

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

流动性平稳跨季， 期指调整格局或延续

观点要点：

- 2019年初经济运行持续放缓，从需求来看，出口超预期下滑，消费与投资均处于低位。中国2月官方制造业PMI为49.2%，较前值回落0.3%，并创16年3月以来新低。1-2月工业增加值增速回落至5.3%，创92年以来新低，工业生产疲弱。1-2月固定资产投资增速为6.1%，增速比2018年全年提高0.2%，其中1-2月民间固定资产投资同比增长7.5%。制造业投资拐点已现，1-2月房地产投资与基建投资增速均有所回暖，但地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资将是短期内固定资产投资的主要支撑。目前社会消费品增速与固定资产投资增速均处于低位，尚待减税降费政策的实施促使需求回暖、投资企稳。
- 2月PPI同比上涨0.1%，涨幅与上月持平，环比下降1.0%，降幅较上个月缩窄0.5%。考虑到19年3月以来油价保持平稳，煤价与钢价回升，工业品价格趋于上行，预计19年3月PPI同比增速或回升，PPI通缩压力短期得到缓解。2月CPI同比上涨1.5%，较前值回落0.2%，环比上涨扩大0.5%至1.0%。考虑到3月以来物价降幅小于去年同期，预计3月CPI同比增长或有所回升。
- 在季节性因素作用下，季末资金面会有一些波动，但整体无忧。从历史来看，流动性水平在二季度可能出现下降，波动相对变大，但预计整体仍保持平衡稳健。
- 2019年3月A股处于调整阶段，整体呈现区间震荡的格局。就上证综指来看，月初一度跌破3000点后再度突破3100点，但随即收跌。截至3月26日，月内三次跌破3000点。操作方面，月末北上资金连续多日净流出，其中25日北上资金净流出超百亿，创历史次高，沪指失守3000点，短期调整格局或延续，建议期指逢低择机补仓。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行持续放缓	4
2、料CPI、PPI同比均回升，PPI通缩压力得到缓解	7
3、美联储“鸽派”超预期，预计市场流动性将平稳跨季	8
二、期指调整格局或延续，建议逢低择机补仓	9
附：相关数据及事件公布时间表	11

流动性平稳跨季， 期指调整格局或延续

2019年初经济运行持续放缓，从需求来看，出口超预期下滑，消费与投资均处于低位。制造业投资拐点已现，地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资将是短期内固定资产投资的主要支撑。操作方面，月末北上资金连续多日净流出，其中25日北上资金净流出超百亿，创历史次高，沪指失守3000点，短期调整格局或延续，建议期指逢低择机补仓。

一、经济基本面

1、经济运行持续放缓

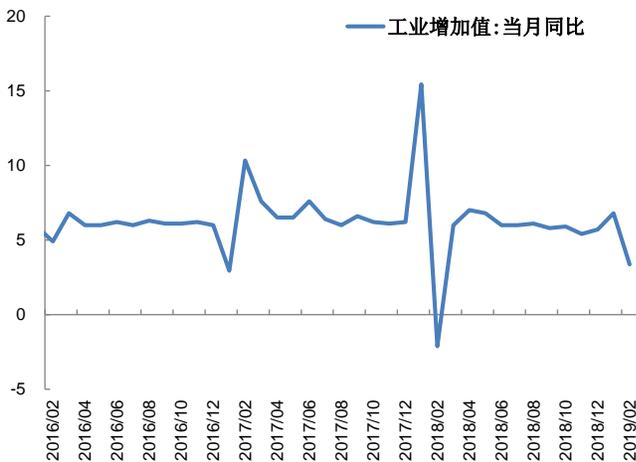
2019年初经济运行持续放缓，从需求来看，出口超预期下滑，消费与投资均处于低位。中国2月官方制造业PMI为49.2%，较前值回落0.3%，并创16年3月以来新低。从分类指数看，2月新订单指数较前月回升1.0%，重返扩张区间，表明制造业市场需求有所回暖；2月供应商配送时间指数、从业人员指数均回落0.3%，且均低于临界值；原材料库存指数和生产指数分别下降1.8%、1.4%，均低于临界值，说明制造业生产活动有所减缓，原材料库存量降幅扩大。从企业规模来看，大型企业PMI为51.5%，较前值上升0.2，继续高于临界值；中型企业和小型企业PMI分别为46.9%、45.3%，环比回落0.3%与2.0%，均低于临界值。整体来看，PMI连续3个月处于收缩区间，制造业景气度持续转弱，小型企业影响更为显著。

