

董彬婕

研究员，期货执业证书编号F3021841

期货投资咨询证书编号 Z0013580

dongbj@dxqh.net

流动性平稳跨节， 期指低位反弹或延续

观点要点：

- 2018年GDP同比增长自6.9%回落至6.6%。中国12月官方制造业PMI为49.4%，较前值回落0.6%，且下滑至收缩区间。从支出法来看，1-12月固定资产投资增速为5.9%，与1-11月持平；12月社会消费品零售同比增速从8.1%小幅回升至8.2%；12月出口同比降低4.4%，进口同比降低7.6%，均由升转降并超预期下行。总的来看，12月房地产投资与制造业投资增速均处于高位，未来均面临较大下行压力，拖累固定资产投资。但当前固定资产投资增速位于低位，基建投资已触底反弹，在政策利好的背景下，基建将对固定资产投资形成有力支撑。预计19年初固定资产投资或企稳，全年大概率呈现前低后高的格局。
- 12月PPI同比大幅降至0.9%，涨幅较上月回落1.8%，环比下降1.0%，降幅较上个月扩大0.8%。考虑到19年1月以来油价小幅回升，煤价与钢价仍低位震荡，预计19年1月PPI同比增速或持续下降。12月CPI同比上涨1.9%，较前值回落0.3%，环比由下降0.3%转为持平。考虑到19年春节早于去年，预计1月CPI或受春节因素影响小幅回升。长期来看，由于市场需求较弱，商品价格反弹空间有限，PPI或将面临通缩压力，CPI非食品价格受到拖累，CPI或走弱，货币政策放松空间加大。
- 新春将至，政策发布较为密集。19年货币政策有望从松紧适度转向适度宽松。预计资金面平稳跨节，流动性保持合理充裕。
- 2019年1月以来，A股低位反弹。就上证综指来看，月初一度跌破2450点后显著反弹，截至1月25日，月内涨幅达5.53%。操作方面，政策密集呵护节前流动性，目前中美贸易关系缓和，期指低位反弹趋势或延续，密切关注月末刘鹤赴美洽谈。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行持续放缓	4
2、料CPI受春节提振小幅回升，PPI持续下行	7
3、央行呵护节前流动性，预计市场流动性保持合理充裕	8
二、中美贸易关系缓和，期指低位反弹或延续	9
附：相关数据及事件公布时间表	11

流动性平稳跨节， 期指低位反弹或延续

2018 年经济基本面持续放缓，出口贡献转负，消费增速放缓。固定资产投资回落，地产与制造业合力支撑。期指方面，沪深 300、上证 50 与中证 500 月内均低位回升，但上涨幅度不一，对应股指期货月内也均呈现不同程度的反弹。操作方面，政策密集呵护节前流动性，目前中美贸易关系缓和，期指低位反弹趋势或延续，密切关注月末刘鹤赴美洽谈。

一、经济基本面

1、经济运行持续放缓

2018 年 GDP 同比增长自 6.9% 回落至 6.6%，从需求来看，出口贡献转负，消费与投资贡献增加。中国 12 月官方制造业 PMI 为 49.4%，较前值回落 0.6%，且下滑至收缩区间。从分类指数看，12 月新出口订单较前月回落 1.1%，但仍处于扩张区间；12 月供应商配送时间指数上升 0.1%，高于临界值；12 月新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均有所回落且低于临界值。产成品库存较前期高位小幅回落，说明内外需表现有所改善。从企业规模来看，大型企业 PMI 为 50.1%，较前值回落 0.5%，略高于临界值；中型企业和小型企业 PMI 分别为 48.4%、48.6%，环比回落 0.7% 与 0.6%，均低于临界值。整体来看，大、中、小型企业 PMI 均出现回落，12 月制造业 PMI 低于全年均值，且 PMI 全年呈下行趋势，制造业景气度走弱。

