

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

多重因素影响下， 期债震荡上行

观点要点：

- **融资压力仍存。**9 月份社融数据表现不佳，近期推进“宽信用”的措施相继出台。后期信用风险有望得以部分化解，但目前来看，融资数据仍表现不佳，融资结构仍不合理，短期内可能仍然会有一定的融资压力。未来非标融资规模仍有继续收缩的压力，而贷款由短期向中长期的转移也存在一定的压力。新增贷款规模较高，但从结构上看更偏好于短期贷款，或表明银行风险偏好仍低。居民户和非金融公司部门的新增短期贷款规模均同比明显扩大，而新增中长期贷款规模均同比明显减少，表明当前居民的需求由房产向消费转移，而企业的长期投资需求有限，对实体经济的推动作用有限。M2 增速相对稳定，结构相对合理，主要根据季节性时点作出内部的调整，货币供给相对稳定，银行间资金面相对宽松。
- **经济下行压力不减。**10 月份官方制造业 PMI 继续回落至 50.2，前值 50.8，各项细分指数全线下滑。10 月份以来高炉开工率企稳，6 大发电集团日均耗煤量同比大幅下滑，商品房成交面积同比回落，乘用车批零销量同比继续下滑。整体上看，当前生产需求继续回落，经济下行压力不减。
- **通胀压力可控。**10 月份肉蛋菜等价格环比回落，生产资料价格指数上涨，部分工业品价格有所回落，考虑到四季度翘尾因素较低，预计短期内通胀压力可控。
- 综上所述，当前融资增速持续下滑，融资结构仍不合理，银行风险偏好不高，对居民和企业的贷款主要投放于短期需求，对实体经济的推动作用有限。但货币供给相对稳定，银行间资金面维持相对宽松。生产需求继续回落，经济下行压力不减。短期内通胀压力可控，多重因素影响下，期债仍有上升空间。

一、10月行情回顾：多重因素影响下，期债震荡上行

近期股市波动较大，股债跷跷板效应明显，期债行情在很大程度上受到了股市波动的影响。中期来看，融资对实体经济的推动作用有限，经济下行压力仍大，而后期通胀压力可控，在多方因素的影响下，判断期债仍有一定向上的空间。

融资压力仍存。9月份社融数据表现不佳，推进“宽信用”的措施相继出台。近日，央行公布，将运用再贷款、信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，引导设立民营企业债券融资支持工具，重点支持符合条件的民营企业债券融资。另外，继今年6月份增加1500亿元再贷款和再贴现额度后，央行决定再次增加1500亿元额度，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。此前，易刚行长在接受采访时也提及，央行正在研究继续出台缓解企业融资困难问题的措施，包括民营企业债券融资支持计划、民营企业股权融资支持计划、综合运用货币政策工具等支持商业银行扩大对民营企业的信贷投放。后期信用风险有望得以部分化解，但目前来看，融资数据仍表现不佳，融资结构仍不合理，短期内可能仍然会有一定的融资压力。

9月末社会融资规模存量197.3万亿，同比增长10.6%，低于前值的10.8%，社融累计同比持续下滑。当月新增社融2.2万亿，规模大幅增长主要是由于人民银行自9月份起将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。此外，今年7月起，人民银行将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入统计口径。按照9月份以前的统计口径计算的新增社融规模大约为1.4万亿，明显低于8月份的1.9万亿，说明新增社融规模仍有明显的下滑。

从结构上看，新增人民币贷款1.38万亿，同比及环比均有所增长，是新增社融规模的主要来源。新纳入统计口径的存款类金融机构资产支持证券和贷款核销规模共计贡献约2500亿，地方政府专项债贡献约7400亿增量。而委托贷款、信托贷款以及未贴现银行承兑汇票等非标融资规模共减少近2900亿，且同比少增约6800亿，企业债券融资规模新增487亿，同比少增1166亿，环比少增2810亿。未来非标融资规模仍有继续收缩的压力，而贷款由短期向中长期的转移也存在一定的压力。

