

关注盈利，谨防大盘回调

主要观点

行情回顾。3月PMI数据重返扩张区间，基本面回暖抑制债市，叠加A股大涨，上周国债期货大跌。5年期主力合约TF1906收盘价报98.725，周内跌幅0.010%，周成交量33,485，周内减仓1136；10年期主力合约T1906收盘价报96.460，周内跌幅0.016%，周成交量215,759，周内增仓4,388；2年期国债期货主力合约TS1906收盘价报100.035，周内跌幅0.003%，周成交量577手，周增仓248。在基本面回暖和减税降费政策落地的刺激下，本周股指期货放量大涨。沪深300期货主力合约IF1904周内上涨9.451%，周增仓1865手；上证50期货主力合约IH1904周内上涨7.597%，周增仓191手；中证500期货主力合约IC1904周内上涨10.302%，周减仓1153手。中证500期货下季合约IC1909周内涨幅最大，为11.269%。

基础市场表现。央行称季末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，周四继续不开展逆回购操作，这是央行连续第12个交易日未开展逆回购。shibor普遍下行。隔夜Shibor跌24.6bp至1.417%，距离1月初创下的三年多低位1.414%仅一步之遥。1周Shibor涨6.1bp至2.418%，2周Shibor跌2.7bp至2.376%，1个月Shibor跌3.3bp至2.664%，3个月Shibor跌0.9bp至2.758%。本周地方债有所减缓，发行规模160亿元。招标数据显示，周三财政部续发3、7年期国债中标利率2.7879%、3.2179%，边际利率分别为2.9082%、3.2959%，投标倍数分别为1.52、1.58，边际倍数分别为1.34、1.22。利率债招标倍数、收益比较低，需求疲弱。国债、国开债利率有所上行。

后市展望。消息面，（1）美国3月非农超预期，新增19.6万人，失业率3.8%；美股上涨接近历史高位，美债收益率曲线趋平；（2）“降费”落地：养老保险单位缴费比例可降至16%，阶段性降低失业、工伤保险费率；（3）中国3月财新服务业与综合PMI双双创新高；（4）第九轮中美经贸磋商释放重磅信号。据新华社消息显示，最新的磋商富有成效，在经贸协议文本等重要问题达成新共识，双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。

展望后市，国内减税降费、基本面的回暖对于股市的提振基本已经兑现，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，不建议投资者盲目追高。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，央行连续多日未进行逆回购，市场降准的可能提升；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

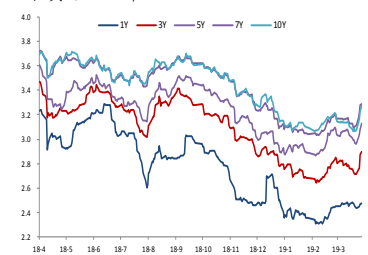
邮件：zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

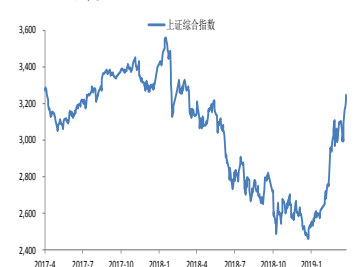
T主力合约走势



国债收益率



大盘指数



目 录

一、行情回顾.....	5
二、基础市场表现.....	6
（一）货币市场.....	6
（二）利率债市场.....	7
三、期指行情回顾.....	8
四、A股行情.....	9
五、宏观经济.....	11
（一）生产端——制造业 PMI 重返扩张区间.....	11
（二）投资维持低位，基建投资回暖.....	12
（三）进出口大降、消费维持低位.....	13
（四）通胀小幅回升.....	14
（五）社融增量和新增贷款回落.....	14
六、后市展望.....	15

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

图 42: 新增人民币存款分项	15
图 42: 货币供应	15

一、行情回顾

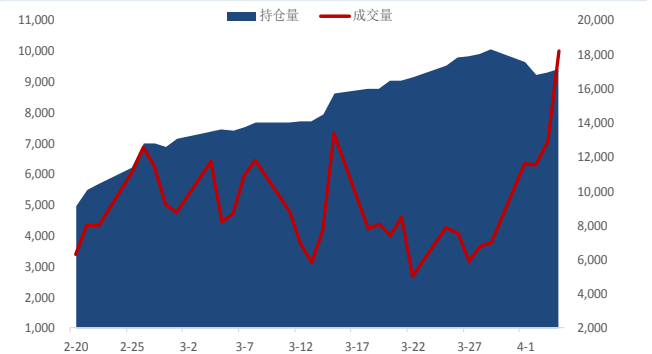
表 1 国债期货合约周成交/持仓情况 (价格: 元; 持仓/成交单位: 手)

