

2018 周度报告 · 2018. 03. 30

贸易战冲击减弱，资金偏紧，债市偏弱

—宏观热点债市周评

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

3月27日，国家统计局公布2018年1-2月工业企业利润数据：1-2月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长16.1%（前期21.0%）。

3月31日，国家统计局与中国物流与采购联合会公布：2018年3月制造业PMI为51.5%，较上月上升1.2个百分点。

1. 经济方面：利润增速回落，PMI季节性反弹

1.1 工业利润：生产强韧价格拖累，利润增速有所回落

1-2月工业企业利润累计同比增长16.1%，较去年底有所回落，但仍保持了较高的增速。值得关注的有：

第一，考虑到整体的工业生产仍然基本向好，价格效应的明显减弱应是利润增速下滑的主因；

第二，实际产成品库存增速的显著上升与明显高于去年同期的产成品周转天数，一定程度暗示了当前需求相对弱于生产端，工业生产虽仍存韧性，但需求走弱苗头渐显；

第三，前期受益于价格上涨的相关行业当前利润增速大幅回落基本符合预期，计算机通信业对美出口贸易依赖较为突出，若贸易争端恶化可能会受到较大影响，未来值得持续关注。

展望来看，价格效应将继续对工业企业利润增速产生负面影响；而年内以投资和外贸为代表的需求端将逐步温和下行，生产端对利润增速的支撑也将有所减弱；另外，贸易争端也将对相关行业的生产经营带来一定程度的不确定性。总的来说，工业企业利润开年保持了较快增长，但未来量价两端的支撑都将有所弱化，预计利润增速将继续回落，1-3月累计利润增速预计为11.0%。

1.2 官方PMI：PMI季节性反弹，势头难言强劲

3月制造业PMI指数和供需两端、进出口、采购量分项指标的回升主要受上月低基期因素的推动，但考虑到上述指标基本仅回升至前期中枢水平、生产指标还低于前期中枢，客观来说本次PMI的回升势头难言强劲，而生产端更是明显相对偏弱。价格方面，3月PMI原材料购进价格指数保持53.4%，PMI出厂价格指数继续小幅回落，再考虑到3月重要工业品市场价格走势的明显弱势，预计3月PPI环比继续下滑，同比继续回落。

3月PMI走势受到了基期的较强干扰，前瞻性相对较弱，结合3月工业生产的高频指标补充来看：3月6大发电集团日均耗煤同比增速大幅下滑至-2.6%，3月上旬日均粗钢产量低于2月均值，且在采暖期过后钢铁高炉开工率仍未明显上升。总体而言，虽然PMI走势反弹，但我们认为3月工业生产仍然相对偏弱，同时考虑到2月工业增加值同比增速在低气温的短期扰动下大幅上升，3月工业增加值增速的回落应是大概率事件。

图 1: 工业利润 (%)

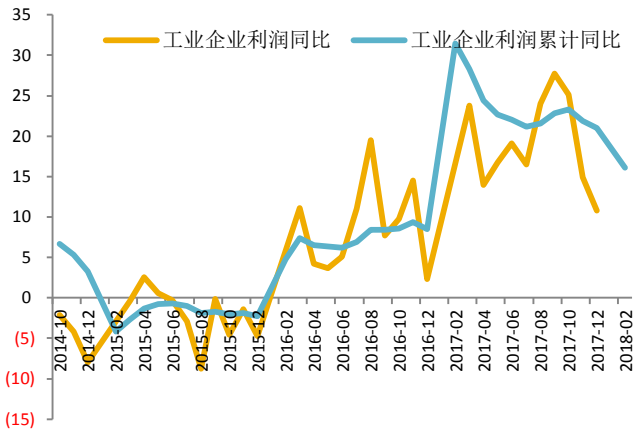
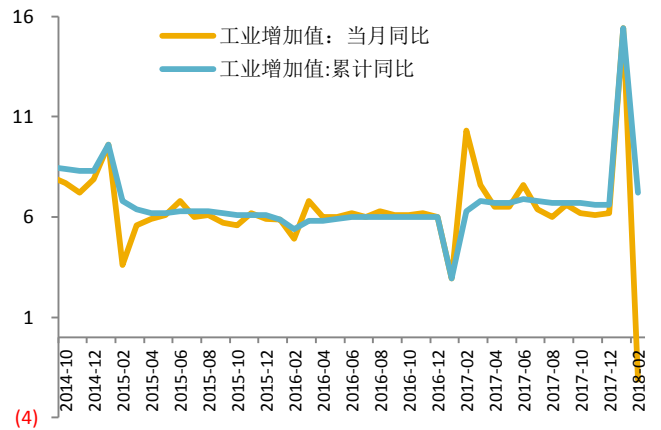


