

2018 月度报告 · 2018.03

淡化增长，注重质量

—2018 政府工作报告、宏观债市

分析员： 何慧
电 话： 021-60281622
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn
咨询证号： Z0011420

目 录

热点：聚焦政府工作报告.....	2
1 经济目标：淡化增长，注重质量。.....	3
2 财政政策：下调赤字率，重点在减税。.....	3
3 货币政策：未设目标，松紧适度。.....	4
4 基建领域：托底经济增速意愿下降。.....	5
5 地产领域：新棚改叠加保障房与房产税长效机制。.....	5
经济：2月 PMI 数据分析.....	7
1 供需角度：春节假期生产放缓，内外需求均回落。.....	7
2 库存角度：原材料库存被动积累，与采购量显著背离。.....	8
3 价格角度：上游价格大幅回落，利于中下游行业利润。.....	9
4 企业角度：大中小型同时走弱，小型企业创近两年新低。.....	9
5 非制造业：建筑业降幅显著，服务业相对平稳。.....	10
债市：2月回顾与3月展望.....	11
2月关键词：流动性+避险情绪。.....	11
3月关注点：资管新规+流动性。.....	11

热点：聚焦政府工作报告

2018 年发展主要预期目标是：

国内生产总值增长 6.5% 左右，删除了“在实际工作中争取更好结果”。

居民消费价格涨幅 3% 左右；

城镇新增就业 1100 万人 以上，城镇调查失业率 5.5% 以内，城镇登记失业率 4.5% 以内；

居民收入和经济增长基本同步；

进出口稳中向好（回稳向好），国际收支基本平衡；

单位国内生产总值能耗下降 3%（3-4%）以上，主要污染物排放量继续下降；

供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控。

2018 年积极的财政政策取向不变，要聚力增效：

赤字率拟按 2.6%（3%）安排，财政赤字 2.38 万亿元，与去年持平。其中，中央财政赤字 1.55 万亿元，地方财政赤字 8300 亿元。安排地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5500 亿元，优先支持在建项目平稳建设，合理扩大专项债券使用范围。

2018 年稳健的货币政策保持中性，要松紧适度：

管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。

小结：从十九大和中央经济工作会议定调看，经济发展目标已从高速增长转向高质量发展，政策淡化总量目标，更多关注增长质量与结构。政府工作报告总体延续去年以来的思路，淡化对经济增速的追求，通过调结构、防风险、促改革等政策来进一步提高经济的高质量发展。

图 1：2018 年九大重点工作任务



1 经济目标：淡化增长，注重质量。

2018 年 GDP 增长目标调整为“**6.5%左右**”，删除“在实际工作中争取更好结果”。对于经济增速目标的设定，今年报告的措辞是：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，从经济基本面和就业吸纳能力看，6.5%左右的增速可以实现比较充分的就业”，去年的表述为：“稳增长的重要目的是为了保就业、惠民生”。

经济增速目标较去年持平，表明在 2017 年经济企稳回暖的情况下，政府对增长仍然有较为充足的信心；而再度强调经济由高增长转向高质量，表明经济工作的政策导向已发生了明显转变，经济增速的重要性让位于经济质量。

同时值得一提的是，今年主要目标段落还新增了“供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控”的表述，这意味着在 2018 年，改革推进、调控杠杆、防范风险仍将是经济工作的重点内容：供给侧改革将继续推进（重点有所变化），宏观杠杆率的调控将从金融部门过渡到实体部门（政府/居民），各领域的风险防控也将继续推进（房地产泡沫/地方债压力/金融风险等）。

登记失业率仅包括登记的失业人数，明显低估了真实失业状况；而新增的城镇调查失业率指标能够对就业情况进行更为准确的刻画，在当前淡化经济增速指标的政策导向下，未来就业指标更值得重点关注。据此前统计局局长发言表示，调查失业率将在今年年底之前正式公布。今年一般性转移支付规模增速设为 10.9%，较去年的 9.5% 小幅上升。考虑到今年中央财政赤字基本持平，一般性转移支付规模增速的提升显示了政府对于贫困地区扶持力度将有所加大，这种政策导向也与当前三大攻坚战中“扶贫”的工作重点基本相符。

除此之外，其他政府工作目标内容基本与去年保持一致：城镇新增就业 1100 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内；居民收入增长和经济增长基本同步；进出口稳中向好，国际收支基本平衡；主要污染物排放量继续下降。今年单位国内生产总值能耗下降 3% 以上，较去年的 3.4% 小幅下滑，可能是由于去年环保工作已取得较大进展所致，今年环保工作仍是重点工作内容。

