

基本面助推债市走升

摘要

- **广义信贷大幅萎缩。**10月新增社会融资总量录得7288亿，同比少增4716亿。其中，新增人民币信贷7141亿，较三季度明显减少，表外融资持续萎缩继续拖累社融增长，“地方政府专项债”纳入社会融资规模统计并未使社融企稳。从贷款结构来看，10月新增中长期居民贷款基本与去年同期持平，略低于前值，新增短期居民贷款超过去年同期，新增企业贷款均不及去年同期。直接融资方面，10月企业债券融资持平于去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票继续全面下滑，其中信托贷款降幅继续扩大。10月M2同比上涨8.0%，较去年同期回落0.9%；M1增速录得2.7%，创14年以来新低。社会融资余额存量同比增速继续回落，收为10.2%。整体来看，非标转标趋势继续，仅靠债券投资不足以支撑社融增速，社融继续明显走低。
- **经济有望企稳。**10月固定资产投资完成额累计增速录得5.7%，连续两月回升，但较去年同期仍明显下滑。其中，制造业投资累计同比回升至9.1%，基建投资回升至3.7%，是去年11月以来首次回升，基建补短板开始发挥作用。10月工业增加值当月同比为5.9%，略低于去年同期。10月民间固定资产投资同比增速录得8.8%，增速高于前值和去年同期，但目前民营企业实际融资难度仍然较大，结构化差异较为明显。从销售情况来看，10月商品房销售面积累计增速录得2.2%，较上月回落0.7%，较去年同期下滑6.0%，房屋新开工增速收为16.3%，施工增速升为4.3%，销售继续下滑，新开工也稍有回落，施工增速则继续回升，而居民中长期贷款开始回落，后续房地产投资应会受影响。从消费方面来看，10月社会消费品零售总额同比增长8.6%，较上月回落0.6%，较去年同期下滑1.4%。整体来看，随着基建项目的加速落地，投资有所企稳，但持续性有待观察，消费继续回落态势，经济韧性较大，后续重点观察基建和房地产状况。
- **流动性展望：**本周公开市场无资金到期，缴税期平稳度过，短期流动性压力不大。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，社融大幅走低，投资略有回升，消费继续下滑，基本面整体支撑债市走升。汇率方面，美元周内小幅走低，人民币有所回升，汇率整体仍处于合理均衡水平，贬值压力可控。为解决当前民营企业发展中遇到的融资困难，国家发改委认真贯彻落实习近平总书记在民营企业座谈会上的重要讲话精神和国务院常务会议精神，坚持“两个毫不动摇”，积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。信用债在政策支持下料有所好转，但政府不会无选择的全面拯救，经营不佳的垃圾企业仍有违约风险。总体来看，基本面持续低迷，推动债市走牛，短期中美贸易摩擦和人民币汇率对债市影响不大。操作上，建议多单持有，信用债择优持有。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

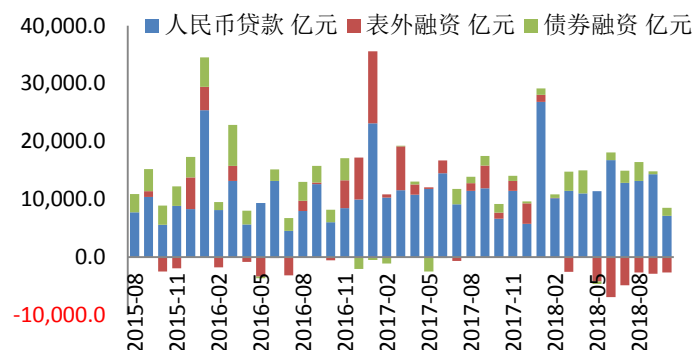
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 广义信贷大幅萎缩

