



# 宏观期指月报

期货研究报告

2018年4月

宏观策略

研发中心

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

非银流动性偏紧，

IH与IC比价或低位整理

## 观点要点：

- 2018年一季度经济运行保持平稳，3月工业反弹，服务业略降，需求端消费贡献大幅提升占据主导。中国3月官方制造业PMI为51.5，较前值上升1.2%，持续高于荣枯线。1-3固定资产投资增速为7.5%，较1-2月回落0.4%，而1-3月民间固定资产投资提高0.8%至8.9%，续创新高。基建下滑拖累固定资产投资，地产销售持续疲软，地产投资扩张或不可持续，预计固定资产投资仍旧易降难升。
- 3月CPI与PPI同比涨幅均有所回落，CPI环比由升转降，PPI环比降幅略有扩大，剪刀差微幅扩大。考虑到4月以来，钢价保持平稳，煤价继续下跌，但油价有所回升，加上去年2季度基数较低，预计4月PPI大概率保持平衡。此外，4月以来猪肉价格较稳定，但仍显著低于去年平均水平，预计4月CPI同比或持续下滑。
- 4月银行体系整体流动性保持宽松。央行定向降准置换中期借贷便利，但整体来看，货币基调并没有发生明显变化，此次定向降准主要是应对金融去杠杆和中美贸易战的威胁，并且对冲本月放宽存款利率上限所带来的紧缩效应，进一步推进利率市场化。监管层面，资管新规落地在即，非银资金面会局部收紧，料对权益类市场形成压制。
- IH、IC比价在区间内小幅波动，5月MSCI配置需求上升，对大市值蓝筹形成一定增量支撑。但是从中长线角度，市场风格有逐渐切换迹象。从一季报来看，中小创细分龙头优势凸显。操作方面，比价反弹可以暂避，激进者可背靠趋势线尝试做空比价。5月资管新规落地在即，若同时流动性未出现明显收紧，IC合约可试多，否则多单暂避。

## 正文目录

一、经济基本面 ······	3
1、经济运行保持平稳 ······	3
2、预计4月CPI同比持续下滑，PPI或保持平稳 ······	5
3、央行定向降准置换中期借贷便利，非银资金面偏紧 ······	7
二、IC持仓上升，关注非银流动性变化 ······	9
附：相关数据及事件公布时间表 ······	10



# 非银流动性偏紧， **IH**与**IC** 比价或低位整理

2018年一季度经济运行保持平稳，3月工业反弹，服务业略降，需求端消费贡献大幅提升占据主导。基建下滑拖累固定资产投资，地产销售持续疲软，地产投资扩张或不可持续，预计固定资产投资仍旧易降难升。

## 一、经济基本面

### 1、经济运行保持平稳

2018年一季度经济运行保持平稳，3月工业反弹，服务业略降，需求端消费贡献大幅提升占据主导。中国3月官方制造业PMI为51.5，较前值上升1.2%，持续高于荣枯线。从五个分类指数看，较上月均有所回升。其中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数分别较上月上升2.4%、2.3%以及1.7%，涨幅显著且均位于扩张区间；原材料库存指数为49.6，比上月回升0.3%，虽低于临界值，但连续三个月回升，表明原材料库存量降幅持续收窄；从业人员指数较上月回升1%，低于临界值。从企业规模来看，大型企业PMI为52.4，较前值回升0.2%，持续高于临界值；中型企业PMI为50.4，小型企业PMI为50.1，环比分别上涨1.4%和5.3%，均回升至扩张区间。整体来看，制造业PMI分项普遍上涨，其中小型企业PMI显著回升至临界值之上，说明需求有所好转，制造业总体呈现稳中有升的发展态势。

