

利好出尽，关注盈利，股指将震荡回落

主要观点

行情回顾。本周国债期货仍然维持震荡格局。5年期主力合约 TF1906 收盘价报 99.500，周内涨幅 0.001%，周成交量 19,852，周内增仓 663；10年期主力合约 T1906 收盘价报 97.620，周内涨幅 0.003%，周成交量 176,319，周内增仓 1,437；2年期国债期货主力合约 TS1906 收盘价报 100.190，周成交量 306 手，周减仓 5 手。在基本面有所回暖、减税降费政策利好以及美联储鸽派会议的刺激下，股指期货偏强震荡。沪深 300 期货主力合约 IF1904 周内上涨 2.196%，周增仓 1040 手；上证 50 期货主力合约 IH1904 周内上涨 0.965%，周减仓 395 手；中证 500 期货主力合约 IC1904 周内上涨 4.655%，周增仓 1871 手。上证 50 期货下月合约 IC1904 周内涨幅最大，为 4.675%。

基础市场表现。周五央行不开展逆回购操作，当日实现净回笼 200 亿元。本周央行通过逆回购共实现净投放 900 亿元。此外，本周一有人民币 3270 亿元中期借贷便利(MLF)到期。3月份市场资金面总体保持平稳偏松态势没有太大问题。但随着税期影响加大、地方债加快发行，以及 MLF 到期回笼，流动性总量还有下降压力。周内 shibor 回购利率涨跌不一，隔夜利率下行 3.5bp 报 2.6200%，但 2 个月利率大涨 35.30% 报 2.9700%；银存间质押式利率涨跌不一，其中隔夜利率下行 8.28bp 报 2.6731%。

后市展望。消息面，(1)中国上交所开始组建科创板上市委及咨询委，公示候选人名单。科创板 IPO 企业名单或将今日预披；(2)欧盟将英国脱欧日期延迟至 4 月 12 日，防止下周发生无协议脱欧；到 4 月 12 日，如果英国脱欧协议还未获得批准，英国需要决定下一步计划；(3)中国国务院明确增值税减税配套措施，决定延续部分已到期税收优惠政策，并对扶贫捐赠和污染防治的第三方企业给予税收优惠；(4)美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦将访华，于 3 月 28 日和 29 日举行中美第八轮经贸高级别磋商。

展望后市，美联储鸽派表态、国内减税降负、基本面的回暖对于股市的提振已经兑现，而企业利润仍旧较差，PPI 长期维持低位抑制了工业企业利润，企业盈利水平低，预计后市股市将回归基本面，进入一个偏弱震荡的格局，投资者可逢高做空。债市方面，2018 年四季度货币政策执行报告去掉了关于货币政策“中性”和“把好货币供给总闸门”的表述，货币政策可能仍有进一步放松空间；但短期内地方债需求较为旺盛，叠加基本面回暖对期债形成压制，预计期债将维持震荡格局，建议观望。

报告日期 2019-3-25

研究所

张楠

金融期货分析师

从业资格号：F3048775

电话：010-84183054

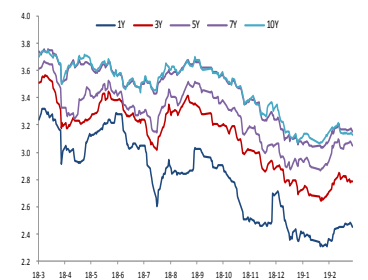
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

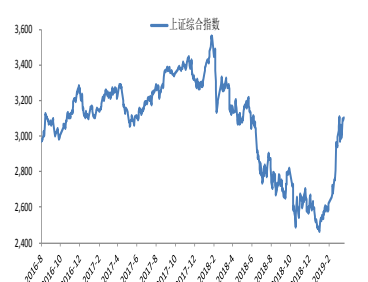
T 主力合约走势



国债收益率



大盘指数



目 录

一、行情回顾.....	4
二、基础市场表现.....	5
（一）货币市场.....	5
（二）利率债市场.....	6
三、期指行情回顾.....	7
四、A股行情.....	8
五、宏观经济.....	10
（一）生产端——制造业 PMI 结束收缩趋势.....	10
（二）投资维持低位，基建投资回暖.....	11
（三）进出口大降、消费维持低位.....	12
（四）通胀小幅回升.....	12
（五）社融增量和新增贷款回落.....	13
六、后市展望.....	14

插图

表 1 国债期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）	4
图 1: TF 主力合约走势	4
图 2: TF 主力合约成交量及持仓量	4
图 3: T 主力合约走势	5
图 4: T 主力合约成交量及持仓量	5
图 5: TS 主力合约走势	5
图 6: TS 主力合约成交量及持仓量	5
图 7: SHIBOR 利率走势	5
图 8: 公开市场操作	5
图 9: SHIBOR 利率变化（周）	6
图 10: 银质押利率变化（周）	6
图 11: 地方政府债发行（月）	6
图 12: 债券净融资额	6
图 13: 国债收益率走势	6
图 14: 国开债收益率走势	6
图 15: 国债收益率变化（周）	6
图 16: 国开债收益率变化（周）	6
图 17: 10 年期国债利差（中美）	7
图 18: 债券净价指数	7
表 2: 期货合约周成交/持仓情况（价格：元；持仓/成交单位：手）	7
图 2 T 主力合约走势	7
图 19: 沪深 300 期货主力合约走势	8
图 20: 上证 50 期货主力合约走势	8
图 21: 上证综合指数走势	9
图 22: 各版块表现（周）	9
图 23: Wind 行业表现（周）	9
图 24: 全部 A 股市盈率（TTM）	9
图 25: 沪深 300 市盈率（TTM）	9
图 26: 上证 50 市盈率（TTM）	10
图 27: 中证 500 市盈率（TTM）	10
图 28: 制造业 PMI&财新 PMI	10
图 29: 制造业 PMI 分项指标	10
图 30: 粗钢产量	11
图 31: 六大发电集团耗煤量	11
图 32: 固定资产投资增速	11
图 33: 固定资产投资资金来源	11
图 34: 房地产开工面积	12
图 35: 房地产竣工面积	12
图 36: 进出口同比	12
图 37: 社会消费品零售总额	12
图 38: CPI 同比/环比（%）	13
图 39: PPI 当月同比	13
图 40: 社会融资规模	13
图 41: 社融分项新增量	13
图 42: 新增人民币存款分项	13
图 42: 货币供应	13