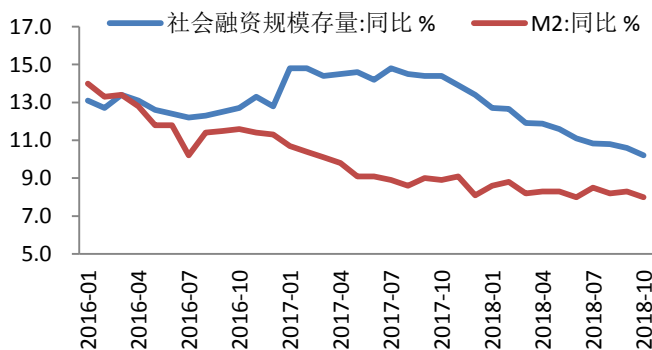
10 月新增社会融资总量录得 7288 亿，同比少增 4716 亿。其中，新增人民币信贷 7141 亿，同比多增 506 亿，较三季度明显减少，表外融资持续萎缩继续拖累社融增长，“地方政府专项债”纳入社会融资规模统计并未使社融企稳。从贷款结构来看，10 月新增中长期居民贷款基本与去年同期持平，略低于前值，新增短期居民贷款超过去年同期，新增企业贷款均不及去年同期。直接融资方面，10 月企业债券融资持平于去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票继续全面下滑，其中信托贷款降幅继续扩大。10 月 M2 同比上涨 8.0%，较去年同期回落 0.9%；M1 增速录得 2.7%，较去年同期回落 10.3%，创 14 年以来新低。社会融资余额存量同比增速继续回落，收为 10.2%。整体来看，非标转标趋势继续，仅靠债券投资不足以支撑社融增速，社融继续明显走低。

图 1.2.1 社会融资总量（除去外币贷款）



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2.2 M2 与社会融资余额同比增速

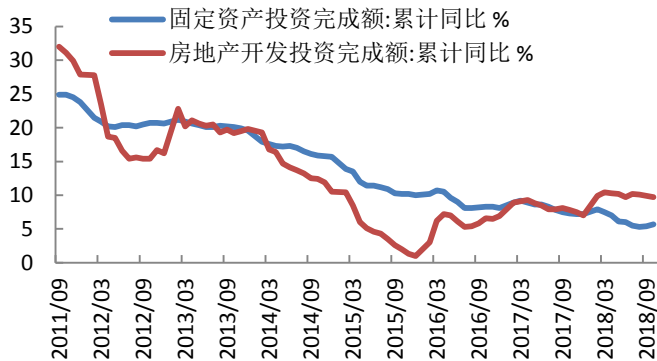


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 经济有望企稳

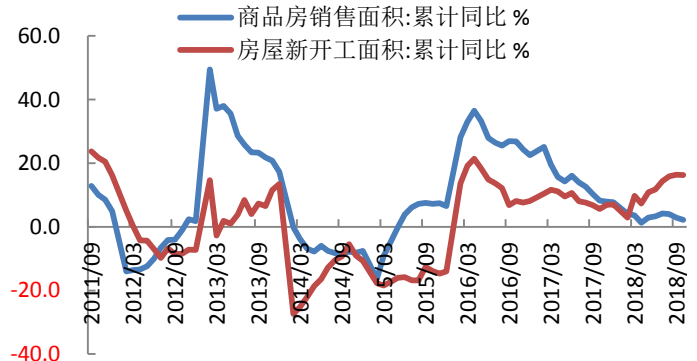
10 月固定资产投资完成额累计增速录得 5.7%，连续两月回升，但较去年同期仍明显下滑。其中，制造业投资累计同比回升至 9.1%，基建投资回升至 3.7%，是去年 11 月以来首次回升，基建补短板开始发挥作用。10 月工业增加值当月同比为 5.9%，略低于去年同期。10 月民间固定资产投资同比增速录得 8.8%，增速高于前值和去年同期，但目前民营企业实际融资难度仍然较大，结构化差异较为明显。从销售情况来看，10 月商品房销售面积累计增速录得 2.2%，较上月回落 0.7%，较去年同期下滑 6.0%，房屋新开工增速收为 16.3%，施工增速升为 4.3%，销售继续下滑，新开工也稍有回落，施工增速则继续回升，而居民中长期贷款开始回落，后续房地产投资应会受影响。从消费方面来看，10 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，较上月回落 0.6%，较去年同期下滑 1.4%。整体来看，随着基建项目的加速落地，投资有所企稳，但持续性有待观察，消费继续回落态势，经济韧性较大，后续重点观察基建和房地产状况。

