

曙光初现

摘要

- **基本面：**1-2 月经济数据意外强劲，但难掩背后的疲态。由于表外融资监管收紧，加上财政预算赤字率调低，预计未来投资增速将放缓。消费增速在居民因买房而大幅加杠杆后缺乏大幅增长的动力。虽然出口数据强劲，但随着中美贸易摩擦加剧，出口增长或被削弱。预计二季度经济温和回落。随着天气的转暖，蔬果价格回落，加上猪价整体也呈下降趋势，食品项对 CPI 提升有限。目前一线城市房价回落，三四线城市房价涨幅也开始收窄，且趋势仍将持续。因此 CPI 缺乏拉升动力。3 月以来多数上游工业品价格开启跌势，PPI 环比可能继续下降，加上去年二季度的高基数影响，后续 PPI 增速将放缓。一季度信贷增速保持平稳，表外融资萎缩，全社会信用扩张速度较去年略微放缓。日前政府工作报告中未明确 M2 和社融的目标增速，在去杠杆的政策导向下，预期信用扩张将继续放缓。
- **政策面：**在经济温和回落，通胀压力不大的背景下，预计未来基准利率上调的可能性不大，公开市场操作利率可能跟随美联储加息继续小幅上调。鉴于银行有大量表外资产需要转入表内，为平稳过度，预计资金面仍将保持稳定。同时，监管的高压态势将保持较长时间，二季度需关注资管新规及相关配套措施的落地。
- **行情研判：**预期下行的基本面和宽松的资金面支撑债市向好，但政策风险仍存，在配置力量有限的情况下，供给可能会制约行情发展的空间。策略上，利率债短端的下行空间已然有限，长端交易盘不宜追高，可逢低波段操作；信用债在年报披露后将迎来密集的评级调整，需谨慎选择。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

xuchenxi@nawaa.com

0571-89727506

翟帅男 助理分析师

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

宋晓东 助理分析师

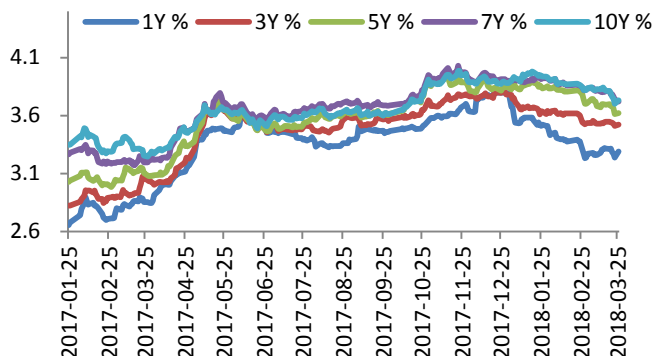
songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

一、行情回顾

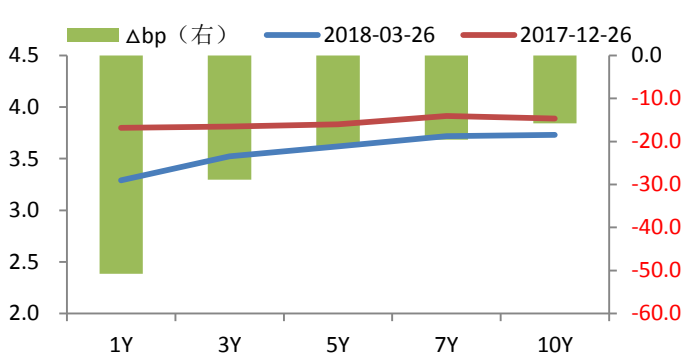
一季度，利率债在资金面异常平稳的环境下走出一波牛陡行情。跨年后短端利率开始下行，而长端利率受监管政策影响创出新高。春节后资金面维持宽松局面，短端利率继续下行，在美联储加息落地以及中美贸易摩擦加剧的背景下长端利率最终选择下行。