一、行情回顾

合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
TF1906	99.435	99.535	99.250	99.500	0.001	19,852	16,665	663	99.4900
TF1909	99.100	99.175	99.015	99.170	-0.025	5	6	3	99.1700
TF1912	99.100	99.230	99.015	99.325	0.227	0	0	0	99.1000
小计						19,857	16,671	666	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
T1906	97.620	97.845	97.365	97.790	0.003	176,319	57,536	1,437	97.7700
T1909	97.315	97.525	97.075	97.500	0.004	772	1,215	248	97.4850
T1912	96.995	97.775	96.625	97.260	0.003	32	34	15	97.4400
小计						177,091	58,751	1,685	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
TS1906	100.180	100.190	99.980	100.190	0.000	306	348	(5)	100.1900
TS1909	100.150	100.150	99.980	100.000	-0.001	0	0	(5)	100.0550
TS1912	100.680	100.715	100.575	100.865	0.002	0	0	0	100.7150
小计						306	348	(10)	

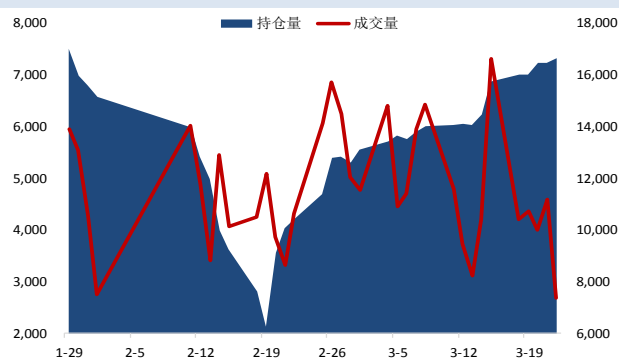
2月宏观数据有所改善, 叠加股市大涨, 本周国债期货仍然维持震荡格局。5年期主力合约TF1906收盘价报99.500, 周内涨幅 0.001%, 周成交量19,852, 周内增仓663; 10年期主力合约 T1906 收盘价报97.620, 周内涨幅0.003%, 周成交量176,319, 周内增仓 1,437; 2年期国债期货主力合约 TS1906 收盘价报100.190, 周成交量 306手, 周减仓5手。

图 1: TF 主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 2: TF 主力合约成交量及持仓量



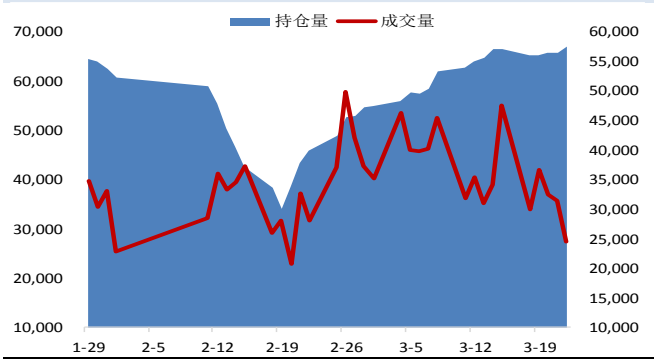
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3: T 主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 4: T 主力合约成交量及持仓量



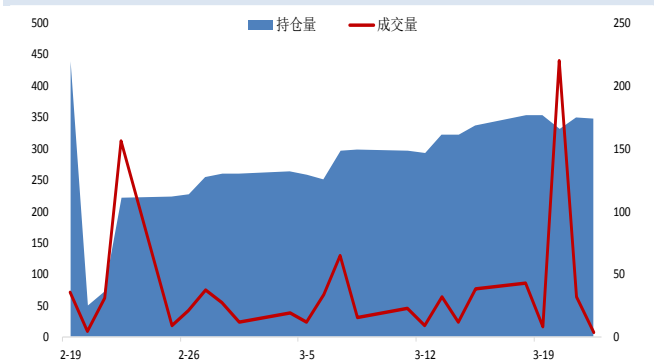
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 5: TS 主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6: TS 主力合约成交量及持仓量



数据来源: Wind、国都期货研究所

二、基础市场表现

(一) 货币市场

周五央行不开展逆回购操作,当日实现净回笼200亿元。本周央行通过逆回购共实现净投放900亿元。此外,本周一有人民币3270亿元中期借贷便利(MLF)到期。3月份市场资金面总体保持平稳偏松态势没有太大问题。但随着税期影响加大、地方债加快发行,以及MLF到期回笼,流动性总量还有下降压力。周内shibor回购利率涨跌不一,隔夜利率下行3.5bp报2.6200%,但2个月利率大涨35.30%报2.9700%;银存间质押式利率涨跌不一,其中隔夜利率下行8.28bp报2.6731%。

