


不要急于抄底

摘要

- **经济有望企稳。**7月固定资产投资完成额累计增速录得5.5%，较前值继续走低0.5个百分点。其中，制造业投资累计同比回升至7.3%，基建投资继续下滑至5.7%，基建继续拖累投资增长。7月工业增加值较上月持平，民间固定资产投资同比增速录得8.8%，增速继续回升。从销售情况来看，7月商品房销售面积累计增速录得4.2%，较上月回升0.9%，较去年同期下滑9.8%，房屋新开工增速增长至14.4%，施工增速升为3.0%，房地产新开工、施工和销售增速较前月均明显回升，说明房地产仍是支撑投资增长的主要动力。从消费方面来看，7月社会消费品零售总额同比增长8.8%，较上月回落0.2%。整体来看，投资、消费双双下滑，但近期财政政策发力，基建增速预计回升，下半年经济有望回稳。
- **社融略逊于预期。**7月新增社会融资总量录得10415.3亿，仍低于去年同期。其中，新增人民币信贷12861.15亿，高于去年同期，但表外融资继续全面下滑，单靠人民币信贷增长无法拯救社融。从贷款结构来看，7月新增中长期贷款基本与去年同期持平，新增居民短期贷款略高于去年同期，但新增企业短期贷款明显下滑。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全面转负，表外融资大幅下滑，严重拖累社融增长。7月M2同比上涨8.5%，较上月回升0.5%，M1增速录得5.1%，较上月明显下滑，包含地方债的社会融资余额同比增速明显回升，收为12.60%，主要原因是地方债余额明显增加。整体来看，受监管影响，非标转标趋势不断强化，受表外融资拖累，社融继续萎缩。
- **流动性展望：**本周公开市场共1300亿逆回购到期，月末时点即将来临，但央行呵护资金面态度明显，预计资金面不会明显紧张。
- **利率展望与策略：**本周无重要经济数据公布，关注国际形势变动。基本面来看，投资、消费仍下滑，但经济企稳预期增加，社融受表外融资拖累继续萎缩，情绪上整体利空债市。国际方面，美土争端继续发酵，新兴市场国家汇率均大幅波动，人民币继续承压，周五收盘报6.8744，中国经济韧性仍在，后续持续贬值空间不大。美债收益率保持平稳，我国国债收益率整体明显走升，中美10年利差升至78BP。国内财政政策持续发力，地方债发行和地方发改委项目审批加速，供给压力和经济企稳预期使得债市明显承压。总体来看，资金面宽松已无法带动收益率下行，经济悲观预期消退叠加通胀预期回升，债市情绪较为悲观。操作上，期债保持谨慎，暂时不要抄底，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

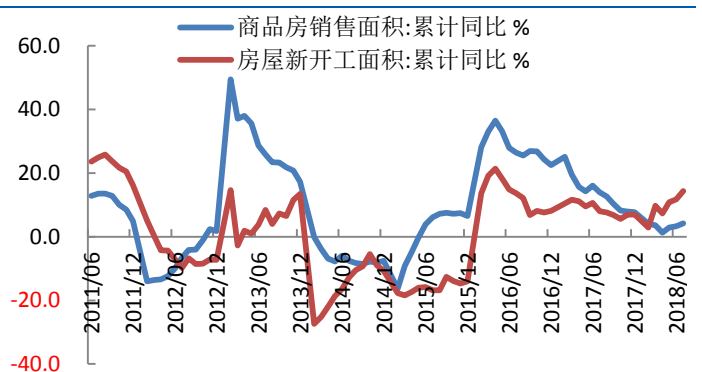
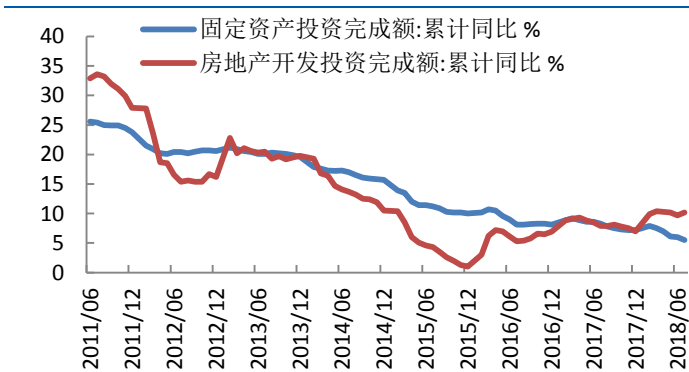
一、经济与海外债市观察