9月份新增人民币贷款13800亿，同比多增1100亿，环比多增1000亿。季末时点，新增贷款规模较高，但从结构上来看则更偏好于短期贷款，或表明银行风险偏好仍低。具体来看，新增短期贷款4232亿，同比多增2150.3亿；新增中长期贷款8109亿，同比少增1706亿；新增票据融资1742.83亿，同比多增1764.53亿。居民户和非金融公司部门的新增短期贷款规模均同比明显扩大，而新增中长期贷款规模均同比明显减少，表明当前居民的需求由房产向消费转移，而企业的长期投资需求有限，对实体经济的推动作用有限。

9月份M2同比8.3%，较前值的8.2%小幅回升。从结构上看，新增人民币存款8902亿，同比多增4570亿，环比少增1998亿。其中，新增居民户存款13269亿，主要为季末时点的影响；新增非金融性公司存款3104亿，同比少增324亿，环比少增3035亿；季末财政支出增大，财政存款减少3473亿；非银行业金融机构存款减少9498亿，同比多减823亿，环比多减7287亿。从派生渠道上看，各项贷款、有价证券及投资、财政存款等对M2同比的拉动提高，而人民币兑美元贬值压力的增大在一定程度上导致9月份外汇占款大幅减少近1200亿，拉动

M2 同比下滑。但整体来看，M2 增速相对稳定，结构相对合理，主要根据季节性时点作出内部的调整，货币供给相对稳定，银行间资金面相对宽松。

经济下行压力不减。生产方面，9 月份汽车产量同比大幅下滑 10.6%，拖累工业增加值同比跌至 5.8%。需求方面，1-9 月份固定资产投资完成额累计同比 5.4%，较 1-8 月的 5.3% 小幅企稳回升。制造业投资完成额累计同比大幅回升至 8.7%，是拉动投资的主要力量。基建投资同比增速继续回落，但回落幅度有所收窄。而受房屋销售下滑的影响，房地产投资额累计同比由上月的 10.1% 继续下滑至 9.9%，成为投资的主要拖累。9 月份进口同比 14.3%，低于前值 19.9%，但基本符合预期。在进口商品中，大豆进口额再度回落，原油、铁矿及塑料等工业品的进口额对进口同比的拉动也明显下滑，或表明当前内需仍弱。出口同比 14.5%，大幅高于前值 9.1%，外需仍有一定的支撑。9 月份社会消费品零售总额同比增长至 9.2%，但剔除价格因素后的实际同比回落至 6.4%，表明当前消费需求有所降温。

10 月份官方制造业 PMI 继续回落至 50.2，前值 50.8，各项细分指数全线下滑。10 月份以来高炉开工率企稳，6 大发电集团日均耗煤量同比大幅下滑，商品房成交面积同比回落，乘用车批零销量同比继续下滑。整体上看，当前生产需求继续回落，经济下行压力不减。

通胀压力可控。9 月 CPI 同比 2.5%，预期 2.5%，前值 2.3%；PPI 同比 3.6%，预期 3.5%，前值 4.1%。其中，蔬果和鸡蛋价格大幅上涨，合计影响 CPI 上涨约 0.56%；居住价格上涨影响 CPI 上涨约 0.56%，翘尾因素的影响为 0.43%。9 月份原油和化工品价格走高，黑色等工业品价格走低，PPI 的新涨价影响约为 1.7%，为今年最高值，但由于翘尾因素较低，导致 PPI 同比仍有较大幅度的回落。10 月份肉蛋菜等价格环比回落，生产资料价格指数上涨，部分工业品价格有所回落，考虑到四季度翘尾因素较低，预计短期内通胀压力可控。