图 7: SHIBOR 利率走势

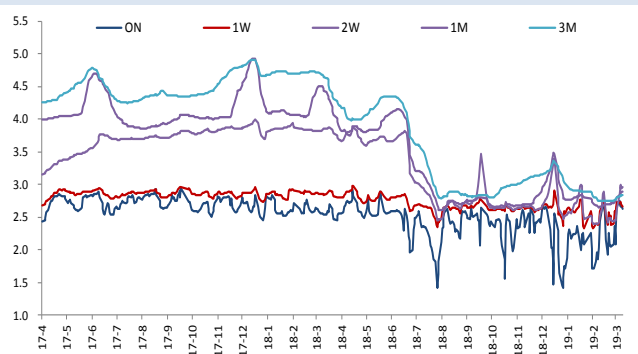
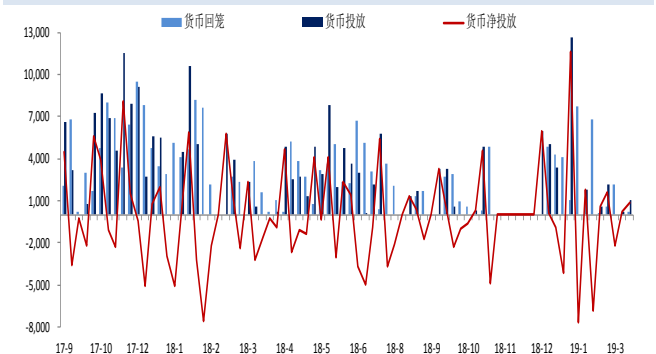
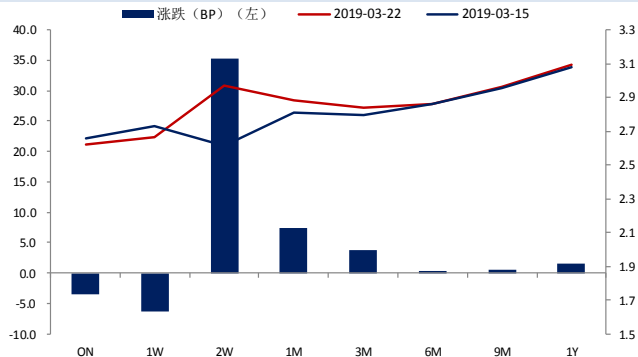


图 8: 公开市场操作

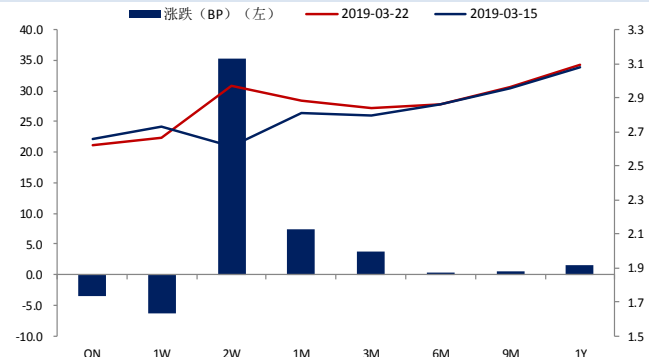


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9: SHIBOR 利率变化 (周)


数据来源: Wind、国都期货研究所

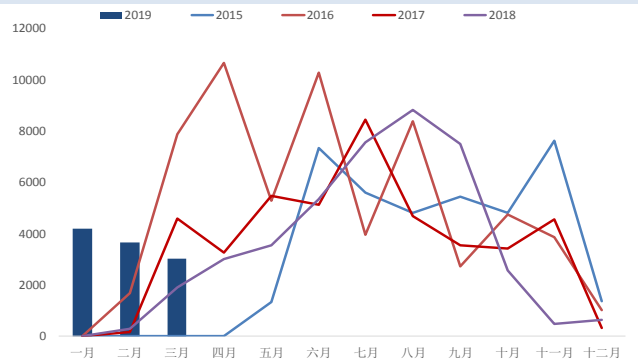
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10: 银质押利率变化 (周)


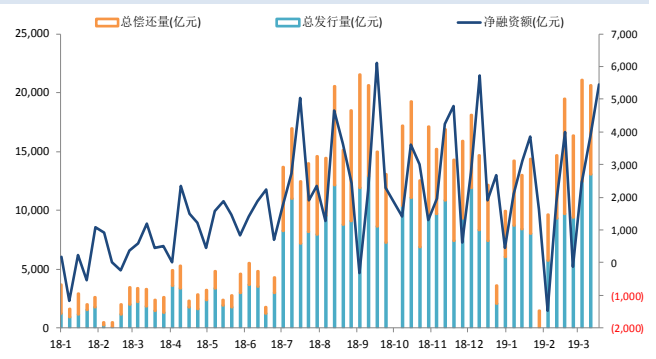
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

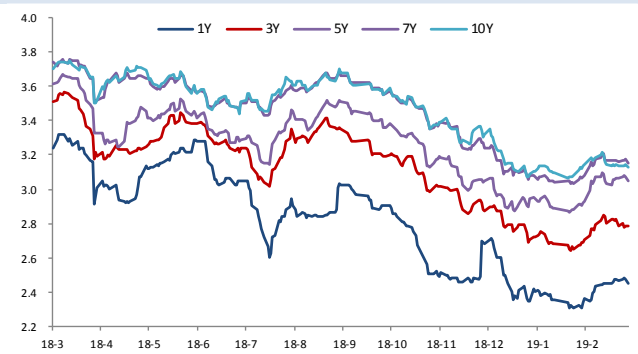
本周地方债继续放量发行。截止本周, 3月共发行3034亿元地方政府债。利率债供给压力仍然较大。国债、国开债利率有所上行。

图 11: 地方政府债发行 (月)


