南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究NFR

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

利率周报 2019年1月21日

短期调整不改牛市格局

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

摘 要

- **广义信贷有所企稳。**12月新增社会融资总量录得15897.59亿，同比多增658.25亿。其中，新增人民币信贷9281.46亿，低于前值，但仍高于去年同期，表外融资持续萎缩继续拖累社融增长。从贷款结构来看，12月新增居民短期贷款明显增长，新增企业短期贷款跌幅收窄，新增中长期贷款均不及去年同期。直接融资方面，12月企业债券融资继续高于前值和去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款继续全面下滑，未贴现银行承兑汇票转正，表外转表内仍在继续。12月M2同比上涨8.1%，较去年同期持平；M1增速录得1.5%，较去年同期回落10.3%，保持在低位。社会融资余额存量同比增速继续回落，收为9.78%。整体来看，社融整体略超预期，但结构性去杠杆继续，资金池和期限错配仍被禁止，非标转标趋势继续，债券融资增长难以覆盖表外萎缩速度，后续融资环境的改善还需政策呵护。

- **流动性展望：**本周公开市场共7700亿逆回购到期，但春节前两次降准资金的释放，加上已经跨年的28天期逆回购，春节前流动性问题不大。

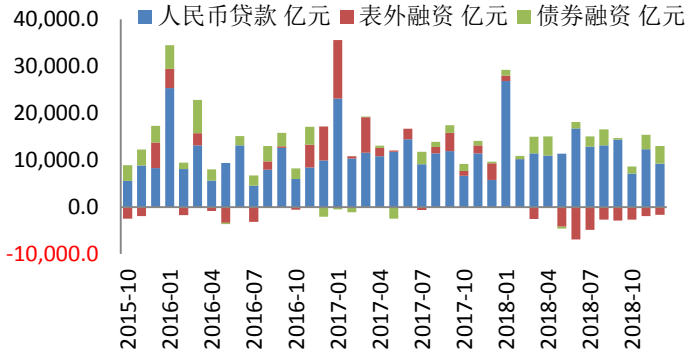
- **利率展望与策略：**本周关注投资、消费和GDP数据。基本面来看，社融稍有企稳，但融资环境仍然艰难，融资结构也存在问题，短期仍利多债市。外汇方面，美元指数走升，人民币略有调整，周内美债收益率小涨，中国国债收益率继续走跌，利差继续收窄至33BP。财政部国库司副主任郭方明表示，2019年要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制。利率债与宏观经济的联系将越来越紧密，债市收益率的下行有利于推动企业融资成本的下行，火爆的债市也有利于更低成本的发行专项债，为基建的改善提供支撑。总体来看，对地方债供给压力的担忧和对经济悲观预期的减弱，使得债市短期有调整压力，但实体融资难度仍大，货币政策保持结构性宽松，若出现明显调整，则是良好的买入时机；信用债表现较好，但高等级产业债收益率多数已然修复，建议降低收益预期，可将目光转向城投和可转债市场。操作上，期债逢回调买入，信用债择优持有。

一、经济与海外债市观察

1.1 广义信贷有所企稳

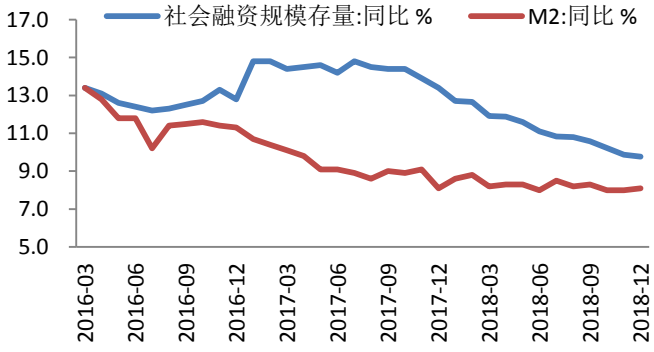
12 月新增社会融资总量录得 15897.59 亿，同比多增 658.25 亿。其中，新增人民币信贷 9281.46 亿，低于前值，但仍高于去年同期，表外融资持续萎缩继续拖累社融增长。从贷款结构来看，12 月新增居民短期贷款明显增长，新增企业短期贷款跌幅收窄，新增中长期贷款均不及去年同期。直接融资方面，12 月企业债券融资继续高于前值和去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款继续全面下滑，未贴现银行承兑汇票转正，表外转表内仍在继续。12 月 M2 同比上涨 8.1%，较去年同期持平；M1 增速录得 1.5%，较去年同期回落 10.3%，保持在低位。社会融资余额存量同比增速继续回落，收为 9.78%。整体来看，社融整体略超预期，但结构性去杠杆继续，资金池和期限错配仍被禁止，非标转标趋势继续，债券融资增长难以覆盖表外萎缩速度，后续融资环境的改善还需政策呵护。

