

调整是买入时机

摘要

- **通胀不及预期。**12月CPI同比增速继续下滑至1.9%，较上月回落0.3%，同比增速明显低于预期。食品项同比增速持平于上月的2.5%，环比增速回升至1.1%。受季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨3.7%，鲜果和肉类价格也小幅上涨。非食品项同比增速降至1.7%，环比下降0.2%，非食品价格进一步走弱，主要是受国内成品油价多次下调影响。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，短期通胀压力不大。12月PPI同比增速骤降至0.9%，环比跌幅显著扩大，同比增速较上月继续回落0.6%，创27月以来新低。12月采掘、原材料和加工工业价格环比均转为负数，明显不及去年同期。受环保限产放松影响，大宗商品表现不佳，PPI预期继续回落，通缩风险上升。
- **流动性展望：**本周共1100亿逆回购和3900亿MLF到期，15号将释放第一笔降准资金，目前资金面极为宽松，但春节前资金需求量大，流动性仍存不确定性。
- **利率展望与策略：**本周关注社融和M2数据。基本面来看，通胀继续走低，利多债市。外汇方面，美元指数出现回调，人民币大幅走升，周内美债收益率小涨，中国国债收益率稍跌，利差继续收窄。1月4号傍晚，央行公布下调金融机构存款准备金率100点，其中，今年1月15日和1月25日分别下调50点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。此次降准释放资金约1.5万亿人民币，央行降准以对冲春节可能出现的流动性波动。国务院常务会议指出，地方债发行要尽快开启，地方专项债发行规模也将明显高于去年，发行速度也会加快，供给增加将会给债市带来一定回调压力。总体来看，短期流动性存不确定性，地方债发行压力也大，短期债市有调整压力。但基本面和货币政策均支持债市长期走牛，若出现明显调整，则是良好的买入时机；信用债表现较好，但收益率多数已然修复，建议降低收益预期，不要资质明显下沉。操作上，期债逢回调买入，信用债择优持有。



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

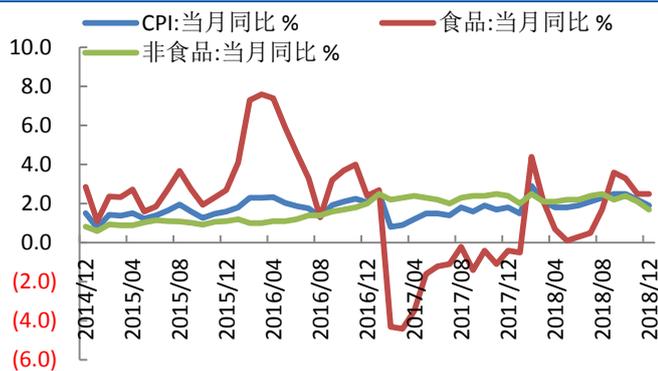
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀不及预期

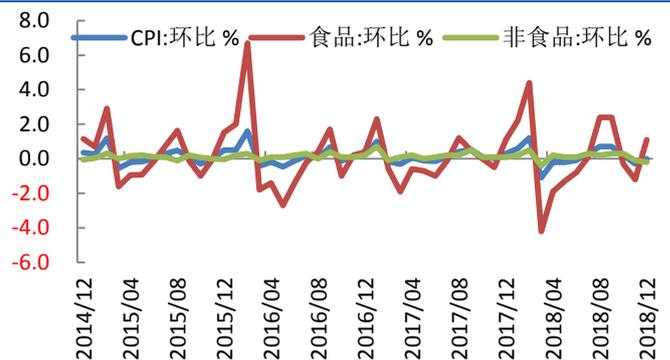
12月CPI同比增速继续下滑至1.9%，较上月回落0.3%，同比增速明显低于预期。食品项同比增速持平于上月的2.5%，环比增速回升至1.1%。受季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨3.7%，鲜果和肉类价格也小幅上涨。非食品项同比增速降至1.7%，环比下降0.2%，非食品价格进一步走弱，主要是受国内成品油价多次下调影响。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，继续关注猪瘟疫情的扩散情况，短期通胀压力不大。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

