

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

基本面超预期改善， 期指调整格局或逐步收尾

观点要点：

- 2019 年一季度经济运行边际改善超预期，从需求来看，一季度出口增长加快，消费温和上涨。中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.5%，较前值回升 1.3%，重回临界点上方。制造业投资受到拖累持续回落，一季度房地产投资与基建投资增速均回暖，但地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资暂时未有明显增量资金，预计固定资产投资增速短期难有明显上行趋势。另一方面，消费普遍反弹，是本轮经济超预期改善的主要动力。
- 3 月 PPI 同比上涨 0.4%，涨幅较上月上升 0.3%，环比由降转升，上涨 0.1%。考虑到 19 年 4 月以来油价、煤价与钢价均回升，预计 4 月 PPI 同比增速或继续上涨。3 月 CPI 同比上涨 2.3%，较前值回升 0.7%，环比下降 0.4%，降幅较上月缩窄 0.6%。考虑到 4 月以来猪肉与蔬菜价格保持高位，加上鲜果价格小幅上升，预计 4 月 CPI 同比增长或持续回升。
- 4 月 19 日一季度政治局会议重提“结构性去杠杆”，而此前连续两次政治局会议未提及去杠杆，这意味着流动性最宽松的时候已经过去了，货币市场利率难以进一步下行，预计未来货币政策将从宽松转向松紧适度，资金面紧平衡或为常态。
- 2019 年 4 月 A 股先扬后抑，整体呈现宽幅震荡调整趋势。就上证综指来看，月初持续上涨，突破 3250 点后宽幅震荡，中下旬连续下跌。截至 4 月 26 日，上证综指月内在 3150 至 3250 点附近反复震荡后连续下挫，跌破 3100 点关口。操作方面，市场流动性宽松预期下降，月末北上资金连续多日净流出，沪指失守 3100 点，预计期指走势或逐步回归基本面，调整格局或逐步收尾，建议期指低位可多单持有。

正文目录

一、经济基本面	4
1、经济运行边际改善超预期	4
2、料4月CPI、PPI同比续涨	7
3、市场流动性宽松预期下降，股指期货再次迎来松绑	8
二、期指调整格局或逐步收尾，建议期指低位可多单持有	10
附：相关数据及事件公布时间表	11

流动性宽松预期下降， 期指调整格局或逐步收尾

2019 年一季度经济运行边际改善超预期，从需求来看，一季度出口增长加快，消费温和上涨成为本轮经济改善的主要动力。制造业投资受到拖累持续回落，一季度房地产投资与基建投资增速均回暖，但地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资暂时未有明显增量资金，预计固定资产投资增速短期难有明显上行趋势。操作方面，市场流动性宽松预期下降，月末北上资金连续多日净流出，沪指失守 3100 点，预计期指走势或逐步回归基本面，调整格局或逐步收尾，建议期指低位可多单持有。

