

# 宏观政策全面转向，关注节后复工力度

——2 月期货市场投资策略报告

东海期货 | 策略报告 2019-2-09

研究所 宏观策略组

## 投资要点

贾利军

从业资格证号：F0256916  
投资分析证号：Z0000671  
联系电话：021-68757181  
邮箱：jialj@qh168.com.cn

刘洋洋 联系人

联系电话：021-68757089

- 短期来看需求端难见明显改善，亮点或在于基建投资增速企稳，但难抵经济继续探底，目前市场对于经济下行已有充分预期。2 月处于数据空白期，更多扰动市场的因素集中于政策及生产端的波动，需关注两会召开前的政策动向及节后复工力度。
- 在供给方面，环保限产边际放松，部分高频数据环比改善同比仍弱。1 月以来 6 大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄，此外，12 月重点企业粗钢日均产量同比依然维持在高位，表明整体的工业生产并没有持续恶化，部分修复前期一致悲观的预期。但螺纹钢冬储力度偏弱，是往年大约 7 成左右，需关注节后库存变化情况，及节后开工力度对商品走势的影响。
- 在流动性方面，1 月为传统缴税大月，叠加春节现金需求，货币政策转向，央行向银行间市场释放暖意，国内资金水平延续宽松。1 月央行开展了一系列密集的货币政策操作，包括降准、创设央行票据互换工具、调整普惠金融定向降准考核标准、定向中期借贷便利等操作，宽信用政策逐步加码。但目前资金仍聚集在银行间，同业拆借利率和回购利率保持在低位，而票据融资成本未见明显回落。
- 宏观政策全面转向，2019 年地方政府债券 1.39 万亿元限额提前下发，1 月地方债发行超 4000 亿，宽财政政策助力基建企稳；货币政策发力宽信用，宏观政策由前期的严环保+宽财政紧信用转向环保边际放松+宽财政宽信用政策，减税降费在路上，需关注两会召开前的政策动向。
- 综上所述，经济短期难企稳，但 2 月处于数据空白期；关注节后复工力度和库存情况；稳增长政策加码提振情绪，整体或处于震荡格局。具体品种操作方面，套利策略建议关注：PTA 价差缩窄后 3-5 或者 5-9 正套；2 月多 LL 空 PP 滚动操作；中长期看多油粕比。
- 风险因素：中美贸易争端进展超预期、环保限产执行力度超预期、基建投资增速超预期、房地产投资回落超预期

## 一、宏观环境及政策：四季度经济加速探底

在制造业景气度方面，1月官方制造业PMI录得49.5，环比回升0.1个百分点，但连续第二月处于荣枯线之下，需求延续弱势生产稍有改善。从细分项看，在需求方面，1月新订单PMI分项较12月继续下降0.1个百分点至49.6，连续9个月下降，新出口订单指数及进口指数受益于中美贸易争端缓和，分别回升0.3个百分点、1.2个百分点至46.9、47.1，但仍处于荣枯线之下。去年三季度以来国内经济增长动能明显放缓，消费和外贸拖累逐步显现，1月份以来稳增长政策明显加码，目前需求端未见明显改善，预计一季度仍延续下行趋势。在生产端，1月生产指数较12月回升0.1个百分点至50.9。受益于环保限产边际放松和冬储备货节奏的影响，1月中游生产边际改善，高炉开工率和产能利用率逐步回升，生产景气度超季节性。从工业增加值来看，采矿业增加值增速加快，制造业和公共事业增加值增速回落。整体来看，1季度需求端难见明显起色，生产景气度回升或难持续。

