


多空交织，债市横盘

摘要

- **通胀如期上涨。**9月CPI同比增速为2.5%，较上月继续增长0.2%。食品项来看，今年年中的异常天气使得鲜蔬鲜果价格超季节性上涨，食品价格环比增长2.4%，同比增长3.6%。非食品项环比上涨0.3%，整体变动不大。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，继续关注猪瘟疫情的扩散情况，年内通胀预期继续走升，但幅度不会太大。9月PPI同比上涨3.6%，环比上涨0.6%，同比增速较上月回落0.5%。9月原材料和采掘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，年内PPI预期平稳回落。
- **广义信贷短期回暖。**9月新增社会融资总量录得22054亿，与去年同期持平，明显高于前几个月。其中，新增人民币信贷14353.66亿，略高于前值和去年同期，表外融资跌幅继续扩大，但“地方政府专项债”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债发行速度加快带动社融增速明显好转。从贷款结构来看，9月新增中长期贷款基本与上月持平，略低于去年同期，新增短期贷款超过去年同期。直接融资方面，9月企业债券融资明显回落，股票融资保持低位。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，降幅也有所扩大。9月M2同比上涨8.3%，较上月回升0.1%，M1增速录得4.0%，今年以来首次止跌，包含地方债的社会融资余额同比增速大幅回升，收为16.23%，主要归功于地方政府债的高速增长。整体来看，非标转标趋势继续，本月仅靠地方政府债拉升社融增速，社融短期回暖，持续性有待观测。
- **经济有望企稳。**三季度GDP累计增速录得6.7%，较二季度走低0.1%，比去年同期降了0.2%。9月固定资产投资完成额累计增速录得5.4%，自去年三月份以来首次回升，但较去年同期仍是大幅下滑。其中，制造业投资累计同比回升至8.7%，基建投资则继续大幅回落至3.3%，基建补短板尚未发挥明显作用。9月工业增加值当月同比为2.8%，低于前值和去年同期。9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，但目前民营企业实际融资难度仍然较大。从销售情况来看，9月商品房销售面积累计增速录得2.9%，较上月回落1.1%，较去年同期下滑7.4%，房屋新开工增速增长至16.4%，施工增速升为3.9%，销售继续下滑，但房地产新开工、施工较均继续回升，房地产投资依然坚挺。从消费方面来看，9



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

多空交织，债市横盘

月社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较上月回升 0.2%。整体来看，投资受基建拖累仍处于历史低位，消费有所回升，但对经济拉动有限，后续随着基建项目的加速落地，经济应会逐渐企稳。

- **流动性展望：**本周公开市场共 300 亿逆回购到期，资金面整体保持平稳，短期流动性压力不大。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，通胀如期上涨，信贷难言向好，消费整体平稳，若基建加速落地拉升投资，则经济有所企稳回升。汇率方面，美国财政部周四公布了半年度汇率政策报告，此次美国最终并未将中国列入汇率操纵国，只是继续将中国放入汇率政策监测名单中；随着美元的走强，人民币稍有下降，但整体仍处于合理均衡水平。信用方面，企业融资难度较大，债券违约事件高发，信用债市场仍不容乐观，易纲表示，央行正在研究继续出台针对性的措施，缓解企业融资困难问题。总体来看，股市暴跌带来的债市上涨暂时结束，通胀预期打压债市情绪，基本面对债市支撑有限，债市短期方向不明。操作上，期债多头少量持有，信用债谨慎为主。



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

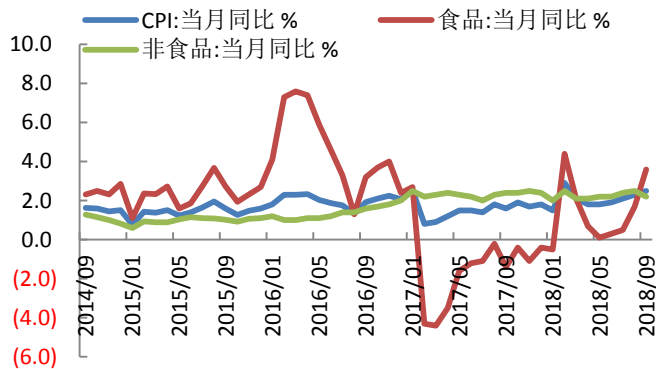
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀如期上涨

