

## 期债波段操作

### 摘要

- **通胀压力可控。**8月CPI同比增速为2.3%，较上月继续增长0.2%。食品项来看，受洪涝灾害和猪瘟疫情影响，鲜蔬鲜果和猪肉价格均大幅走升，食品价格同比增长1.7%。非食品项整体变动不大。本次通胀回升主要是受天气因素和猪瘟疫情影响，这些都不是持续因素，后续通胀压力可控。8月PPI同比增速较上月回落0.5%。原材料和加工工业价格环比较前值明显回升，但均不及去年同期。短期PPI缺乏明显拉升动力，加上去年同期基数较高，9月PPI预期平稳回落。
- **广义信贷企稳。**8月新增社会融资总量录得15215亿，与去年同期持平。其中，新增人民币信贷略高于前值和去年同期，表外融资继续萎缩，但财政政策发力初见成效，企业债券融资大增，支撑社融转好。直接融资方面，8月企业债券融资大幅回升，远超去年同期，股票融资较前值小幅回落。表外融资继续全面下滑，但降幅开始缩小。8月M2同比上涨8.2%，M1增速录得3.9%，创2015年来新低，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回升，收为12.64%。整体来看，非标转标趋势继续，人民币信贷增速和债券融资成为支撑信贷增长的主要力量。
- **经济韧性仍在。**8月固定资产投资完成额累计增速较前值继续走低0.2%。其中，制造业投资累计同比回升至7.5%，基建投资则继续大幅回落至4.2%，基建大幅下滑继续拖累投资增长。从销售情况来看，8月商品房销售面积累计增速收得4.0%，较上月回落0.2%，较去年同期下滑8.7%，但房地产新开工、施工较前月均继续回升，说明开发商对房地产信心仍足。从消费方面来看，8月社会消费品零售总额较上月回升0.2%。整体来看，投资小幅下滑，消费有所回升，经济韧性仍在，随着基建投资发力，下半年经济预计有所企稳。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，通胀短期回升，但长期压力可控。信贷在债券融资的拉动下企稳回升，财政宽松的政策传导正在逐渐生效。投资数据小幅下滑，但后续基建发力，经济或将企稳。基本面整体小幅利空债市。汇率方面，中国经济韧性仍在，近期人民币大概率高位震荡。总体来看，经济仍小幅下滑，通胀预期稍降，但财政政策发力使供给增加，多空因素叠加，债市大概率维持震荡。操作上，期债高抛低吸，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

