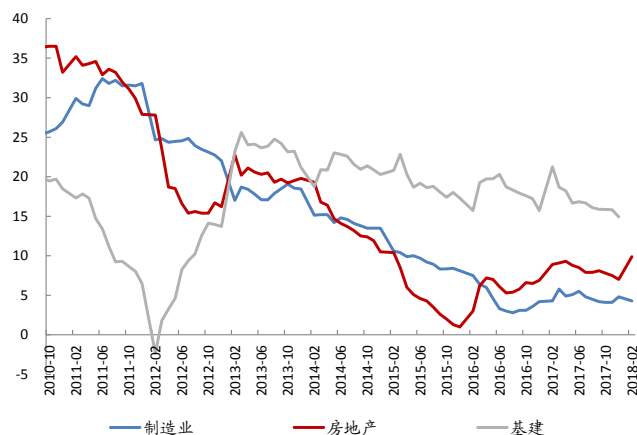
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：2月产成品库存下滑



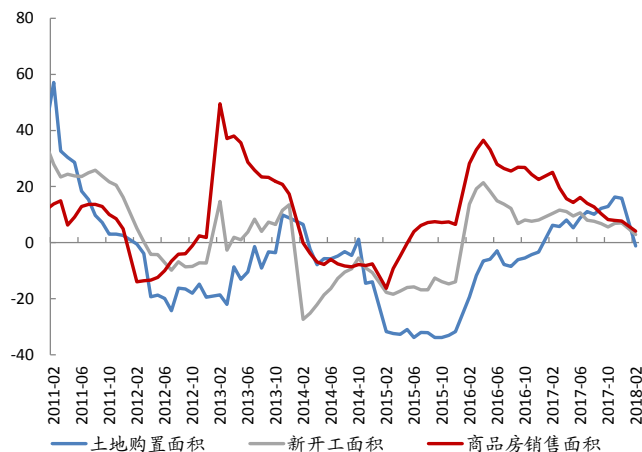
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5: 1-2 月房地产投资支撑固定资产投资



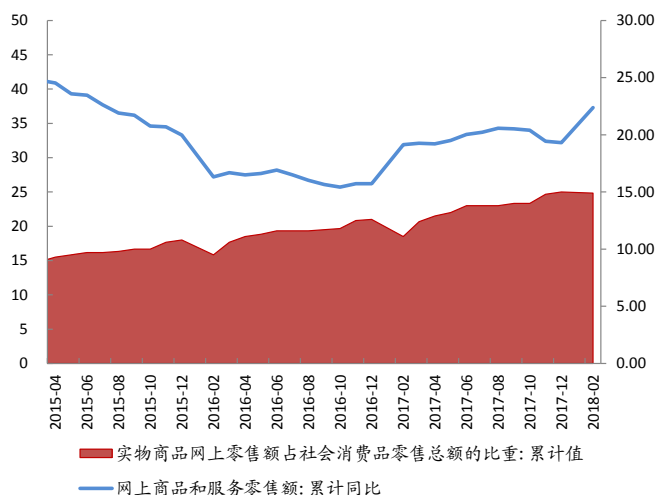
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 房地产各领先指标均持续回落



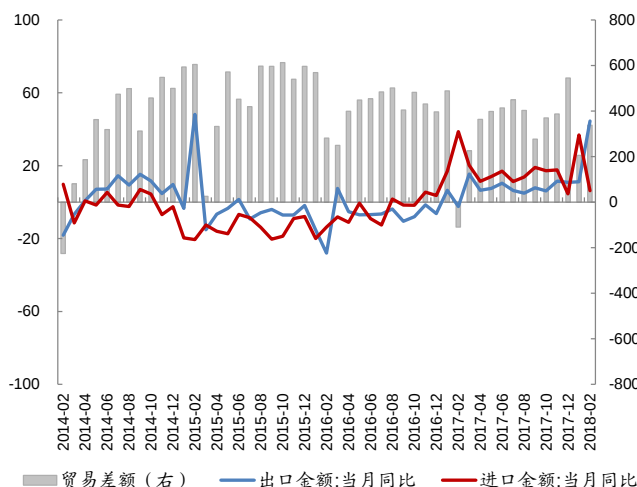
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 实物商品网上零售额占比保持平稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 2 月贸易顺差扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