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



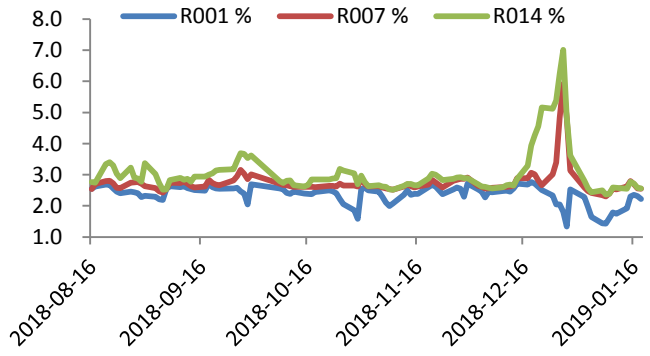
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

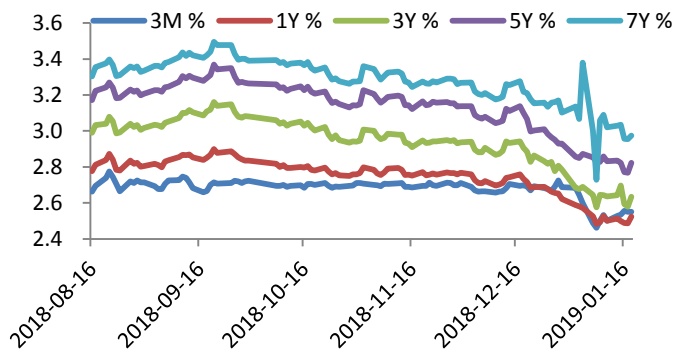
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.22%、2.55%和 2.56%，隔夜明显走升，7 天和 14 天变动不大。Shibor 短升长降，隔夜利率上行 47.05BP，利率互换同样短升长降，年末时点，短端资金面稍显紧张。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

图 2.1.2 IRS（FR007）



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共 1100 亿逆回购和 3900 亿 MLF 到期，央行周内实施 7700 亿 7 天期和 5000 亿 28 天期逆回购，周内共实现 7700 亿资金净投放。加上 15 号释放的第一笔降准资金，目前资金面极为宽松。本周公开市场共 7700 亿逆回购到期，但春节前两次降准资金的释放，加上已经跨年的 28 天期逆回购，春节前流动性问题不大。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，截止到本周一早上，本周利率债计划发行规模为 1318.6 亿，加上信用债发行共计 3415.66 亿，总偿还量 4573.71 亿，净融资-1158.05 亿。上周总发行量为 8767.09 亿，总偿还量 5562.41 亿，净融资 3204.67 亿元。

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）
2019.1.21	18 农发 12(增 5)	50.0	3.0	
	18 农发 13(增 4)	50.0	5.0	
	19 新疆债 01	100.0	10.0	
2019.1.22	18 国开 14(增 11)	60.0	7.0	
	19 国开 01(增 2)	80.0	1.0	
	19 国开 02(增发)	80.0	3.0	
	19 河南债 01	165.0	3.0	
	19 河南债 02	139.0	5.0	
	19 河南债 03	9.4	3.0	
	19 河南债 04	113.3	5.0	
	19 河南债 05	2.1	3.0	
	19 河南债 06	11.4	5.0	
	19 河南债 07	13.0	15.0	
2019.1.23	19 兵团债 01	11.2	5.0	
	19 兵团债 02	16.8	10.0	
	19 兵团债 03	2.0	10.0	
	19 兵团债 04	10.0	10.0	
2019.1.24	19 福建债 01	42.8	5.0	
	19 福建债 02	32.1	7.0	
	19 福建债 03	32.1	10.0	
	19 山东债 01	104.6	10.0	

