

## 债牛延续

### 摘要

明年经济增长不容乐观。房地产投资预计回落，基建投资难有明显回升，制造业投资对政策依赖度较高，投资增速预计维持低位。经济承压叠加负债买房使得居民可支配收入较为有限，挤压消费增长，明年消费预计继续缓慢回落。通胀方面，明年食品项可能继续走升，非食品项受房价以及 PPI 回落影响上涨压力不大，预计明年 CPI 整体保持在“2 时代”，温和走升仍是大概率。房地产和基建投资继续拖累需求，上游商品价格面临一定的下行压力，减产协议可能使原油价格反弹，但空间有限，预计 PPI 同比将继续回落。非标限制依然较严，非标萎靡趋势难改，社融拖累因素难改，拉动因素有限，在监管不出现大幅放松的情况下，信贷难有明显改善。减税降费将降低财政收入，在不明显提高赤字率的前提下，想增加基建投资需要更多依靠专项债的发行，将加大债市供给压力，债券发行较为集中的月份可能对债市造成一定冲击。货币政策结构性宽松大概率维持，后续仍有降准空间，稳杠杆、保增长是大目标，当期避免经济大幅下滑和金融市场稳定是底线，在目标和底线之间，政策会继续在货币、财政、监管三个路径下影响实体经济、流动性节奏和结构。

货币政策继续保持稳健偏松，经济企稳回升仍难，长期来看债牛基础仍在，但债市现今风险点也较多，债牛可能存在波折。目前债市收益率曲线较为陡峭，较大的期限利差为长端利率提供了一定的保护，明年债市将更依赖于基本面的推动，曲线大概率平坦化下行。在资产荒局面下，期限利差压缩空间较大，随着各类金融机构对长久期债券配置需求增加，即使短端利率下行不明显，长期债券收益率仍会延续下行，10 年期国债收益率可能回落到熊市前水平，预计波动区间为 2.9%–3.2%。策略方面，利率债可适当拉长久期，信用债以地方龙头为主，不建议资质盲目下沉。

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

宋晓东 助理分析师

songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

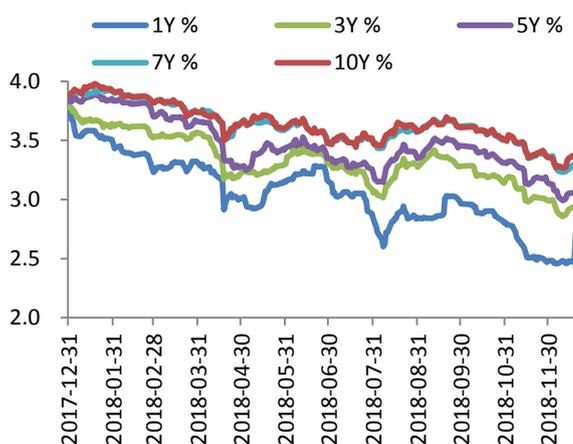
## 目录

<b>第 1 章</b>	<b>行情回顾</b> .....	3
<b>第 2 章</b>	<b>基本面</b> .....	5
2.1.	经济明显下滑.....	5
2.2.	通胀压力可控.....	7
2.3.	信贷缓慢回落.....	8
<b>第 3 章</b>	<b>货币政策与宏观审慎政策</b> .....	10
3.1.	货币政策.....	10
3.2.	宏观审慎政策.....	13
<b>第 4 章</b>	<b>行情研判</b> .....	15
	南华期货分支机构.....	16
	免责声明.....	18

## 第1章 行情回顾

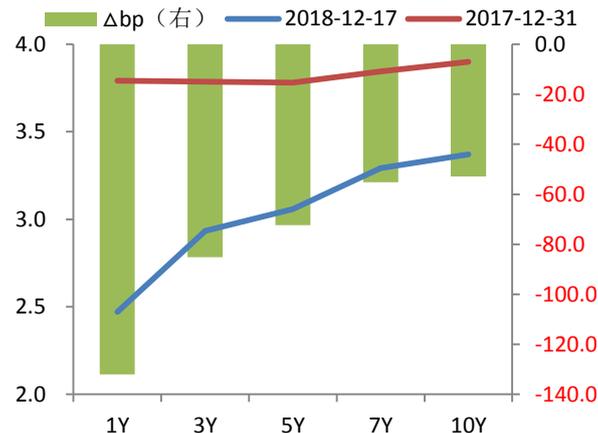
自 2016 年底开始金融去杠杆，2017 年全年债市走熊，企业融资难度不断加大，信用违约事件频发，经济也出现了明显下滑。自今年年初，货币政策开始边际转松，债市正式由熊转牛。央行多次定向降准释放宽松信号，债券收益率出现趋势性下行，短期收益率下行速度更快。今年一季度末，国际贸易摩擦开始，催化避险情绪，带来一波长端收益率的明显下行。随后我国经济数据出现明显下行，债市自资金面推动向基本面推动转变。三季度，政治局会议定调政策转向（定下积极财政政策，“去杠杆”转向“稳杠杆”）之后，债市行情转为震荡。四季度，宽松的财政政策并未有效控制基建的下滑，经济悲观预期加重，债市再赢一波行情。10 年期国债收益率最低降至 3.3% 以下；10 年国开收益率最低降至 3.7% 以下。截至 2018 年 12 月 17 日收盘，全年国债各关键期限收益率下降幅度在 50-140bp，国开各关键期限收益率下降幅度在 90-180bp，都是短端下行幅度更大，曲线明显走陡。