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	99.685	99.685	98.715	98.725	-0.010	33,485	17,188	(1,136)	98.7900
TF1909	99.275	99.275	98.590	99.065	-0.272	0	6	0	98.5900
TF1912	99.335	99.335	98.530	99.325	-0.010	0	0	0	99.3350
小计						33,485	17,194	(1,136)	
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	98.000	98.020	96.455	96.460	-0.016	215,759	68,104	4,388	96.5550
T1909	97.620	97.710	96.085	96.100	-0.017	2,984	2,735	1,200	96.1800
T1912	97.420	97.505	95.900	95.900	-0.016	124	110	75	95.9350
小计						218,743	70,839	5,588	
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	100.315	100.330	99.945	100.035	-0.003	577	661	248	100.0650
TS1909	100.210	100.210	99.945	100.055	-0.002	0	0	248	99.9450
TS1912	100.840	100.840	100.590	100.865	0.000	0	0	0	100.5900
小计						577	661	496	

3月PMI数据重返扩张区间,基本面回暖抑制债市,叠加A股大涨,上周围债期货大跌。5年期主力合约TF1906收盘价报98.725,周内跌幅0.010%,周成交量33,485,周内减仓1136;10年期主力合约T1906收盘价报96.460,周内跌幅0.016%,周成交量215,759,周内增仓4,388;2年期国债期货主力合约TS1906收盘价报100.035,周内跌幅0.003%,周成交量577手,周增仓248手。

图 1: TF 主力合约走势

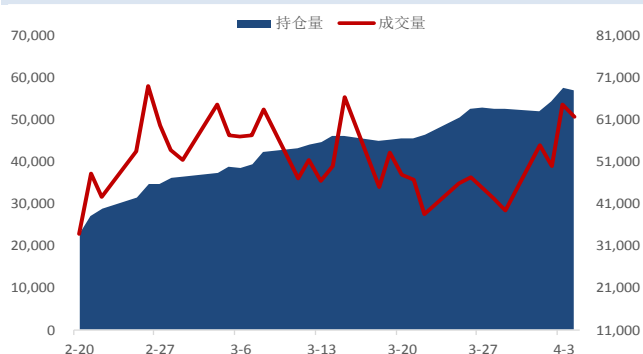

数据来源: Wind、国都期货研究所

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

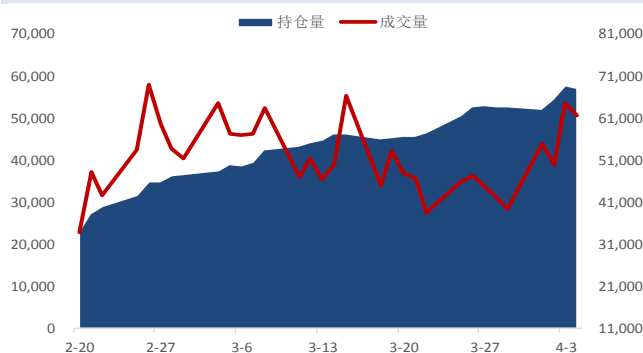

数据来源: Wind、国都期货研究所

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

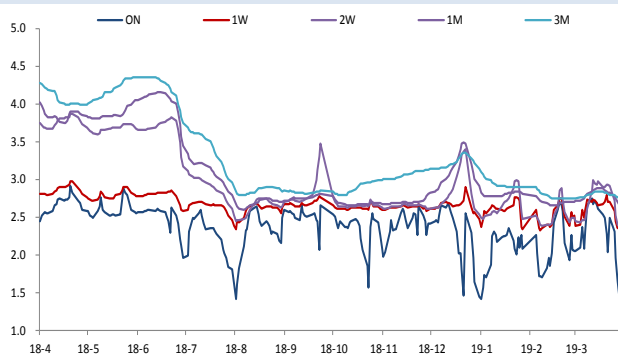
图 6: TS 主力合约成交量及持仓量


数据来源: Wind、国都期货研究所

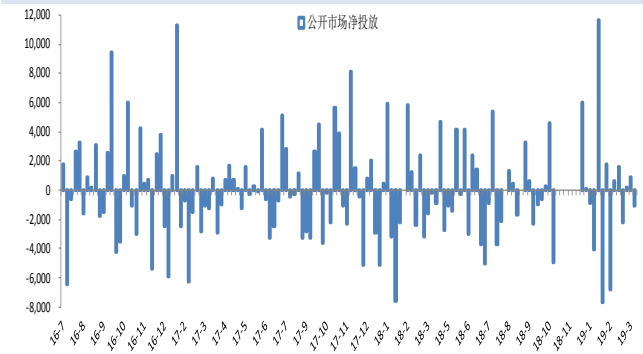
二、基础市场表现

(一) 货币市场

央行称季末财政支出力度较大, 银行体系流动性总量处于较高水平, 周四继续不开展逆回购操作, 这是央行连续第12个交易日未开展逆回购。shibor普遍下行。隔夜Shibor跌24.6bp至1.417%, 距离1月初创下的三年多低位1.414%仅一步之遥。1周Shibor涨6.1bp至2.418%, 2周Shibor跌2.7bp至2.376%, 1个月Shibor跌3.3bp至2.664%, 3个月Shibor跌0.9bp至2.758%。