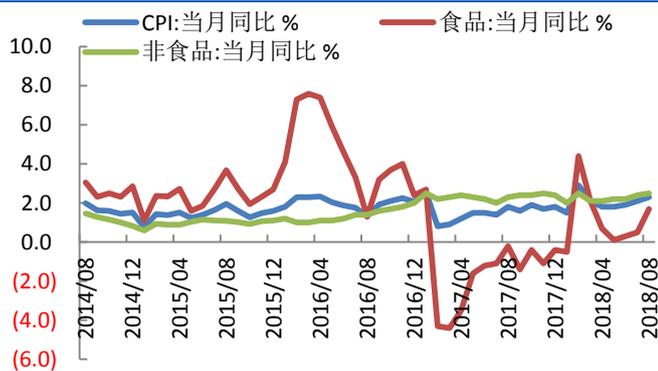
0571-87839252

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 通胀压力可控

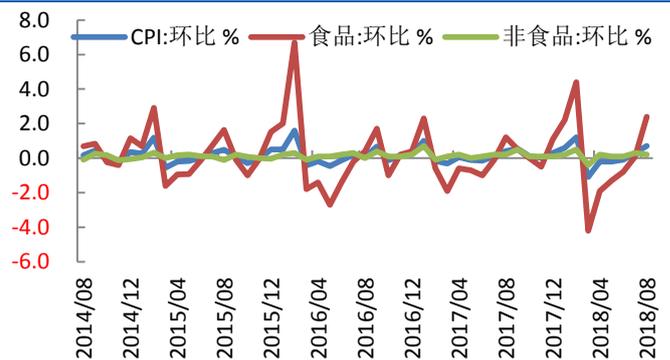
8月CPI同比增速为2.3%，较上月继续增长0.2%。食品项来看，受洪涝灾害和猪瘟疫情影响，鲜蔬鲜果和猪肉价格均大幅走升，食品价格环比增长2.4%，同比增长1.7%。非食品项环比上涨0.2%，整体变动不大。本次通胀回升主要是受天气因素和猪瘟疫情影响，这些都不是持续因素，后续通胀压力可控。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

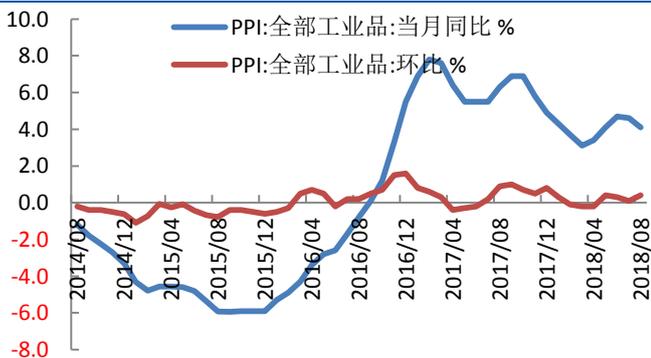
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

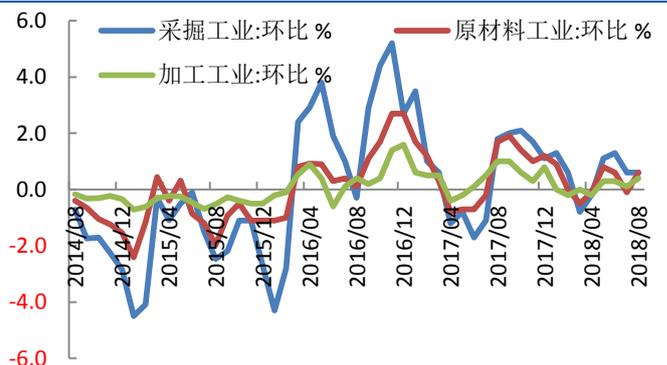
8月PPI同比上涨4.1%，环比上涨0.4%，同比增速较上月回落0.5%。8月原材料和加工工业价格环比均较前值明显回升，但均不及去年同期。短期PPI缺乏明显拉升动力，加上去年同期基数较高，9月PPI预期平稳回落。

