

2018 周度报告 · 07.16-07.20

紧信用边际缓和，风险偏好提升 短期债券相比股票的性价比在下降

—宏观、股指、国债周评

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

1 股债市场：短期债券相比股票的性价比在下降

日期	期货价格（周度）				
	IF. CFE	IH. CFE	IC. CFE	TF. CFE	T. CFE
2018-07-20	3482.40	2499.20	5145.20	98.19	95.61
2018-07-13	3476.60	2465.20	5191.00	98.43	95.96
变化（BP）	0.17%	1.38%	-0.88%	-0.24%	-0.36%

金融去杠杆的政策定力仍在，但政策的边际放松，信用危机模式解除，信用紧缩的边际缓和，有助于缓解市场前期的一致悲观预期，风险偏好提升。加上前期债强股弱，债券相比权益的性价比在下降，政策有所放松，有助于风险资产（股票和优质的信用债）的价值提升，而不利于无风险资产（利率债、无风险利率）。除政策和风险偏好变化外，市场预期过于一致、交易拥挤也是导致资产价格变化的原因。

股指期货：紧信用边际缓和，风险偏好提升，反弹或可延续，量能限制。

周度来看，三大股指先抑后扬，IF、IH 涨幅分别为 0.17%、1.38%，IC 跌幅为-0.88%。

大盘目前处于低位筑底阶段，走势反复，一方面量能是制约股指反弹的重要因素，另外仍需关注人民币贬值对 A 股的制约。短期随着风险偏好的提升，反弹或可延续，逢低偏多操作。

国债期货：经济下行+货币宽松，仍有支撑；风险偏好回升，债市承压。

本周债市先扬后抑，波动放大，五债、十债分别下跌 0.24%、0.36%。

货币政策结构性宽松和融资需求回落，给长端利率下行打开了空间，债市震荡上行的趋势仍能延续，但短期面临一定的获利回吐压力，债券步入震荡的概率较大，建议短期逢高偏空操作，另外需要密切关注月底政治局会议对政策的定调。

2 资金情绪面：紧信用边际缓和，风险偏好提升

7 月 18 日，央行窗口指导银行增配低评级信用债：“网传央行近日窗口指导银行，将额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资。同日，银保监会召开对银行业金融机构座谈会，意在疏通货币政策传导机制以及做好民营企业和小微企业融资。

7 月 20 日，一行两会均颁布资管新规配套细则，其中央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理

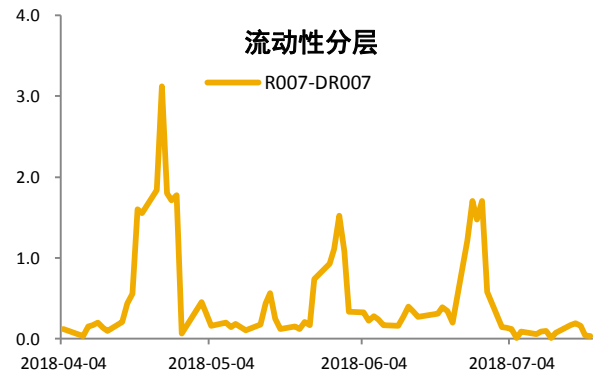
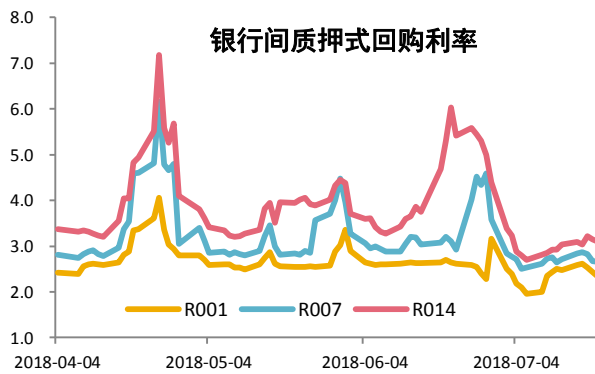
业务指导意见有关事项的通知》，银保监会发布《理财新规（征求意见稿）》，证监会发布《私募资管管理办法（征求意见稿）》及《私募资管计划运作管理规定（征求意见稿）》。金融监管打破刚兑、消除嵌套等大方向未变，但执行尺度有所放宽。监管靴子落地，缓解机构观望情绪，监管边际放松，为呵护资管产品平稳转型，货币政策或维持偏松，利好资金面与短端利率。