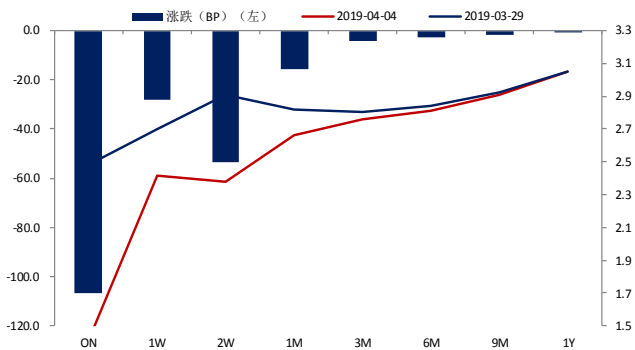
图 7: SHIBOR 利率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8: 公开市场操作


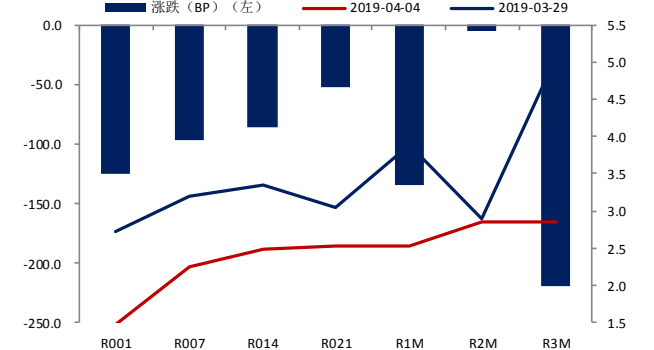
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9: SHIBOR 利率变化 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10: 银质押利率变化 (周)

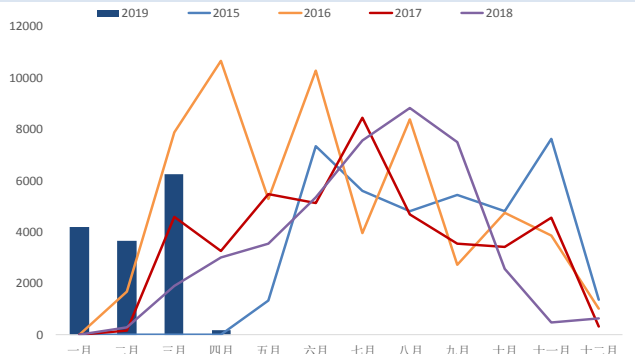


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

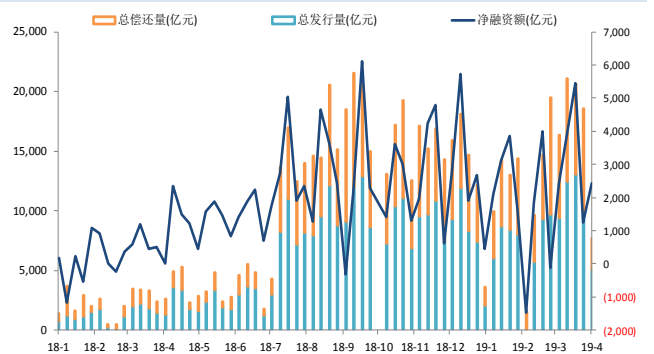
本周地方债有所减缓, 发行规模 160 亿元。招标数据显示, 周三财政部续发 3、7 年期国债中标利率 2.7879%、3.2179%, 边际利率分别为 2.9082%、3.2959%, 投标倍数分别为 1.52、1.58, 边际倍数分别为 1.34、1.22。利率债招标倍数、收益比较低, 需求疲弱。国债、国开债利率有所上行。

图 11: 地方政府债发行 (月)



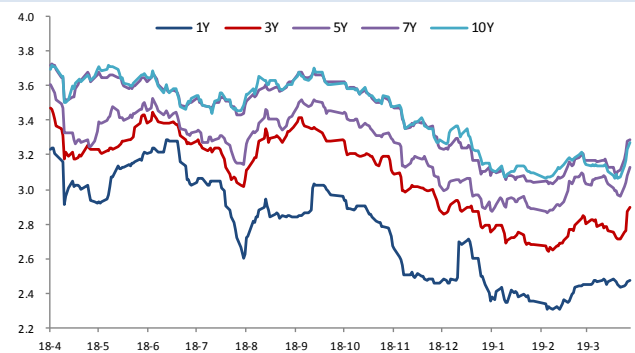
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12: 债券净融资额



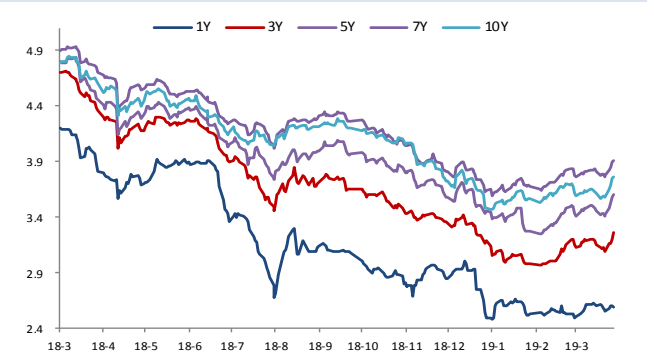
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13: 国债收益率走势