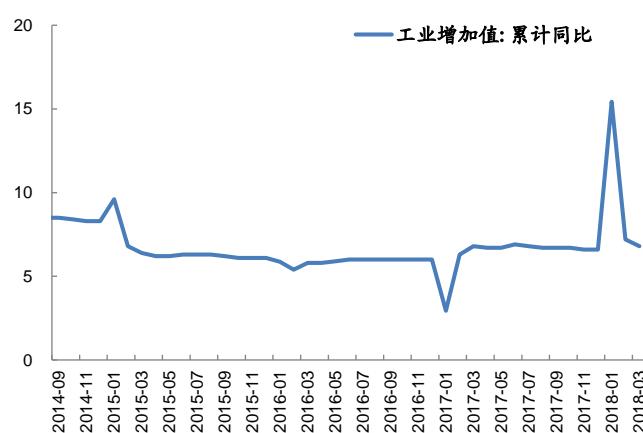
从生产法来看，3月工业增加值同比增速从7.2%降至6.0%。从支出法来看，三驾马车1-3月表现不一。1-3固定资产投资增速为7.5%，较1-2月回落0.4%，而1-3月民间固定资产投资提高0.8%至8.9%，续创新高。分产业来看，第一产业与第三产业投资同比增速较1-2月均有显著回落，分别回落3.6%和3.1%，第二产业增速小幅回落0.4%。分项中，制造业累计同比增速为3.8%，增速较前值回落0.5%；基建累计同比增速回落3.1%至13%，降幅最为显著；房地产累计同比增速为10.4%，增速比1-2月提高0.5%，创三年新高。值得关注的是地产销售持续疲弱，1-3月商品房销售面积同比增速回落至3.6%，而1-3月土地购置面积同比增速转正，房屋新开工面积从1-2月的2.9%显著上升至9.7%。由此可见，3月房屋新开工是地产投资的主要支撑。整体来看，尽管1-3月地产投资有所改善，但基建显著下滑拖累全国固定资产投资。

3月社会消费品零售累计同比增速从9.7%上升至10.1%。其中1-3

月全国网上零售额同比增长从 37.3% 降至 35.4%，实物商品网上零售额增长 34.4%，较 1-2 月下滑 1.2%，但其占社会消费品零售总额比重增加至 16.1%。受春节因素影响，以美元计价 3 月出口同比增速转负至下降 2.7%，进口同比增速大幅回升至 14.4%，其中进口集成电路数量和金额大增为主要贡献。由于出口降、进口升，3 月出现贸易逆差 49.8 亿美元。另外，3 月外贸出口先导指数回落至 41，降至 17 年 4 月以来最低水平。就一季度来看，1-3 月出口累计增速为 14.1%，高于去年同期，进口累计同比增速为 18.9%，不及去年同期，累计贸易顺差较去年缩减 20%。

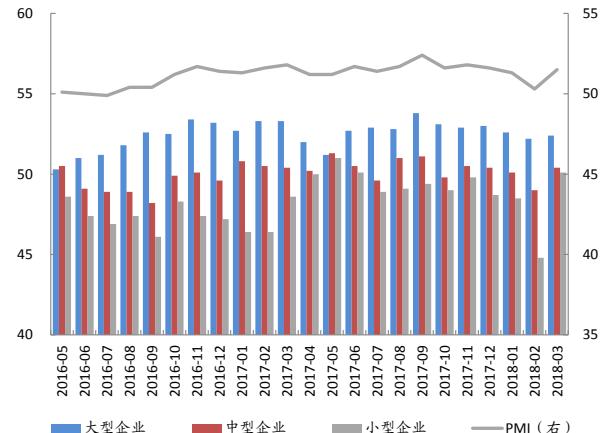
总结来看，一季度经济平稳增长，基建下滑拖累固定资产投资，地产销售持续疲软，地产投资扩张或不可持续，预计固定资产投资仍旧易降难升。

图表 1：3 月工业增加值累计同比涨幅回落



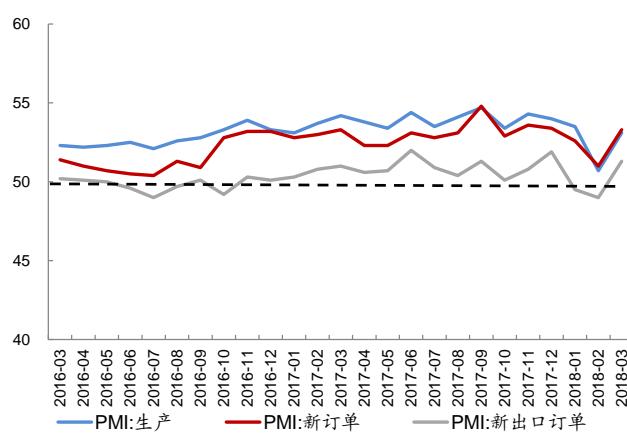
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：3 月小型企业 PMI 显著上升至扩张区间