图1 社会融资存量增速

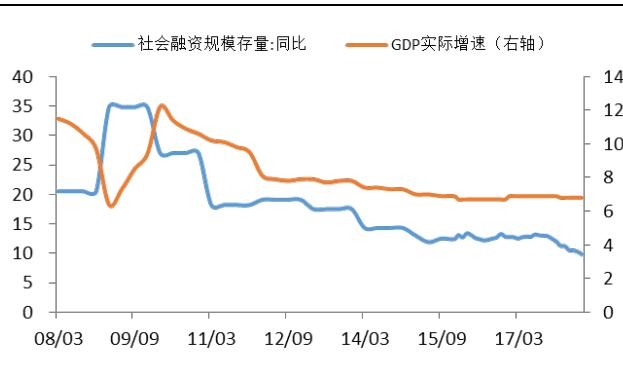
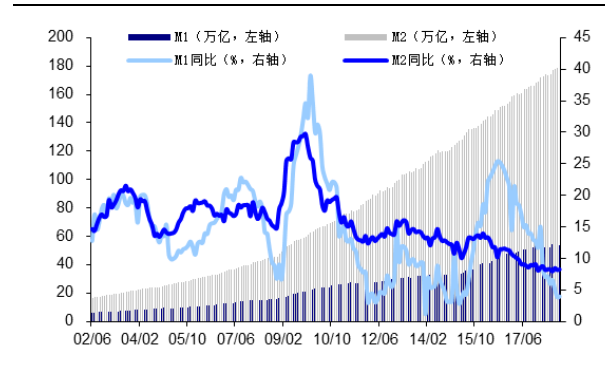


图2 M1、M2数据



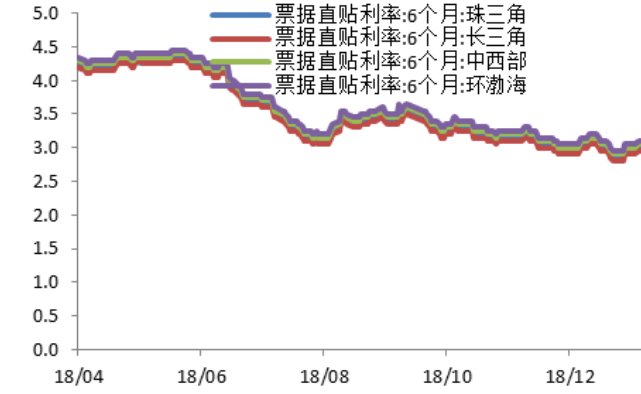
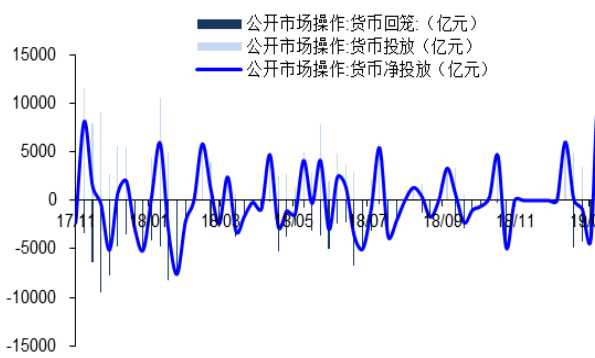
资料来源：Wind、东海期货

在信贷环境方面，12月新增信贷超季节性上行，但票据冲量贷款结构短期化，中长期投资需求趋弱的结构性问题凸显。12月新增信贷和直接融资拉动社融回升，表外融资和专项债融资仍为拖累项。社融存量增速（新口径）进一步回落至9.8%，存量增速持续下行趋势仍未有效改善，一般社融存量增速对经济具有半年左右的领先性，预示经济整体运行状况仍不乐观。考虑到宽信用政策持续加码，今年地方专项债扩容并且提前发行，预计2月份新口径社融存量增速企稳回升的概率较大。近期票据融资冲量改善了企业活期存款，且在减税降费力度加大的背景下，对M1增速起到托底的作用，且受益于减税等政策居民存款增长较为平稳，预计将支撑M2增速。

在流动性方面，1月为传统缴税大月，叠加春节现金需求，货币政策转向，央行向银行间市场释放暖意，国内资金水平延续宽松。1月央行开展了一系列密集的货币政策操作，包括降准、创设央行票据互换工具（CBS）、调整普惠金融定向降准考核标准、定向中期借贷便利（TMLF）等操作，宽信用政策逐步加码。但目前资金仍聚集在银行间，同业拆借利率和回购利率保持在低位，而票据融资成本未见明显回落。