图 1.1 国债关键期限收益率



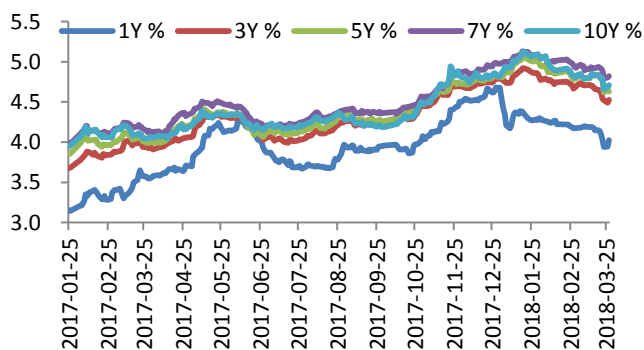
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债期限结构



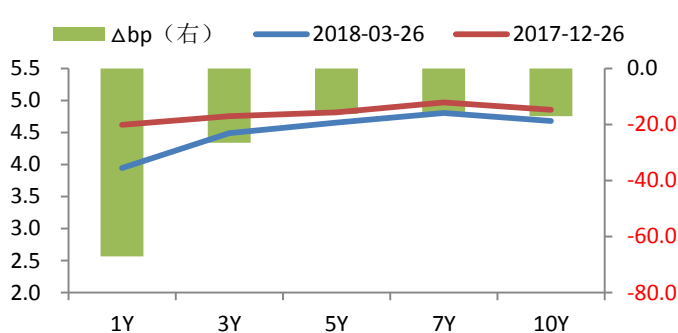
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

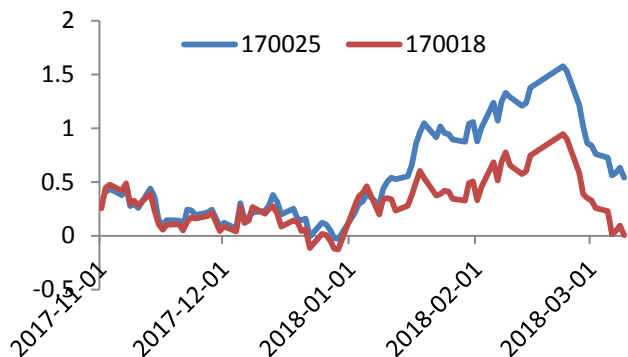
图 1.4 国开债期限结构



资料来源：Wind 资讯 南华研究

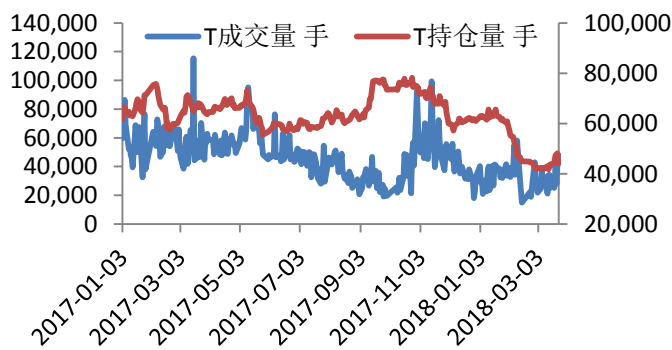
一季度国债期货成交活跃度下降，持仓亦降至较低水平。在1月的下跌及2月的低迷行情中期价较为低估，基差明显走高，此后随着合约到期日临近基差回落。

图 1.5 T1803 基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.6 10 年国债期货成交与持仓



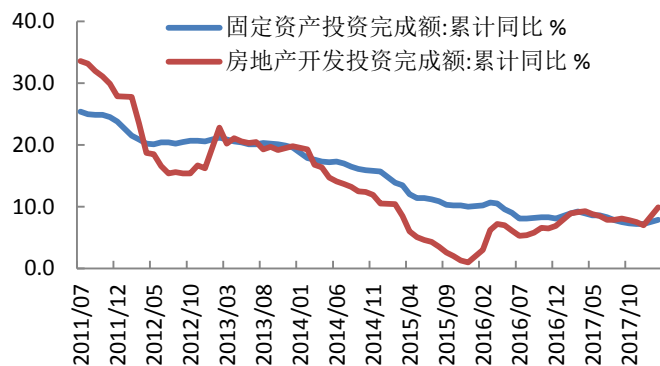
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济回顾与展望

