


## 稳健操作

### 摘要

- **经济存下行压力。**5月固定资产投资完成额累计增速录得6.1%，较前值继续走低0.9%。5月工业增加值当月同比为6.8%，略超去年同期。5月民间固定资产投资同比增速录得8.1%，增速略降但仍高于去年同期。从销售情况来看，5月商品房销售面积累计增速录得2.9%，房屋新开工增速增长至10.8%，施工增速升为2.0%，新开工面积增速高于去年同期，说明房地产企业对后市楼市仍看好。从消费方面来看，5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，较上月回落0.9%。整体来看，投资消费数据双双回落，投资数据再创新低，地产投资保持高位，投资数据全靠房地产支撑，加上严峻的国际形势，经济下行压力较大。
- **广义信贷平稳增长。**5月新增社会融资总量录得7608亿，同比少增8000亿，大幅低于预期。其中，新增人民币信贷11400亿，与前值基本持平。从贷款结构来看，5月新增居民短贷同比多增479亿，5月居民中长贷增长同比多增380亿，居民加杠杆速度略有增加；新增企业短期和中长期贷款环比均继续下滑，近期债市信用风波已经开始影响企业融资状况。直接融资方面，5月企业债券融资转为负值，大幅低于前值，股票融资较前值基本持平。表外融资大幅下滑，表外融资继续向表内转移。5月M2同比上涨8.3%，较上月持平，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为11.58%。整体来看，受债市信用风险发酵影响，直接融资大幅萎缩，而监管限制了表外融资的增长，社融后续或继续萎缩。
- **流动性展望：**本周公开市场共2300亿逆回购到期，月中缴税期来临，资金面大概率保持紧平衡。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，投资消费双双下滑，信贷基本平稳，但社融大幅萎缩，金融去杠杆开始影响实体经济运行。外汇方面，美联储加息靴子落地，加息25BP，符合市场预期，美元指数大幅拉升，人民币明显下挫，但美债收益率稍涨，中美利差再度走低。总体来看，目前基本面下滑使得博弈政策宽松的预期增加，债市情绪高涨，短期震荡上行为主。操作上，期债逢低可适量买入，稳健操作为主，现券以利率债和高等级信用债为主。



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

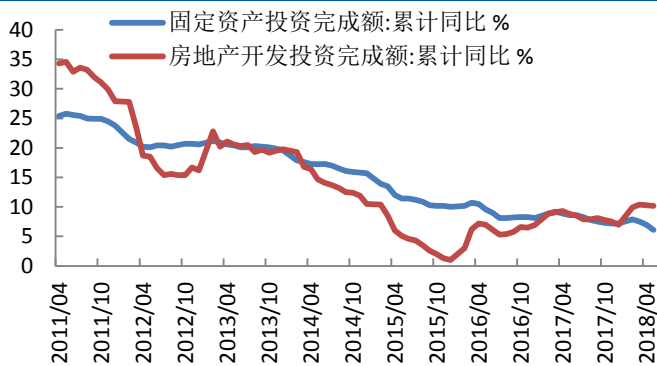
0571-87839252

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 经济存下行压力

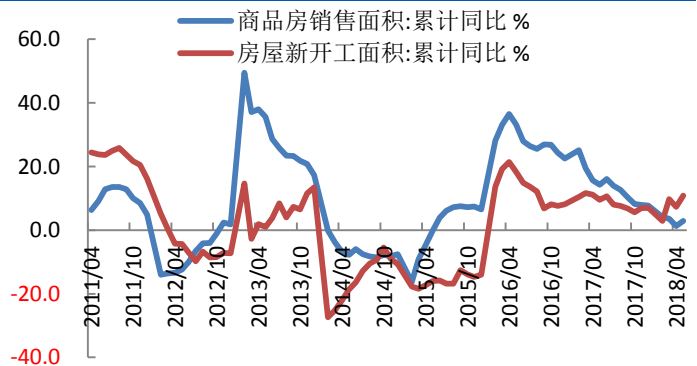
5月固定资产投资完成额累计增速录得6.1%，较前值继续走低0.9%。5月工业增加值当月同比为6.8%，略超去年同期。5月民间固定资产投资同比增速录得8.1%，增速略降但仍高于去年同期。从销售情况来看，5月商品房销售面积累计增速录得2.9%，较上月回升1.7%，较去年同期下滑13.4%，房屋新开工增速增长至10.8%，施工增速升为2.0%，新开工面积增速高于去年同期，说明房地产企业对后市楼市仍看好。从消费方面来看，5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，较上月回落0.9%。整体来看，投资消费数据双双回落，投资数据再创新低，地产投资保持高位，投资数据全靠房地产支撑，加上严峻的国际形势，经济下行压力较大。