一、经济基本面

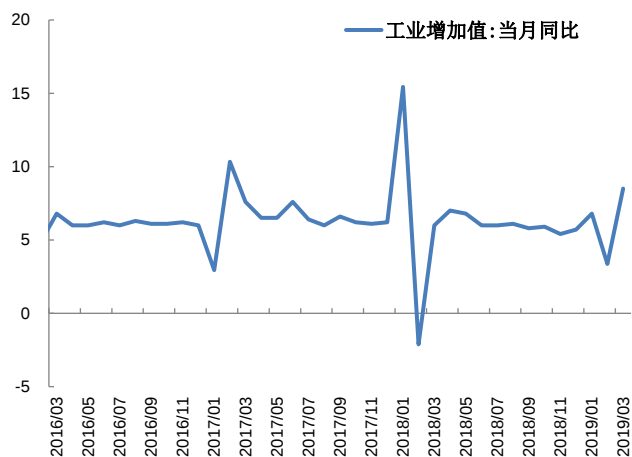
1、经济运行边际改善超预期

2019 年一季度经济运行边际改善超预期，从需求来看，一季度出口增长加快，消费温和上涨。中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.5%，较前值回升 1.3%，重回临界点上方。从分类指数看，3 月新订单指数较前月回升 1.0%，连续两月位于扩张区间，表明制造业市场需求继续增长；3 月生产指数和供应商配送时间指数分别上升 3.2%与 0.4%至 52.7%、50.2%，均重返扩张区间，体现了节后企业集中加工加快生产；原材料库存指数和从业人员指数也均有回升，但均低于临界值。从企业规模来看，大型企业 PMI 为 51.1%，较前值回落 0.4%，持续高于临界值；中型企业和小型企业 PMI 分别为 49.9%、49.3%，环比回升 3%与 4%，均接近临界值。整体来看，3 月生产活动加快，内需继续改善，制造业景气度回暖。

从生产法来看，3 月工业增加值增速反弹至 8.5%，较 1-2 月增加 3.2%，工业生产加快。从支出法来看，三驾马车 3 月增速均有所回升。1-3 月固定资产投资增速为 6.3%，增速较 1-2 月加快 3.2%，其中 1-3 月民间固定资产投资同比增长 6.4%。分项中，制造业累计同比增速为 4.6%，较前值继续回落 1.3%；基建累计同比增长 4.4%，较 1-2 月提高 0.1%；房地产累计同比增长 11.8%，增速比 1-2 月提高 0.2%。地产投资保持高位主要是施工稳健的支撑，而土地购置费仍明显负增长，这意味着未来地产投资仍承压，高增长或难持续。整体来看，前期企业盈利下滑持续拖累制造业投资；地产投资增速虽保持高位，但仍面临下行压力；基建在政策助力下持续反弹，而目前主要增加专项债发行频率，资金总量尚未有明显增加。

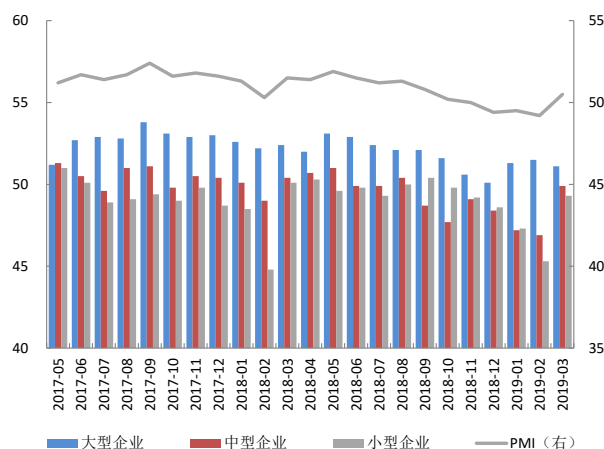
3月社会消费品零售同比增速为8.7%，较上月回升0.5%。其中一季度全国网上零售额同比增长15.3%，实物商品网上零售额增长21%，其占社会消费品零售总额比重回升至18.2%。细分来看，3月必需品消费全线回升，可选消费普遍回升。其中汽车仍是主要拖累，当月汽车消费降幅扩大至-4.4%。以美元计算，3月出口同比回升至14.2%，前值为下降20.7%，主要是受到春节时间偏差的影响；进口同比降低7.6%，较前值降幅扩大2.4%。3月贸易顺差回升至326.4亿美元，一季度累计顺差763亿美元，较去年同期也明显改善。一季度中国对美贸易顺差超过去年同期，但今年以来，中国对美出口仍偏弱，加上整体外需放缓，预计我国贸易顺差将面临收缩压力。总结来看，制造业投资受到拖累持续回落，一季度房地产投资与基建投资增速均回暖，但地产投资未来仍面临较大下行压力，基建投资暂时未有明显增量资金，预计固定资产投资增速短期难有明显上行趋势。另一方面，消费普遍反弹，是本轮经济超预期改善的主要动力。