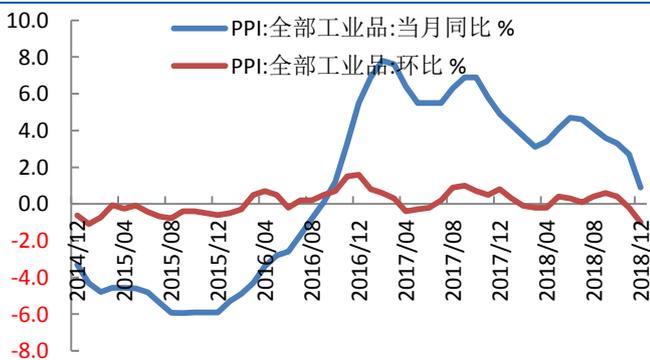
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

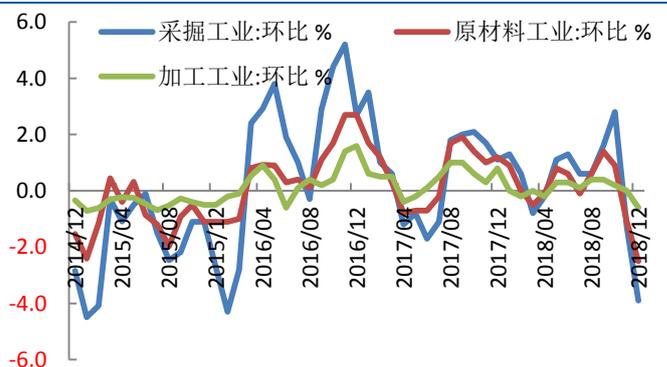
12月PPI同比增速骤降至0.9%，环比跌幅显著扩大，同比增速较上月继续回落0.6%，创27月来新低。12月采掘、原材料和加工工业价格环比均转为负数，明显不及去年同期。受环保限产放松影响，大宗商品表现不佳，PPI预期继续回落，通缩风险上升。

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

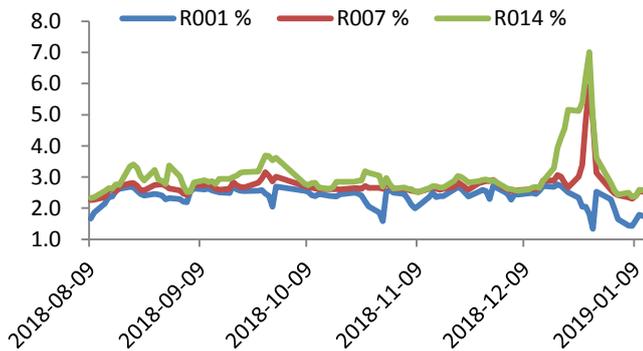


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

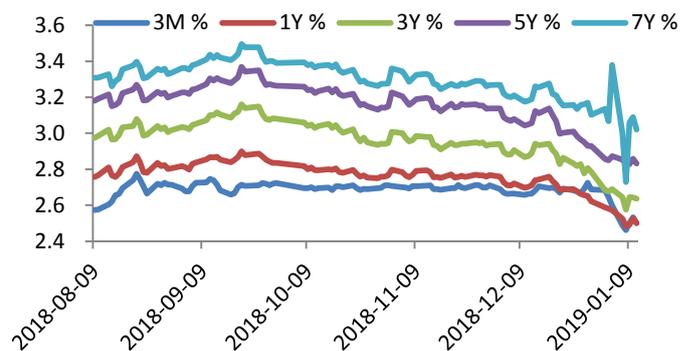
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 1.64%、2.41%和 2.44%，隔夜稍涨，7天和 14 天大走低。Shibor 全数走低，隔夜利率下行 14.4BP，利率互换多数下行，年末时点，资金面波动巨大。