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

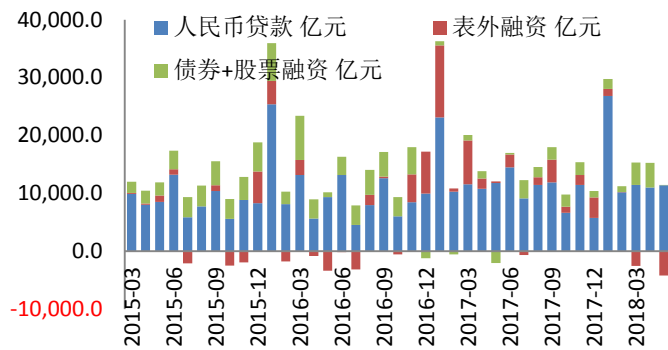


资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 1.2 广义信贷平稳增长，社融大幅萎缩

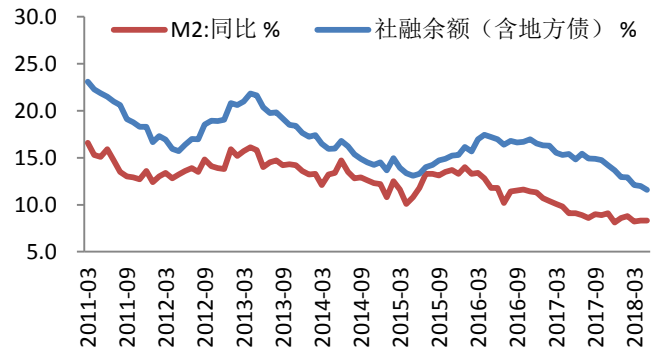
5月新增社会融资总量录得7608亿，同比少增8000亿，大幅低于预期。其中，新增人民币信贷11400亿，与前值基本持平。从贷款结构来看，5月新增居民短贷增长2220亿，同比多增479亿，5月居民中长贷增长3923亿，同比多增380亿，居民加杠杆速度略有增加；新增企业短期和中长期贷款同环比均继续下滑，近期债市信用风波已经开始影响企业融资状况。直接融资方面，5月企业债券融资转为负值，大幅低于前值，股票融资较前值基本持平。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票均为负值，表外融资大幅下滑，表外融资继续向表内转移。5月M2同比上涨8.3%，较上月持平，M1增速录得6.0%，再创三年来新低，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为11.58%。整体来看，受债市信用风险发酵影响，直接融资大幅萎缩，而监管限制了表外融资的增长，社融后续或继续萎缩。

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

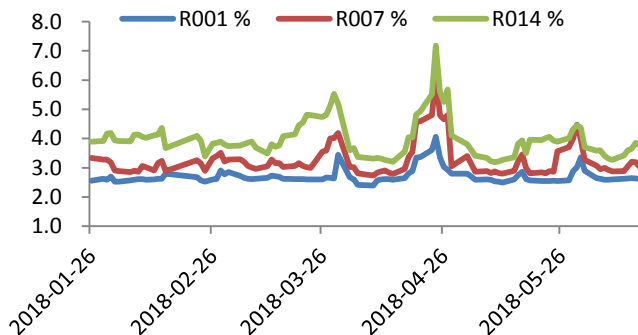


资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

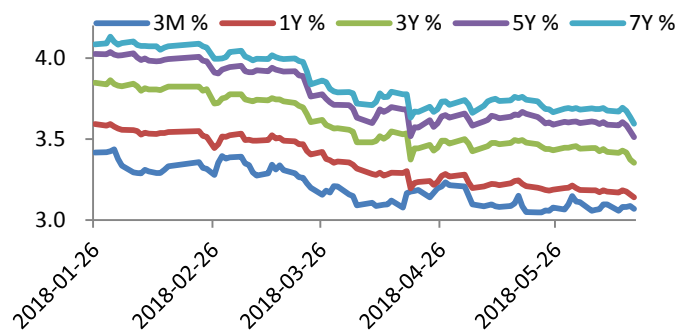
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.63%、3.03%和 3.75%，均走升。Shibor 利率全数走升，IRS 全数走低，月底周内资金面整体保持紧平衡。

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 2400 亿逆回购到期，央行共进行 2300 亿 7 天期、1400 亿 14 天期和 1100 亿 28 天期逆回购操作，周五还开展了 1000 亿国库定存，周内共实现 3400 亿资金净投放。本周公开市场共 2300 亿逆回购到期，月中缴税期来临，资金面大概率保持紧平衡。