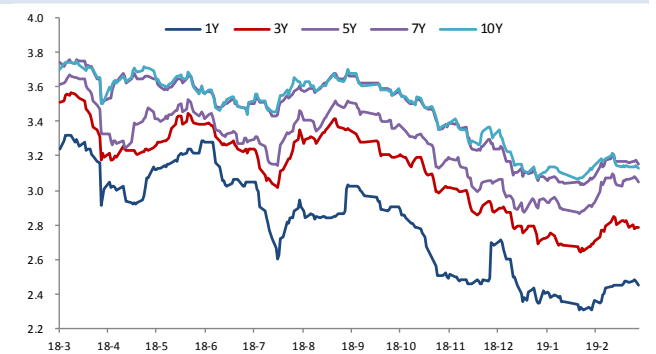
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12: 债券净融资额


数据来源: Wind、国都期货研究所

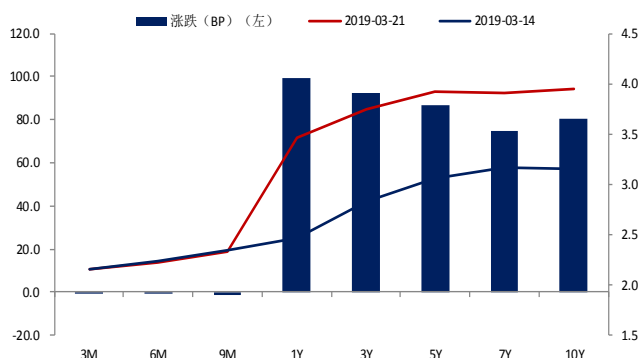
图 13: 国债收益率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

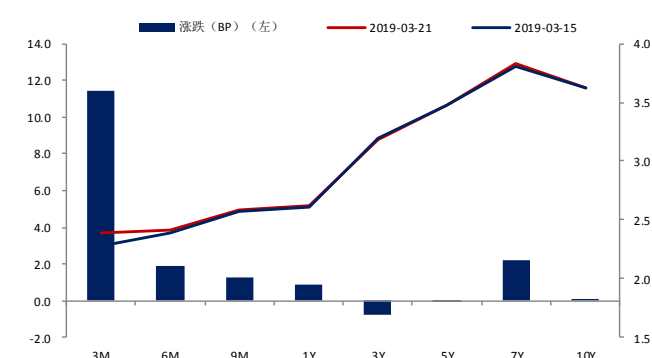
图 14: 国开债收益率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

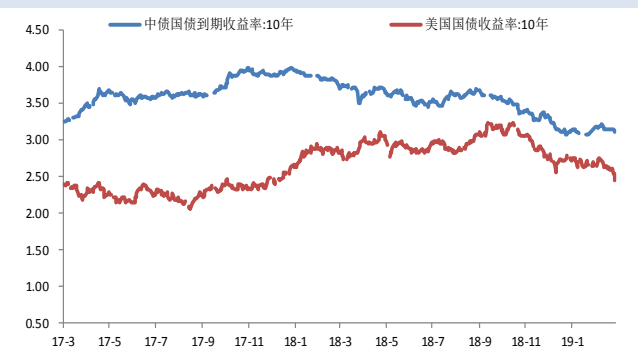
图 15: 国债收益率变化 (周)
图 16: 国开债收益率变化 (周)



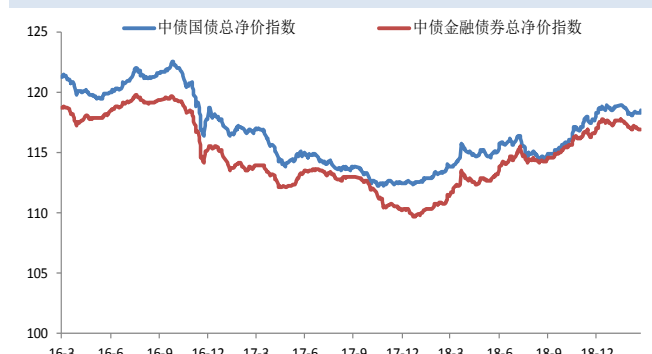
数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17: 10年期国债利差 (中美)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18: 债券净价指数


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、期指行情回顾

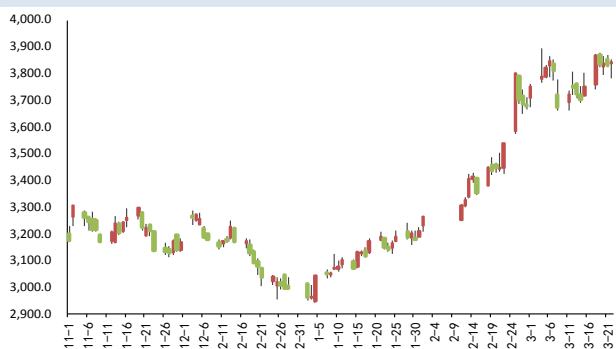
在基本面有所回暖、减税降费政策利好以及美联储鸽派会议的刺激下，股指期货偏强震荡。沪深300 期货主力合约IF1904 周内上涨 2.196%，周增仓1040手；上证50 期货主力合约IH1904 周内上涨 0.965%，周减仓395手；中证500 期货主力合约IC1904周内上涨 4.655%，周增仓1871手。上证50 期货下月合约 IC1904周内涨幅最大，为4.675%。

表 2: 期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IF1904	3,760.800	3,877.600	3,741.600	3,843.400	2.196	416,296	68,394	1,040	3,835.200
IF1905	3,768.800	3,884.200	3,750.000	3,847.600	2.091	6,695	1,697	808	3,837.800
IF1906	3,762.000	3,878.800	3,745.000	3,844.800	2.201	76,199	27,808	(669)	3,835.200
IF1909	3,738.000	3,861.200	3,727.200	3,823.400	2.285	13,011	12,273	200	3,814.400
小计						512,201	110,172	1,379	