图 1.1.1 固定资产投资增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 房地产销售与新开工

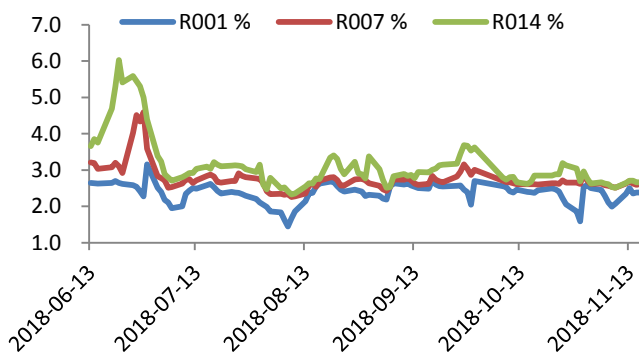


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

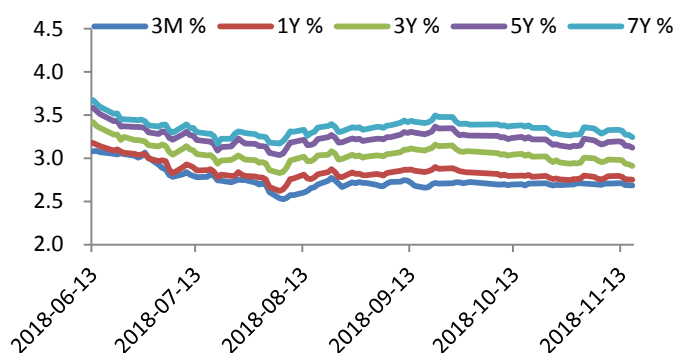
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.38%、2.62% 和 2.66%，均明显走升。Shibor 几乎全数走升，隔夜利率走升 30.7BP，受缴税因素影响，资金面有所收紧。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共 1200 亿国库定存到期，央行周内未进行逆回购操作，周内实现 1200 亿资金净回笼。本周公开市场无资金到期，缴税期平稳度过，短期流动性压力不大。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1049.13 亿，加上信用债发行共计 4390.40 亿，总偿还量 6041.84 亿，净融资-1651.44 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量 (亿)	期限	合计 (亿)
2018.11.19	18 农发 12	40.00	3.0	
	18 农发 13	40.00	5.0	

2018. 11. 20	18 国开 11 (增 14)	105. 92	5. 0
	18 国开 12 (增 10)	113. 20	3. 0
	18 国开 14 (增 4)	60. 50	7. 0
	18 宁波债 16	11. 83	5. 0
	18 宁波债 17	17. 50	10. 0
	18 宁波债 18	5. 28	5. 0
	18 宁波债 19	7. 70	10. 0
	18 贵州债 26	65. 09	5. 0
	18 贵州债 27	57. 41	7. 0
2018. 11. 21	18 附息国债 26	260. 00	1. 0
	18 附息国债 27	260. 00	10. 0
2018. 11. 22	18 湖北债 18	4. 7	15. 0
合计			1049. 13