1.1 经济有望企稳

7月固定资产投资完成额累计增速录得5.5%，较前值继续走低0.5个百分点。其中，制造业投资累计同比回升至7.3%，基建投资继续下滑至5.7%，基建继续拖累投资增长。7月工业增加值较上月持平，民间固定资产投资同比增速录得8.8%，增速继续回升。从销售情况来看，7月商品房销售面积累计增速录得4.2%，较上月回升0.9%，较去年同期下滑9.8%，房屋新开工增速增长至14.4%，施工增速升为3.0%，房地产新开工、施工和销售增速较前月均明显回升，说明房地产仍旧火热，仍是支撑投资增长的主要动力。从消费方面来看，7月社会消费品零售总额同比增长8.8%，较上月回落0.2%。整体来看，投资、消费双双下滑，但近期财政政策发力，加快地方发改委项目审批，基建增速预计回升，下半年经济有望回稳。

图 1.1.1 固定资产投资增速

图 1.1.2 房地产销售与新开工



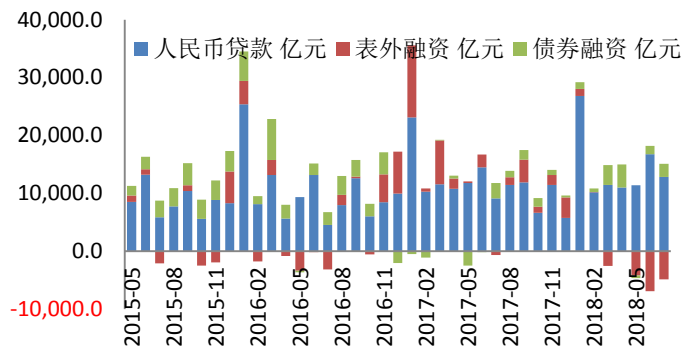
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 社融略逊于预期

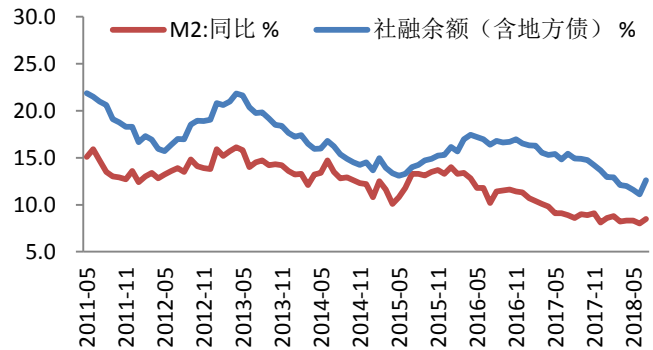
7月新增社会融资总量录得10415.3亿，仍低于去年同期。其中，新增人民币信贷12861.15亿，高于去年同期，但表外融资继续全面下滑，单靠人民币信贷增长无法拯救社融。从贷款结构来看，7月新增中长贷款基本与去年同期持平，新增居民短期贷款略高于去年同期，但新增企业短期贷款明显下滑。直接融资方面，7月企业债券融资继续回升，但不及去年同期，股票融资小幅回落。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票全面转负，表外融资大幅下滑，严重拖累社融增长。7月M2同比上涨8.5%，较上月回升0.5%，M1增速录得5.1%，较上月明显下滑，包含地方债的社会融资余额同比增速明显回升，收为12.60%，主要原因是地方债余额明显增加。整体来看，受监管影响，非标转标趋势不断强化，信贷增速和债券融资均走强，但受表外融资拖累，社融继续萎缩。

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

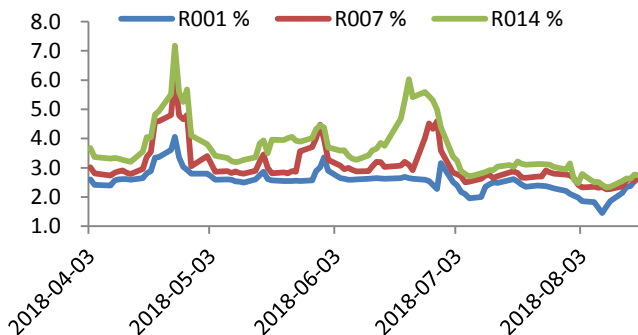


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

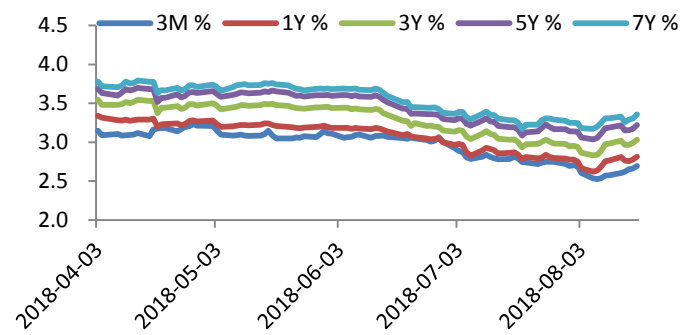
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.63%、2.70%和 2.75%，均较前周大幅走升。Shibor 和 IRS 也全数上行，周内资金面有所收紧。