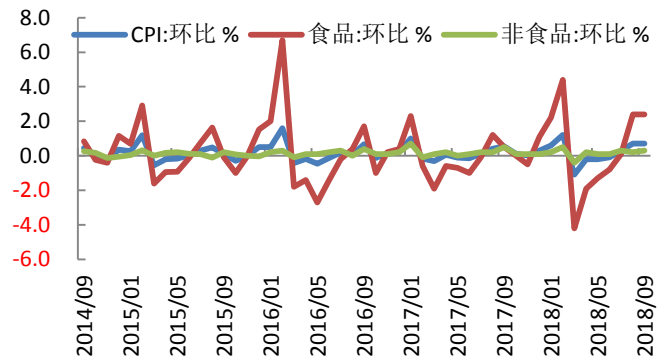
9月CPI同比增速为2.5%，较上月继续增长0.2%。食品项来看，今年年中的异常天气使得鲜蔬鲜果价格超季节性上涨，食品价格环比增长2.4%，同比增长3.6%。非食品项环比上涨0.3%，整体变动不大。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，继续关注猪瘟疫情的扩散情况，年内通胀预期继续走升，但幅度不会太大。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

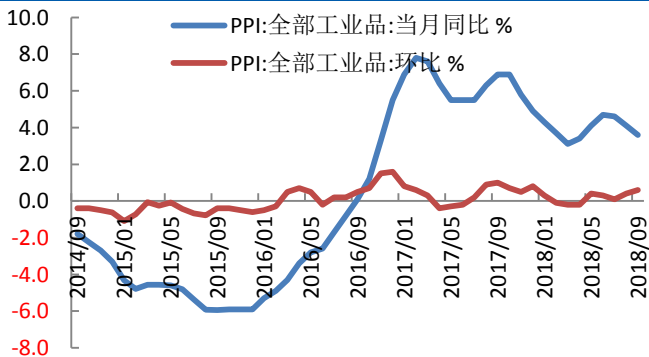
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

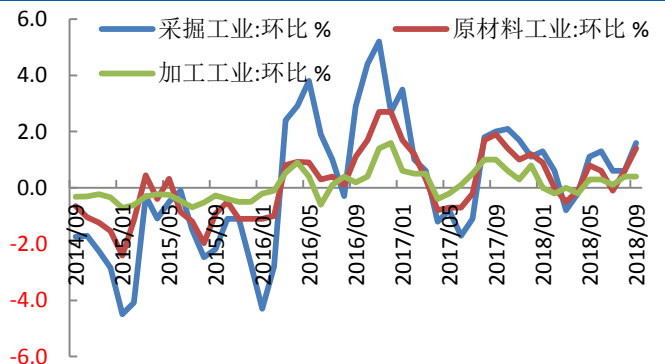
9月PPI同比上涨3.6%，环比上涨0.6%，同比增速较上月回落0.5%。9月原材料和采掘工业价格环比均较前值明显回升，但均不及去年同期。短期PPI缺乏明显拉升动力，加上去年同期基数较高，年内PPI预期平稳回落。

