

董彬婕

研究员，期货执业证书编号F3021841

[dongbj@dxqh.net](mailto:dongbj@dxqh.net)

## 短期流动性结构性宽松 股指期货或弱势整理

### 观点要点:

- 4月工业增速加快，服务业平稳增长，投资增长平缓。虽然小型企业PMI回落至收缩区间，但制造业PMI指数明显提升，制造业整体生产增速加快，总体呈现稳中有升的发展态势。1-4月地产投资保持高位，但基建下滑持续拖累全国固定资产投资。虽然低库存背景下，未来地产投资并不悲观，但受地方融资的影响，基建持续承压，预计固定资产投资易降难升。
- 4月PPI同比涨幅扩大，CPI同比涨幅有所回落，CPI环比降幅收窄，PPI环比降幅保持平稳，剪刀差扩大。考虑到5月以来，煤价、油价持续回升，预计5月PPI将保持反弹的趋势。此外，5月以来食品价格仍在下跌，预计5月CPI或保持低迷，剪刀差大概率继续扩大。
- 虽然月末隔夜Shibor升至2.88%，但月末缴税因素引发资金面波动属于正常现象。年中将至，市场流动性迎来关键时点，央行降准的预期再次升温。货币政策从去杠杆转变为稳增长，预计短期流动性将保持结构性宽松。
- 5月以来，A股先扬后抑。就上证综指来看，月内整体保持平稳，上旬保持上涨趋势，月中一度涨超3100点，但中下旬连续下滑，月末跌回至月初的3180点附近。期指方面，5月沪深300与上证50整体相对平稳，中证500小幅回落，对应股指期货均呈现先涨后跌的趋势，但涨跌幅度表现不一。当月IH、IC比价整体呈现低位震荡格局，股指期货月末的持仓量较月初均有所增加，其中IF、IC更显著。操作方面，考虑到中美贸易持续发酵，A股正式纳入MSCI影响有限，股指期货或弱势整理。

## 正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行保持平稳	4
2、预计5月CPI持续低迷，PPI或保持反弹趋势，剪刀差扩大	6
3、预计短期市场流动性保持结构性宽松	8
二、关注中美贸易摩擦，股指期货或弱势整理	10
附：相关数据及事件公布时间表	11

# 短期流动性结构性宽松 股指期货或弱势整理

4月工业增速加快，服务业平稳增长，投资增长平缓。虽然低库存背景下，未来地产投资并不悲观，但受地方融资的影响，基建持续承压，预计固定资产投资易降难升。年中将至，市场流动性迎来关键时点，央行降准的预期再次升温。货币政策从去杠杆转变为稳增长，预计短期流动性将保持结构性宽松。操作方面，考虑到中美贸易持续发酵，A股正式纳入MSCI影响有限，股指期货或弱势整理。

## 一、经济基本面

### 1、经济运行保持平稳

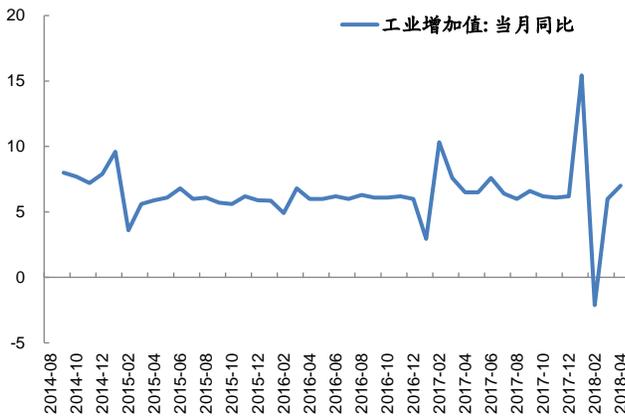
2018年二季度初经济运行保持平稳，4月工业增速加快，服务业平稳增长，投资增长平缓。中国5月官方制造业PMI为51.9，较前值上升0.5%，持续高于荣枯线。从五个分类指数看，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。其中生产指数为54.1，较上月上涨1.0%；原材料库存指数和从业人员指数较上月均上升0.1%；新订单指数为53.8，比上月回升0.9%；供应商配送时间指数较上月回落0.1%，接近临界值。从企业规模来看，大型企业PMI为53.1，较前值回升1.1%，持续高于临界值；中型企业PMI为51，环比上涨0.3%；小型企业PMI为49.6，环比回落0.7%，落至临界值以下。整体来看，虽然小型企业PMI回落至收缩区间，但制造业PMI指数明显提升，制造业整体生产增速加快，总体呈现稳中有升的发展态势。