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 3365 亿 MLF 到期，央行周内共进行 1300 亿 7 天期操作和 1200 亿 3 个月期国库定存，周内超额续作 3830 亿 MLF，中标利率 3.3%，共实现资金净投放 2965 亿。本周公开市场共 1300 亿逆回购到期，月末时点即将来临，但央行呵护资金面态度明显，预计资金面不会明显紧张。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 2553.09 亿，加上信用债发行共计 4866.10 亿，总偿还量 8463.63 亿，净融资-3597.53 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. 8. 13	18 海南债 05	27.61	3.0
	18 海南债 06	19.00	7.0
2018. 8. 14	18 海南债 07	23.00	10.0
	18 海南债 08	14.63	3.0
	18 海南债 09	20.00	7.0
	18 四川债 09	51.39	3.0
	18 四川债 10	136.00	7.0
	18 四川债 11	49.02	7.0
	18 四川债 12	117.00	5.0
	18 四川债 13	20.00	7.0
	18 四川债 14	5.00	10.0
	18 四川债 15	5.00	5.0
	18 四川债 16	3.00	10.0
	18 四川债 17	10.00	7.0
	18 国开 08(增 16)	126.00	3.0
	18 国开 09(增 7)	101.00	1.0
	2018. 8. 15	18 国开 11(增 2)	92.00
18 黑龙江 11		101.13	7.0
18 黑龙江 12		12.00	5.0
18 黑龙江 13		3.00	5.0
18 黑龙江 14		99.37	5.0
18 黑龙江 15		11.93	5.0
18 黑龙江 16		10.91	5.0
2018. 8. 16	18 黑龙江 17	9.79	5.0
	18 黑龙江 18	20.00	5.0
	18 贵州债 19	91.51	5.0
	18 贵州债 20	70.00	10.0
	18 贵州债 21	33.14	10.0
	18 浙江债 04	61.21	5.0
	18 浙江债 05	47.07	3.0
	18 浙江债 06	58.00	10.0
2018. 8. 17	18 浙江债 07	20.00	15.0
	18 内蒙古债 14	20.00	1.0
	18 内蒙古债 15	80.00	2.0
	18 内蒙古债 16	83.47	3.0
	18 内蒙古债 17	110.00	7.0
	18 内蒙古债 18	110.00	10.0
	18 内蒙古债 19	100.00	20.0
	18 内蒙古债 20	21.61	5.0
	18 云南债 16	89.00	3.0
	18 云南债 17	17.50	5.0
18 云南债 18	47.00	5.0	

18 甘肃债 09	19.77	3.0
18 甘肃债 10	52.03	5.0
18 甘肃债 11	34.00	7.0
18 重庆债 10	117.00	5.0
18 重庆债 11	90.00	5.0
18 重庆债 12	93.00	5.0

合计
2553.09

资料来源: Wind 资讯 南华研究

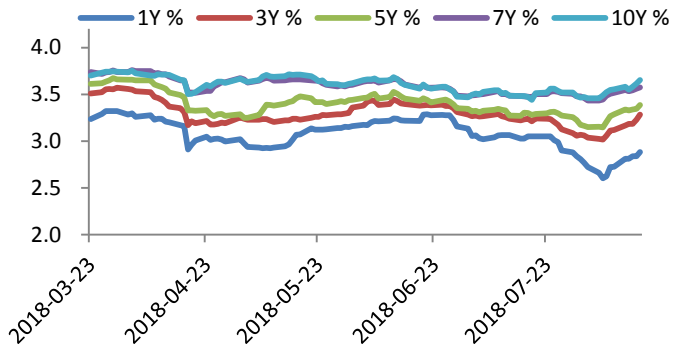
三、行情回顾与展望

周内资金面继续宽松,但供给压力叠加经济企稳预期,期债周内继续大幅跳水,现券收益率同步走升。全周来看,国债收益率全数走升,其中3年期上行幅度最大,达16.41BP;国开收益率全数走升,其中1年期上行幅度最大,达33.57BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1812收于94.415,周跌0.845(-0.89%);TF1812收于97.555,周跌0.50(-0.51%)。

