

稳步前行

摘要

- **基本面：**上半年投资消费双双下滑，经济疲态已现。固定资产投资同比增速较去年明显下滑。其中，房地产投资维持高位，制造业投资小幅回升，基建投资受融资收紧影响大幅放缓。受居民买房大幅加杠杆影响，消费受到严重挤压，增速大幅走低。上半年出口数据虽然强劲，但随着中美贸易战的开打，未来出口必然受到影响。总体来看，经济动能趋弱，增长缺乏亮点，下半年可能温和回落。上半年 CPI 因春节因素短暂冲高后回落，蔬菜价格和猪肉价格均走低是 CPI 不高的主要原因。目前食品价格跌幅不断收窄，猪肉价格触底回升，会带来一定的涨价压力。值得关注的是，中美贸易战激化可能导致国内食品涨价。PPI 上半年同比增速先降后升，整体低于去年。环比在持续三个月负增长后，受上游工业品价格反弹而转正。今年国内大宗工业品全年可能维持宽幅震荡行情，原油价格继续上涨空间有限，在去年高基数的影响下，后续 PPI 同比缺乏拉升动力，大概率继续缓慢下滑。
- **政策面：**考虑到国内经济需要平稳降杠杆，货币政策边际转松，预计下半年政策将延续这一基调。目前中美 10 年国债利差已经低于 80-100bp 的舒适区间，人民币兑美元也由升值转为贬值，货币政策释放过多宽松信号将使人民币汇率承受较大压力，不排除央行后续为应对美联储加息而再度上调公开市场利率的可能。自去年开始实施的宏观审慎政策已经产生了明显的效果，金融机构间同业杠杆下降，金融体系信用派生亦放缓，实体经济融资环境趋紧，可以看到商业银行资产负债表规模增速与 M2 增速均在放缓，这有助于稳住宏观杠杆率。
- **行情研判：**基本面、政策面均支撑债市向好，下半年利率市场有望延续牛市。但当前利率水平从股债比价、中美利差、人民币汇率等角度来看吸引力逐渐下降，利率再度大幅下行需要强烈的催化因素，可以是风险资产继续大跌，可以是定向降准的实施，也可以是基本面的超预期滑落。操作上保持做多思路，如果市场回调将提供更好的入场机会。套利方面，如果国债期货在情绪推动下过分拉涨，留意可能出现的期现套利机会。信用债建议精选个券，等待本轮信用风波尾声再行配置。

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 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

宋晓东 助理分析师

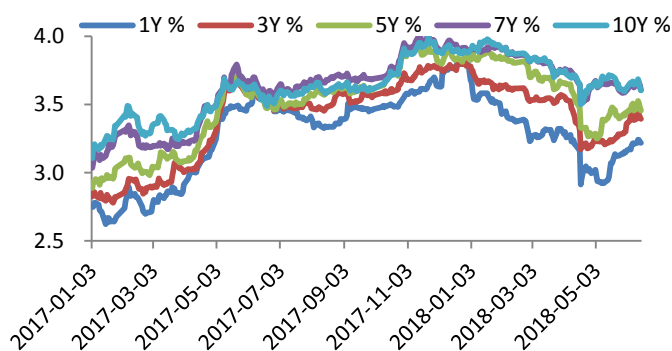
songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

一、行情回顾

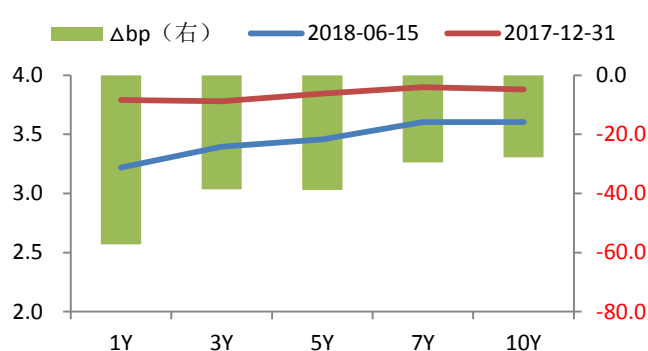
上半年，利率债行情由熊转牛。一季度在资金面异常平稳的环境下，利率走出一波牛陡行情。跨年后短端利率开始下行，而长端利率受监管政策影响创出新高。春节后资金面维持宽松局面，短端利率继续下行，在美联储加息落地以及中美贸易摩擦加剧的背景下长端利率最终选择下行，并在4月降准后创出低点。此后，伴随着美债收益率的变化以及贸易战的起伏，市场整体陷入宽幅震荡。进入6月，长端利率在经济数据大幅低于预期以及贸易战愈演愈烈的刺激下冲向4月低点。