从生产法来看，4月工业增加值同比增速从6.0%上升至7.0%。从支出法来看，三驾马车1-4月表现不一。1-4月固定资产投资增速为7.0%，较1-3月回落0.5%；1-4月民间固定资产投资回落0.5%至8.4%，仍处于高位。分产业来看，第一产业与第三产业投资同比增速较1-3月均有所回落，其中第一产业从16.8%显著回落至7.4%，第三产业小幅回落0.6%至12.4%，第二产业增速较1-3月提高了0.7%至2.7%。分项中，制造业累计同比增速为4.8%，增速较前值上升1%；基建累计同比增速回落至7.6%，依旧低位徘徊；房地产累计同比增速为10.3%，增速基本保持平稳。值得关注的是房地产投资名义与实际增速出现明显背离，名义增速维持在10%左右，而实际增速持续下滑接近于零。另外，4月地产销售增速转负。具体来看，4月商品房销售面积同比增速回落至-4.1%，4月土地购置增速转负。由此可见，4月房屋新开工是地产投资的主要支撑。整体来看，1-4月地产投资保持高位，但基建下滑持续拖累全国固定资产投资。

4月社会消费品零售累计同比增速从10.1%下滑至9.4%。其中1-4月全国网上零售额同比增长从35.4%降至32.4%，实物商品网上零售额增长31.2%，较1-3月下滑3.2%，但其占社会消费品零售总额比重持续增加至16.4%。据海关总署统计，以美元计价4月出口同比增速显著回升至12.7%，进口同比增速持续大幅上涨至21.5%，均大幅超过市场预期。4月贸易回归顺差283.82亿美元，4月外贸出口先导指数为41，与上月持平。

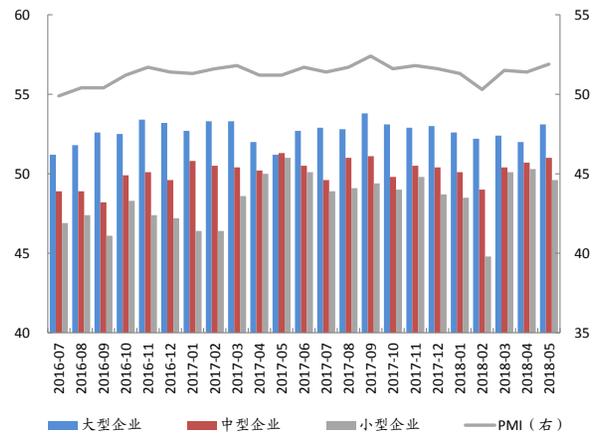
总结来看，4月经济平稳增长，基建下滑拖累固定资产投资。虽然低库存背景下，未来地产投资并不悲观，但受地方融资的影响，基建持续承压，预计固定资产投资易降难升。

图表 1: 5月工业增加值累计同比涨幅上升



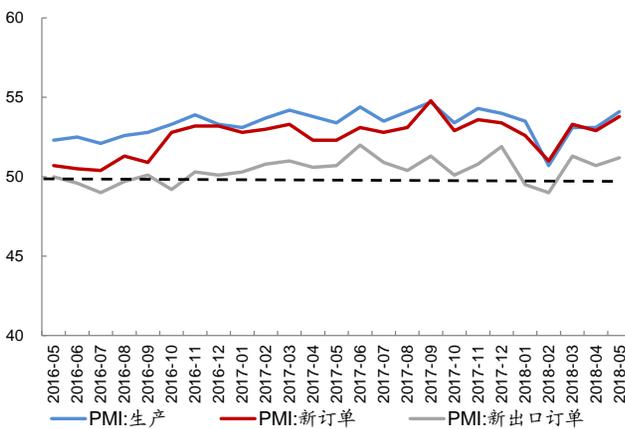
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 5月小型企业 PMI 回落至收缩区间