从生产法来看，1-2月工业增加值增速回落至5.3%，创92年以来新低，工业生产疲弱。从支出法来看，三驾马车1-2月表现不一。1-2月固定资产投资增速为6.1%，增速比2018年全年提高0.2%，其中1-2月民间固定资产投资同比增长7.5%。分项中，制造业累计同比增速为5.9%，较前值显著回落3.6%；基建累计同比增长4.3%，较18年全年回升0.5%；房地产累计同比增长11.6%，增速比18年全年提高2.1%。本轮地产投资增速上涨主要是施工面积改善的影响，而商品房销售面积与土地购置面积等细分项均呈现明显回落。值得关注的是，房地产开发资金来源增速自18年10月持续回落至2.1%，这意味着未来地产投资仍承压。整体来看，工业企业利润总额增速自去年下半年持续回落，或拖累制造业投资增速出现拐点；虽然1-2月地产投资增速提升，但未来地产投资增速仍面临较大下行压力；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。

1-2月社会消费品零售同比增速为8.2%，与前值持平。其中1-2月全国网上零售额同比增长显著下滑10.3%至13.6%，实物商品网上零售额增长19.5%，仍处高位，其占社会消费品零售总额比重降至16.5%。细分来看，1-2月必需品消费普遍出现回落，可选消费涨跌不一。其中汽车消费降幅有所收窄，石油及制品增速持续下滑。以美元计算，2月出口同比下滑20.7%，大幅低于预期的下降4%，创16年2月以来最大跌幅；进口同比降低5.2%，低于预期下降0.9%。2月贸易顺差收窄41.2亿美元，除了外贸增速回落，还离不开春节因素的影响。当前，中美贸易关系有所缓和，人民币汇率稳定，但未来贸易谈判或促使贸易顺差持续缩窄。

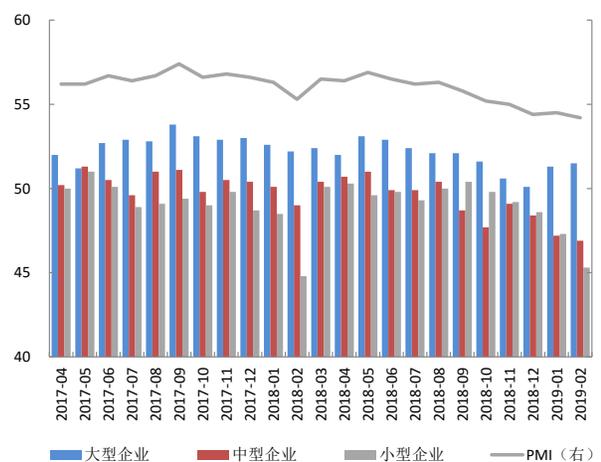
总结来看，制造业投资拐点已现，1-2月房地产投资与基建投资增速均有所回暖，但地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资将是短期内固定资产投资的主要支撑。目前社会消费品增速与固定资产投资增速均处于低位，尚待减税降费政策的实施促使需求回暖、投资企稳。