图3 公开市场操作

图4 票据融资成本



资料来源: Wind、东海期货

在物价水平方面, PPI 通缩风险临近。能源价格下降是拖累 12 月 CPI 同比增速的主因。短期来看, 1 月 CPI 增速或将受益于原油价格低位企稳及节前备货带来的食品价格上升, 出现企稳。长期来看, 在国内需求端疲弱的背景下, 货币、融资增速低位徘徊, 通胀并无较大的上行压力。由于美联储加息节奏趋缓, 国内货币政策宽松的空间或进一步打开。12 月 PPI 同比增速大幅下行, 主要受到工业品价格和原油价格回落的拖累。在油价无明显上涨的情况下, 预计 2019 年 PPI 中枢将延续下行, 二季度或将跌至负区间, PPI 通缩风险临近。12 月 PPI 同比-CPI 同比结束 25 月正值, 重回负值区间。

图 5 CPI 增速

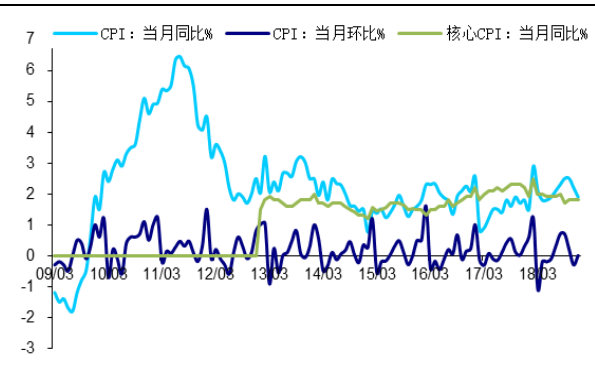
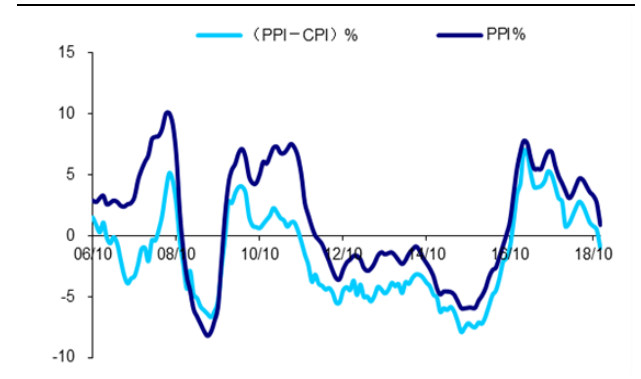


图 6 PPI 增速



资料来源: Wind、东海期货

## 二、下游行业需求: 需求短期难见企稳

2018 年四季度经济加速下行, GDP 录得 6.4%。稳增长政策逐渐加码, 但目前需求端未见明显改善, 经济继续探底。2 月处于数据空白期, 需关注基建投资企稳力度, 及春节假期提前的影响。

**在投资方面,** 2018 年 1 至 12 月城镇固定资产投资同比增速 5.9%, 平于前值, 仍处于年内较低水平, 基建投资回升地产投资渐弱。

从三大类投资来看, 12 月房地产开发投资累计同比增长 9.5%, 较前值回落 0.2 个百分点, 成为拖累固定资产投资的主要因素。在先行数据方面, 商品房累计销售面积、土地购置面积均出现小幅回落; 房地产新开工面积、施工面积及竣工面积继续小幅上行, 其中竣工面积累计增速为-7.8%, 降幅较 1-11 月收窄 4.5 个百分点, 预计新开工和竣工面积之间的裂口或将逐步收窄, 短期来看房地产投资增速预计小幅放缓, 预计 2019 年一季度韧性仍存, 预计下半年地产或接力基建投资下行。需关注新开工

面积和竣工面积裂口的收窄，2018年新开工增速远高于施工、竣工增速，一部分新开工将转化为2019年施工及竣工，或支撑有色商品。

1-12月制造业投资累计增长9.5%，与前值持平，而从12月官方制造业PMI和财新制造业PMI的数据来看，两者在12月均落入收缩区间，制造业投资高增速难续

1-12月基建投资（不含电力）累计增长3.8%，较前值回升0.1个百分点。11月中央提前下发了2019年部分转移支付资金约1.7万亿，对12月份及2019年1季度基建投资形成一定支撑作用。同时10月份以来，城投债净融资量开始反弹，10-12月份分别为573亿、1261亿和1085亿。从资金端来看，1月地方债集中发行4000亿元，往年1-2月份是地方债发行的空档期。但社融中非标仍在缩量，地方隐性负债增长仍受限制，基建或不具备大幅反弹的基础。

