

基本面仍支撑债市

摘要

- **经济难言转好。**2月固定资产投资完成额累计增速录得6.1%，连续四月回升，但较去年同期仍明显下滑。其中，制造业投资累计同比回落至5.9%，房地产投资由8.1%上升至9.1%，基建投资回升至4.3%，整体仍处于历史低位。2月工业增加值当月同比跌至3.36%，主要为春节因素影响。2月民间固定资产投资同比增速略低于前值和去年同期，监管层连续出台举措帮助民企融资，但企业融资难问题依然存在。2月商品房销售增速转负带动新开工放缓，施工增速增长态势料难持久，短期房地产投资受限放松影响而攀升，但火爆行情不在。2月社会消费增速保持历史低位。2月进出口数据大降，说明内外需双降。整体来看，随着基建项目的加速落地，投资有所企稳，但持续性有待观察，消费继续回落态势，经济仍有下行压力。
- **广义信贷有望企稳。**2月新增社会融资总量录得7030亿元，同比少增4863.6亿元，大幅低于预期。其中，新增人民币信贷7641亿元，同比少增2558亿元。表外融资方面，新增委托贷款跌幅收窄，信托贷款和未贴现银行承兑汇票再度转负，表外走弱主要与票据套利检查有关。从贷款结构来看，2月新增短期和中长期贷款均大幅萎缩，且居民贷款较企业贷款萎缩更加严重。2月M2同比小幅回落；M1增速触底回升，资金开始向活期转移。社会融资余额存量同比增速小幅回落。社融2月表现不及预期，主要是受票据和短期贷款影响，后续宽财政政策继续发力，信贷有望逐渐企稳。
- **流动性展望：**本周公开市场共200亿逆回购和3270亿MLF到期，春节后央行不断回收流动性，到期的MLF均无续作，资金面小幅收紧。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，信贷有企稳迹象，但经济仍有下行压力，基本面仍支撑债市走升。外汇方面，美元指数回落，人民币窄幅震荡，周内美债收益率小幅走低，中国国债收益率变动不大，截至上周五收盘，3月期和1年期利差继续倒挂，10年利差小升至55BP。总体来看，信贷大涨不代表经济企稳，经济依然承压，货币政策仍有继续宽松空间，当降准预期再度增加或股市行情开始回落，债市将迎来一波行情。操作上，期债仍逢低买入为主，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

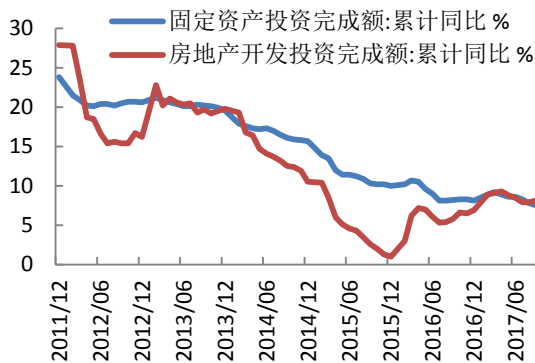
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 经济难言转好

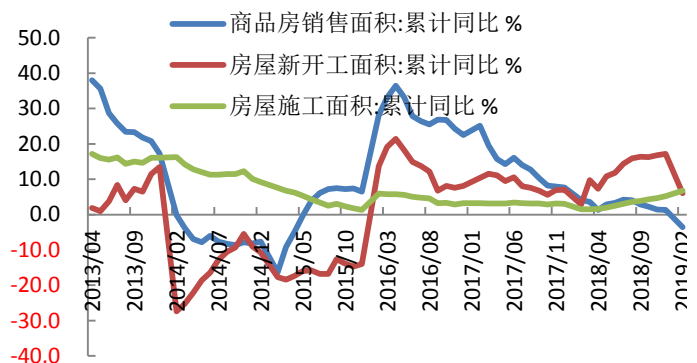
2 月固定资产投资完成额累计增速录得 6.1%，连续四月回升，但较去年同期仍明显下滑。其中，制造业投资累计同比回落至 5.9%，基建投资回升至 4.3%，整体仍处于历史低位。2 月工业增加值当月同比跌至 3.36%，主要为春节因素影响。2 月民间固定资产投资同比增速收得 7.5%，增速略低于前值和去年同期，监管层连续出台举措帮助民企融资，但企业中结构化差异较为明显，融资难问题依然存在。从销售情况来看，2 月商品房销售面积累计增速降为-3.6%，创下 15 年来新低，房屋新开工增速收为 6.0%，施工增速升为 6.8%，销售增速转负带动新开工放缓，施工增速增长态势料难持久，短期房地产投资受限购放松影响而攀升，但火爆行情不在。从消费方面来看，2 月社会消费品零售总额同比增长 8.2%，较上月升 0.04%，较去年同期下滑 1.5%。2 月进出口数据大降，说明内外需双降。整体来看，随着基建项目的加速落地，投资有所企稳，但持续性有待观察，消费继续回落态势，经济仍有下行压力。

