


谨慎操作

摘要

- **通胀无需担忧。**4月CPI同比增速降至1.8%，涨幅不及前值和预期。其中，4月非食品项同比增长0.7%，增速回落1.4%；食品项同比增长2.1%，增速与前值持平。食品项来看，蔬菜环比下跌5.5%，猪肉环比下跌6.6%，蛋类环比下跌2.8%，均不及去年同期。通胀数据受食品项影响明显回落，随着天气的转暖，蔬果价格仍将继续季节性走低，通胀短期无忧。4月PPI同比上涨3.4%。4月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别下跌0.2%、0.1%和0.2%，降幅整体有所收窄。PPI同比增速8个月来首次回升，但主要是低基数导致，PPI后续回升空间不大。
- **信贷平稳增长。**4月新增社会融资总量录得15600亿，同比多增2277亿，高于去年同期。其中，新增人民币信贷11000亿，略不及前值。从贷款结构来看，4月新增居民短贷增长1741亿，同比多增472亿，4月居民中长贷增长3543亿，同比少增898亿，居民加杠杆速度继续走低；新增企业短期和中长期贷款同环比均明显下滑。直接融资方面，4月企业债券融资大幅回升，远超去年同期，股票融资较前值基本持平。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款均为负值，未贴现银行承兑汇票大幅增加，表外融资大幅下滑，正是表外转表内的体现。3月M2同比上涨8.3%，较上月走升0.1%，M1增速录得7.2%，仍明显低于去年同期，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为11.98%。整体来看，受监管影响，非标转标趋势不断强化，信贷增速强于3月，债券和票据增长成社融主力。
- **流动性展望：**本周公开市场共800亿逆回购和3925亿MLF到期，月中缴税期来临，周内资金面或有所收敛。

利率展望与策略：本周关注投资消费数据。基本面来看，CPI重回“1时代”，不及预期，但对市场影响不大，信贷受非标转标影响开始企稳。外汇方面，周内美元先升后降、整体持平，人民币小幅走升，美债收益率略升，处于历史较高水平，对国内利率债收益率下行有一定阻碍。消息方面，地方债供给大幅上升，供给压力挤压其他债券配置空间。信用债违约事件频发，债市情绪明显受打击，后续还需警惕信用债评级下调的风险。资管新规细则尚未落地，机构多数持观望态度。总体来看，目前债市情绪受打击，短期弱势震荡为主，警惕信用风险继续发酵。操作上，期债谨慎操作，利率债可持有，信用债需慎重选择。



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

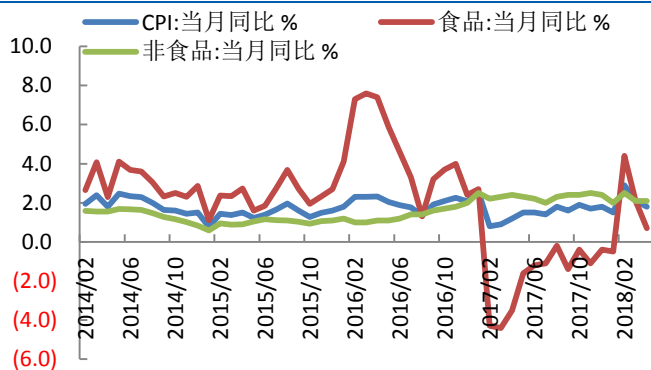
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀无需担忧

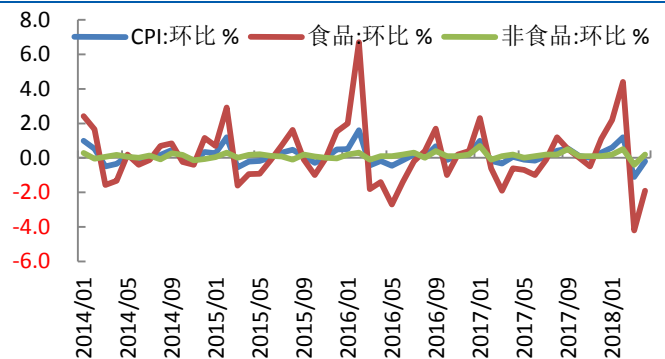
4月CPI同比增速降至1.8%，涨幅不及前值和预期。其中，4月非食品项同比增长0.7%，增速回落1.4%；食品项同比增长2.1%，增速与前值持平。食品项来看，蔬菜环比下跌5.5%，猪肉环比下跌6.6%，蛋类环比下跌2.8%，均不及去年同期。通胀数据受食品项影响明显回落，随着天气的转暖，蔬果价格仍将继续季节性走低，通胀短期无忧。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