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 4100 亿逆回购到期，央行周内共进行公开市场操作，周内共实现 4100 亿资金净回笼。本周共 1100 亿逆回购和 3900 亿 MLF 到期，15 号将释放第一笔降准资金，目前资金面极为宽松，但春节前资金需求量大，流动性仍存不确定性。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，截止到周一早上，本周利率债计划发行规模为 653.5 亿，加上信用债发行共计 2385.44 亿，总偿还量 5564.58 亿，净融资-3179.14 亿。上周总发行量为 6001.71 亿，总偿还量为 3899.14 亿，净融资 2102.57 亿元。

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)
2019.1.14	18 农发 12 (增 4)	50.0	3.0	
	18 农发 13 (增 3)	50.0	5.0	
2019.1.15	18 国开 14 (增 10)	60.5	7.0	
	19 国开 01 (增发)	93.0	1.0	
2019.1.16	18 付息国债 27 (续 2)	200.0	10.0	
	19 付息国债 01	200.0	1.0	
合计				653.5

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

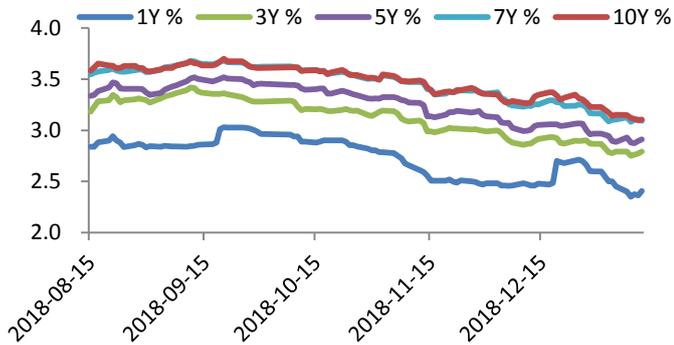
对降准的兴奋和对宽信用的担忧，导致债市波动较大，国债期货周内宽幅震荡，现券收益率有涨有跌。全周来看，国债收益率多数走低，其中 1 年和 10 年期下行幅度明显，超 4.5BP；国开债收益率除 1 年期外全数下行，其中 1 年期上行 14.06BP，3 年期下行幅度最大，为 9.98BP。

截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1903 收于 98.045,较前周结算价上涨 0.10%;TF1903 收于 99.67,较前周结算价上涨 0.15%;TS1903 收于 100.435,较前周结算价上涨 0.09%。

一级市场方面,周一增发的3年、5年期农发债中标利率均低于二级市场水平,全场4倍以上,需求火爆;周二增发的1年、3年、7年期国开债中标利率均低于二级市场水平,全场3倍左右,需求不俗;周三增发的1年、7年、10年期农发债中标利率均低于二级市场水平,全场3倍以上,需求旺盛;周三续发的2年、5年期附息国债中标利率均低于中债估值,全场2-3倍,需求尚可;周四增发的1年、3年、5年、10年期口行债中标利率均低于二级市场水平,全场3-6倍,需求旺盛;周四增发的2年、5年期国开债中标利率均低于二级市场水平,全场3倍左右,需求不俗;周五财政部招标发行的3月期贴现国债中标利率低于中债估值,全场4.44倍,需求旺盛。上周一级市场招标结果显示需求旺盛。

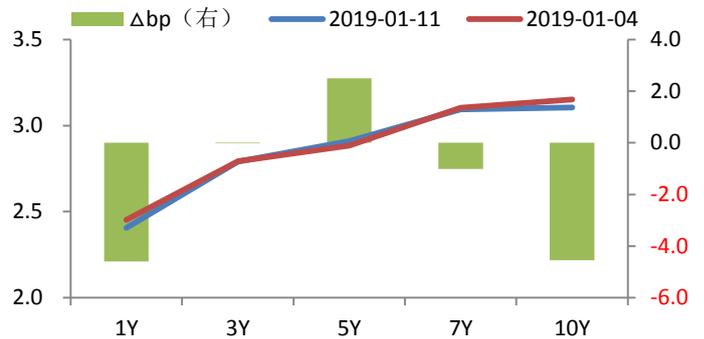
本周关注社融和M2数据。基本面来看,通胀继续走低,利多债市。外汇方面,美元指数出现回调,人民币大幅走升,周内美债收益率小涨,中国国债收益率稍跌,利差继续收窄。1月4号傍晚,央行公布下调金融机构存款准备金率100点,其中,今年1月15日和1月25日分别下调50点。同时,2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。此次降准释放资金约1.5万亿人民币,央行降准以对冲春节可能出现的流动性波动。国务院常务会议指出,地方债发行要尽快开启,地方专项债发行规模也将明显高于去年,发行速度也会加快,供给增加将会给债市带来一定回调压力。总体来看,短期流动性存不确定性,地方债发行压力也大,短期债市有调整压力。但基本面和货币政策均支持债市长期走牛,若出现明显调整,则是良好的买入时机;信用债表现较好,但收益率多数已然修复,建议降低收益预期,不要资质明显下沉。操作上,期债逢回调买入,信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



