

信贷大超预期，债市回调

摘要

- **通胀不及预期。**1月CPI同比增速继续下滑至1.7%，较上月回落0.2%，同比增速明显低于前值和预期。食品项同比增速下滑到1.9%，环比增速回升至1.6%。受季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨至9.1%，但猪肉价格小幅走低。非食品项同比增速持平于1.7%，环比增长0.2%，非食品价格保持低位，主要是受油价变动影响。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，短期通胀压力不大。1月PPI同比增速骤降至0.1%，环比跌幅略有收窄，同比增速较上月继续回落0.8%，创两年半来新低。1月采掘、原材料和加工工业价格环比均保持负值，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。
- **广义信贷大超预期。**1月新增社会融资总量录得46400亿元，创历史新高，同比多增15607亿元。其中，新增人民币信贷35700亿元，创单月历史新高，同比多增8818亿元。直接融资方面，1月企业债券融资继续高于前值和去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款跌幅收窄，信托贷款开始转正，未贴现票据明显增长。1月M2同比上涨8.4%，较去年同期回落0.2%；M1增速录得0.4%，较去年同期大幅回落14.6%。社会融资余额存量同比增速止跌回升，收为10.4%。社融表现大超预期，主要原因是今年地方债提前大量发行，企业债同比也大幅增加，加上今年春节提前，也一定程度上推升了信贷。整体来看，宽信用效果逐步显现，企业融资难度有所降低，后续宽信用继续加码，社融大概率继续企稳。
- **流动性展望：**本周公开市场共1000亿国库定存到期，节后取现资金回笼基本对冲资金到期压力，资金面保持宽松。
- **利率展望与策略：**本周关注投资、消费和结售汇数据。基本面来看，通胀继续回落，但社融表现大超预期，经济企稳可能提前，一定程度上利空债市。外汇方面，美元指数持续走升，人民币小幅走落，周内美债收益率震荡稍涨，中国国债收益率略有回落，截至上周五收盘，10年利差收窄至42BP。总体来看，信贷超预期回暖，债市情绪受挫，短期调整为主，牛尾行情波动较大，建议待确定性较高时入场。操作上，期债多头暂避锋芒，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

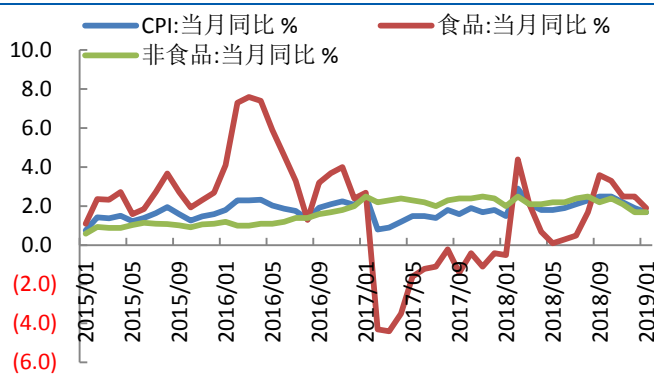
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀不及预期

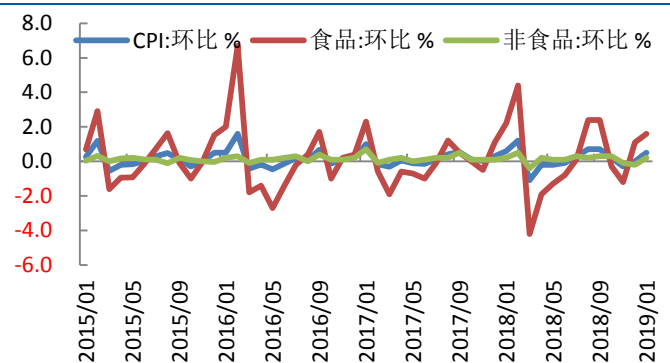
1月CPI同比增速继续下滑至1.7%，较上月回落0.2%，同比增速明显低于前值和预期。食品项同比增速下滑到1.9%，环比增速回升至1.6%。受季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨至9.1%，但猪肉价格小幅走低。非食品项同比增速持平于1.7%，环比增长0.2%，非食品价格保持低位，主要是受油价变动影响。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，短期通胀压力不大。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