图表 1： 3月工业增加值显著反弹



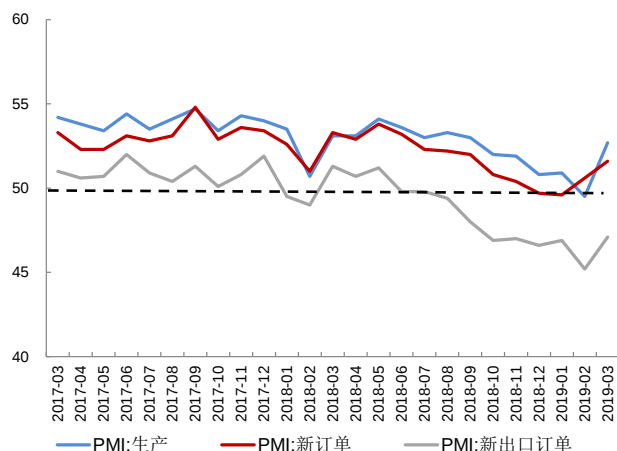
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 2： 3月PMI重返扩张区间



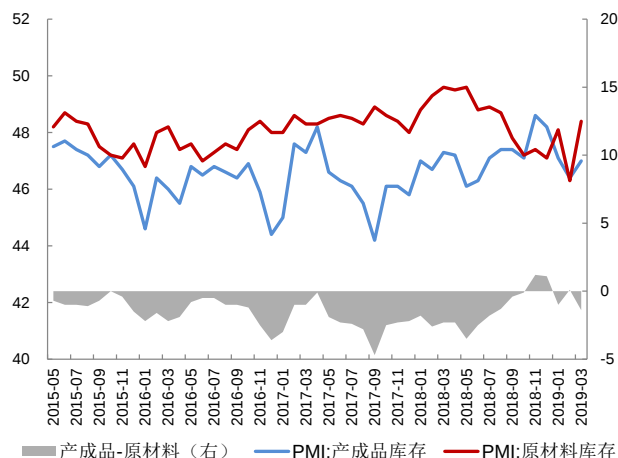
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 3: 3 月 PMI 细分项均上升



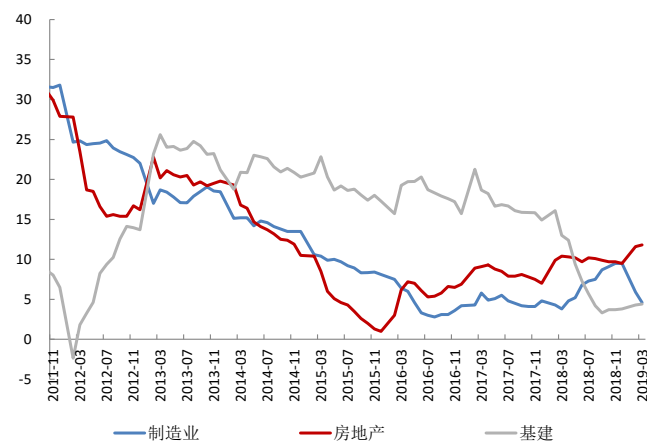
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 4: 3 月产成品库存持续回升



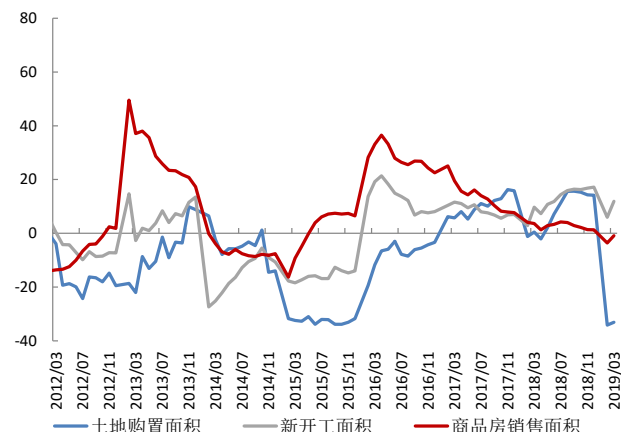
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 5: 3 月地产投资维持高位