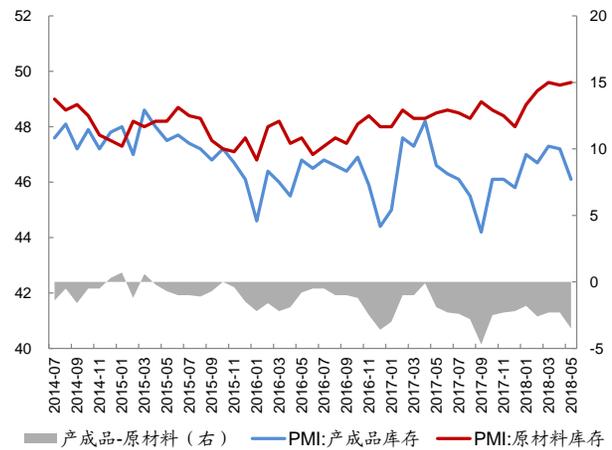
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 5月 PMI 分项集体回升



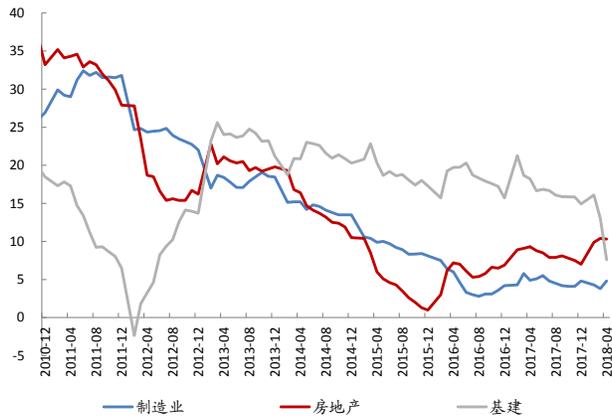
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 5月产成品库存回落



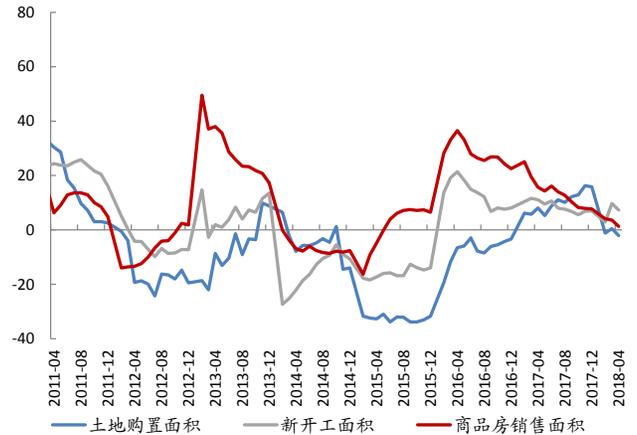
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 1-4 月基建拖累固定资产投资



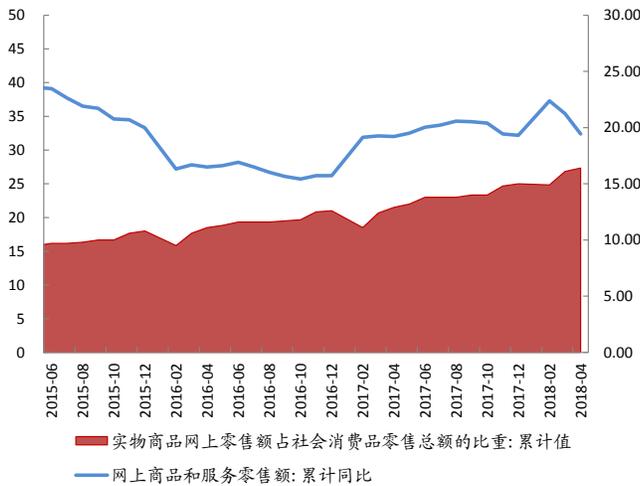
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 4 月土地购置面积负增长