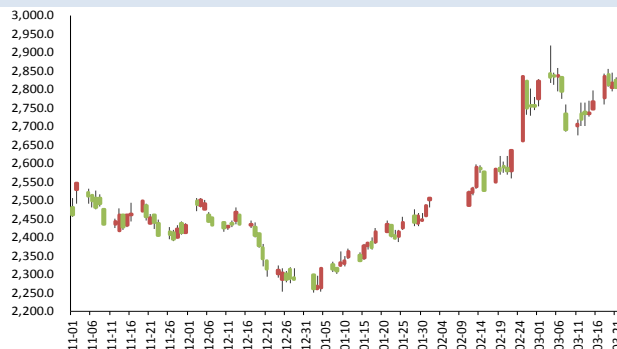
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IH1904	2,777.200	2,856.000	2,760.400	2,804.000	0.965	180,028	30,625	(395)	2,798.800
IH1905	2,780.000	2,861.800	2,771.000	2,805.000	0.899	3,265	947	413	2,802.800
IH1906	2,780.000	2,860.200	2,766.000	2,807.000	0.971	28,197	12,000	(268)	2,817.000
IH1909	2,770.000	2,853.000	2,758.800	2,798.000	1.011	8,496	6,022	19	2,807.000
小计						219,986	49,594	(231)	
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IC1904	5,361.600	5,628.000	5,303.800	5,611.200	4.655	303,638	59,422	1,871	5,594.400
IC1905	5,343.000	5,604.200	5,293.600	5,592.800	4.675	306,073	1,993	1,556	5,579.400
IC1906	5,323.800	5,575.000	5,277.600	5,567.000	4.568	59,389	27,240	628	5,547.800
IC1909	5,273.600	5,518.800	5,239.000	5,508.800	4.460	11,819	7,279	683	5,490.800
小计						680,919	95,934	4,738	

图 19：沪深 300 期货主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20：上证 50 期货主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

四、A 股行情

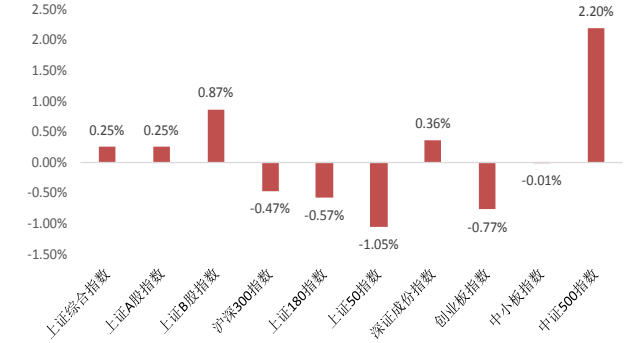
本周股市继续偏强震荡，周一再度逼近3100点整数关口；随后的四个交易日中，大盘一直在3100点附近窄幅震荡整理，虽上涨幅度不大，但周四与周五两天大盘的收盘点位都处于3100点上方。3月15日A股在连跌两个交易日后迎来反弹。周五沪指收报3104.15点，涨0.09%，成交额3567亿。深成指收报9879.22点，涨0.10%，成交额4453亿。创业板收报1693.87点，跌0.59%，成交额1178亿。

图 21: 上证综合指数走势



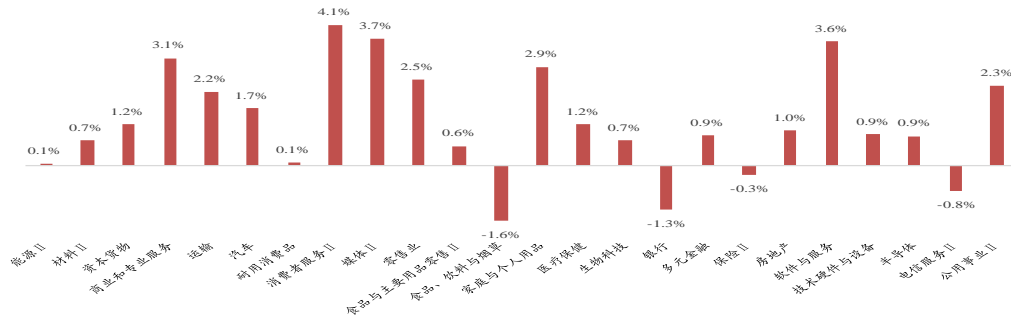
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22: 各版块表现 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23: Wind 行业表现 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24: 全部 A 股市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25: 沪深 300 市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26: 上证 50 市盈率 (TTM)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27: 中证 500 市盈率 (TTM)