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

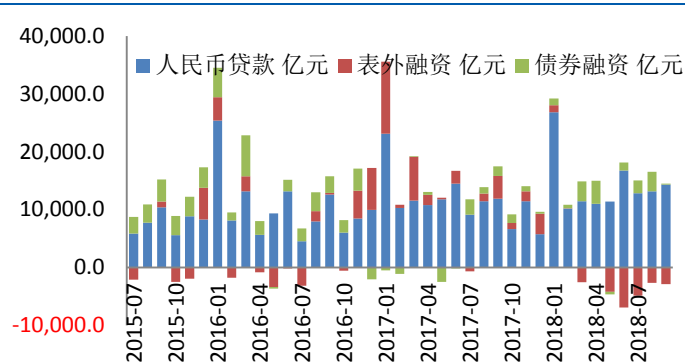


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷短期回暖

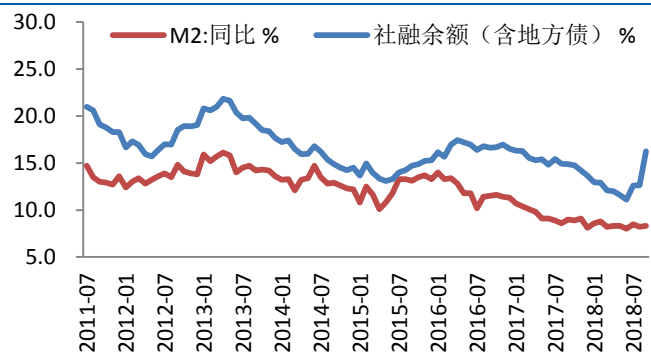
9月新增社会融资总量录得22054亿，与去年同期持平，明显高于前几个月。其中，新增人民币信贷14353.66亿，略高于前值和去年同期，表外融资跌幅继续扩大，但“地方政府专项债”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债发行速度加快带动社融增速明显好转。从贷款结构来看，9月新增中长期贷款基本与上月持平，略低于去年同期，新增短期贷款超过去年同期。直接融资方面，9月企业债券融资明显回落，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票继续全面下滑，降幅也有所扩大。9月M2同比上涨8.3%，较上月回升0.1%，M1增速录得4.0%，今年以来首次止跌，包含地方债的社会融资余额同比增速大幅回升，收为16.23%，主要归功于地方政府债的高速增长。整体来看，非标转标趋势继续，本月仅靠地方政府债拉升社融增速，社融短期回暖，持续性有待观测。

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

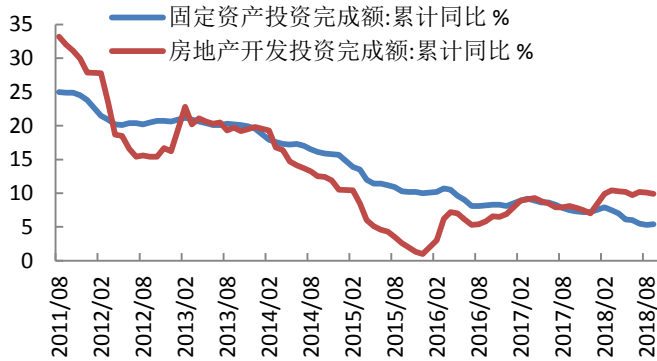


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.3 经济有望企稳

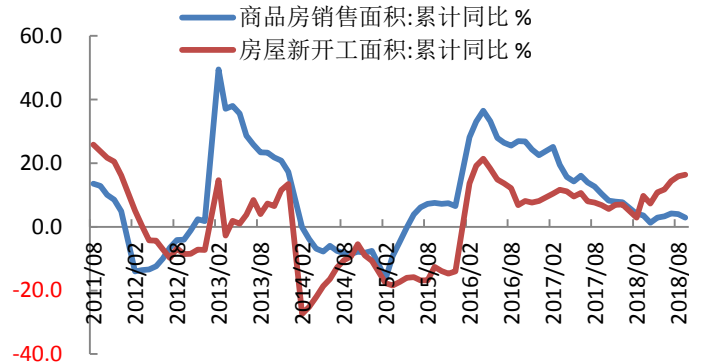
三季度GDP累计增速录得6.7%，较二季度走低0.1%，比去年同期降了0.2%。9月固定资产投资完成额累计增速录得5.4%，自去年三月份以来首次回升，但较去年同期仍是大幅下滑。其中，制造业投资累计同比回升至8.7%，基建投资则继续大幅回落至3.3%，基建补短板尚未发挥明显作用。9月工业增加值当月同比为2.8%，低于前值和去年同期。9月民间固定资产投资同比增速录得8.7%，增速高于去年同期，但目前民营企业实际融资难度仍然较大。从销售情况来看，9月商品房销售面积累计增速录得2.9%，较上月回落1.1%，较去年同期下滑7.4%，房屋新开工增速增长至16.4%，施工增速升为3.9%，销售继续下滑，但房地产新开工、施工均继续回升，房地产投资依然坚挺。从消费方面来看，9月社会消费品零售总额同比增长9.2%，较上月回升0.2%。整体来看，投资受基建拖累仍处于历史低位，消费有所回升，但对经济拉动有限，后续随着基建项目的加速落地，经济应会逐渐企稳。