图 1.1 国债关键期限收益率



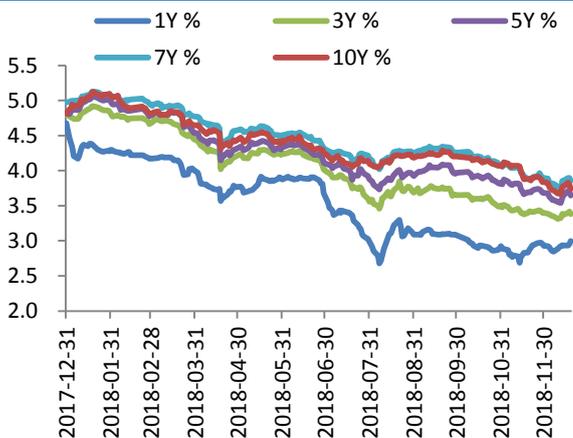
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



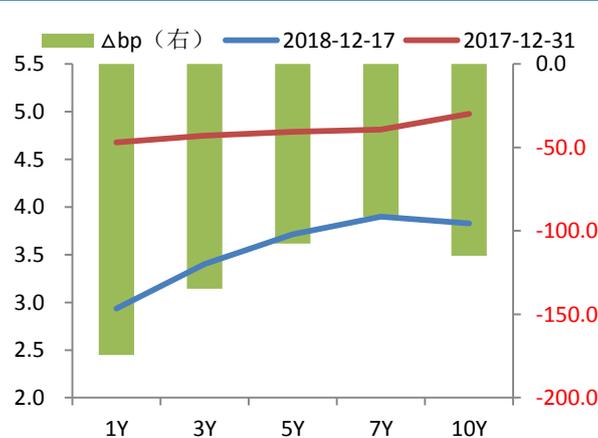
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

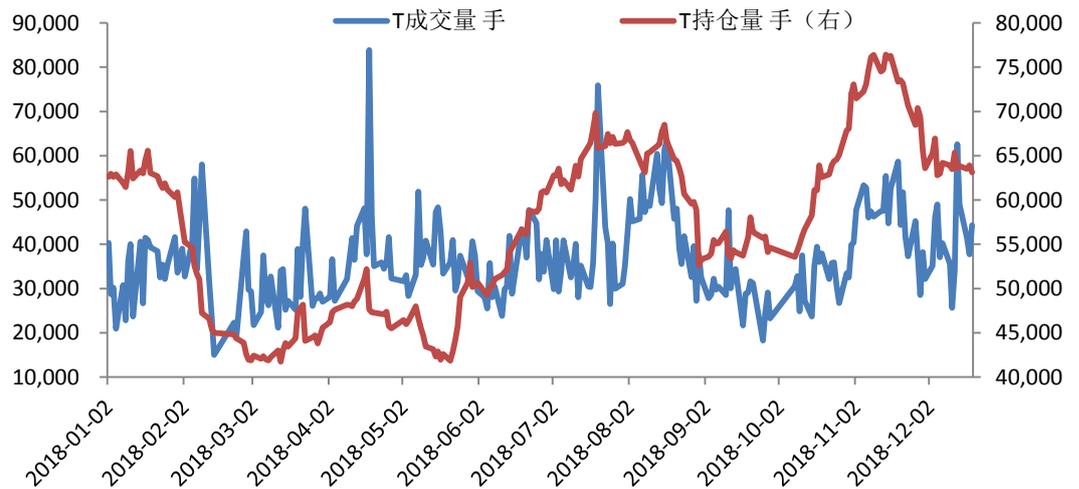
图 1.4 国开债利率期限结构



资料来源：Wind 资讯 南华研究

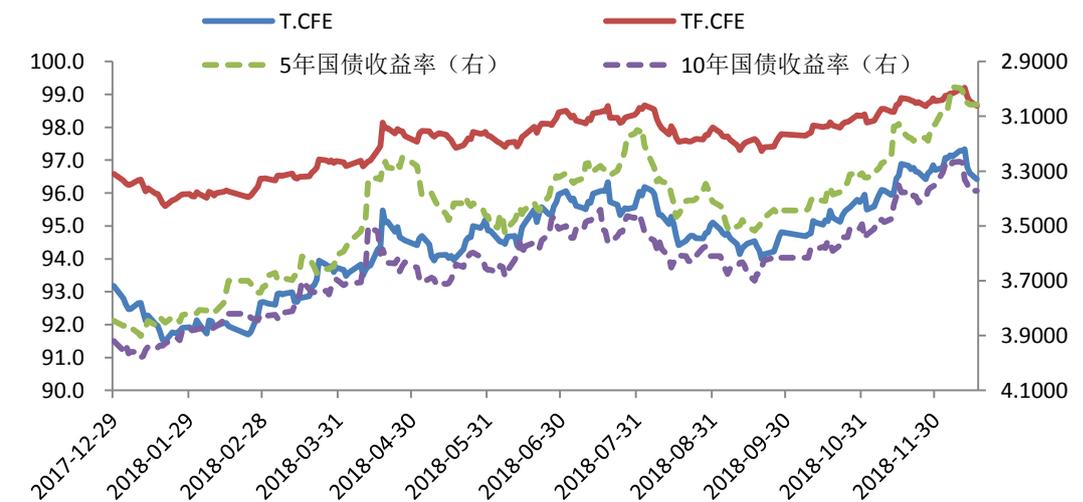
国债期货全年明显走升，除三季度整体震荡外，一、二、四季度均有明显上涨。10 年期合约仍是最活跃的国债期货品种，但今年国债期货市场流动性较去年有所下滑，截至 12 月 17 日，T 合约 2018 年平均每日总成交量约为 3.7 万手，平均每日总持仓量约为 5.7 万手。与去年相比，成交量同比下滑 24%，持仓量同比下滑 12%。今年国债期货与现货走势基本一致，从 2018 年初到 12 月 17 日，10 年期国债收益率下行 53bp，10 年期国债期货主力合约上涨 3.245 元，以久期为 8 计，现券涨幅高于期货；同时期，5 年期国债收益率下行 72bp，5 年期国债期货主力合约上涨 2.065 元，同样表现为现券涨幅高于期货。主要由于今年持续宽松的资金面更有利于国债现货上涨，因此国债期货合约表现略弱于现券。