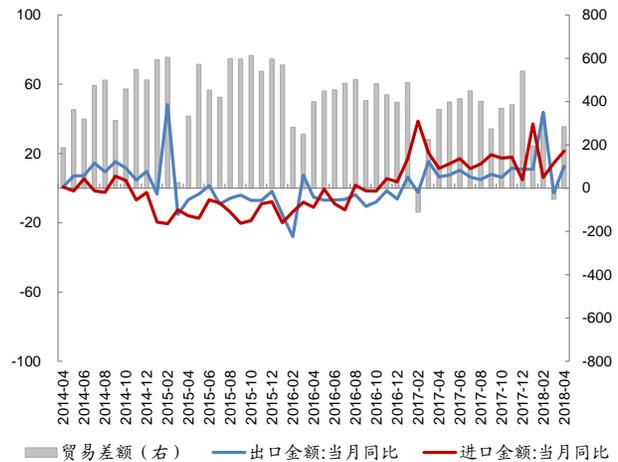
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 实物商品网上零售额占比持续增加



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 4 月回归贸易顺差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

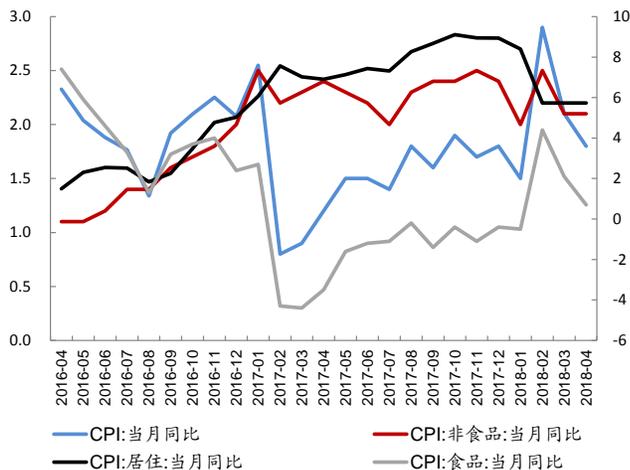
## 2、预计 5 月 CPI 持续低迷, PPI 或保持反弹趋势, 剪刀差扩大

4 月 PPI 同比涨幅扩大, CPI 同比涨幅有所回落, CPI 环比降幅收窄, PPI 环比降幅保持平稳, 剪刀差扩大。4 月 PPI 同比上涨 3.4%, 涨幅较上月扩大 0.3%, 环比下降 0.2%, 较 3 月持平。据测算, 去年价格变动的翘尾因素约为 3.6%, 新涨价因素约为 -0.2%。从环比来看, 生产资料价格下降 0.2%, 生活资料价格下降 0.1%。在主要工业行业中, 降幅收窄的有燃气生产和供应业和有色金属冶炼和压延加工业, 分别下降 1.2%、0.2%, 降幅较上月均收窄 0.5%; 由升转降的有黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业, 分别下降 1.8%和 0.9%; 石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业均由降转升, 分别上涨 3.2%和 0.7%。从同比来看, 生产资料价格上涨 4.5%, 涨幅夸大 0.4%; 生活资料价格上涨 0.1%, 涨幅回落 0.1%。主要行业中

涨幅扩大的有石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业，合计影响 PPI 同比涨幅扩大约 0.34%；涨幅回落的有非金属矿物制品业和煤炭开采和洗选业，分别上涨 11.0%、4.4%，涨幅分别回落 1.0%和 1.4%。