图 1.1 国债关键期限收益率



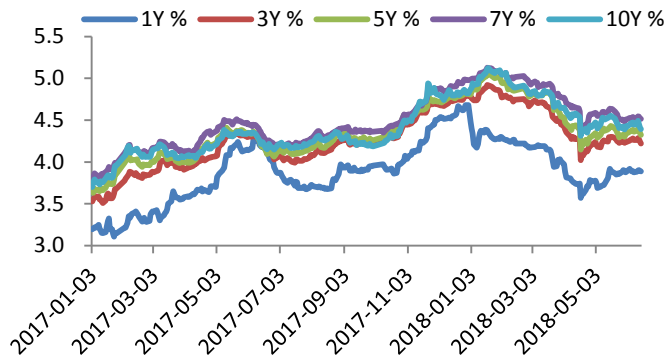
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债期限结构



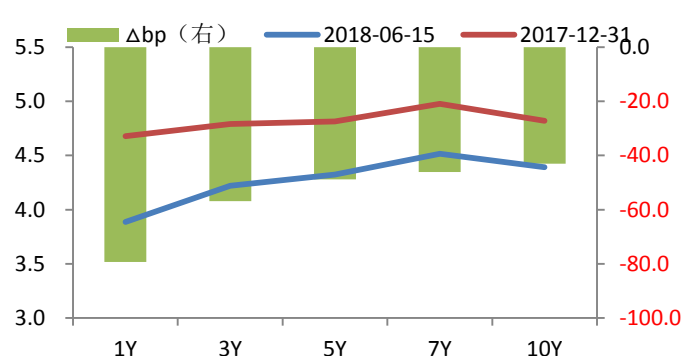
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

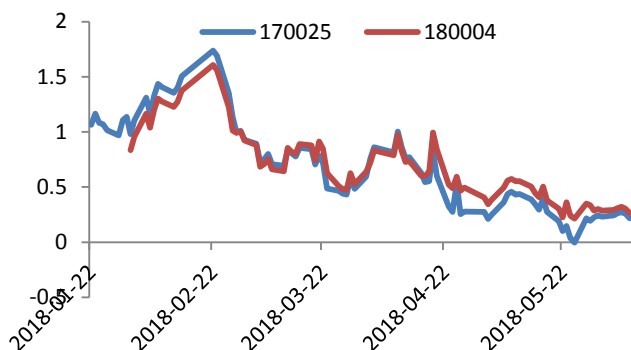
图 1.4 国开债期限结构



资料来源：Wind 资讯 南华研究

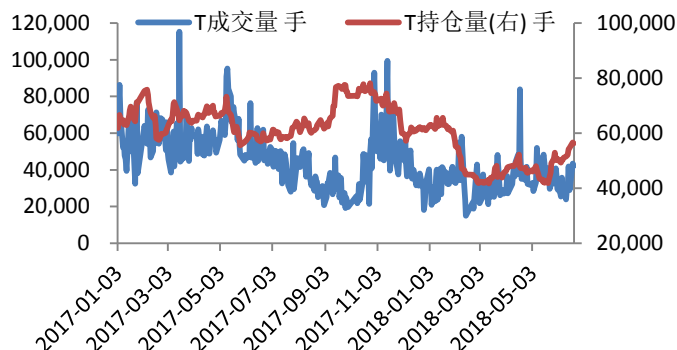
上半年国债期货成交活跃度不及去年下半年，持仓亦在低位。年初期债行情低迷，期价较为低估，基差明显走高，此后伴随着行情回暖，基差不断回落并接近于0。