2.1 经济温和回落

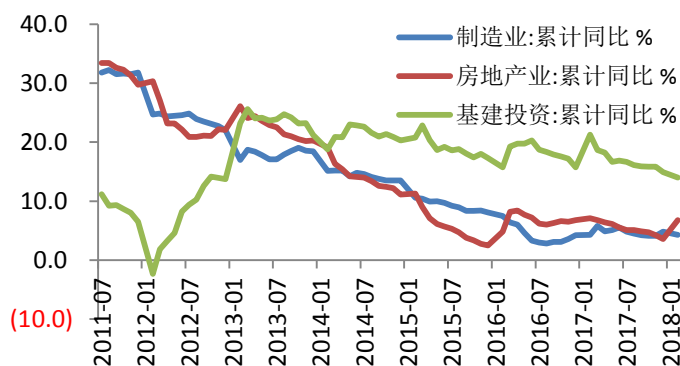
1-2 月经济数据意外强劲，但难掩背后的疲态。投资方面，固定资产投资同比增速较去年下半年有所回升，但仍不及去年同期。投资回升基本依赖地产投资，房地产企业拍地热情仍高，使得房地产开发投资明显回升，但商品房销售面积放慢，带动新开工和施工增速均大幅下滑，后续可能逐渐抑制房地产投资增长。制造业投资低迷；基建投资较 17 年底有所回升，但较 17 年同期增速大幅下滑。虽然民间投资异常走升，但后续持续性有待观察。目前表外融资监管收紧，加上财政预算赤字率调低，均不利于投资扩张。消费方面，增速较去年同期略高，但在居民因买房而大幅加杠杆后缺乏大幅增长的动力。年初出口数据强劲，但未来中美贸易摩擦加剧将使出口面临较大不确定性。总体来看，投资增长缺乏支撑，消费平稳，出口增长或被削弱，二季度经济预计温和回落。

图 2.1.1 固定资产投资增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 行业固定资产投资增速



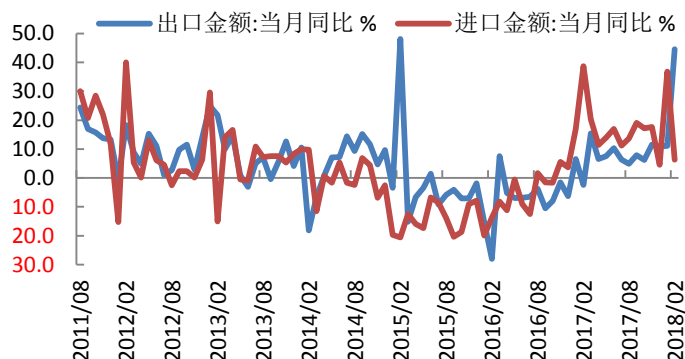
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 消费增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 进出口增速

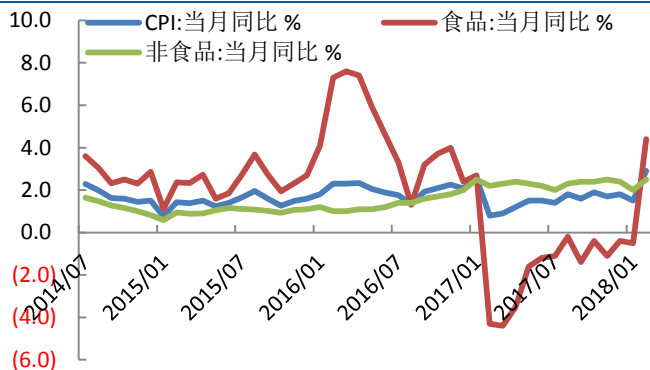


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 通胀无忧

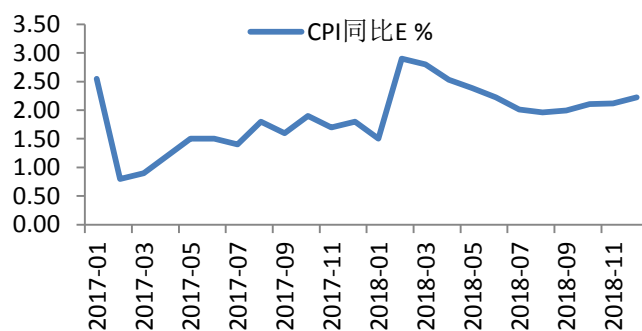
受春节因素影响，食品和服务价格明显飙升，使得 2 月 CPI 大幅走升。而随着天气的转暖，蔬果价格回落，加上猪价整体也呈现下降趋势，食品项对通胀提升有限。目前一线城市房价有一定回落，三四线城市房价涨幅也开始收窄，且趋势仍将持续。总体来看，通胀缺乏拉升动力，二季度难有明显上行。以环比变动的历史趋势模拟来看，较 2 月份的高位，二季度 CPI 将温和回落。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