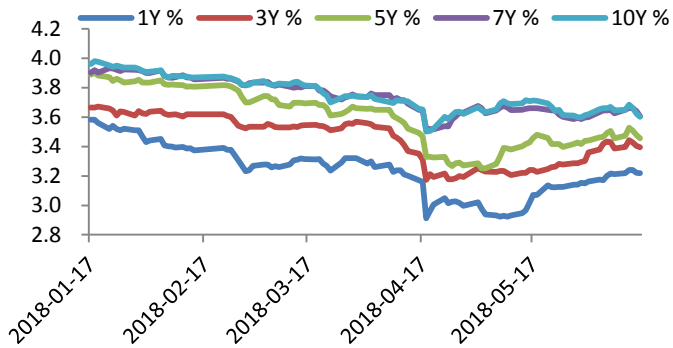
### 三、行情回顾与展望

央行周内进行大量资金投放，基本面不及预期，债市情绪高涨，国内债市明显走升，现券收益率多数下行。全周来看，国债收益率1、3、5年期略涨，7、10年期下行；国开收益率除1年期略涨外其余均走低。截至周五收盘，国债期货主要品种合约T1809收于95.105，周涨0.40(+0.42%)；TF1809收于97.795，周涨0.255(+0.26%)。

一级市场方面，周一增发的5（剩余3个月）、3、5年期农发债中标利率均低于中债估值，全场分别为2.23、3.22和2.66倍，需求尚可；周二增发的5、7、10年期国开债中标利率均明显低于二级市场，全场2-3倍，需求一般；周三增发的1、7、10年期农发债中标利率均低于中债估值，全场3倍以上，需求旺盛；周三招标发行的2、5年期国债中标利率均低于中债估值，全场不足3倍，需求一般；周四增发的1、3、5年期口行债中标利率均低于二级市场，全场2-5倍，需求旺盛；周五财政部招标发行的3月期贴现国债和30年期付息国债中标利率均低于中债估值，全场不足3倍，需求一般。一级市场招标结果显示，国债和国开需求不佳，其余需求较好。

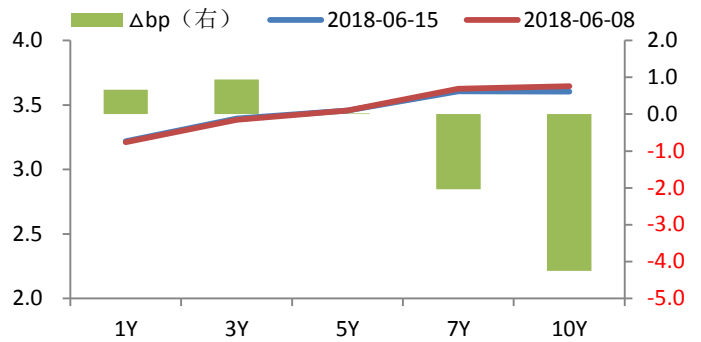
本周关注银行结售汇数据。基本面来看，投资消费双双下滑，信贷基本平稳，但社融大幅萎缩，金融去杠杆开始影响实体经济运行。外汇方面，美联储加息靴子落地，加息25BP，符合市场预期，美元指数大幅拉升，人民币明显下挫，但美债收益率稍涨，中美利差再度走低。总体来看，目前基本面下滑使得博弈政策宽松的预期增加，债市情绪高涨，短期震荡上行为主。操作上，期债逢低可适量买入，稳健操作为主，现券以利率债和高等级信用债为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



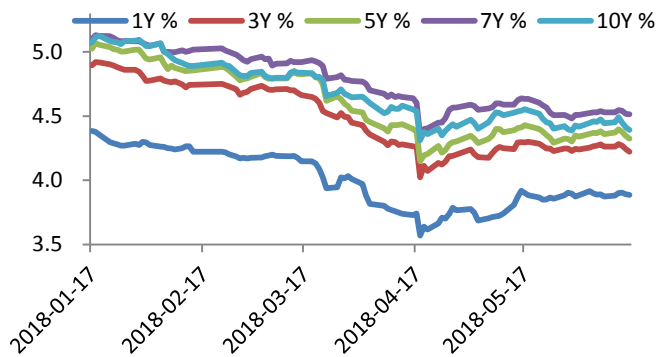
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



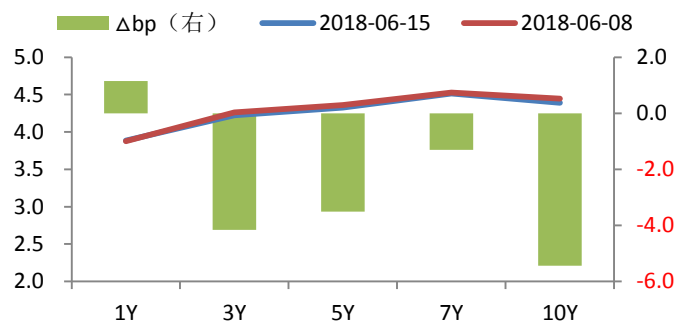
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