从生产法来看，12 月工业增加值增速加快 0.3% 至 5.7%，制造业整体保持平稳。从支出法来看，三驾马车 12 月表现不一。1-12 月固定资产投资增速为 5.9%，与 1-11 月持平。其中 1-12 月民间固定资产投资同比增长 8.7%。分项中，制造业累计同比增速为 9.5%，与前值持平；基建累计同比增速回升 0.1% 至 3.8%；房地产累计同比增速回落 0.2% 至 9.5%。值得关注的是，1-12 月土地购置面积同比增长 17.2%，增速较 1-11 月上升 0.4%，维持高位，是地产投资的主要支撑。整体来看，制造业投资增速虽处于高位，但工业企业利润 18 年已出现明显回落，19 年制造业投资或承压；由于土地购置费拐点已现，19 年地产投资增速或面临较大下行压力，若未来地产政策有所放松，地产投资下行幅度或有限；基建在政策助力下已见底反弹，预计未来基建投资增速将逐渐回升。

12月社会消费品零售同比增速从8.1%小幅回升至8.2%，其中18年全国网上零售额同比增长降至23.9%，实物商品网上零售额增长25.4%，其占社会消费品零售总额比重持续增加至18.4%。细分来看，必需品消费有所改善，可选消费涨跌不一。其中汽车消费降幅有所收窄，石油及制品增速大跌并转为负增长，是拖累消费的主要因素。以美元计算，12月出口同比降低4.4%，进口同比降低7.6%，均由升转降并超预期下行。可见，前期的抢出口效应正在消退，中美贸易的负面影响逐步显现；经济承压的背景下，内需疲弱拖累进口增速，预计进出口数据短期内持续承压。当前，中美贸易关系有所缓和，叠加美国加息进入尾声，人民币汇率出现显著反弹，未来需紧密关注中美贸易动向。

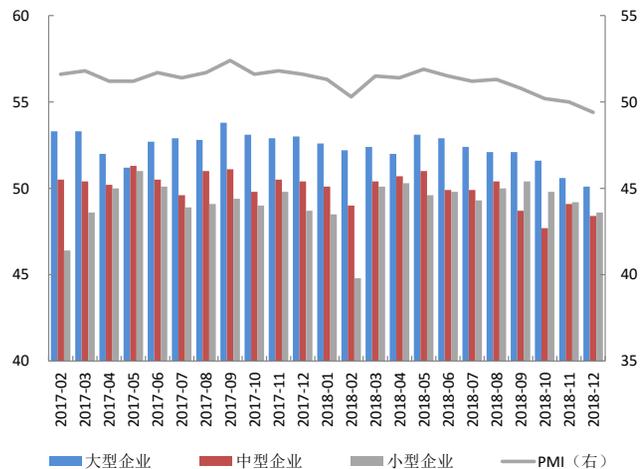
总结来看，12月房地产投资与制造业投资增速均处于高位，未来均面临较大下行压力，拖累固定资产投资。但当前固定资产投资增速位于低位，基建投资已触底反弹，在政策利好的背景下，基建将对固定资产投资形成有力支撑。预计19年初固定资产投资或企稳，全年大概率呈现前低后高的格局。

图表 1：12月工业增加值小幅回升



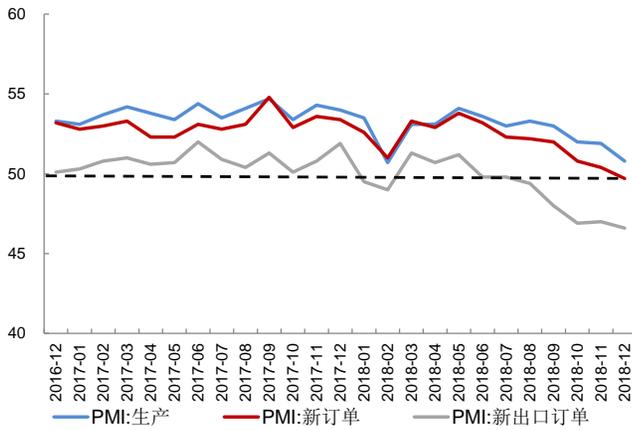
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 2：12月大、中、小型企业 PMI 均回落