	19 山东债 02	39.5	5.0	
	19 山东债 03	17.7	3.0	
	19 山东债 04	75.1	10.0	
	19 山东债 05	8.2	10.0	
2019.1.25	19 河北债 01	30.0	7.0	
	19 河北债 02	23.2	10.0	
合计				**1318..6**

资料来源：Wind 资讯 南华研究

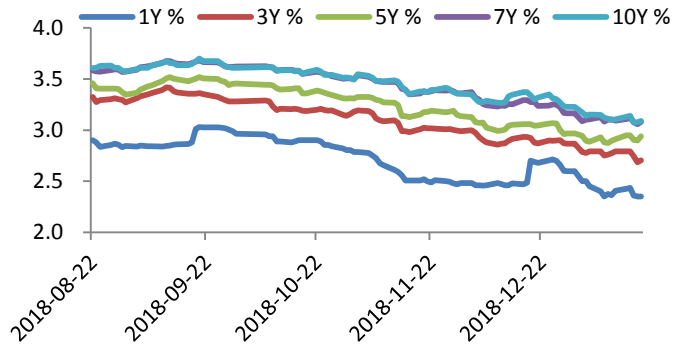
三、行情回顾与展望

天量逆回购主力债市走升，国债期货周三大幅上涨，全周震荡稍涨，现券收益率几乎走低。全周来看，国债收益率除 5 年期外全数走低，其中 1 年期下行幅度最大，为 5.67BP；国开债收益率除 5、10 年期外全数下行，其中 3 年期下行幅度最大，为 7.05BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1903 收于 98.08，较前周结算价上涨 0.04%；TF1903 收于 99.795，较前周结算价上涨 0.13%；TS1903 收于 100.605，较前周结算价上涨 0.17%。

一级市场方面，周一增发的 3 年、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 年、3 年、7 年期国开债中标利率均低于二级市场水平，全场不足 3 倍，需求尚可；周三增发的 1 年、7 年、10 年期农发债中标利率均低于二级市场水平，1 年期需求旺盛；周三续发的 1 年、10 年期附息国债中标利率均低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛；周四增发的 1 年、3 年、5 年、10 年期口行债中标利率均低于二级市场水平，全场 3-6 倍，需求旺盛；周四增发的 5 年、10 年期国开债中标利率均低于二级市场水平，全场 3 倍左右，需求不俗；周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债中标利率低于中债估值，全场 3.69 倍，需求旺盛。上周一级市场招标结果显示债市需求旺盛。

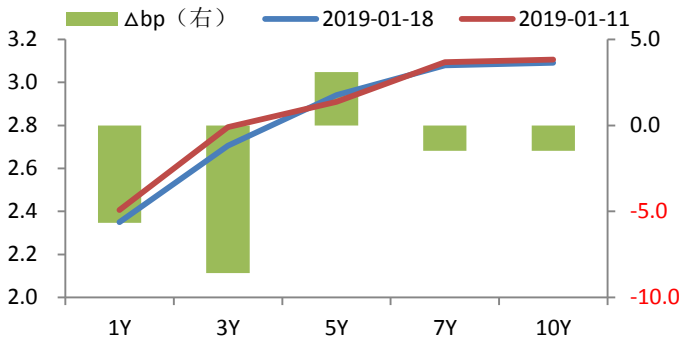
本周关注投资、消费和 GDP 数据。基本面来看，社融稍有企稳，但融资环境仍然艰难，融资结构也存在问题，短期仍利多债市。外汇方面，美元指数走升，人民币略有调整，周内美债收益率小涨，中国国债收益率继续走跌，利差继续收窄至 33BP。财政部国库司副主任郭方明表示，2019 年要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制。利率债与宏观经济的联系将越来越紧密，债市收益率的下行有利于推动企业融资成本的下行，火爆的债市也有利于更低成本的发行专项债，为基建的改善提供支撑。总体来看，对地方债供给压力的担忧和对经济悲观预期的减弱，使得债市短期有调整压力，但实体融资难度仍大，货币政策保持结构性宽松，若出现明显调整，则是良好的买入时机；信用债表现较好，但高等级产业债收益率多数已然修复，建议降低收益预期，可将目光转向城投和可转债市场。操作上，期债逢回调买入，信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