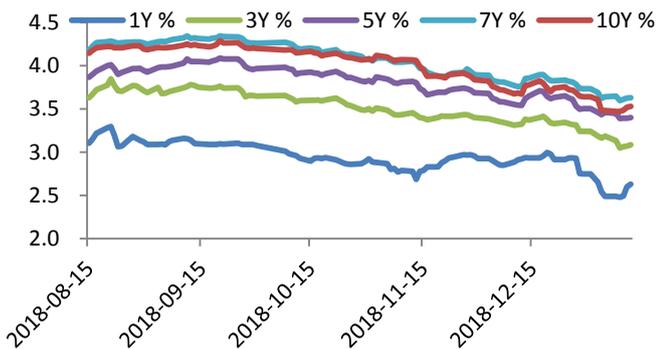
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



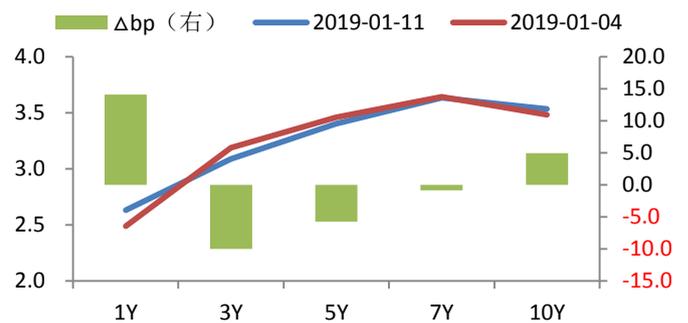
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



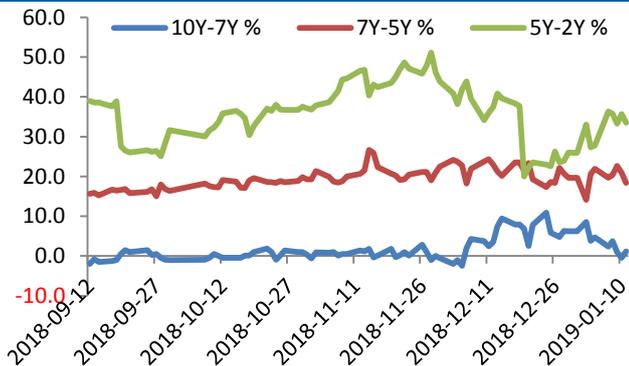
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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



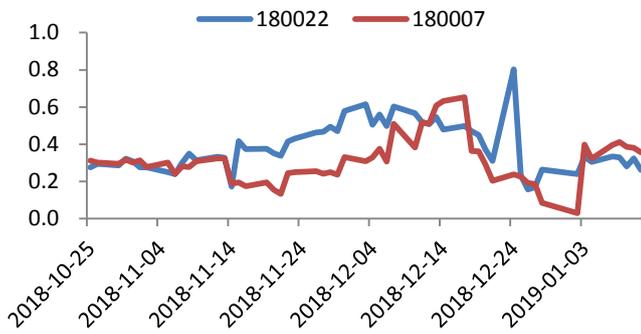
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