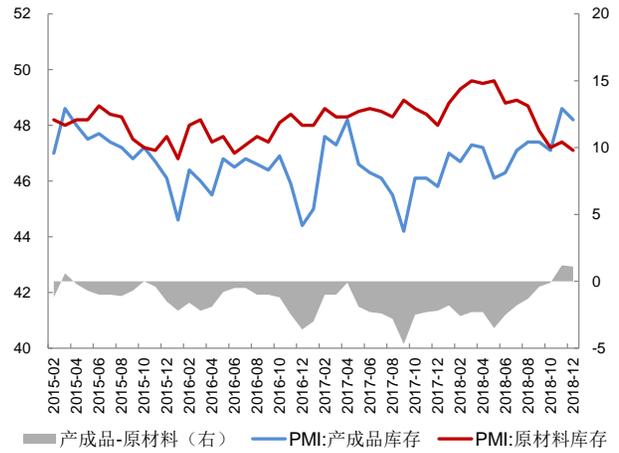
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 3: 12月 PMI 细分项持续下行



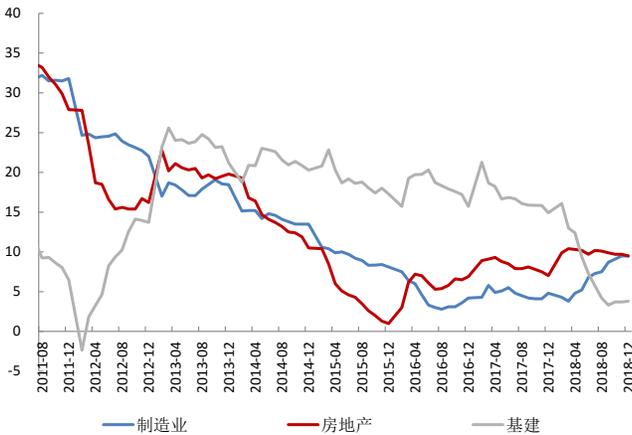
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 4: 12月产成品库存下滑



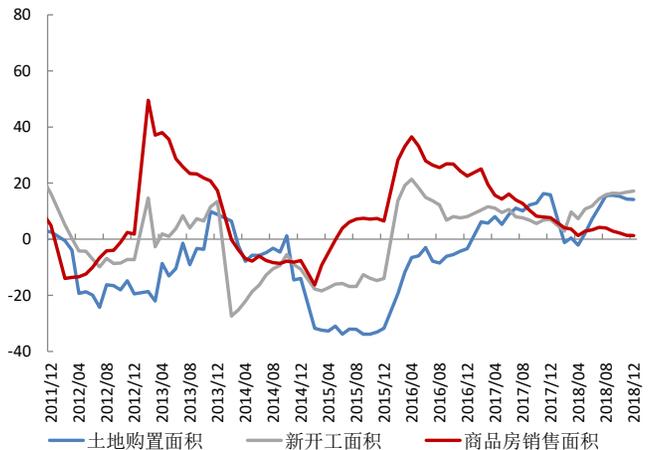
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 5: 12月基建投资底部小幅反弹



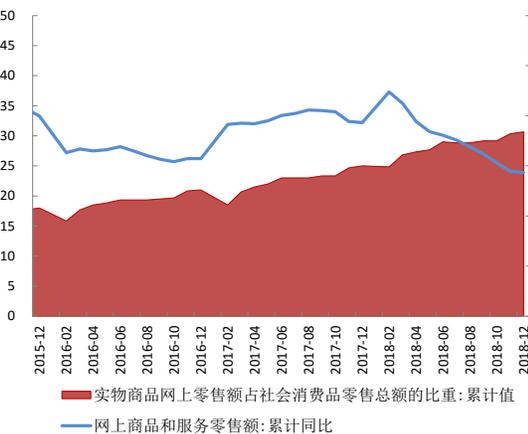
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 6: 12月房地产土地购置面积高位小幅回落