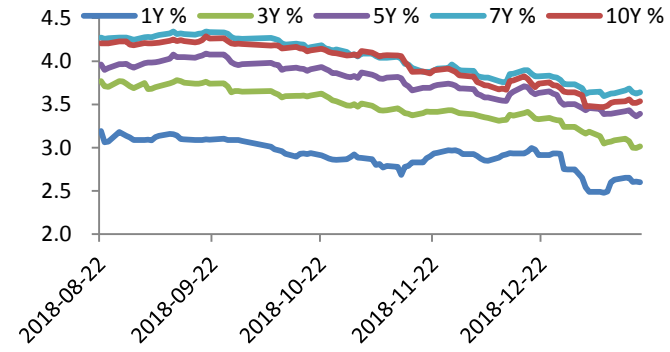
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



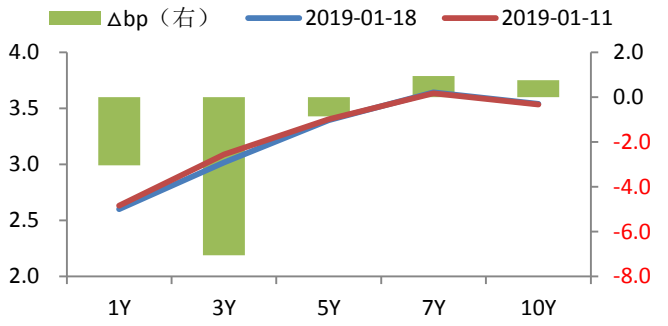
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



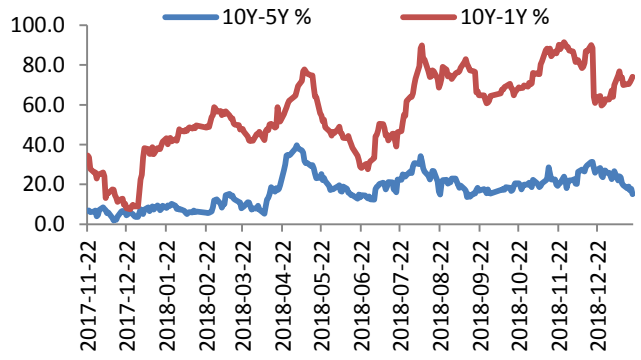
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



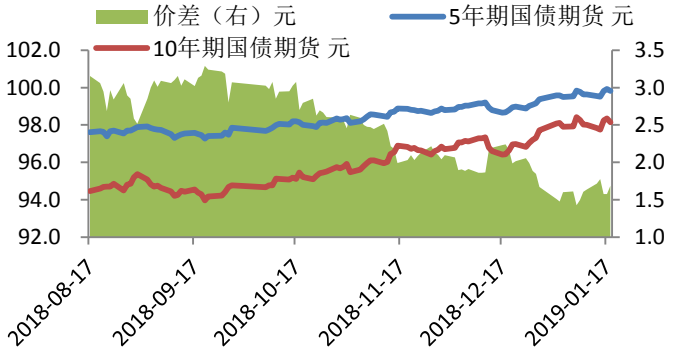
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



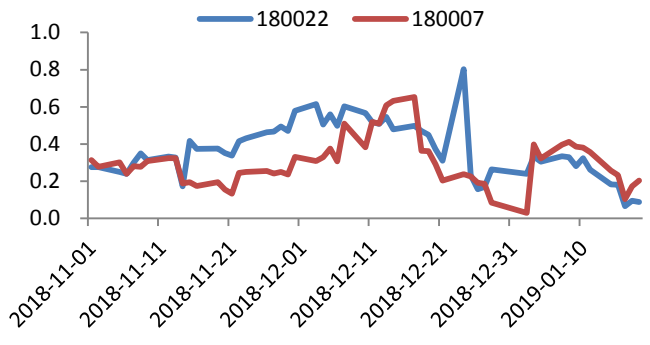
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