图 1.5 10 年期国债成交与持仓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.6 国债期货主力合约与现货走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 第2章 基本面

### 2.1. 经济明显下滑

2018 年，基建大幅下滑，拖累投资增长，加上房贷占比过高挤压消费，经济出现明显下行。截至 2018 年 11 月，固定资产投资累计增速同比已下滑至 5.9%，较去年同期再度回落 1.3 个百分点，其中制造业和房地产投资均出现一定程度走升，基建投资则由去年 11 月的 20.1% 降至今年的 3.7%。目前商品房销售增速继续放缓，房地产企业拿地热情开始下降，土地流拍现象增多，后续随着销售增速的转负，明年销售回款继续放慢加上融资难度增大，大概率将继续拖累新开工甚至施工，使得房地产投资放慢。今年基建投资增速大幅下滑，是拖累整体投资的主要因素。四季度，基建补短板逐渐发力，基建投资开始企稳，但减税使得财政收入不断下滑，受到赤字率的约束，料基建投资短期回升幅度较为有限。制造业投资增速由去年底的 4.8% 上涨到今年 11 月的 9.5%，行业集中度也进一步提升，但受制于企业融资难、企业负债率过高，制造业的继续回升有赖减税降费和支持民企融资等政策倾斜。综合来看，房地产、基建难有明显回升，制造业对投资拉动有限，预计整体投资增速保持低位。

图 2.1.1 固定资产投资增速



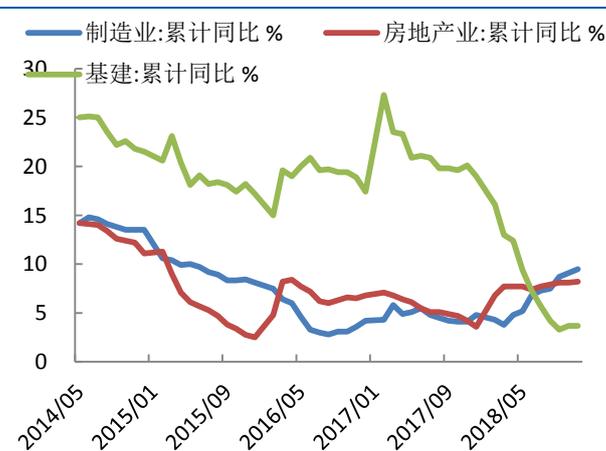
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房地产销售、施工与新开工



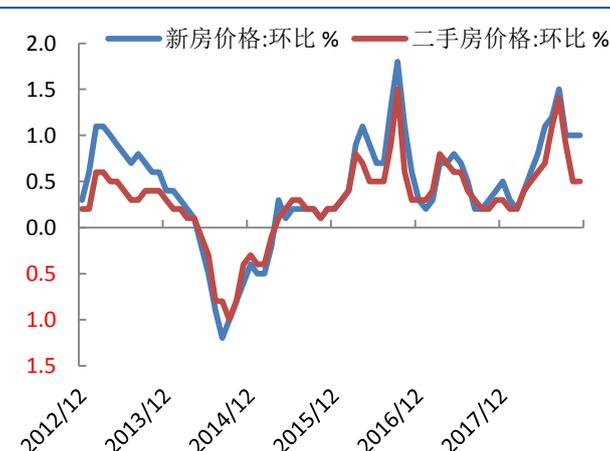
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 行业固定资产投资增速