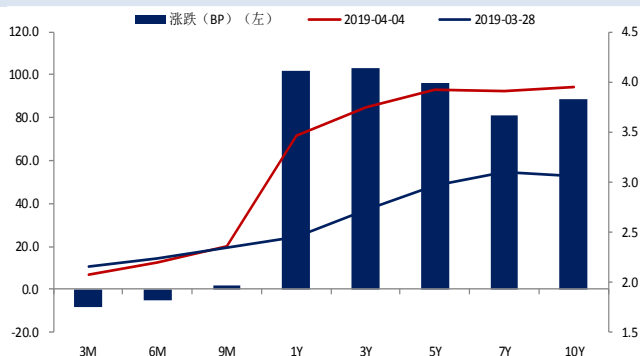


数据来源: Wind、国都期货研究所

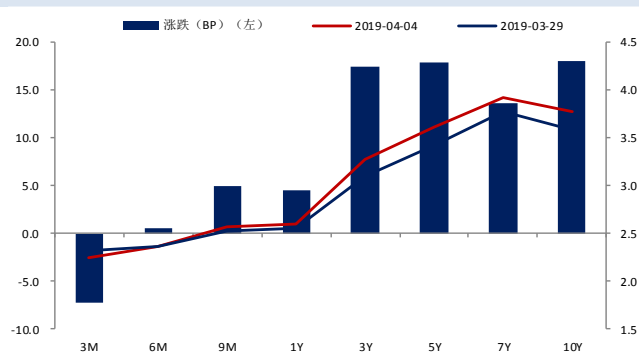
图 14: 国开债收益率走势



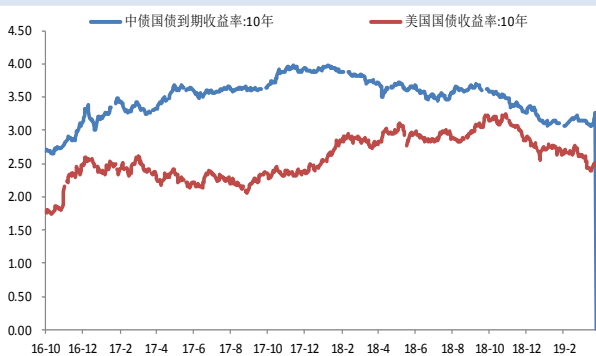
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 国债收益率变化 (周)


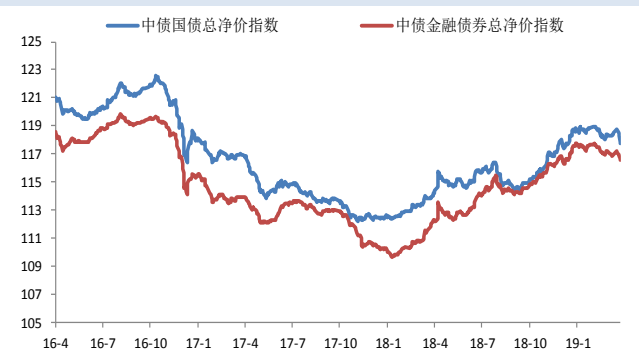
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16: 国开债收益率变化 (周)


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

在基本面回暖和减税降费政策落地的刺激下, 本周股指期货放量大涨。沪深300 期货主力合约IF1904 周内上涨 9.451%, 周增仓1865手; 上证50 期货主力合约IH1904 周内上涨 7.597%, 周增仓191手; 中证500 期货主力合约IC1904周内上涨 10.302%, 周减仓1153手。中证500 期货下季合约 IC1909周内涨幅最大, 为11.269%。

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	3,732.800	4,091.000	3,732.800	4,085.600	9.451	379,488	70,047	1,865	4,071.800
IF1905	3,731.800	4,094.600	3,731.800	4,092.000	9.652	16,121	6,808	2,107	4,075.400
IF1906	3,725.000	4,098.800	3,723.000	4,096.400	9.970	76,387	30,836	2,342	3,968.200
IF1909	3,711.200	4,080.000	3,711.200	4,078.000	9.884	16,190	14,443	914	4,063.570
小计						488,186	122,134	7,228	

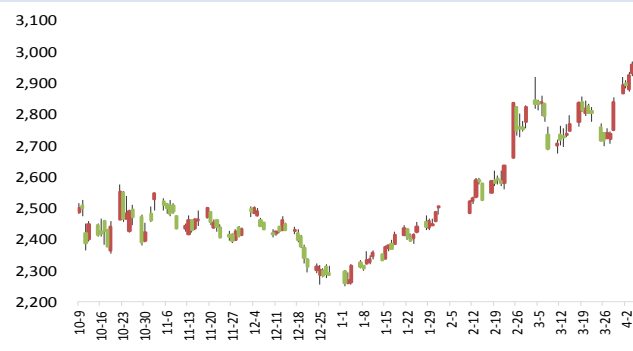
合约代码	周开盘价	周最高价	周最低价	周收盘价	涨跌(%)	周成交量	周持仓量	持仓变化	周末结算价
IH1904	2,751.000	2,969.600	2,747.000	2,960.000	7.597	163,354	30,840	191	2,952.500
IH1905	2,755.000	2,975.800	2,755.000	2,967.000	7.695	7,484	2,911	1,087	2,961.050
IH1906	2,739.200	2,967.400	2,739.200	2,960.000	8.061	29,188	12,462	404	2,916.600
IH1909	2,739.800	2,961.400	2,738.800	2,956.600	7.913	8,258	7,200	449	2,913.400
小计						208,284	53,413	2,131	
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	5,333.200	5,898.000	5,322.400	5,882.600	10.302	288,198	57,698	(1,153)	5,863.060
IC1905	5,315.800	5,882.600	5,308.600	5,876.000	10.538	292,566	5,111	1,268	5,849.300
IC1906	5,284.800	5,866.200	5,274.800	5,849.400	10.683	64,006	28,807	360	5,829.210
IC1909	5,226.800	5,829.800	5,216.200	5,815.800	11.269	14,741	8,831	624	5,792.260
小计						659,511	100,447	1,099	