资料来源: Wind 资讯 南华研究

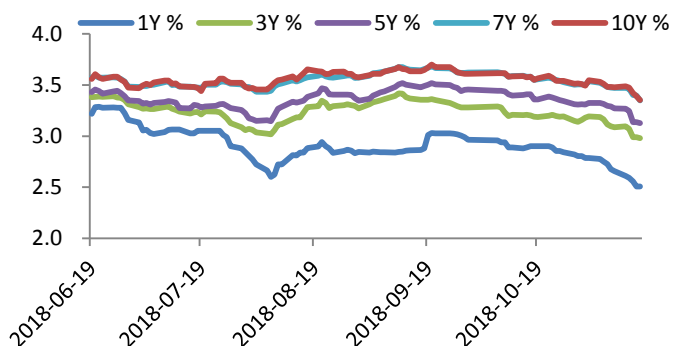
三、行情回顾与展望

经济不及预期, 债市情绪大好, 国债期货大幅走升, 现券收益率也明显走低。全周来看, 国债收益率全数走低, 其中 1 年期下行幅度最大, 为 15. 06BP; 国开债收益率除 1 年期外全数下行, 其中 7 年期下行幅度最大, 为 14. 88BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1812 收于 96. 97, 较前周结算价上涨 1. 01%; TF1812 收于 98. 9, 较前周结算价上涨 0. 39%; TS1812 收于 100. 075, 较前周结算价上涨 0. 18%。

一级市场方面, 周一增发的 3、5 年期农发债中标利率均低于二级市场水平, 全场 3 倍以上, 需求旺盛; 周二增发的 1、3、7 年期国开债中标利率均低于二级市场水平, 全场 3-5 倍, 需求旺盛; 周三增发的 1、7、10 年期农发债中标利率均低于二级市场水平, 全场 2-4 倍, 需求尚可; 周四增发的 2、5 年期附息国债中标利率均低于二级市场水平, 全场接近 3 倍, 需求尚可; 周五增发的 1、3、5、10 年期口行债中标利率均低于中债估值, 全场 3 倍以上, 需求旺盛; 周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债和 50 年期附息国债中标利率均低于预期, 全场 3 倍左右, 需求较好。一级市场招标结果显示, 利率债需求整体向好。

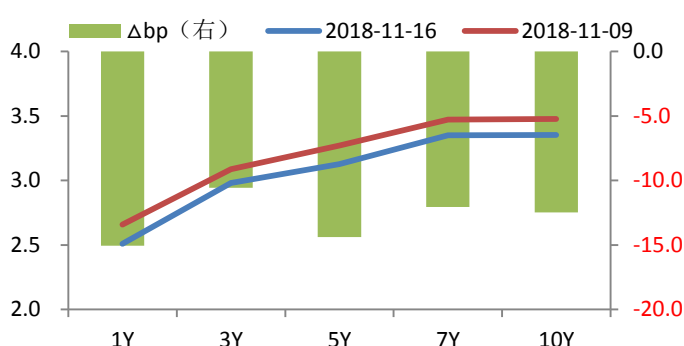
本周关注银行结售汇数据。基本面来看, 社融大幅走低, 投资略有回升, 消费继续下滑, 基本面整体支撑债市走升。汇率方面, 美元周内小幅走低, 人民币有所回升, 汇率整体仍处于合理均衡水平, 贬值压力可控。为解决当前民营企业发展中遇到的融资困难, 国家发改委认真贯彻落实习近平总书记在民营企业座谈会上的重要讲话精神和国务院常务会议精神, 坚持“两个毫不动摇”, 积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施, 拓展民营企业融资渠道。信用债在政策支持下料有所好转, 但政府不会无选择的全面拯救, 经营不佳的垃圾企业仍有违约风险。总体来看, 基本面持续低迷, 推动债市走牛, 短期中美贸易摩擦和人民币汇率对债市影响不大。操作上, 建议多单持有, 信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



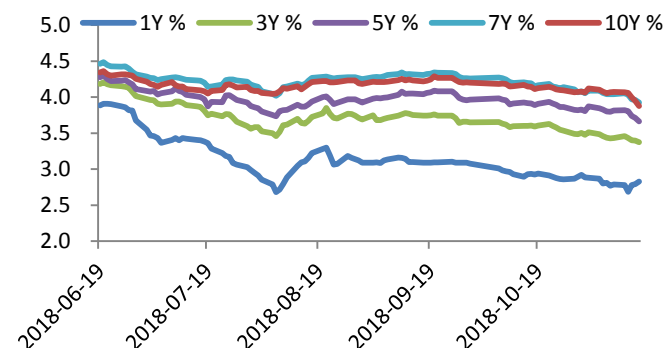
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