表 1: 2016-2018 年经济目标

	2016 目标	2017 目标	2017 实际	2018 目标
GDP 增速	6.5%-7%	6.5%左右	6.9%	6.5%左右
CPI 涨幅	3%左右	3%左右	1.6%	3%左右
城镇新增就业	1000 万以上	1100 万以上	1351 万以上	1100 万以上
城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	3.9%	4.5%以内
城镇调查失业率	-	-	-	5.5%以内
进出口	回稳向好	回稳向好	增长 11.4%	稳中向好
国际收支	基本平衡	基本平衡	增长 915 亿美元	基本平衡
单位 GDP 能耗	下降 3.4%以上	下降 3.4%以上	-	下降 3%以上
主要污染物排放	继续下降	继续下降		继续下降

2 财政政策：下调赤字率，重点在减税。

18 年财政政策基调从“更加积极有效”转向“聚力增效”，预算赤字率从 16、17 年的 3% 超预期下调至 2.6%，赤字目标规模 2.38 万亿与上年持平，其中中央财政赤字 1.55 万亿，地方财政赤字 8300 亿。但是，考虑到地方专项债券对赤字的弥补，18 年地方专项债安排大幅扩张至 1.35 万亿，而 16、17 年仅为 4000 亿和 8000 亿，则 18 年广义赤字绝对规模比 17 年继续扩张，广义赤字率（预算赤字+地方专项债除以 GDP）与 17 年基本持平在 4% 左右。专项地方债的大幅扩容为地方政府提供了一个合法且透明的举债渠道，部分对冲了金融严监管和预算目标下调对地方融资收紧的压力。

赤字规模不变，赤字率目标下调，反映政策层对经济内生增长信心增强，财政刺激托底需求下降，与此同时，控制宏观杠杆率也或一定程度给名义赤字施压。一方面，经济增长目标定在 6.5% 左右，经济规模增长了，但赤字规模保持不变，所以赤字率就相应有所下调了。另一方面，赤字率下调并不是财政收紧，只是支

出结构调整，将加大对三大攻坚战的支持，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜。

财政政策的侧重点在减税，提出个人、企业减税 8000 亿元的目标（去年提出企业减税 3500 亿元，未明确提出个人减税），减轻非税负担 3000 亿元（去年目标 2000 亿元），减税的力度要大于去年。重点降低制造业、交通运输等行业税率。

整体上，财税政策对企业和个人减负力度不断加大，一方面对冲了目前企业面临的原材料成本上升、环保开支扩大、财务费用上升的压力，另一方面，降低了居民部门负担，增强可支配收入和消费升级动力。利于进一步激发经济主体活力，提高经济增长质量，是扩张性财政政策的另一种表现形式。

表 2:2016-2018 年财政政策目标

	2016 目标	2017 目标	2017 实际	2018 目标
政策基调	积极的财政政策要加大力度	财政政策要更加积极有效		积极的财政政策取向不变，要聚力增效
预算赤字率	3%	3%	-	2.6%
赤字规模	2.18 万亿	2.38 万亿	3.0763 万亿	2.38 万亿
中央财政赤字	1.4 万亿	1.55 万亿		1.55 万亿
地方政府赤字	7800 亿	8300 亿	-	8300 亿
地方政府专项债	4000 亿	8000 亿	-	1.35 万亿
一般性转移支付规模	12.2%	9.5%	-	10.9%
企业减税目标	减轻企业和个人负担 5000 多亿	3500 亿	-	为企业和个人减税 8000 多亿
企业降费目标	-	2000 亿	-	3000 亿

3 货币政策：未设目标，松紧适度。

2018 年货币政策基调是“**稳健的货币政策保持中性，要松紧适度**”。考虑到 2018 年金融监管与去杠杆仍是重点工作任务，今年未提具体 M2 与社融增速目标，而是表述为“**管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重**”，或为金融监管的进一步推进留下余地。

市场关注的第一个重点是：本次会议未设定 M2 和社融目标。随着金融市场和金融产品更趋复杂，M2 的可测性、可控性及与实体经济的相关性都在下降，在完善货币数量统计的同时，可更多关注利率等价格型指标，逐步推动从数量型调控为主向价格型调控为主转型。该问题的解释在央行货币政策执行报告中已经很充分。过去几年 M2 增速目标基本保持在 12%-13% 之间，是根据 GDP 增速与 CPI 增速之和再加上 2-3 个百分点的货币深化来确定；但从 2016 金融监管加强开始，M2 目标增速与实际增速差距明显拉大，2017 年实际 M2 增速仅为 9.6%，较目标增速低 2.4 个百分点。

市场关注的第二个重点是：货币政策措辞缓和，再提“松紧适度”。去年政府工作报告中释放的货币政策收紧姿态明确，而今年再提“松紧适度”，“保持流动性合理稳定”，措辞较去年有所缓和。考虑到 2018 年经济增速可能温和回落，市场利率高企已带来融资成本上升，金融严监管下机构开始业务调整，货币政策应当提供一定的调整空间，其存在小幅松动的必要性；而美联储加息、宏观去杠杆的目标又将对货币政策形成掣肘，因而整体大概率呈现“价紧量松”的搭配。