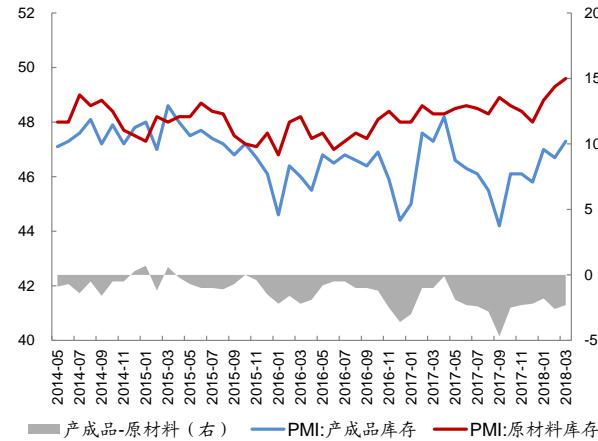
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：3 月 PMI 分项集体回升

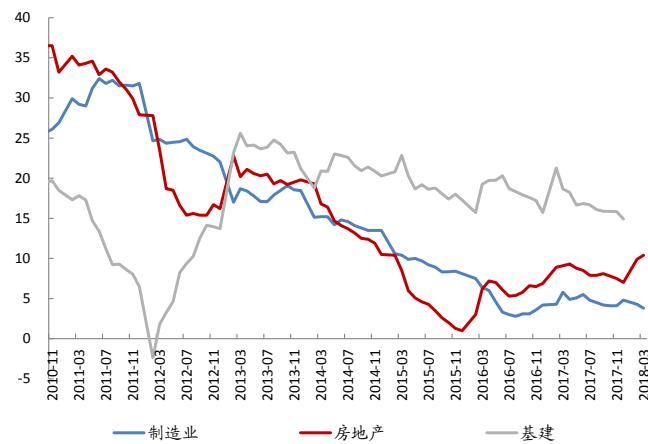


来源：Wind，东兴期货研发中心

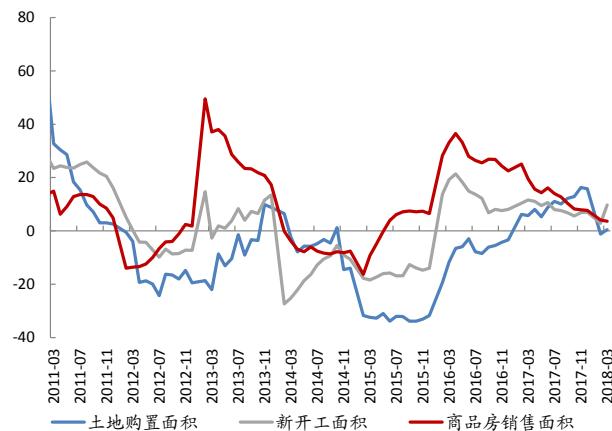
图表 4：3 月产成品库存反弹



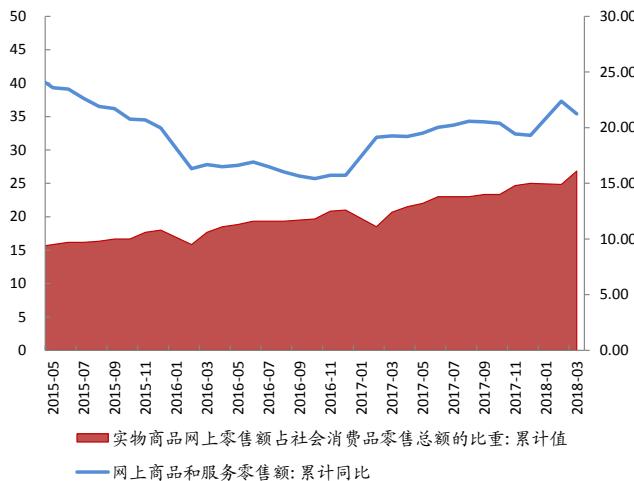
来源：Wind，东兴期货研发中心

**图表 5: 1-3月房地产投资支撑固定资产投资**


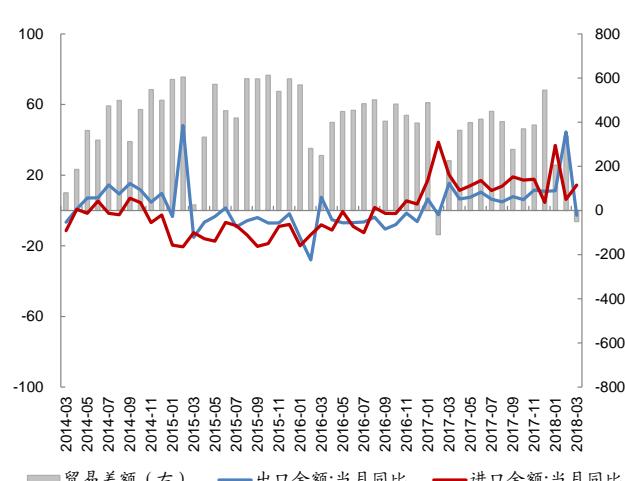
来源: Wind, 东兴期货研发中心

**图表 6: 3月新开工面积显著反弹**


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明显增加**


来源: Wind, 东兴期货研发中心

**图表 8: 3月出现贸易逆差**


来源: Wind, 东兴期货研发中心

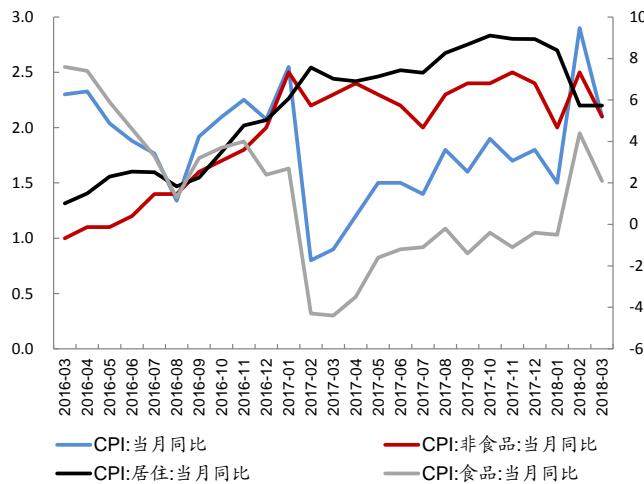
## 2、预计 4 月 CPI 同比持续下滑, PPI 或保持平稳

3月CPI与PPI同比涨幅均有所回落,CPI环比由升转降,PPI环比降幅略有扩大,剪刀差微幅扩大。3月PPI同比上涨3.1%,涨幅较上月回落0.6%,环比下降0.2%,较2月下滑0.1%。据测算,去年价格变动的翘尾因素约为3.1%,新涨价因素约为0。从环比来看,生产资料价格下降0.12%,生活资料价格从持平转为下降0.2%。