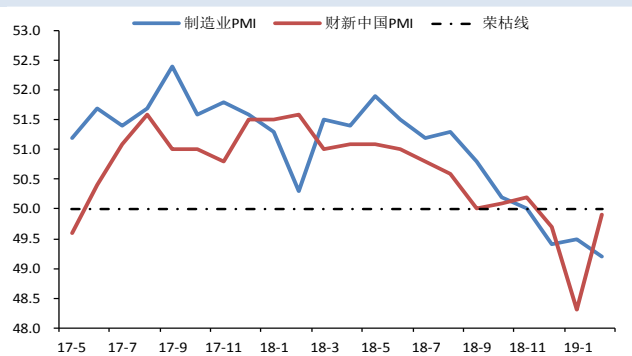

数据来源: Wind、国都期货研究所

五、宏观经济

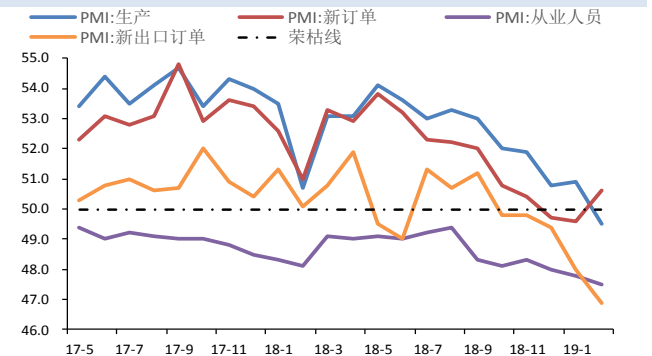
(一) 生产端——制造业 PMI 结束收缩趋势

2月制造业PMI录得49.2, 下降0.3个百分点, 为2016年3月以来新低。2月中国制造业产出结束收缩趋势, 恢复扩张, 但增速仍属小幅。从企业规模看, 大型企业PMI为51.5%, 比上月上升0.2个百分点, 继续高于临界点; 中、小型企业PMI为46.9%和45.3%, 分别比上月下降0.3和2.0个百分点, 均位于临界点以下。

从分类指数看, 在构成制造业PMI的5个分类指数中, 新订单指数高于临界点, 生产指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。需求方面, 2月新订单总量也出现小幅增长, 内需上升是新订单恢复增长的主要动力; 新出口订单指数则重新落入收缩区间, 过去11个月以来, 出口销售有10个月呈现下降趋势。

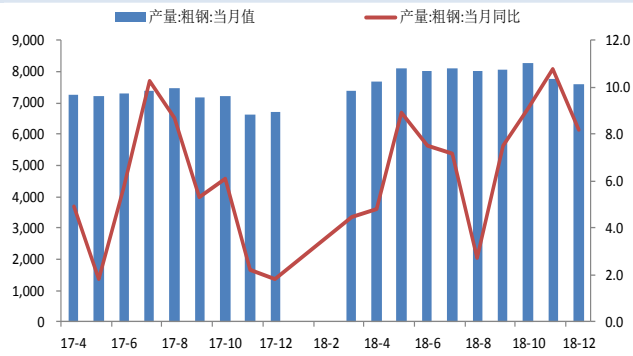
图 28: 制造业 PMI&财新 PMI


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29: 制造业 PMI 分项指标


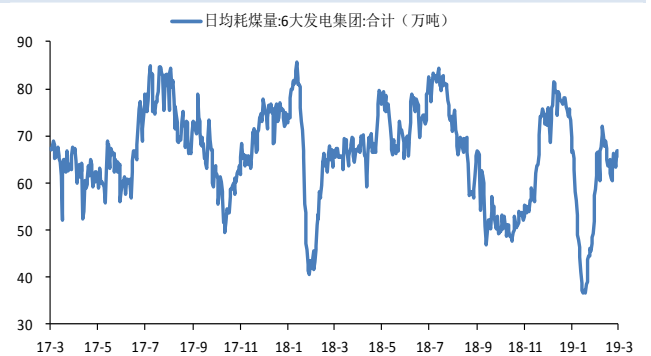
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30: 粗钢产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31: 六大发电集团耗煤量



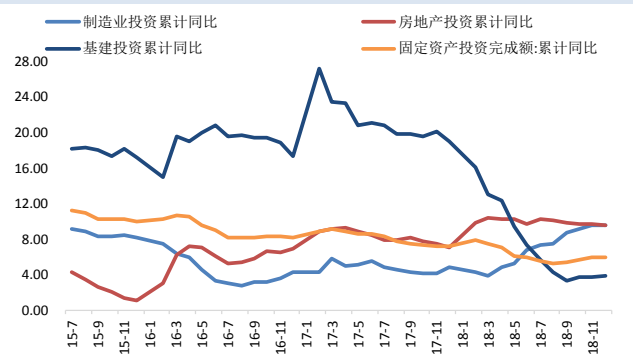
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 投资维持低位，基建投资回暖

1-2月，固定资产投资同比增长6.1%，增速比上年全年加快0.2个百分点。2月固定资产投资累计同比高于去年，存在着季节性因素。不过，固定资产投资累计同比低于去年同期水平，表明固定资产投资依然偏弱。分项上看，基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升，但基建投资回升速度并不是很快。制造业投资处于下行趋势中，主要的影响因素是制造业企业利润下滑。房地产投资累计同比不仅高于去年也高于去年同期水平，房地产投资表现较好。固定资产投资、基建增速稳健，整体略超市场预期。

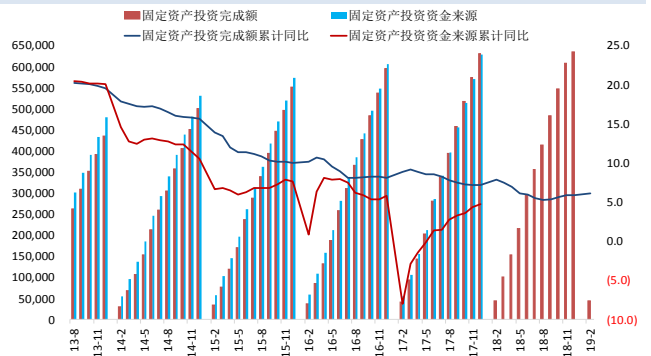
房地产开发增速提高。1-2月房地产开发投资同比增长11.6%，增速比2018年全年（9.5%）提高2.1个百分点；商品房销售面积下降3.6%，而销售额增长2.8%，量价不匹配预示房价有所回升。

