

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。

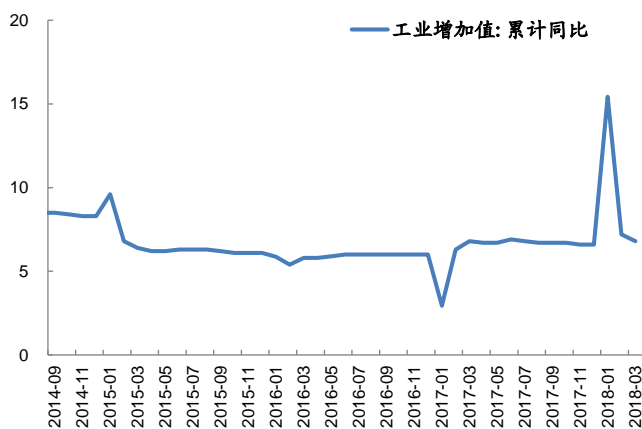
从生产法来看，3 月工业增加值同比增速从 7.2%降至 6.0%。从支出法来看，三驾马车 1-3 月表现不一。1-3 固定资产投资增速为 7.5%，较 1-2 月回落 0.4%，而 1-3 月民间固定资产投资提高 0.8%至 8.9%，续创新高。分产业来看，第一产业与第三产业投资同比增速较 1-2 月均有显著回落，分别回落 3.6%和 3.1%，第二产业增速小幅回落 0.4%。分项中，制造业累计同比增速为 3.8%，增速较前值回落 0.5%；基建累计同比增速回落 3.1%至 13%，降幅最为显著；房地产累计同比增速为 10.4%，增速比 1-2 月提高 0.5%，创三年新高。值得关注的是地产销售持续疲弱，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%。

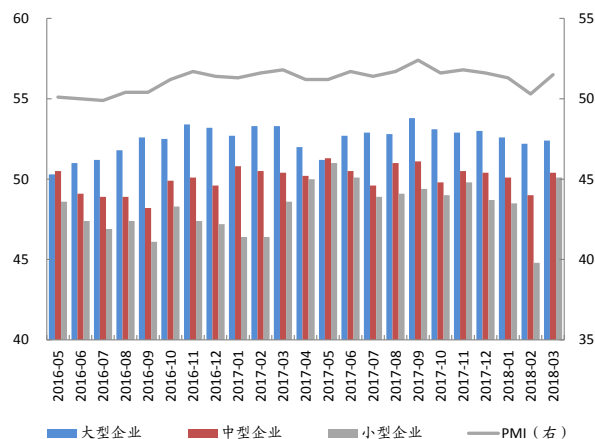
总结来看，一季度经济平稳增长，基建下滑拖累固定资产投资，地产销售持续疲软，地产投资扩张或不可持续，预计固定资产投资仍旧易降难升。

图表 1: 3 月工业增加值累计同比涨幅回落



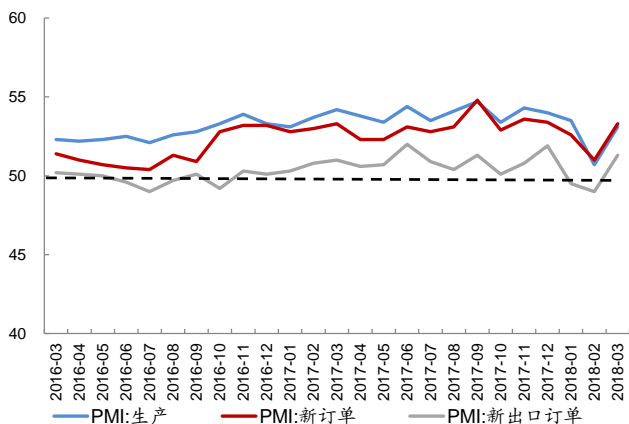
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 3 月小型企业 PMI 显著上升至扩张区间



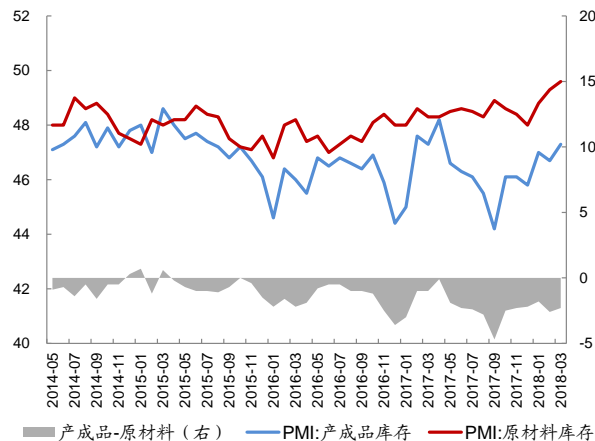
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 3 月 PMI 分项集体回升



