



孙玉龙
国债期货研究员
电话：0755-82707714
Q Q：891655358
邮箱：sunyl@wkjyqh.cn

宏观利率周报 0401：

官方制造业 PMI 好于预期

核心观点：

- **现实经济仍弱，但预期层面正逐步乐观。**1-2 月的工业企业利润增速大幅下降并转负，进一步支撑国内经济当前处于通缩状态的观点。但周日公布的 3 月中国官方 PMI 止住了跌势，预期层面上，市场大概率正变得更加乐观。
- **国内经济或将率先企稳。**从 PMI 数据来看，国内经济大概率会先于国外触底反弹，这种同步衰退的状态或将在不久后打破。
- **观望为主。**国债的操作策略应当有所调整，超预期的 PMI 数据表明经济比我们想象的更加有韧性，此时再去博取处于牛尾的超额收益已意义不大，前期多单获利了结。

一、国内宏观

宏观热点

- 1、3月26日，财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委发布关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。通知从2019年3月26日起实施，2019年3月26日至2019年6月25日为过渡期。
- 2、3月25日，财政部发布的《2019年1-2月全国国有及国有控股企业经济运行情况》显示，今年1-2月，国企总营收同比增速为6.3%，利润总额达4520.5亿元，增速10%。
- 3、2019年1-2月份，全国规模以上工业企业利润总额同比下降14.0%。经测算，剔除春节因素，规模以上工业企业利润总额与上年同期持平略降。
- 4、2019年3月份中国制造业采购经理指数(PMI)为50.5%，比上月上升1.3个百分点，重回临界点以上，且高于预期值49.6%。
- 5、美国四季度GDP增速下修至2.2%，略不及预期。
- 6、1月美国贸易逆差收窄规模创近十年最大，大豆出口增加9000万美元。
- 7、3月27日周三，土耳其股汇债集体下挫，Borsa Istanbul 100指数的波动率升至去年11月以来最高水平。美股开盘后，该股指进一步下挫，创去年8月以来新低，跌幅一度达到约7%，抹平年内所有涨幅，今年从累涨转为累跌，最终收跌5.7%，创2016年7月以来最大日跌幅。
- 8、3月22日，买盘刺激推动10年期美债收益率跌至2.416%，3个月和10年期美债大幅收窄。下午4:35，3月期和10年期美债收益率自2007年来首现倒挂！3个月期国债收益率2.459%，10年期国债收益率2.437%，这是自2007年以来息差首次出现负值。

图表 1. 重点高频数据跟踪

指标名称	2019-03	2019-02	2019-01	2018-12	2018-11
猪肉同比	23.32	-5.17	-11.82	-5.01	-2.20
南华工业品指数同比	14.05	5.52	4.66	-3.28	-3.54
库存:主要钢材品种	1,602.53	1,799.15	992.71	797.56	822.83
水泥价格同比	11.12	9.37	7.86	8.25	19.55
日均耗煤量同比	2.26	32.24	-43.75	4.26	-13.73
100大中城市:成交土地楼面均价:当月值:月:同比	31.99	-14.35	-7.59	-13.56	-16.53
30大中城市:商品房成交面积:月:同比	20.45	8.30	-11.23	8.52	10.31
十大城市:商品房存销比(面积):当月值:月	52.22	89.21	49.86	39.33	42.31
开工率:汽车轮胎:全钢胎:月	75.89	69.33	56.92	71.67	74.79
布伦特原油价格同比	-1.05	-0.68	-8.38	-24.30	-9.57
美元指数	97.25	96.22	95.55	96.07	97.20
美国国债到期收益率:10年:月	2.41	2.73	2.63	2.69	3.01
欧元区:公债收益率:10年:月	-0.03	0.23	0.19	0.32	0.37

图表 2. 重点低频数据跟踪

中国经济	现值	预期	前值	升(+)/降(-)
M2	8.00%	8.40%	8.40%	-
新增社融	7030 亿	1.3 万亿	4.64 万亿	-
新增人民币贷款	8858 亿	9500 亿	3.23 万亿	-
CPI	1.50%	1.50%	1.70%	-
PPI	0.10%	0.20%	0.10%	-
出口(按美元)	-20.70%	-5.00%	9.10%	-
进口(按美元)	-5.20%	-0.60%	-1.50%	-
消费:	8.20%	8.20%	9.00%	-
投资:	6.10%	6.00%	5.90%	-
制造业投资	5.90%	-	9.50%	-