图 1.5 T1809 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



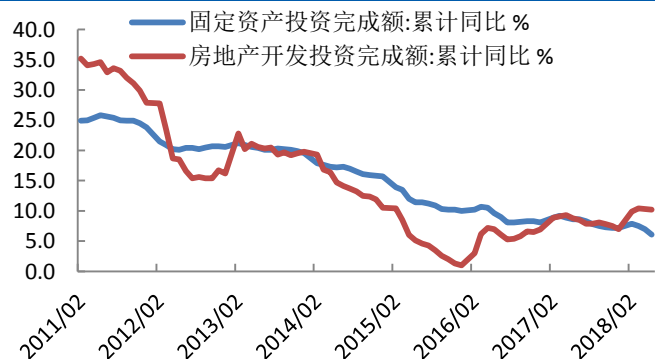
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济回顾与展望

2.1 经济动能趋弱

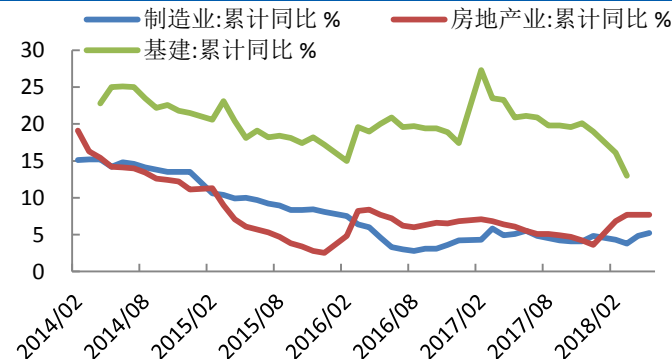
上半年投资消费双双下滑，经济疲态已现。投资方面，固定资产投资同比增速较去年明显下滑。其中，房地产投资维持高位，制造业投资小幅回升，基建投资受融资收紧影响大幅放缓。因房地产库存处于较低水平，目前房地产企业拍地热情仍高，房屋新开工增速仍然强劲，但销售和施工增速较去年同期已大幅回落。今年以来对于房企的融资大幅收紧，企业多以加快周转为经营策略，如果销售继续放慢，未来房地产投资将很难保持目前增速。受居民买房大幅加杠杆影响，消费受到严重挤压，增速大幅走低。上半年出口数据虽然强劲，超出去年同期水平，但随着中美贸易战的开打，未来出口必然受到影响。总体来看，经济动能趋弱，增长缺乏亮点，下半年可能温和回落。

图 2.1.1 固定资产投资增速



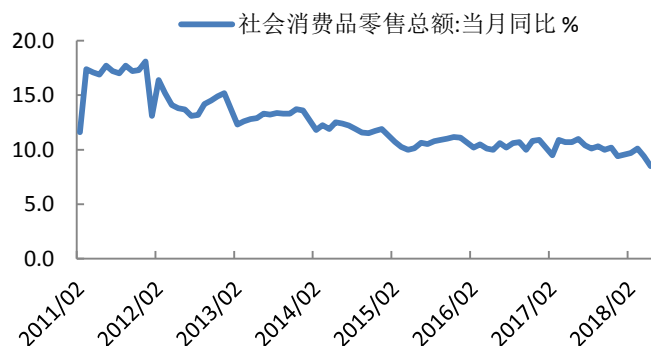
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 行业固定资产投资增速



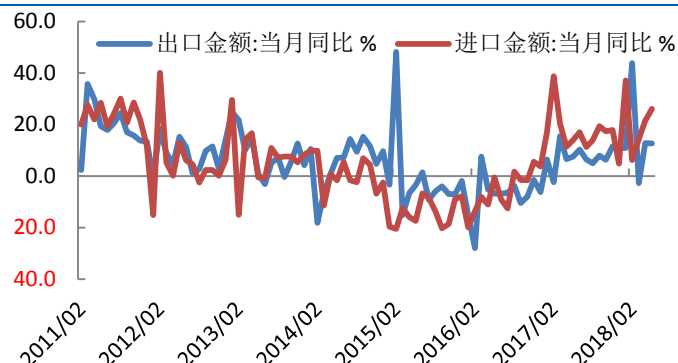
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