图表 1： 2月工业增加值持续下滑



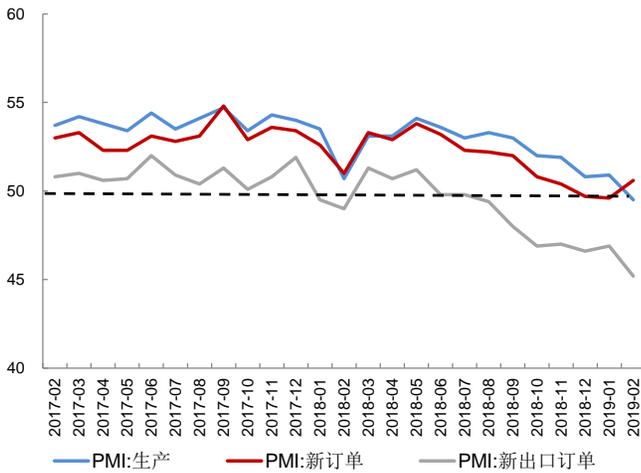
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 2： 2月中、小型企业PMI均回落



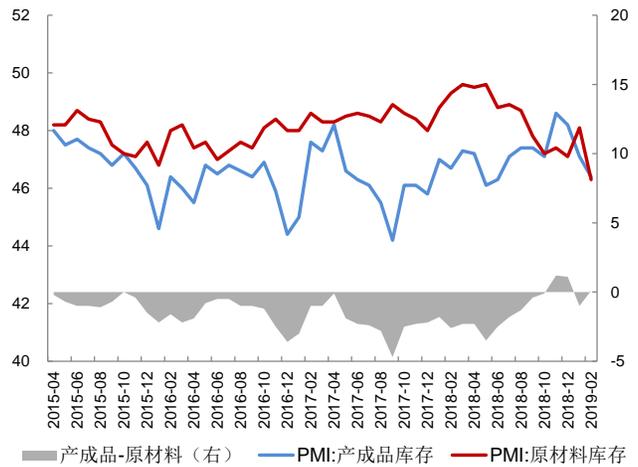
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 3: 2月 PMI 新订单回升



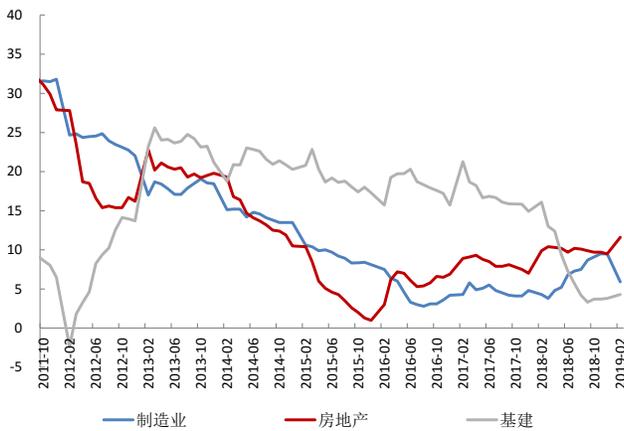
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 4: 2月产成品库存持续回落



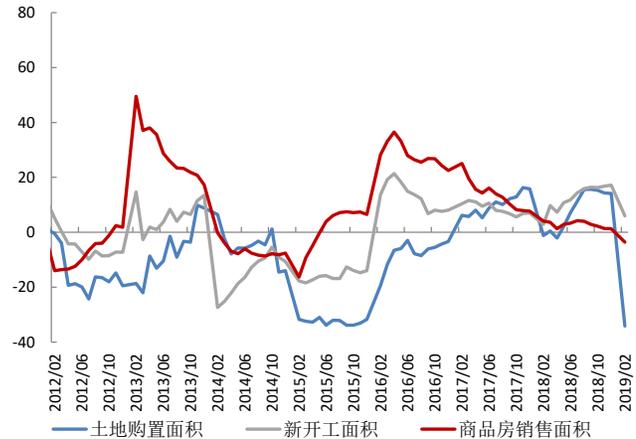
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 5: 2月基建投资底部回升, 制造业下滑