图 2: 工业增加值 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 3: 工业价格 (%)

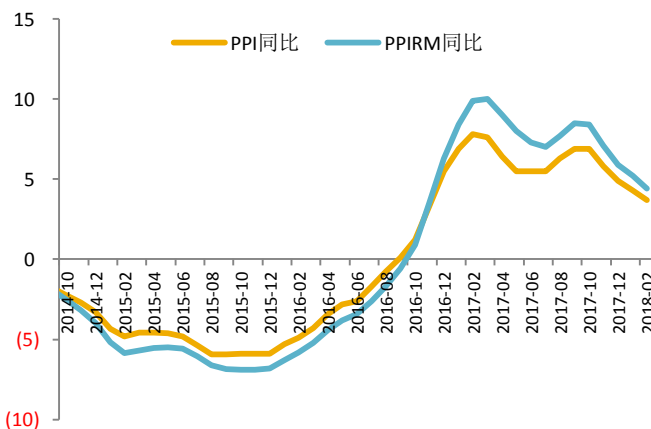
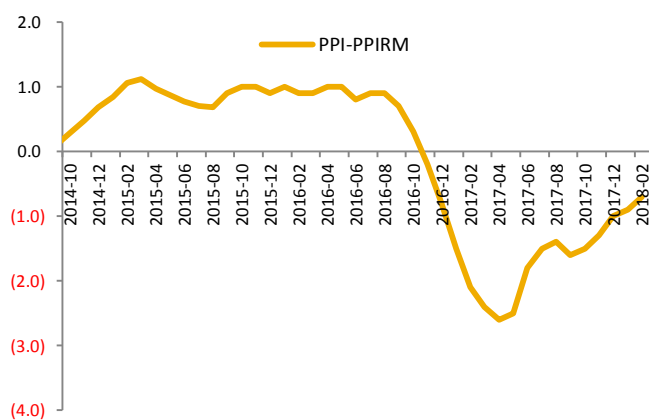


图 4: PPI-PPIRM (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 5: PMI (%)

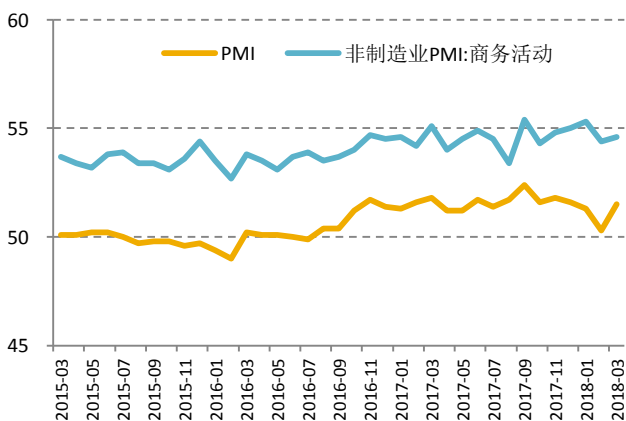
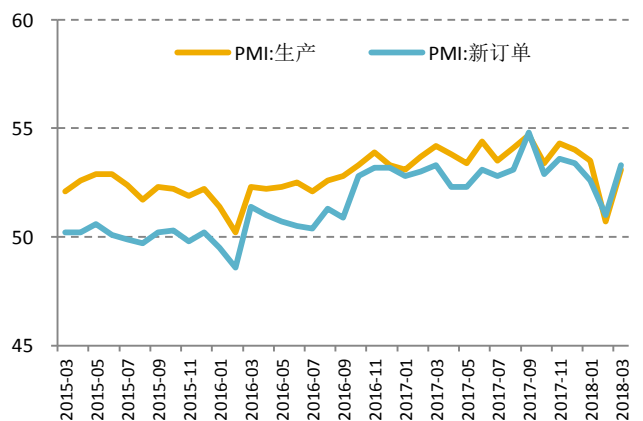


