

债市短期偏多

摘要

- **经济数据不及预期。**5月CPI同比增速回升至2.7%，较上月上涨0.2%，同比增速基本符合预期。受天气和猪周期因素影响，鲜果和生猪价格明显走升，食品大涨拉升通胀。非食品价格整体保持低位。5月PPI同比增速随着基数的上涨和增值税的下调开始回落，预计6月PPI仍小幅下滑。未来最需要关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，增值税下调短期会拉低非食品价格和PPI价格，通胀风险可控。5月新增社会融资总量同比多增4481.96亿。表外融资方面，新增委托贷款、信托贷款和未贴现票据均为负值，降幅较去年同期收窄，但表外转表内仍在继续。5月M2略逊于预期；M1增速保持在低位，但剪刀差保持收窄趋势。社会融资余额存量同比增速回升至10.6%。整体来看，社融整体基本符合预期，但非标转标趋势继续，社融主要靠专项债和人民币贷款支撑，后续融资环境的改善还需政策呵护。5月固定资产投资完成额累计增速录得5.6%，明显低于预期。其中，制造业、房地产和基建投资均有所回落。5月工业增加值当月同比为5.0%，不及前值和去年同期。从销售情况来看，5月商品房销售继续下滑，新开工增速也出现回落，后续房地产投资增速可能继续下滑。消费方面，5月社会消费品零售总额同比较上月回升1.4%，消费开始有转好迹象。整体来看，基建补短板效果不及预期，加上制造业和房地产投资下滑，投资数据明显回落，消费增速企稳，但独木难支，经济仍有下行压力。
- **流动性展望：**本周公开市场共550亿逆回购和2000亿MLF到期，缴税影响将逐渐显现，央行大概率采用逆回购加MLF来维稳资金面。通胀数据小幅上扬，但并未超预期，对货币政策的制约有限。

利率展望与策略：本周关注银行结售汇数据。基本面来看，投资数据明显回落，消费开始企稳，经济下行压力尚存，通胀基本符合预期，社融受萎靡的表外融资影响难有亮眼表现，基本面整体利多债市。海外市场，中美贸易谈判未有明显进展，美方经济数据也有所下滑，降息预期不断增加，长短期利差倒挂程度有所收窄，中美10年利差处于高位，海外环境对国内债市小幅利多。央行接连在香港发行人民币央票，回笼离岸市场流动性，人民币中间价坚守6.90，短期贬值压力可控。基本面和海外市场支撑债市，通胀和汇率贬值基本可控，小幅看多债市。长期来看，在货币政策转向之前，债市不会转熊，关注物价数据和货币政策边际变化。操作上，期债短线可波段操作，长线可逢回调适当买入，现券择优持有。



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

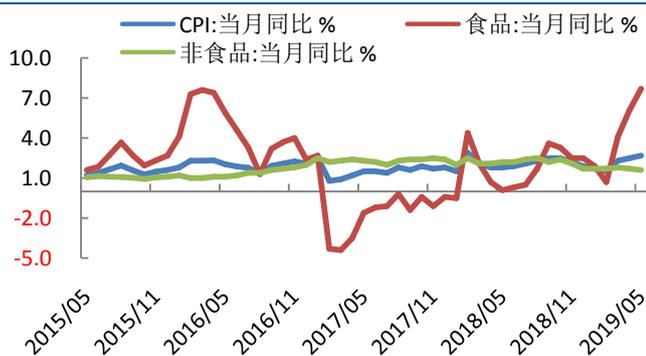
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀符合预期