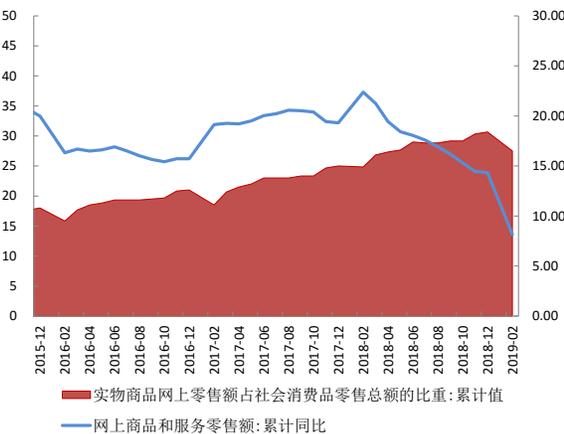
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 6: 2月房地产土地购置面积显著下滑



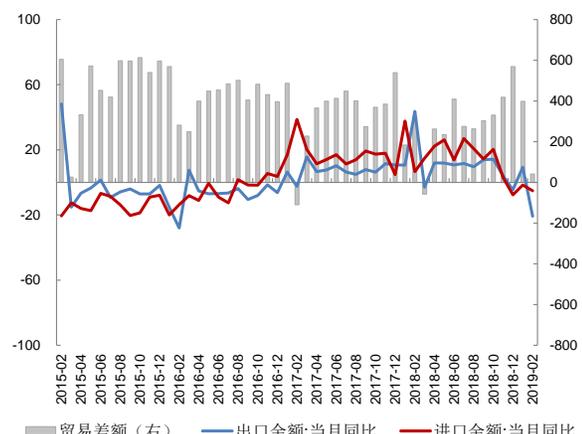
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 7: 实物商品网上零售额占比降低



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 8: 2月进出口双降, 贸易顺差缩窄



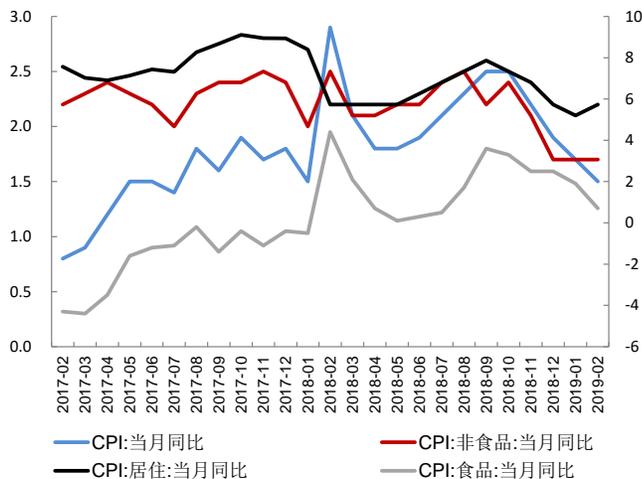
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

2、料 CPI、PPI 同比均回升，PPI 通缩压力得到缓解

2月 PPI 同比上涨 0.1%，涨幅与上月持平，环比下降 1.0%，降幅较上个月缩窄 0.5%。从同比来看，生活资料价格下降 0.1%，与前值持平，生活资料价格上涨 0.4%，涨幅较上月回落 0.2%。在主要行业中，涨幅回落的有煤炭开采和洗选业、计算机、通信和其他电子设备制造业和非金属矿物制品业；降幅收窄的有石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业和石油、煤炭及其他燃料加工业。此外，汽车制造业价格下降 0.7%，降幅较上月扩大 0.5%。从环比来看，生产资料价格持平，生活资料价格下降 0.1%。考虑到 19 年 3 月以来油价保持平稳，煤价与钢价回升，工业品价格趋于上行，预计 19 年 3 月 PPI 同比增速或回升，PPI 通缩压力短期得到缓解。