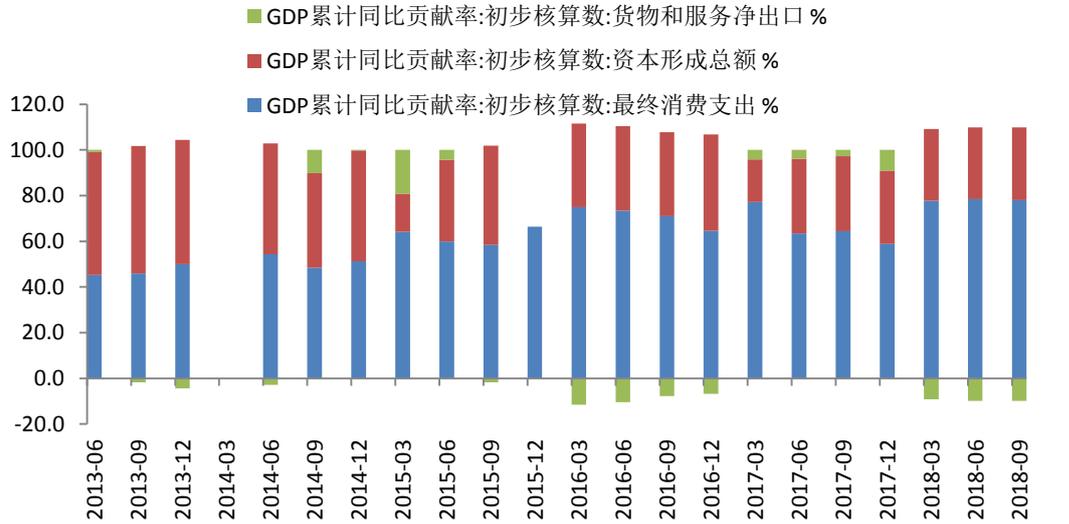
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 70 大中城市房价环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.5 投资、消费、出口对 GDP 累计同比的拉动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

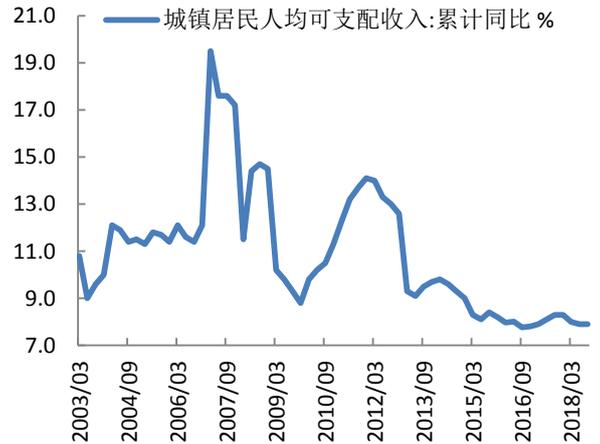
今年二季度以来消费增速明显下滑，社零总额增速创下 2004 年以来新低。居民收入增速持续下滑、居民举债买房透支购买力导致消费增速持续下滑。居民加杠杆买房透支的是长期消费能力，国家减税政策短期对消费提振作用有限，消费下滑趋势或难有好转。

图 2.1.6 消费同比增速明显下滑



资料来源：Wind 资讯 南华研究

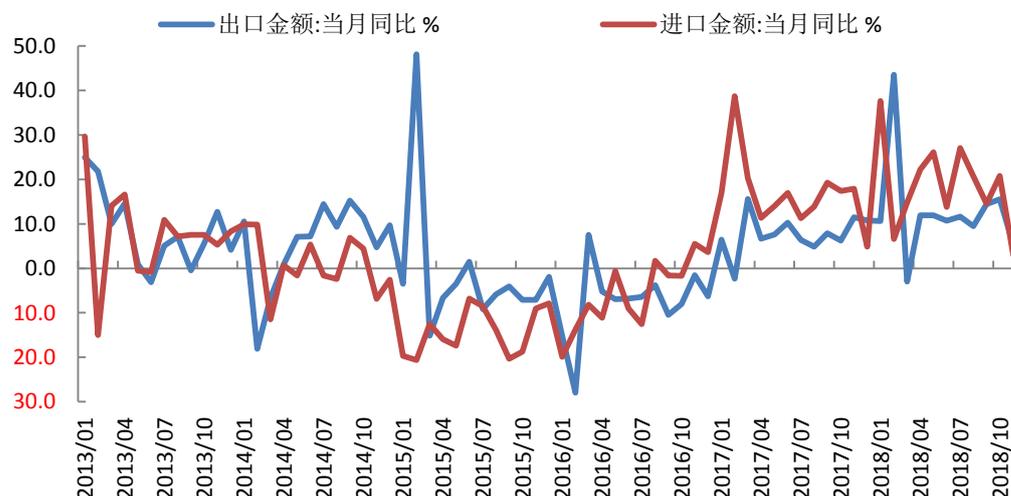
图 2.1.7 城镇居民可支配收入持续下滑



资料来源：Wind 资讯 南华研究

受国际贸易摩擦影响，今年出口增速波动较大，进口增速整体高于出口增速。截至三季度货物与服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达到 -9.8%，而去年同期的贡献率为 2.7%。目前外需整体开始下滑，贸易保护主义横行，明年的出口预计不太理想。