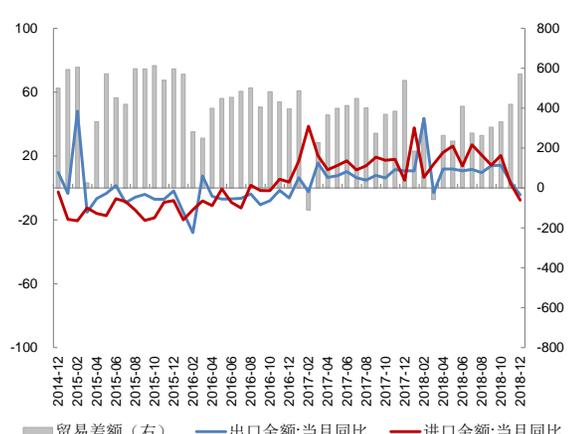
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 7: 实物商品网上零售额占比持续增加



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 8: 12月进出口大幅回落均降至负增长



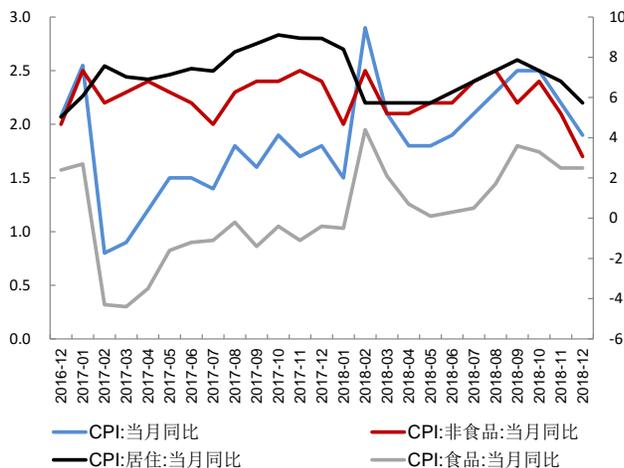
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

2、料 CPI 受春节提振小幅回升，PPI 持续下行

时隔两年，12月CPI同比增速重新领先PPI同比增速。12月PPI同比大幅降至0.9%，涨幅较上月回落1.8%，环比下降1.0%，降幅较上个月扩大0.8%。从同比来看，去年同期煤、油价格涨幅较大，而当期油、煤、钢价均处于低位，基数效应影响下，12月同比降幅显著。从环比来看，生产资料价格下降1.3%，生活资料价格由微涨转为持平。考虑到19年1月以来油价小幅回升，煤价与钢价仍低位震荡，预计19年1月PPI同比增速或持续下降。

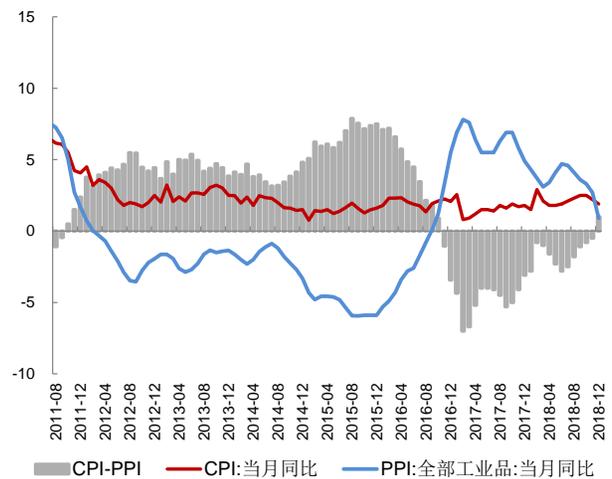
12月CPI同比上涨1.9%，较前值回落0.3%，环比由下降0.3%转为持平。CPI同比涨幅缩窄的主要受到非食品价格的影响，12月非食品价格上涨1.7%，涨幅较上月回落0.4%，影响CPI同比上涨约1.38%。其中，汽油与柴油价格由升转降是主要拖累因素。从环比来看，食品价格由降转升支撑CPI环比降幅缩窄。受天气因素的影响，鲜菜、猪肉、鸡肉、鲜果以及水产品价格均上涨，合计影响CPI上涨约0.19%。考虑到19年春节早于去年，预计1月CPI或受春节因素影响小幅回升。长期来看，由于市场需求较弱，商品价格反弹空间有限，PPI或将面临通缩压力，CPI非食品价格受到拖累，CPI或走弱，货币政策放松空间加大。