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

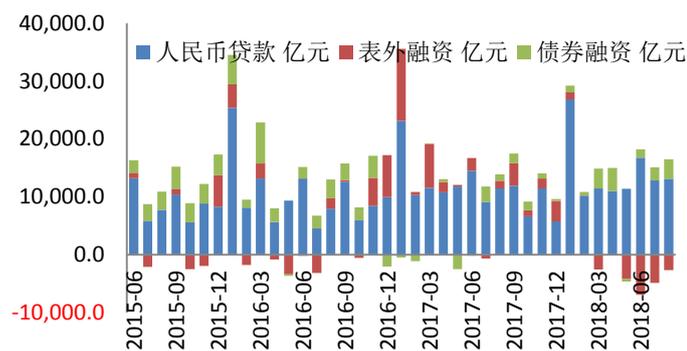


资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 1.2 广义信贷企稳

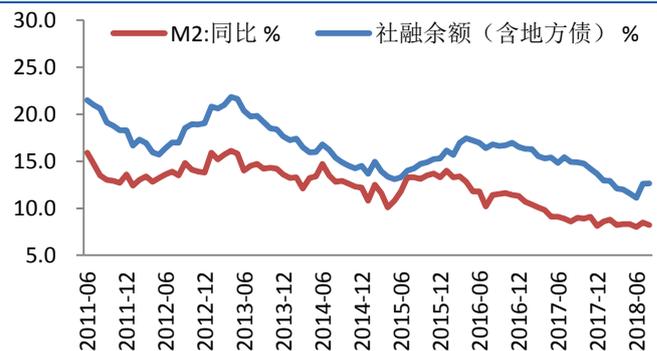
8月新增社会融资总量录得15215亿，与去年同期持平。其中，新增人民币信贷13100亿，略高于前值和去年同期，表外融资继续萎缩，但财政政策发力初见成效，企业债券融资大增，支撑社融转好。从贷款结构来看，8月新增中长期贷款基本与去年同期持平，企业短期贷款远不及去年同期。直接融资方面，8月企业债券融资大幅回升，远超去年同期，股票融资较前值小幅回落。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票继续全面下滑，但降幅开始缩小。8月M2同比上涨8.2%，较上月回落0.3%，M1增速录得3.9%，创2015年来新低，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回升，收为12.64%。整体来看，非标转标趋势继续，人民币信贷增速和债券融资成为支撑信贷增长的主要力量。

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

## 1.3 经济韧性仍在

8月固定资产投资完成额累计增速录得5.3%，较前值继续走低0.2%。其中，制造业投资累计同比回升至7.5%，基建投资则继续大幅回落至4.2%，基建大幅下滑继续拖累投资增长。8月工业增加值当月同比为6.1%，略高于前值和去年同期。8月民间固定资产投资同比增速录得8.7%，增速高于去年同期。从销售情况来看，8月商品房销售面积累计增速录得4.0%，较上月回落0.2%，较去年同期下滑8.7%，房屋新开工增速增长至15.9%，施工增速升为3.6%，销售略降，但房地产新开工、施工较前月均继续回升，说明开发商对房地产信心仍足。从消费方面来看，8月社会消费品零售总额同比增长9.0%，较上月回升0.2%。整体来看，投资小幅下滑，消费有所回升，经济韧性仍在，随着基建投资发力，下半年经济预计有所企稳。

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

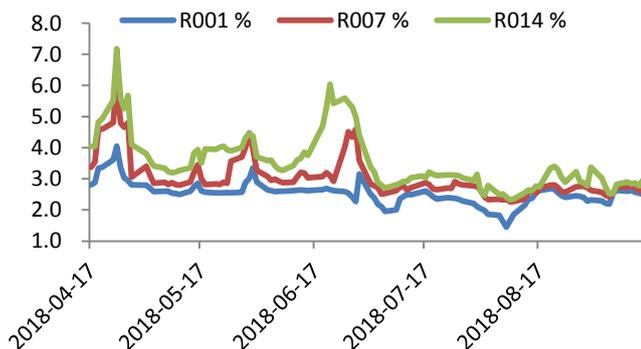


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

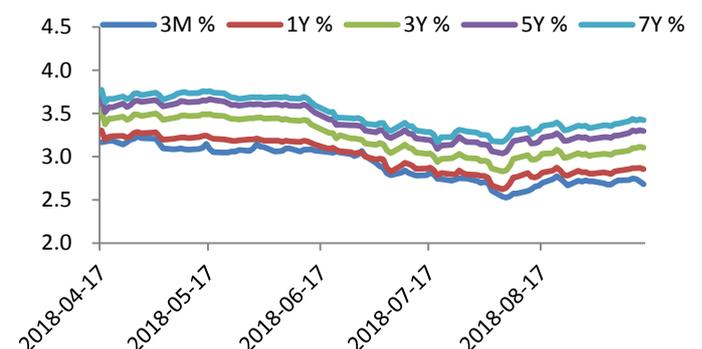
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.51%、2.59%和 2.94%，隔夜和 7 天走低，14 天走升。Shibor 涨跌互现，隔夜明显走低，IRS 多数上行，周内资金面整体比预期宽松。