图 1.3.1 固定资产投资增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3.2 房地产销售与新开工

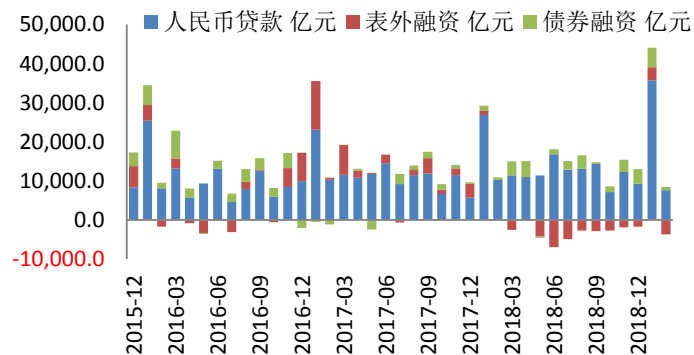


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷有望企稳

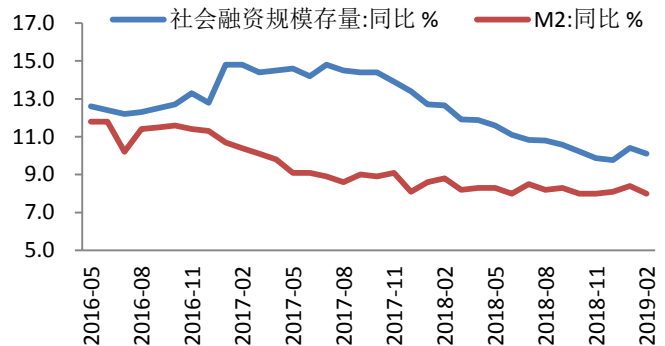
2 月新增社会融资总量录得 7030 亿元，同比少增 4863.6 亿元，大幅低于预期。其中，新增人民币信贷 7641 亿元，同比少增 2558 亿元。直接融资方面，2 月企业债券融资明显低于前值和预期，股票融资保持低位。表外融资方面，新增委托贷款跌幅收窄，信托贷款和未贴现银行承兑汇票再度转负，表外走弱主要与票据套利检查有关。从贷款结构来看，2 月新增短期和中长期贷款均大幅萎缩，且居民贷款较企业贷款萎缩更加严重。2 月 M2 同比上涨 8.0%，较去年同期回落 0.8%；M1 增速录得 2.0%，较去年同期大幅回落 6.5%，但较上月开始回升，M1 触底回升说明资金开始向活期转移。社会融资余额存量同比增速小幅回落，收为 10.1%。社融 2 月表现不及预期，主要是受票据和短期贷款影响，后续宽财政政策继续发力，信贷有望逐渐企稳。