图 2.1.8 进出口同比增速



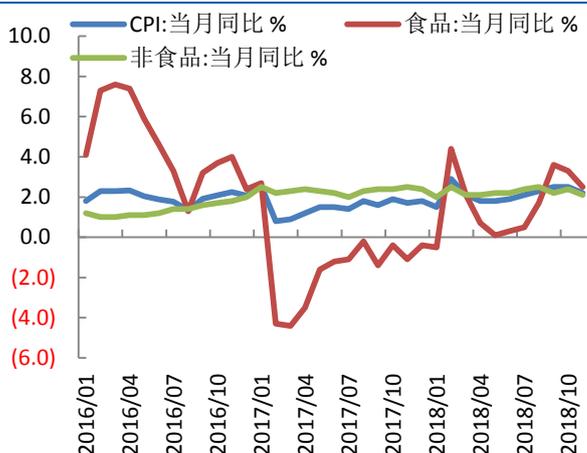
资料来源：Wind 资讯 南华研究

从宏观三驾马车来看，投资增速回升幅度受限，消费增速下行趋势难改，出口增速也将承压，2019 年经济增长不容乐观。

## 2.2. 通胀压力可控

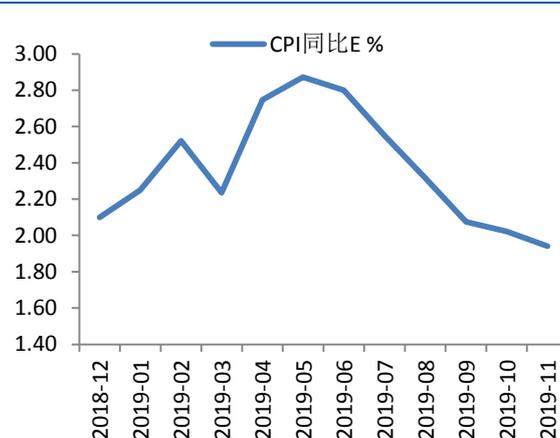
今年食品价格明显高于去年，非食品项价格略有回落，CPI 全年温和上涨。明年食品项可能继续走升，受猪瘟疫情和猪周期影响，明年猪肉价格大概率走升，非食品项受房价以及 PPI 回落影响涨价压力不大，但还需关注油价变化。预计明年 CPI 整体保持在“2 时代”，温和走升仍是大概率。以历史趋势模拟来看，CPI 将在 5 月份达到年度高点，随后开始回落，全年基本在 2%–3% 之间。

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

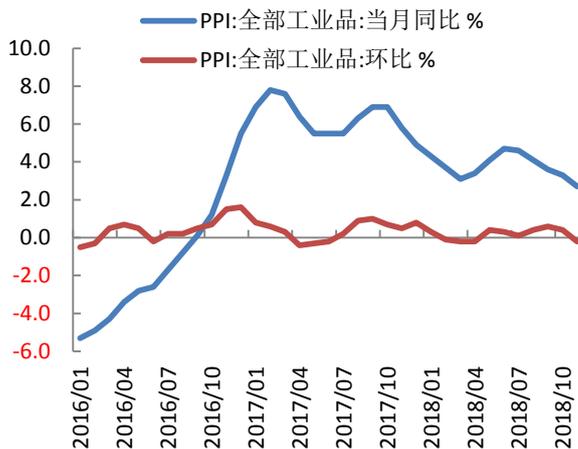


资料来源：Wind 资讯 南华研究

全年大宗商品价格没有明显上涨，原油价格四季度出现大幅回落，加上去年基数较高，今年 PPI

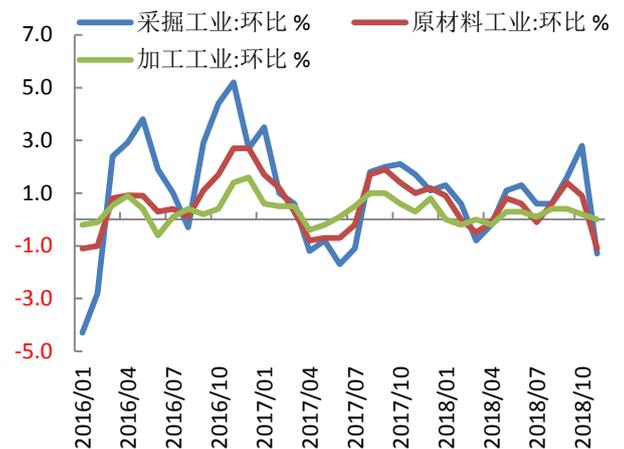
同比继续回落。今年 9 月生态环境部出台政策取消了统一限停产比例，意味着供给侧改革出现了边际调整，且房地产和基建投资继续拖累需求，上游商品价格面临一定的下行压力。涨价因素可能来自原油，OPEC+再度达成减产协议，预计原油价格将会反弹，但反弹空间可能有限。整体来看，预计 PPI 同比将继续回落。

