

避险情绪推升债市

摘要

- **通胀温和上涨。**4 月 CPI 同比增速回升至 2.5%，较上月上涨 0.2%，同比增速基本符合预期。食品项同比增速增至 6.1%，非食品项同比增速下滑至 1.7%。受猪周期叠加非洲猪瘟疫情影响，全国生猪价格同比上涨 14.4%，鲜菜价格同比增长 17.4%。4 月 PPI 同比升至 0.9%，增速较上月上涨 0.5%。基建企稳推动 PPI 走升，但增值税下调对 PPI 涨势有所制约，预计 PPI 继续小涨。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，但增值税下调短期会拉低非食品价格和 PPI 价格，通胀保持温和上涨，但风险可控，不会对货币政策构成制约。
- **广义信贷不及预期。**4 月新增社会融资总量录得 13600 亿，同比少增 4160.95 亿。其中，新增人民币信贷同比少增 2254.35 亿元，表外融资再度转负拖累社融增长。从贷款结构来看，4 月新增企业贷款均不及去年同期。企业贷款下滑可能预示着需求减弱。直接融资方面，4 月企业债券融资略低于去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、未贴现银行承兑汇票大幅下滑，信托贷款勉强保持正值，表外继续大幅萎缩。4 月 M2 同比上涨 8.5%，略超去年同期；M1 增速录得 2.9%，较去年同期回落 4.3%，保持在低位，剪刀差再度增加。社会融资余额存量同比增速稍有回落，收为 10.4%。整体来看，社融增长不及预期，主要是由于企业需求下滑、表外继续萎缩，后续融资环境的改善还需更多政策呵护。
- **流动性展望：**本周公开市场共 500 亿逆回购到期，下周三将有 2800 亿定向降准资金释放，但考虑到月中税期影响，资金面不会过于宽松。市场上存在对降准消息的过度解读，目前货币政策不会收紧，但也没有转松的迹象，整体保持稳健中性。
- **利率展望与策略：**本周关注投资消费和 GDP 数据。基本面来看，通胀有所上涨，但基本符合预期，不会对货币政策形成制约；信贷数据不及预期，表外继续萎缩，企业融资也明显下滑，经济复苏需要更多的政策扶持；进出口方面也稍显疲弱，后续表现可能受贸易谈判结果影响较大。外汇方面，美元指数小幅回落，人民币明显下滑，中美 10 年利差收为 83BP，保持在舒适区间。进出口和信贷数据的下滑，一定程度上说明经济仍处在下行周期，此时不适合货币政策转向，短期债市仍看震荡上升。后续宽财政政策的继续落实将使经济出现实质企稳，届时货币政策可能收紧，长期来看债市仍存风险。操作上，期债短期多仓持有，现券择优持有。

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

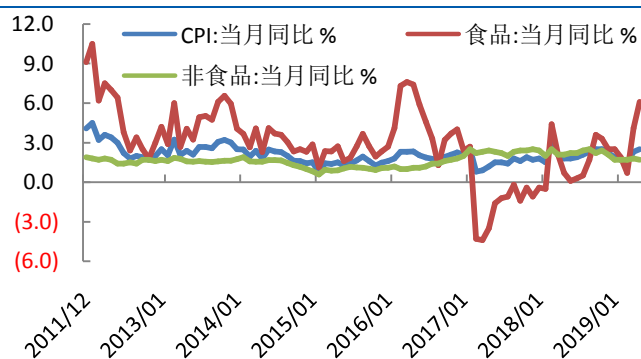
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀温和上涨

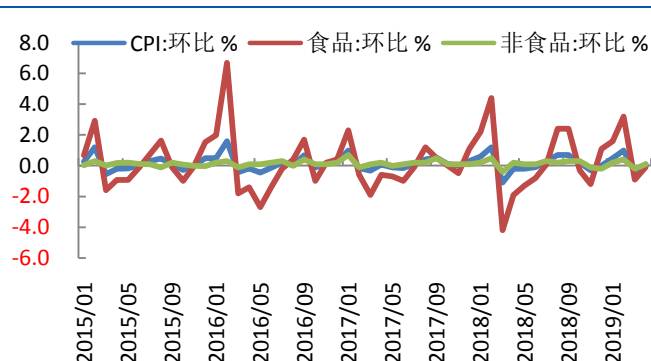
4 月 CPI 同比增速回升至 2.5%，较上月上涨 0.2%，同比增速基本符合预期。食品项同比增速增至 6.1%，环比增速下降 0.1%。受猪周期叠加非洲猪瘟疫情影响，全国生猪价格同比上涨 14.4%，鲜菜价格同比增长 17.4%。非食品项同比增速下滑至 1.7%，环比上涨 0.1%，价格整体保持低位。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，但增值税下调短期会拉低非食品价格和 PPI 价格，通胀保持温和上涨，但风险可控，不会对货币政策构成制约。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