表 3:2016-2018 年货币政策目标

	2016 目标	2017 目标	2017 实际	2018 目标
政策基调	稳健的货币政策要灵活适度	货币政策要保持稳健中性	偏紧	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度
M2 增速	13%	12%	9.6%	合理增长
社融余额增速	13%	12%	12%	合理增长

4 基建领域：托底经济增速意愿下降。

从政府工作报告提到的基建相关目标来看，较 2017 年基本持平或小幅回落：铁路建设投资 7320 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，水利在建投资规模达到 1 万亿元，中央预算内投资安排 5376 亿元（去年分别是 8000 亿、1.8 万亿，再开工 15 项重大水利工程，中央预算内投资安排 5076 亿元）。预计 2018 年基建名义增速可能保持平稳或者略有下降。和 2017 年一样，中央政府通过基建托底经济增速的意愿下降，而且降低赤字率、维持赤字规模不增长成为目标之一，2018 年偏低调收敛的基建计划仍然反映了中央以增长目标的退让换取金融去杠杆的政策空间，与推动高质量发展的整体思路一致。

一方面，财政赤字额度不变的同时，财政赤字率下降则又反映了宏观调控思路的转变：传统的靠投资拉动的增长要发生改变，财政赤字率的下降结合房地产调控背景，投资对经济的拉动作用在逐步弱化；结合报告中明确的“全年再为企业和个人减税 8000 多亿元”，与美日等主要国家一样，财政政策的发力方向放在了“减税”上，政策倾向于“增强消费对经济发展的基础性作用”。

另一方面，经济增长目标逐渐淡化，对投资拉动的依赖也将逐渐趋弱。从投资力度上来看，今年计划完成铁路投资 7320 亿元，比去年有所减少。扎实推进有效去产能，今年再压减钢铁产能 5000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，相关传统领域的投资将明显下降。此外，健全规范地方政府举债融资机制，加强 PPP 项目管理清查，部分轨道交通和城市基建项目叫停，都将影响投资增速。

虽然投资力度有所减弱，但投资的有效性将得到提升。今年中央预算内投资安排 5376 亿元，比去年增加 300 亿元，重大基础设施建设向中西部地区倾斜，农村、环保、消费领域投资力度有增无减。实施新一轮重大技术改造升级工程，推进投资结构优化升级。鼓励民间投资进入垄断领域，在铁路、民航、油气、电信等领域推出一批民间资本进得来、能发展的投资项目。

表 4：2016-2018 年基建投资目标

	2016 年	2017 年	2018 年
铁路投资	8000 亿元以上	8000 亿元	7320 亿元
公路水运投资	1.65 万亿	1.8 万亿	1.8 万亿
重大水利工程	20 项	15 项	在建规模 1 万亿
中央预算内投资	5000 亿元	5076 亿元	5376 亿元
其他重大项目	建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大项目	继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设	在铁路、民航、油气、电信等领域推出一批有吸引力的项目，务必使民间资本进得来、能发展

5 地产领域：新棚改叠加保障房与房产税长效机制。

工作报告对房地产领域的提法主要包含三个方面：

第一个是：启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套，棚改体量虽较去年有所下降，17 年棚改货币化对三四线房地产销售的支撑超过 30%，尽管棚改高峰期已过，但 18 年棚改力度没有明显减弱，有利于进一步加大去库存力度，考虑到当前的库存水平较低，棚改政策对于投资仍有支撑。

第二个是：加大公租房保障力度，“对低收入住房困难家庭要应保尽保，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。”主要政策包括：一是加快培育住房租赁市场主体，二是鼓励租赁住房消费，三是完善租售同权，四是增加租赁土地与房源共计，五是提供政策优惠，六是提供金融支持等。

第三个是：推进房地产税立法，结合 3 月 4 日举行的十三届全国人大一次会议新闻发布会上张业遂的讲

话，房地产税立法可能会提速，但需要注意的是，房地产税的推出还需要一系列的制度建设先行，这仍是一个耗时较长且需要解决诸多问题的过程。房地产税影响方方面面的利益，进程可能加快，但落实到具体程序上一定是审慎的，对市场不会产生明显冲击。从长远看，有利于建立房地产调控和地方财税的长效机制。

另外报告也回顾了过去 5 年以来在房地产领域的工作，“在房地产去库存方面，因城施策分类指导，三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，热点城市房价涨势得到控制。”这是对过去调控政策的肯定，未来在保持政策延续性的基础上，“长效机制”可能是更加重要的政策抓手。

图 2：2018 房地产行业目标“三大关键词”

三
大
关
键
词

新3年棚改计划

加大公租房保障力度

推进房地产税立法

数据整理：中辉期货研发部

附：财政部副部长史耀斌 3 月 7 日在十三届全国人大一次会议记者会上发言：

关于房地产税：

职能作用：1，调节收入分配，促进社会公平；2，筹集财政收入

总体思路：立法先行，充分授权，分布推进，分布实施

全球四大共性制度性安排：1，工商业住房和个人住房以评估值征税 2，税收优惠，3，地方税，4，税基确定复杂，建立完备的监管模式

中国特色：合并、整合相关税种；合理降低房地产在建设、交易环节税费负担

经济：2月 PMI 数据分析

官方 PMI，非制造业 PMI，财新 PMI

	2018-01	2018-02	变动
PMI	51.3	50.3	-1.0
非制造业 PMI: 商务活动	55.3	54.4	-0.9
财新中国 PMI	51.5	51.6	0.1