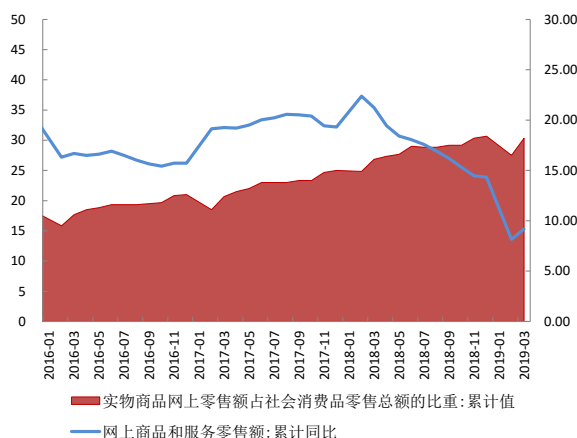
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 6: 3 月房地产土地购置面积持续负增长



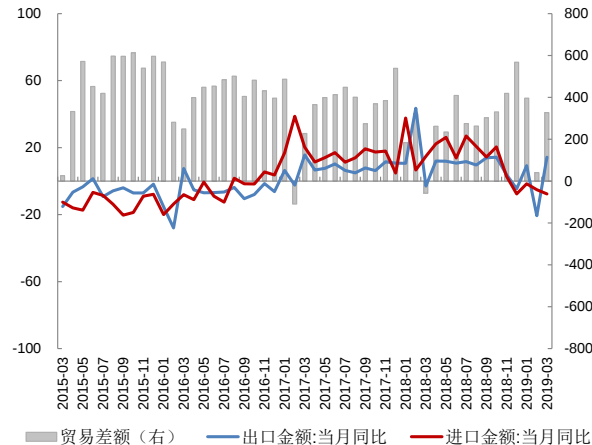
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 7: 实物商品网上零售额占比回升



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 8: 3 月贸易顺差扩大



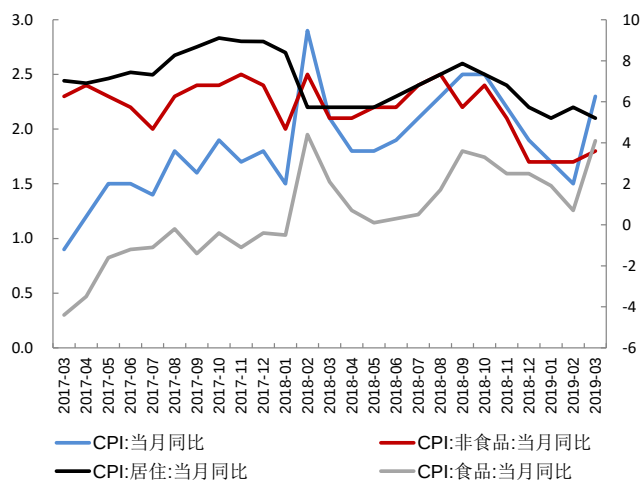
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

2、料 4 月 CPI、PPI 同比续涨

3 月 PPI 同比上涨 0.4%，涨幅较上月上升 0.3%，环比由降转升，上涨 0.1%。从同比来看，生产资料价格由降转升，上涨 0.3%，生活资料价格上涨 0.5%，涨幅较上月扩大 0.1%。在主要行业中，由降转升的有石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业；降幅收窄的有电气机械和器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业和汽车制造业。据测算，同比涨幅中去年翘尾因素影响约 0.9%，新涨价影响约为 0.5%。从环比来看，生产资料价格上涨 0.2%，生活资料价格持平。考虑到 19 年 4 月以来油价、煤价与钢价均回升，预计 4 月 PPI 同比增速或继续上涨。