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



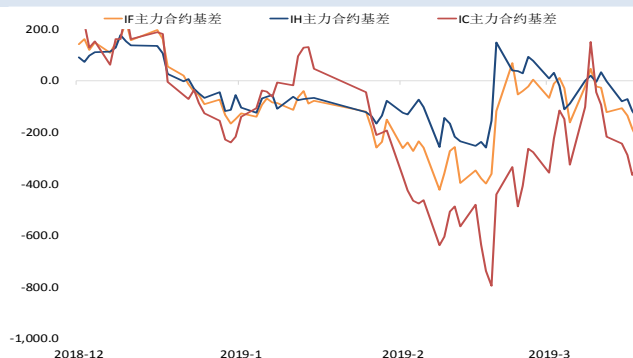
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21: 中证 500 期货主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22: 主力合约基差



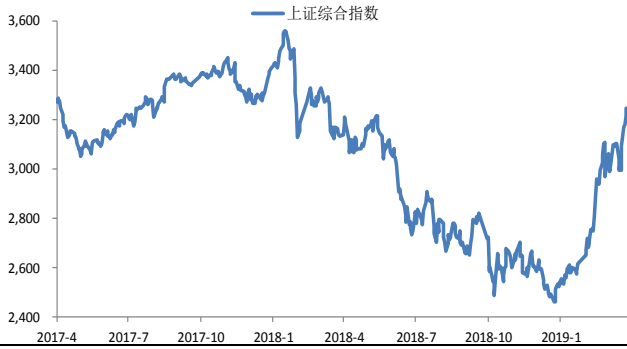
数据来源: Wind、国都期货研究所

四、A 股行情

上证综指连升5日，周涨逾5%；深证成指周涨逾5%，连涨13周，追平最长连涨纪录。4月4日两市集体高开，沪指创2018年3月以来新高，沪指涨逾1%，而创业板则明显偏弱，题材概念略有走低，个股跌多涨少，

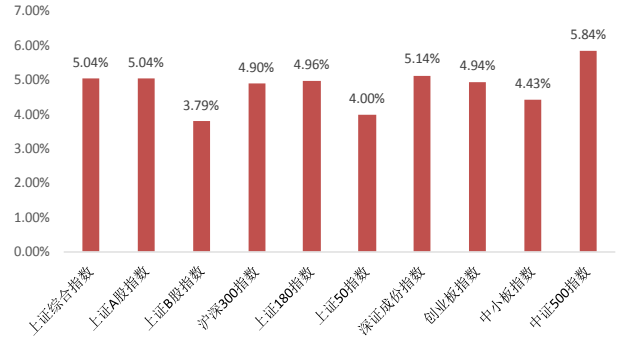
市场分化明显，此后大盘宽幅震荡，午后指数再度冲高回落，大盘在高位宽幅震荡，多空双方激战。

图 23: 上证综合指数走势



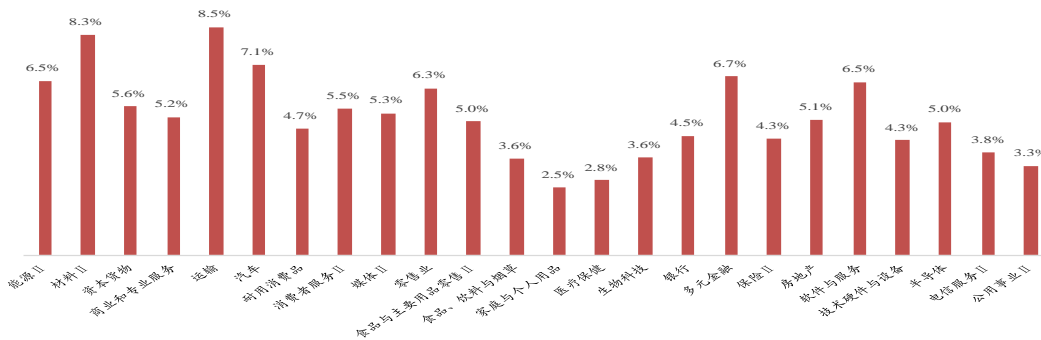
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24: 各版块表现 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25: Wind 行业表现 (周)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26: 全部 A 股市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27: 沪深 300 市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28: 上证 50 市盈率 (TTM)