图 3：官方 PMI 和非制造业 PMI

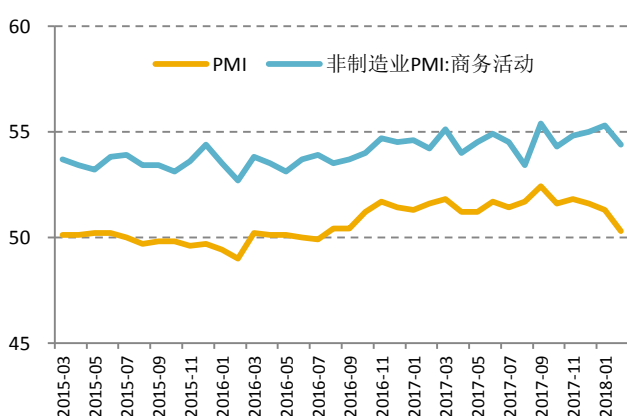
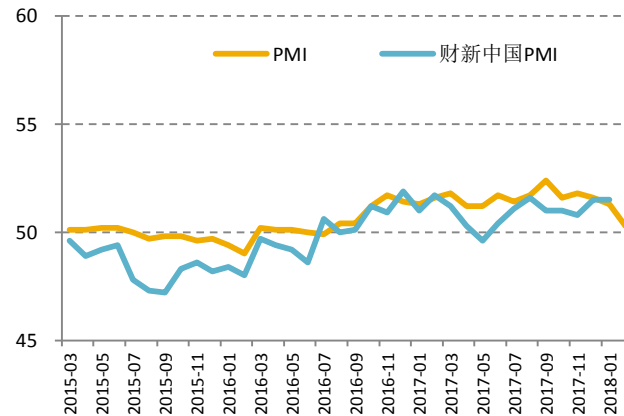


图 4：官方 PMI 和财新 PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发部

2 月份 PMI 指数 50.3%，较上月大幅下滑 1.0 个百分点，虽然有春节假期的负面影响，但综合理念走势来看，下降幅度仍超出市场预期，随着季节性扰动因素消退，3 月中采 PMI 有望回升。大中小型企业 PMI 均有下降，尤其是小型企业 PMI 降幅显著大于往年，显示企业经营年初有回落压力，需引起关注。

供给上，受春节假期影响，企业生产活动减缓。需求上，内外需求均有所放缓，一方面受外贸保护继续升级的影响，另一方面全球流动性边际收紧也将对经济复苏带来一定负面压力。原材料购进价格下滑幅度大于出厂价格。上游价格回落部分受到限价政策的影响，但也反映出金融条件收紧可能压低了中间商的融资和贸易需求，如果终端需求继续保持稳健，上游价格回落将有利于中下游行业的利润继续回升。

春节期间是建筑业生产淡季，叠加房地产市场降温的影响，建筑业 PMI 高位回落拉低了非制造业 PMI。服务业运行相对平稳，生产性服务业和商贸服务业季节性放缓，生活性服务业保持在较高的景气水平。PMI 年初下降并不表明全年经济运行趋势，2018 年经济走势要看季节性减弱之后的反弹力度。部分工业初级产品和中间产品价格在春节假期过后迅速上涨，可能表明节后需求回暖。

1 供需角度：春节假期生产放缓，内外需求均回落。

供需两端双双出现回落，生产指数大幅下滑 2.8 个百分点，需求端新订单指数下滑 1.6 个百分点，进出口分项指数也均出现小幅下滑。供给上，受春节假期影响，企业生产活动减缓。需求上，除了内部需求回落以外，外部的压力也不容忽视：一方面外贸保护主义继续升级，特朗普倾向于对钢铝实施严厉关税、美商务部终裁对进口中国铝箔征“双反”税；另一方面，全球流动性边际收紧将对经济复苏带来一定负面压力，而美国货币政策的收紧与高企的资产价格未来将产生怎样的联动反应也吸引了全球的关注。

数据：生产和新订单指数

	2018-01	2018-02	变动
PMI: 生产	53.5	50.7	-2.8
PMI: 新订单	52.6	51	-1.6

PMI:新出口订单	49.5	49	-0.5
PMI:进口	50.4	49.8	-0.6

图 5: 供需指数 (%)