图 6: PMI 供需情况 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

2. 热点事件：贸易战冲击减弱，人民币做多热情增强。

本周美元指数先跌后涨，但人民币汇率大幅升值，说明人民币做多热情有所增强。这可能是由于上周中美贸易战的冲击，在经过周末的解读、消化后，市场普遍认为贸易战针锋相对地开打的可能性较小，最终或将在激烈的博弈中走向双方的妥协让步，如此，政策引导人民币汇率升值可能就是一个博弈筹码。而人民币汇率本周大涨，可能就反映了这样的预期。但是往后看，考虑到贸易战的高压可能一直持续到11月美国中期选举落定之后，期间中美博弈的态势可能还会出现较大起伏，而人民币对美元汇率也可能经历较大的波动。当贸易战进入交锋阶段时，引导人民币适度贬值也是中国可能的博弈选项。

图 7：人民币走势（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

3. 流动性跟踪：月末财政支出，央行净回笼 1600 亿元

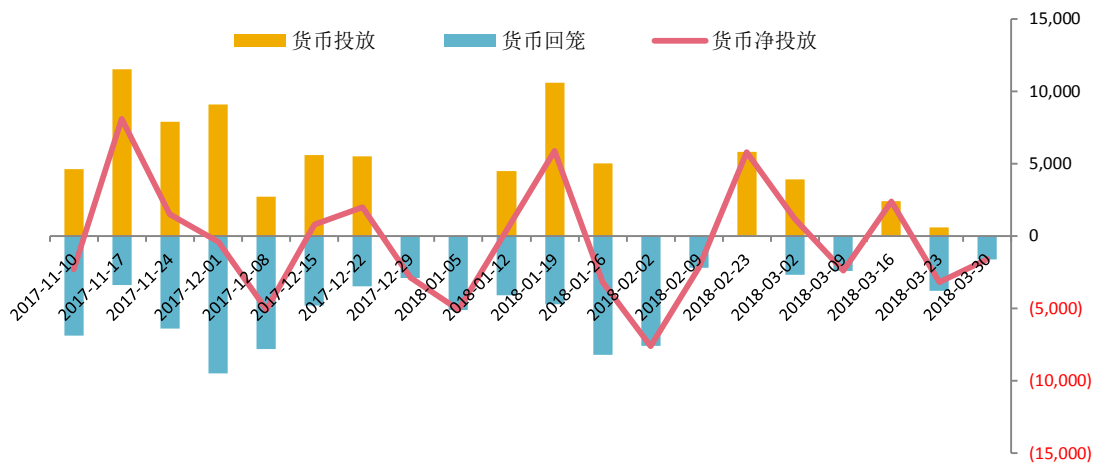
3.1 公开市场操作：

本周（2018.3.26-3.30）公开市场零操作，考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定，净回笼资金 1600 亿元。

表 1：本周央行公开市场操作明细

日期	逆回购操作 (亿元)				MLF 1 年	投放 _亿元	回笼 _亿元	净投放 _亿元	央行公告
	7 天	14 天	28 天	63 天					
2018-03-26							-700	-700	考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定
2018-03-27							-100	-100	考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定
2018-03-28							-100	-100	考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定
2018-03-29							-400	-400	考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定
2018-03-30							-300	-300	考虑到月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理稳定

图 8：周度公开市场净投放量（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

3.2 银行间货币市场利率：

本周，shibor 利率短端上行，月度以上宽松下行，银行间质押式回购利率较上周全部上行，存款类机构质押式回购加权利率不同期限利率涨跌互现，R007 与 DR007 的利差为 29.46，较上周上升 79.17bp，二者的利差扩大。

银行间市场金融机构与商业银行之间的资金分层现象加剧。

图 9：银行间货币市场利率

日期	SHIBIOR					R			DR			价差
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014	
2018-03-30	2.6900	2.9166	3.8810	4.2884	4.4615	3.4425	4.1911	5.1905	2.7984	3.1048	4.5203	1.0863
2018-03-23	2.5450	2.8464	3.8550	4.4364	4.6489	2.6008	2.9982	4.8011	2.5244	2.7036	4.6356	0.2946
变化 (BP)	14.50	7.02	2.60	-14.80	-18.74	84.17	119.29	38.94	27.40	40.12	-11.53	79.17

数据来源：wind, 中辉期货研发部

资金偏紧+监管趋严，债券市场走势进入震荡。周三深改委审议通过了资管新规，意味着金融监管进程可能提速进入新阶段，但媒体报道中，关于过渡期延长、估值方法变更等的监管放松期待仍然较为明显，意味着短期冲击或将温和，甚至市场可能因为监管预期修复而有所改善。整体而言，资金紧与监管严的影响增强，市场走势相对转弱。



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