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

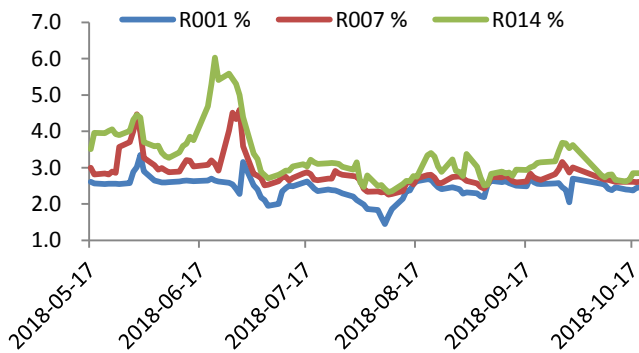


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

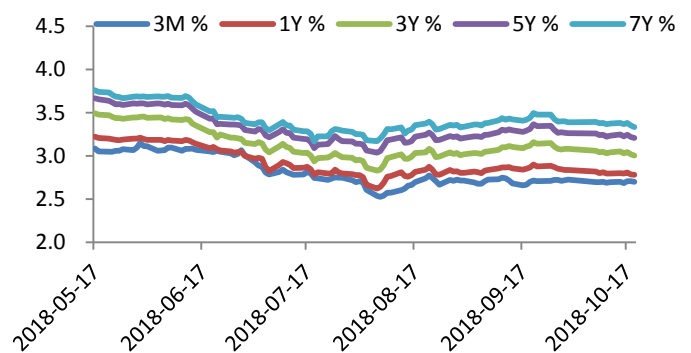
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.46%、2.61%和 2.85%，14 天明显走升。Shibor 多数走升，IRS 多数下行，周内资金面稍有收紧。

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 4515 亿 MLF 和 1500 亿国库定存到期，央行周内进行 300 亿 7 天期逆回购操作，共实现资金净回笼 5715 亿。本周公开市场共 300 亿逆回购到期，资金面整体保持平稳，短期流动性压力不大。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1893.41 亿，加上信用债发行共计 3264.97 亿，总偿还量 8063.98 亿，净融资-4799.02 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. 10. 23	18 国开 10(增 15)	100.30	10.0		
	18 国开 11(增 10)	87.80	5.0		
	18 国开 12(增 6)	93.00	3.0		
	18 黑龙江债 19	156.34	10.0		
	18 内蒙古债 31	24.60	2.0		
	18 内蒙古债 32	0.77	10.0		
	18 内蒙古债 33	4.52	10.0		
2018. 10. 24	18 附息国债 18(续 2)	390.00	1.0		
	18 附息国债 19(续 2)	390.00	10.0		
	18 山东债 18	1.00	10.0		
	18 江苏债 16	32.80	5.0		
	18 吉林债 09	78.41	5.0		
	18 吉林债 10	146.13	5.0		
	18 吉林债 11	5.00	10.0		
	18 吉林债 12	4.90	5.0		
	18 吉林债 13	21.10	10.0		
	18 吉林债 14	4.07	10.0		
	18 吉林债 15	4.80	10.0		
	2018. 10. 25	18 四川债 33	2.09	3.0	
		18 四川债 34	51.82	5.0	
18 四川债 35		2.34	5.0		
18 四川债 36		6.53	7.0		
18 四川债 37		0.80	10.0		
18 四川债 38		0.40	10.0		
18 四川债 39		0.70	7.0		
18 四川债 40		0.20	7.0		
18 四川债 41		0.30	5.0		
18 四川债 42		17.59	10.0		
18 四川债 43		1.19	7.0		
18 四川债 44		1.30	7.0		
18 四川债 45		5.36	7.0		
18 四川债 46		1.79	5.0		
18 四川债 47		2.73	10.0		
18 四川债 48		6.08	10.0		
18 四川债 49		2.27	10.0		
2018. 10. 26	18 贵州债 13(续发)	14.37	5.0		
	18 青岛债 11	12.00	5.0		
	18 青岛债 12	10.00	7.0		
	18 河南债 32	70.65	7.0		
	18 河南债 33	33.36	3.0		