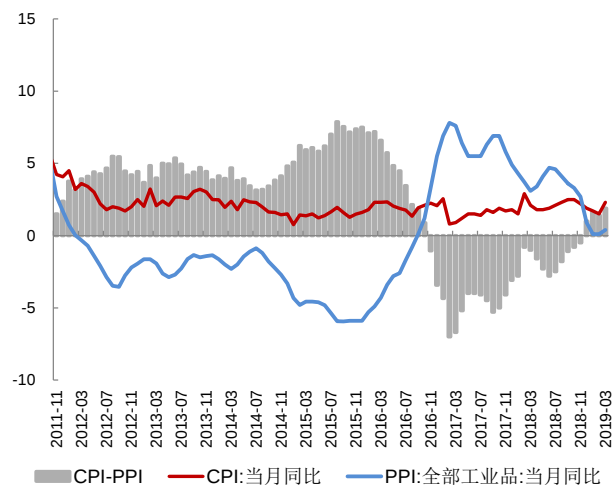
3 月 CPI 同比上涨 2.3%，较前值回升 0.7%，环比下降 0.4%，降幅较上月缩窄 0.6%。CPI 同比涨幅扩大的主要受到非食品价格的影响，3 月非食品价格上涨 1.8%，影响 CPI 同比上涨约 1.46%。其中，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.7%、2.4%和 2.1%。食品价格上涨 4.1%，影响 CPI 上涨约 0.82%。从环比来看，食品价格与非食品价格均由升转降，分别下降 0.9%和 0.2%，分别影响 CPI 环比下降约 0.19%、0.18%。考虑到 4 月以来猪肉与蔬菜价格保持高位，加上鲜果价格小幅上升，预计 4 月 CPI 同比增长或持续回升。

图表 9：3 月食品价格同比显著上升



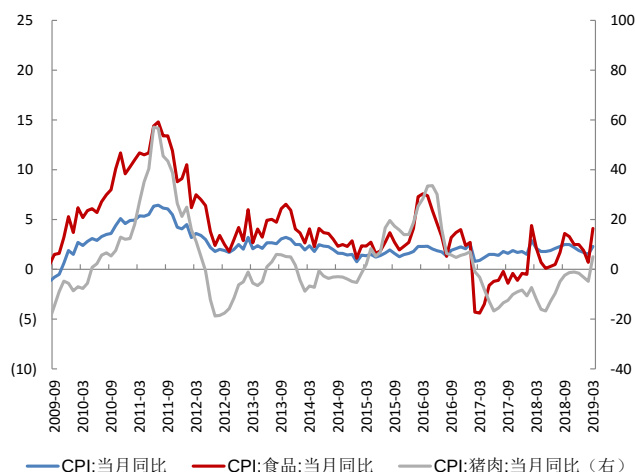
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 10：3 月 CPI 同比上升



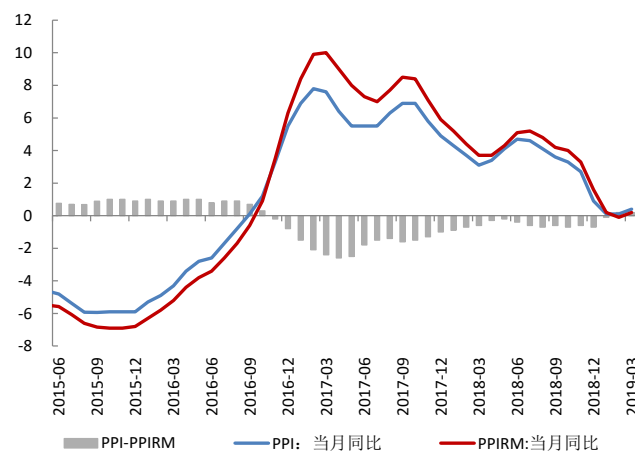
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 11：3 月猪肉价格重回正增长



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 12：3 月 PPI 同比回升



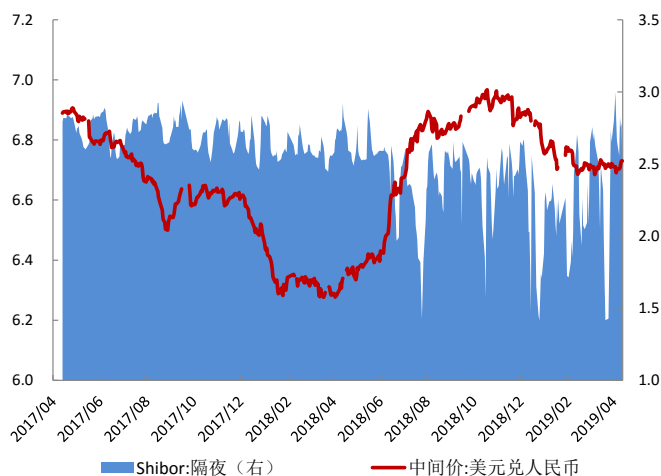
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