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

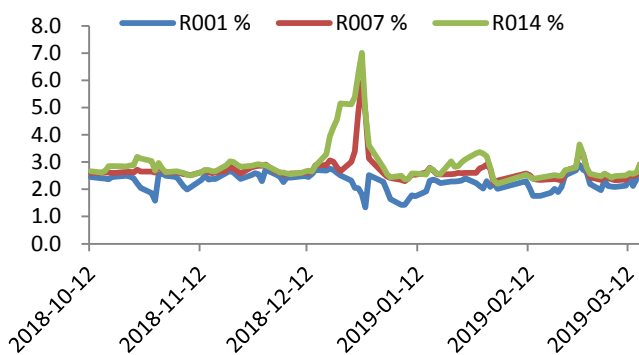


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

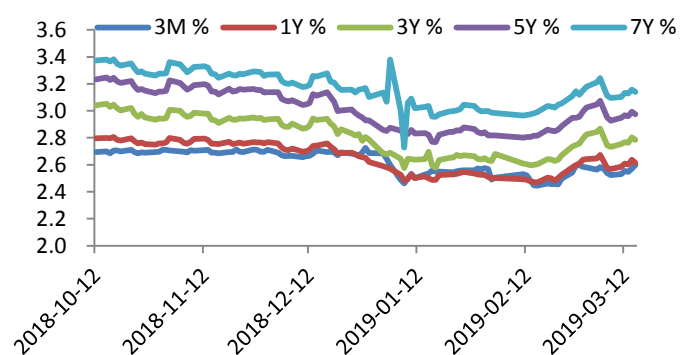
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.75%、2.92% 和 2.91%，均明显走升。Shibor 利率全数上涨，隔夜利率上行 60.8BP，利率互换全数走升。整体资金利率全线走升，资金面明显收紧。

图 2.1 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 IRS（FR007）



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场无逆回购到期，央行共进行 200 亿 7 天期逆回购操作，周内共实现 200 亿资金净投放。本周公开市场共 200 亿逆回购和 3270 亿 MLF 到期，春节后央行不断回收流动性，到期的 MLF 均无续作，资金面小幅收紧。

三、行情回顾与展望

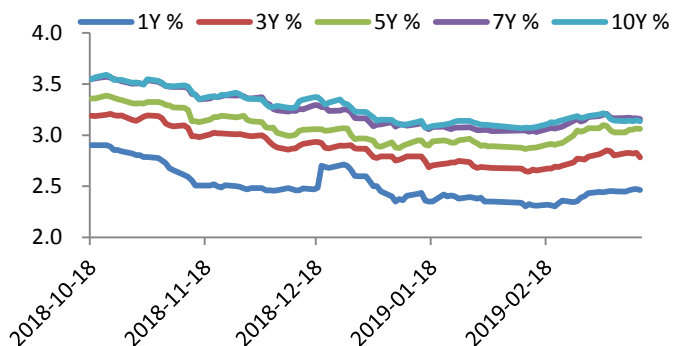
一级市场，上周（3.11-3.17）债券总发行量 12361.04 亿元，较前一周增加 2941.7 亿元；总发行只数 1096 只，较前一周增加 153 只；到期偿还量 8270.67 亿元，较前一周增加 1483.21 亿元。上周债券净融资额为 3746.17 亿元，较前一周增加 1300.25 亿元；

具体利率债发行结果如下，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 2-3 倍，需求尚可；周二增发的 1 年、5 年和 10 年期国开债中标利率均低于二级市场水平，全场 3 倍以上，需求旺盛；周三增发的 1 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 1-3 倍，需求不佳；周三续发的 5 年期附息国债中标利率低于二级市场，全场 2.63 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，全场 1-4 倍，10 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 3.1 倍，需求旺盛。上周一级市场招标结果显示，需求整体尚可。

二级市场，债市情绪不佳，国债期货周内宽幅震荡后小幅走低。全周来看，国债收益率 1 年和 5 年期走升，其余走低，其中 5 年期上行幅度最大，为 3.41BP，3 年期下行幅度最大，为 2.01BP；国开债收益率全数走升，其中 1 年期上行幅度最大，为 10.29BP，10 年期上行幅度最小，为 3.01BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1906 收于 97.66，较前周结算价下跌 0.10%；TF1906 收于 99.435，较前周结算价下跌 0.15%；TS1906 收于 100.2，较前周结算价下跌 0.14%。

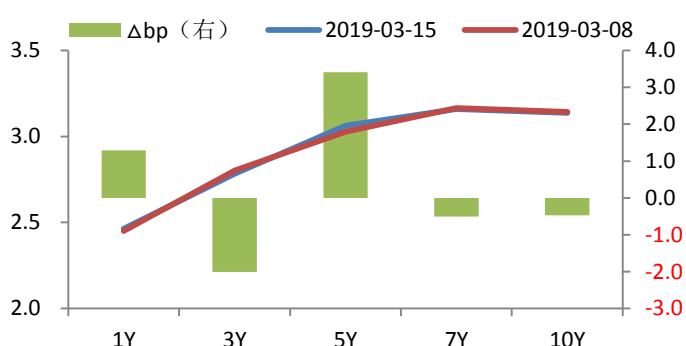
本周关注银行结售汇数据。基本面来看，信贷有企稳迹象，但经济仍有下行压力，基本面仍支撑债市走升。外汇方面，美元指数回落，人民币窄幅震荡，周内美债收益率小幅走低，中国国债收益率变动不大，截至上周五收盘，3 月期和 1 年期利差继续倒挂，10 年利差小升至 55BP。总体来看，信贷大涨不代表经济企稳，经济依然承压，货币政策仍有继续宽松空间，当降准预期再度增加或股市行情开始回落，债市将迎来一波行情。操作上，期债仍逢低买入为主，信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



