



宏观经济日报

2018年9月14日星期五

【今日主题】

债市牛市有望延续，目前有短暂回调2

【全球股市】4

【南华指数】5

免责声明8

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-631317-855

投资咨询: 20002885

债市牛市有望延续，目前有短暂回调

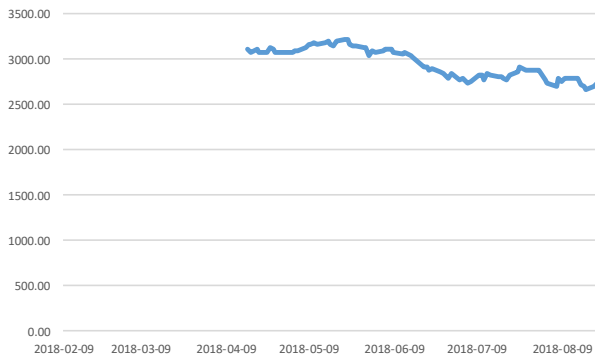
- **基本面：**经济下行压力较大，投资消费双双下滑，经济疲态已现。固定资产投资同比增速较去年明显下滑。其中，房地产投资维持高位，制造业投资小幅回升，基建投资受融资收紧影响大幅放缓。受居民买房大幅加杠杆影响，消费受到严重挤压，增速大幅走低。出口数据随着中美贸易战的激烈战争更加收到拖累，未来出口不确定因素较高。总体来看，经济动能趋弱，增长缺乏亮点，未来可能温和回落。目前 CPI 因猪瘟等食品因素的影响短暂冲高，未来仍有继续上行的动力，中美贸易战激化可能导致国内食品涨价。PPI 下半年一直下行整体低于上半年。环比在持续三个月负增长后，受上游工业品价格反弹而转正。今年国内大宗工业品全年可能维持宽幅震荡行情，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。
- **政府融资托底，社融下行难改。**目前非标监管仍严，萎缩趋势难改；贷款受到银行表内资本金、存款和风险偏好的约束，增量有限；债券发行主体分化，也难有较大增量。预计 18 年底社融余额增速约为 9.4%，19 年底则进一步降至 9.2%左右。在监管不大幅放松的情况下，社融增速下行难改。政府融资短期托底，我们估算今年 8-12 月政府+社会融资 9.68 万亿左右，年底增速约为 10.8%。由于三季度地方债发行放量，带来融资增速的小幅反弹，但四季度之后将会重新回落。而随着债务置换的结束，政府融资在 19 年会有明显的下滑，估算 19 年底政府+社会融资增速将会下降至 9.8%左右，再创历史新低。
- **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，利率市场有望继续延续牛市。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。但是目前债市受阻，债牛短期受阻。总结而言，我们认为三季度债牛行情短期受阻，主要受制因素包括：食品价格短期反弹，通胀预期抬升；三季度利率债供给压力较大；积极财政政策加码使得 Q3 政府+社会融资增速小幅回升；9 月美联储加息制约国内货币进一步宽松。但展望四季度，债牛行情未完，长期依然向好，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。