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 1000 亿国库定存到期，央行周内共进行 2700 亿 7 天期和 600 亿 14 天期逆回购操作，当周实现 2300 亿资金净投放。本周公开市场共 2700 亿逆回购到期，周初资金面开始紧张，随后央行公开市场操作投放流动性，资金面回归宽松，央行维护缴税期资金面的态度坚决，平稳度过缴税期概率较大。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 4907.15 亿，加上信用债发行共计 6777.03 亿，总偿还量 7764.67 亿，净融资-987.64 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)
2018.9.17	18 四川债 05(续发)	10.00	7.0	
	18 宁波债 09	6.00	5.0	
	18 宁波债 10	6.00	10.0	
	18 宁波债 11	6.00	5.0	
	18 宁波债 12	7.00	10.0	
	18 宁波债 13	7.00	10.0	
	18 宁波债 14	25.00	5.0	
	18 宁波债 15	33.00	10.0	
	18 四川债 24	15.00	10.0	
	18 四川债 25	4.00	10.0	
	18 四川债 26	4.00	10.0	
	18 四川债 27	5.00	7.0	
	18 四川债 18	27.72	3.0	
	18 四川债 19	230.83	5.0	
	18 四川债 20	8.27	5.0	
	18 四川债 21	28.77	7.0	
	18 四川债 22	6.70	10.0	
	18 四川债 28	9.04	7.0	
	18 四川债 29	10.68	10.0	
	18 四川债 30	13.50	7.0	
2018.9.18	18 国开 09(增 11)	61.10	1.0	
	18 国开 11(增 6)	86.10	5.0	
	18 国开 12(增 2)	71.10	3.0	
	18 陕西债 24	31.15	3.0	
	18 陕西债 25	87.76	5.0	
	18 陕西债 26	16.72	5.0	
	18 陕西债 27	20.60	7.0	
	18 陕西债 28	8.77	10.0	
	18 河北债 37	65.00	7.0	
	18 河北债 38	5.00	5.0	
	18 河北债 39	180.00	5.0	
	18 河北债 40	177.99	7.0	
	18 湖北债 11	82.16	3.0	
	18 湖北债 12	298.51	5.0	
18 湖北债 13	1.09	7.0		
18 湖北债 14	5.55	10.0		
2018.9.19	18 付息国债 18(续发)	450.00	1.0	
	18 付息国债 19(续发)	450.00	10.0	
	18 云南债 19	86.50	5.0	
	18 云南债 20	27.70	5.0	

	18 云南债 21	19.00	7.0
	18 云南债 22	15.30	7.0
	18 云南债 23	6.00	7.0
	18 广西债 15	47.66	7.0
	18 广西债 16	29.42	7.0
	18 广西债 17	7.33	7.0
	18 广西债 18	11.30	7.0
	18 广西债 19	2.95	7.0
2018. 9. 20	18 海南债 10	7.00	7.0
	18 海南债 11	15.00	3.0
	18 海南债 12	86.00	5.0
	18 福建债 14	193.75	5.0
	18 福建债 15	64.35	5.0
	18 福建债 16	20.50	15.0
	18 湖南债 16	71.45	5.0
	18 湖南债 17	135.30	5.0
	18 湖南债 18	68.25	5.0
	18 湖南债 19	65.00	7.0
	18 广东债 35	35.00	3.0
	18 广东债 36	35.42	5.0
2018. 9. 21	18 江苏债 12	59.00	3.0
	18 江苏债 13	436.00	5.0
	18 江苏债 14	23.00	7.0
	18 江苏债 15	222.20	5.0
	18 河南债 25	49.63	5.0
	18 河南债 26	56.62	5.0
	18 河南债 27	15.37	3.0
	18 河南债 28	75.51	5.0
	18 河南债 29	52.00	15.0
	18 河南债 30	74.61	5.0
	18 河南债 31	108.72	7.0
	18 新疆债 21	8.90	10.0
	18 新疆债 22	103.50	10.0
	18 新疆债 23	3.70	10.0
	18 新疆债 24	3.20	10.0
	18 新疆债 25	2.90	10.0
	<b>合计</b>		<b>4907.15</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