图 32: 固定资产投资增速

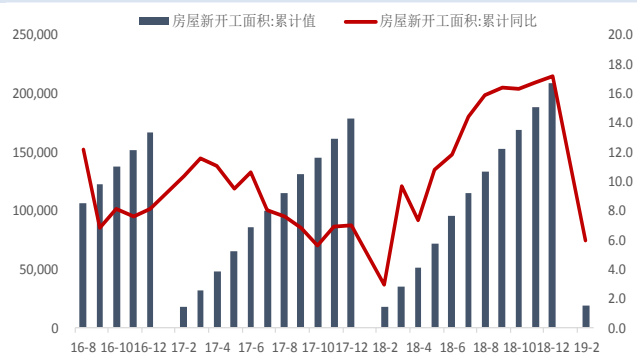


数据来源: Wind、国都期货研究所

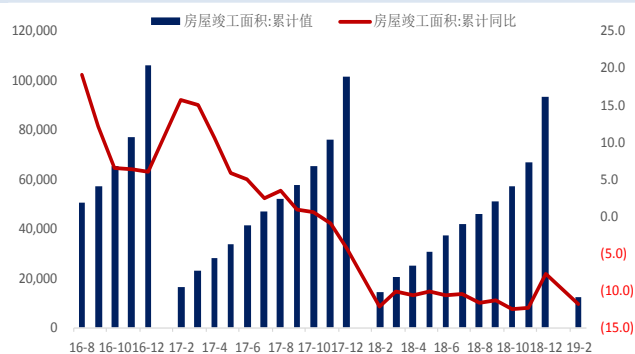
图 33: 固定资产投资资金来源



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 34： 房地产开工面积


数据来源：Wind、国都期货研究所

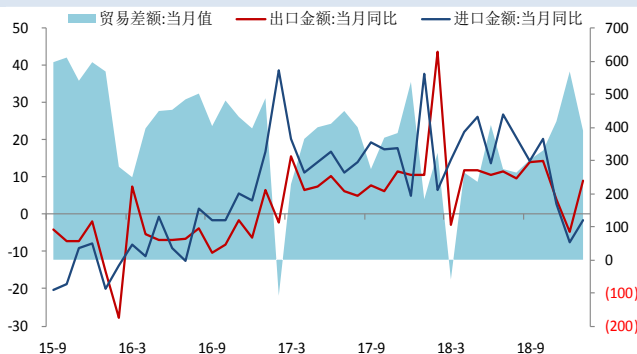
图 35： 房地产竣工面积


数据来源：Wind、国都期货研究所

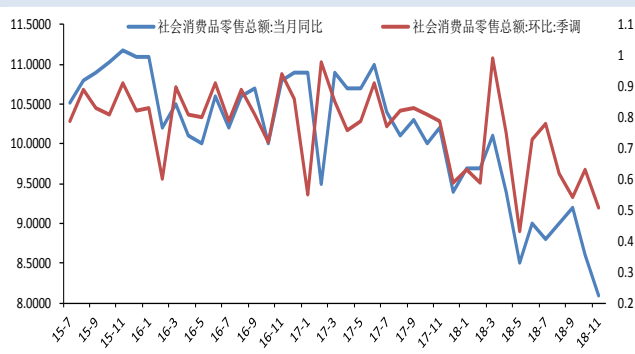
（三） 进出口大降、消费维持低位

中国 2 月进出口贸易增速大幅滑落。按美元计，中国 2 月出口同比下降 20.7%，大幅低于预期的 -4% 和前值 9.1%，单月出口增速创 2016 年 2 月以来最低值；进口同比下降 5.2%，大幅低于预期的 -0.9% 和前值 -1.5%。2 月份进出口增速转负并大幅低于预期，重要原因为春节影响。

2 月份中国对主要贸易伙伴的出口增速继续明显下降，对美出口增速较 1 月份大幅下降 25.8 个百分点至 -28.57%；对欧盟由 14.49% 降至 -13.15%；对日本由 5.64% 降至 -9.51%；对东盟由 11.50% 降至 -13.22%。高新技术产品与机电产品出口增速下降显著，农产品进口增速回落。

图 36： 进出口同比


数据来源：Wind、国都期货研究所

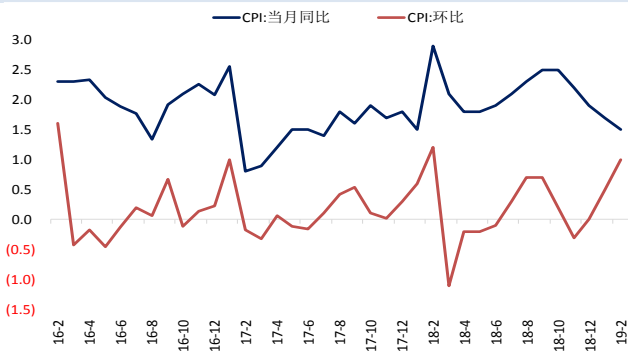
图 37： 社会消费品零售总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

（四） 通胀小幅回升

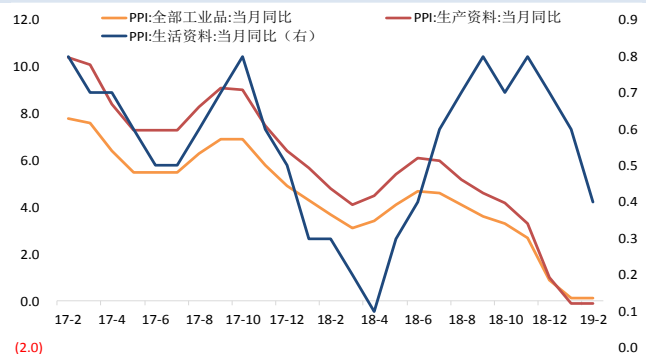
2 月 CPI 同比上涨 1.5%，预期 1.4%，前值 1.7%；PPI 同比上涨 0.1%，预期 0.2%，前值 0.1%。2 月 CPI 略高于市场预期。由于基数效应影响，2 月 CPI 同比增速较 1 月回落 0.2 个百分点。从环比看，食品与非食品价格齐涨，均超季节性规律。未来非洲猪瘟是否能得到全面有效控制以及其对猪肉产能加速出清的作用，仍然需要密切关注。2 月 PPI 略低于预期。考虑到基数效应、信贷对稳增长作用增强，短期 PPI 或趋于回升。