一级市场方面,周一增发的3、5年期农发债中标利率均高于二级市场,全场不足3倍,需求一般;周二增发的1、3、5、7、10年期国开债中标利率多数高于二级市场,全场2-4倍,需求不佳;周三增发的1、7、10年期农发债中标利率均低于二级市场,全场分别为5.92、3.04和3.65倍,1年期需求旺盛;周三财政部增发的1、10年期付息国债中标利率略低于二级市场,全场不足2倍,需求较差;周五财政部招标发行的3月期贴现国债和30年期付息国债中标利率均高于中债估值,全场1-3倍,需求不佳。一级市场招标结果显示,受二级市场收益率上行影响,一级市场需求明显转差。

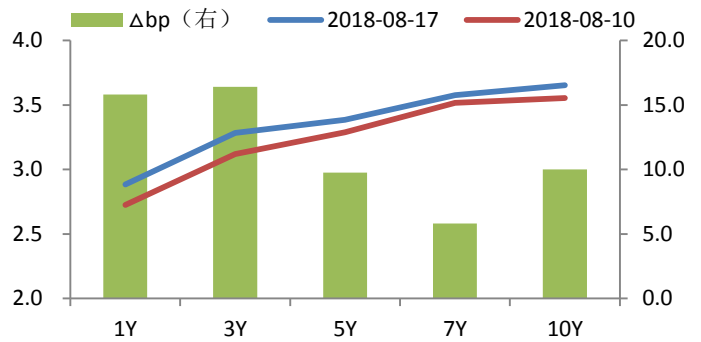
本周无重要经济数据公布,关注国际形势变动。基本面来看,投资、消费仍下滑,但经济企稳预期增加,社融受表外融资拖累继续萎缩,情绪上整体利空债市。国际方面,美土争端继续发酵,新兴市场国家汇率均大幅波动,人民币继续承压,周五收盘报6.8744,中国经济韧性仍在,后续持续贬值空间不大。美债收益率保持平稳,我国国债收益率整体明显走升,中美10年利差升至78BP。国内财政政策持续发力,地方债发行和地方发改委项目审批加速,供给压力和经济企稳预期使得债市明显承压。总体来看,资金面宽松已无法带动收益率下行,经济悲观预期消退叠加通胀预期回升,债市情绪较为悲观。操作上,期债保持谨慎,暂时不要抄底,信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



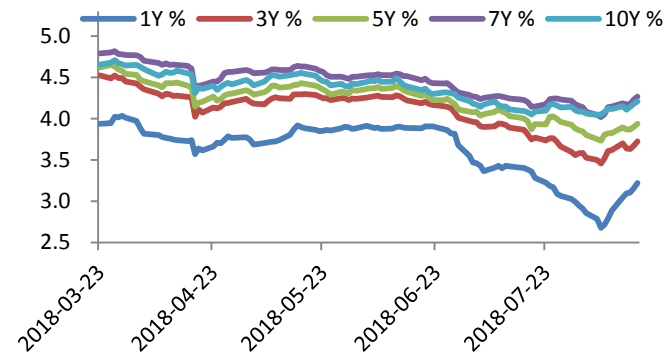
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



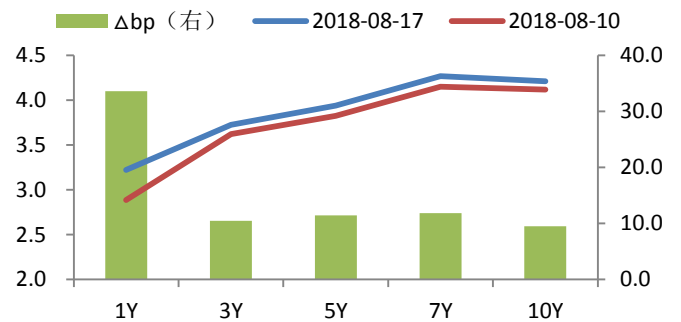
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