在主要工业行业中,降幅扩大的有燃气生产和供应业和化学原料和化学制品制造业,分别下降1.7%、0.4%,降幅较上月扩大0.8%与0.3%;由升转降的有石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、汽车制造业,分别下降4.4%、2.0%和0.2%;黑色金属冶炼和压延加工业由降转升,上涨0.6%;造纸和纸制品业上涨1.3%,涨幅扩大1.2%。从同比来看,生产资料价格上涨1.4%,涨幅缩窄0.7%;生活

资料价格上涨 0.2%，回落 0.1%。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、石油和天然气开采业、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 0.43%。

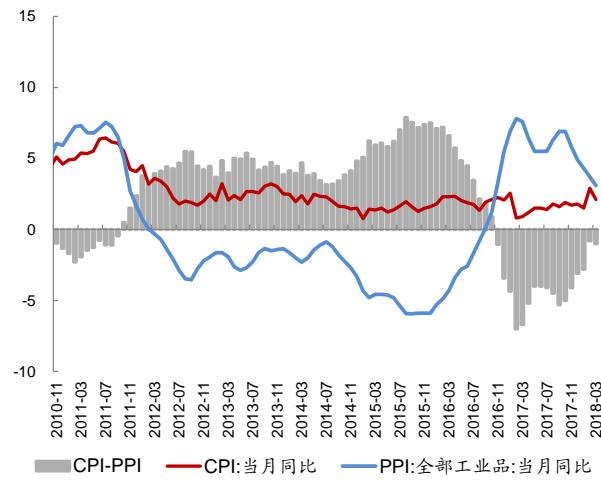
3月 CPI 同比上涨 2.1%，环比下降 1.1%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素分别为 1.3% 和 0.8%。CPI 环比由涨转降主要是受春节因素消退的影响。其中食品价格节后回落显著，由上涨 4.4% 转为下降 4.2%，影响 CPI 环比下降约 0.86%；另外，节后集中出行减少，交通旅游相关类价格也大幅下滑。从同比来看，3 月食品价格同比涨幅回落 2.3%，非食品价格涨幅回落 0.4%。考虑到 4 月以来，钢价保持平稳，煤价继续下跌，但油价有所回升，加上去年 2 季度基数较低，预计 4 月 PPI 大概率保持平衡。此外，4 月以来猪肉价格较稳定，但仍显著低于去年平均水平，预计 4 月 CPI 同比或持续下滑。