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 分项环比

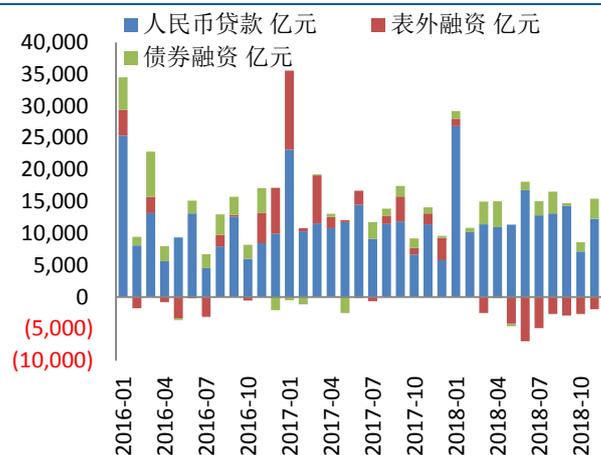


资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 2.3. 信贷缓慢回落

今年以来，受金融去杠杆影响，经济出现明显下滑，因此货币政策开始转松，年内共进行四次降准。监管层在去杠杆和保经济之间进行艰难选择，目前“去杠杆”开始向“稳杠杆”倾斜，政策也不断向民企倾斜。今年广义信贷显著收缩，社会融资余额存量增速由去年底的 13.4% 降至 2018 年 11 月的 9.9%，主要是由于自今年 3 月份开始表外融资全面转负，社融受此拖累出现明显回落。高频数据的新增社融虽有所好转，但并未超出季节性变化，社融仍不容乐观。从贷款结构来看，新增居民贷款较去年整体持平，与商品房销售情况较为一致，目前居民负债率较高，后续上涨空间非常有限。表外融资大幅萎缩，人民币贷款增长幅度难以覆盖表外萎缩速度，今年企业融资环境较为艰难，尤其是民企贷款难度更大，导致信用违约事件高发。企业融资难度过大也限制了企业投资意愿，也一定程度上使得固定资产投资回落。直接融资方面，在政策支持下债券融资明显回升，股票融资仍保持低位。此外，监管虽有所放松，但期限错配仍被禁止，非标限制依然较严，非标萎靡趋势难改。M1 增速全年大幅下滑，创下五年来新低，M2 增速维持低位震荡，M1 与 M2 剪刀差不断走阔。整体来看，社融拖累因素难改，拉动因素有限，在监管不出现大幅放松的情况下，缓慢下行仍是趋势。

图 2.3.1 信贷、表外融资与直接融资



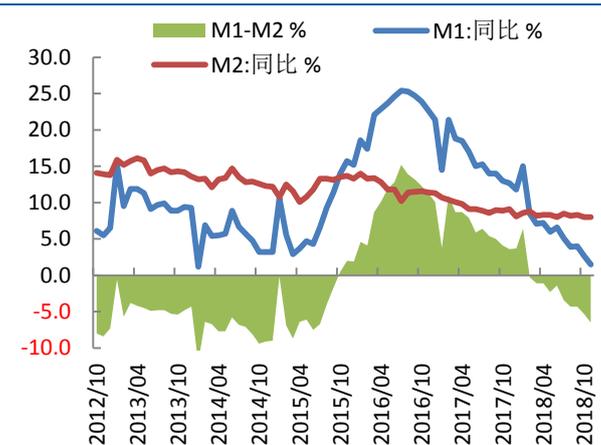
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2 社会融资余额同比增速



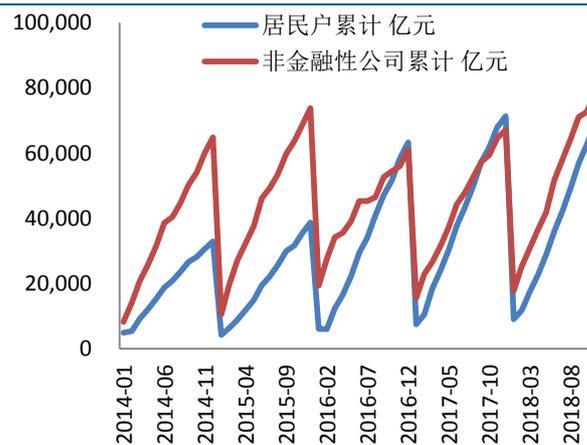
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.3 M1、M2 增速变动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.4 居民与企业累计新增贷款



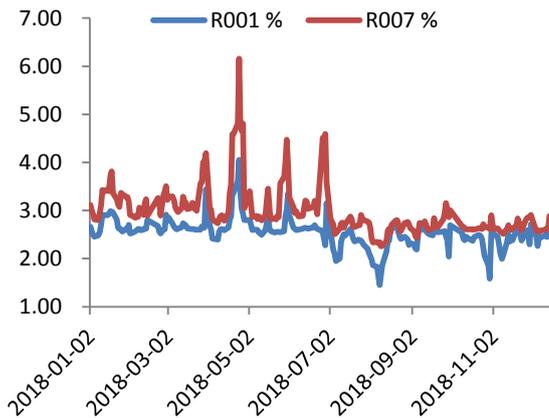
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 第3章 货币政策与宏观审慎政策

### 3.1. 货币政策

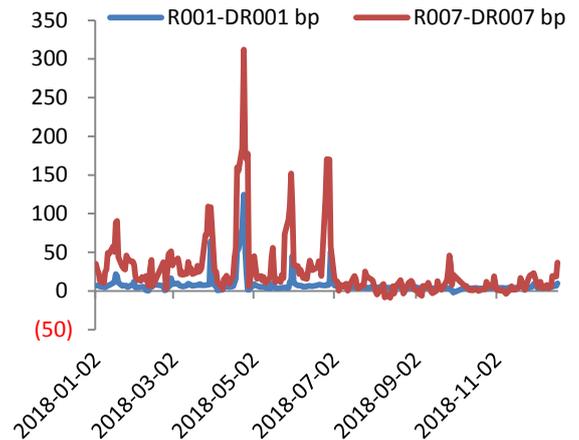
与 17 年货币政策全年强调“稳健中性”和“去杠杆”基调不用，18 年政策出现了明显的波动和转向。一季度央行维持稳健中性政策取向不变，但重点有意从“去杠杆”向“稳杠杆，调结构”发展，在年初为稳定春节前后流动性建立了临时准备金动用安排，并同时表露出通胀压力更可控、经济平稳向好的观点；二季度央行实施了两次定向降准和大规模的 MLF 投放，政策端有所放松，但仍坚持强调不搞“大水漫灌”式强刺激；随着经济下行压力加大，以及高层在政治局会议提出以“稳”为主的总基调，三季度以来央行继续延续边际宽松的态势，在加大公开市场净投放力度的同时，也可以看到央行公开市场操作出现“锁短放长”的特点，三季度以来逆回购净回笼，但是 MLF 投放量加大，下半年开始“稳增长”和“精准滴灌”成为货币政策重心。