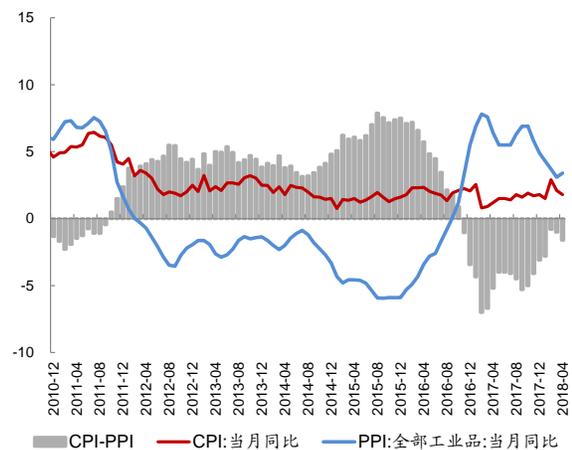
4 月 CPI 同比上涨 1.8%，环比下降 0.2%，其中同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素和新涨价因素分别为 1.3%和 0.5%。CPI 降幅比上月收窄 0.9%，主要是受非食品价格上涨的影响。其中食品价格下降 1.9%，影响 CPI 环比下降约 0.38%；非食品价格上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.2%。从同比来看，3 月食品价格同比上涨 0.7%，非食品价格上涨 2.1%，分别影响 CPI 上涨约 0.13%和 1.67%。考虑到 5 月以来，煤价、油价持续回升，预计 5 月 PPI 将保持反弹的趋势。此外，5 月以来食品价格仍在下跌，预计 5 月 CPI 或保持低迷，剪刀差大概率继续扩大。

图表 9：4 月食品持续回落



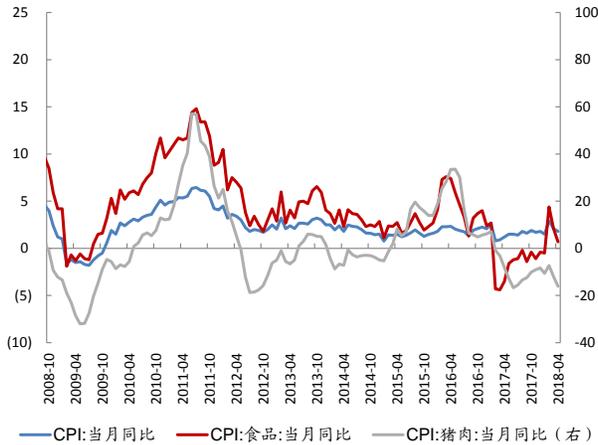
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：4 月 CPI、PPI 剪刀差扩大



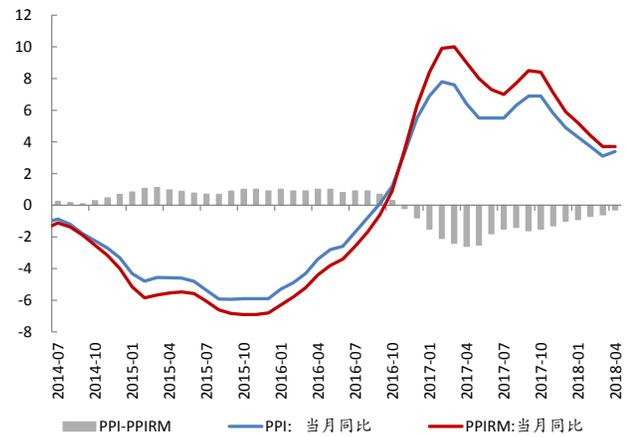
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11: 4 月猪肉价格回落筑底



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 4 月 PPI 小幅回升



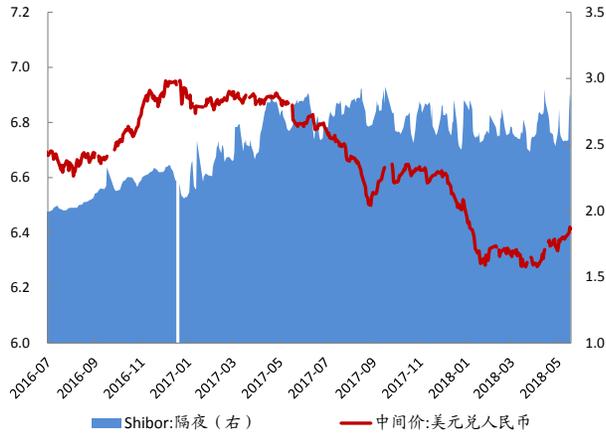
来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 3、预计短期市场流动性保持结构性宽松