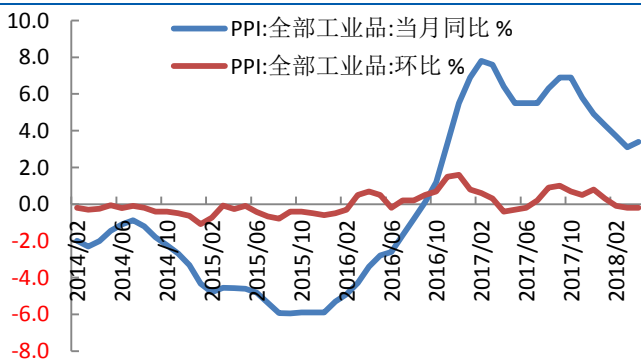
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

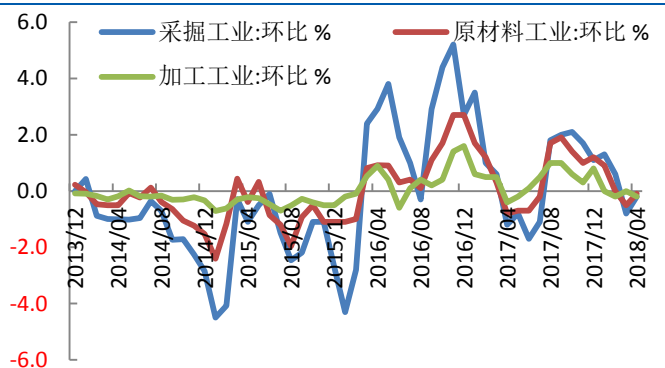
4月PPI同比上涨3.4%，环比下跌0.2%，同比增速回升0.3%。4月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别下跌0.2%、0.1%和0.2%，降幅整体有所收窄。PPI同比增速8个月来首次回升，但主要是低基数导致，PPI后续回升空间不大。

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

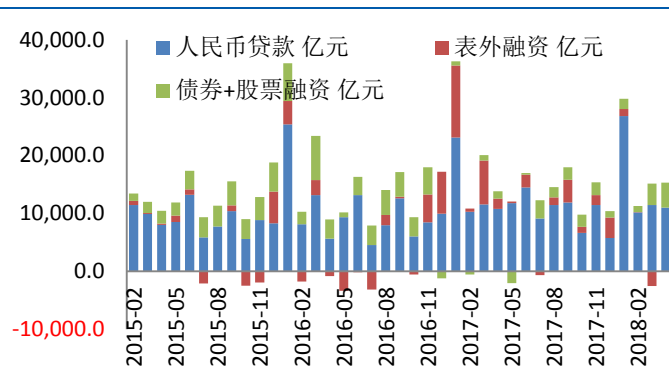


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷平稳增长

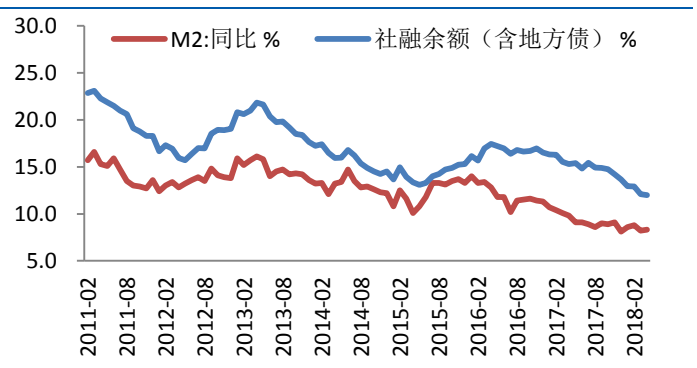
4月新增社会融资总量录得15600亿，同比多增2277亿，高于去年同期。其中，新增人民币信贷11000亿，略不及前值。从贷款结构来看，4月新增居民短贷增长1741亿，同比多增472亿，4月居民中长贷增长3543亿，同比少增898亿，居民加杠杆速度继续走低；新增企业短期和中长期贷款同环比均明显下滑。直接融资方面，4月企业债券融资大幅回升，远超去年同期，股票融资较前值基本持平。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款均为负值，未贴现银行承兑汇票大幅增加，表外融资大幅下滑，正是表外转表内的体现。3月M2同比上涨8.3%，较上月走升0.1%，M1增速录得7.2%，仍明显低于去年同期，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为11.98%。整体来看，受监管影响，非标转标趋势不断强化，信贷增速强于3月，债券和票据增长成社融主力。