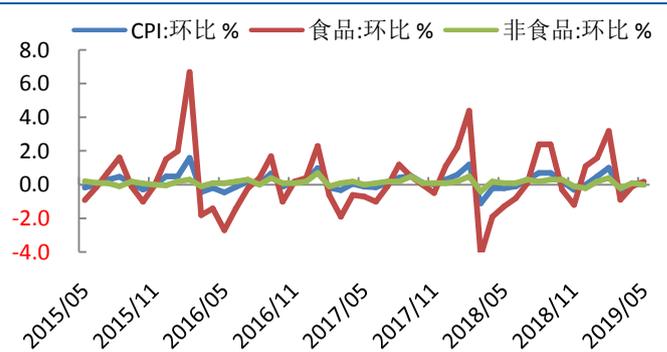
5月CPI同比增速回升至2.7%，较上月上涨0.2%，同比增速基本符合预期。食品项同比增速增至7.7%，环比增速上涨0.2%。食品方面，受天气和猪周期因素影响，鲜果价格同比上涨26.7%，生猪价格同比上涨18.2%，食品价格继续明显上涨拉升通胀。非食品项同比增速降至1.6%，价格整体保持低位。未来最需关注的通胀风险因素仍是猪肉价格和油价，但增值税下调短期会拉低非食品价格和PPI价格，通胀可能继续小幅上涨，但风险可控。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

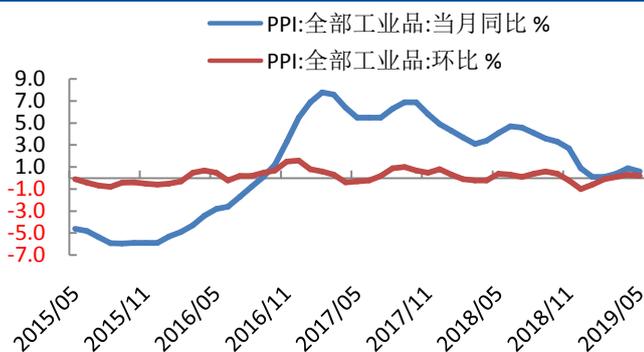
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

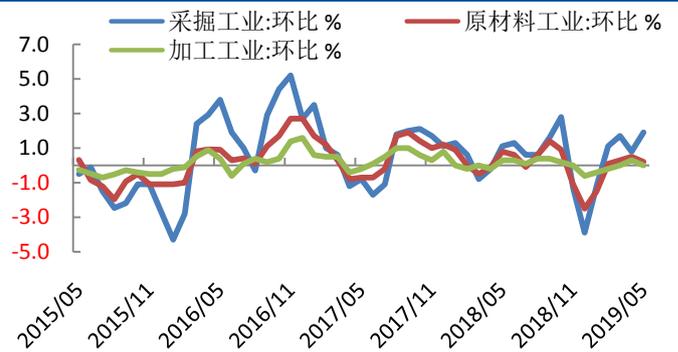
5月PPI同比回落至0.6%，增速较上月下降0.3%。5月采掘、原材料和加工工业价格环比分别增长1.9%、0.2%和0%，仅采掘工业走升。PPI同比增速随着基数的上涨和增值税的下调开始回落，预计6月PPI仍小幅下滑。

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 广义信贷波澜不惊

5月新增社会融资总量录得14000亿,同比多增4481.96亿。其中,新增人民币信贷11900亿,高于前值,表外融资持续萎缩继续拖累社融增长。从贷款结构来看,5月新增短期贷款明显改善,新增企业中长期贷款不及去年同期。直接融资方面,5月企业债券融资明显回落,但仍高于去年同期,股票融资保持低位。表外融资方面,新增委托贷款、信托贷款和未贴现票据均为负值,降幅较去年同期收窄,但表外转表内仍在继续。5月M2同比上涨8.5%,较去年同期增长0.2%,但略逊于预期;M1增速录得3.4%,较去年同期回落2.6%,保持在低位,但剪刀差保持收窄趋势。社会融资余额存量同比增速回升至10.6%。整体来看,社融整体基本符合预期,但非标转标趋势继续,社融主要靠专项债和人民币贷款支撑,后续融资环境的改善还需政策呵护。

