

2018 周度报告 · 04.09-04.13

## 资金面回归中性，债市回调做多

—宏观债市周评

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 目 录

- 1 宏观数据：货币、社融大降，通胀下行..... 1
- 2 流动性跟踪：总体宽松，隔夜偏紧，净回笼 900 亿元..... 3
- 3 国债期货：缴税叠加供应压力，债市回调买入..... 4

### 正 文

#### 1 宏观数据：货币、社融大降，通胀下行

##### 1.1 通胀数据

一季度 CPI 同比增长 2.1%，高于去年同期（1.4%），主要受低基数、寒冷气候、春节效应的影响，但整体处于温和上涨水平。在经济下行压力仍存、在金融与实体经济去杠杆防风险的政策背景下，国内需求端的相对不足仍将制约 CPI 的大幅走强。预计今年 CPI 同比温和上行，整体物价压力不大。分时间段来看，今年 5-6 月将面临 CPI 翘尾因素上升以及低基数的情况，预计 5-6 月 CPI 还有一波冲高的机会，但在下半年，随着翘尾因素逐渐下降，CPI 不具备大幅上涨的基础。

但需要关注两方面，一方面，猪肉价格能否筑底反弹。另一方面，中美贸易摩擦还有近两个月的协商时间，如果中美贸易摩擦加剧，由于美国大豆等农产品是我国重要的生活、生产资料，对美国农产品加税，有可能增加中国通货膨胀压力。

一季度 PPI 同比增长 3.7%，低于去年同期（7.4%），主要原因是：1) 去年一季度 PPI 翘尾因素明显高于今年一季度；2) 去年供给侧结构性改革对工业品价格上涨的促进作用在今年已经边际减弱；3) 高频数据显示，今年一季度需求不及去年。

短期来看，二季度 PPI 翘尾因素回升至较高水平，去年同期基数偏低，采暖季限产结束以及需求加速释放将提振工业品价格，同时 4 月上旬南华工业品指数开始出现反弹，钢材社会库存快速去化，钢价小幅上涨，原油价格也存在进一步上涨空间。预计二季度 PPI 较一季度有所回升。但长期来讲，随着下半年基数抬升及需求走弱，预计下半年 PPI 同比涨幅逐步回落。

图 1: CPI 与 PPI

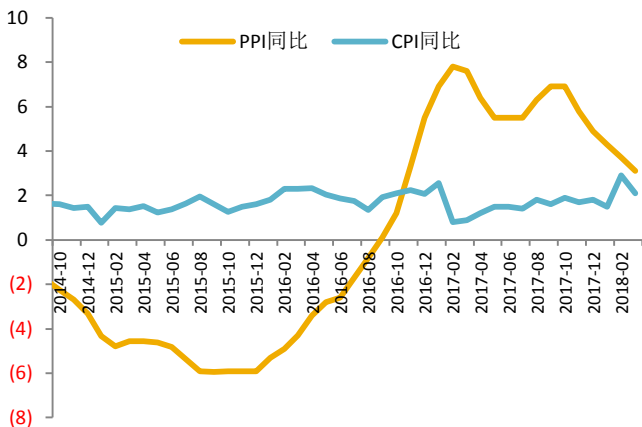
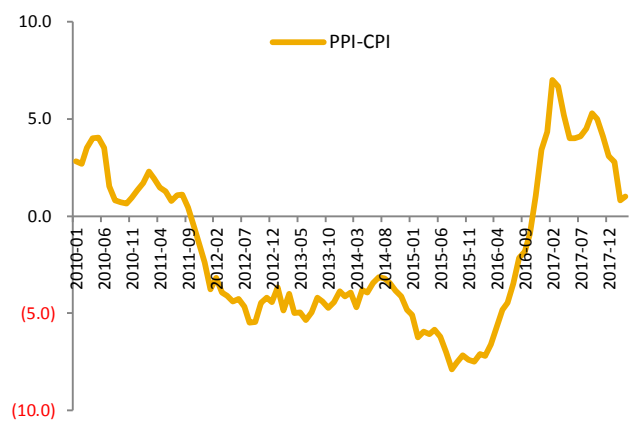