18 贵州债 24	100.00	3.0
18 贵州债 25	4.00	5.0
合计		1893.41

资料来源: Wind 资讯 南华研究

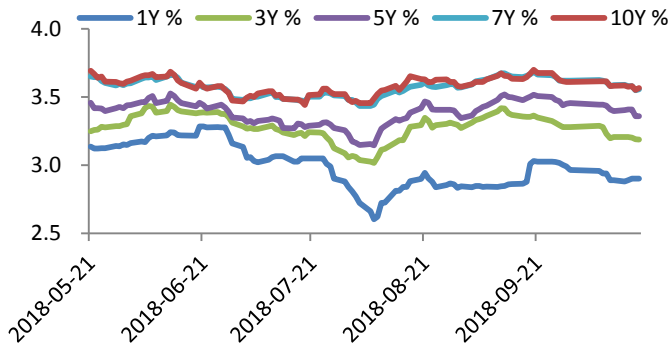
三、行情回顾与展望

国债期货大幅震荡, 最终小幅收涨, 现券收益率也多数走低。全周来看, 国债收益率除 1 年期外全数下行, 其中 5 年期下行幅度最大, 为 3.62BP; 国开债收益率多数下行, 其中 10 年期下行幅度最大, 为 3.14BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1812 收于 95.32, 较前周结算价上涨 0.2 (+0.21%); TF1812 收于 98.08, 较前周结算价上涨 0.03 (+0.03%); TS1812 收于 99.49, 较前周结算价下跌 0.035 (+0.04%)。

一级市场方面, 周二增发的 3、5、7、10 年期国开债中标利率均低于二级市场水平, 全场 3 倍左右, 需求稳中向好; 周三增发的 2、5 年期附息国债中标利率均低于二级市场水平, 全场 2-3 倍, 需求偏弱; 周四增发的 1、3 年期口行债中标利率均低于中债估值, 全场分别为 2.95 和 3.67 倍, 需求较好; 周五财政部招标发行的 3 月贴现国债和 30 年期附息国债中标结果分化, 3 月期中标利率高于中债估值, 全场不足 3 倍, 需求一般。一级市场招标结果显示, 政金债需求较好, 国债表现一般。

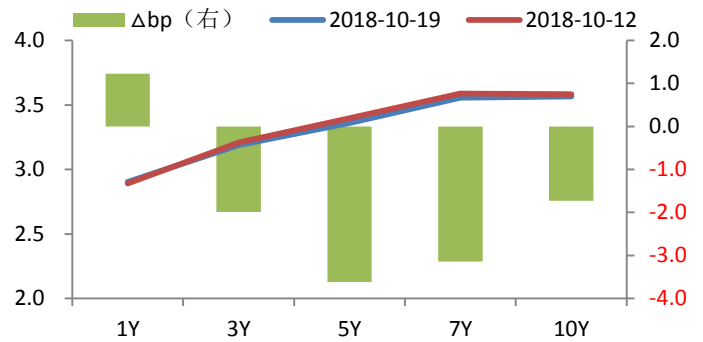
本周关注银行结售汇数据。基本面来看, 通胀如期上涨, 信贷难言向好, 消费整体平稳, 若基建加速落地拉升投资, 则经济有所企稳回升。汇率方面, 美国财政部周四公布了半年度汇率政策报告, 此次美国最终并未将中国列入汇率操纵国, 只是继续将中国放入汇率政策监测名单中; 随着美元的走强, 人民币稍有下降, 但整体仍处于合理均衡水平。信用方面, 企业融资难度较大, 债券违约事件高发, 信用债市场仍不容乐观, 易纲表示, 央行正在研究继续出台针对性的措施, 缓解企业融资困难问题。总体来看, 股市暴跌带来的债市上涨暂时结束, 通胀预期打压债市情绪, 基本面对债市支撑有限, 债市短期方向不明。操作上, 期债多头少量持有, 信用债谨慎为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