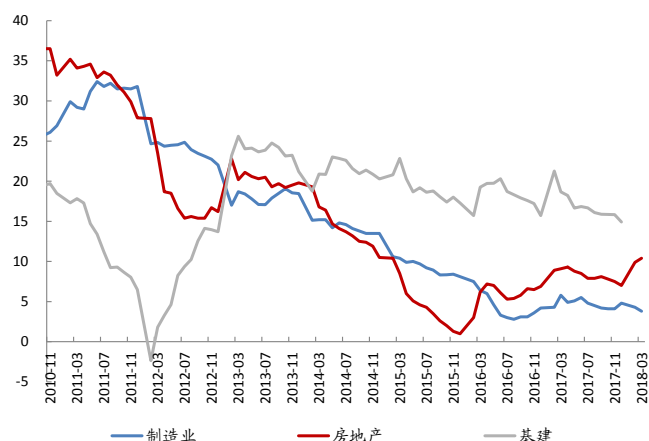
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 3 月产成品库存反弹



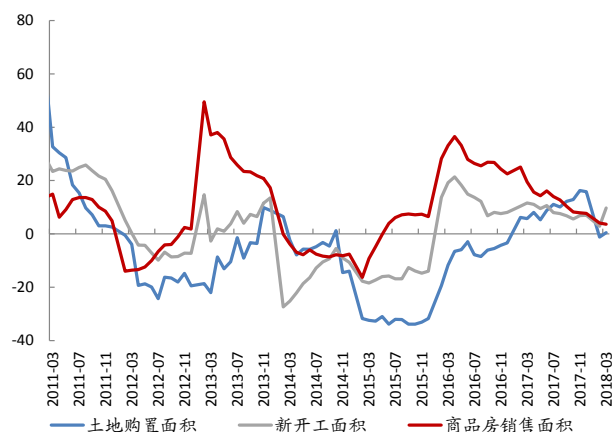
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 1-3 月房地产投资支撑固定资产投资



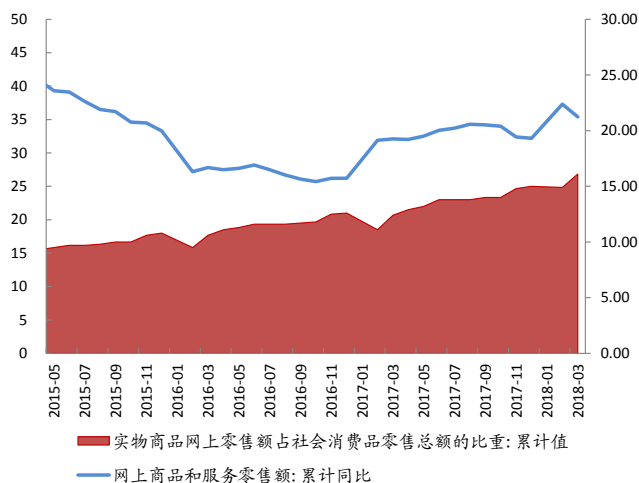
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 3 月新开工面积显著反弹



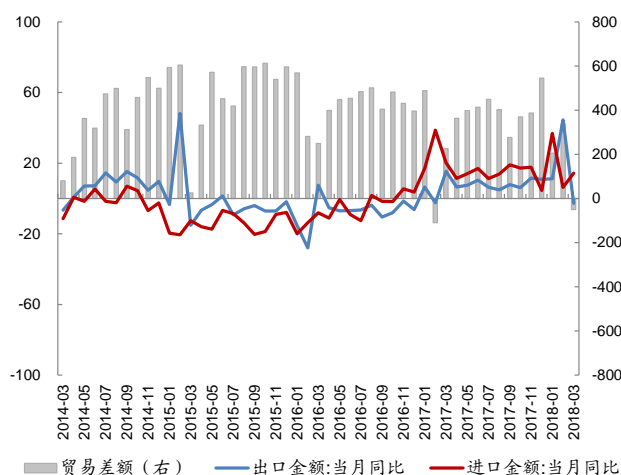
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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