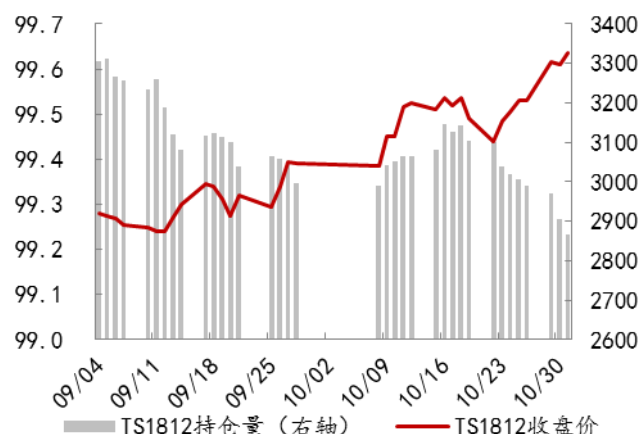
综上所述，当前融资增速持续下滑，融资结构仍不合理，银行风险偏好不高，对居民和企业的贷款主要投放于短期需求，对实体经济的推动作用有限。但货币供给相对稳定，银行间资金面维持相对宽松。生产需求继续回落，经济下行压力不减。短期内通胀压力可控，多重因素影响下，期债仍有上升空间。

图表 1：国债期货 10 月行情

	2018/10/31	2018/09/28	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TS1812.CFE	99.635	99.39	0.245	0.25%	3,037	166
TF1812.CFE	98.365	97.76	0.605	0.62%	18,224	5,291
T1812.CFE	95.81	94.785	1.025	1.08%	60,585	32,160

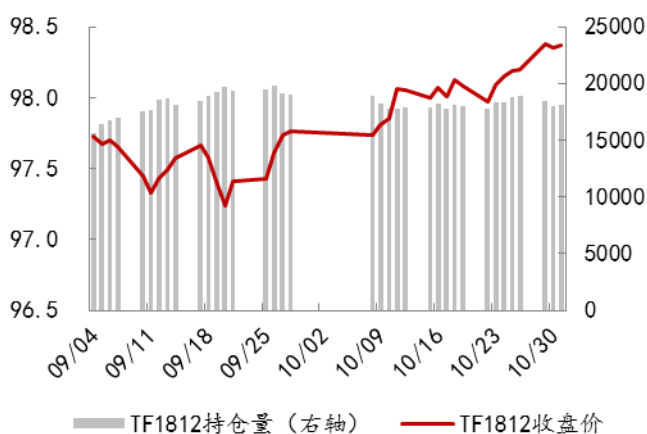
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TS1812 合约宽幅震荡



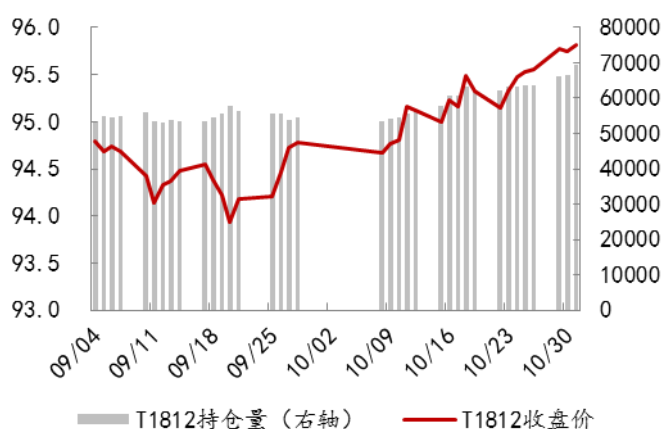
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: TF1812 合约震荡下跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: T1812 合约震荡下跌



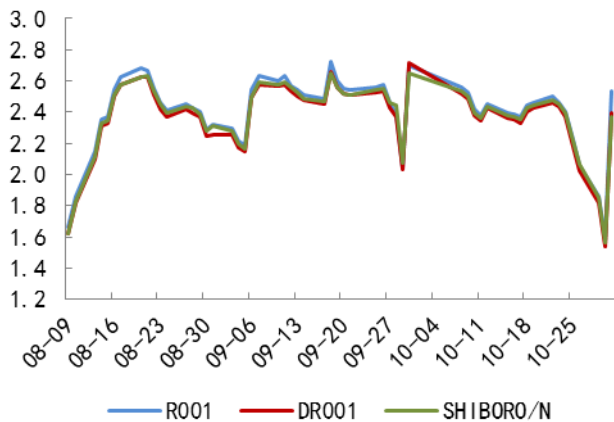
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、降准置换 MLF，资金面相对宽松