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。

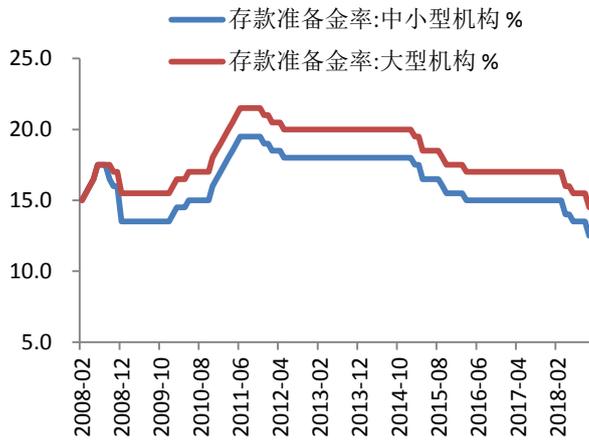
2018.5.14	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.6.1	央行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入担保品。
2018.6.6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.6.19	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.7.5	央行实施定向降准，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2018.7.13	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.7.23	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.8.15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.8.24	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.9.7	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.9.17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.10.15	央行实行定向降准，一部分用于偿还 10 月中旬到期的 MLF，另一部分用于金融机构支持小微、民营和创新型企业
2018.11.5	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.12.6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.12.14	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2018.12.19	央行创设 TMLF，利率较 MLF 优惠 15bp，并新增再贷款和再贴现额度 1000 亿

资料来源：根据新闻整理

从今年以来的货币政策实践中可以发现，短中长期数量型工具的配合使用更为娴熟。定向降准释放长期流动性并置换部分中期 MLF 流动性，续作 MLF 释放中期流动性、开展逆回购投放短期流动性，“锁短放长”特征明显。对比观察 2018 年 1 月至 12 月央行对于公开市场操作工具的使用，我们可以看出，央行进行逆回购操作越来越少，主要以一年期 MLF 以及降准等中长期流动性投放的方式为主，流动性在期限上的表现越来越长，长期资金投放量也逐步加大，逆回购则逐步向短期集中以灵活摆布资金利率。

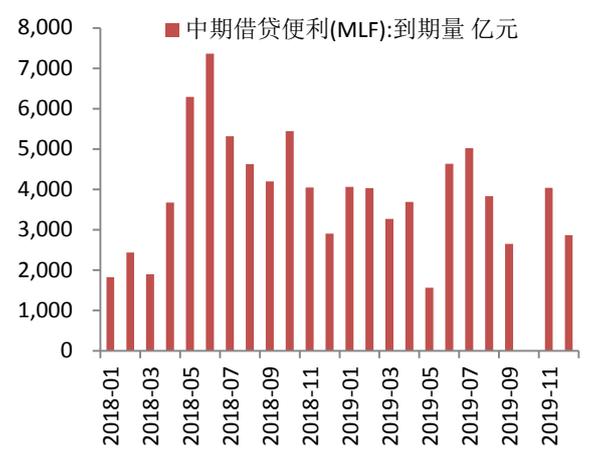
具体而言，央行年内实施了四次定向降准，第一次是 1 月 25 日实施的普惠金融定向降准；第二次是 4 月 25 日实施的定向降准置换中期借贷便利；第三次是 7 月 5 日为缓解小微融资难、融资贵等问题而实施的定向降准；第四次则是 10 月 15 日下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。虽然当前各金融机构存款准备金率已大致回到 07 年水平，但较发达国家相比仍较高，进一步降准空间仍存。而且从明年的 MLF 到期分布看，春节、年中等时点压力较大，叠加缴税缴款的因素影响，不排除央行继续降准的可能。

图 3.1.3 人民币存款准备金率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 MLF 到期分布



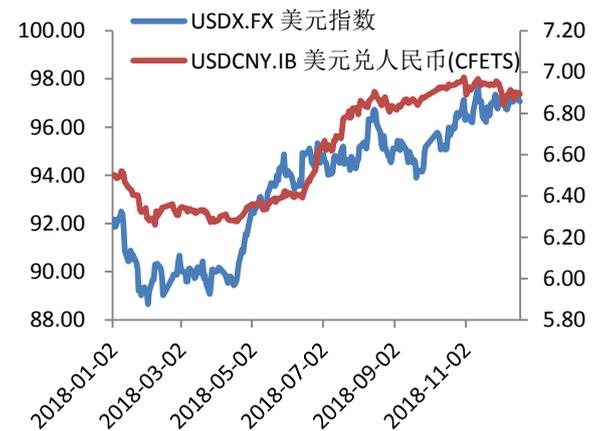
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 中美利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