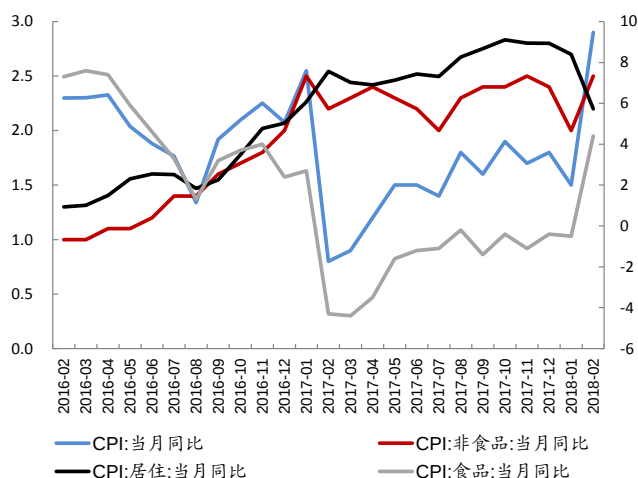
2、预计 3 月 CPI 和 PPI 均有所回落

2 月 CPI 涨幅扩大, PPI 同比涨幅回落, PPI 与 CPI 剪刀差持续缩窄。2 月 PPI 同比上涨 3.7%, 涨幅较上月回落 0.6%, 环比下降 0.1%, 较 1 月下滑 0.4%。去年价格变动的翘尾因素约为 3.5%, 新涨价因素约为 0.2%。从环比来看, 生产资料价格下降 0.1%, 生活资料价格持平。在主要工业行业中, 黑色金属冶炼和压延加工业下降 0.7%; 涨幅扩大的有煤炭开采和洗选业、水和生产和供应业, 分别上涨 1.2% 和 0.5%; 涨幅回落的有石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业, 涨幅分别收窄 2.9% 和 2.4%; 由升转降的有燃气生产和供应业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业, 分别下降 0.9%、0.8% 和 0.4%。从同比来看, 生产资料价格上涨 4.8%, 生活资料价格

上涨 0.3%。主要行业中涨幅回落的有非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油、煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业以及化学原料和化学制品制造业。从数据上看，上述的五大行业合计影响 PPI 同比涨幅回落约 0.57%。

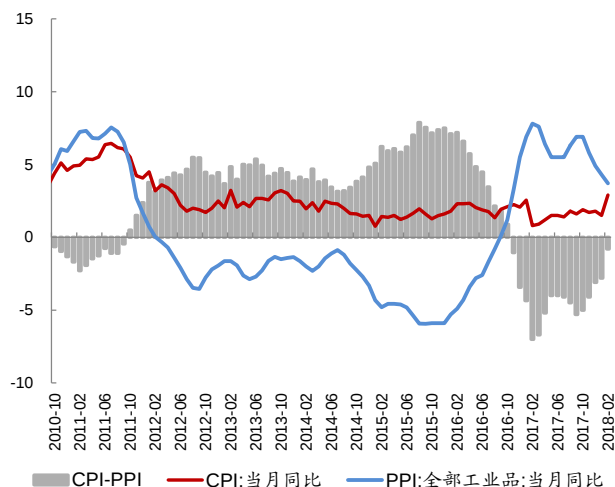
2 月 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 1.2%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素分别为 1.1% 和 1.8%。CPI 环比涨幅扩大主要是受春节因素和气温偏低双重影响。其一，全国大范围降温天气影响部分农产品生产和运输，加上春节期间需求和消费量增加，食品价格上涨 4.4%，影响 CPI 环比上涨约 0.88%；另外，春节期间交通和人工成本上涨，推动相关行业价格上涨，分别影响 CPI 上涨 0.27% 和 0.06%。从同比来看，CPI 涨幅扩大主要受到春节“错月”的影响，导致 2 月对比基数较低，加上春节前后食品服装价格的上涨。据测算，2 月涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.1%，新涨价影响约为 1.8%。考虑到 3 月以来，钢价、煤价和油价均有所回落，预计 3 月 PPI 大概率下滑。随着春节因素的消退，非食品价格或随 PPI 回落，加上 3 月猪肉与蔬菜价格均有所下滑，预计 3 月 CPI 或呈现下降趋势。