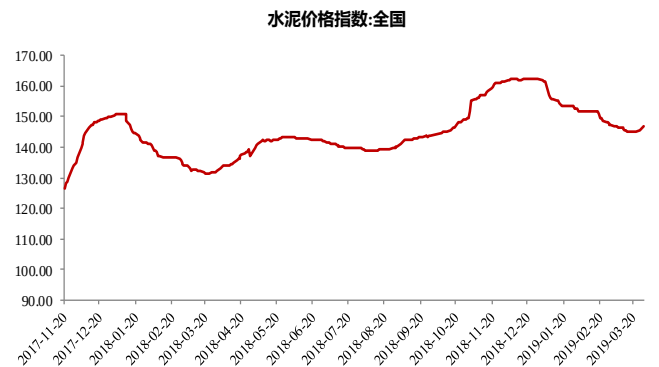
房地产投资	11.60%	-	9.50%	+
基建投资	4.30%	-	3.80%	+
四季度 GDP	6.40%	6.40%	6.50%	-
工业增加值	5.30%	5.60%	6.20%	-
3 月制造业 PMI	50.50%	49.60%	49.20%	+
美国经济	现值	预期	前值	
2 月核心 CPI	2.10%	2.20%	2.20%	-
四季度 GDP 环比	2.60%	2.20%	3.40%	+
3 月制造业 PMI	52.50%	53.50%	53.00%	-
欧元区经济	现值	预期	前值	
2 月核心调和 CPI	1.00%	1.00%	1.00%	
四季度 GDP 环比	0.20%	0.20%	0.20%	
3 月制造业 PMI	47.60%	49.50%	49.30%	-

图表 3. 南华工业品指数回落（点）



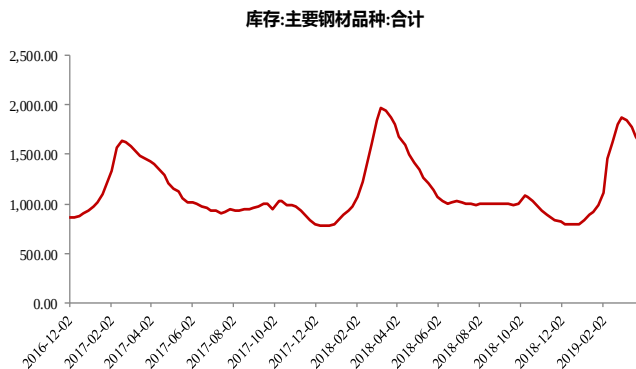
资料来源：Wind、五矿经易

图表 4. 水泥价格指数延续下滑（点）



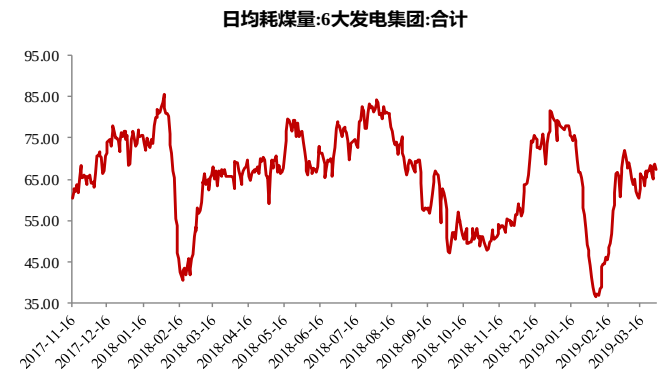
资料来源：Wind、五矿经易

图表 5. 钢材库存回落（万吨）



资料来源：Wind、五矿经易

图表 6. 日均耗煤量回升（万吨）



资料来源：Wind、五矿经易

图表 7. 原油期货价格震荡偏强（美元）



资料来源：Wind、五矿经易

图表 8. 猪肉价格大幅反弹（元）



资料来源：Wind、五矿经易

宏观点评

1-2 月的工业企业利润增速大幅下降并转负，进一步支撑国内经济当前处于通缩状态的观点。但周日公布的 3 月中国官方 PMI 数据超预期回升值得注意，虽然单月的回升不能说明太多问题，但 PMI 至少止住了跌势，从最近的人民币和股市的强势表现来看，预期层面上，市场大概率正变得更加乐观，不排除经济复苏的时间会提前。

欧元区和美国 3 月制造业 PMI 数据均低于预期，虽然国内外经济当前处于同步衰退的阶段，但从 PMI 数据来看，国内经济大概率会先于国外触底反弹，这种同步衰退的状态或将在不久后打破。欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数和 M1 增速已经回升，历史数据表明这两个指标对欧元区的 PMI 有一定的领先作用，预示二季度欧元区经济可能逐渐转为乐观，届时美元可能承压。

二、国债期货

数据分析

资金面偏紧，银行间质押式回购利率 1 天、7 天和 14 天分别较前周涨 4bp、42bp，同业拆借利率 1 天、7 天分别较前周跌 13bp、涨 3.4p；同业存单发行利率 1 个月较前周涨 9.5bp。

国债期货上周总体上涨，TS 主力合约涨 0.14%，TF 主力合约持平，T 主力合约涨 111%，期货明显弱于现券中债 5 年期和 10 年期国债收益率分别收于 3.0625%和 3.1376%，分别较上周涨 3.41bp 和跌 0.47bp。