图 2: PPI-CPI



数据来源: wind, 中辉期货研发部

## 1.2 金融数据

**社融增速大降。**3月新增社融总量 1.33 万亿, 同比少增 7863 亿, 社会融资规模存量增速继续大降至 10.5%。从结构上来看, 金融强监管下表外非标融资继续受到明显压制, 3 月委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票直接萎缩了 2500 多亿, 同比少增 1 万亿以上, 是社融增长最主要的拖累。对实体发放贷款增加 1.15 万亿, 同比也少增百亿, 对比表外融资的大幅萎缩, 说明绝大部分融资需求难以从表外向表内转移。债市情绪回暖、叠加季节性因素, 再加上非标转标的需求, 3 月信用债净融资大幅提高至 3440 亿, 但难以弥补非标融资的大幅下滑对社融的拖累。

**企业融资继续下滑。**3月新增金融机构贷款 1.12 万亿, 同比多增了 934 亿。其中居民部门贷款增加近 5600 亿, 短贷和中长贷环比均有回升, 但同比依然少增了近 2400 亿, 说明居民部门也开始了去杠杆, 房地产市场将持续降温。3 月企业中长贷增长近 5000 亿, 同比少增约 800 亿, 考虑到非标融资的回落, 企业部门整体融资继续大幅度下滑。

**M2 增速大降至 8.2%。**社融增速大降、货币创造活动放缓, 再加上财政存款投放弱于去年同期, 3 月 M2 同比增速大降至 8.2%。在控制宏观杠杆率的政策背景下, 整体融资环境收紧, 预计 M2 仍将保持个位数低增长。3 月 M1 同比增速回落至 7.1%, M0 增速大降至 6.0%, 春节因素消退后均回归常规增长。

图 3: 社融和新增贷款 (亿元)

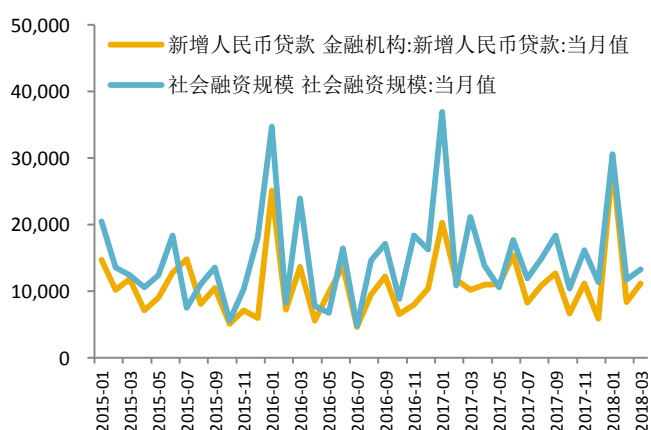
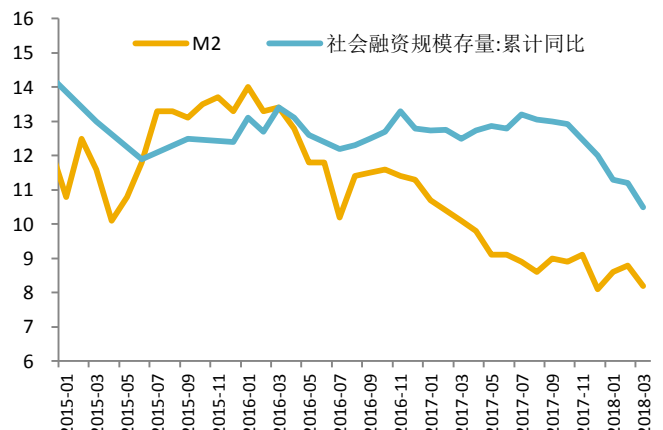