今年以来，国内长端利率在融资收缩的逻辑下快速走出一轮牛市，尤其是四季度以来，宽信用的效果被证伪，债券收益率经历了一轮几乎没有回调的快速下行。与此同时，10 年美债收益率伴随着美联储的加息却在持续攀升，从年初 2.4%左右的水平一度上行至 3.2%的高点，四季度在原油暴跌和美联储“转鸽”后出现回落，但整体美债利率中枢相对年初仍然维持高位。伴随而来的是中美利差持续震荡收窄，从去年底的 148BP 大幅收窄至今年 9 月的 60BP 左右；而从 10 月以来，10 年期美债收益率再次大幅上行，中美利差收窄至 24BP，创 2011 年来新低。随后，中美利差在 30BP 附近波动，直到近几日才有些许回升，总体仍维持在舒适区间之下。

由于于中美金融、经济周期的不同步、两国央行逆周期调节反向而行，导致中美国债利差近年来不断收窄，甚至出现短端倒挂的现象。而我们认为利差问题对国内债市收益率制约有限。一方面，中美货币政策已经脱钩，在国内经济基本面、融资情况彻底改善前，央行大概率不会选择跟随美国加息的举措；另一方面，美国经济景气度明年将面临考验，财政刺激消退、房贷利率走升等因素也将制约

加息路径。

总体来说，货币政策结构性宽松在今年已然确立，18 年央行通过多种渠道进行流动性投放维持资金面稳定，年内 4 次降准已经释放增量资金约释放增量资金 2.3 万亿，同时 MLF 担保品扩容、MLF 大额续作也为流动性保驾护航。展望未来，面对经济不断下行的压力，“稳增长”预计依然被央行放在政策目标的首位，加强逆周期调节的同时兼顾防范金融风险、汇率稳定等目标，而流动性结构宽松预计或成为常态。

### 3.2. 宏观审慎政策

2018 年 11 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》（银发〔2018〕301 号，以下简称《指导意见》）。《指导意见》根据党中央、国务院“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”的总体要求，按照“统筹监管系统重要性金融机构”的战略部署，充分借鉴国际经验，立足我国金融行业发展和监管实践，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合的监管理念，明确系统重要性金融机构监管的政策导向，弥补金融监管短板，引导大型金融机构稳健经营，防范系统性金融风险。

首先，《指导意见》对系统重要性金融机构的定义和范围作了具体阐述和规定，原有宏观审慎监管框架的外延从单纯的商业银行监管逐步向包含证券业以及保险在内的各类金融机构扩展。其次，金融监管体系的层次与分工进一步明确，由中国人民银行负责货币政策与宏观审慎政策的制定，由保监会、证监会负责各领域金融机构的微观审慎监管和行为监管，由国家金融稳定发展委员会负责各部门的相互协调的金融监管框架已经形成。最后，金融监管政策逻辑与措施也从单一的事前预防向事前预防和事后控制相结合转变，在前者的基础上，对系统重要性金融机构发生重大风险后的相关控制做出了相关规定。

2017 年底开始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，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。长期来看，稳杠杆、保增长是大目标，当期避免经济大幅下滑和金融市场稳定是底线，在目标和底线之间，政策会继续在货币、财政、监管三个路径下影响实体经济、流动性节奏和结构。

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，再创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。
2018.1.6	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。
- 2018.1.12 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。
- 2018.1.18 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。
- 2018.7.6 银保监会印发《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》，规范个人税收递延型商业养老保险的资金运用行为，促进个人税收递延型商业养老保险试点健康发展。
- 2018.7.20 央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，进一步明确公募资产管理产品的投资范围，明晰过渡期内相关产品的估值方法，明确过渡期的宏观审慎政策安排。
- 2018.7.20 银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，明确银行的现金管理类产品暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值；银行理财销售起点由 5 万元降至 1 万元。
- 2018.11.27 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》。

资料来源：根据新闻整理

## 第4章 行情研判

今年，货币政策开始转为结构性宽松，加之经济不断下滑，国际贸易形式也不容乐观，多重利多促使债市走牛。明年，房地产投资预计回落，基建投资难有明显回升，制造业投资对政策依赖度较高，投资增速预计维持低位。经济承压叠加负债买房使得居民可支配收入较为有限，挤压消费增长，明年消费预计继续缓慢回落。表外融资全面转负，目前“去杠杆”向“稳杠杆、保经济”转移，表外压缩的速度可能放缓，加之债券发行预计增加，信贷有望小幅反弹。减税降费将降低财政收入，在不明显提高赤字率的前提下，想增加基建投资需要更多依靠专项债的发行，将加大债市供给压力，债券发行较为集中的月份可能对债市造成一定冲击。货币政策结构性宽松大概率维持，后续仍有降准空间，“宽货币-宽财政-保经济”是明年的主基调。

展望明年，经济企稳回升仍难，货币政策保持结构性宽松，长期来看债牛基础仍在，但债市现今风险点也较多，债牛可能存在波折。目前债市收益率曲线较为陡峭，较大的期限利差为长端利率提供了一定的保护，明年债市将更依赖于基本面的推动，曲线大概率平坦化下行。在资产荒局面下，期限利差压缩空间较大，随着各类金融机构对长久期债券配置需求增加，即使短端利率下行不明显，长期债券收益率仍会延续下行，10年期国债收益率可能回落到熊市前水平，预计波动区间为2.9%-3.2%。策略方面，利率债可适当拉长久期，信用债以地方龙头为主，不建议资质盲目下沉。

## 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

**济南营业部**

山东省济南市历下区泺源大街 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](http://www.nanhua.net)