图表 9：2 月食品与非食品显著



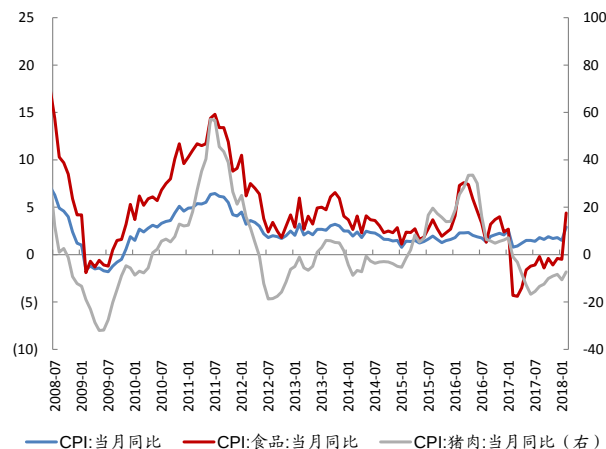
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：2 月 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



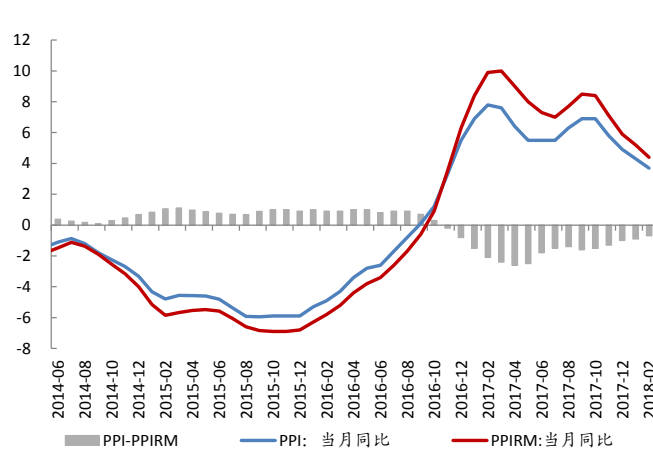
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11: 2 月猪肉价格上涨



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 2 月 PPI 持续回落



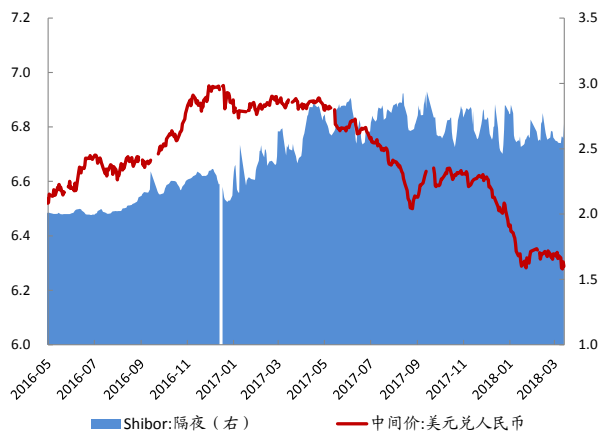
来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、市场流动性保持平衡，人民币汇率创 8.11 汇改以来新高