5 月银行体系整体流动性保持宽松。5 月初央行连续不开展逆回购操作，5 月 14 日开展中期借贷便利 1560 亿元，完全对冲 MLF 到期。5 月 25 日，银保监会正式发布《商业银行流动性风险管理办法》，引入三个新的量化指标，进一步完善流动性风险监测体系，细化流动性风险管理相关要求，扩大监管覆盖范围。其中流动性匹配率这一指标，旨在引导银行拉长负债端久期，以匹配资产端期限，意味着对长期资金的需求仍会增长。虽然月末隔离 Shibor 升至 2.88%，但月末缴税因素引发资金面波动属于正常现象。年中将至，市场流动性迎来关键时点，央行降准的预期再次升温。货币政策从去杠杆转变为稳增长，预计短期流动性将保持结构性宽松。

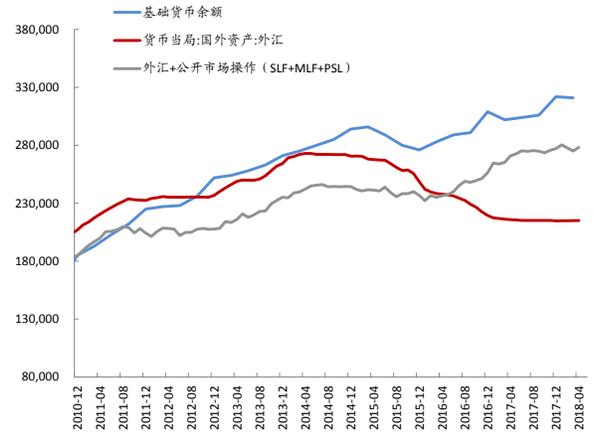
5 月中旬，中美就经贸磋商发表联合声明。双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差，中方将大量增加自美购买商品和服务。双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口。对此，刘鹤也表示中美已经过了相互指责的阶段，两国合作发展的大方向是必然的；但两国在发展的过程中，产生一些矛盾，甚至一些不必要的误解，也是必然的。此次中美经贸磋商的最大成果是双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。但 5 月末中美贸易硝烟再起，美国白宫 29 日发表声明称，美方将于 6 月 15 日前公布总额约 500 亿美元的中国输美重大工业技术产品清单并将对其征收 25% 关税。对此，商务部凌晨发表回应称，对白宫发布的策略性声明既感到出乎意料，但也在意料之中，这显然有悖于不久前中美双方在华盛顿达成的共识，中方敦促美方按照联合声明精神相向而行，同时也将采取坚决措施维护中国权益。外交部回应“美国白宫声明”称，每一次变脸都是对国家信誉的又一次损耗，敦促美方言而有信。

图表 13: 5月人民币汇率小幅走弱



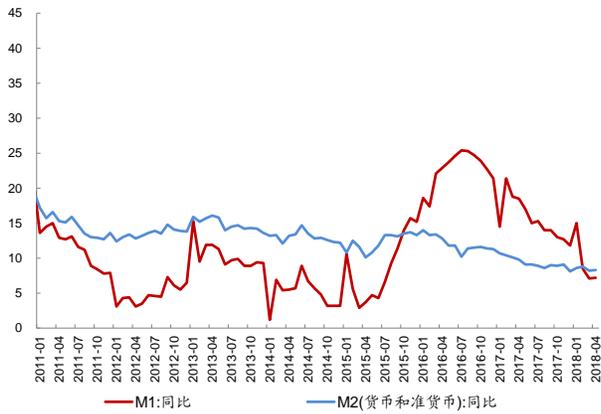
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中长端流动性总量无虞