图 38: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 39: PPI 当月同比



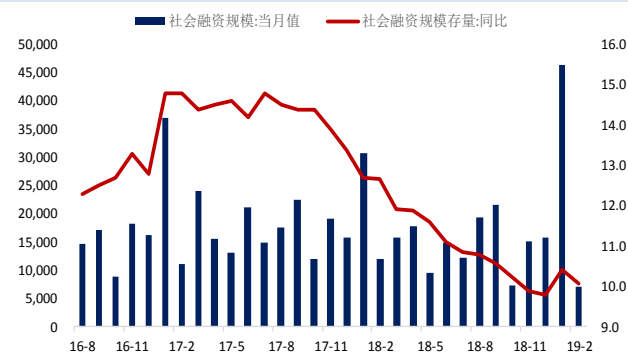
数据来源: Wind、国都期货研究所

(五) 社融增量和新增贷款回落

2月份,社融增量为7030亿元,分别较上月和上年同期减少39323亿元和4864亿元,社融回落受季节性因素影响较大;1-2月份,社融增量累计达5.34万亿元,较上年同期增加1.07万亿元,年内社融整体仍在改善

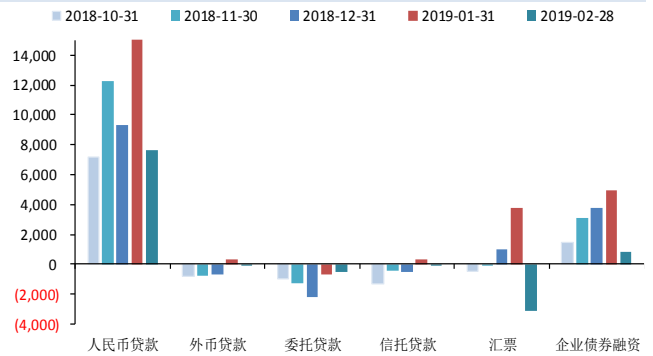
2月表外新增未贴现银行承兑汇票和人民币贷款减少较多,是社融回落的主因,其分别较去年同期下降3209和2558亿元,但1-2月社融增量累计同比多增,主要由新增人民币贷款、企业债券融、地方政府专项债贡献。

图 40: 社会融资规模



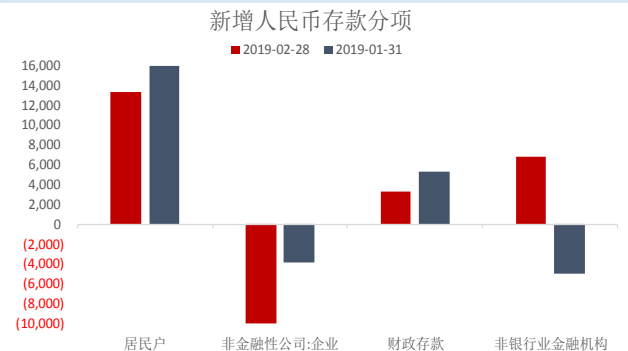
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 41: 社融分项新增量



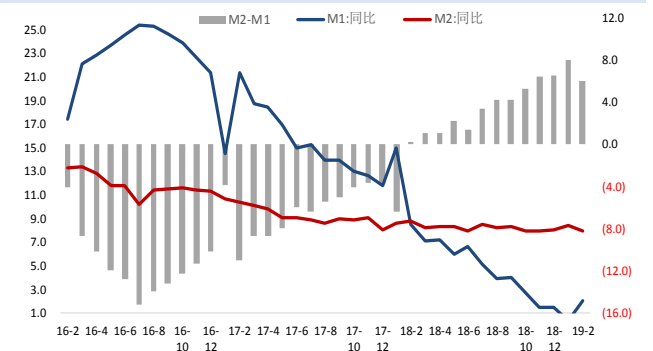
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 42: 新增人民币存款分项



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 42: 货币供应



数据来源: Wind、国都期货研究所

六、后市展望

消息面，(1) 中国上交所开始组建科创板上市委及咨询委，公示候选人名单。科创板IPO企业名单或将今日预披；(2) 欧盟将英国脱欧日期延迟至4月12日，防止下周发生无协议脱欧；到4月12日，如果英国脱欧协议还未获得批准，英国需要决定下一步计划；(3) 中国国务院明确增值税减税配套措施，决定延续部分已到期税收优惠政策，并对扶贫捐赠和污染防治的第三方企业给予税收优惠；(4) 美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦将访华，于3月28日和29日举行中美第八轮经贸高级别磋商。

展望后市，美联储鸽派表态、国内减税降负、基本面的回暖对于股市的提振已经兑现，而企业利润仍旧较差，PPI长期维持低位抑制了工业企业利润，企业盈利水平低，预计后市股市将回归基本面，进入一个偏弱震荡的格局，投资者可逢高做空。债市方面，2018年四季度货币政策执行报告去掉了关于货币政策“中性”和“把好货币供给总闸门”的表述，货币政策可能仍有进一步放松空间；但短期内地方债需求较为旺盛，叠加基本面回暖对期债形成压制，预计期债将维持震荡格局，建议观望。

分析师简介

张楠，国都期货研究所金融期货分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士学历，清华经济管理学院经济与金融学士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。