3 月银行体系整体流动性保持平衡。3 月 16 日央行超额续作 MLF 提前为跨季做准备。3 月 22 日美联储如期加息，当日央行进行 7 天逆回购操作，中标利率上调 5BP，符合市场预期，也是对美联储加息的正常反应。3 月 26 日，财政部进行 500 亿国库现金定存招标。短期来看，资金面将平稳跨季。中长期来看，稳健中性的货币政策背景下，预计市场流动性将保持平衡。

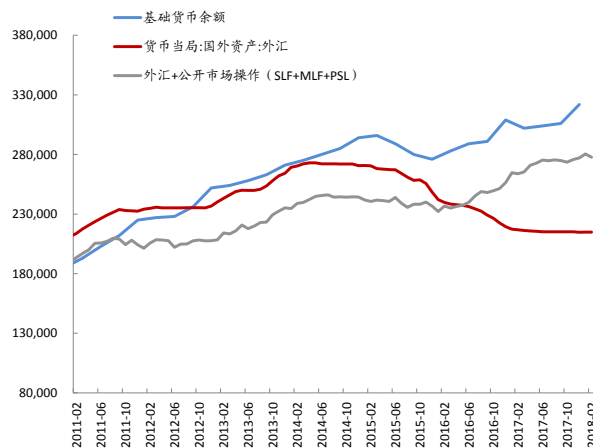
数据显示，2 月外汇储备为 31345 亿美元，环比下降 270 亿美元，降幅为 0.85%，为连续 12 个月上升以后首次出现单月下滑。整体来看，2 月我国境内外主体交易总体平稳，外汇市场供需也保持平衡，外汇规模小幅回落主要是非美元货币相对美元下跌和资产价格回调的因素共同作用。除此之外，3 月以来，人民币汇率保持强劲，近期连续 3 日上调，并刷新 2015 年 8 月 11 日汇改以来的高位。

图表 13: 3 月人民币汇率保持强劲创新高



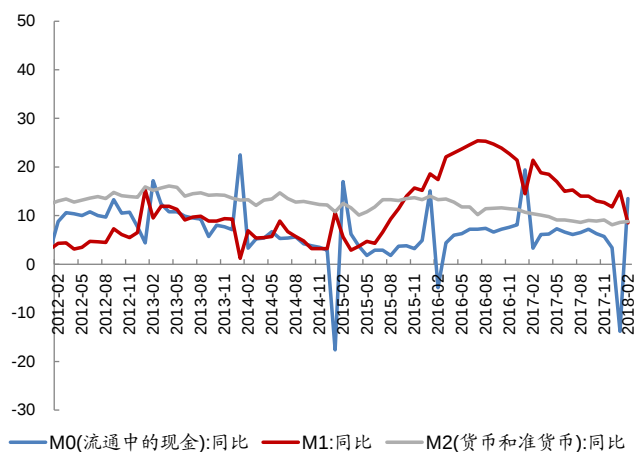
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中长端流动性总量无虞



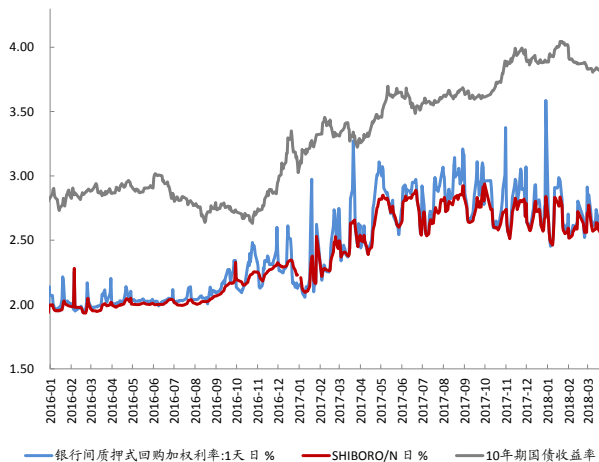
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 2 月 M1 下滑至 M2 之下