公开市场操作方面，10 月份共有 5800 亿逆回购到期，国庆假期后银行间资金面宽松，中旬央行暂停逆回购操作，10 月 19 日起重启逆回购，共投放 5200 亿，10 月份央行逆回购净回笼 600 亿。10 月 13 日（顺延至 15 日）有 4980 亿 MLF 到期，其中有 465 亿已被此前的降准资金置换，10 月 15 日起，央行下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿 MLF，这部分 MLF 当日不再续做。除去此部分，降准还可再释放增量资金约 7500 亿元。

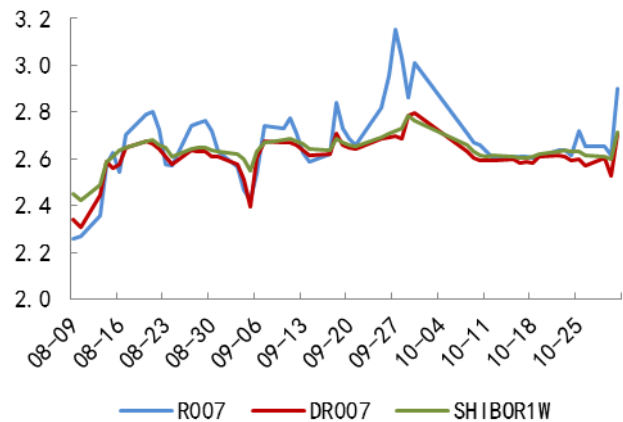
资金方面，国庆假期后，银行间资金面重回宽松，隔夜资金利率大幅下行，7 天、14 天以及 1 个月资金利率相对平稳运行，而 3 个月资金价格于下旬有所攀升。尽管 31 日跨月资金价格冲高，但当前资金面整体维持宽松。

图表 5: 隔夜资金利率



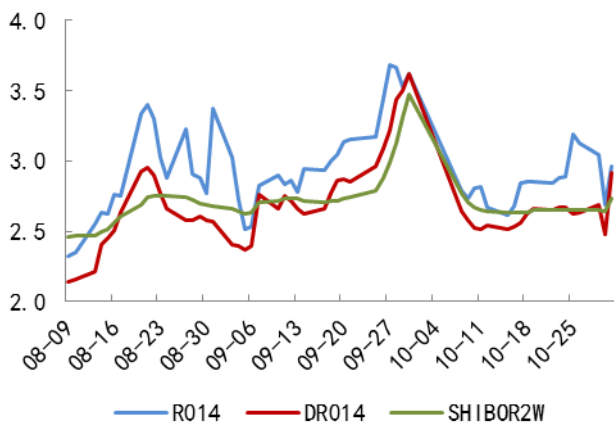
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 7 天资金利率



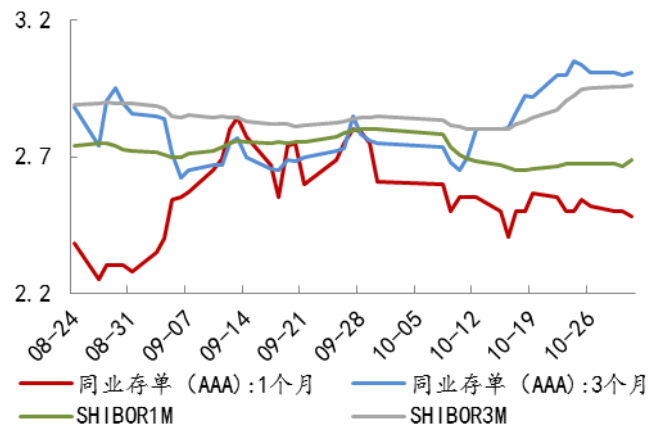
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 14 天资金利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 中期资金利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、一级市场发行情况较好，二级国债收益率曲线牛陡