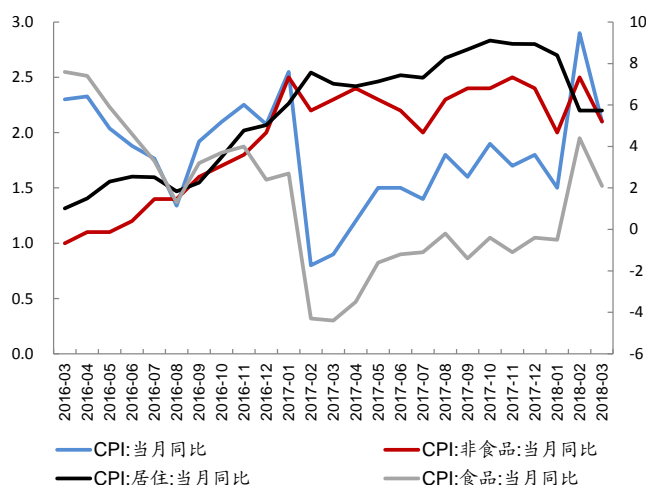
## 2、预计 4 月 CPI 同比持续下滑, PPI 或保持平稳

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%。

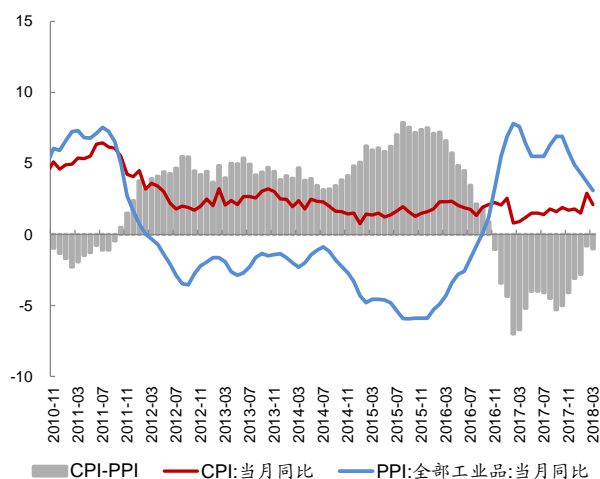
3 月 CPI 同比上涨 2.1%，环比下降 1.1%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素分别为 1.3% 和 0.8%。CPI 环比由涨转降主要是受春节因素消退的影响。其中食品价格节后回落显著，由上涨 4.4% 转为下降 4.2%，影响 CPI 环比下降约 0.86%；另外，节后集中出行减少，文化旅游相关类价格也大幅下滑。从同比来看，3 月食品价格同比涨幅回落 2.3%，非食品价格涨幅回落 0.4%。考虑到 4 月以来，钢价保持平稳，煤价继续下跌，但油价有所回升，加上去年 2 季度基数较低，预计 4 月 PPI 大概率保持平衡。此外，4 月以来猪肉价格较稳定，但仍显著低于去年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



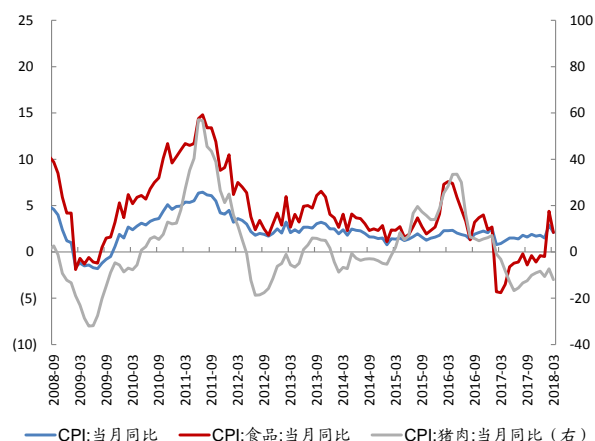
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：3 月 CPI、PPI 剪刀差微幅扩大