图表 9：12 月食品价格持平



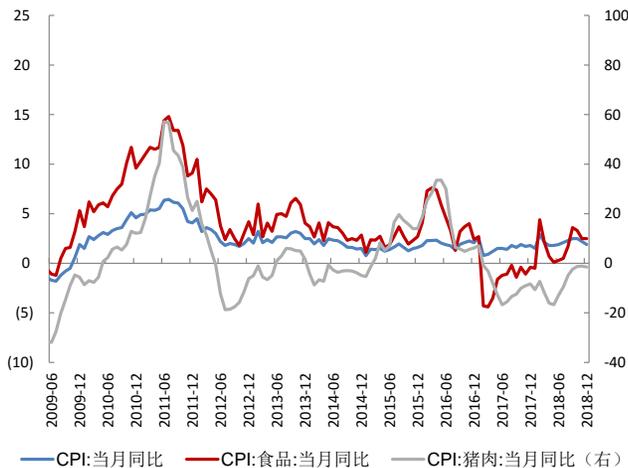
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 10：12 月 CPI 领先 PPI



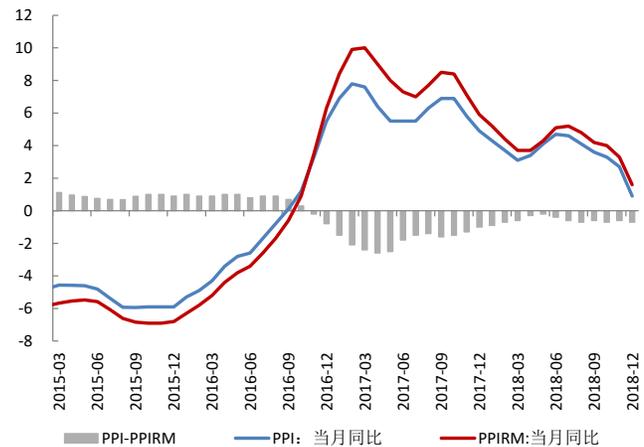
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 11: 12 月猪肉价格降幅小幅扩大



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 12: 12 月 PPI 大幅下滑



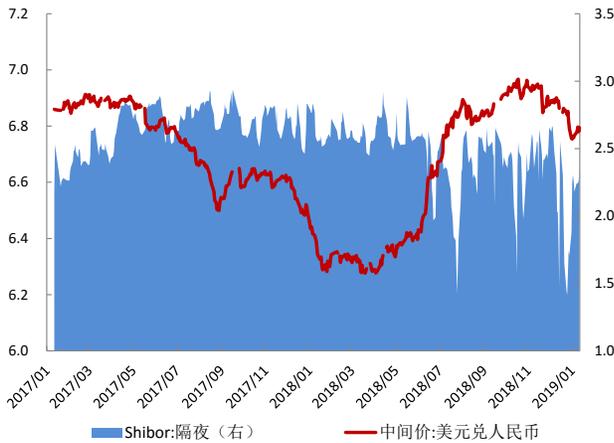
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