图表 9：3月食品与非食品均回落

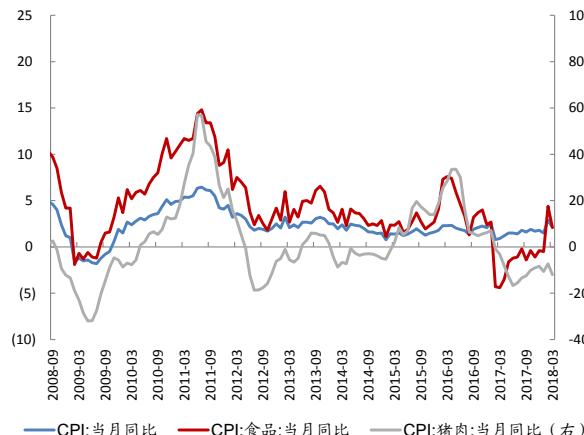


来源：Wind，东兴期货研发中心

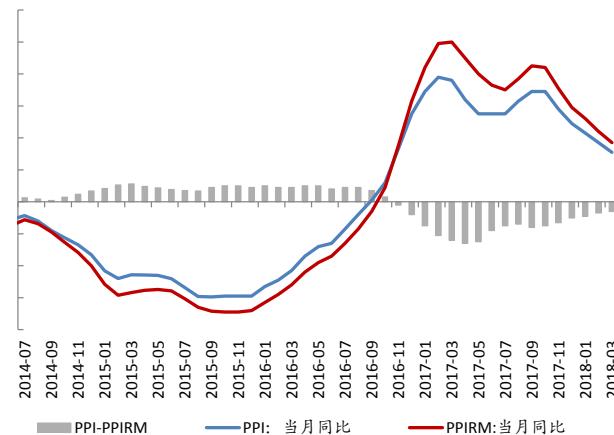
图表 10：3月 CPI、PPI 剪刀差微幅扩大



来源：Wind，东兴期货研发中心

**图表 11: 3月猪肉价格回落**


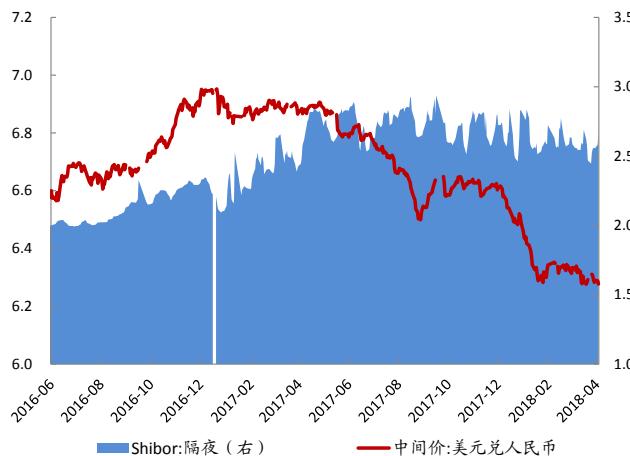
来源: Wind, 东兴期货研发中心

**图表 12: 3月 PPI 持续回落**


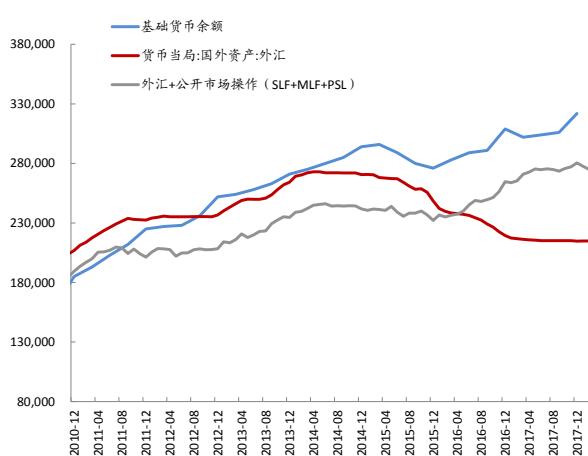
来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 3、央行定向降准置换中期借贷便利，非银资金面偏紧