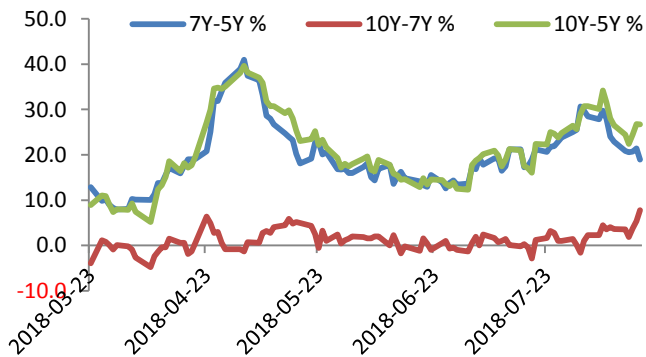
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



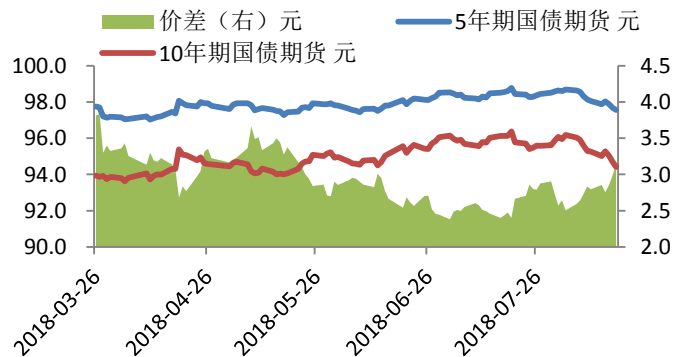
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



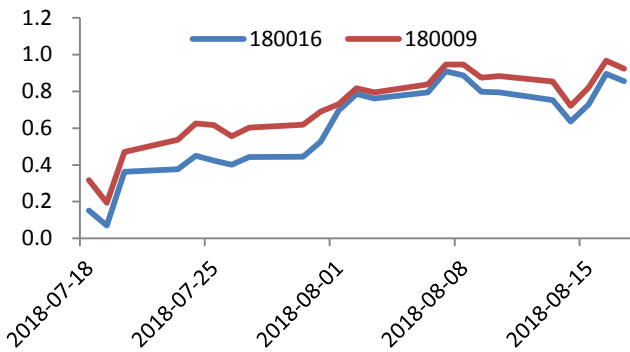
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



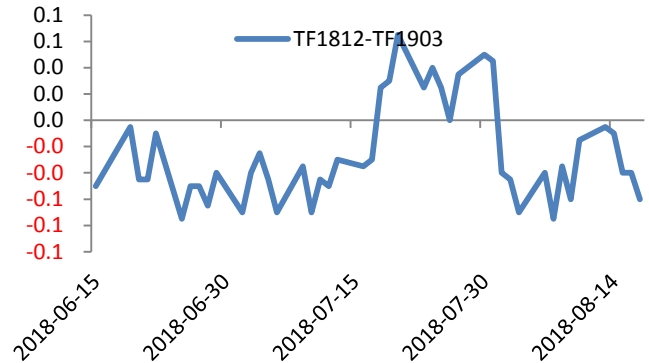
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1812 活跃 CTD 券基差



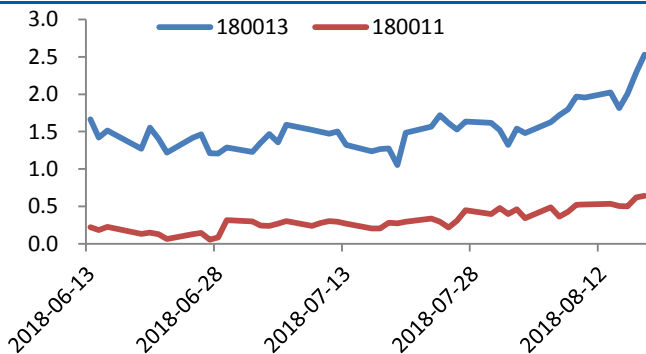
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



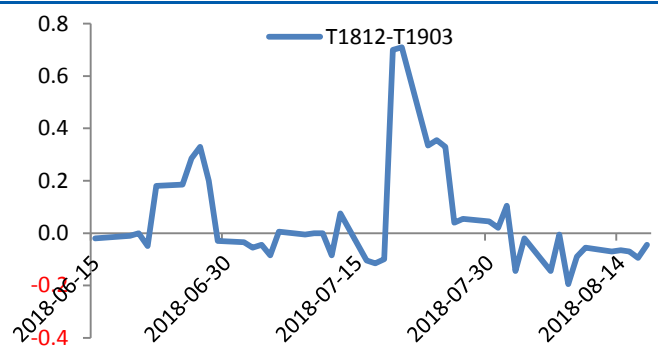
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1812 活跃 CTD 券基差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 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

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