3、央行呵护节前流动性，预计市场流动性保持合理充裕

新春将至，政策发布较为密集。1月4日，央行宣布降准。1月9日，国务院常务会议决定针对小微企业推出普惠性减税措施，三年内减税6000亿元。1月25日，央行决定创设央行票据互换工具，为银行发行永续债提供流动性支持。

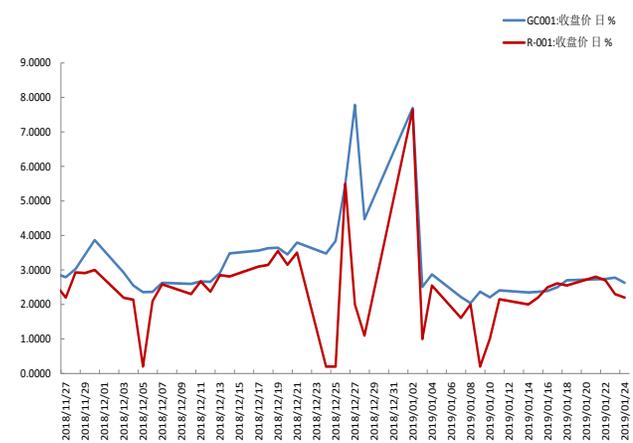
19年货币政策有望从松紧适度转向适度宽松。就流动性来看，1月4日，央行为了进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，于1月15日和25日分别下调0.5%，共释放1.5万亿流动性。同时19年一季度到期的MLF不再续作，即央行此次全面降准净释放长期资金8000亿元。由于当月中旬市场面临MLF和逆回购到期、月中缴税缴准等扰动因素，央行重启公开市场操作并连续5日开展逆回购，实现净投放11600亿元，投放规模创历史新高。1月14日，央行时隔7个月重启28天逆回购，1月15日实施降准共释放资金7500亿元。1月23日，央行开展一季度定向中期借贷便利操作，规模为2575亿元，操作利率3.15%，比MLF优惠15个基点，此举将有利于“宽信用”的传导。截至1月24日，央行连续4日暂停逆回购操作，且当日开展1000亿元的中央国库现金管理商业银行定期存款招标，加上1月25日第二次降准实施，预计资金面平稳跨节，流动性保持合理充裕。

图表 13: 人民币汇率近日走强



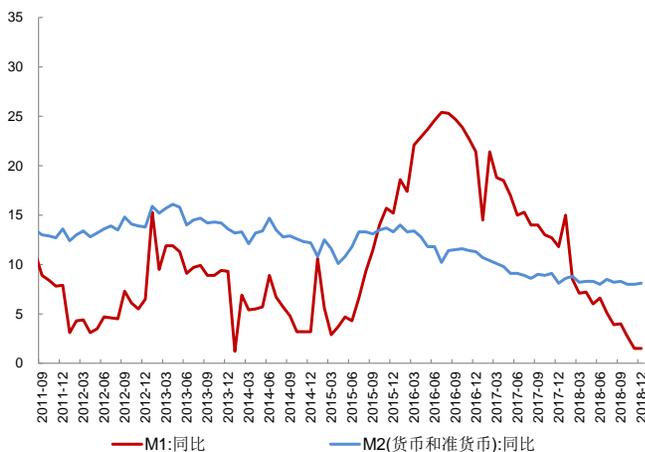
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 14: 1 月末质押式回购利率有所回落



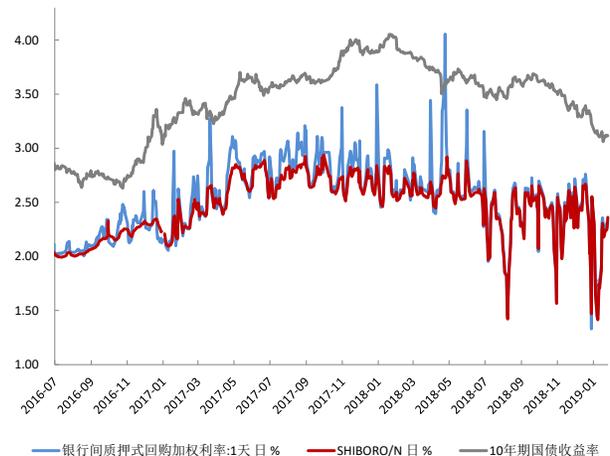
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 15: 12 月 M1 与 M2 同比保持平稳