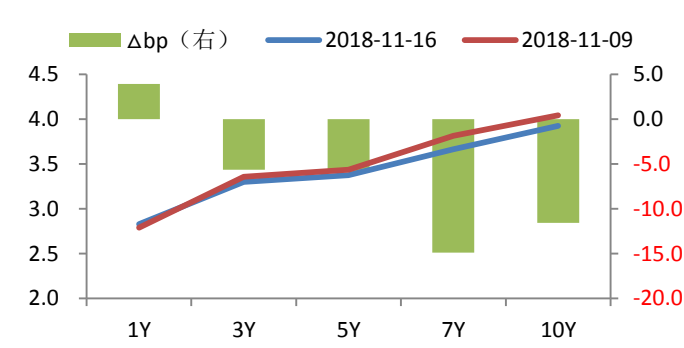
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



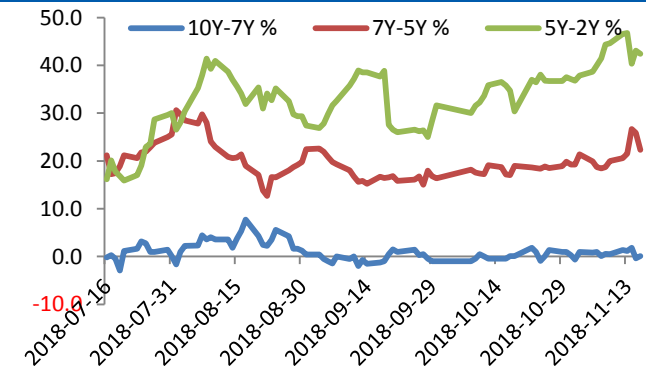
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



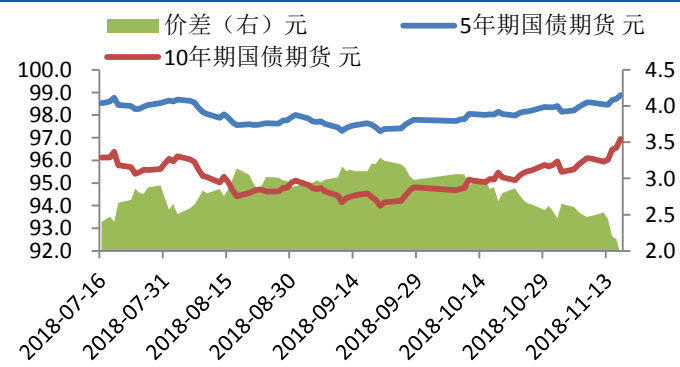
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



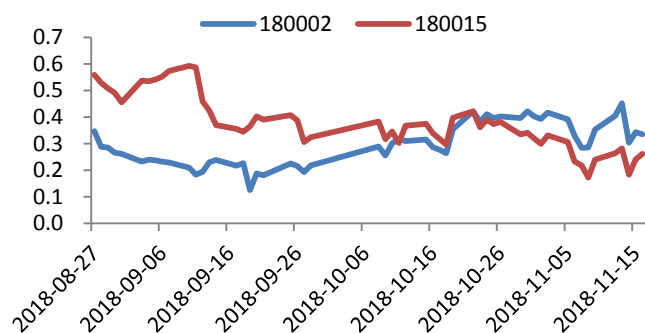
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



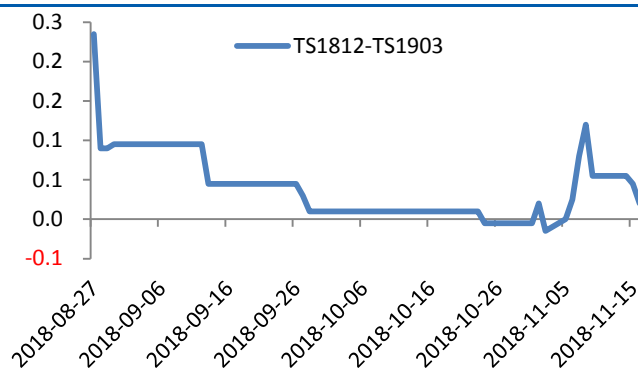
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1812 活跃 CTD 券基差