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



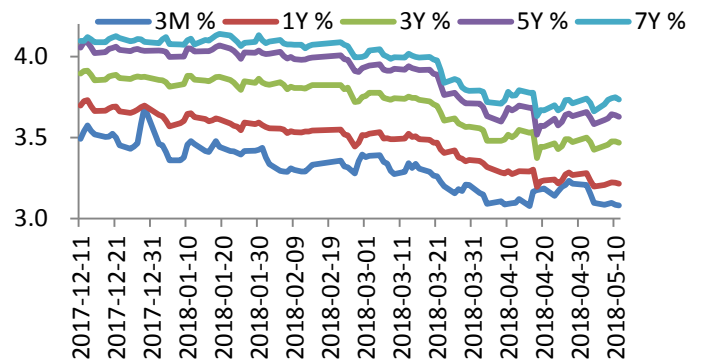
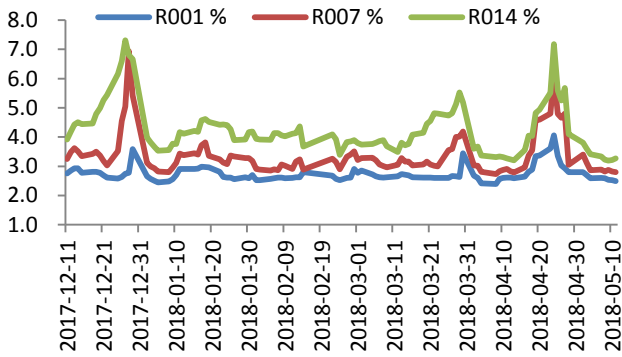
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

上周五R001、R007和R014加权平均分别为2.49%、2.80%和3.27%，均明显回落。Shibor利率多数走低，周内资金面继续宽松。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共 2700 亿逆回购和 1200 亿国库定存到期,央行共进行 800 亿 7 天期、500 亿 14 天期逆回购操作和 1200 亿国库定存,周内共实现 1400 亿资金净回笼。本周公开市场共 800 亿逆回购和 3925 亿 MLF 到期,月中缴税期来临,周内资金面或有所收敛。

一级市场,根据已披露的发行公告统计,本周利率债发行 2673.24 亿,加上信用债发行共计 4537.69 亿,总偿还量 5145.63 亿,净融资-607.93 亿。债券发行量不断走升,供给压力开始显现。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量(亿)	期限(年)	合计(亿)
2018.5.14	18 农发 05(增 4)	40.00	2.0	
2018.5.15	18 国开 05(增 14)	120.00	10.0	
	18 国开 07(增 4)	40.00	1.0	
	18 国开 08(增 3)	50.00	3.0	
	18 大连债 01	62.68	3.0	
	18 大连债 02	55.20	7.0	
	18 大连债 03	2.56	3.0	
	18 大连债 04	4.96	7.0	
2018.5.16	18 付息国债 10	410.00	1.0	
	18 付息国债 11	410.00	10.0	
2018.5.17	18 辽宁债 07	70.80	5.0	
	18 辽宁债 08	57.60	7.0	
	18 广西债 05	68.00	3.0	
	18 广西债 06	50.00	3.0	
	18 广西债 07	57.00	5.0	
2018.5.18	18 付息国债 12	290.00	50.0	
	18 江苏债 02	167.80	3.0	
	18 江苏债 03	166.00	7.0	
	18 江苏债 04	125.10	5.0	
	18 江苏债 05	125.00	10.0	
	18 山东债 05	203.32	7.0	

18 山东债 06	97.22	7.0	
合计			2673.24

资料来源: Wind 资讯 南华研究

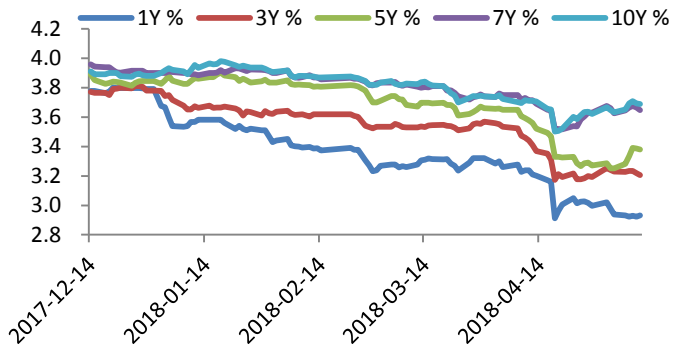
三、行情回顾与展望

周内违约风险升温,债市情绪低迷,期债全周明显走低,现券收益率多数走升。全周来看,国债收益率短端略降长端走升,其中5年期收益率上行幅度最大,为13.0BP;国开债收益率全数走升,其中10年期收益率上行幅度最大,为10.61BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1806收于94.1,周跌0.595(-0.63%);TF1806收于97.775,周跌0.115(-0.12%)。