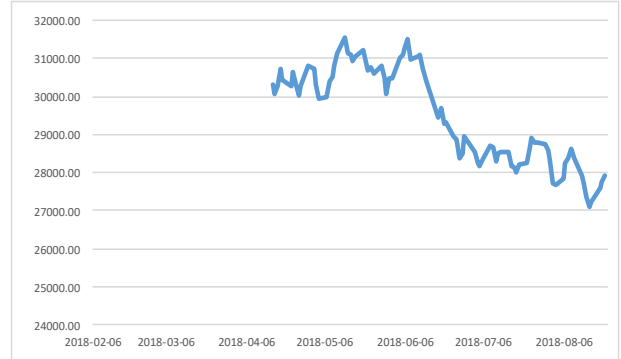
【全球股市】

2018年9月14日

上证综指



恒生指数



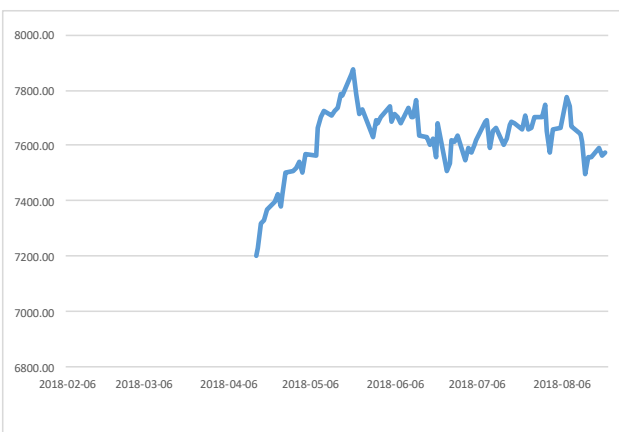
日经 225



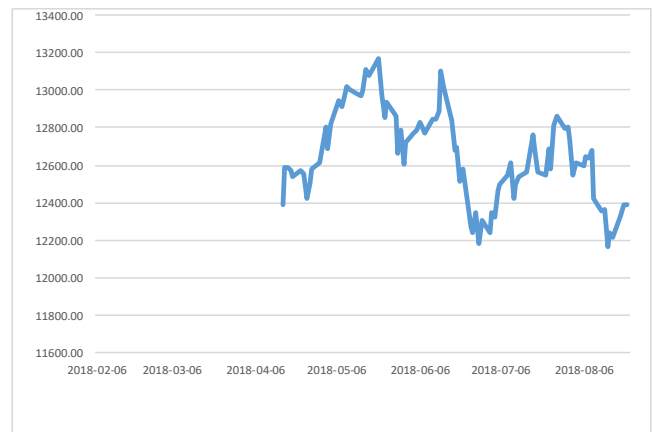
道琼斯工业指数



富时 100



德国 DAX

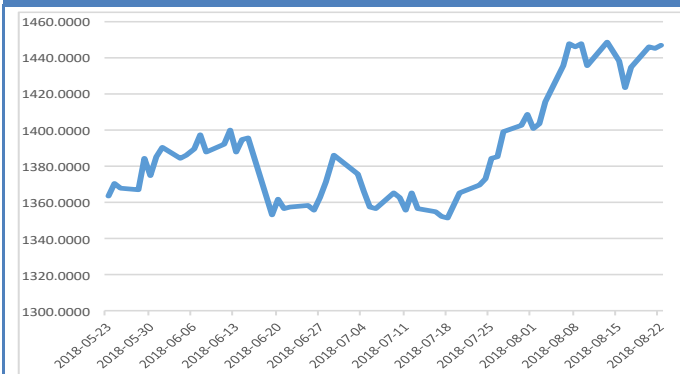


资料来源: WIND 南华研究

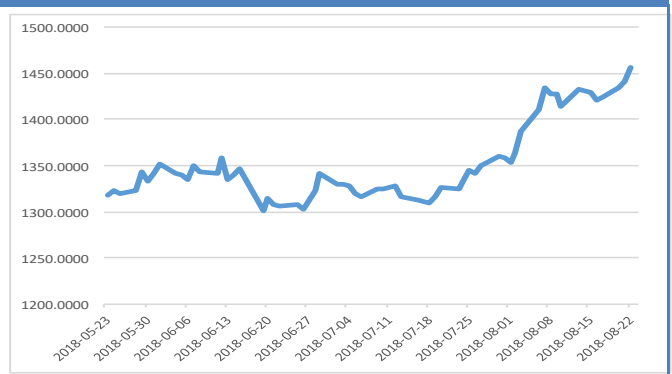
【南华指数】

● 2018年9月14日

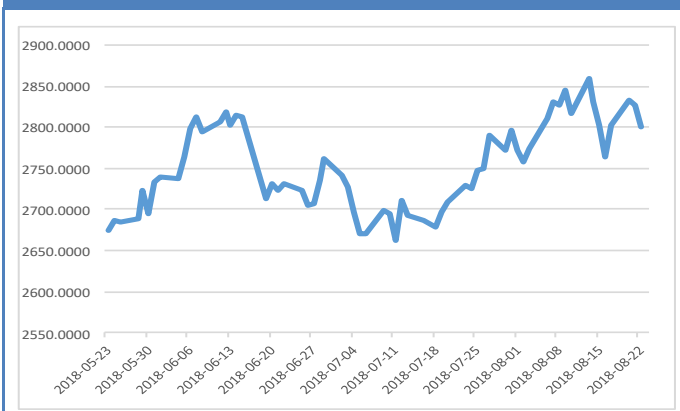
南华商品期货综合指数



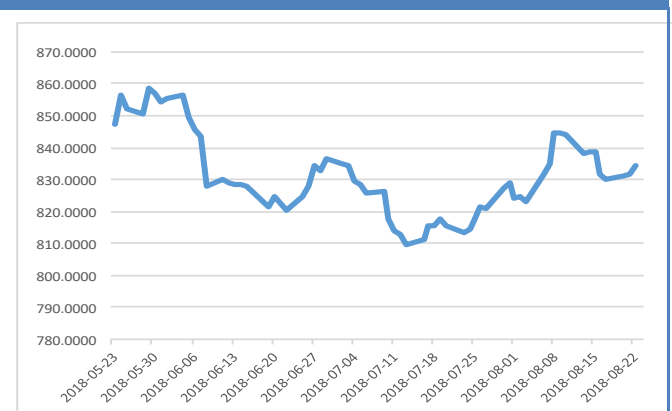
南华能源化工指数



南华工业品指数



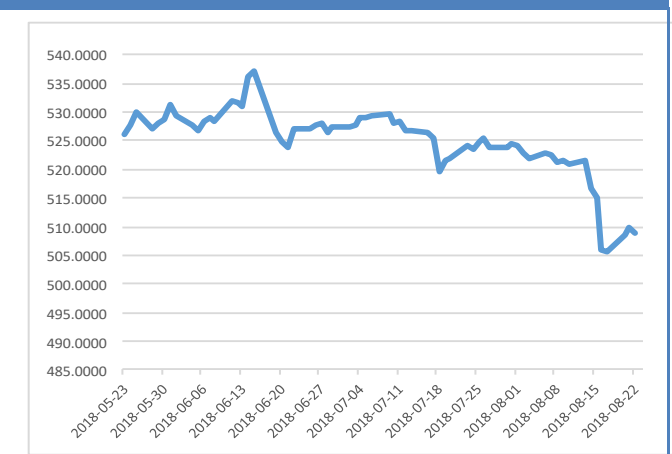
南华农产品指数



南华金属指数



南华贵金属指数



资料来源: WIND 南华期货研究所

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

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

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

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

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

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

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

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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net