图 4: M2 与社会融资规模 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

央行称未来利率双轨制或将逐渐接轨, 其中管制的存款利率趋于上升, 而市场化的利率或趋于下降。今

年以来流动性持续宽松，并非源于央行放水，而是由于表外融资持续萎缩，社会融资总需求回落。

存款利率的上升会增加银行的资金成本，但是贷款利率不一定会上升，而是会分化。由于管住了影子银行，压缩了无效融资需求，意味着全社会整体的贷款需求趋于萎缩，这可以从今年社会融资增速的持续回落看出，全社会的平均融资利率会趋于下降，这是今年以来债市超预期上涨的主要原因。存款利率的上浮叠加贷款利率下降，意味着银行存贷息差将大幅缩窄，银行业的利润将大幅下降，这些利润将流向实体经济部门。

## 2 流动性跟踪：总体宽松，隔夜偏紧，净回笼 900 亿元

### 2.1 公开市场操作

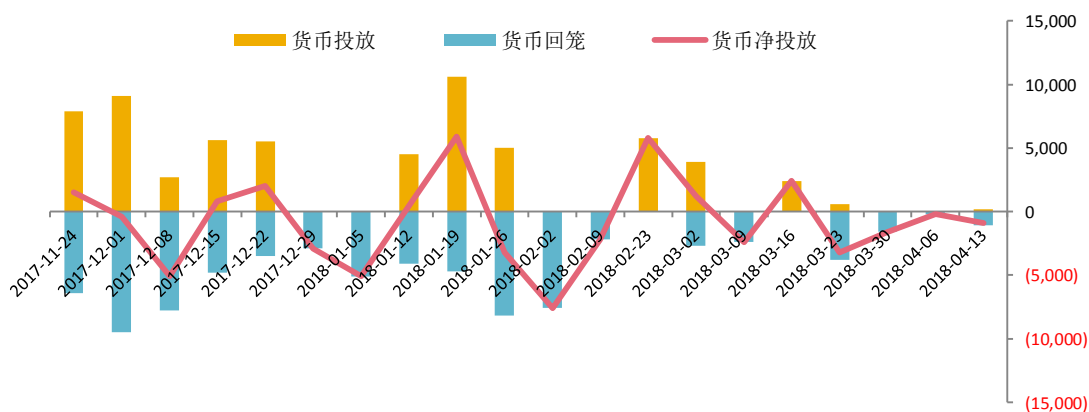
本周（2018.4.9-4.13）公开市场进行 200 亿元 7 天逆回购操作，本周净回笼资金 900 亿元，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响。即使受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于较高水平。

下周有 200 亿元逆回购和 3675 亿元 MLF 到期，净回笼的累积效应显现，且后续面临缴税压力，货币市场利率继续下行空间或已有限，但在央行“削峰填谷”式调控下，未来资金面出现大幅波动的概率较小。

表 1：本周央行公开市场操作明细

日期	逆回购操作 (亿元)				MLF 1 年	投放 _亿元	回笼 _亿元	净投放 _亿元	央行公告
	7 天	14 天	28 天	63 天					
2018-04-08	100					100		100	
2018-04-09	100					100	-400	-300	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响
2018-04-10							-300	-300	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响
2018-04-11							-200	-200	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响
2018-04-12							-200	-200	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响
2018-04-13							-	-	受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于较高水平

图 5：周度公开市场净投放量（亿元）



## 4.2 银行间货币市场利率

本周三大隔夜利率品种均出现不同程度程度上行，shibor 利率、银行间质押式回购利率中的 7 天、14 天均呈下行走势，半月以内资金较为宽松，存款类机构质押式回购加权利率 7 天资金略微偏紧，R007 与 DR007 的利差为 9.26，较上周下滑 2.17bp，二者的利差有所收敛。银行间市场金融机构与商业银行之间的资金分层现象继续修复。

图 6：银行间货币市场利率

日期	SHIBIOR					R			DR			价差
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014	
2018-04-13	2.5570	2.7980	3.6710	3.8250	4.1790	2.5910	2.7892	3.2072	2.5413	2.6966	3.1634	0.0926
2018-04-04	2.4690	2.8300	3.7810	4.0597	4.3101	2.4134	2.8090	3.3674	2.4046	2.6947	3.2500	0.1143
变化 (BP)	8.80	-3.20	-11.00	-23.47	-13.11	17.76	-1.98	-16.02	13.67	0.19	-8.66	-2.17