3、市场流动性宽松预期下降，股指期货再次迎来松绑

4 月初，流动性总量处于较高水平，央行持续 18 个工作日暂停公开市场操作。由于 4 月是税收大月，4 月中旬缴税影响逐步放大，加上 4 月 16 日有 3665 亿元 MLF 到期未续作，SHIBOR 走高，央行重启逆回购。在连续 4 日公开市场操作之后，随着税期扰动逐步消退，叠加月末财政支出的增加，央行暂停公开市场操作。值得注意的是，4 月 19 日一季度政治局会议重提“结构性去杠杆”，而此前连续两次政治局会议未提及去杠杆，这意味着流动性最宽松的时候已经过去了，货币市场利率难以进一步下行，预计未来货币政策将从宽松转向松紧适度，资金面紧平衡或为常态。

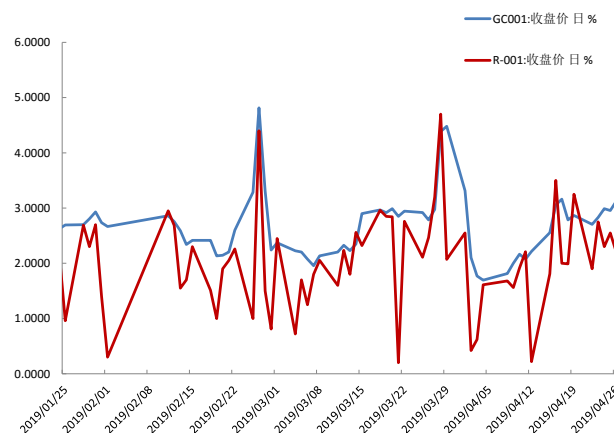
4 月 19 日，股指期货再次迎来松绑。中金所表示，自 4 月 22 日结算时起，将中证 500 股指期货交易保证金标准调整为 12%；股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受限制；股指期货平仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。此次调整将进一步优化期指，逐步恢复常态化管理。此外，中金所还在积极筹备金融期权新品种的相关工作。

图表 13: 人民币汇率整体保持平稳



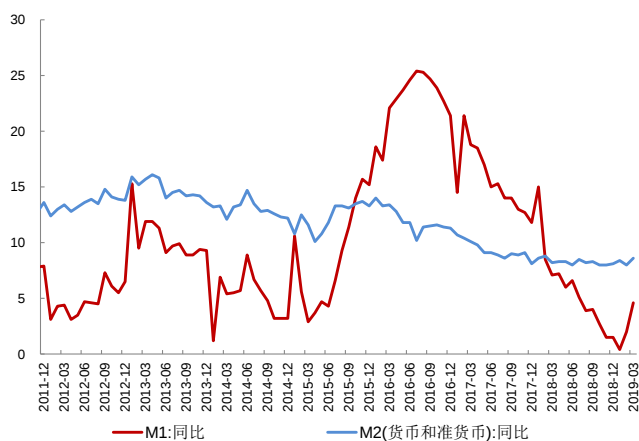
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 14: 4月质押式回购利率整体呈现震荡上行趋势



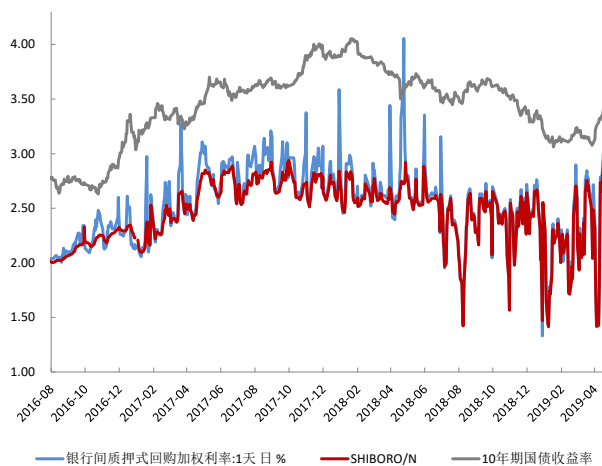
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 15: 3月M1显著上行