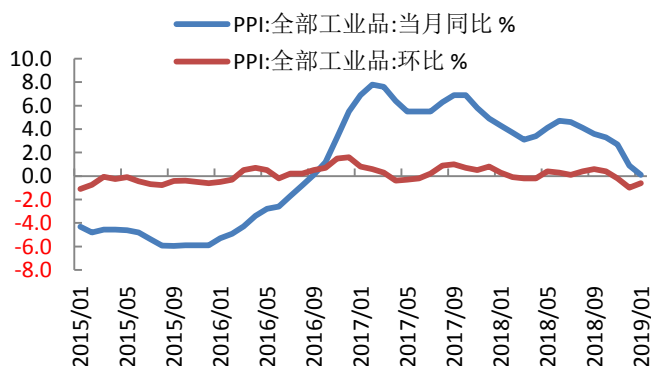
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

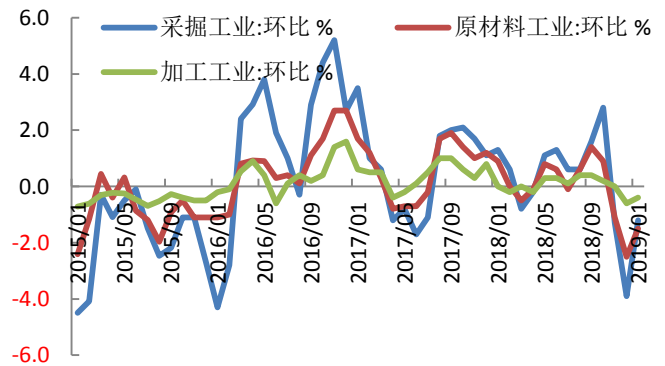
1月PPI同比增速骤降至0.1%，环比跌幅略有收窄，同比增速较上月继续回落0.8%，创两年半来新低。1月采掘、原材料和加工工业价格环比均保持负值，明显不及去年同期。受环保限产放松影响，大宗商品表现不佳，PPI预期继续回落，通缩风险上升。

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

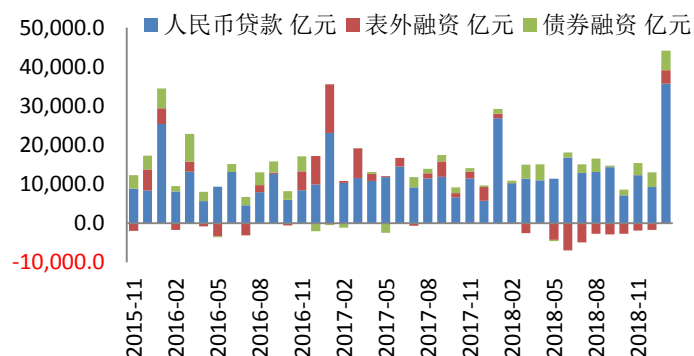


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷大超预期

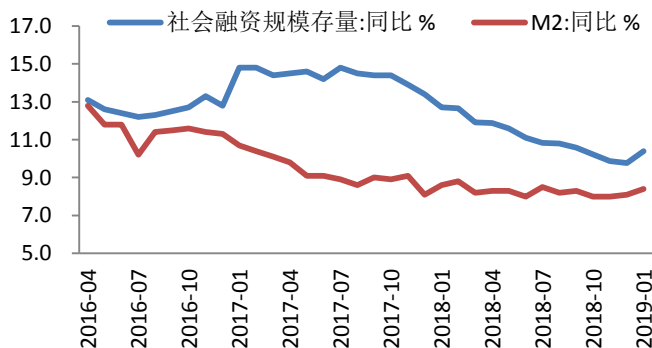
1 月新增社会融资总量录得 46400 亿元，创历史新高，同比多增 15607 亿元。其中，新增人民币信贷 35700 亿元，创单月历史新高，同比多增 8818 亿元。直接融资方面，1 月企业债券融资继续高于前值和去年同期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款跌幅收窄，信托贷款开始转正，未贴现银行承兑汇票明显增长，表外止跌回升，票据是最大功臣。从贷款结构来看，1 月新增企业短期贷款明显增加，新增中长期贷款也略高于去年同期。1 月 M2 同比上涨 8.4%，较去年同期回落 0.2%；M1 增速录得 0.4%，较去年同期大幅回落 14.6%。社会融资余额存量同比增速止跌回升，收为 10.4%。社融表现大超预期，主要原因是今年地方债提前大量发行，企业债同比也大幅增加，加上今年春节提前，也一定程度上推升了信贷。整体来看，宽信用效果逐步显现，企业融资难度有所降低，后续宽信用继续加码，社融大概率继续企稳。