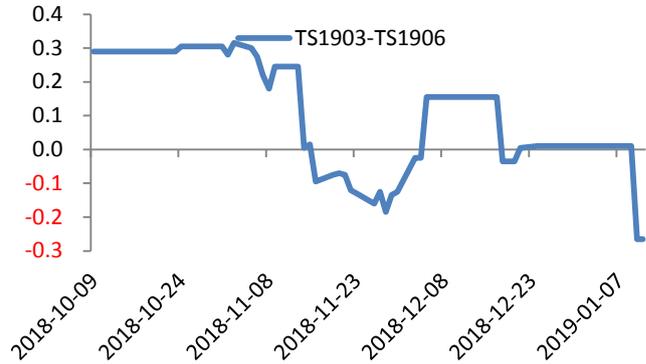
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1903 活跃 CTD 券基差



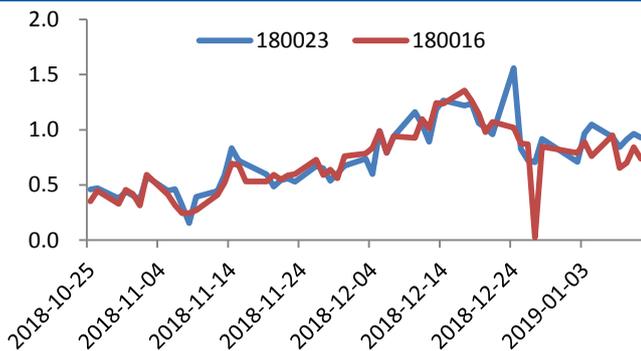
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



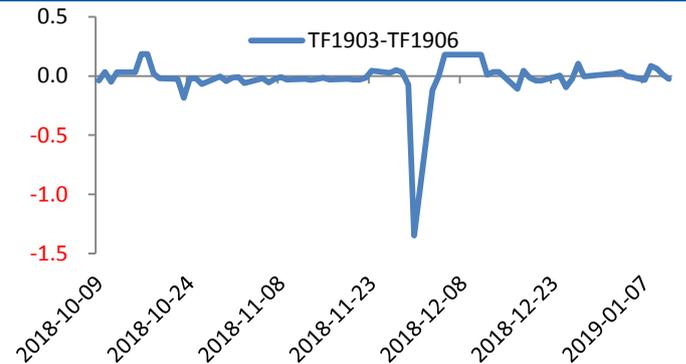
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1903 活跃 CTD 券基差



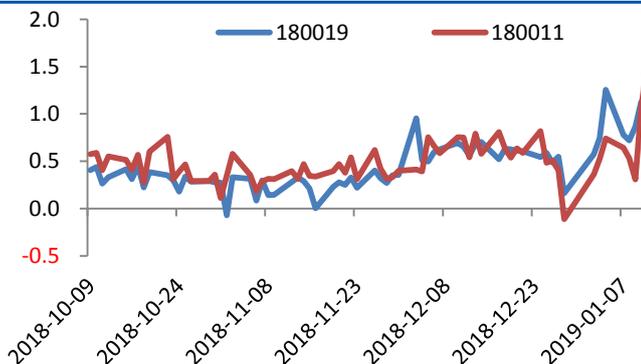
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



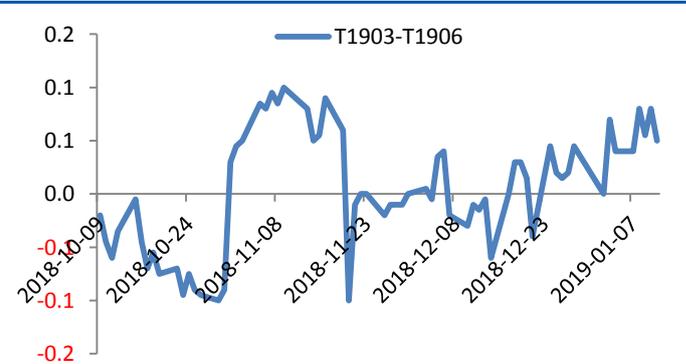
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1903 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