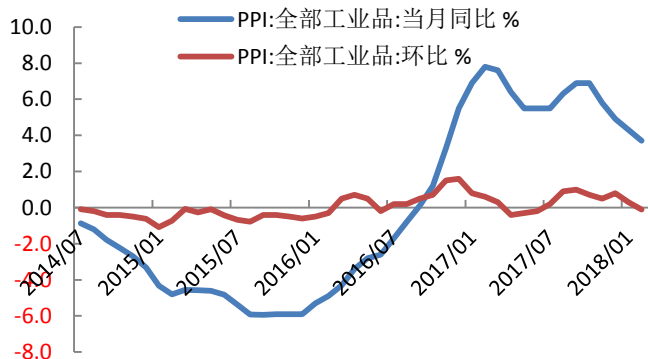
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

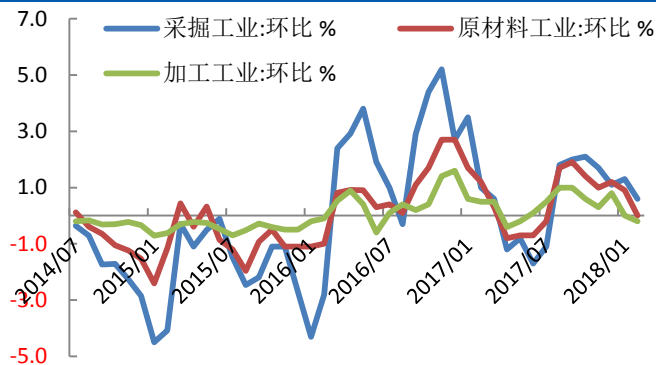
PPI 同比延续回落趋势，环比在 2 月转负。3 月以来多数上游工业品价格开启跌势，PPI 环比可能继续下降，加上去年二季度的高基数影响，后续 PPI 同比缺乏拉升动力，大概率继续缓慢下滑。通胀整体保持平稳，不存在持续上行压力。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 环比增速（分行业类型）

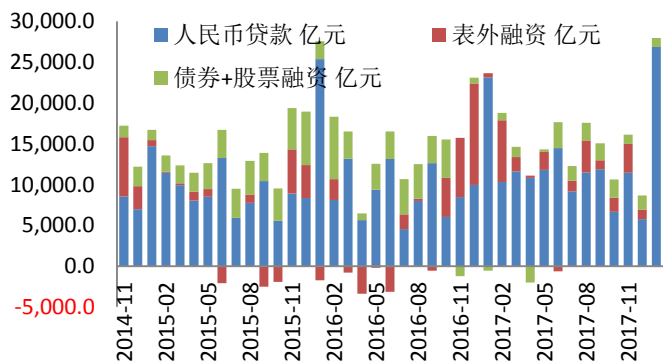


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3 信用扩张放缓

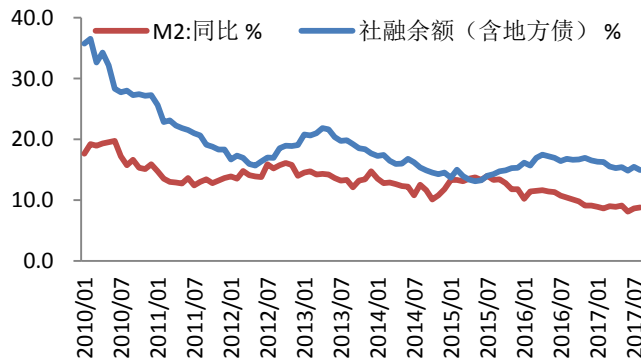
一季度信贷增速保持平稳，表外融资萎缩，全社会信用扩张速度较去年略微放缓。信贷方面，综合 1-2 月数据来看，新增信贷同比保持增长。结构上，居民中长期贷款同比少增明显，这与政策控制居民部门杠杆增长，限制银行向居民过多投放住房贷款相一致；新增企业短期和中长期贷款均不及去年同期，可能与银行收紧信贷有关。表外融资全面萎缩，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票均有不同程度的缩量。直接融资方面，随着债市慢慢回暖，一季度债券融资明显好于去年同期，但股票融资弱。社融余额增速缓慢下降，M2 增速在低位稳定。日前政府工作报告中未明确 M2 和社融的目标增速，表明政府坚持去杠杆，在不出现处置风险的风险的前提下，预期信用扩张将继续放慢，M2 和社融增速可能进一步走低。