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 1.76%、2.35% 和 2.43%，隔夜走低，7 天和 14 天走升。Shibor 利率几乎全数走低，隔夜利率下行 37.3BP，利率互换也多数走低，节后取现资金回流对冲逆回购和 MLF 到期，资金面保持宽松。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

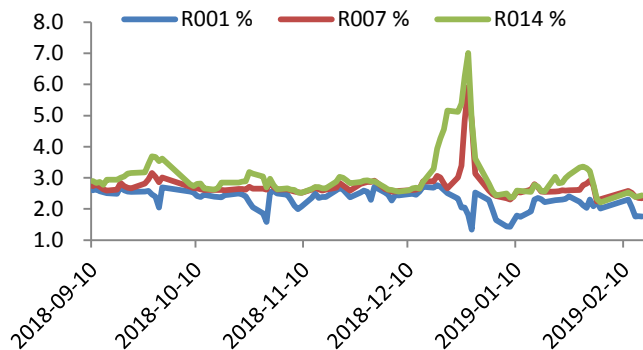
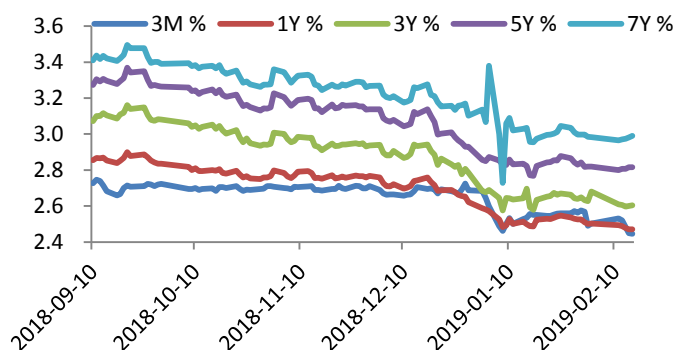


图 2.1.2 IRS（FR007）



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 6800 亿逆回购和 3835 亿 MLF 到期, 央行周内未进行逆回购操作, 全口径来看, 周内共实现 10635 亿资金净回落。本周公开市场共 1000 亿国库定存到期, 节后取现资金回笼基本对冲资金到期压力, 资金面保持宽松。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 截止到本周一早上, 本周利率债计划发行规模为 3210.98 亿, 加上信用债发行共计 4434.87 亿, 总偿还量 5333.44 亿, 净融资-898.58 亿。上周总发行量为 6653.99 亿, 总偿还量 3893.03 亿, 净融资 2760.96 亿元。一季度增量地方债供给压力较大, 需继续跟踪。

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. 2. 18	18 农发 12(增 8)	70. 00	3. 0		
	18 农发 13(增 7)	70. 00	5. 0		
	19 国开 04(预)	76. 00	7. 0		
2019. 2. 19	19 国开 01(增 5)	89. 00	1. 0		
	19 国开 03(增 2)	80. 00	5. 0		
	19 国开 05(增 6)	136. 10	10. 0		
2019. 2. 20	18 附息国债 23(续 4)	200. 00	5. 0		
	19 附息国债 02	200. 00	2. 0		
	19 广东债 08	29. 60	5. 0		
	19 广东债 09	44. 40	10. 0		
	19 广东债 10	20. 00	5. 0		
	19 广东债 11	123. 68	5. 0		
	19 广东债 12	47. 78	7. 0		
	19 广东债 13	1. 45	10. 0		
	19 广东债 14	25. 92	5. 0		
	19 广东债 15	1. 96	7. 0		
	19 广东债 16	102. 86	10. 0		
	19 广东债 17	14. 00	15. 0		
	19 广东债 18	4. 36	20. 0		
	2019. 2. 21	19 国开 02(增 4)	113. 60	3. 0	
		19 山西债 01	28. 70	5. 0	
19 山西债 02		45. 00	7. 0		
19 山西债 03		45. 00	10. 0		
19 山西债 04		1. 31	3. 0		
19 山西债 05		4. 63	5. 0		
19 山西债 06		2. 30	7. 0		
19 山西债 07		11. 47	10. 0		
19 山西债 08		14. 44	5. 0		
19 山西债 09		3. 20	3. 0		
	19 山西债 10	2. 90	5. 0		