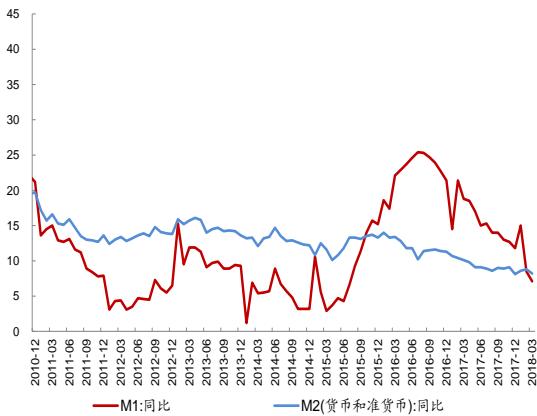
4月银行体系整体流动性并不紧张，4月初央行连续9日暂停公开市场操作，4月16日以利率招标的方式开展了1500亿逆回购操作，其中14天逆回购中标利率为2.7%，较上次上调5个基点。4月17日傍晚，中国人民银行公布，自4月25日起，下调部分金融机构人民币存款准备金率1个百分点以置换中期借贷便利(MLF)。据测算，此次定向降准能够释放1.3万亿存款准备金，其中9000亿元偿还MLF到期，有4000亿元增量资金投入市场。这部分增量资金主要流入中小银行，并按要求放贷给小微企业，纳入MPA考核，其余部分将用于对冲4月缴税高峰。整体来看，货币基调并没有发生明显变化，此次定向降准主要是应对金融去杠杆和中美贸易战的威胁，并且对冲本月放宽存款利率上限所带来的紧缩效应。从方向上来说，未来继续用定向降准对冲MLF到期的可能性较高，相对的资金面会较年初缓和。但是监管层面，资管新规落地在即，非银资金面会局部收紧，对权益类市场形成压制。

**图表 13: 4月人民币汇率保持强劲**


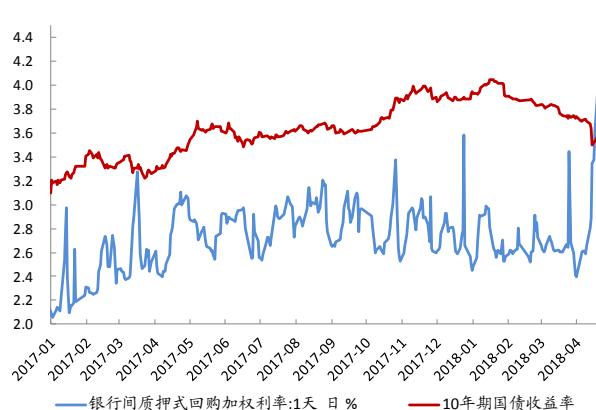
来源: Wind, 东兴期货研发中心

**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: 3月M1持续大幅下滑**


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

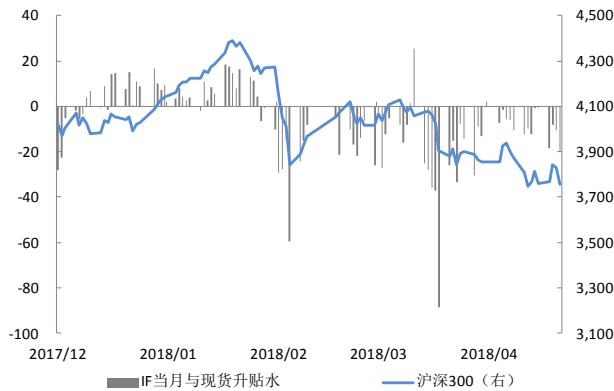
## 二、IC持仓上升，关注非银流动性变化

4月以来中美贸易战持续升级，市场避险情绪一度升温，A股整体呈现回落趋势。上证综指跌至年内新低。期指方面，4月股指普遍回落，对应股指期货也相应走弱。值得注意的是，3月下旬起，期指总持仓量重回10万张，其中增量部分主要来自IC，IF、IH持仓量小幅减少，而IC明显增加。