一级市场方面，10 月份共发行了 4595.5 亿付息式国债和政金债，其中，2544.8 亿付息式国债、1357.9 亿国开债、312.8 亿进出口债、380 亿农发债。一级市场发行利率均低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数较高，发行情况较好。

图表 9: 10 月一级市场利率债统计

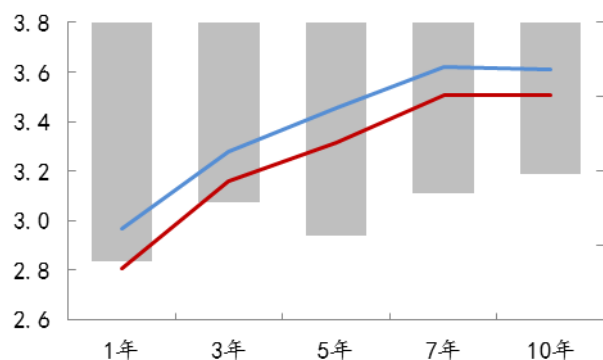
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	二级市场前一日 到期收益率	一级-二级 利差 (bp)	全场 倍数	边际 倍数
180020X.IB	18 付息国债 20(续发)	2018/10/10	390.5	7	3.55	3.61	-6.44	2.19	2.75
180021.IB	18 付息国债 21	2018/10/10	390.2	3	3.17	3.23	-6.03	2.31	1.37
180022.IB	18 付息国债 22	2018/10/17	290	2	3.00	3.06	-6.25	2.11	1.24
180023.IB	18 付息国债 23	2018/10/17	390.7	5	3.29	3.41	-11.94	2.42	1.94
180024.IB	18 付息国债 24	2018/10/19	302.4	30	4.08	4.12	-3.52	2.56	1.4

180018X2. IB	18 付息国债 18(续 2)	2018/10/24	390.5	1	2.82	2.86	-3.62	2.81	1.49
180019X2. IB	18 付息国债 19(续 2)	2018/10/24	390.5	10	3.50	3.54	-3.92	2.4	2.78
180206Z25. IB	18 国开 06(增 25)	2018/10/9	50.2	7	4.23	4.26	-3.66	3.1	2.27
180210Z13. IB	18 国开 10(增 13)	2018/10/9	120	10	4.16	4.19	-3.12	2.36	2.36
180211Z8. IB	18 国开 11(增 8)	2018/10/9	90	5	3.88	3.96	-8.53	3.37	1.02
180212Z4. IB	18 国开 12(增 4)	2018/10/9	84	3	3.58	3.63	-5.77	3.32	2.63
180206Z26. IB	18 国开 06(增 26)	2018/10/16	60	7	4.16	4.20	-3.31	3.28	3.43
180210Z14. IB	18 国开 10(增 14)	2018/10/16	120	10	4.14	4.15	-0.59	2.66	1.83
180211Z9. IB	18 国开 11(增 9)	2018/10/16	80	5	3.85	3.92	-6.93	3.26	3.24
180212Z5. IB	18 国开 12(增 5)	2018/10/16	60	3	3.54	3.60	-6.03	2.92	2.24
180210Z15. IB	18 国开 10(增 15)	2018/10/23	120.3	10	4.10	4.13	-2.57	3.36	1.2
180211Z10. IB	18 国开 11(增 10)	2018/10/23	87.8	5	3.84	3.91	-7.47	4.29	3.3