图 1.2.1 社会融资总量 (除去外币贷款)

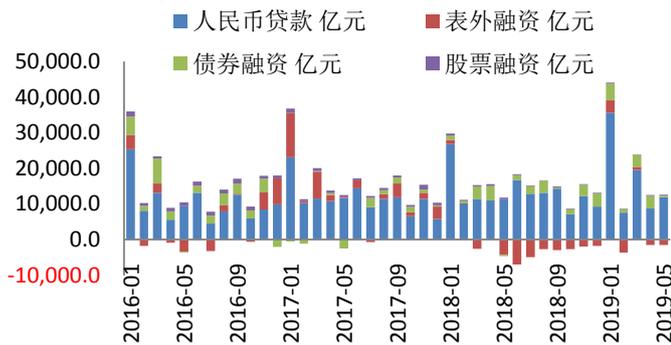
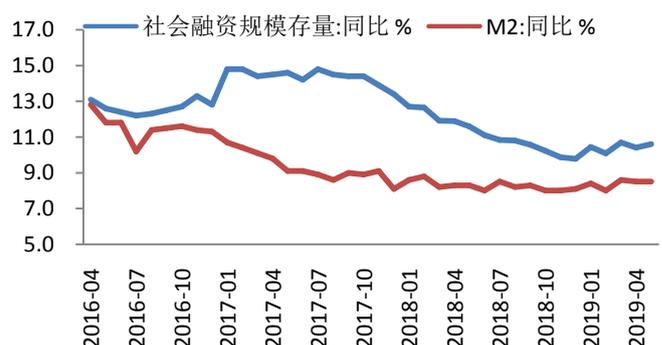


图 1.2.2 M2 与社会融资余额同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.3 经济仍有下行压力

5月固定资产投资完成额累计增速录得5.6%,较前值再度回落0.5%,明显低于预期。其中,制造业投资累计同比小幅回升至2.7%,房地产投资下行至11.2%,基建投资由上月的4.4%下滑至4.0%,基建投资自去年9月基建补短板以来首次下滑。5月工业增加值当月同比为5.0%,不及前值和去年同期。5月民间固定资产投资同比增速录得5.3%,增速不及前值和去年同期,一方面是由于去年的高基数,另一方面也说明民企融资问题仍存。从销售情况来看,5月商品房销售面积累计增速下滑1.6%,较上月跌幅继续扩大,较去年同期下滑4.5%,房屋新开工增速降至10.5%,施工增速仍为8.8%,销售继续下滑,新开工增速也出现回落,后续房地产投资增速可能继续下滑。消费方面,5月社会消费品零售总额同比增长8.6%,较上月回升1.4%,消费开始有转好迹象。整体来看,基建补短板效果不及预期,加上制造业和房地产投资下滑,投资数据明显回落,消费增速企稳,但独木难支,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