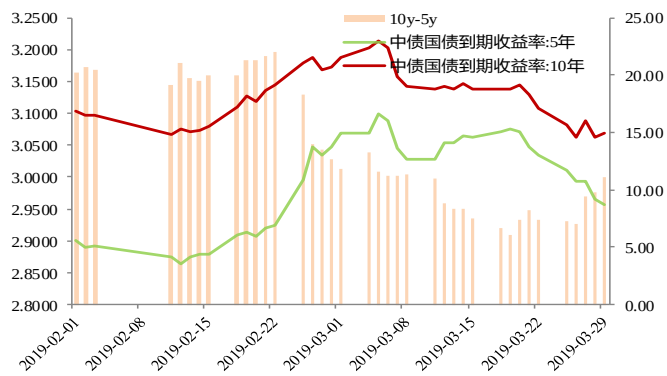
图表 9. 国债期货周成交统计

合约代码	收盘价	涨跌幅	成交量	持仓量	成交量变动	持仓量变动
TS1906	100.315	0.12%	196	413	-110	65
TS1909	100.2	0.14%	21	29	9	16
TF1906	99.62	0.13%	18893	-959	-959	1659
TF1909	99.17	0.00%	0	6	-5	0
T1906	97.915	0.15%	164646	63716	-11673	6180
T1909	97.595	0.11%	924	1535	152	320

图表 10.资金利率统计

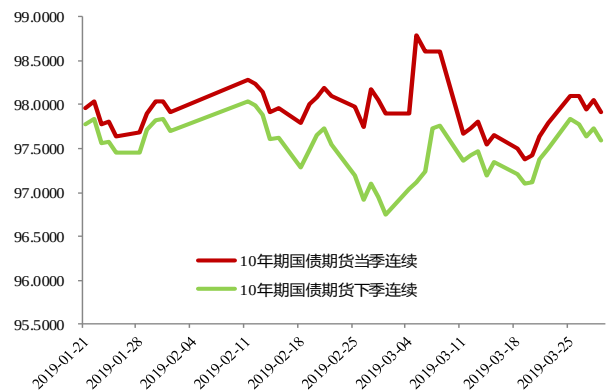
资金类型	当日(%)	日涨跌(bp)	周涨跌 (bp)
R001	2.72	62.54	4.42
R007	3.21	-4.12	42.40
R014	3.35	2.92	-33.01
SHIBORO/N	2.49	44.50	-13.40
SHIBOR1W	2.70	-0.70	3.40
SHIBOR2W	2.91	-1.20	-5.90
同业存单:发行利率:1个月	2.93	0.60	-15.46
同业存单:发行利率:3个月	2.76	-9.30	-15.68
同业存单:发行利率:6个月	3.04	1.17	-4.54
中债国债到期收益率:10年	3.06	0.49	-3.97
中债国开债到期收益率:10年	3.58	1.00	-3.73

图表 11. 利率震荡，10y-5y 利差下行（%）



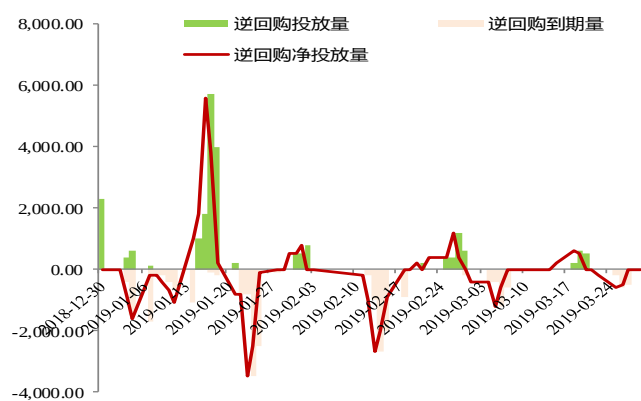
资料来源：Wind、五矿经易

图表 12. 10 年国债期货调整



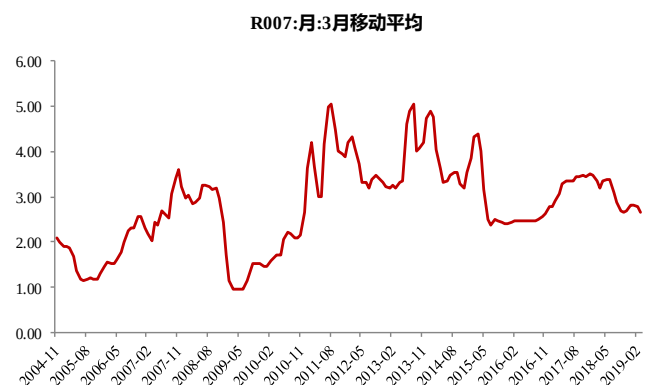
资料来源：Wind、五矿经易

图表 13. 公开市场净回笼为主



资料来源：Wind、五矿经易

图表 14. 资金利率下行



资料来源：Wind、五矿经易

国债期货策略

国债的操作策略应当有所调整，超预期的 PMI 数据表明经济比我们想象的更加有韧性，此时再去博取处于牛尾的超额收益已意义不大，前期多单获利了结。当然，我们认为债市倒还不至于立即步入熊市，当前应多看少动。虽然货币政策还将维持宽松状态，国内外经济也会继续下行，但当前 3% 的利率已充分 price in，未来更需防范经济超预期回升的风险。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13361