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 16: 银行间流动性保持合理充裕

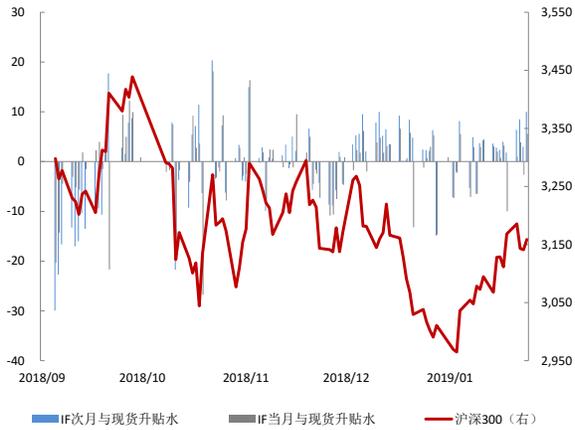


来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

二、中美贸易关系缓和，期指低位反弹或延续

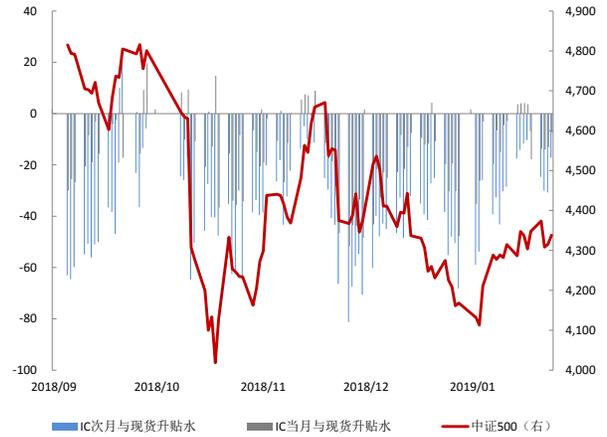
2019 年 1 月以来，A 股低位反弹。就上证综指来看，月初一度跌破 2450 点后显著反弹，截至 1 月 25 日，月内涨幅达 5.53%。期指方面，沪深 300、上证 50 与中证 500 月内均低位回升，但上涨幅度不一，对应股指期货月内也均呈现不同程度的反弹。具体来看，截至 1 月 25 日，IF 主力合约收涨于 3188.8 点，涨幅约 7.65%；IH 主力合约月内收涨 7.94%至 2441 点，涨幅最显著；IC 主力合约月内收涨约 5.20%至 4310 点。当月 IH、IC 比价先抑后扬，月末冲破 0.56。IF、IC 月末的持仓量较月初均有所回升，IH 持仓量有所下滑。操作方面，政策密集呵护节前流动性，目前中美贸易关系缓和，期指低位反弹趋势或延续，密切关注月末刘鹤赴美洽谈。

图表 17: 期指 IF 重回升水



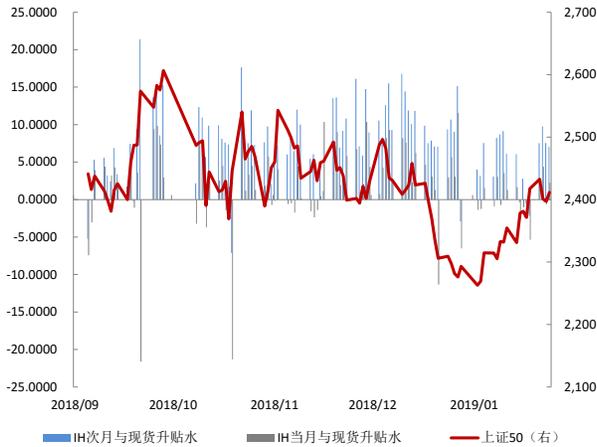
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 18: 期指 IC 较月初贴水收窄