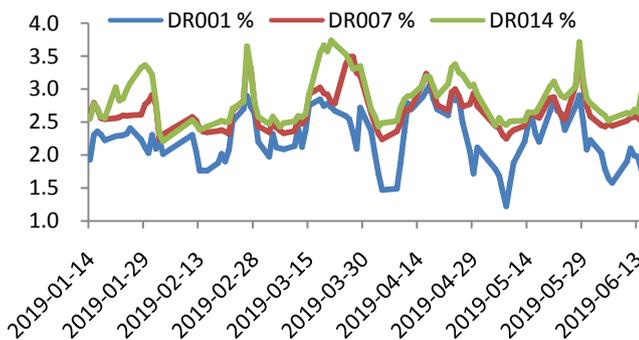


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

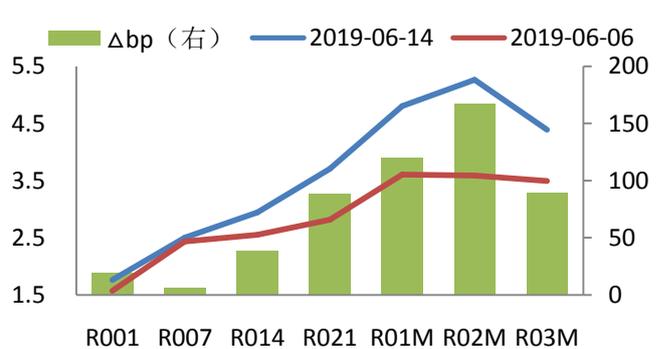
上周五银行间质押回购 DR001、DR007 和 DR014 加权平均分别为 1.77%、2.51%和 2.94%，较前周全数小幅走升。Shibor 利率几乎全数上涨，IRS 全数走低。资金利率略有收敛，货币政策保持稳健中性。

图 2.1 银行间质押式回购利率



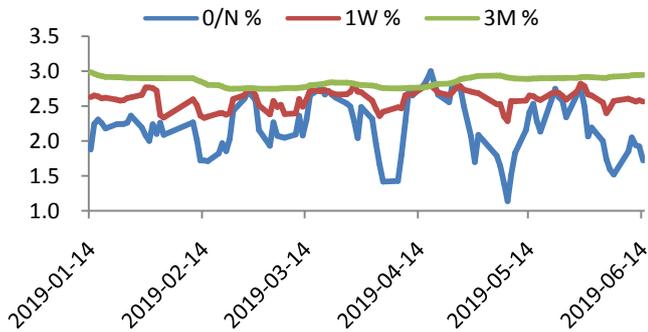
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2 IRS (FR007)



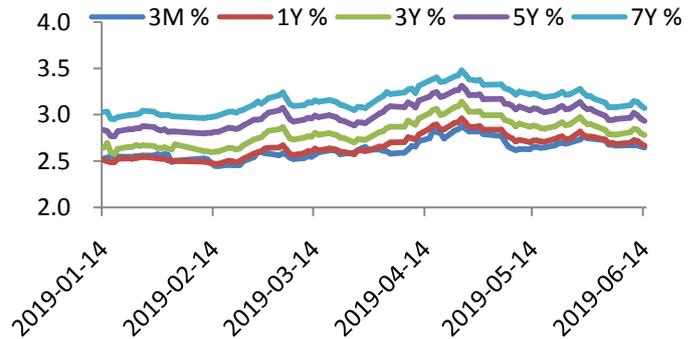
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.3 Shibor 利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.4 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共 2100 亿逆回购到期, 央行共进行 550 亿 7 天期和 2200 亿 28 天期逆回购操作, 单周实现 650 亿资金净投放。央行重启 28 天期逆回购, 意在稳定跨季资金。本周公开市场共 550 亿逆回购和 2000 亿 MLF 到期, 缴税影响将逐渐显现, 央行大概率采用逆回购加 MLF 来维稳资金面。通胀数据小幅上扬, 但并未超预期, 对货币政策的制约有限。

三、行情回顾与展望

一级市场, 上周 (6. 10-6. 16) 债券总发行量 12140. 78 亿元, 较前一周大幅增加 6197. 5 亿元; 总发行只数 1144 只, 较前一周增加 502 只; 总偿还量 9442. 91 亿元, 较前一周增加 3151. 13 亿元。上周债券净融资额为 2697. 86 亿元, 较前一周增长 3046. 36 亿元。