图7 固定资产投资数据

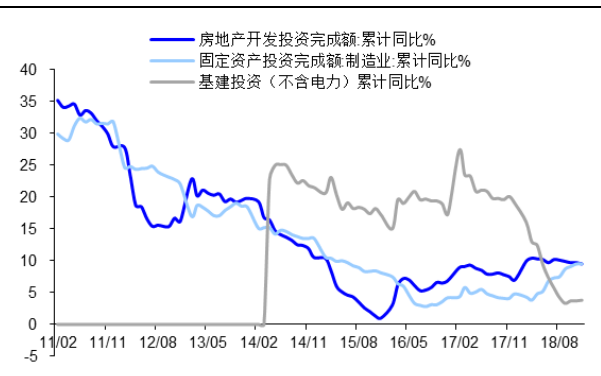
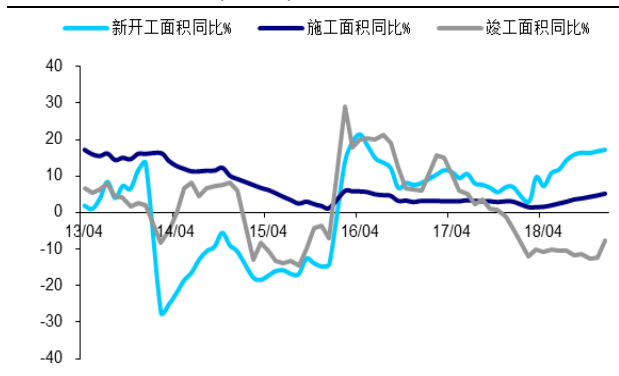


图8 房屋新开工/施工/竣工数据



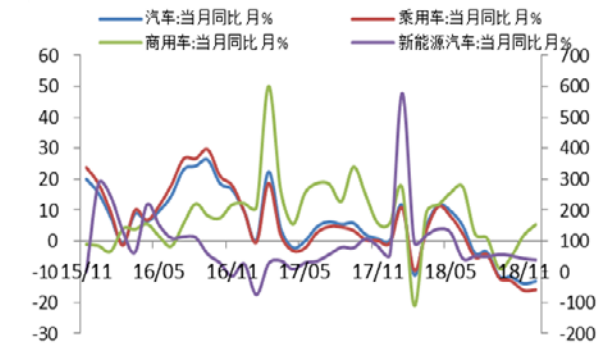
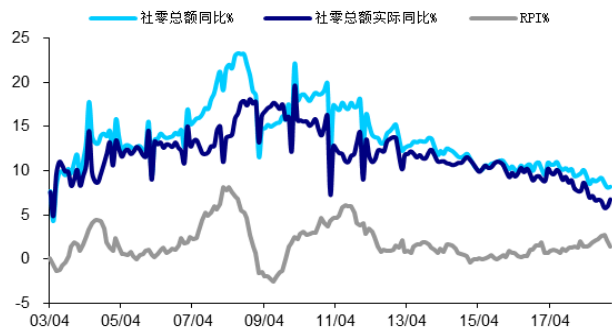
资料来源：Wind、东海期货

**在消费方面**，12月社会消费品零售总额同比增速8.2%，环比11月回升0.1个百分点，社会销售总额实际增速升至6.80%，必需消费品支撑消费增速，汽车和石油相关制品消费下行仍是主要拖累项。从细项数据来看，其中，必需消费品增速较上月有所抬升，粮油食品、服装鞋帽、日用品、饮料增速分别回升2.5个百分点、1.9个百分点和0.8个百分点，至11.3%、7.4%和16.8%；在可选消费品中，家电、家具消费增速略有回升；化妆品、金银珠宝及办公用品消费下行；汽车消费增速同比下降8.5%，较上月降幅收窄1.5个百分点；12月油价继续大幅下挫，拖累石油及相关制品消费下行至5.8%，环比下降2.7个百分点。