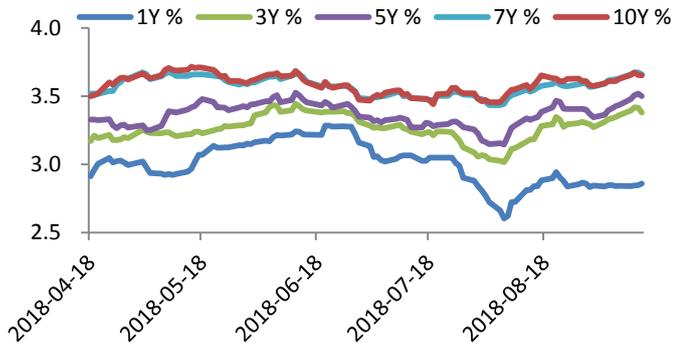
### 三、行情回顾与展望

周内债市情绪略有好转，期债周内先降后升。全周来看，国债收益率全数走升，其中5年期上行幅度最大，为6.11BP；国开收益率短降长升，其中7年期上行幅度最大，为5.35BP，1年期下行幅度最大，为3.85BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约T1812收于94.485，较前周结算价下跌0.20（-0.21%）；TF1812收于97.57，较前周结算价下跌0.08（-0.08%）；TS1812收于99.3，较前周结算价上涨0.045（+0.05%）。

一级市场方面，周二增发的1、3、5年期国开债中标利率分化，1年期中标利率明显低于中债估值，3、5年期中标利率超出中债估值，全场3倍左右；周三增发的2、5年期附息国债中标利率分化，2年期超出中债估值，全场分别为1.83和2.16倍，需求较差；周四增发的1、3、5年期口行债中标利率均低于中债估值，全场分别为3.91、3.37和2.44倍，5年期需求略逊；周五财政部招标发行的3月期贴现国债和30年期附息国债中标利率均低于中债估值，全场2-3倍，需求尚可。一级市场招标结果显示，需求整体偏弱，市场信心不足。

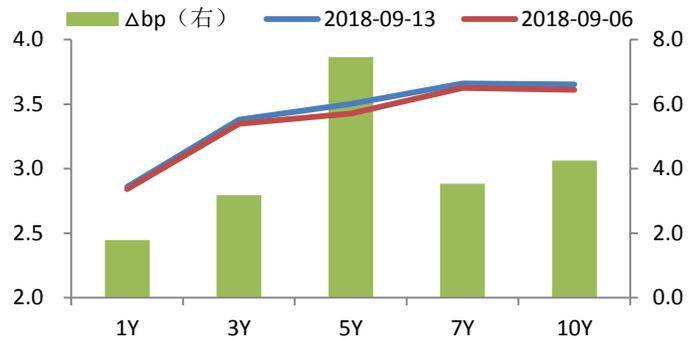
本周关注银行结售汇数据。基本面来看，通胀短期回升，但长期压力可控。信贷在债券融资的拉动下企稳回升，财政宽松的政策传导正在逐渐生效。投资数据小幅下滑，但后续基建发力，经济或将企稳。基本面整体小幅利空债市。汇率方面，中国经济韧性仍在，近期人民币大概率高位震荡。总体来看，经济仍小幅下滑，通胀预期稍降，但财政政策发力使供给增加，多空因素叠加，债市大概率维持震荡。操作上，期债高抛低吸，信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