图 2.3.1 信贷、表外融资与直接融资



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2 M2 与社会融资余额同比增速

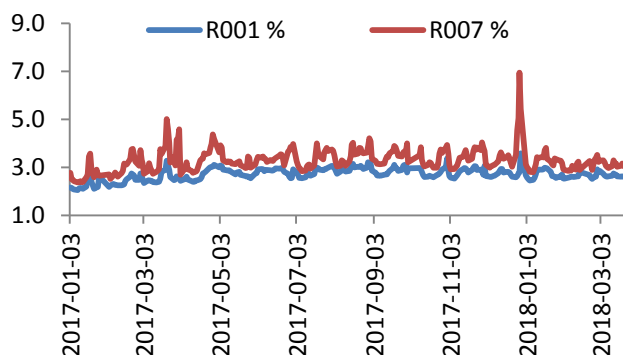


资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、货币政策与宏观审慎政策

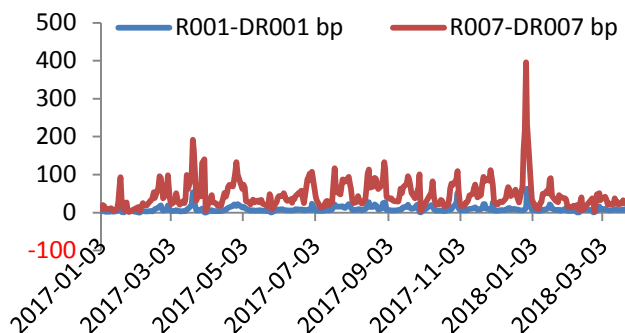
一季度银行间流动性稳定程度好于以往。由于普惠金融定向降准的实施，以及央行在春节前建立了临时准备金动用安排，避免了流动性的波动。节后公开市场通过逆回购、MLF 等操作继续保持了流动性的稳定。非银机构融资难度大幅下降，银行与非银的融资成本差异明显缩小。

图 3.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

回顾一季度央行的政策操作，以 MLF 和公开市场操作为主，春节前后流动性异常宽松，货币市场利率的波动性也明显低于去年，3 月以来央行逆回购操作有所收紧，MLF 操作则是连续保持超额净投放状态，总体来看货币政策仍保持稳健中性，资金方面偏宽松。去年以来央行不断加强流动性调控的灵活性、精准性和有效性。1 月 15 日，央行开展 2155 亿元 MLF 净投放和 500 亿元短期流动性投放，这是 2017 年以来首次“MLF 净投放+OMO 净投放”的“长短结合”操作，兼顾了短期流动性矛盾。美联储 3 月上调联邦基金利率后，央行随即上调 7 天逆回购操作利率 5BP 至 2.55% 作为应对，意在缩小政策利率与货币市场利率的差距，同时也约束非理性融资行为，促进机构降杠杆。考虑到实体经济的承受能力，仅调整公开市场利率，而不调整基准利率，体现了货币政策的自主性。在经济温和回落，通胀压力不大的背景下，预计未来基准利率上调的可能性不大，公开市场操作利率可能跟随美联储加息继续小幅上调。鉴于银行有大量表外资产需要转入表内，为平稳过度，预计资金面仍将保持稳定。

表 3.1 货币政策操作

日期	政策操作
2018. 1. 15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2018. 2. 13	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2018. 3. 7	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2018. 3. 16	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2018. 3. 22	央行进行 100 亿 7D 逆回购，利率上调 5bp 至 2.55%