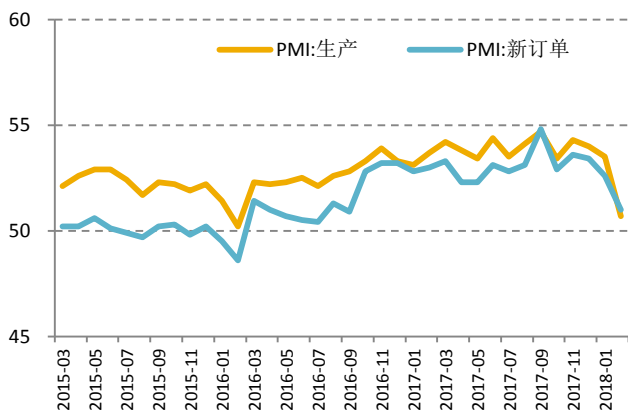
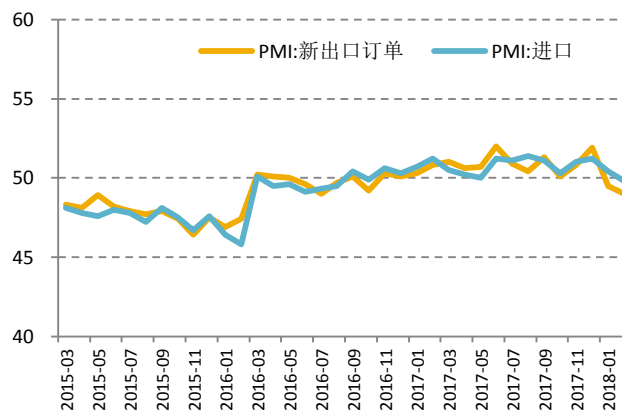


图 6: 出口与进口指数 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

2 库存角度: 原材料库存被动积累, 与采购量显著背离。

原材料库存继续回升 0.5 个百分点, 产成品库存下滑 0.3 个百分点, 且与原材料波动中枢差距有所拉大, 另外, 采购量继续大幅下滑 2.1 个百分点至 50.8%, 创近一年半来新低。综合原材料库存与产成品库存差距的拉大以及与采购量的显著背离来看, 目前制造业企业生产活动可能相对走势, 造成原材料库存被动积累。

数据: 库存指数, 动能指标, 供给收缩指标

	2018-01	2018-02	变动
PMI:原材料库存	48.8	49.3	0.5
PMI:产成品库存	47	46.7	-0.3
原材料库存-产成品库存	1.8	2.6	0.8
动能指标	5.6	4.3	-1.3
供给侧收缩指数	4.6	2.2	-2.4

图 7: 原材料库存与产成品库存 (%)

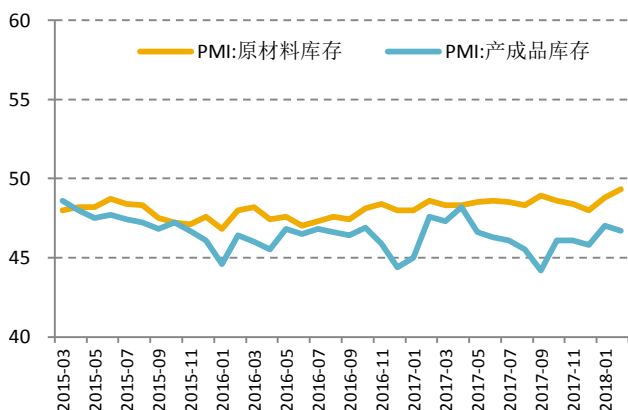
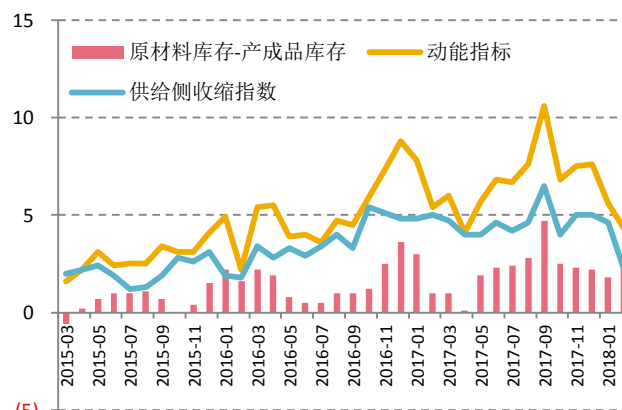


图 8: 动能指标与供给收缩指标 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

3 价格角度：上游价格大幅回落，利于中下游行业利润。

主要原材料购进价格在扩张区间内大幅回落6.3个百分点至53.4%，出厂价格回落2.6个百分点至49.2%，上游价格回落部分受到限价政策的影响，但也反映出金融条件收紧可能压低了中间商的融资和贸易需求，进一步看，如果终端需求继续保持稳健，上游价格回落将有利于中下游行业的利润继续回升。由于春节假期员工返乡过节，制造业用工量减少，从业人员和供应商配送时间两个指标都有所下降。

数据：原材料购进价格，从业人员，运输成本

	2018-01	2018-02	变动
PMI:主要原材料购进价格	59.7	53.4	-6.3
PMI:从业人员	48.3	48.1	-0.2
PMI:供货商配送时间	49.2	48.4	-0.8