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29: 中证 500 市盈率 (TTM)


数据来源: Wind、国都期货研究所

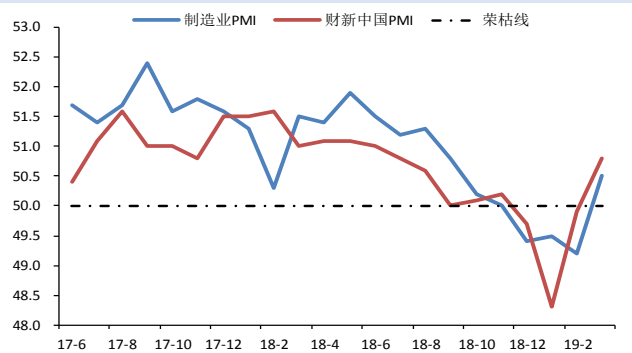
五、宏观经济

(一) 生产端——制造业 PMI 重返扩张区间

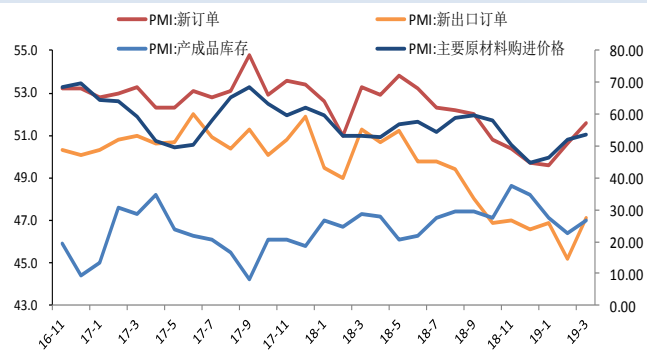
3 月份制造业 PMI 为 50.5%，比上月上升 1.3 个百分点，重回景气区间，春节后集中开工生产、国内需求继 2 月后继续上升是 3 月制造业扩张指数回升的主要原因；非制造业商务活动指数为 54.8%，比上月上升 0.5 个百分点，表明非制造业总体保持平稳较快增长。

分类指标中，生产指数大幅上升 3.2 个百分点，表明生产活动加快。内需继续回升，外需降幅收窄：3 月新订单指数为 51.6%，上升 1 个百分点，回升幅度与 2 月相同；新出口订单指数 47.1%，连续 10 个月在荣枯线以下，但较上月回升 1.9 个百分点，外需降幅有所收窄。大型企业 51.1%，下降 0.4 个百分点；中型企业 49.9%，上升 3 个百分点；小型企业 49.3%，回升 4 个百分点。春节开工季中小企业指数明显回升。

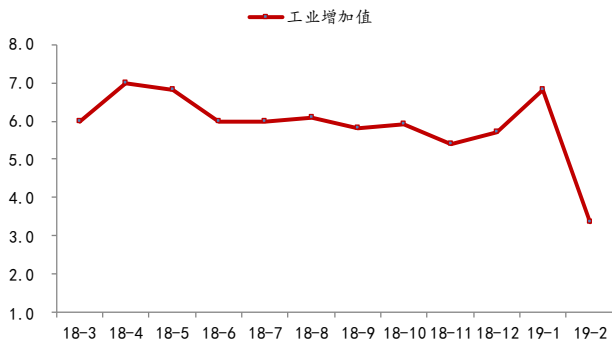
服务业运行稳定。随着制造业生产活动加快，生产性服务业商务活动指数在连续三个月回落后再现回升。住宿和房地产等行业商务活动指数低于临界点，行业景气度偏弱。

图 30: 制造业 PMI & 财新 PMI


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31: 制造业 PMI 分项指标


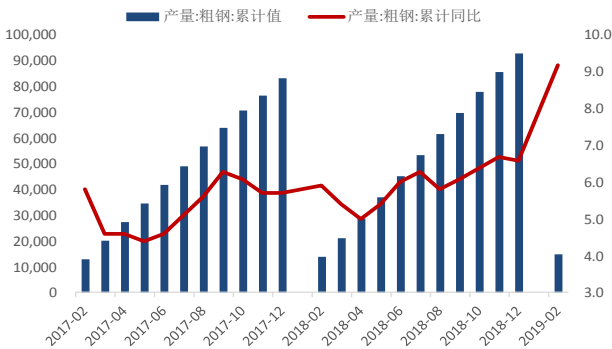
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 32：工业增加值


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 33：工业企业利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 34：粗钢产量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 35：六大发电集团耗煤量