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 近期银行间流动性水平较前期有所回落



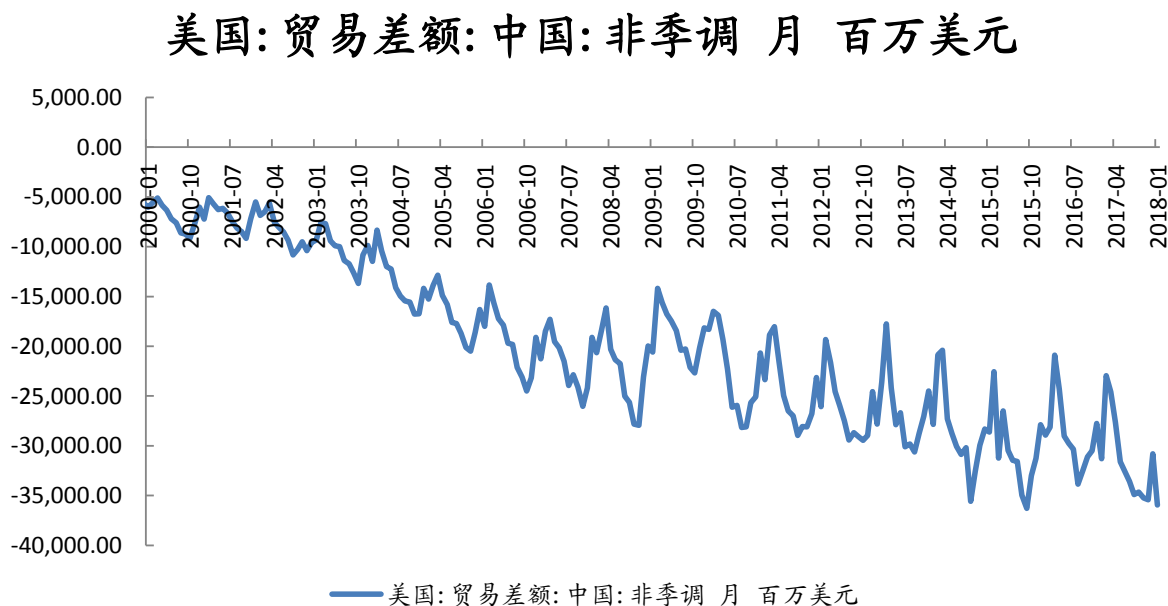
来源: Wind, 东兴期货研发中心

4、中美贸易有望停战，增值税改革或刺激相关投资

3月22日，特朗普宣布对中国价值高达500亿美元的商品征收惩罚性关税，希望在2018年将美国和中国的贸易逆差缩窄1000亿美元。对此，商务部宣布3月23日即日起对约30亿美元美国进口商品加征关税。期间，白宫贸易顾问纳瓦罗表示，我们已经准备好同中国进行协商。就2017年数据统计，中国向美国出口比例最大的是机电、音像设备及其零件、附件，比重高达46.2%左右，而美国向中国出口比例最大的是植物产品。因此，贸易战中电子产品或影响最大。从经济总量来看，25%的关税对应125-150亿美元占中国对美国2017年全年出口金额的3-3.5%，占中国全年的GDP比重仅0.1%左右，影响偏低。从需求来看，中国总体经济对净出口依存度逐年降低，即便25%关税推出，对中国经济影响也十分有限。当前，美国财长姆努钦和美国贸易代表办公室正同中国积极沟通。姆努钦表示，中美两国同意在某种程度上减少美国对华贸易逆差，并尝试“达成一份追求公平贸易的协议”。