图 9：原材料购进价格

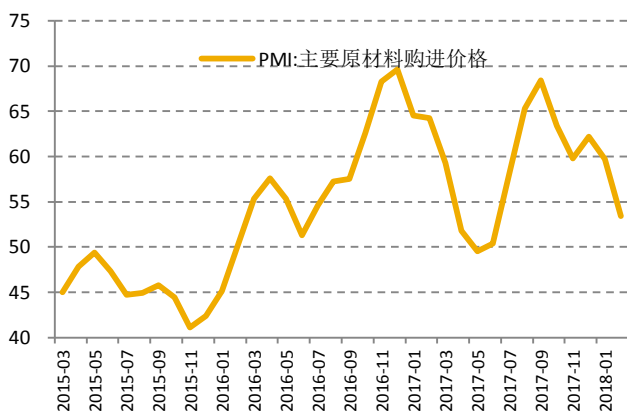
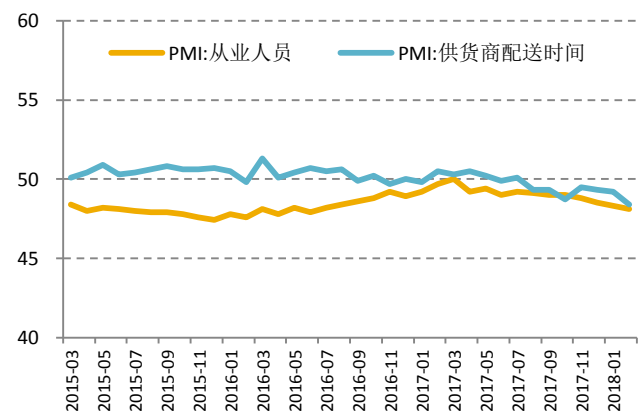


图 10：从业人员与运输成本



数据来源：wind, 中辉期货研发部

4 企业角度：大中小型同时走弱，小型企业创近两年新低。

企业规模上看，大型企业小幅减速，中型企业同样疲弱，落至临界值以下，小型企业大幅萎缩。大型企业景气程度明显高于中小型企业，体现出经济结构调整背景下，中小企业挤出现象显著。除了季节性需求减弱的影响以外，中小企业融资难、融资贵的问题依然存在，2018年1月温州民间借贷综合利率依然高达15.31%。

数据：大、中、小型企业

	2018-01	2018-02	变动
PMI:大型企业	52.6	52.2	-0.4
PMI:中型企业	50.1	49	-1.1
PMI:小型企业	48.5	44.8	-3.7

数据：采购量，生产经营活动预期

	2018-01	2018-02	变动
PMI:采购量	52.9	50.8	-2.1
PMI:生产经营活动预期	56.8	58.2	1.4

图 11: 大中型企业 PMI (%)

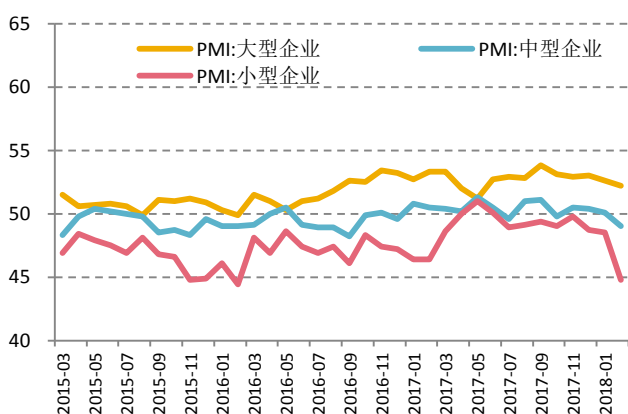
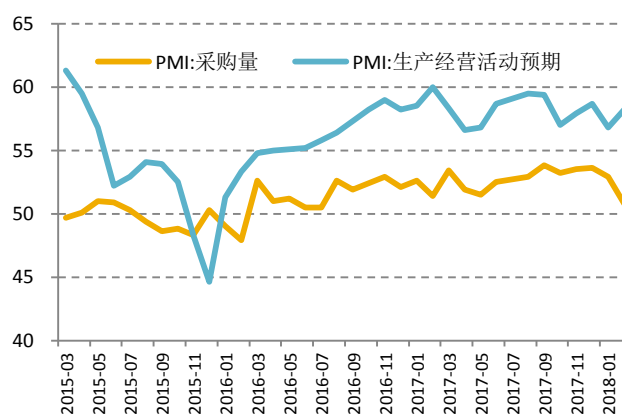