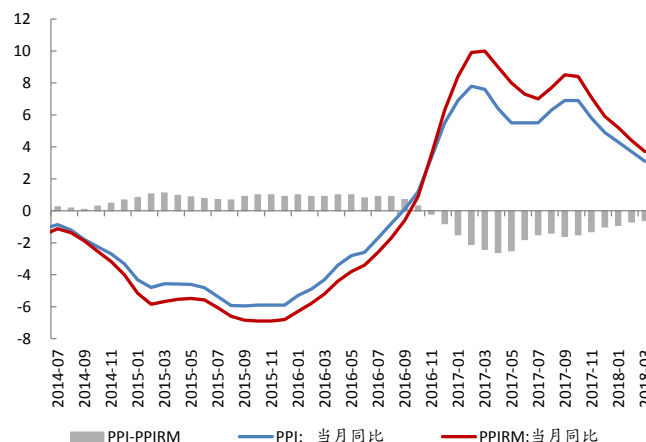
来源：Wind，东兴期货研发中心

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

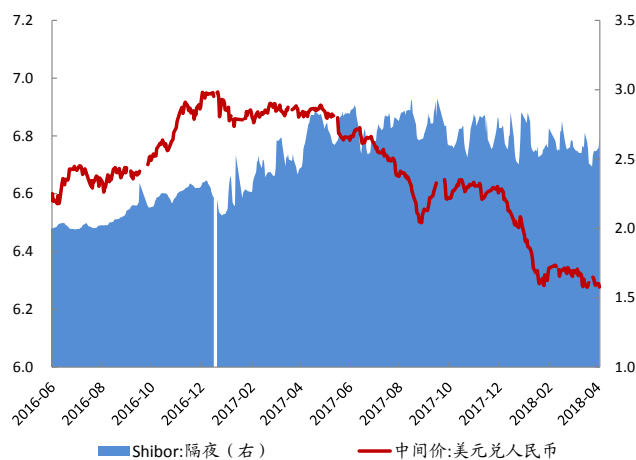


来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 3、央行定向降准置换中期借贷便利，非银资金面偏紧

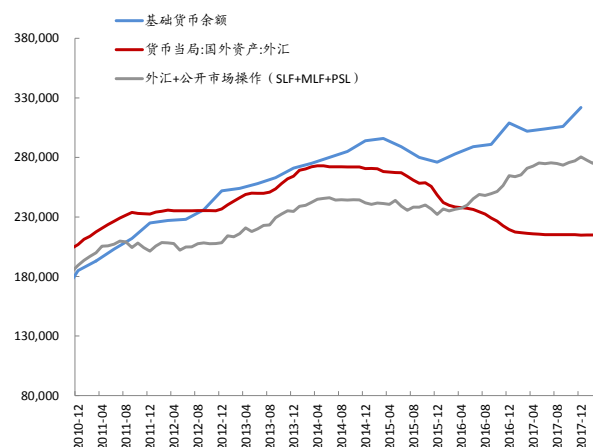
4 月银行体系整体流动性并不紧张, 4 月初央行连续 9 日暂停公开市场操作, 4 月 16 日以利率招标的方式开展了 1500 亿逆回购操作, 其中 14 天逆回购中标利率为 2.7%, 较上次上调 5 个基点。4 月 17 日傍晚, 中国人民银行公布, 自 4 月 25 日起, 下调部分金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点以置换中期借贷便利 (MLF)。据测算, 此次定向降准能够释放 1.3 万亿存款准备金, 其中 9000 亿元偿还 MLF 到期, 有 4000 亿元增量资金投入市场。这部分增量资金主要流入中小银行, 并按要求放贷给小微企业, 纳入 MPA 考核, 其余部分将用于对冲 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



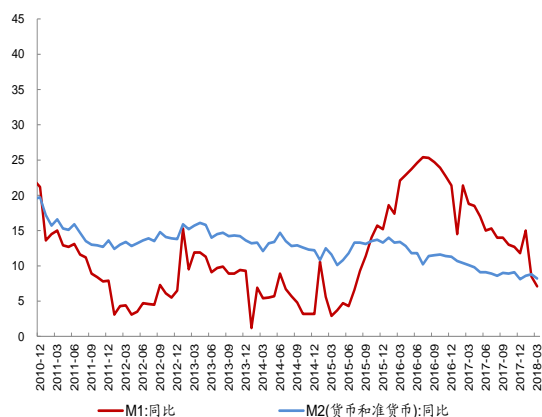
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中长端流动性总量无虞



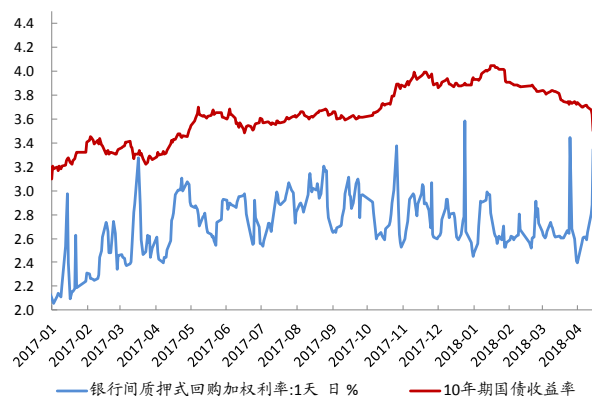
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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