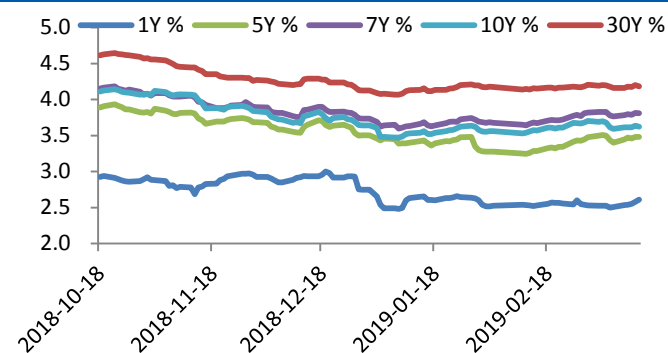
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



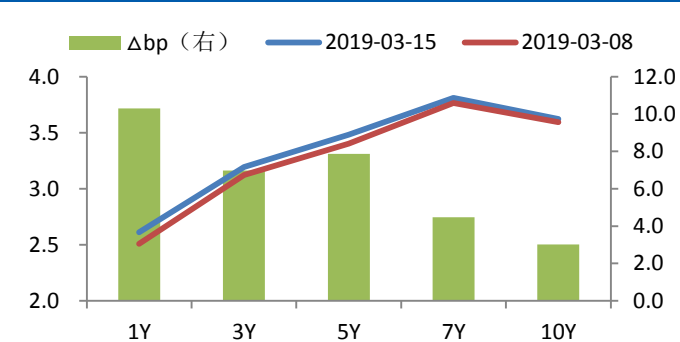
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



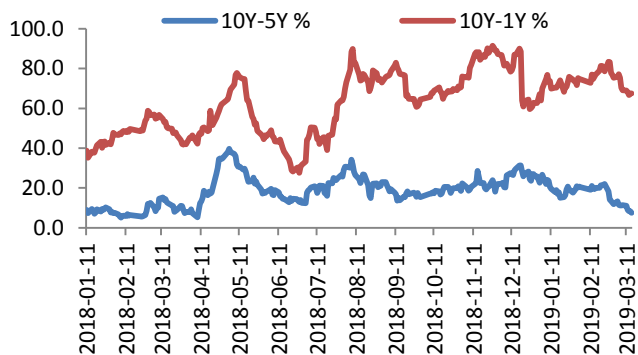
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



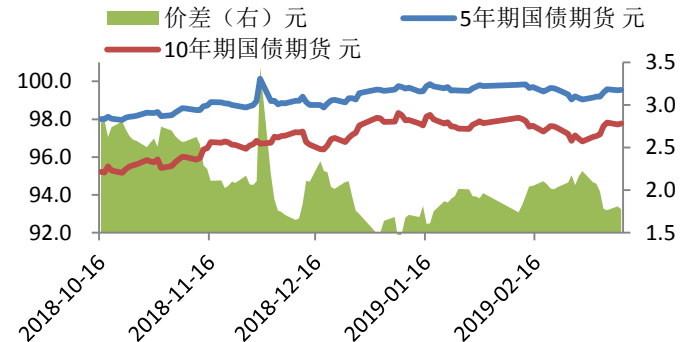
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



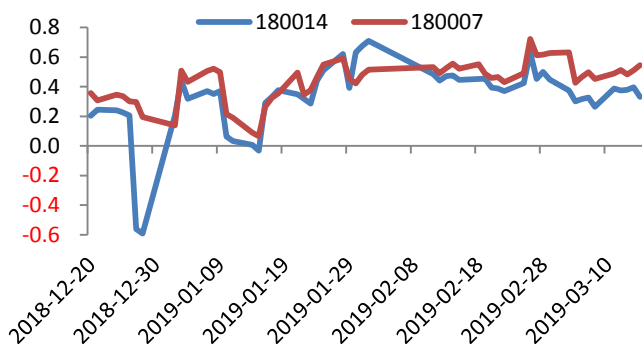
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