2018年社会消费品零售总额同比9%，较2017年回落0.1个百分点。目前来看，消费具有较明显的顺周期性但本身波动较小，伴随着2019年上半年经济继续探底，预计消费增速将持续承压。首先，伴随着房地产市场调控政策的持续，商品房成交面积增速仍将保持在低位，持续利空未来地产后产业链商品消费，例如建筑装潢材料、家具、家电等居住类消费的增长。其次，由于前期居民大幅加杠杆，导致居民负债规模扩张，叠加消费贷监管趋严，对消费的挤压效应显现。再次，随着房价出现波动，和棚改货币化安置比率的边际弱化，居民的财富效应下降将在一定程度上抑制消费，预计2019年消费增速将持续承压。

图9 社零售总额同比数据

图10 汽车消费



资料来源：Wind、东海期货

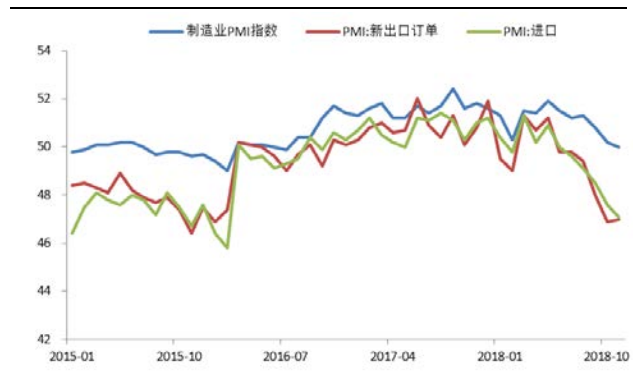
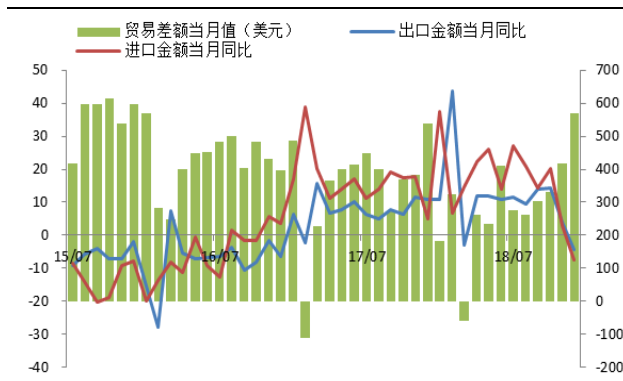
**在进出口贸易方面**，2018 年 12 月进出口数据不及预期，双双大幅走低跌至负增长。

在进口方面，12 月进口增速按美元计价同比增速-7.6%，按人民币计价为-3.1%，单月增速跌至负增长，大幅不及预期及前值。主因量价齐跌，一方面，内需持续疲弱显著抑制进口，另一方面，受国际原油价格下挫及国内主要工业品价格的继续下跌，价格因素贡献持续减弱。从主要进口商品来看，除原油和铁矿进口量有所回升外，大部分大宗商品进口数量继续下行，12 月钢材、铜材和大豆进口量同比增速分别为-16.17%、-4.67%和-40.09%，环比 11 月分别继续下跌 9.15 个百分点、2.54 个百分点和 2.07 个百分点。12 月全国高炉开工率继续下降，6 大发电集团耗煤量当月同比跌幅收窄，但仍为负值，显示生产端持续疲弱。在价格方面，12 月石油、煤炭及其他燃料加工业，价格下降 7.6%，跌幅扩大 4.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.3%，跌幅扩大 3.2 个百分点。整体来看，12 月官方制造业 PMI 跌破荣枯线，其中进口分项指数连续数月处于荣枯线之下，且降幅扩大，预计国内需求对进口增速的支撑有限。短期来看，中美贸易谈判前景乐观，叠加 19 年春节临近，预计 1 月出口增速有望重回 0 以上。