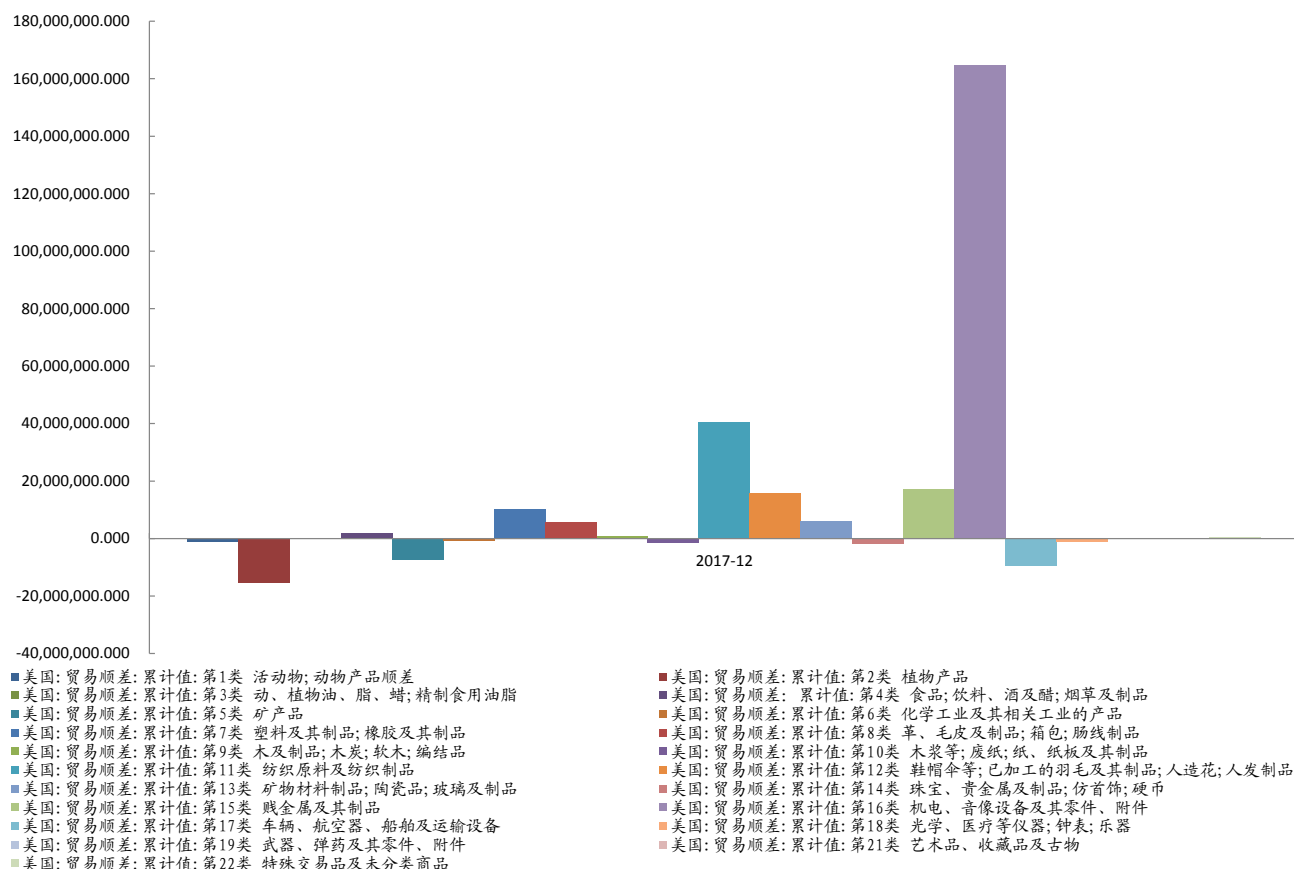
3月28日，国务院常委会议确定深化增值税改革措施，会议决定，2018年5月1日起，制造业等行业增值税从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元。由于在2018年政府工作报告中已明确提出过“改革完善增值税，重点降低制造业、交通运输等行业税率”，因此本轮降税符合预期，旨在通过增值税减税政策提升制造业和建筑业投资增速回升，继而对冲地产和基建投资增速的下滑，从而保证实现2018年中国经济增速的目标。