为对冲税期、政府债缴款等影响，上周央行净投放资金 6100 亿，其中逆回购投放 5800 亿，逆回购到期 400 亿，国库定存投放 1500 亿，国库定存到期 800 亿。7 月 17 日，央行进行 3 个月国库定存招投标，中标利率 3.70%，较上次中标利率大幅下行 103BP，创 17 年以来新低。国库定存利率由商业银行资金需求与货币市场资金供给共同决定。本次中标利率大幅下行主要是因为当前资金面宽松，货币市场利率位于低位，且扣除缴准成本后国库定存实际成本略高于 3 个月存单发行利率。

当前货币政策已经转向中性偏松，一方面降准释放流动性，并通过 MLF 资金支持银行信用债投资，另一方面公开市场加大投放，呵护资金面意图明显。此外，财政投放自 6 月末加快，6 月财政投放 5300 多亿、创历史新高。因此，资金利率位于低位，国库招标利率大幅下降 103BP，后续资金面有望继续保持合理充裕。

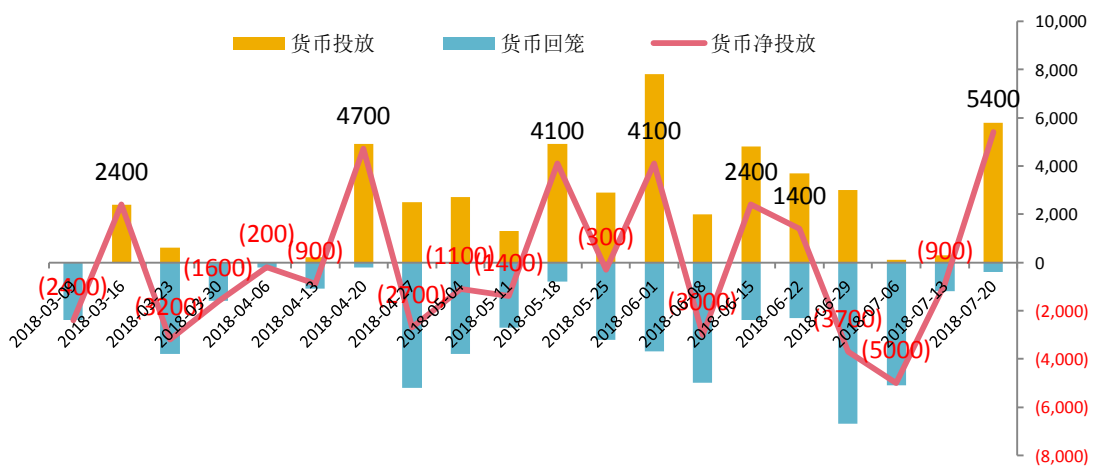
图 1：银行间质押式回购利率

图 2：R007-DR007



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 3：公开市场净投放



数据来源：wind, 中辉期货研发部

3 经济面：经济如期回落，债市仍有支撑

二季度经济增速如期小幅回落

二季度 GDP 增速 6.7% 较一季度回落 0.1 个百分点。受表外融资增速下滑较快、实体企业融资成本较高等影响，二季度基建投资明显回落、传统制造业投资仍存在下行压力，是 GDP 增速回落主要原因。下半年受投资及净出口动能减弱的影响，经济仍存一定下行压力。

6 月社零同比增速如期回升，二季度消费对 GDP 贡献率继续提升

6 月社零增速较前值提高 0.5 个百分点至 9%。结构来看，6 月餐饮消费增速提高 1.3 个百分点，餐饮消费提升或主要受世界杯及端午假期影响。6 月食品饮料、烟酒、服装等生活必需品反弹明显，与 618 网络购物相关的家具、家电、通讯器材也有所改善；汽车增速较上月继续下行，汽车消费疲软主因仍是 7 月 1 日降低关税之前的观望情绪，下半年可能出台汽车消费相关刺激政策，整体消费景气度将在下半年逐步回升的判断。上半年最终消费支出对经济增长的贡献率为 78.5%，较一季度继续提高。

1-6 月固定资产投资累计同比增速 6.0%，继续低位运行

1-6 月固定资产投资累计同比 6%，其中制造业投资累计同比 6.8%、基建累计同比 7.3%，地产投资累计同比 9.5%。固定资产投资增速继续低位运行，基建未见起色，地产投资出现回落。今年上半年，高技术制造业投资增速为 13.1%，远高于整体制造业，未来国家可能在高新制造业领域继续加大长周期资本投入。防控地方政府债务风险、金融去杠杆影响表外融资等因素将继续约束基建投资，短期内基建难以迎来大规模刺激政策，但如果经济下行压力继续加大，而消费和高端制造业无法对冲下行压力，中期可能放松中央财政主导的基建方向。