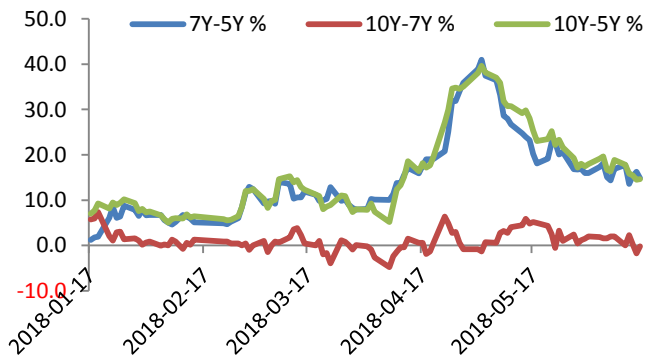
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



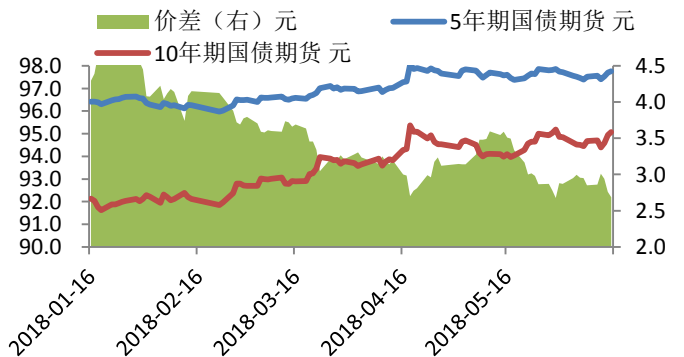
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



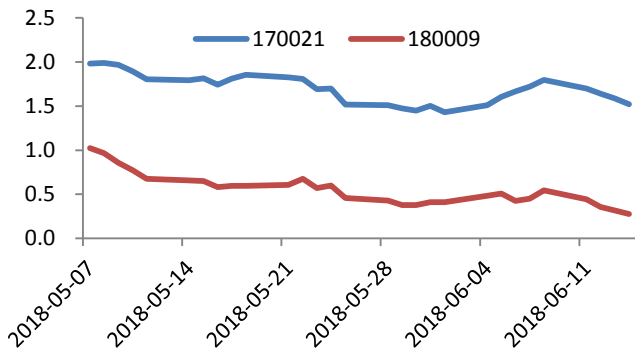
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



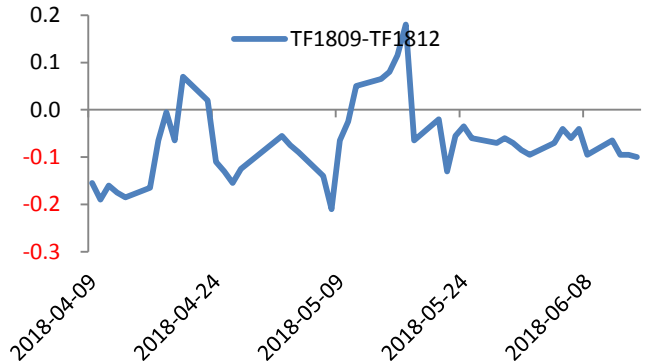
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1809 活跃 CTD 券基差



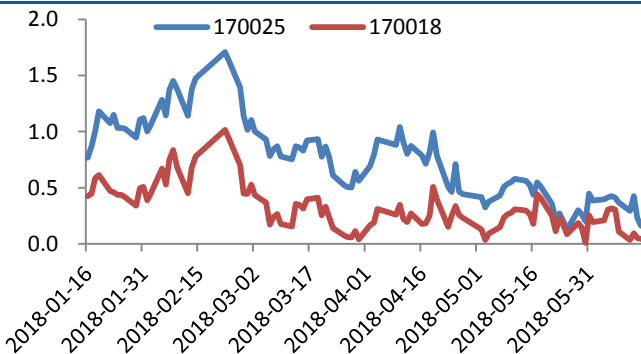
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



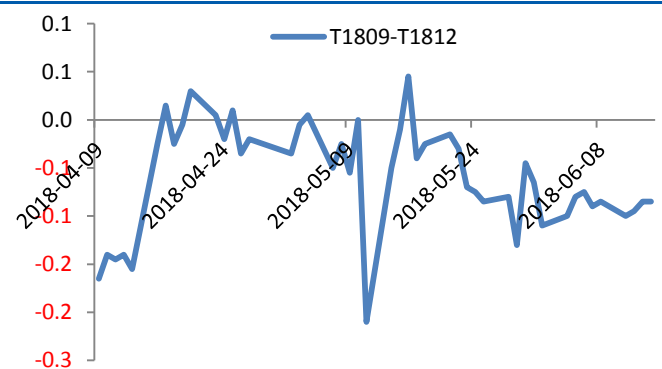
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1809 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)