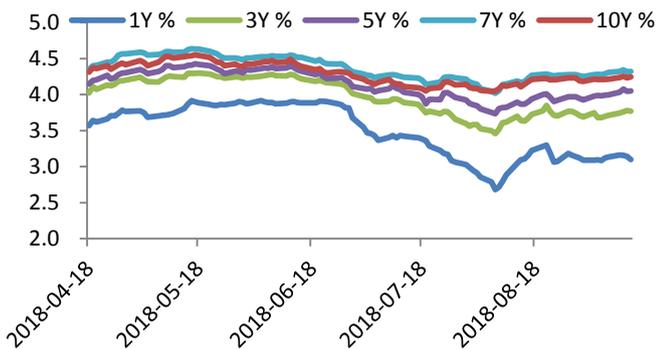
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



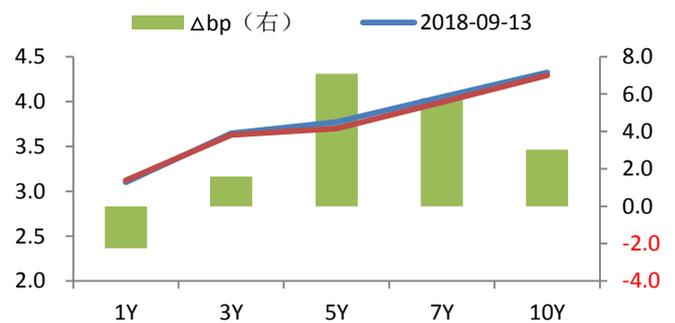
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



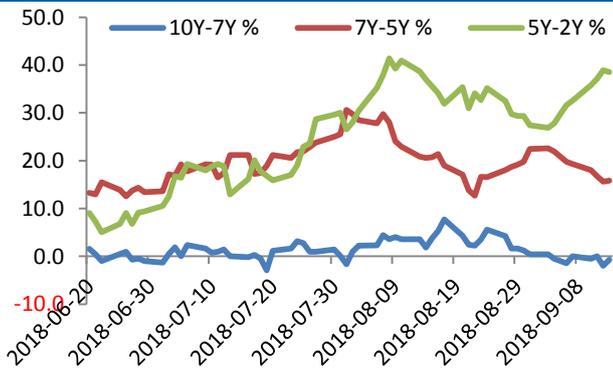
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



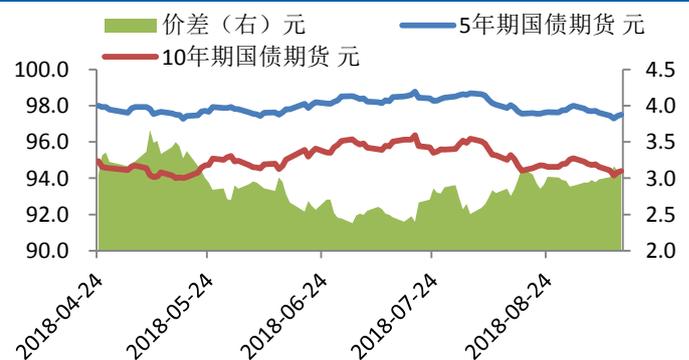
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



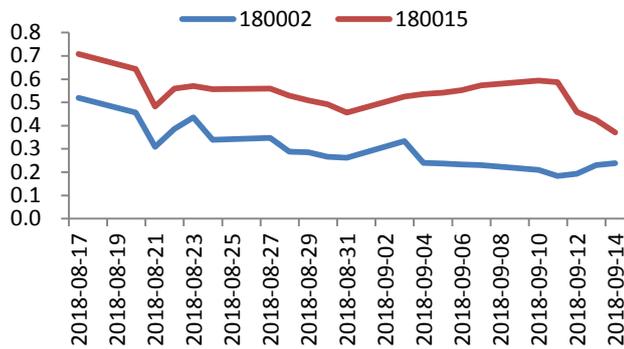
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