180212Z6. IB	18 国开 12(增 6)	2018/10/23	93	3	3.53	3.60	-7.71	3.89	1.07
180214. IB	18 国开 14	2018/10/23	62.6	7	4.15	4.15	0	3.28	1.93
180210Z16. IB	18 国开 10(增 16)	2018/10/30	120	10	4.02	4.07	-5.16	2.19	1.07
180211Z11. IB	18 国开 11(增 11)	2018/10/30	80	5	3.70	3.82	-11.22	3.02	3.39
180212Z7. IB	18 国开 12(增 7)	2018/10/30	70	3	3.39	3.49	-9.48	2.88	6.47
180214Z. IB	18 国开 14(增发)	2018/10/30	60	7	4.03	4.07	-3.94	3.71	1.78
180309Z6. IB	18 进出 09(增 6)	2018/10/11	30	5	3.90	4.00	-9.56	6	2.31
180312Z2. IB	18 进出 12(增 2)	2018/10/11	30	1	2.82	2.96	-13.52	5.45	2.22
180313Z. IB	18 进出 13(增发)	2018/10/11	40	3	3.63	3.65	-1.69	3.41	2.4
180312Z3. IB	18 进出 12(增 3)	2018/10/18	44	1	2.82	2.98	-16.09	2.95	2.06
180313Z2. IB	18 进出 13(增 2)	2018/10/18	41.3	3	3.57	3.63	-6.2	3.67	1.53
180309Z7. IB	18 进出 09(增 7)	2018/10/25	40	5	3.78	3.93	-14.76	3.74	1
180312Z4. IB	18 进出 12(增 4)	2018/10/25	44.5	1	2.75	2.91	-16.61	3.21	1.59
180313Z3. IB	18 进出 13(增 3)	2018/10/25	43	3	3.51	3.58	-7.08	3.35	1.65
180401Z33. IB	18 农发 01(增 33)	2018/10/24	40	7	4.10	4.19	-8.35	4.83	3.94
180406Z18. IB	18 农发 06(增 18)	2018/10/24	60	10	4.20	4.26	-5.18	4.27	9.47
180407Z11. IB	18 农发 07(增 11)	2018/10/24	60	1	2.68	2.94	-26.21	4.23	1.12
180408Z12. IB	18 农发 08(增 12)	2018/10/24	50	5	3.84	3.95	-11.47	4.06	5.56
180409Z12. IB	18 农发 09(增 12)	2018/10/24	50	3	3.53	3.62	-9.94	3.52	1.28
180408Z13. IB	18 农发 08(增 13)	2018/10/29	60	5	3.75	3.89	-14.07	3.8	1.32
180409Z13. IB	18 农发 09(增 13)	2018/10/29	60	3	3.42	3.52	-9.71	4.02	1