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 16: SHIBOR 利息较月初明显上行

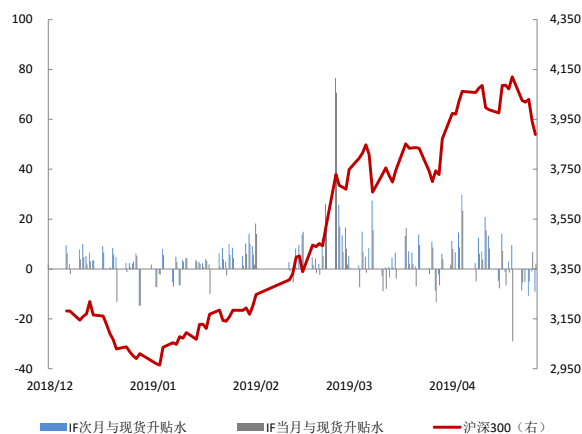


来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

二、期指调整格局或逐步收尾，建议期指低位可多单持有

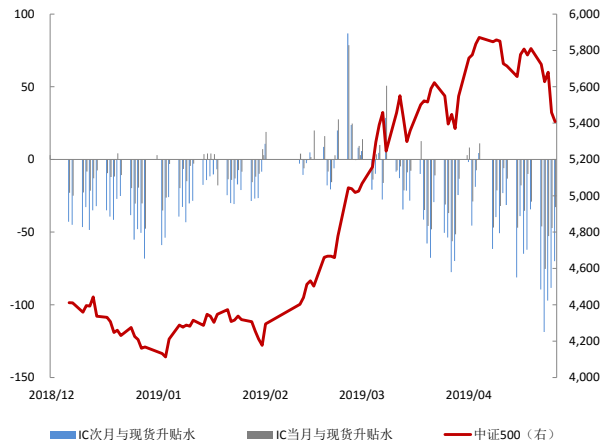
2019年4月A股先扬后抑，整体呈现宽幅震荡调整趋势。就上证综指来看，月初持续上涨，突破3250点后宽幅震荡，中下旬连续下跌。截至4月26日，上证综指月内在3150至3250点附近反复震荡后连续下挫，跌破3100点关口。股指方面，沪深300、上证50与中证500月内也均呈现“倒U”趋势，但表现形式不一，对应股指期货月内也均呈现不同程度的走势。具体来看，截至4月26日，沪深300与中证500月内涨少跌多，上证50涨多跌少。IF主力合约收跌于3891.4点，跌幅约2.28%；IC主力合约月内收跌约6.78%至5375.2点，跌幅最显著；IH主力合约月内收涨0.15%至2898.4点。因此，当月IH、IC比价整体趋势性向上。期指月末的持仓量较月初均有所回升，IF持仓量增加最显著。操作方面，市场流动性宽松预期下降，月末北上资金连续多日净流出，沪指失守3100点，预计期指走势或逐步回归基本面，调整格局或逐步收尾，建议期指低位可多单持有。

图表 17：期指 IF 较月初升水缩窄



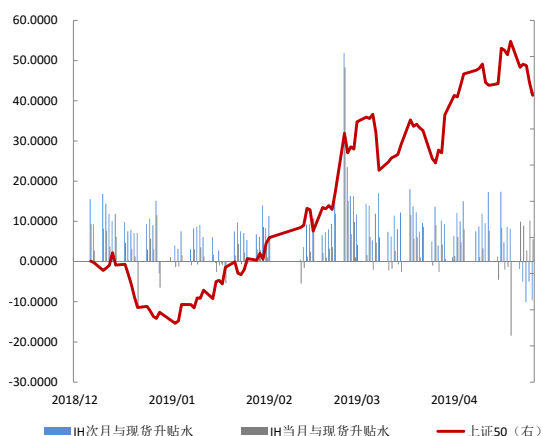
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 18：期指 IC 较月初重回贴水