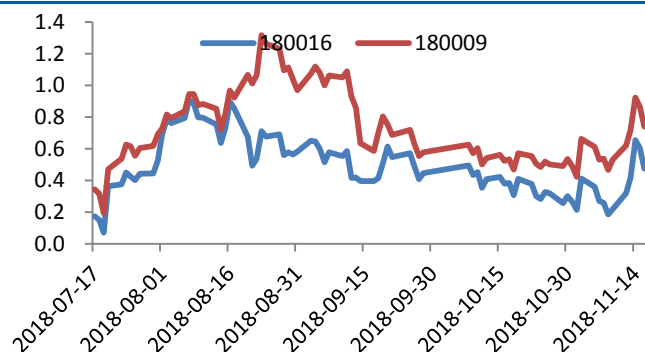
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



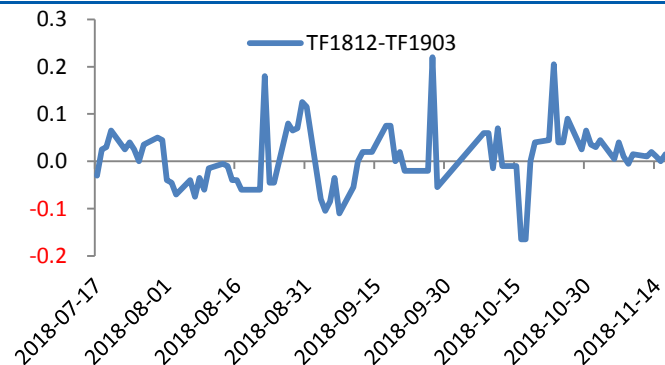
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1812 活跃 CTD 券基差



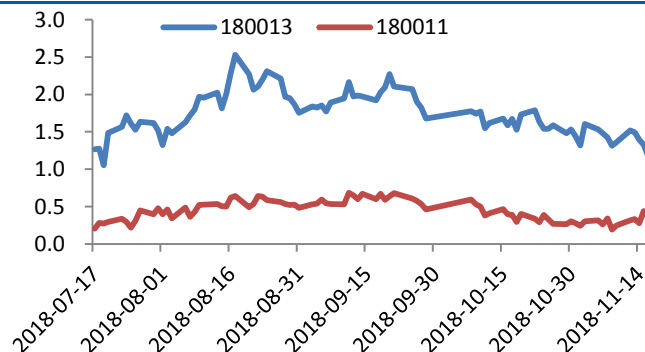
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



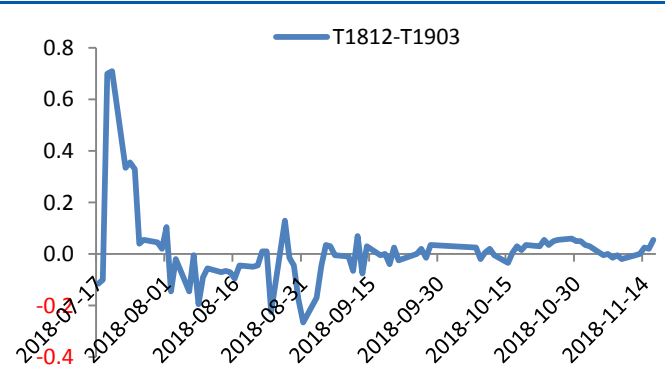
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1812 活跃 CTD 券基差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.12 10 年期国债期货跨期价差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

南华期货分支机构

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

台州营业部

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

温州营业部

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

宁波分公司

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

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

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

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

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

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

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

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

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、B608、B609 室
永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 010-63161286

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

郑州营业部

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

青岛营业部

青岛市闽江路 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 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

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

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 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

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

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

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

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

普宁营业部

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

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

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、
3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

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

济南营业部

山东省济南市历下区泺源大街 102 号向恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

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

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

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