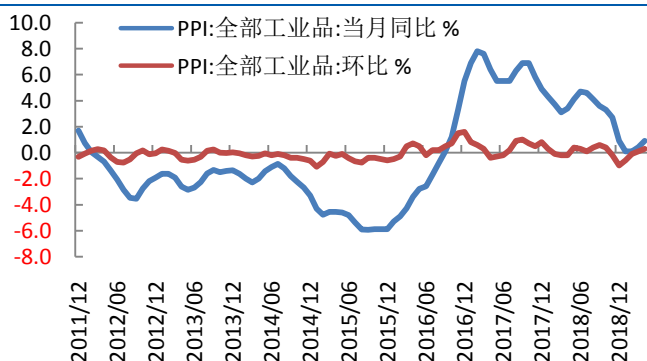
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

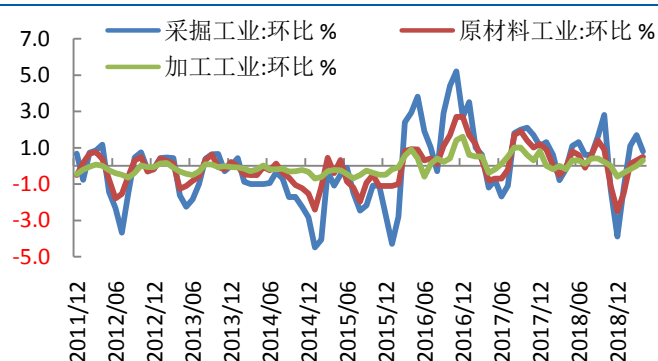
4 月 PPI 同比升至 0.9%，增速较上月上涨 0.5%。4 月采掘、原材料和加工工业价格环比分别增长 0.8%、0.5% 和 0.3%，采掘工业明显走低，其余均走升。基建企稳推动 PPI 走升，但增值税下调对 PPI 涨势有所制约，预计 PPI 继续小涨。

图 1.1.3 PPI 同比与环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1.4 PPI 分项环比