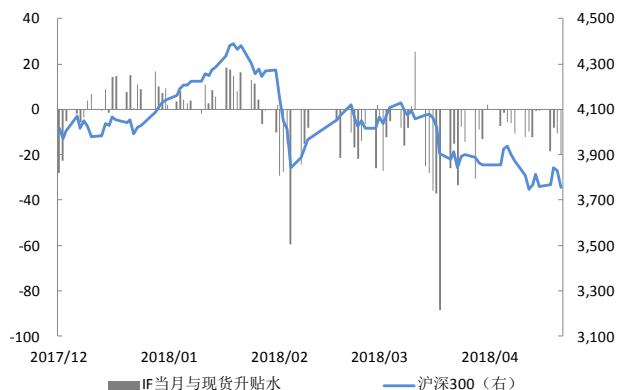
## 二、IC 持仓上升，关注非银流动性变化

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。

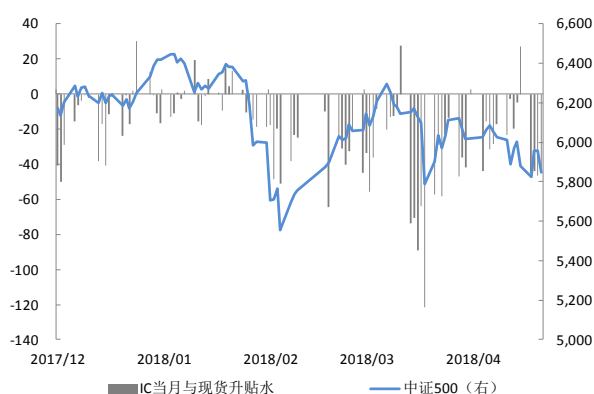
IH、IC 比价在区间内小幅波动，5 月 MSCI 配置需求上升，对大市值蓝筹形成一定增量支撑。但是从中长线角度，市场风格有逐渐切换迹象。从一季报来看，中小创细分龙头优势凸显。操作方面，比价反弹可以暂避，激进者可背靠趋势线尝试做空比价。5 月资管新规落地在即，若同时流动性未出现明显收紧，IC 合约可试多，否则多单暂避。

图表 17：合约初期期指 IF 贴水收窄



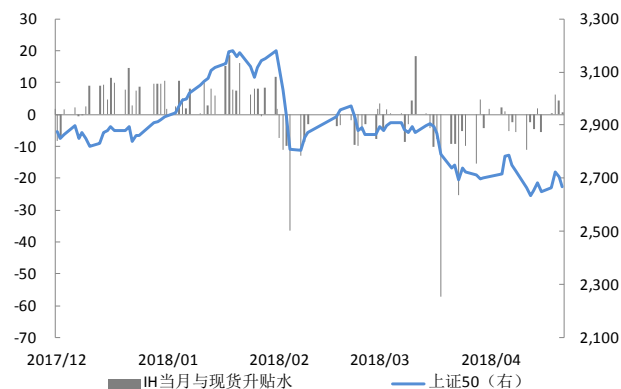
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：合约初期期指 IC 贴水收窄



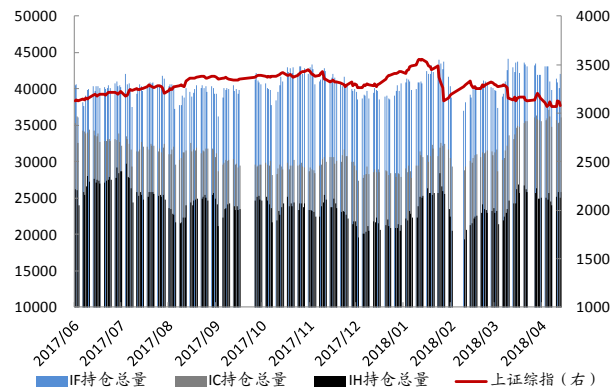
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：合约初期期指 IH 贴水收窄



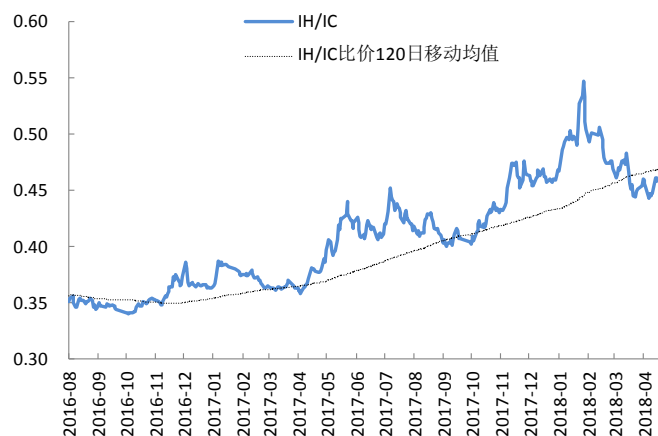
来源：Wind，东兴期货研发中心

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月末季调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          | 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。