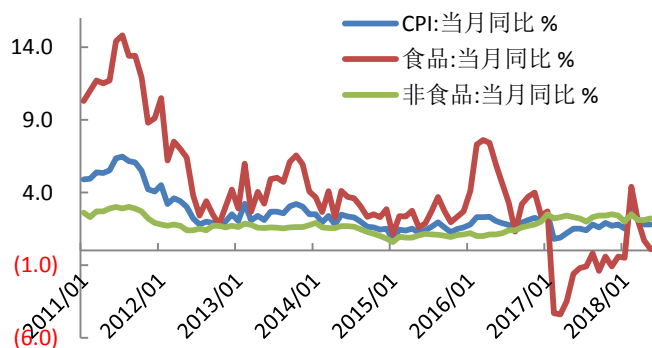


资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2 通胀存在扰动因素

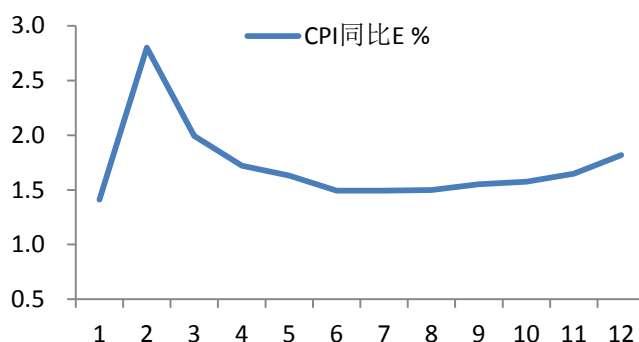
上半年 CPI 因春节因素短暂冲高后回落，基本维持低位，蔬菜价格和猪肉价格均走低是 CPI 不高的主要原因。目前食品价格的跌幅不断收窄，猪肉价格可能正在触底回升，会带来一定的涨价压力。值得关注的是，如果中美贸易战使得中国减少对美国农产品的进口，可能导致国内食品涨价。如果不考虑外部冲击因素，以环比变动的历史趋势模拟来看，下半年 CPI 整体平稳。

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

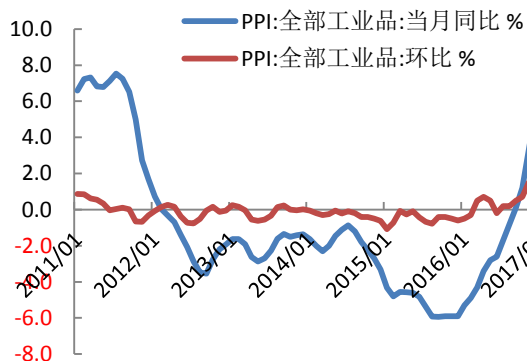


资料来源: Wind 资讯 南华研究

PPI 上半年同比增速先降后升，整体低于去年。环比在持续三个月负增长后，受上游工业品价格反弹而转正。今年国内大宗工业品一方面将面临需求的下滑，而另一方面供给侧改革的影响仍在，全年可能维持宽幅震荡行情。值得关注的是原油价格，去年年中以来原油价格不断上涨，至今已累积了不小的涨幅，在此背景下美国国内页岩油以及

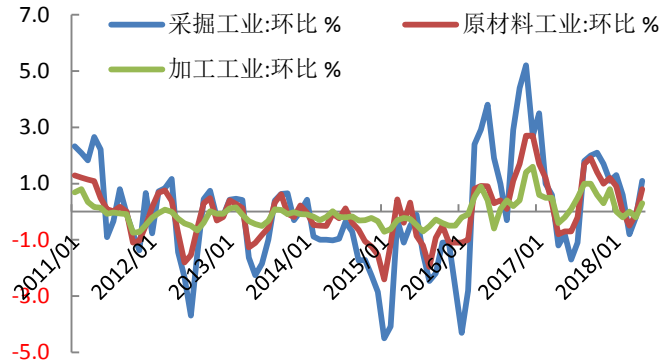
OPEC 均有较大动力增产，因此原油价格继续上涨的空间有限。如此，在去年高基数的影响下，后续 PPI 同比缺乏拉升动力，大概率继续缓慢下滑。