一级市场方面,周一增发的2年期农发债中标利率低于中债估值,全场4.65倍,需求旺盛;周二增发的1、3、5、10年期国开债中标利率均低于二级市场,全场分别为4.01、2.63、3.13和2.29倍,1年期需求旺盛;周三财政部招标发行的2、5年期附息国债中标利率与中债估值相当,全场2-3倍,需求尚可;周三增发的1、5、7、10年期农发债中标利率接近或低于中债估值,全场2-4倍,需求尚可;周四增发的1、3、5、10年期口行债招标结果分化,全场2-4倍,需求尚可;周四增发的7年期国开债中标利率低于中债估值,全场5.0倍,需求旺盛;周五财政部招标发行的3月和6月期贴现国债中标利率低于中债估值,全场2-3倍,需求尚可。供给压力不断上升,一级市场需求整体走低。

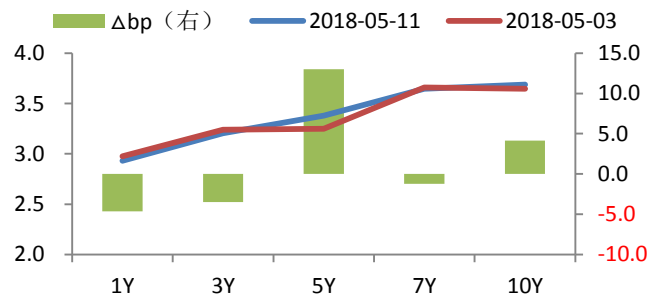
本周关注投资消费数据。基本面来看,CPI重回“1时代”,不及预期,但对市场影响不大,信贷受非标转标影响开始企稳。外汇方面,周内美元先升后降、整体持平,人民币小幅走升,美债收益率略升,处于历史较高水平,对国内利率债收益率下行有一定阻碍。消息方面,地方债供给大幅上升,供给压力挤压其他债券配置空间。信用债违约事件频发,债市情绪明显受打击,后续还需警惕信用债评级下调的风险。资管新规细则尚未落地,机构多数持观望态度。总体来看,目前债市情绪受打击,短期弱势震荡为主,警惕信用风险继续发酵。操作上,期债谨慎操作,利率债可持有,信用债需慎重选择。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



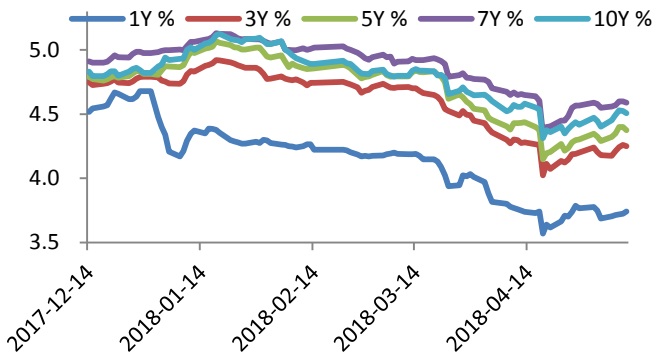
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



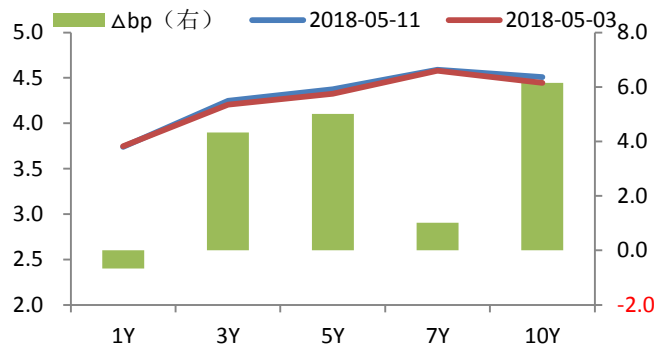
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