在出口方面，12 月出口增速按美元计价为-4.4%，按照人民币计价为 0.2%，由于前期抢出口效应消退，叠加外需整体放缓及人民币升值，12 月出口增速超预期下行。12 月海外经济景气度普遍下跌，12 月美国 ISM 制造业指数创逾十年最大降幅；欧洲经济释放衰退信号，欧元区 1 月投资者信心指数连续两月处于负值并且降幅扩大。欧洲各主要工业国工业产出均呈下降态势且大幅不及预期。从主要出口国情况来看，12 月对发达经济体出口均跌至负增长，对新兴经济体出口涨跌不一。其中，对美国出口增速下降 13.33 个百分点跌至-3.54%，降幅超过整体水平，前期的抢出口效应消退，贸易争端的负面影响显现。对欧洲和日本的出口增速分别跌至-0.33%和-1.03%，分别下降 6.34 个百分点和 5.79 个百分点。对新兴国家出口来看，12 月对巴西、俄罗斯、东南亚等国家的出口增速小幅改善，对东盟和印度出口增速继续下行。另一方面，11 月中旬至今，人民币汇率累计升值已超 2%，对出口起到直接的抑制效果。目前来看，美元受美国经济扩张放缓和美联储鸽派加息预期影响而走弱，预计人民币汇率短期稳中偏强。

图 11 进出口、贸易顺差数据 (以美元计)

图 12 PMI 进出口分项



资料来源：Wind、东海期货

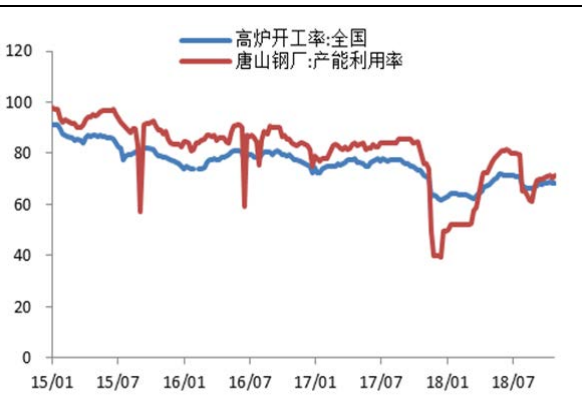
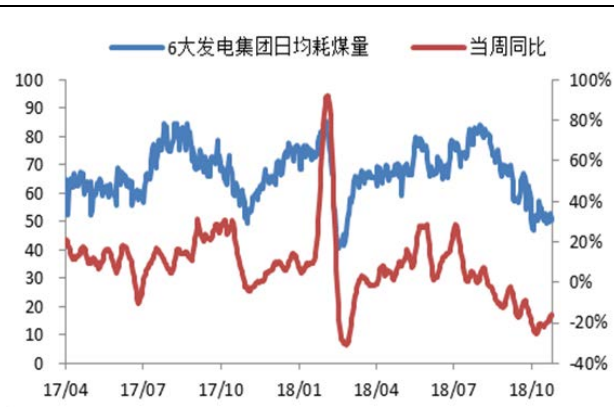
步入2月，需求端难见明显改善，亮点或在于基建投资增速企稳，但难抵经济继续探底，目前市场对于经济下行已有充分预期。2月处于数据空白期，更多扰动市场的因素集中于政策及生产端的波动，需关注两会召开前的政策动向。

### 三、中游行业商品供给：部分高频数据环比改善同比仍弱，关注节后复工动向

从高频数据方面来看，6大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄，此外，12月重点企业粗钢日均产量同比依然维持在高位，表明整体的工业生产并没有持续恶化，部分修复前期一致悲观的预期。