地产投资增速开始下滑

1-6 月房地产投资增速为 9.7%，与此前 10% 以上的增速相比，增速开始回落。此前支撑地产投资的主要动力是拿地投资的滞后计入，今年开年以来土地成交开始趋弱，因此二季度末地产投资逐渐出现疲弱。受棚改政策调整的影响，未来地产投资可能继续走弱。1-6 月商品房销售面积增长 3.3%，5、6 月份有所上行主要与房地产企业现金流紧张加速推盘有关。近期房地产调控依然没有放松迹象。1-6 月竣工面积增速继续下滑到 -10.6%，降幅扩大 0.5 个百分点，主要是融资限制，1-6 月到位资金增速为 4.6%，比 1-5 月下降 0.5 个百分点，未来短期内仍难见好转。

图 4：实际 GDP 和名义 GDP

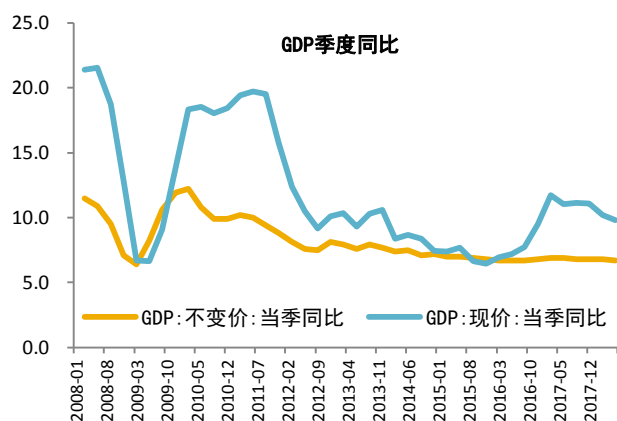


图 5：三大需求对 GDP 贡献率

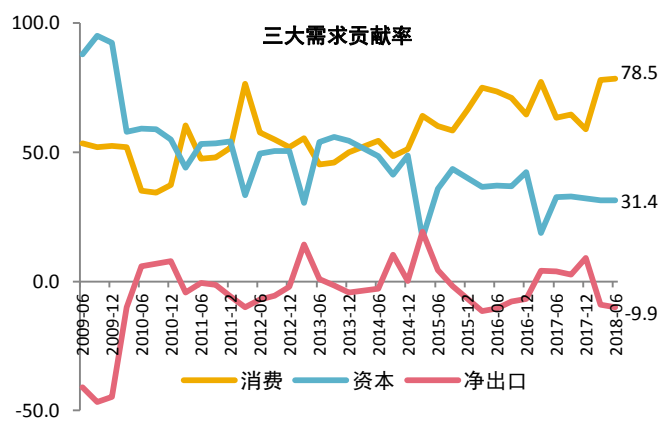


图 6: 全社会固定资产投资和民间固定资产投资

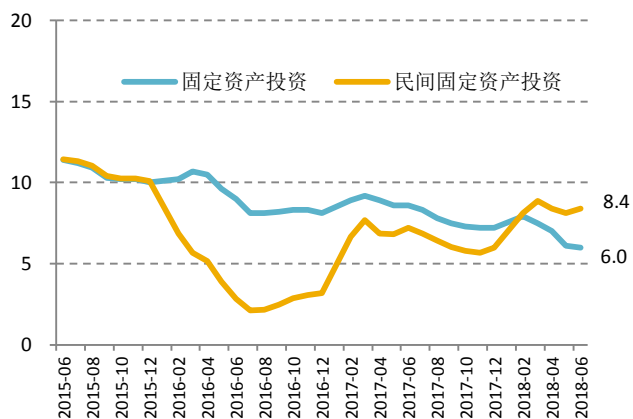
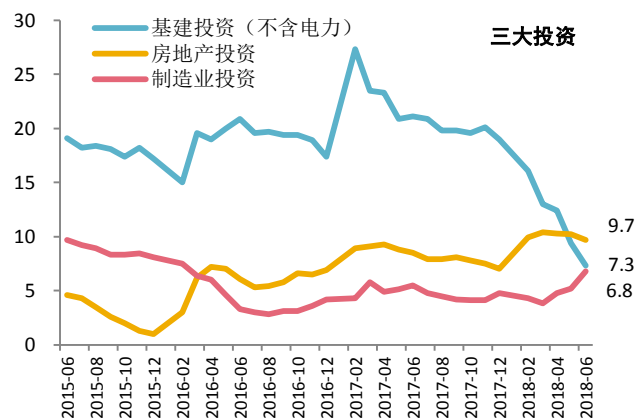


图 7: 三大固定资产投资



数据来源: wind, 中辉期货研发部

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