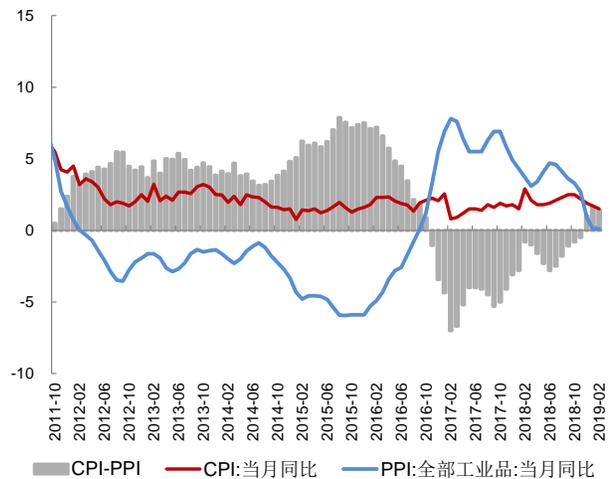
2月 CPI 同比上涨 1.5%，较前值回落 0.2%，环比上涨扩大 0.5%至 1.0%。CPI 同比涨幅缩窄的主要受到食品价格的影响，2月食品价格上涨 0.7%，涨幅较上月回落 1.2%，影响 CPI 同比上涨约 0.14%。其中，鸡蛋、猪肉和水产品价格下降是主要拖累因素。从环比来看，食品价格上涨 3.2%，涨幅比上月扩大 1.6%；非食品价格上涨 0.4%，涨幅较上月扩大 0.2%，分别影响 CPI 上涨约 0.63%、0.36%。考虑到 3 月以来物价降幅小于去年同期，预计 3 月 CPI 同比增长或有所回升。

图表 9：2 月食品价格同比下行



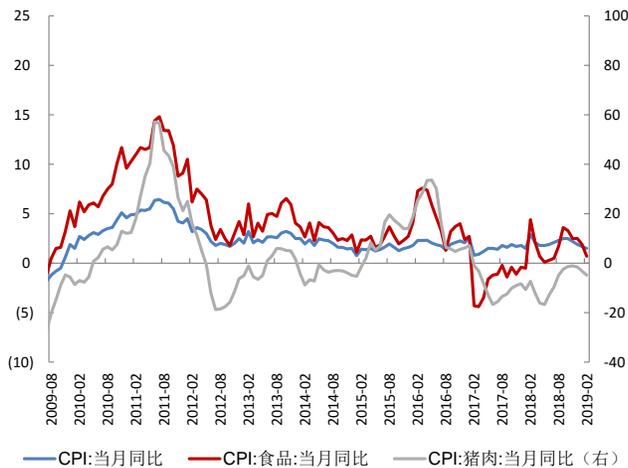
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 10：2 月 CPI 同比小幅回落



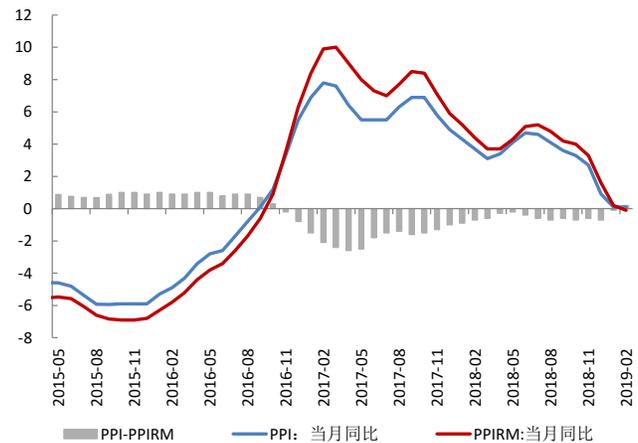
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 11: 2 月猪肉价格降幅扩大