具体利率债发行结果如下, 周一, 农发行招标发行了 3、5 年期固息债, 中标利率均低于中债估值, 全场 4 倍以上, 需求旺盛; 周二, 国开行招标发行了 3、7 年期固息债, 中标利率均低于中债估值, 全场不足 3 倍, 需求不佳; 周三, 财政部招标发行了 2、5 年期附息国债, 中标利率均低于中债估值, 全场分别为 2. 07 和 3. 51 倍, 5 年期需求旺盛; 周三, 农发行招标发行了 1、7、10 年期固息债, 中标利率均低于中债估值, 全场 3 倍以上, 需求旺盛; 周四, 口行招标发行了 1、3、5、10 年期固息债, 中标利率均低于中债估值, 全场 3 倍左右, 需求尚可; 周四, 国开行招标发行了 1、5、10 年期固息债, 中标利率均低于中债估值, 全场 3 倍左右, 需求尚可; 周五财政部招标发行的 3 月和 6 月期贴现国债, 中标利率均低于二级市场, 全场 2-3 倍, 需求不佳。上周一二级市场招标结果显示, 利率债需求整体回落。

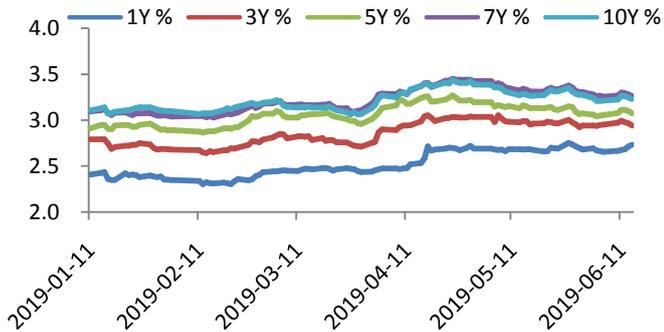
二级市场, 周初受专项债可用于重大项目资本金的消息影响, 股市大涨, 债市回调。随后市场认为该消息对经济的利多有限, 加上经济数据不佳, 债市开始走升。国债期货周内先降后升, 现券收益率则先升后降。全周来看, 国债收益率除 3 年期外全数上行, 其中 1 年期上行幅度最大, 为 7. 96BP, 其余品种变动较小; 国开债收益率 5 年和 7 年期略涨、其余回落, 其中 5 年期下行幅度最大, 为 3. 49BP。截至上周五收盘, 国债期货主力品种合约 T1909 收于 97. 575, 较前周结算价上涨 0. 11%; TF1909 收于 99. 39, 较前周结算价上涨 0. 10%; TS1909

收于 100.1，较前周结算价上涨 0.05%。

本周关注银行结售汇数据。基本面来看，投资数据明显回落，消费开始企稳，经济下行压力尚存，通胀基本符合预期，社融受萎靡的表外融资影响难有亮眼表现，基本面整体利多债市。海外市场，中美贸易谈判未有明显进展，美方经济数据也有所下滑，降息预期不断增加，长短期利差倒挂程度有所收窄，中美 10 年利差处于高位，海外环境对国内债市小幅利多。央行接连在香港发行人民币央票，回笼离岸市场流动性，人民币中间价坚守 6.90，短期贬值压力可控。基本面和海外市场支撑债市，通胀和汇率贬值基本可控，小幅看多债市。长期来看，在货币政策转向之前，债市不会转熊，关注物价数据和货币政策边际变化。操作上，期债短线可波段操作，长线可逢回调适当买入，现券择优持有。

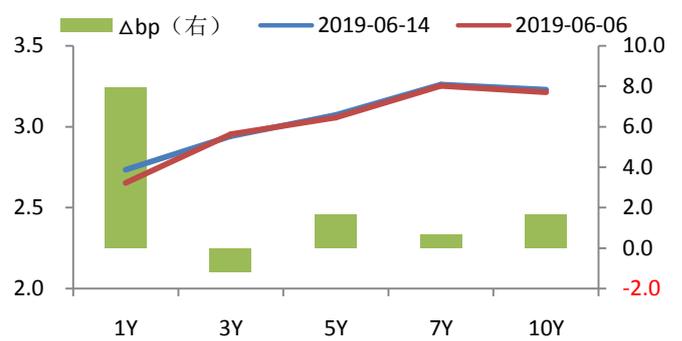
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