图 13 六大发电集团日均耗煤量

图 14 高炉开工率及产能利用率

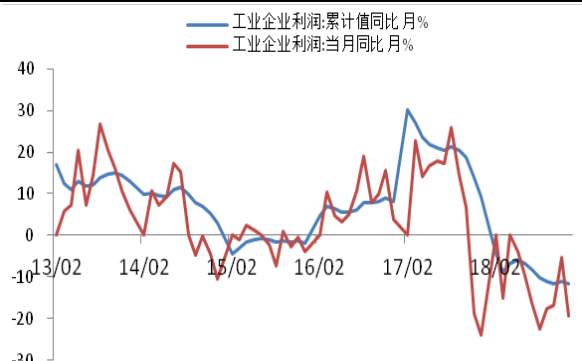
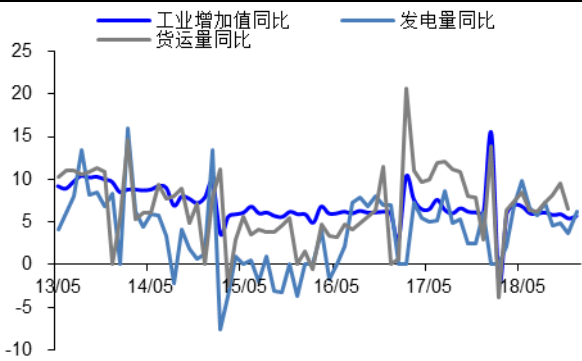


资料来源：Wind、东海期货

12月规模以上工业增加值同比5.7%，环比11月回升0.3个百分点。分三大门类看，受益于环保限产放松，采矿业增加值增速加快带动工业增加值增速回升，制造业和公共事业增加值增速回落。12月份，采矿业增加值同比增长3.6%，增速较11月份加快1.3个百分点；制造业增长5.5%，回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.6%，回落0.2个百分点。从产品产量来看，12月钢材和粗钢产量增速虽略有下滑但增速仍然较高，或受益于环保限产边际趋松，对基建明年回暖形成支撑；水泥产量12月增速回升至4.3%；汽车产量12月份同比-14.9%，增速降幅缩窄。

图 15 工业增加值累计同比增速

图 16 工业企业利润当月同比、累计同比



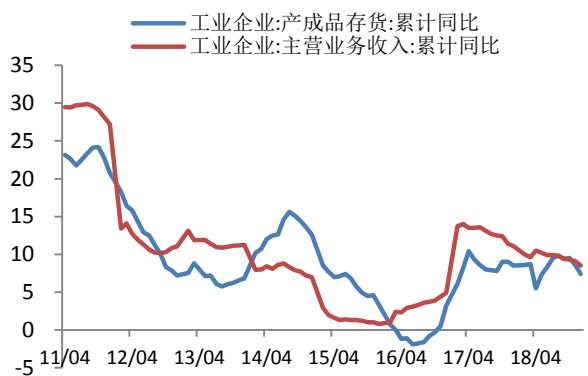
资料来源：Wind、东海期货

#### 四、商品库存：企业仍处于主动去库存阶段

12月工业企业库存周转效率未明显提高，企业料将持续处于主动去库存阶段。产成品存货增速小幅下行，周转效率未明显提高，随着下游需求走弱，工业企业利润增速已进入下行通道，企业料将持续处于主动去库存状态。

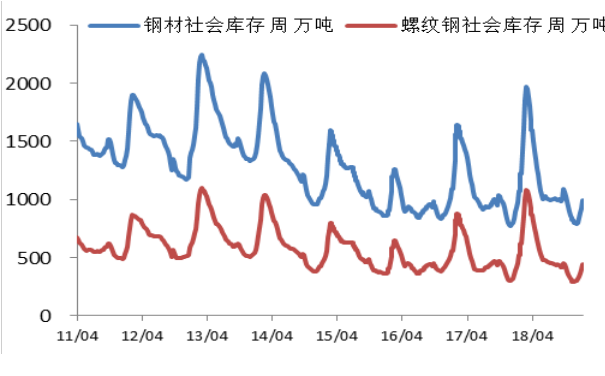
在原材料库存方面，截至2月1日，钢材全社会库存规模为1117.96万吨，年初以来持续呈现上升态势。螺纹钢和热卷库存均有所回升，其中螺纹钢社会库存回升至522.17万吨，热卷社会库存回升至200.66万吨。螺纹钢冬储力度偏弱，是往年大约7成左右，需关注节后库存变化情况，及节后开工力度对商品走势的影响。