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）

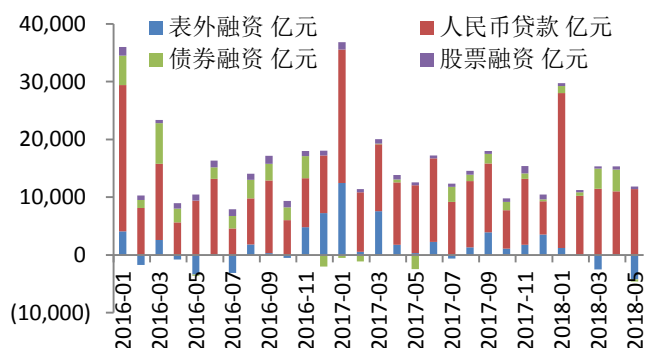


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3 信用扩张显著放缓

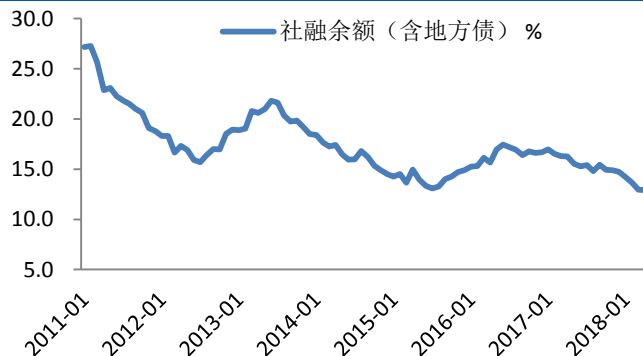
上半年信用增速显著放缓，金融降杠杆逐渐走向经济降杠杆，社会融资余额同比增速从去年末的 13.6% 下降至 11.7%。1-5 月社会融资总量仅 79213 亿，同比减少约 14000 亿。在监管压力下部分表外融资回到表内，而与此同时新增信贷仅有少量增加。表外融资全面缩减，1-5 月累计减少 5672 亿，而去年同期这一数据为增加 22556 亿。债券融资本在一季度有所恢复，但信用事件逐渐增多使得一级市场在 5 月迅速冰封。股票融资在市场走弱以及巨量独角兽公司回归的压力下表现亦不及去年。企业普遍感觉融资难度增大，这将在一定程度上抑制经济增长，下半年若政策适度放松，则情况会相对好转，否则将出现更多信用事件。

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 社会融资余额同比增速



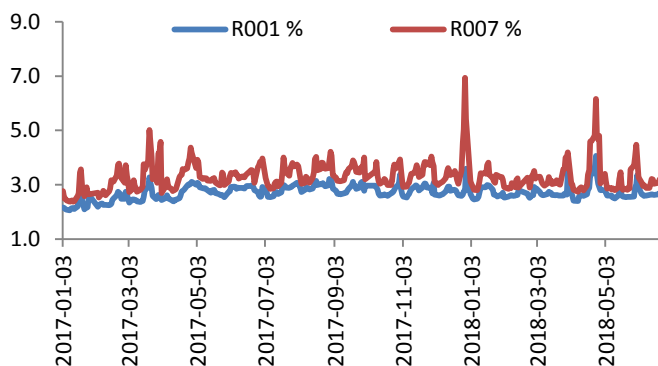
资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、货币政策与宏观审慎政策

3.1 货币政策

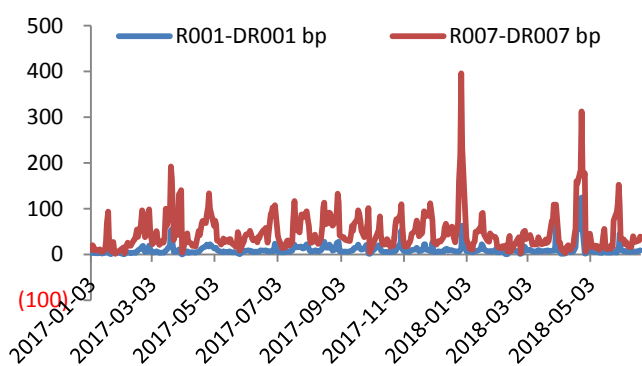
今年以来银行间流动性稳定程度明显好于 2017 年，资金面仅在月末出现波动。整体上，非银机构融资难度大幅下降，银行与非银的融资成本差异明显缩小。