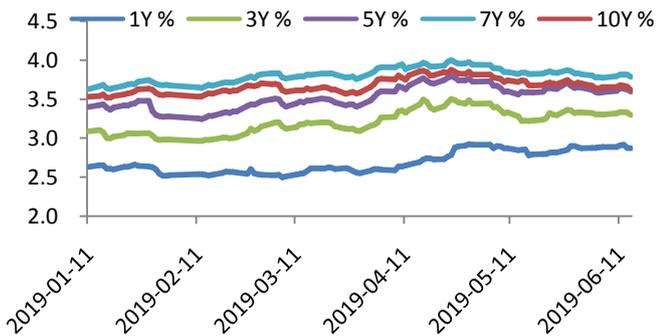
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



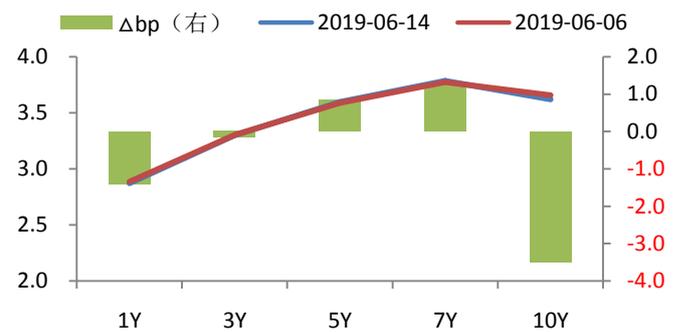
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



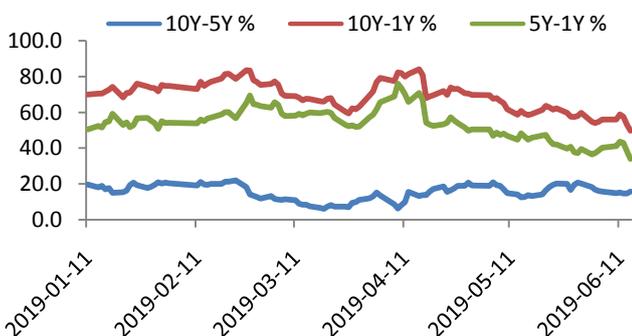
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



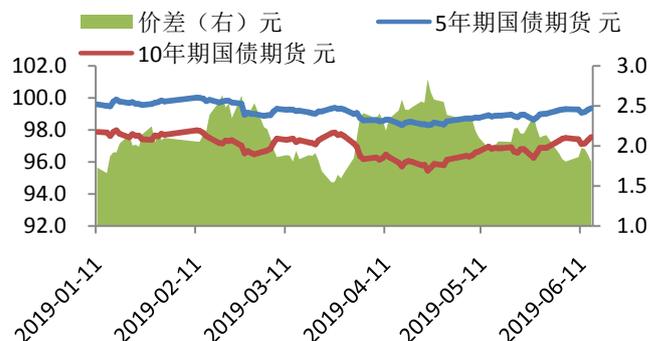
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

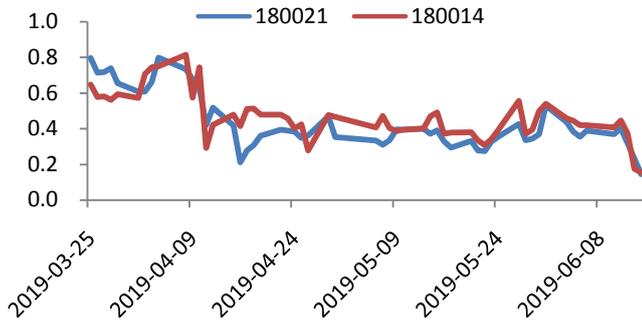
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