	19 山西债 11	5.56	10.0
	19 上海债 01	209.00	10.0
	19 上海债 02	156.10	5.0
	19 上海债 03	19.90	10.0
	19 新疆债 02	39.90	5.0
	19 新疆债 03	57.00	10.0
	19 新疆债 04	32.00	5.0
	19 新疆债 05	11.40	10.0
	19 湖南债 01	200.00	10.0
2019. 2. 22	18 附息国债 24(续 2)	200.00	30.0
	19 辽宁债 01	249.79	10.0
	19 辽宁债 02	9.00	5.0
	19 山东债 06	106.00	10.0
	19 山东债 07	48.73	10.0
	19 山东债 08	169.15	5.0
	19 山东债 09	69.73	3.0
	19 山东债 10	10.00	10.0
	19 山东债 11	1.38	5.0
	19 山东债 12	6.68	5.0
合计		3210.98	

资料来源: Wind 资讯 南华研究

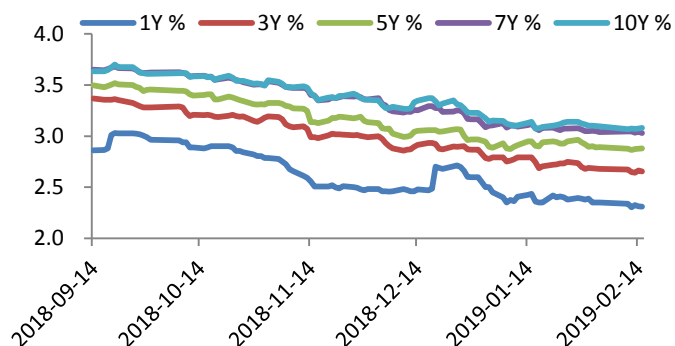
三、行情回顾与展望

短期利多利空均被消化,债市无明显下行压力,也缺乏显著上涨动力,国债期货周内宽幅震荡。全周来看,国债收益率全数走低,其中 1 年期下行幅度最大,为 4.12BP;国开债收益率几乎与前周持平。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1903 收于 97.96,较前周结算价上涨 0.05%;TF1903 收于 99.86,较前周结算价上涨 0.08%;TS1903 收于 100.5,较前周结算价上涨 0.16%。

一级市场方面,周三增发的 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年期农发债中标利率均低于二级市场水平,全场 2-4 倍,需求不俗;周三续发的 3 年和 7 年期附息国债中标利率均低于二级市场,全场不足 3 倍,需求尚可;周四增发的 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年期国开债中标利率均低于二级市场水平,全场 2-3 倍,需求尚可;周四增发的 1 年、3 年、5 年和 10 年期口行债中标利率均低于二级市场水平,1 年期需求旺盛;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 3.32 倍,需求旺盛。上周一级市场招标结果显示,政金债需求整体有所下滑。

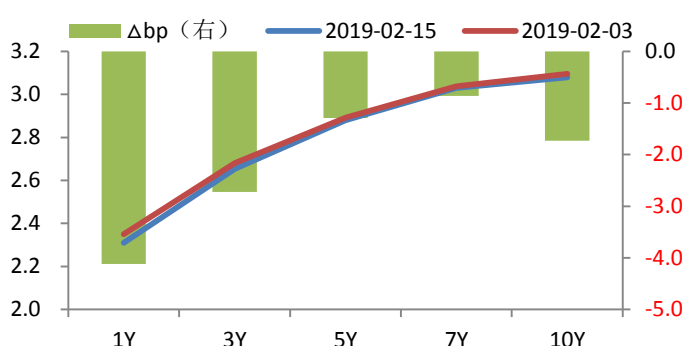
本周关注投资、消费和结售汇数据。基本面来看,通胀继续回落,但社融表现大超预期,经济企稳可能提前,一定程度上利空债市。外汇方面,美元指数持续走升,人民币小幅走落,周内美债收益率震荡稍涨,中国国债收益率略有回落,截至上周五收盘,10 年利差收窄至 42BP。总体来看,信贷超预期回暖,债市情绪受挫,短期调整为主,牛尾行情波动较大,建议待确定性较高时入场。操作上,期债多头暂避锋芒,信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