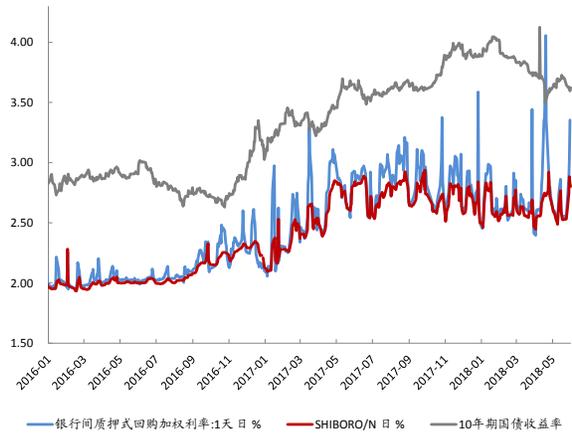
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 3月M1、M2 微幅回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 月末流动性收紧

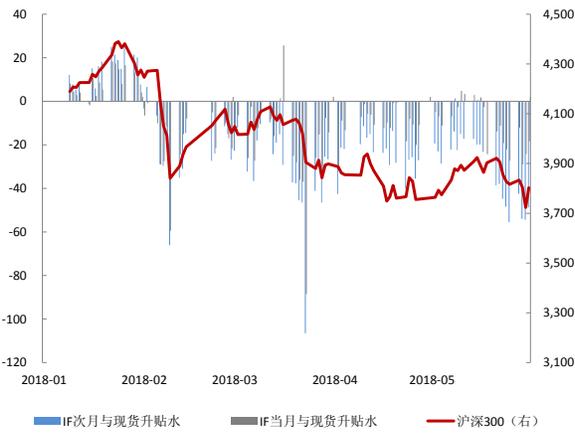


来源: Wind, 东兴期货研发中心

## 二、关注中美贸易摩擦，股指期货或弱势整理

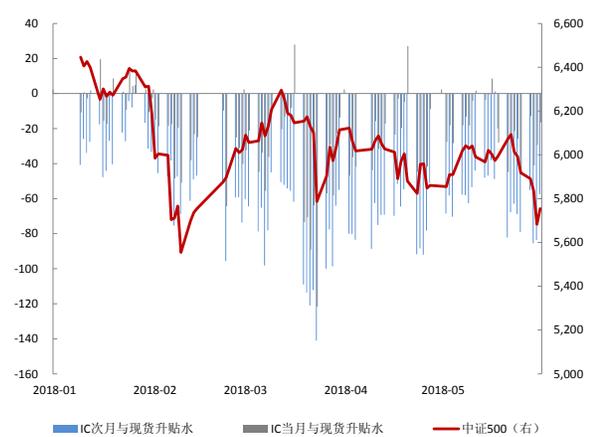
5月以来，A股先扬后抑。就上证综指来看，月内整体保持平稳，上旬保持上涨趋势，月中一度涨超3100点，但中下旬连续下滑，月末跌回至月初的3180点附近。期指方面，5月沪深300与上证50整体相对平稳，中证500小幅回落，对应股指期货均呈现先涨后跌的趋势，但涨跌幅度表现不一。月内IF主力合约整体收涨于3784点附近，涨幅约0.66%；IH主力合约收跌0.67%至2642点；IC主力合约收跌约1.6%至5738点附近。当月IH、IC比价整体呈现低位震荡格局，股指期货月末的持仓量较月初均有所增加，其中IF、IC更显著。操作方面，考虑到中美贸易持续发酵，A股正式纳入MSCI影响有限，股指期货或弱势整理。

图表 17: 期指 IF 较月初贴水扩大



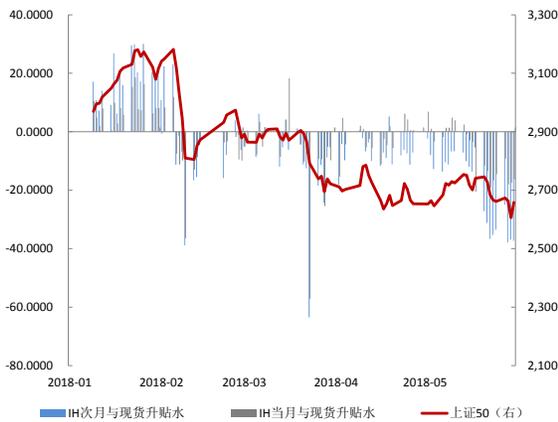
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 期指 IC 较月初贴水收窄