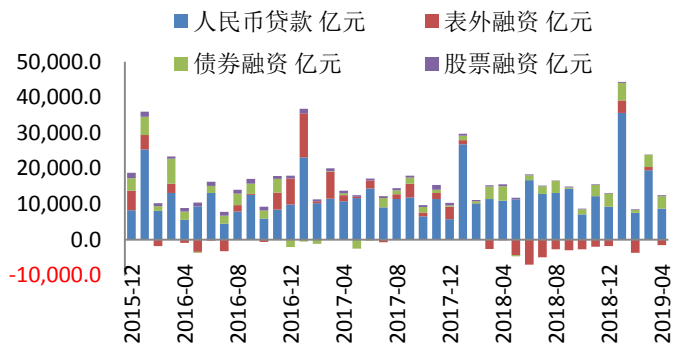


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷不及预期

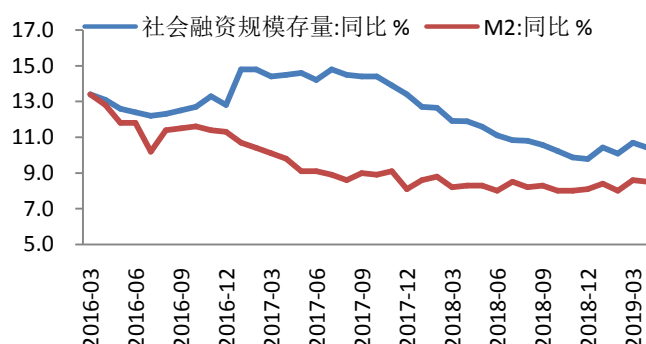
4 月新增社会融资总量录得 13600 亿, 同比少增 4160.95 亿。其中, 新增人民币信贷 8733 亿, 同比少增 2254.35 亿元, 表外融资再度转负拖累社融增长。从贷款结构来看, 4 月新增居民短期贷款有所下滑, 新增居民中长期贷款同比稍涨, 新增企业贷款均不及去年同期。企业贷款下滑可能预示着需求减弱, 居民中长贷的增长主要依靠楼市拉动。直接融资方面, 4 月企业债券融资略低于去年同期, 股票融资保持低位。表外融资方面, 新增委托贷款、未贴现银行承兑汇票大幅下滑, 信托贷款勉强保持正值, 表外继续大幅萎缩。4 月 M2 同比上涨 8.5%, 略超去年同期; M1 增速录得 2.9%, 较去年同期回落 4.3%, 保持在低位, 剪刀差再度增加。社会融资余额存量同比增速稍有回落, 收为 10.4%。整体来看, 社融增长不及预期, 主要是由于企业需求下滑、表外继续萎缩, 后续融资环境的改善还需更多政策呵护。

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

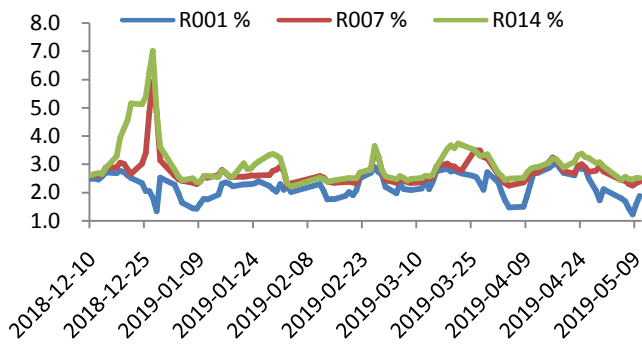


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

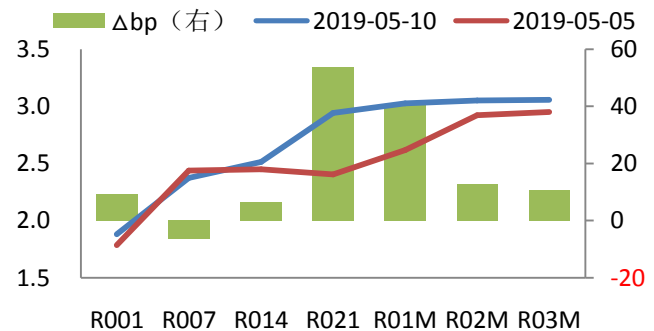
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 1.88%、2.38% 和 2.51%, 7 天较前周走低, 隔夜和 14 天稍涨。Shibor 利率涨跌互现, IRS 全数下行。资金利率保持低位, 资金面整体宽松。

图 2.1 银行间质押式回购利率



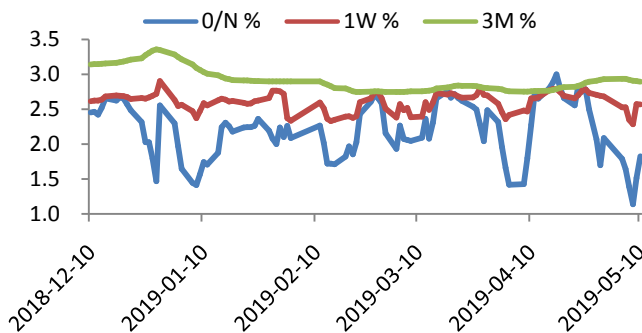
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 IRS (FR007)