图表 17：美国对中国的贸易逆差逐年增加



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：中国进出口美国各分类比重



来源: Wind, 东兴期货研发中心

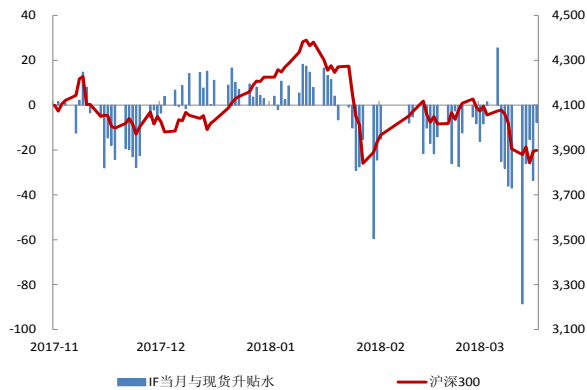
二、A 股风格切换，料 IH 与 IC 比价或延续回落趋势

3 月，A 股走势整体先扬后抑。3 月 22 日，贸易战引发市场避险情绪高涨，上证综指大幅跳水近 111 个点。近期，白马股热度消退，中小创受到追捧，呈现风格切换趋势，或与前期机构过于偏重权重有关。期指方面，3 月股指普遍回落，对应股指期货也相应走弱。3 月 22 日期指均不同程度跳水，IF 跳水近 175 个点，IH 跳水 126 个点，IC 跳水约 374 个点。截至 3 月 27 日，IF 主力合约先涨后跌收于 3898 点附近，跌近 137 个点；IH 主力合约震荡跳水，收跌近 148 个点至 2738.2，跌幅最大；IC 主力合约整体呈现宽幅震荡格局，收跌近 53 个点至 6005.6 附近，跌幅最小。当月 IH、IC 比价整体下跌，IF、IH、IC 持仓量较月初均有明显增加。

3 月解禁规模与 2 月相近，解禁市值约为 2880 亿元，3 月 19 日至 25 日当周解禁规模最大。4 月解禁规模不及 3 月，解禁市值约为 2469 亿元，但 4 月 23 日至 4 月 29 日当周解禁规模是全年周度解禁规模第六，约 1306 亿元。

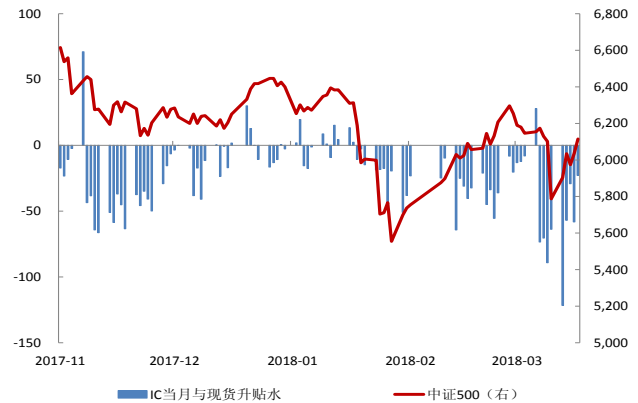
操作方面，考虑到 A 股 3 月以来风格切换，创业板表现强劲，可持续关注成长配置价值，建议期指 IC04 多单谨持，预计 IH 与 IC 比价或延续回落趋势。

图表 19: 期指 IF 贴水收窄



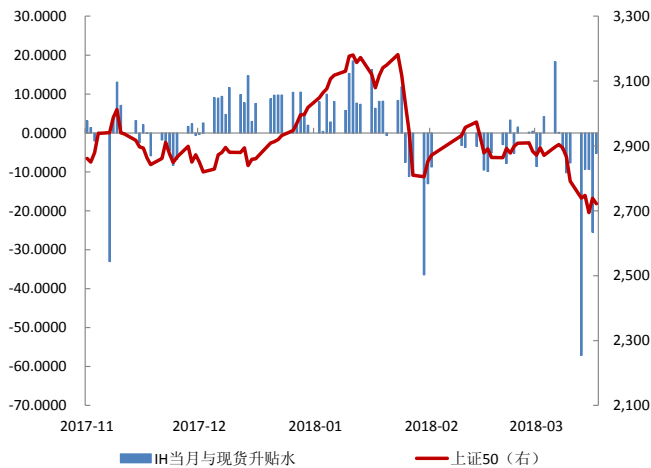
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 期指 IC 贴水收窄