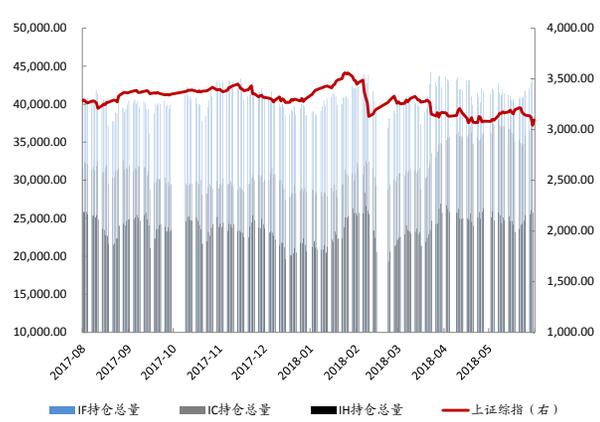
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 期指 IH 较月初贴水扩大



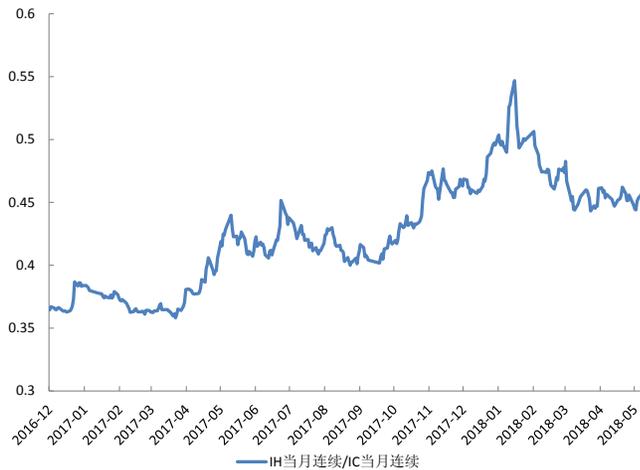
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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 比价低位震荡



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
6月1日	中国5月财新制造业PMI	Markit公司	9:45	高
6月1日	德国5月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	15:55	高
6月1日	欧元区5月Markit制造业PMI终值	市场研究机构Markit	16:00	高
6月1日	美国5月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	20:30	高
6月1日	美国5月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
6月1日	美国5月Markit制造业PMI终值	Markit公司	21:45	高
6月1日	美国5月ISM制造业PMI	美国供应管理协会	22:00	高
6月5日	中国5月外汇储备	中国央行	16:00	高
6月7日	欧元区第一季度季调后GDP年率终值	欧盟统计局	17:00	高
6月7日	美国截至6月2日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
6月8日	中国5月贸易帐	中国海关总	10:00	高

日		署		
6月9日	中国5月CPI/PPI年率	中国国家统计局	9:30	高
6月9日	中国5月社会融资规模/M2货币供应率	中国央行	16:00	高
6月12日	美国5月末季调CPI年率	美国劳工部	20:30	高
6月13日	美国5月PPI年率	美国劳工部	20:20	高
6月14日	美联储利率决议	美联储	02:00	高
6月14日	中国1-5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
6月14日	德国5月CPI年率终值	德国联邦统计局	14:00	高
6月14日	欧元区6月欧洲央行利率决议	欧洲央行	19:45	高
6月14日	美国截至6月9日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
6月15日	欧元区5月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
6月15日	美国6月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
6月20日	美国5月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪人协会	22:00	高
6月21日	美国截至6月16日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
6月22日	德国6月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:30	高
6月22日	欧元区6月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
6月22日	美国6月Markit制造业PMI初值	Markit公司	21:45	高
6月27日	美国5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
6月28日	德国6月CPI年率初值	德国联邦统计局	20:00	高
6月	美国截至6月23日当	美国劳工部	20:30	高

28日	周初请失业金人数			
6月 29日	德国6月季调后失业率	德国统计局	15:55	高
6月 29日	美国6月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	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。