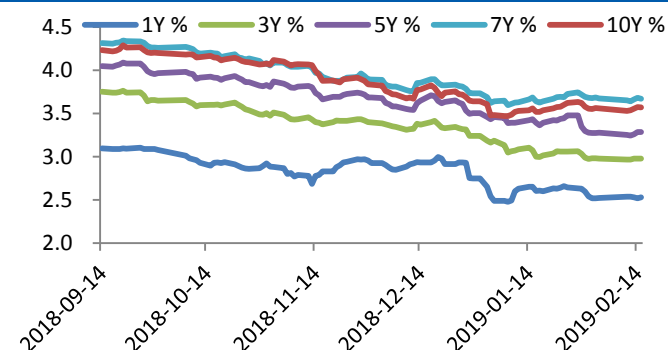
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



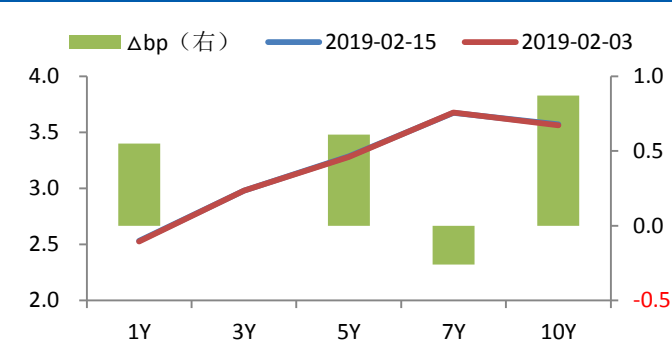
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



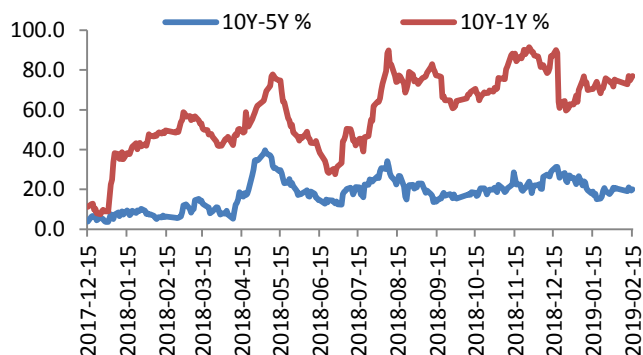
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



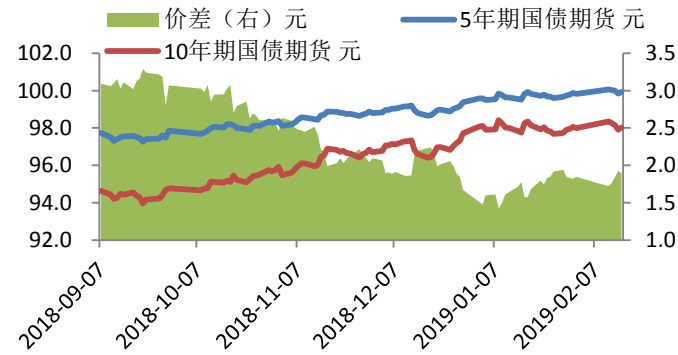
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



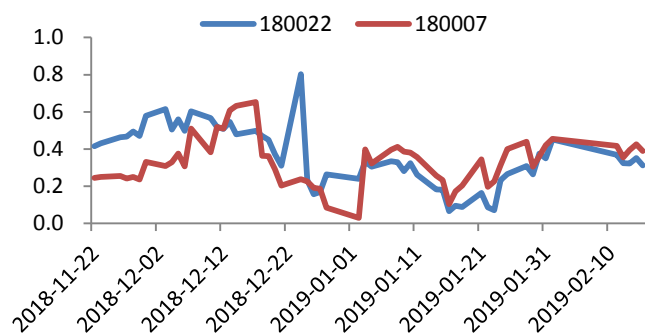
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