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 12: 2 月 PPI 同比与前值持平

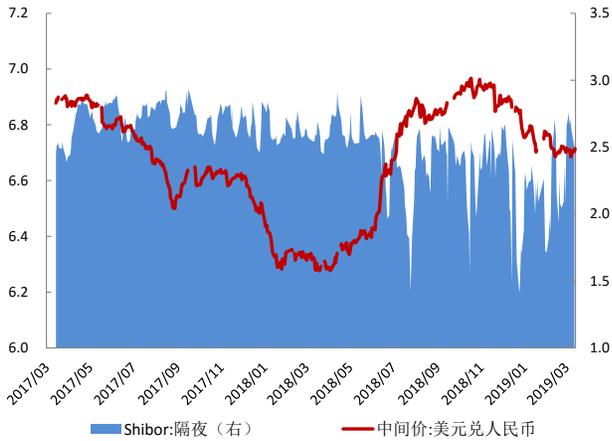


来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

3、美联储“鸽派”超预期，预计市场流动性将平稳跨季

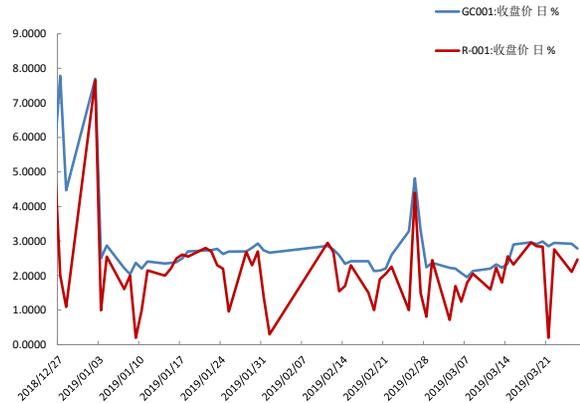
3月3日至15日全国两会于北京召开，分别对政府工作报告、国民经济和社会发展计划执行情况等方面进行了汇报与审查。在稳中求进的总基调下，实行“六稳”政策，保持经济运行在19年增长目标6%至6.5%的合理区间。海外方面，美联储3月议息会议决定维持利率2.25%至2.5%不变，符合预期。但随后美联储将2019年全年加息预期从两次下调至零，资产负债表缩减于9月结束，超出市场预期。从流动性来看，月初Shibor利率普遍下行，银行间流动性恢复较高水平。自2月28日起，央行连续11个工作日未开展公开市场操作，3月7日和3月16日分别有1045亿元、3270亿元MLF资金到期，但央行已表明一季度MLF到期不续作。3月15日，为了对冲税期、中旬缴准、MLF到期回笼及地方债缴款等多种因素影响，央行重启公开市场操作。SHIBOR全线走高，短端品种上涨幅度较大。在季节性因素作用下，季末资金面会有一些波动，但整体无忧。从历史来看，流动性水平在二季度可能出现下降，波动相对变大，但预计整体仍保持平衡稳健。

图表 13: 人民币汇率近期企稳



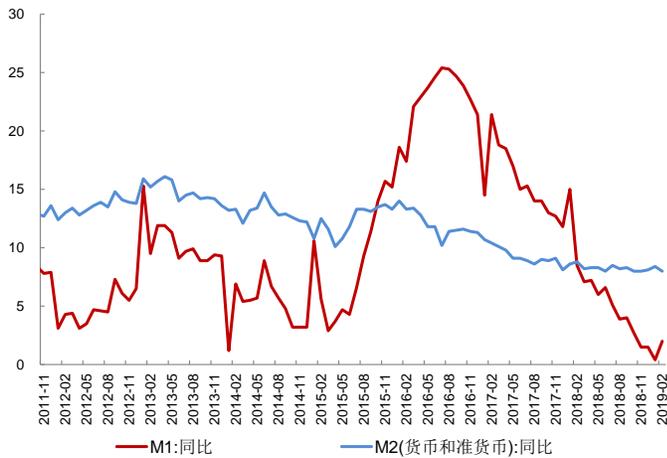
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 14: 3月质押式回购利率整体较前期有所回升



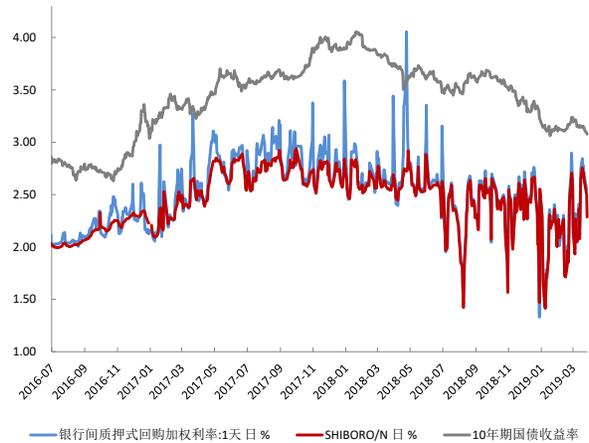
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 15: 2月M1 低位反弹