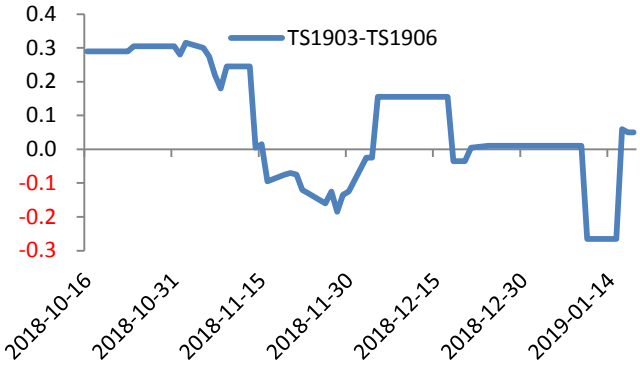
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1903 活跃 CTD 券基差



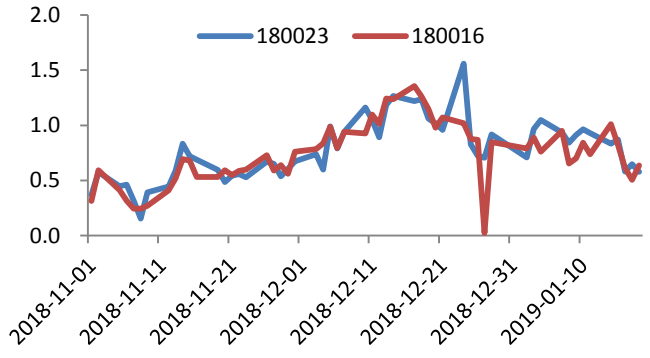
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



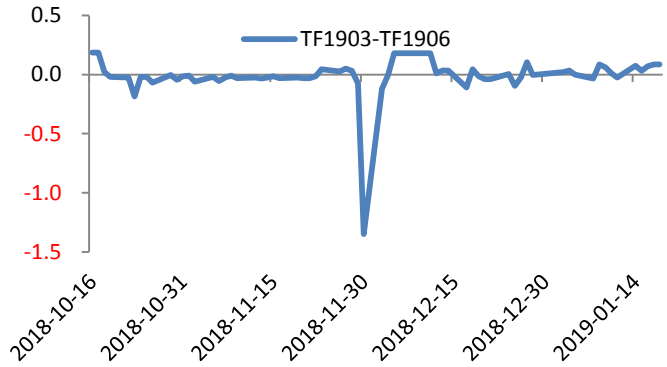
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1903 活跃 CTD 券基差



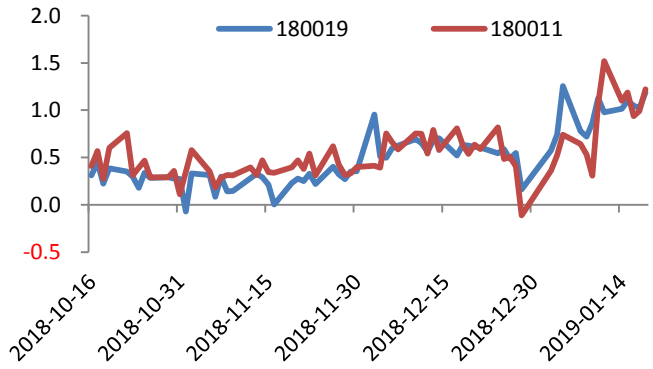
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



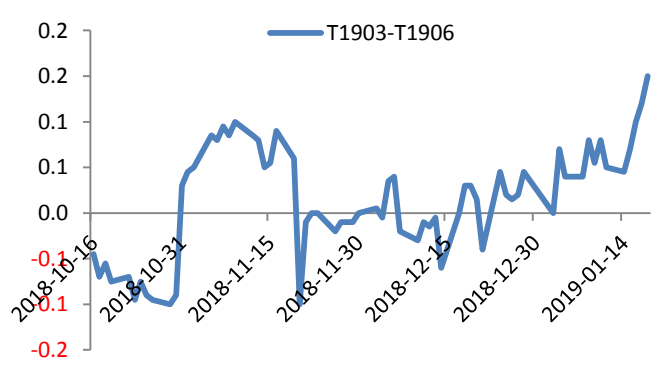
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1903 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
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