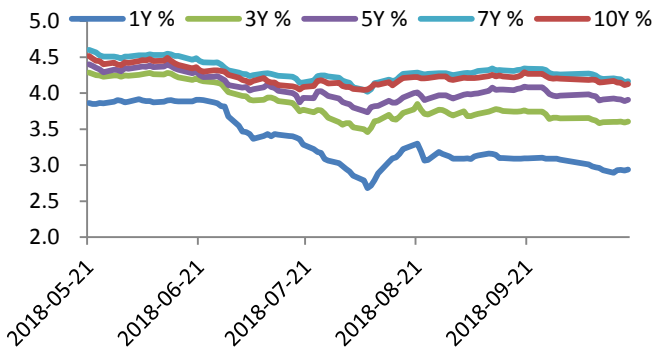
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



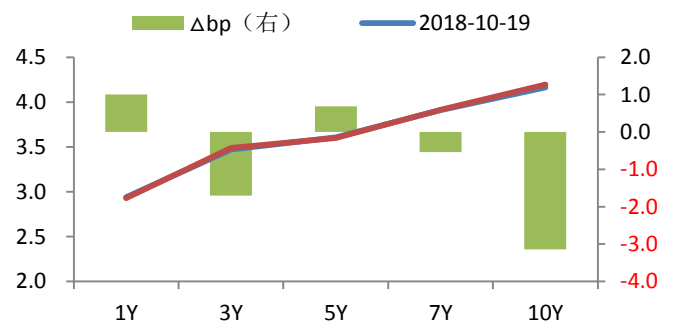
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



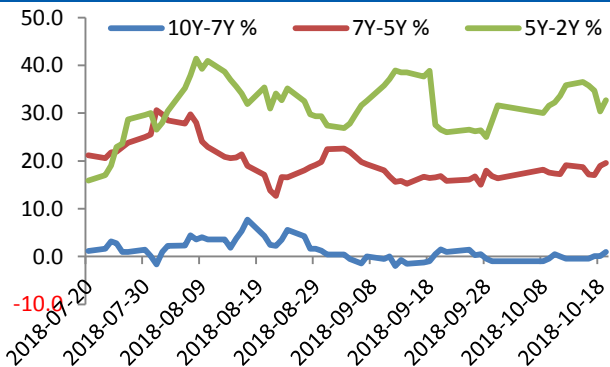
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



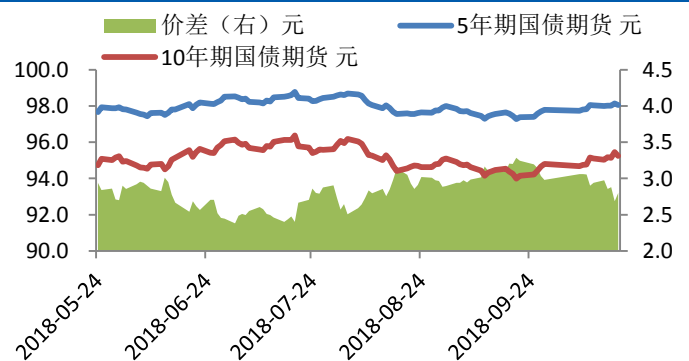
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



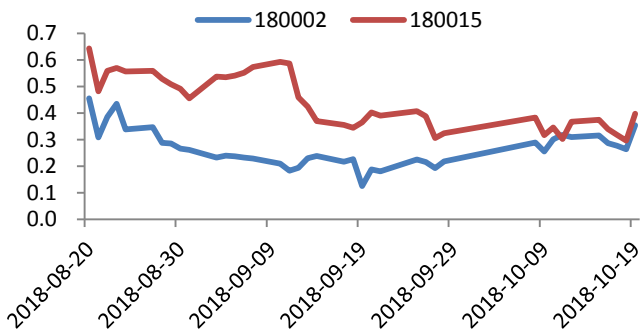
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