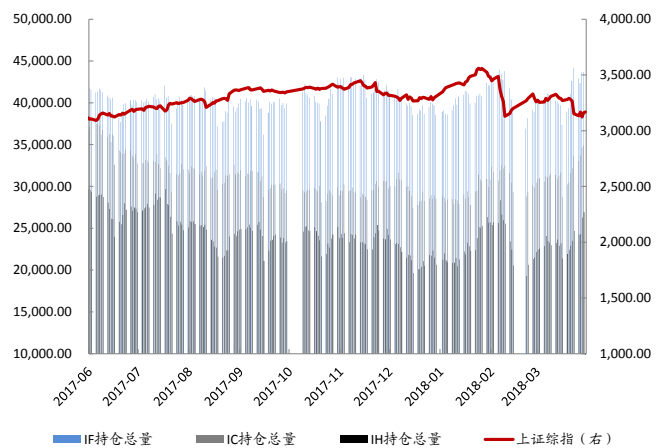
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 期指 IH 贴水收窄



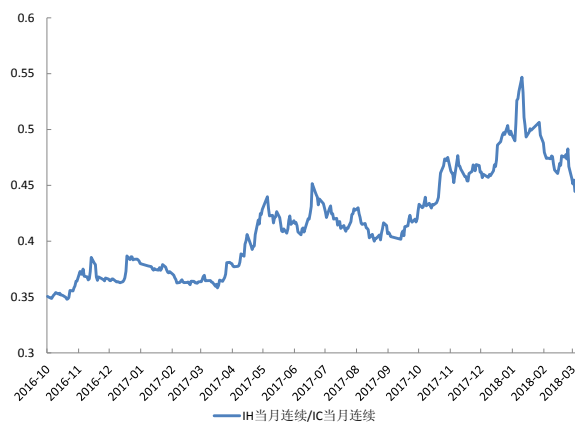
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 22: 期指总持仓上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 23: IH/IC 比价较前期回落



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	数据	公布机构	时间（北京时间）	市场影响
4月2日	中国3月财新制造业PMI	Markit公司	9:45	高
4月2日	美国3月Markit制造业PMI终值	Markit公司	21:45	高
4月2日	美国3月ISM制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
4月3日	德国3月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	16:30	高
4月3日	欧元区3月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	17:00	高
4月4日	中国3月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司Markit	9:45	高
4月4日	欧元区3月末季调CPI年率初值	欧盟统计局	17:00	高
4月4日	欧元区2月失业率	欧盟统计局	17:00	高
4月4日	美国3月ADP就业人数	美国自动数据处理公司	20:15	高
4月5日	美国截至3月31日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
4月6日	中国3月外汇储备	中国央行	16:00	高
4月6日	美国3月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
4月6日	美国3月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
4月9日	中国3月社会融资规模/M2货币供应率	中国央行	16:00	高
4月10日	美国3月PPI年率	美国劳工部	20:30	高
4月11日	中国3月CPI/PPI年率	中国国家统计局	9:30	高
4月11日	美国3月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
4月12日	美国截至4月7日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
4月17日	中国1-3月宏观经济数据（工业增加值，固定	国家统计局	10:00	高

	资产投资，房地产投资 及社会消费品零售总 额)			
4 月 19 日	美国截至 4 月 14 日当 周初请失业金人数	美国劳工部	20: 30	高
4 月 26 日	欧元央行利率决议	欧洲央行	19: 45	高
4 月 26 日	美国截至 4 月 21 日当 周初请失业金人数	美国劳工部	20: 30	高
4 月 27 日	德国 4 月季调后失业率	德国统计局	15: 55	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。