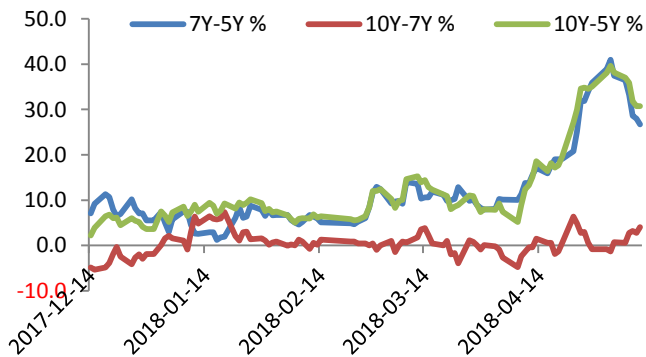
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



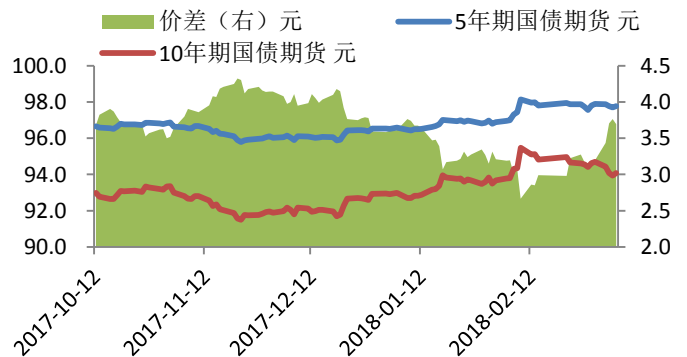
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



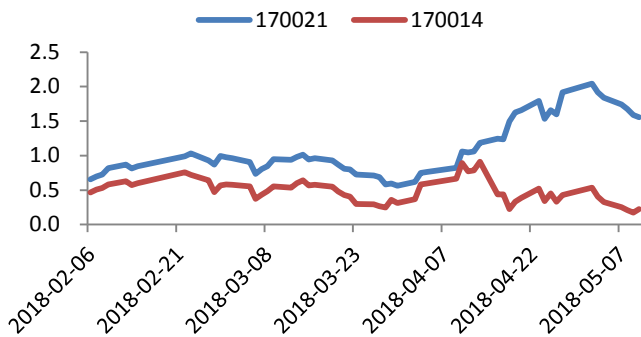
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



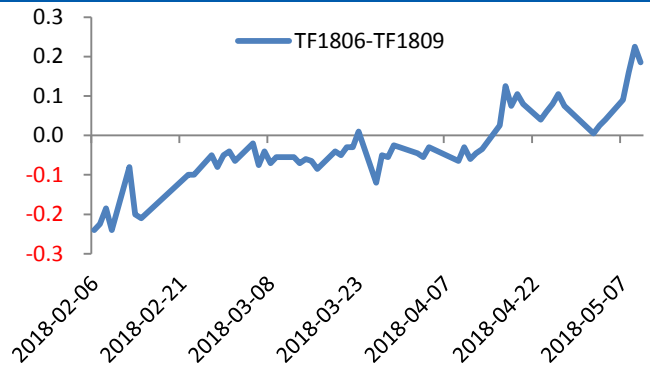
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1806 活跃 CTD 券基差



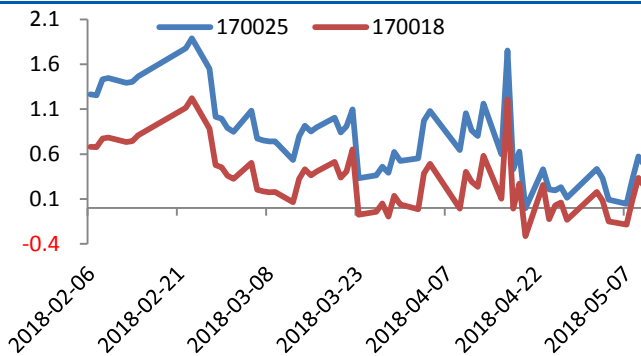
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



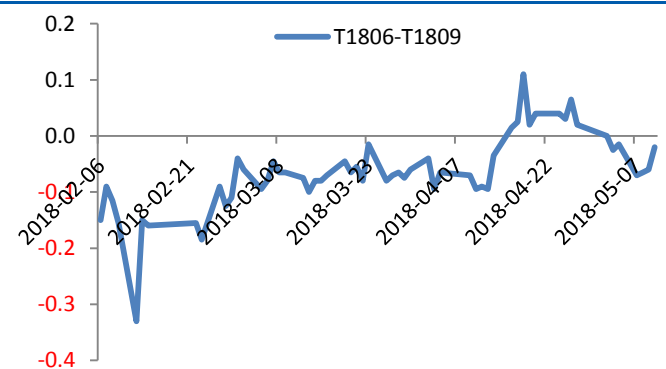
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1806 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

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