资料来源：根据新闻整理

2017 年底至 2018 年初，以《资管新规》为代表的一系列监管政策密集发布，去杠杆步伐并未停滞。1 月 4 日一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（302 号文），将债券代持业务正式纳入监管，监管门槛提高，债券市场参与者寻求代持的动机受限，有利于提高交易透明度，规范市场秩序，并进一步推动债券市场去杠杆。3 月 13 日，十九届三中全会公布《国务院机构改革方案》，将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，银保合并促监管协同，将有助于填补银保交叉业务发展中的监管漏洞，同时拓宽监管政策的覆盖面和有效性。预计监管的高压态势将保持较长时间，二季度需关注资管新规及相关配套措施的落地。

表 3.2 监管政策梳理

日期	监管政策
2018. 1. 3	央行重新设定了同业存单年度发行额度备案要求，方向进一步趋严。根据新规，今年各家银行同业存单备案额度将限定在去年 9 月末总负债的 1/3，再扣除同业负债后的所得值。
2018. 1. 4	一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（302 号文）。此项通知旨在整顿债市代持、高杠杆等乱象，严禁线下交易，控制杠杆率，要求全程留痕控风险。
2018. 1. 4	证监会发布 302 号文配套通知，对证券公司、基金管理公司及其子公司的证券自营、资产管理（含公募与私募基金）、投资顾问等业务参与债券交易作出进一步细化规范。
2018. 1. 5	保监会近日印发《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》，防范保险资金以通道、嵌套、名股实债等方式开展股权投资计划业务，遏制地方政府隐性债务增量。
2018. 1. 5	银监会就《商业银行大额风险暴露管理办法》公开征求意见。
2018. 1. 6	银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》，明确委托贷款资金不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得作为注册资本金、注册验资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等。
2018. 1. 9	银监会明确 2018 年重点整治八大领域：公司治理不健全、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者合法权益、不当关联交易进行利益输送、违法违规展业、案件与操作风险等。
2018. 1. 12	中基协发布最新《私募投资基金备案须知》，明确存在借贷活动的三类情形不属于私募基金投资范围，将自 2 月 12 日起不再予以备案。
2018. 1. 13	银监会晚间发布《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，指出各银行业金融机构和各级监管机构要抓住服务实体经济这个根本，严查资金脱实向虚在金融体系空转的行为，严查“阳奉阴违”或选择性落实宏观调控政策和监管要求的行为，积极贯彻新发展理念，形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环。
2018. 1. 16	银监会发布衍生工具交易对手违约风险资产计量规则，要求商业银行将交易对手信用风险管理纳入全面风险管理框架，建立健全衍生产品风险治理的政策流程，确保衍生工具估值和资本计量的审慎性。

2018. 1. 18 保监会、财政部联合发布《关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》，严禁违法违规向地方政府提供融资，不得要求地方政府违法违规提供担保。
2018. 3. 2 银监会下发 2018 年 7 号文《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，明确将拨备覆盖率监管要求由 150%调整到 120%-150%，贷款拨备率监管要求由 2.5%调整到 1.5%-2.5%。在确定具体监管要求时，将主要考虑银行贷款分类准确性、处置不良贷款的主动性、资本充足率等。
2018. 3. 12 中国人民银行、银监会、证监会、保监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》。

资料来源：根据新闻整理

四、行情研判

经济疲态渐显，投资缺乏动力，中美贸易战或将抑制出口，通胀上升空间也不大，二季度基本面大概率回落，对债市有一定支撑。资金面来看，央行强调今年将保持审慎中性的货币政策，为促进银行表外资产平稳回归表内，预计将采取措施令流动性保持基本平稳。目前资产新规仍未落地，虽然市场已经对此反应良久，但真正落地时视严厉程度可能仍会对市场造成一定的扰动，需继续关注监管动态。大类资产方面，3 月以来大宗商品多数高位回落，股市震荡加剧，若二季度延续这一态势将有利于多头交易盘。值得注意的是二季度利率债供给将加大，信用债供给也可能受市场好转带动而放量，但机构配置力量的缺乏难以在短期内改观，若供给过度将会令市场承压。

整体来看，预期下行的基本面和宽松的资金面支撑债市向好，但政策风险仍存，在配置力量有限的情况下，供给可能会制约行情发展的空间。策略上，利率债短端的下行空间已然有限，长端交易盘不宜追高，可逢低波段操作；信用债在年报披露后将迎来密集的评级调整，需谨慎选择。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net