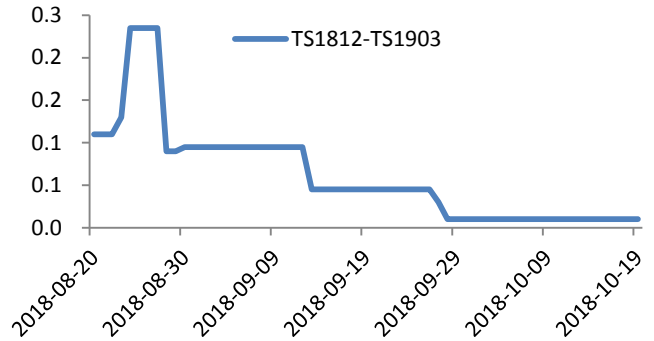
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1812 活跃 CTD 券基差



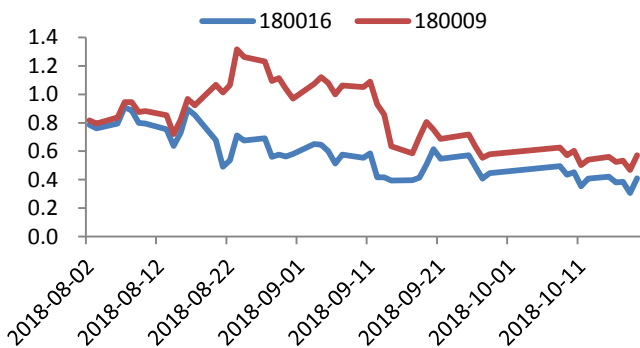
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



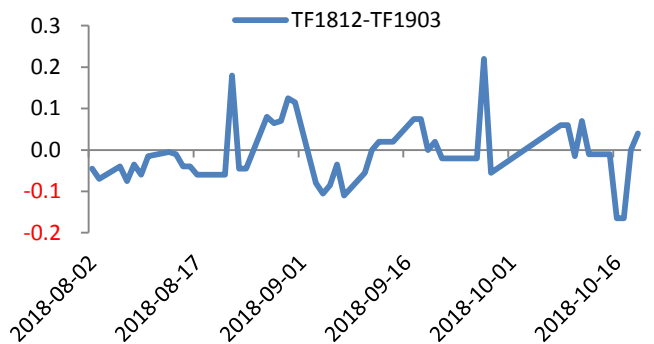
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1812 活跃 CTD 券基差



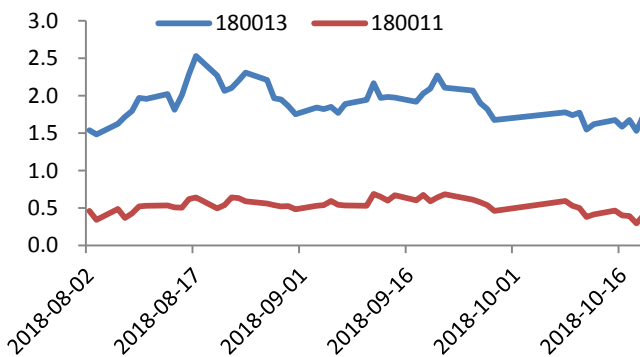
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



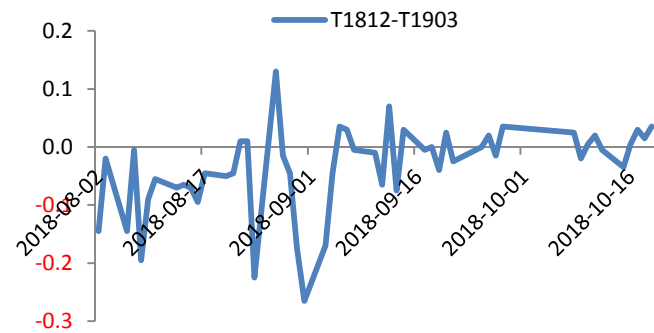
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

济南营业部

山东省济南市历下区冻源大街102号向恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

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