数据来源：Wind、国都期货研究所

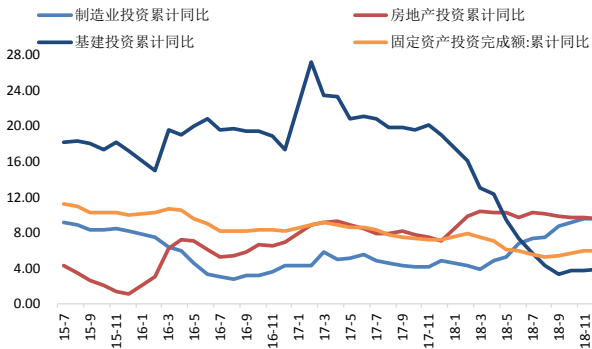
(二) 投资维持低位，基建投资回暖

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。

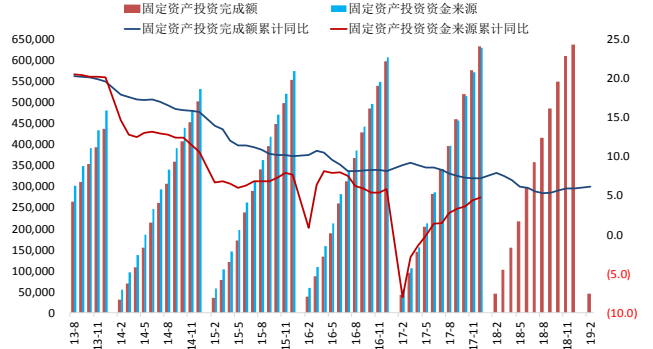
房地产开发增速提高。1-2月房地产开发投资同比增长11.6%，增速比2018年全年（9.5%）提高2.1个百分点；商品房销售面积下降3.6%，而销售额增长2.8%，量价不匹配预示房价有所回升。

图 32: 固定资产投资增速



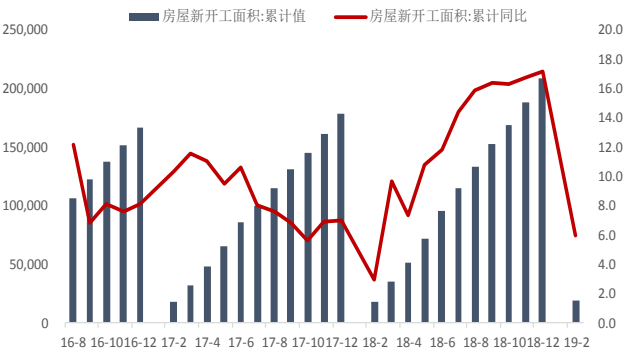
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 33: 固定资产投资资金来源



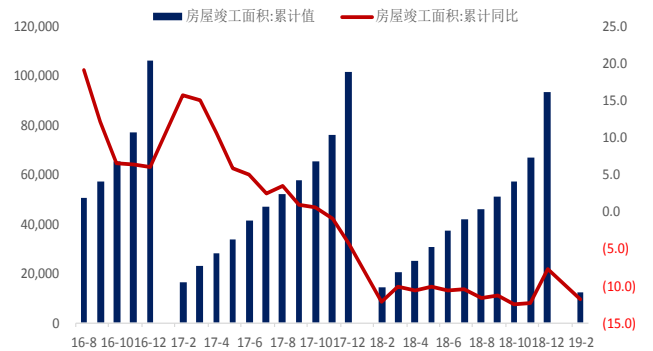
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

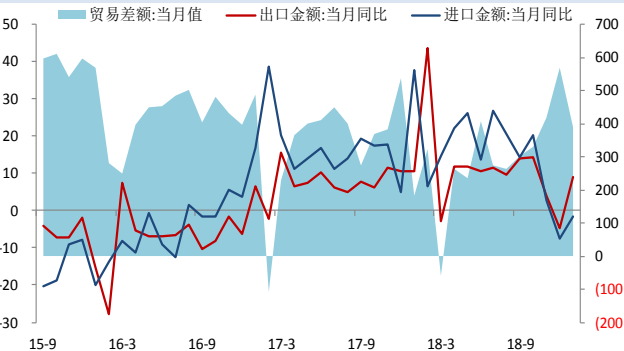
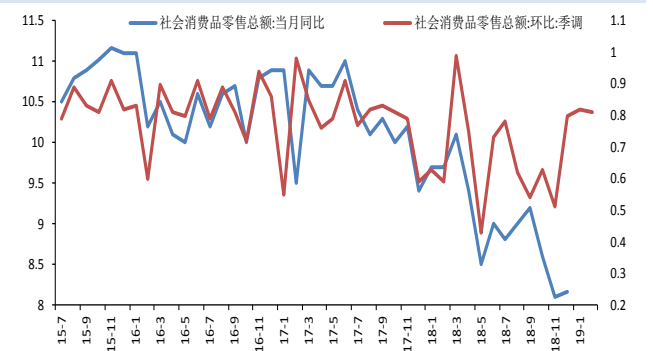