数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 7：银行间质押式回购利率

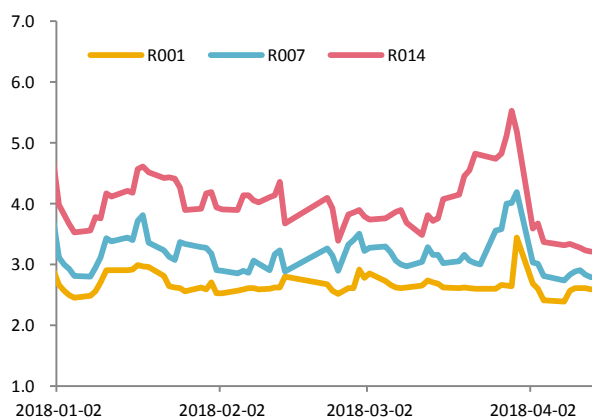
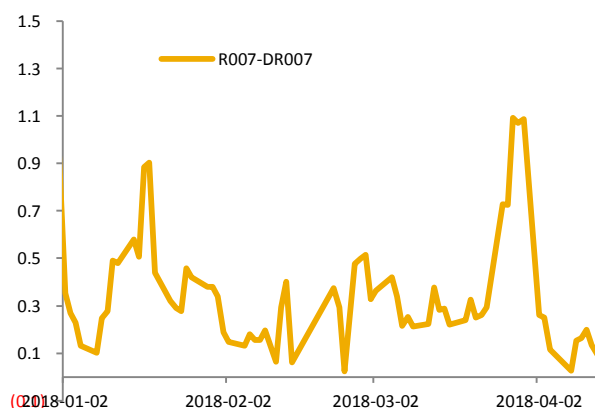


图 8：R007-DR007



数据来源：wind, 中辉期货研发部

## 3 国债期货：缴税叠加供应压力，债市回调买入

**经济基本面：**年初以来金融监管全面封堵非标融资、通道业务，社融增速从去年末的 12% 下降至当前的 10.5%，预计年末有下降至 10% 甚至以下的可能。考虑到融资和经济的对应关系，今年名义 GDP 增速可能会降至 8% 附近，经济下行压力会逐步体现。3 月 CPI 同比大幅回落至 2.1%，PPI 继续降至 3.1%，均意味着货币、融资低增时代，通胀整体也会趋于下行，中长期对债市形成利好。

**资金面：**可能会由“极其宽松”向“中性”回归。从季节性因素看，缴税、海外分红和利率债发行提速对资金面的影响最大。4 月份是传统税收大月，面临较大规模的财政存款回笼，将对资金面形成一定冲击；随着年报披露近尾声，境内企业尤其是大行海外分红也会导致国内基础货币减少；国债和地方政府债从 4 月起发行明显放量，也会阶段性引发资金紧张。

**中美贸易战降温，避险需求对债市的提振作用趋弱。**4 月 10 日上午，国家主席习近平出席博鳌亚洲论坛 2018 年年会开幕式并发表重要主旨演讲，以“加法”解决贸易争端，保持独立对外政策的同时，商品和投资领域的开放也符合特朗普政府的诉求，大幅修复市场对于中美贸易摩擦的情绪。中美贸易摩擦已基本可控，市场反应较为到位，随着博鳌论坛的讲话提振市场信心，预计后续对于市场情绪的压制也会弱化。

国债期货市场在低位盘整四个月之后，于3月上升至一个新的平台之上，中期多单配置，短期空单配置。五债关注96.5元一线的支持，回调逢低偏多操作，十债关注93元一线的支持，回调逢低偏多操作。

日期	股债期货市场表现(周度)				
	五债	十债	IF	IH	IH
2018-04-13	97.07	93.88	3860.4	2720.8	6010.0
2018-04-04	96.85	93.55	3841.6	2698.0	5976.0
周度涨跌幅	0.23%	0.35%	0.49%	0.85%	0.57%

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688