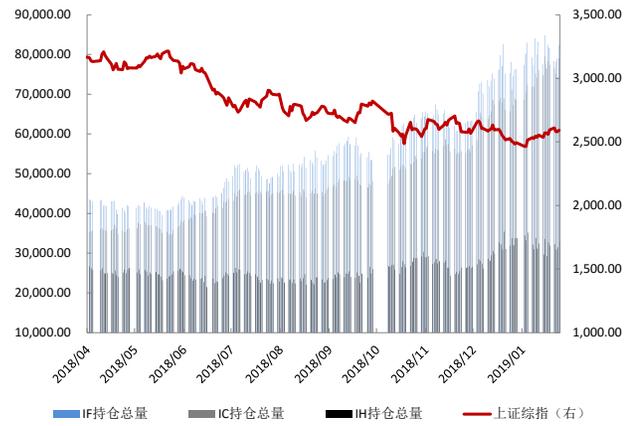
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 19: 期指 IH 重回升水



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 20: 期指总持仓上升



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

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
2月1日	中国1月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司 Markit	09:45	高
2月1日	德国1月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	16:55	高
2月1日	欧元区1月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	17:00	高
2月1日	欧元区1月末季调CPI年率初值	欧盟统计局	18:00	高
2月1日	美国截至1月27日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
2月1日	美国1月 Markit 制造业 PMI 终值	市场调查公司 Markit	22:45	高
2月1日	美国1月季调后非农就业人口变动	美国劳动统计局	21:30	高
2月1日	美国1月失业率	美国劳动统计局	21:30	高
2月1日	美国1月 ISM 制造业 PMI	美国供应商管理协会	23:00	高
2月1日	美国1月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	23:00	高
2月5日	欧元区12月零售销售月率	欧盟统计局	18:00	高
2月5日	美国1月 ISM 非制造业 PMI	美国供应商管理协会	23:00	高
2月6日	中国1月外汇储备	中国央行	16:00	高
2月7日	美国截至2月2日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
2月9日	中国1月社会融资规模/M2货币供应年率	中国央行	16:00	高
2月13日	中国1月进出口贸易帐	中国海关总署	10:00	高
2月13日	美国1月末季调CPI年率	美国劳工部	21:30	高
2月14日	德国第四季度季调后GDP年率初值	德国统计局	15:00	高
2月14日	欧元区第四季度季调后GDP年率初值	欧盟统计局	18:00	高

2月14日	美国截至2月9日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
2月14日	美国1月PPI年率	美国劳工局	21:30	高
2月15日	中国1月CPI/PPI年率	中国国家统计局	09:30	高
2月15日	美国2月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	23:00	高
2月21日	德国1月CPI年率终值	德国联邦统计局	15:00	高
2月21日	德国2月Markit制造业PMI初值	市场研究机构 Markit	16:30	高
2月21日	欧元区2月Markit制造业PMI初值	市场研究机构 Markit	17:00	高
2月21日	美国2月Markit制造业PMI初值	市场研究机构 Markit	22:45	高
2月21日	美国1月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	23:00	高
2月21日	美国截至2月16日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
2月22日	德国第四季度季调后GDP季率终值	德国统计局	15:00	高
2月22日	欧元区1月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	18:00	高
2月27日	美国1月季调后成屋签约销售指数月率	美国全国房地产经纪协会	23:00	高
2月28日	德国2月CPI年率初值	德国联邦统计局	21:00	高
2月28日	中国2月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	09:00	高
2月28日	美国截至2月23日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
2月28日	美国第四季度实际GDP年化季率修正值	美国商务部	21:30	高
2月28日	美国第四季度核心PCE物价指数年化季率修正值	美国商务部	21:30	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。