图 17 工业企业库存情况



资料来源：Wind、东海期货

图 18 钢材和螺纹钢库存情况



## 五、具体品种配置策略：

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
动力煤	需求弱稳，煤矿复产时间成最大变量	口供给偏紧是否能够与以上的带动三个潜在需求的发酵，并且与进口煤的收紧形成共振从而拉动煤价很大程度上取决于煤矿的复工时间；但即使短期供给偏紧，在中长期需求弱势以及供给恢复正常的背景下，煤价的下行压力依旧显著。	安检限产力度超预期；极端天气的影响；终端用电需求超预期	中长期维持偏空的思路，待节后煤矿复工时间基本确定后选择是否短期做多。
镍	近忧暂缓，镍价或偏强震荡	短期内镍产业链的悲观预期得到一定程度的修复，叠加宏观情绪回暖，镍价强势回升。但是国内外经济下行压力持续，镍铁供应保持高速增长的预期不变，基本面依然偏弱，重点关注节后不锈钢的需求情况。	中美贸易谈判恶化；镍铁增产超预期；不锈钢旺季需求不及预期	预计2月镍价走势偏强震荡，操作上建议观望，不宜追高，前多可继续持有。
PTA	把握需求恢复节奏，关注正套机会	油价区间震荡，PX装置变动有限，紧平衡状态维持。PTA2月供应预计小幅增长，但整体压力不大。目前矛盾集中在下游需求的恢复上，需要关注聚酯复工节奏。	油价大幅震荡，装置投产与检修，下游节后恢复速度	单边建议观望；套利可关注价差缩窄后3-5或者5-9正套。
聚烯烃	节后出货压力增大，聚烯烃偏弱运行	基本面来看，供应方面，检修损失相比上月继续减少，整体供应将会增多。考虑到PE的进口量稳定增长，2月份PE的供应压力要大于PP。需求方面，目前的地膜开工率较12月份有所增加，随着3月份地膜需求旺季临近，PE的需求将会进一步增加。而PP下游需求受房地产调整以及经济下行的拖累，整体不容乐观。	汇率风险对进口的影响，装置意外检修以及油价大涨等等	由于春节长假有累库预期，节后石化厂商或降价促销，对聚烯烃形成一定利空，建议空单持有。跨品种套利方面，考虑到需求的差异性，2月份PE的供需情况将好于PP，多LL空PP仍然可以滚动操作。
豆类油脂	节后豆粕需求预期悲观，中长期看多油粕比	供应端，受不利天气影响，巴西大豆产量不及预期，刺激近期美豆价格反弹。但南美大豆整体产量仍明显高于去年，因此上半年全球大豆供应依然宽裕。1月末中美贸易谈判告一段落，中国将再采购500万吨美豆，对国内市场影响偏空。需求端，非洲猪瘟疫情对国内养殖行业和饲料需求影响继续发酵，市场悲观预计春节后生猪存栏下降20%，引发豆粕饲料消费下降10-20%。因此，国内豆粕需求放缓超预期，豆油继续去库存，中长期仍然看多油粕比。	中美贸易战，如果后续谈判未能达成协议，豆粕将大幅反弹，油粕比可能调整。此外，还需要关注南美大豆生长和收割情况以及国内非洲猪瘟疫情。	国内豆粕需求放缓超预期，豆油继续去库存，中长期仍然看多油粕比。



白糖

外围利好因素短期支撑糖价，中长期继续空头思路

国际方面，巴西减产、雷亚尔仍存升值预期以及印度虫害等利好等利多短期支撑原糖价格；但印度、泰国供应量持续增加，全球过剩情况有所缓解但尚未扭转。国内 2017/18 年度继续增产，8、9 月销糖率好转，短期内，糖价在库存减小、内外持续倒挂、新榨季尚未大量开榨之际，价格或震荡偏强。11 月后，进入消费淡季，库存压力加大。此外，走私量较大，配额内进口利润高，糖价依然面临回调风险。

印度加大补贴力度、美元兑雷亚尔反弹、国内甘蔗开榨时间提前

操作上建议短期多头思路，1901 回调做多，单边长期维持空头策略；套利方面，长期看近强远弱，正套为主。

### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)