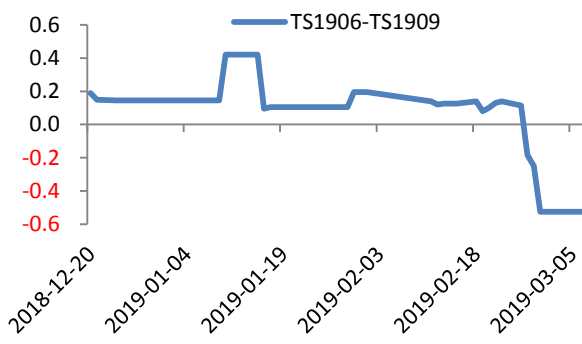
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1906 活跃 CTD 券基差



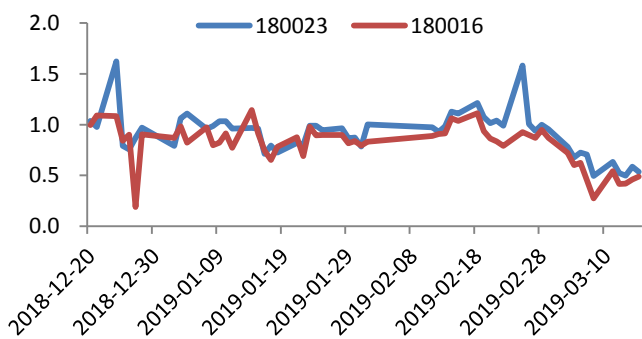
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



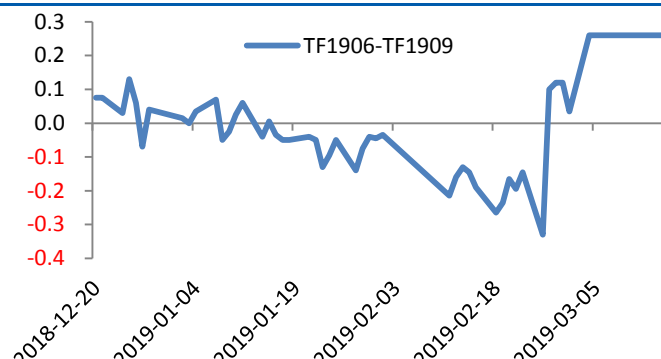
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1906 活跃 CTD 券基差



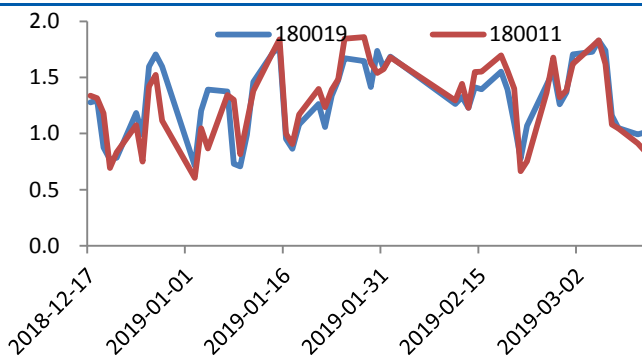
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



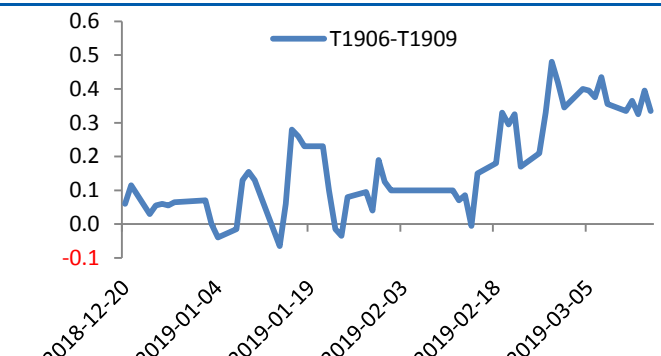
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1906 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

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

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