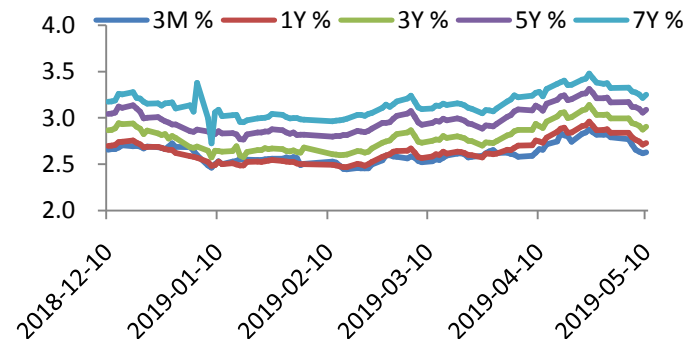
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.4 IRS (FR007)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场无逆回购到期，央行共进行 500 亿逆回购操作，单周实现 500 亿资金净投放。本周公开市场共 500 亿逆回购到期，下周三将有 2800 亿定向降准资金释放，但考虑到月中税期影响，资金面不会过于宽松。市场上存在对降准消息的过度解读，目前货币政策不会收紧，但也没有转松的迹象，整体保持稳健中性。

三、行情回顾与展望

一级市场，上周（5.6-5.10）债券总发行量 10350.11 亿元，较前一周增加 7494.98 亿元；总发行只数 1010 只，较前一周增长 692 只；总偿还量 5379.02 亿元，较前一周增加 1665.67 亿元。上周债券净融资额为 4971.1 亿元，较前一周增加 5829.32 亿元。

具体利率债发行结果如下，周一，农发行招标发行了 3、5 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍左右，需求尚可；周二，国开行招标发行了 3、7 年期固息债，中标

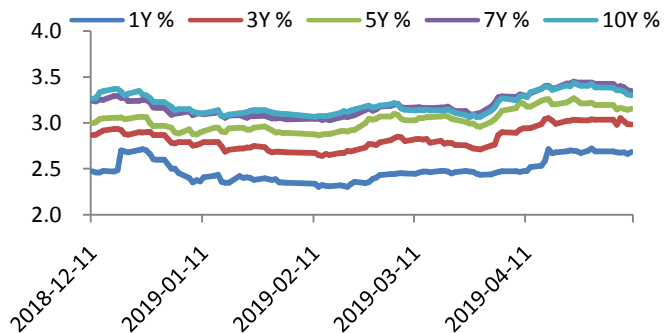
利率均低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛；周三，财政部招标发行了 3、7 年期附息国债，中标利率均低于中债估值，全场不足 3 倍，需求尚可；周三，农发行招标发行了 1、7、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3-5 倍，需求旺盛；周四，口行招标发行了 3、7 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛；周四，国开行招标发行了 5、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3-5 倍，需求旺盛；周五，财政部招标发行了 3 月、6 月期贴现国债，中标利率均低于中债估值，全场 1-3 倍，需求不佳。上周一级市场招标结果显示，政金债需求旺盛，国债需求尚可。

二级市场来看，现券交投情绪有所提振，债市有所反弹。国债期货震荡上升，现券收益率全数走低。全周来看，国债收益率全数下行，其中 10 年期下行幅度最大，为 8.32BP，1 年期下行幅度最小，为 0.52BP；国开债收益率也全数走低，其中 5 年期下行幅度最大，为 12.61BP，1 年期下行幅度最小，为 4.41BP。截至上周五收盘，国债期货主力品种合约 T1906 收于 97.14，较前周结算价上涨 0.48%；TF1906 收于 99.115，较前周结算价上涨 0.24%；TS1906 收于 100.03，较前周结算价上涨 0.06%。

本周关注投资消费和 GDP 数据。基本面来看，通胀有所上涨，但基本符合预期，不会对货币政策形成制约；信贷数据不及预期，委外继续萎缩，企业融资也明显下滑，经济复苏需要更多的政策扶持；进出口方面也稍显疲弱，后续表现可能受贸易谈判结果影响较大。外汇方面，美元指数小幅回落，人民币明显下滑，中美 10 年利差收为 83BP，保持在舒适区间。进出口和信贷数据的下滑，一定程度上说明经济仍处在下行周期，此时不适合货币政策转向，短期债市仍看震荡上升。后续宽财政政策的继续落实将使经济出现实质企稳，届时货币政策可能收紧，长期来看债市仍存风险。操作上，期债短期多仓持有，现券择优持有。