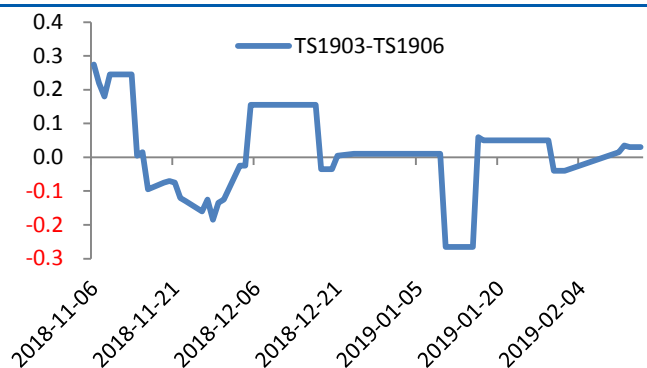
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1903 活跃 CTD 券基差



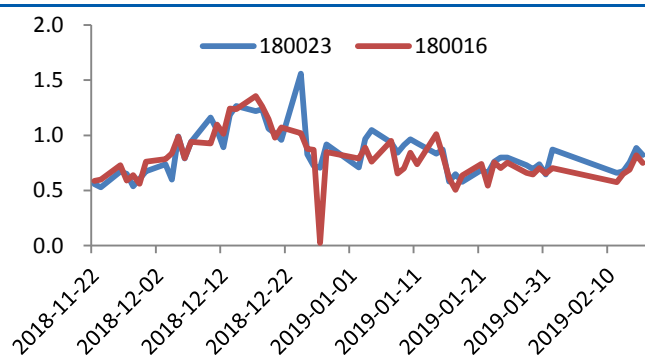
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



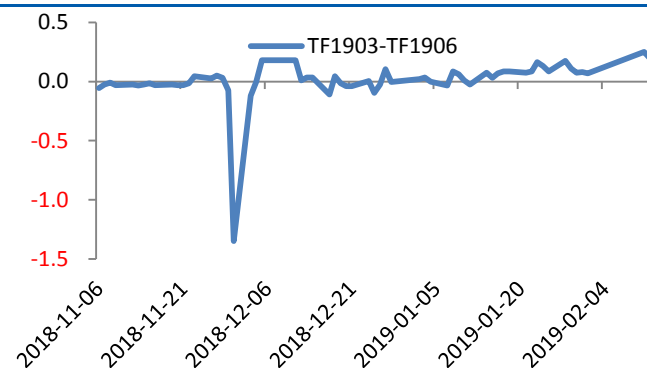
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1903 活跃 CTD 券基差



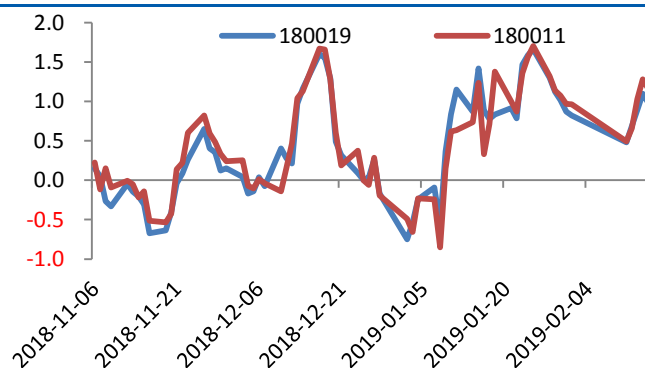
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



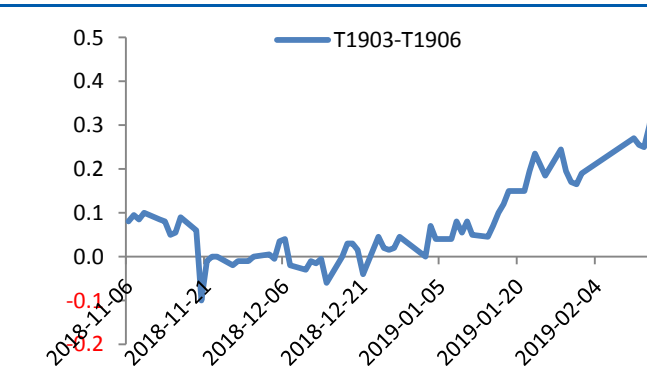
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
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