图 12: 生产经营活动预期 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

5 非制造业: 建筑业降幅显著, 服务业相对平稳。

整体上看, 非制造业回落 0.9 个百分点至 54.4%, 但仍保持较高景气区间。分行业看, 春节期间是建筑业生产淡季, 叠加房地产市场降温影响, 建筑业呈高位回落态势, 大幅下滑 3.0 个百分点至 57.5%, 接近两年来低点, 是拉低非制造业 PMI 的主要因素。相较而言, 服务业运行相对平稳, 小幅回落 0.6 个百分点至 53.8%, 其中, 主要受证券、保险、房地产等生产性服务业和商贸服务业季节性放缓的影响, 而零售、餐饮、运输、通讯等生活性服务业保持在较高的景气水平。

数据: 建筑业、服务业

	2018-01	2018-02	变动
非制造业 PMI: 建筑业	60.5	57.5	-3.0
非制造业 PMI: 服务业	54.4	53.8	-0.6
非制造业 PMI: 商务活动	55.3	54.4	-0.9
非制造业 PMI: 业务活动预期	61.7	61.2	-0.5
非制造业 PMI: 销售价格	52.6	49.9	-2.7

图 13: 非制造业 PMI (%)

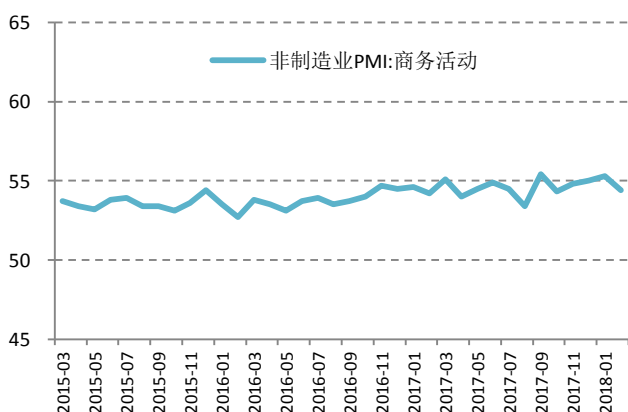
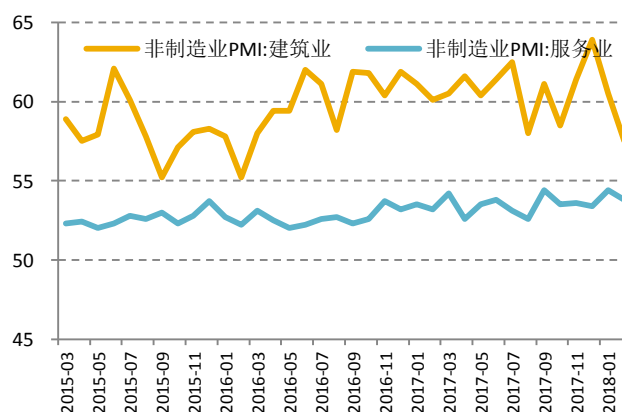


图 14: 服务业和建筑业 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

债市：2月回顾与3月展望

2月关键词：流动性+避险情绪。

市场主线：受央行维稳流动性、避险情绪升温、配置盘加码等因素影响，2月债市有所回暖。触发本轮债市上涨的核心原因是持续宽松的资金面，以及市场对于流动性收紧预期的边际变化。10Y国债利率较月初下行8个bp至3.85%，10Y国债期货单月上涨0.9%。

同时，本轮反弹出现以来，监管政策进入空窗期，资金持续宽松引发对货币政策边际转向的期待，金融、经济数据支撑一季度基本面走弱，这意味着导致前期利率超调的主要矛盾开始缓和，进而导致利率转而下行。

资金面角度：1月25日，普惠金融定向降准实施，金融机构陆续动用临时准备金动用安排（CRA），以及央行超额续作MLF、PSL，从1月下旬到春节前，资金面持续平稳偏松，表现远好于往年春节。年后，央行超季节性重启逆回购、加大净投放以呵护流动性，资金面整体好于预期，利好债市情绪，流动性的超预期稳定是2月末债市反弹的原因之一。

外围角度：2月初，股市涨势戛然而止，在美股带领下，全球股市急跌，打击高涨的风险偏好，先前股强债弱的格局得到较大缓解。春节后，美债收益率从高位回落也使得前期的制约因素消退，给债市上涨创造了较好的外部环境。

投资者结构：投资者持仓结构失衡是造成债市反弹幅度较大的重要因素。以商业银行为代表的配置盘在负债端压力阶段性缓解、地方债发行处于空窗期的背景下，逐步加大对利率债的配置；而2017年四季度债市剧烈调整后，持有短久期信用债的票息策略成为交易盘主流操作思路，偏轻的仓位使得市场情绪回暖时利率出现急速下行的情况。同时，在本次上涨过程中，期债空头净持仓处于高位，空头的止损也加剧了市场反弹的幅度。