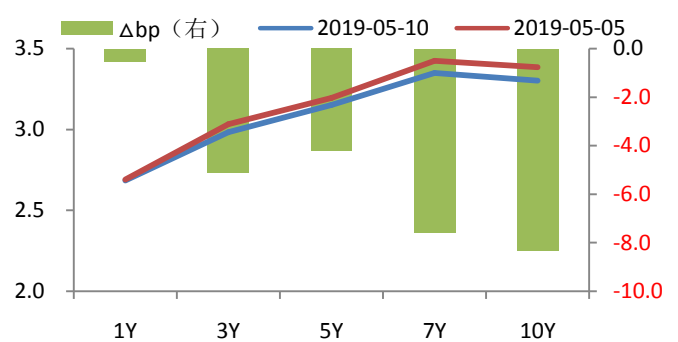
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



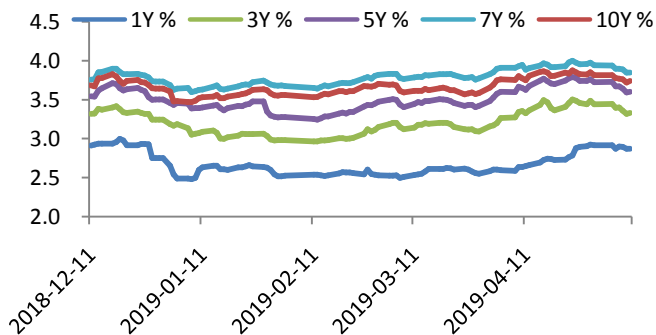
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



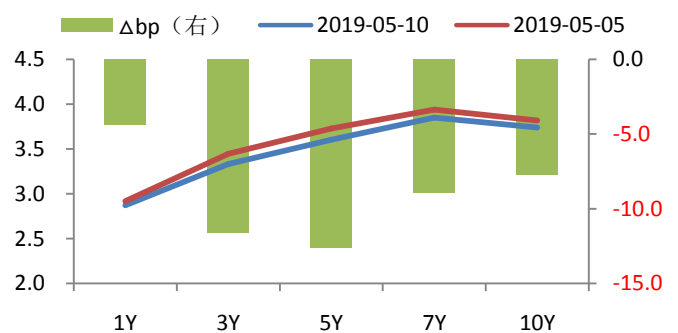
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



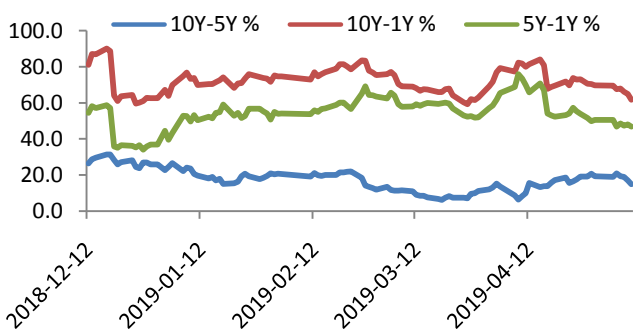
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



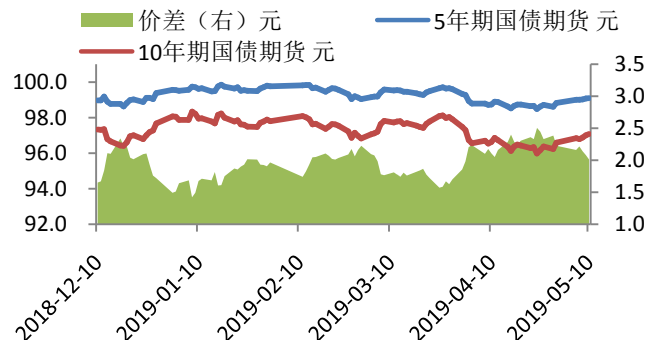
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

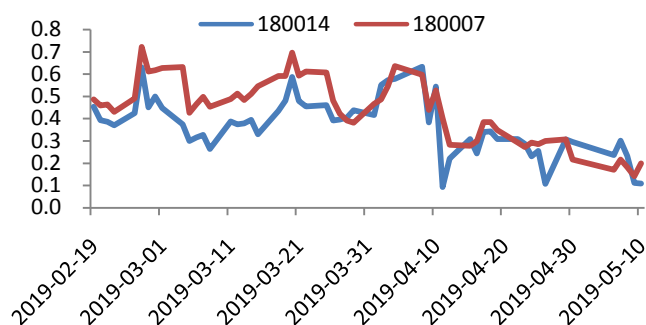
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