来源: Wind, 东兴期货研发中心

二级市场方面, 10 月份国债收益率曲线全线下行, 曲线小幅走陡。具体地, 1 年期跌 16.03BP 至 2.8054%, 2 年期跌 19.87BP 至 2.9415%, 3 年期跌 12.13BP 至 3.1595%, 5 年期跌 14.36BP 至 3.3129%, 7 年期跌 11.47BP 至 3.5054%, 10 年期跌 10.17BP 至 3.5086%。AAA 企业债到期收益率全线下行, 曲线小幅走平, 信用利差多数收窄。

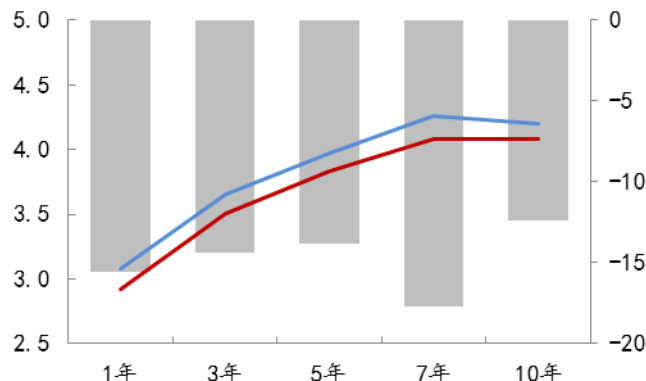
图表 10: 国债收益率曲线全线下行



— 月度涨跌 (bp, 右轴) — 2018/09/30 — 2018/10/31

来源: Wind, 东兴期货研发中心

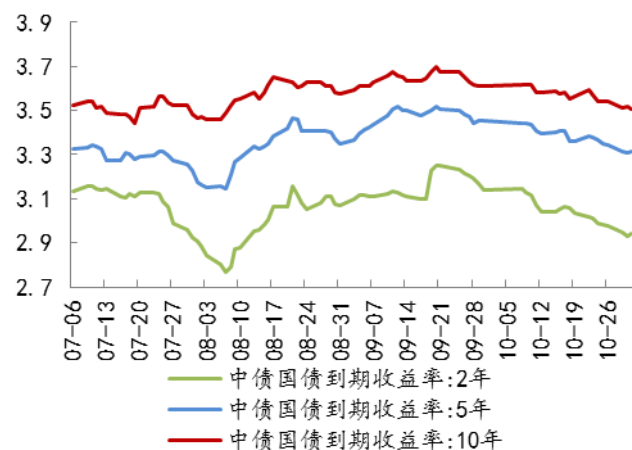
图表 11: 国开债收益率曲线全线下行



— 月度涨跌 (bp, 右轴) — 2018/09/30 — 2018/10/31

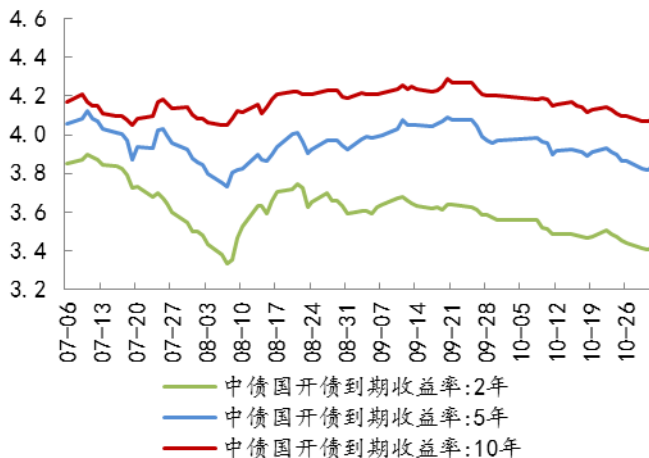
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 国债到期收益率下行



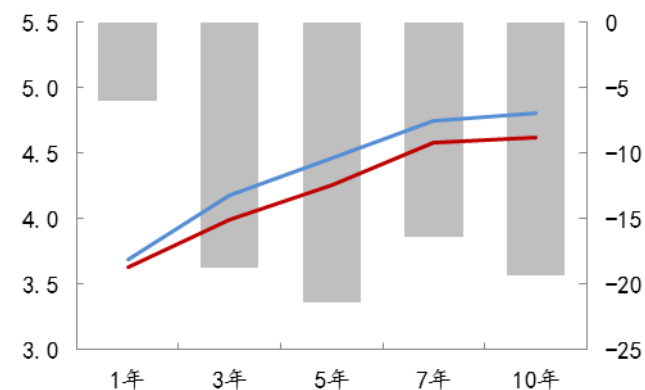
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 国开债到期收益率下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

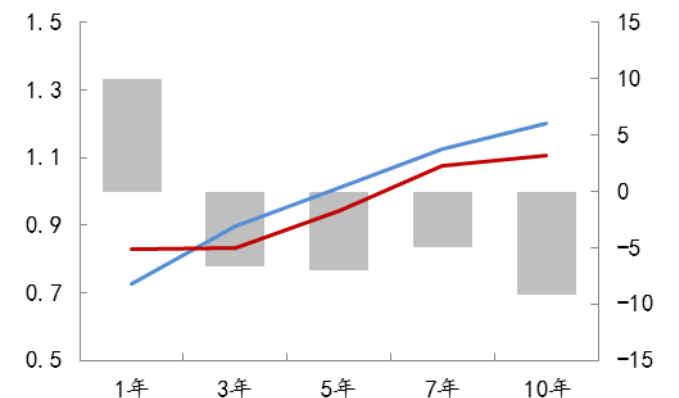
图表 14: AAA 企业债关键期限收益率全线下行



— 月内涨跌 (bp, 右轴) — 2018/09/30 — 2018/10/31

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: AAA 企业债-国债 信用利差多数收窄



— 月内涨跌 (bp, 右轴) — 2018/09/26 — 2018/10/31

来源: Wind, 东兴期货研发中心

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。