经济角度：2月经济数据PMI季节性超预期回落。

监管政策角度：监管政策进入空窗期。

3月关注点：资管新规+流动性。

市场主线：接下来市场的主要矛盾集中在资管新规和流动性上，落地后对市场的影响大小尚不能确定。从资金、情绪、仓位等方面看，对行情的持续性或许可更乐观一些，但反弹能否持续、趋势会否逆转，只有数据验证融资需求回落进而带动信贷关系改善，才能兑现潜在的利好，而目前基本面支撑力度还不够，3月供给、季末、监管政策等因素也带来一定风险，还不能断言债市已开始新一轮牛市。放更长视角来看，压制债市表现的三大中期矛盾（强经济、紧货币、严监管）尚未看到显性拐点，这使投资者不应对债市过度乐观。

目前市场分歧加大，恰恰意味着单边行情已经过去，但利率脱离高位出现趋势性下行，还需基本面的有力支持。这个阶段，空头不敢太“空”，多头也不敢太“多”，多数人选择“看空做多”。五债、十债临近底部震荡区间上沿附近，分别关注96.6、93.2一线的突破力度，届时若有效突破，仍以偏多思路对待，若观察4-5日不能有效突破，届时仍以底部宽幅震荡思路操作。

监管政策角度：监管政策尚未落地，不确定性依旧存在，压制着市场的做多情绪。“资管新规”大概率将于近期发布，重磅监管文件的正式落地势必将会对债券市场产生较大影响，但随着时间的推移，“资管新规”中对过渡期等关键问题的落实，是最终形成利空抑或是利空出尽的利好的关键。届时货币政策也或将做出相应的配合和对冲操作。

资金面角度：3月份，资金面将面临多重扰动因素。首先，CRA将进入集中到期阶段，对资金面会形成一定冲击；其次，季末考核临近，大行融出意愿降低可能将加剧市场摩擦；再次，资管新规届时可能落地，机构行为的调整可能会加剧流动性紧张的局面。加之3月底为美联储加息重要时点，债市仍然存在一定的压

力。市场普遍预期3月中下旬资金面会收紧，但如果资金面出现超预期的宽松，或者资金面收紧程度低于预期，可能催生一波新的行情。

外围角度：3月份将进入美联储重要加息时点，美联储若加息，我国央行大概率将跟随提高公开市场操作利率，预计央行仍将保持“量价”配合的货币政策操作，利率仍然存在上行压力。另一个值得关注的利空因素是美联储关于加息路径的指引，鲍威尔多次表示“渐进式加息仍然是合适的加息路径”，在3月下旬公布的点阵图中将显示美联储内部对于加息的预测，而 Fed Watch 显示当前市场对于年内加息的预期仅在2-3次，未来倘若市场进一步上修加息次数的预期，将对国内债市产生明显的脉冲式冲击。

经济角度：2月PMI受春节因素的影响明显，3月将大概率将回升，需要更多的数据来验证实体经济走势。从1月份公布的社融数据来看，信贷需求依旧较为强劲，在数据真正验证信贷供需关系改善前，基本面对于债市的利好有限。通胀方面，近期的高频数据相对利好债市，原油价格的见顶与猪肉价格的持续回落均有助于市场下修全年通胀中枢的预测，后续逐渐回落同样将降低对债市的负面影响。总的来说，经济基本面仍保持较平稳的运行，预期差也不会很大，对债市的影响并不显著。

图 15：五年期国债期货月度价格走势



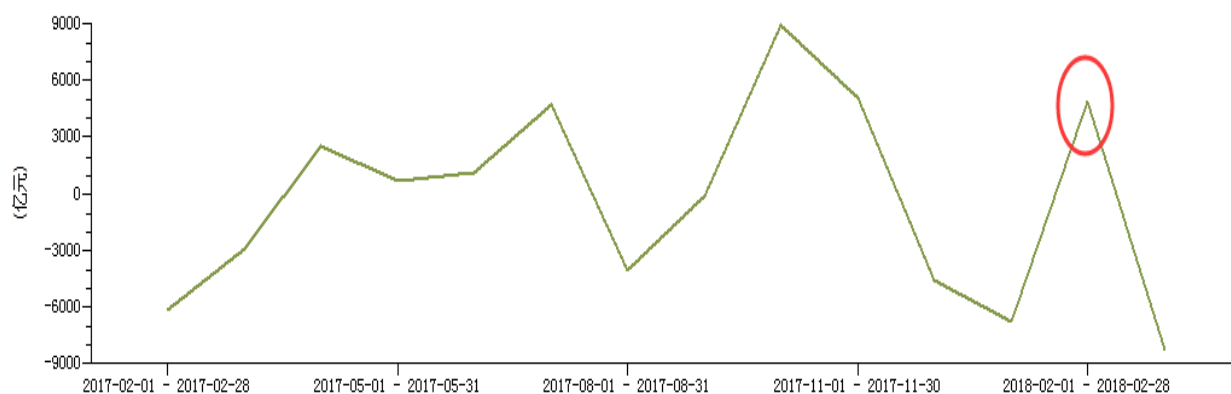
数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 16：十年期国债期货月度价格走势



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 17: 公开市场净投放量 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 18: 美国道琼斯工业指数价格走势



数据来源: wind, 中辉期货研发部

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688