图 3.1.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

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. 1. 25	央行对普惠金融定向降准
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%
2018. 4. 17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018. 4. 25	央行下调部分银行人民币存款准备金率 1 个百分点，同日上述银行使用降准释放的资金偿还其所借央行的 MLF。
2018. 5. 14	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018. 6. 1	央行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入担保品。
2018. 6. 6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018. 6. 19	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%

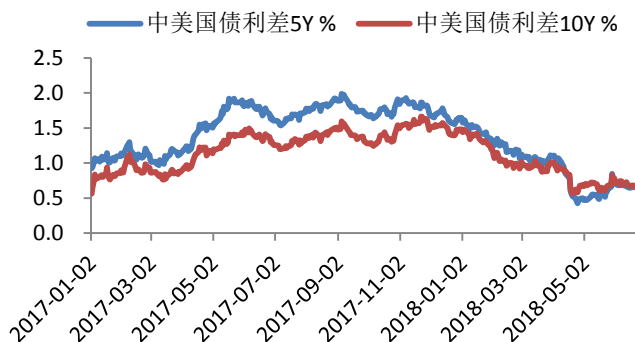
资料来源：根据新闻整理

回顾上半年央行的政策操作，年初为稳定春节前后流动性建立了临时准备金动用安排，除此之外则以 MLF 和公开市场操作为主。另外，央行实施了两次定向降准，第一次是 1 月 25 日实施的普惠金融定向降准；第二次是 4 月 25 日实施的定向降准置换中期借贷便利。价格方面，央行在 3 月 22 日的公开市场操作中上调利率 5bp，作为对美联储加息的应对。但在美联储 6 月加息后，央行并未跟随上调利率，显示了对于国内经济、金融环境的呵护。总体而言，考虑到国内经济需要平稳降杠杆，政策大体保持中性，边际转松，预计下半年政策将延续这一基调。

鉴于信用紧缩环境将加剧小微企业融资困境，央行在 6 月 1 日宣布适当扩大 MLF 担保品范围。将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入担保品。近期国务院常务会议确定将增加支持小微企业和“三农”再贷款、再贴现额度，下调支小再贷款利率；运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力；将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入 MLF 合格抵押品范围。可以预期未来货币政策的放松将更多的体现在支持小微企业、绿色金融、三农等方面。

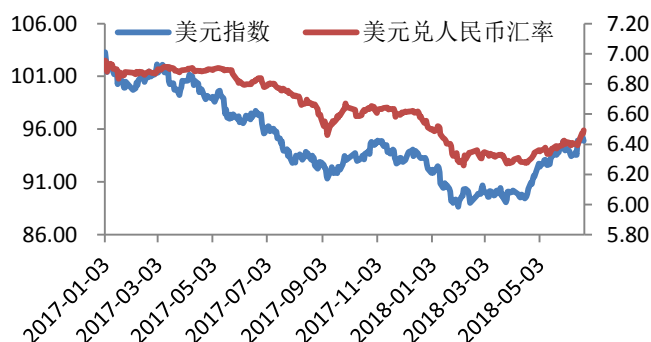
从全球范围来看，发达国家收紧货币几乎是今年的一致动作。美联储已经加息两次，预计年内还将加息两次，国内货币政策将在一定程度上受到限制。目前中美 10 年国债利差已经低于 80-100bp 的舒适区间，人民币兑美元也由升值转为贬值，货币政策释放过多宽松信号将使人民币汇率承受较大压力，不排除央行后续为应对美联储加息而再度上调公开市场利率的可能。

图 3.1.3 中美利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.2 宏观审慎政策

4 月底，央行、证监会等四部委联合发布了业界等待已久的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管新规终于落地。新规按照产品类型统一监管标准，从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、

信息披露等要求。坚持产品和投资者匹配原则，加强投资者适当性管理，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务。明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。值得注意的是，新规正式稿部分条款较征求意见稿宽松，例如将过渡期延长一年半，允许过渡期内续发老产品，允许对部分金融资产以摊余成本计量，这些均有利于缓解机构达标的压力。除资管新规外，《商业银行大额风险暴露管理办法》、《银行业金融机构联合授信管理办法》也在二季度相继发布。