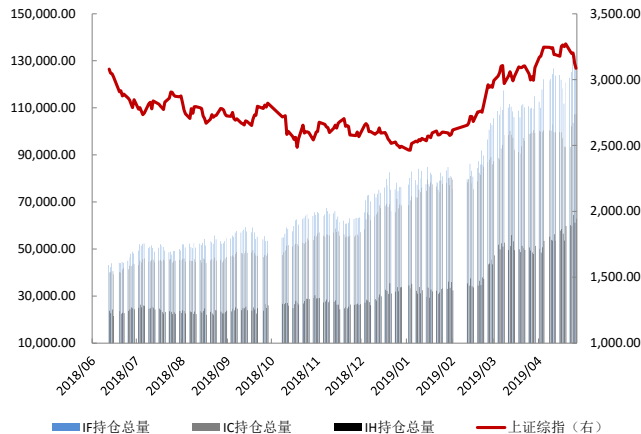
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 19：期指 IH 较月初升水扩大



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
5月1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1日	美国4月Markit制造业PMI终值	市场调查公司 Markit	21:45	高
5月1日	美国4月ISM制造业PMI	美国供应商管理协会	22:00	高
5月2日	美联储5月利率决议	美联储	02:00	高
5月2日	中国4月财新服务业PMI	财新银行与英国研究公司 Markit	09:45	高
5月2日	德国4月Markit制造业PMI终值	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	美国截至4月27日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月3日	欧元区4月末季调CPI年率	欧盟统计局	17:00	高
5月3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3日	美国4月失业率	美国劳动统计局	20:30	高
5月3日	美国4月ISM非制造业PMI	美国供应商管理协会	22:00	高
5月6日	中国4月外汇储备	中国央行	16:30	高
5月8日	中国4月进出口贸易帐	中国海关总署	10:30	高
5月9日	中国4月CPI/PPI年率	中国国家统计局	09:30	高
5月9日	中国4月社会融资规模/M2货币供应年率	中国央行	16:00	高
5月9日	美国截至5月4日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月9日	美国4月PPI年率	美国劳工局	20:30	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 14日	德国4月CPI年率终值	德国联邦统计局	14:00	高
5月 15日	中国1-4月经济运行数据	中国国家统计局	10:00	高
5月 15日	德国第一季度季调后GDP年率初值	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 16日	美国截至5月11日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月 16日	美国4月新屋开工年化月率	美国商务部	20:30	高
5月 17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 17日	欧元区4月末季调CPI年率终值	欧盟统计局	17:00	高
5月 21日	美国4月成屋销售年化总数	美国全国房地产经纪协会	22:00	高
5月 23日	德国第一季度季调后GDP季率终值	德国统计局	14:00	高
5月 23日	德国5月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	15:30	高
5月 23日	欧元区5月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	16:00	高
5月 23日	美国5月Markit制造业PMI初值	市场研究机构Markit	21:45	高
5月 23日	美国截至5月18日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月 23日	美国4月季调后新屋销售年化总数	美国商务部	22:00	高
5月 27日	中国4月规模以上工业企业利润率	中国国家统计局	09:30	高
5月 29日	德国5月季调后失业率	德国统计局	15:55	高
5月 30日	美国截至5月25日当周初请失业金人数	美国劳工部	20:30	高
5月 30日	美国第一季度实际GDP年化季率修正值	美国商务部	20:30	高
5月 30日	美国第一季度核心PCE物价指数年化季率	美国商务部	20:30	高
5月	美国4月季调后成屋签	全美地产经	22:00	高

30 日	约销售指数月率	纪商协会		
5 月 31 日	中国 5 月官方制造业 PMI	中国物流与 采购联合会	09:00	高
5 月 31 日	德国 5 月 CPI 年率初值	德国联邦统 计局	20:00	高
5 月 31 日	美国 4 月 PCE 物价指数 年率	美国商务部	20:30	高
5 月 31 日	美国 5 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。