图 37: 社会消费品零售总额

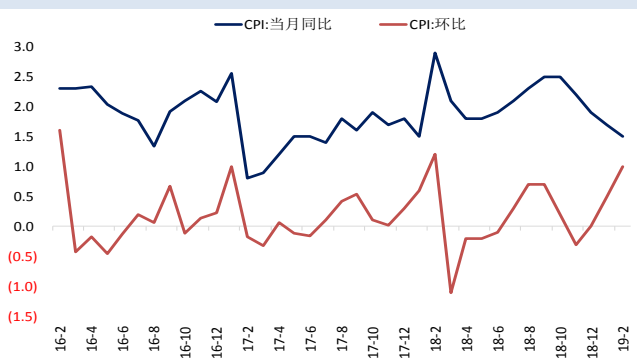


数据来源: Wind、国都期货研究所

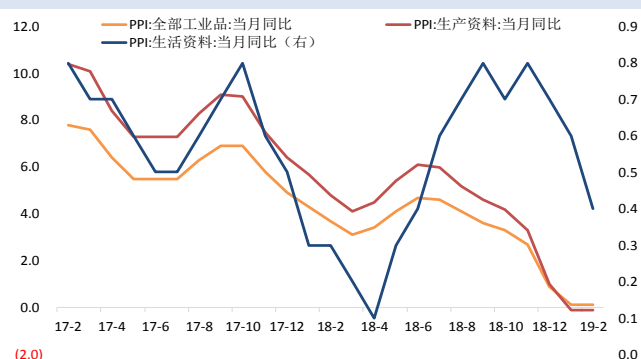
数据来源: Wind、国都期货研究所

(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

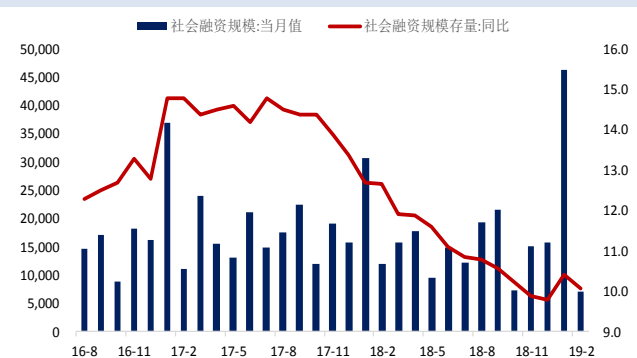
图 39: PPI 当月同比


数据来源: Wind、国都期货研究所

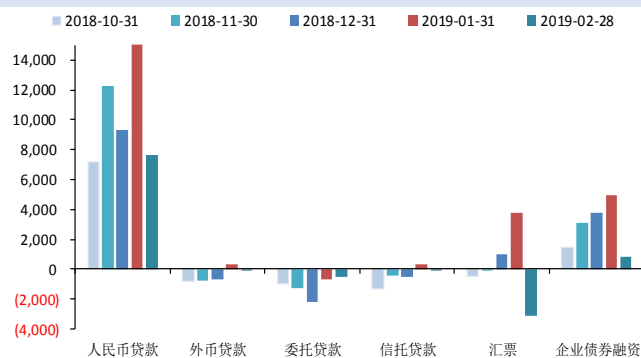
(五) 社融增量和新增贷款回落

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

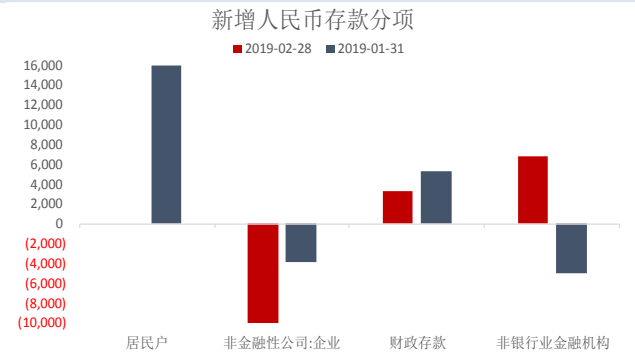
2月表外新增未贴现银行承兑汇票和人民币贷款减少较多，是社融回落的主因，其分别较去年同期下降3209和2558亿元，但1-2月社融增量累计同比多增，主要由新增人民币贷款、企业债券融、地方政府专项债贡献。

图 40: 社会融资规模


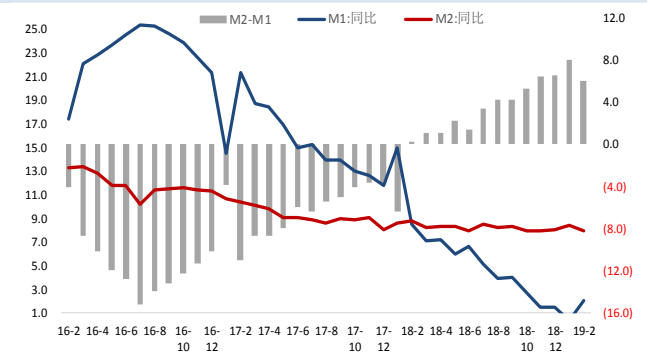
数据来源: Wind、国都期货研究所

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) 美国3月非农超预期，新增19.6万人，失业率3.8%；美股上涨接近历史高位，美债收益率曲线趋平；(2) “降费”落地：养老保险单位缴费比例可降至16%，阶段性降低失业、工伤保险费率；(3) 中国3月财新服务业与综合PMI双双创新高；(4) 第九轮中美经贸磋商释放重磅信号。据新华社消息显示，最新的磋商富有成效，在经贸协议文本等重要问题达成新共识，双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。

展望后市，国内减税降负、基本面的回暖对于股市的提振基本已经兑现，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，不建议投资者盲目追高。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，央行连续多日未进行逆回购，市场降准的可能提升；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。