自去年开始实施的宏观审慎政策已经产生了明显的效果，金融机构间同业杠杆下降，金融体系信用派生亦放缓，实体经济融资环境趋紧，可以看到商业银行资产负债表规模增速与 M2 增速均在放缓，这有助于稳住宏观杠杆率，防止风险进一步积累。

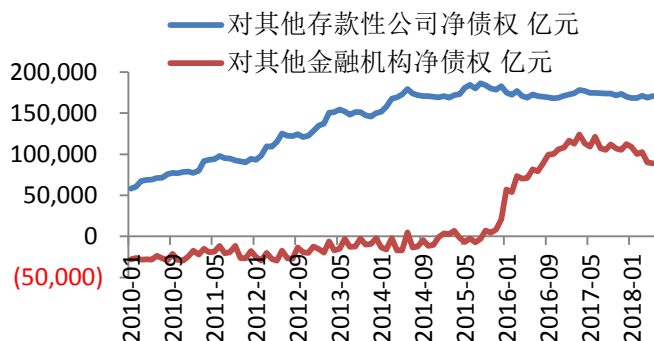
表 3.2 宏观审慎政策梳理

日期	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》。
2018. 4. 27 央行等 4 部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。
2018. 5. 4 银保监会正式对外发布《商业银行大额风险暴露管理办法》是针对商业银行授信中存在的问题，加强对集中度风险的监管。
2018. 6. 1 银保监会发布银行业金融机构联合授信管理办法。该办法对于建立健全银行业金融机构对企业信用风险整体管控机制，遏制多头融资、过度融资行为将发挥重要作用。

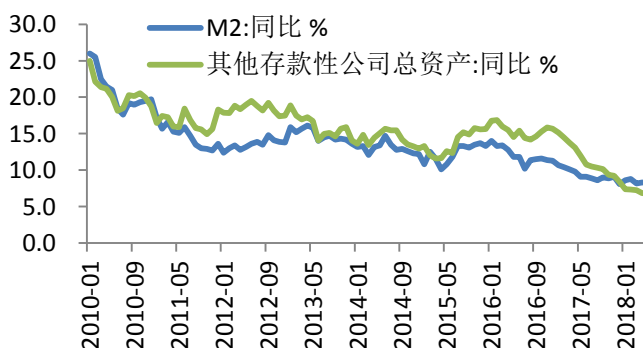
资料来源：根据新闻整理

图 3.2.1 商业银行对同业净债权



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2.2 商业银行资产增速与 M2 增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

四、行情研判

经济疲态已现，投资受到信用紧缩抑制，出口在贸易战背景下前景不容乐观，消费受居民购房挤压增长乏力，整体经济动能趋弱。通胀存在一些不确定因素，若外部冲击不大，则后续上升空间有限。为支持实体经济、稳妥去杠杆以及应对外部冲击，预计货币政策将边际放松，定向降准或降准置换 MLF 都是可能的操作，放松程度或在一定程度

上受到发达国家货币收紧的制约。整体而言，基本面、政策面仍支撑债市向好，下半年利率市场有望延续牛市。

从收益率水平来看，当前 10 年国债较年初高点下行约 40bp 至 3.6%，10 年国开债下行约 70bp 至 4.3%，均已处于长期均值附近。从股债比价来看，随着股市大跌，两市估值水平大幅下降，报酬率随之提高，股市吸引力相对回升，只是目前市场情绪低落，还需要向下寻底。此外，目前中美利差、人民币汇率也逐渐制约长端收益率下行。利率再度大幅下行需要强烈的催化因素，可以是风险资产继续大跌，可以是定向降准的实施，也可以是基本面的超预期滑落。

操作上保持做多思路，如果市场回调将提供更好的入场机会，交易盘把握逢低做多的机会。套利方面，如果国债期货在情绪推动下过分拉涨，留意可能出现的期现套利机会。信用债建议精选个券，等待本轮信用风波尾声再行配置。

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

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