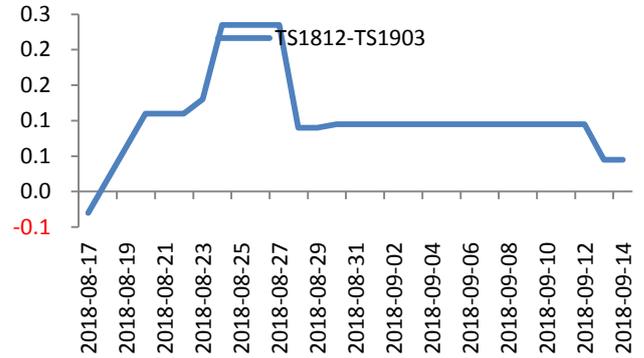
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1812 活跃 CTD 券基差



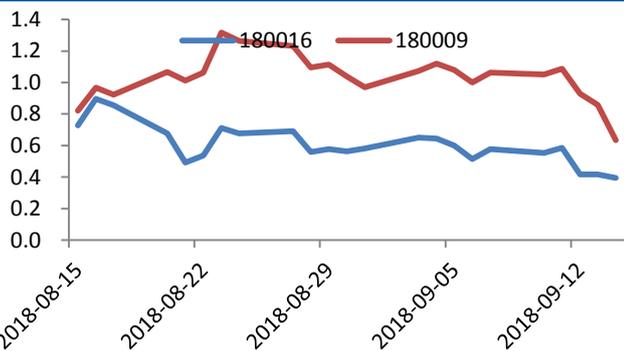
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



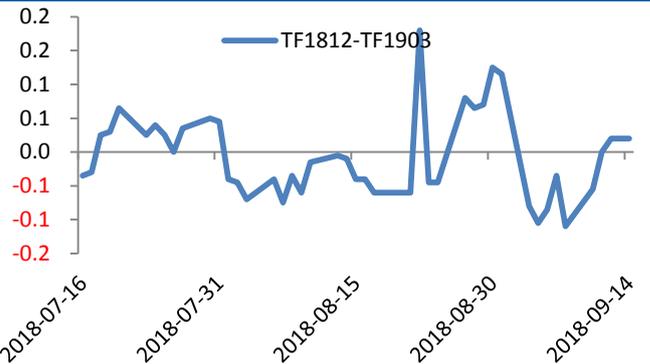
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1812 活跃 CTD 券基差



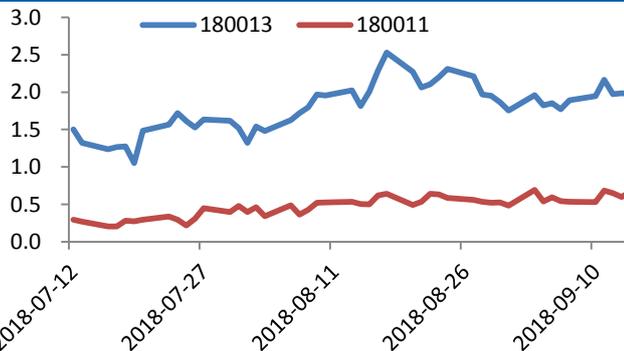
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



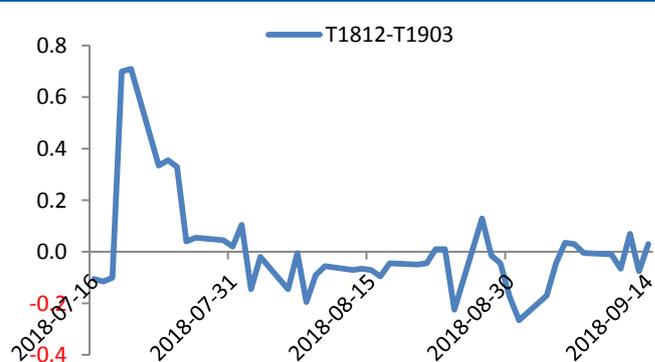
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

**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](http://www.nanhua.net)