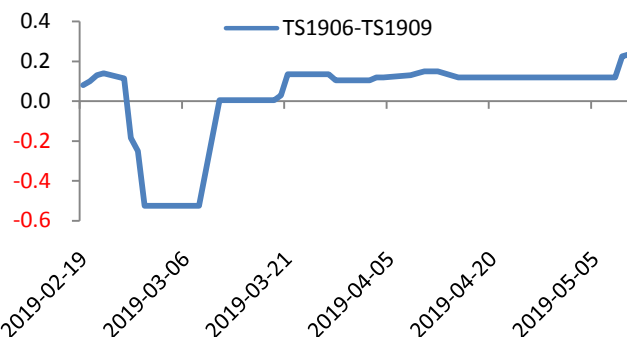
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1906 活跃 CTD 券基差



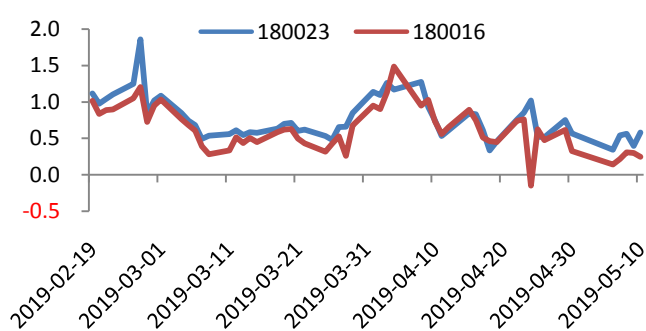
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



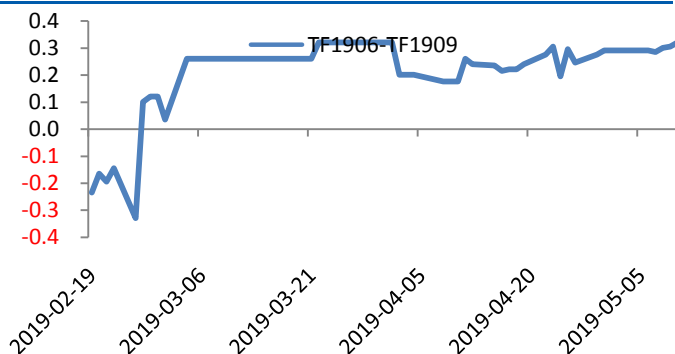
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1906 活跃 CTD 券基差



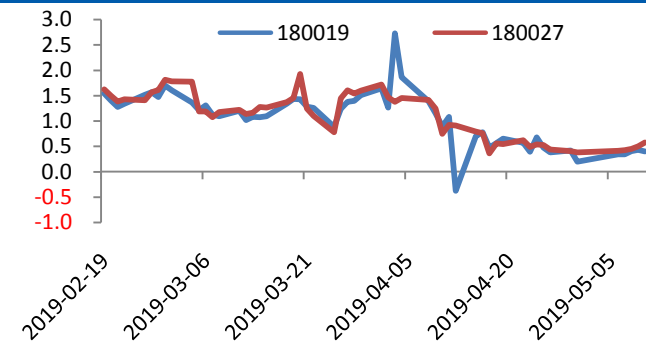
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



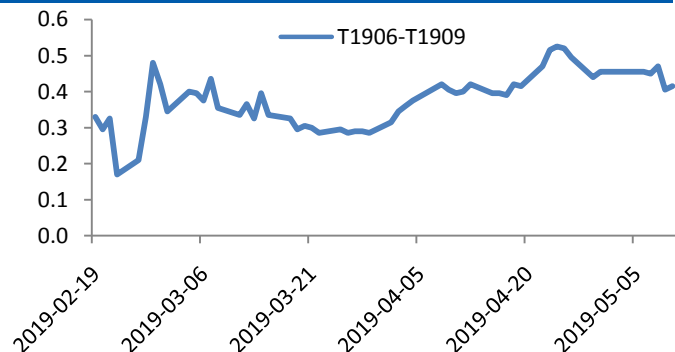
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1906 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

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

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

浙江分公司

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

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

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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

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