4月解禁规模不及3月，月度级别来说，5、6、7三个月解禁都较为密集，其中5月解禁量最大的时期为20日当周。

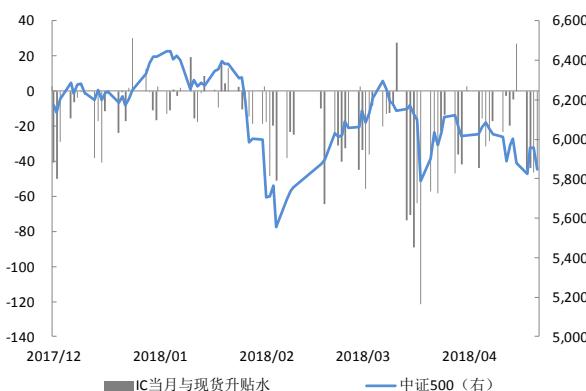
IH、IC比价在区间内小幅波动，5月MSCI配置需求上升，对大市值蓝筹形成一定增量支撑。但是从中长线角度，市场风格有逐渐切换迹象。从一季报来看，中小创细分龙头优势凸显。操作方面，比价反弹可以暂避，激进者可背靠趋势线尝试做空比价。5月资管新规落地在即，若同时流动性未出现明显收紧，IC合约可试多，否则多单暂避。

图表 17：合约初期期指 IF 贴水收窄



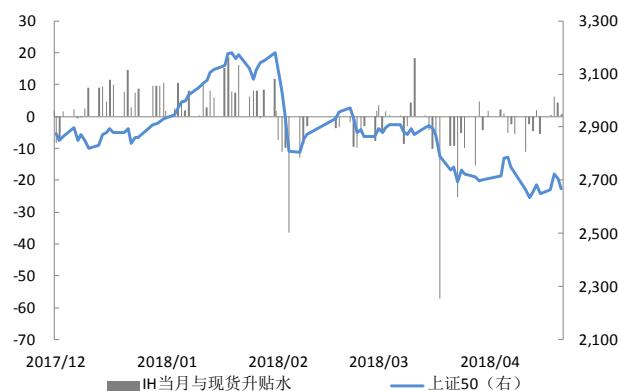
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：合约初期期指 IC 贴水收窄



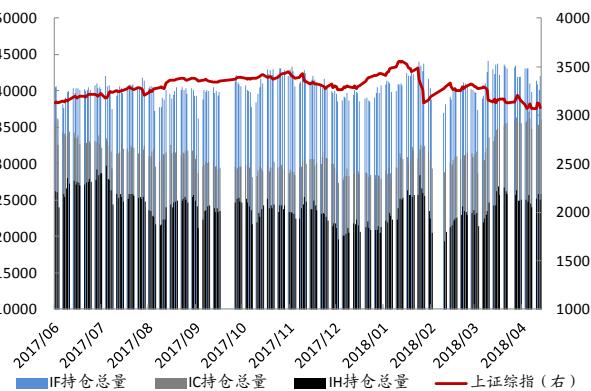
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：合约初期期指 IH 贴水收窄



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：期指总持仓上升



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21: IH/IC 比价震荡



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
5月1日	美国4月Markit制造业PMI终值	Markit公司	21:45	高
5月1日	美国4月ISM制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
5月2日	中国4月财新制造业PMI	Markit公司	9:45	高
5月2日	德国4月Markit制造业PMI	市场研究机构Markit	15:55	高
5月2日	欧元区4月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	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2日	欧元区第一季度季调后GDP年率	欧盟统计局	17:00	高
5月2日	美国4月ADP就业人数	美国自动数据处理公司	20:15	高
5月3日	美联储利率决议	美联储	02:00	高
5月3日	欧元区4月未季调CPI年率初值	欧盟统计局	17:00	高
5月3日	美国截至4月28日当周	美国劳工部	20:30	高

日	周初请失业金人数			
5月4日	中国4月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司Markit	9:45	高
5月4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4日	美国4月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
5月6日	中国4月外汇储备	中国央行	11:00	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/M2货币供应率	中国央行	16:00	高
5月9日	美国4月PPI年率	美国劳工部	20:30	高
5月10日	中国4月CPI/PPI年率	中国国家统计局	9:30	高
5月10日	美国4月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
5月10日	美国截至5月5日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月11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1-4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15日	德国第一季度季调后GDP年率修正值	德国统计局	14:00	高
5月15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17日	美国截至5月12日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月24日	美国截至5月19日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月30日	德国5月季调后失业率	德国统计局	15:55	高
5月31日	美国截至5月26日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	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。