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 16: 季末流动性波动较大

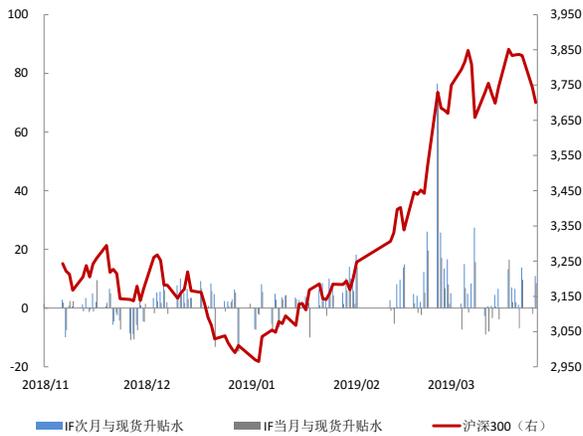


来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

二、期指调整格局或延续，建议逢低择机补仓

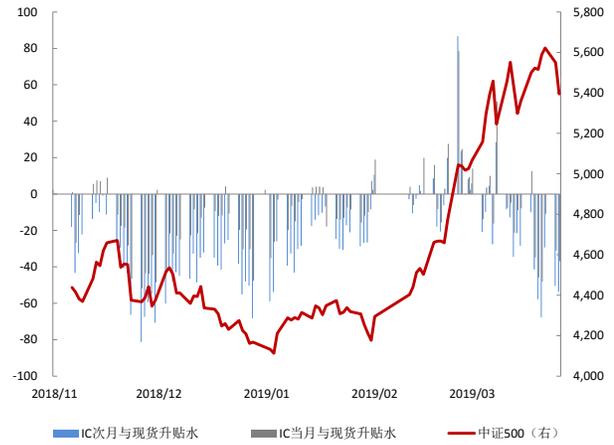
2019年3月A股处于调整阶段，整体呈现区间震荡的格局。就上证综指来看，月初一度跌破3000点后再度突破3100点，但随即收跌。截至3月26日，月内三次跌破3000点。股指方面，沪深300、上证50与中证500月内也均呈现震荡趋势，但涨跌幅度不一，对应股指期货月内也均呈现不同程度的震荡走势。具体来看，截至3月26日，沪深300与上证50涨跌幅度相当，IF主力合约收跌于3700点，跌幅约1.31%；IH主力合约月内收跌4.02%至2706点；中证500涨多跌少，IC主力合约月内收涨约6.47%至5394点。当月IH、IC比价下挫，中下旬在0.5附近震荡。期指月末的持仓量较月初均有所回升，IC持仓量增加最显著。操作方面，月末北上资金连续多日净流出，其中25日北上资金净流出超百亿，创历史次高，沪指失守3000点，短期调整格局或延续，建议期指逢低择机补仓。

图表 17: 期指 IF 升水



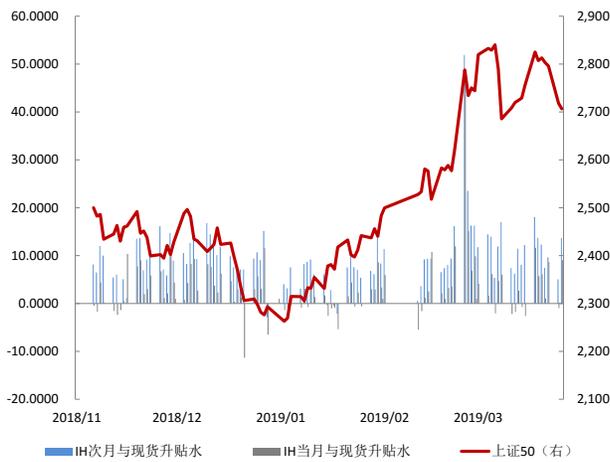
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 18: 期指 IC 重回贴水