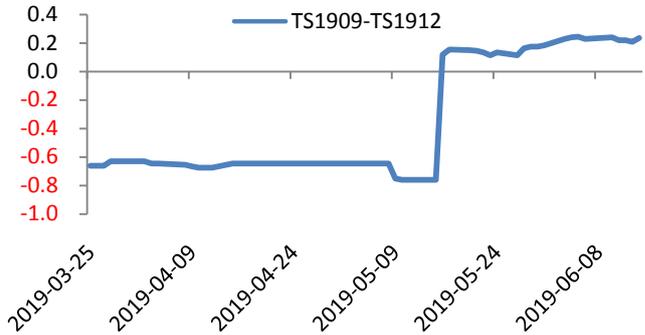
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1909 活跃 CTD 券基差



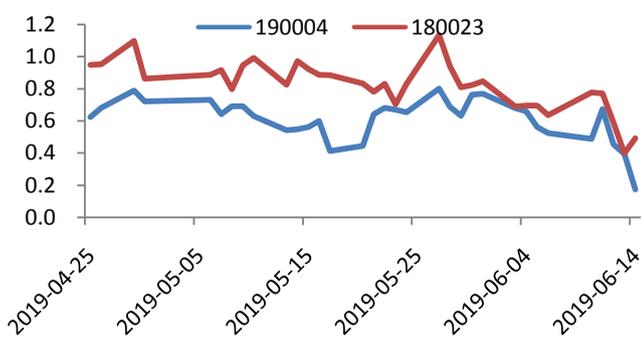
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



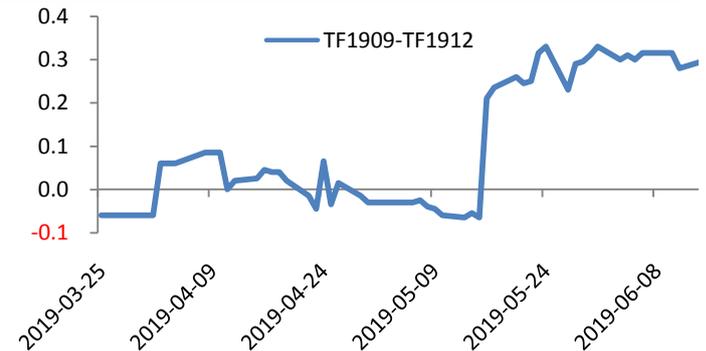
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1909 活跃 CTD 券基差



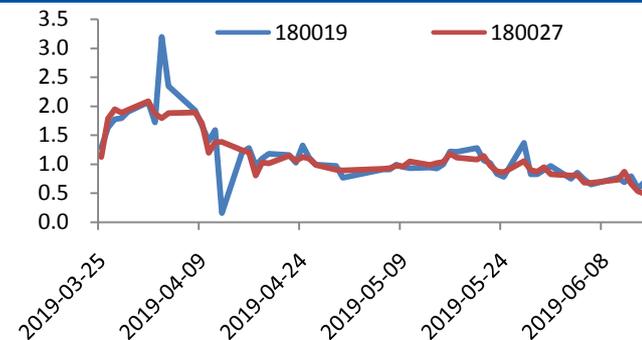
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



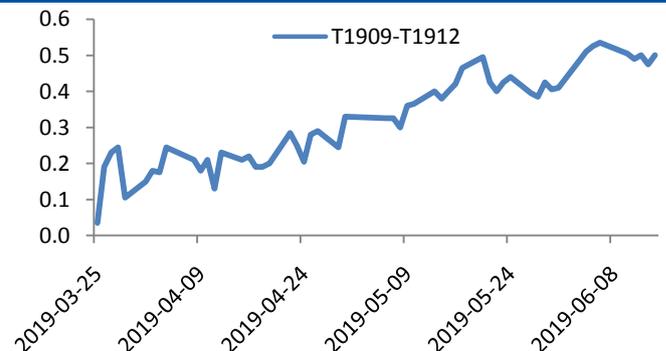
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

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

浙江分公司

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

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

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

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

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

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

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