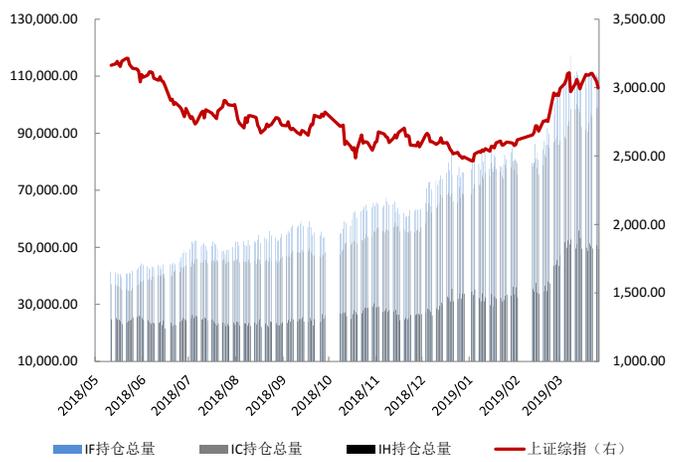
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 19: 期指 IH 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
4月1日	中国3月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司 Markit	09:45	高
4月1日	德国3月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	15:55	高
4月1日	欧元区3月 Markit 制造业 PMI 终值	市场研究机构 Markit	16:00	高
4月1日	欧元区2月失业率	欧盟统计局	17:00	高
4月1日	美国3月 Markit 制造业 PMI 终值	市场调查公司 Markit	21:45	高
4月1日	美国3月 ISM 制造业 PMI	美国供应商管理协会	22:00	高
4月3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3日	美国3月 ISM 非制造业 PMI	美国供应商管理协会	22:00	高
4月4日	美国截至3月30日当周初请失业金人数	美国劳工部	21:30	高
4月5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5日	美国3月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
4月6日	中国3月外汇储备	中国央行	16:00	高
4月9日	中国3月社会融资规模/M2 货币供应年率	中国央行	09:00	高
4月10日	欧元区4月利率决议	欧洲央行	19:45	高
4月10日	美国3月末季调CPI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	09:30	高
4月11日	中国3月进出口贸易帐	中国海关总署	10:30	高
4月11日	德国3月CPI年率终值	德国联邦统计局	14:00	高
4月11日	美国3月PPI年率	美国劳工局	20:30	高

4月11日	美国截至4月6日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
4月12日	美国4月密歇根大学消费者信心指数初值	密歇根大学	22:00	高
4月17日	中国1-3月经济运行数据	中国国家统计局	10:00	高
4月17日	欧元区3月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
4月18日	美国4月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	21:45	高
4月18日	美国截至4月13日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
4月19日	美国3月新屋开工年化月率	美国商务部	20:30	高
4月22日	美国2月PCE物价指数年率	美国商务部	20:30	高
4月22日	美国3月成屋签约销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	22:00	高
4月23日	德国4月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:30	高
4月23日	欧元区4月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
4月23日	美国3月季调后新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
4月25日	美国截至4月20日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
4月26日	美国第一季度实际GDP年化季率初值	美国商务部	20:30	高
4月26日	美国第一季度核心PCE物价指数年化季率初值	美国商务部	20:30	高
4月26日	美国4月密歇根大学消费者信心指数终值	密歇根大学	22:00	高
4月27日	中国3月规模以上工业企业利润年率	中国国家统计局	09:30	高
4月29日	美国3月PCE物价指数年率	美国商务部	20:30	高
4月30日	中国4月官方制造业PMI	中国物流与采购联合会	09:00	高
4月30日	德国4月季调后失业率	德国统计局	15:55	高

4月 30日	欧元区第一季度季调 后 GDP 年率	欧盟统计局	17:00	高
4月 30日	欧元区 3 月失业率	欧盟统计局	17:00	高
4月 30日	德国 4 月 CPI 年率初值	德国联邦统 计局	20:00	高
4月 30日	美国 3 月季调后成屋签 约销售指数月率	全美地产经 纪商协会	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。