本周焦点：经济正在触底

股指做多 IF

国债空单持有

发展研究中心　宏观金融组
电 话：020-85590051
E-Mail：liuqingli@gf.com.cn

本周要点：

中国3月新增人民币贷款16900亿人民币，预期12500亿人民币，3月社会融资规模增量28600亿人民币，预期18500亿人民币。M2货币供应同比8.6%，预期8.2%，前值8%。M1货币供应同比4.6%，预期3%，前值2%。

地产“小阳春”带动M1快速上行，房贷利率仍在下行，信贷多有向地产倾斜，地产商资金来源不断回暖。经济正在筑底中，基本面边际好转将持续，预计M1将继续回升。

社融总量和结构双好转，企业中长期贷款大幅上涨，票据融资的增长反映了真实需求。

通过对过去四轮社融周期数据统计，发现社融拐点对经济增长指标的拐点有一定的领先作用，通常社融的高点平均领先GDP拟合指标3个多月，社融的低点平均领先2个多月。同时，从历史经验来看，社融的拐点出现后，股债的走势也会有一定的规律。

策略要点：

股指：从上周公布的数据来看，金融数据大幅超预期，显示企业融资需求和实体企业流动性正在好转，此外出口、物价均有所回升，利于企业盈利筑底。基本面数据明显改善利多本周股指表现。微观上，一季报预告显示创业板盈利边际改善，中小板盈利增速下滑速度放缓，盈利底在望。操作上，建议在3980-4020点做多IF1905，止损位3840点。

国债：本周绝大部分的消息对期债来说都是利空的影响。首先，大超预期且结构良好的社融数据，抑或同比大增的出口数据等基本面数据显示国内宏观经济已逐渐企稳。其次，货币政策维持稳健状态，在“宽货币”向“宽信用”传导渠道被疏通的背景下，重返“2”字头的CPI数据或将抑制货币政策继续宽松的程度，投资者需要警惕的是本周MLF到期叠加缴税等因素造成的资金缺口，央行采用降准或续作来对冲资金缺口将为市场提供判断央行货币政策取消的重要参考因素。再次，消息面也较为乐观，中美贸易谈判进展至第九轮，双方达成协议的可能性愈发增加，这将有效的提升市场的风险偏好，利空期债。总结而言，不论是资金面、基本面还是消息面，当前债市处于利空因素多于利多因素的事情，因此空单持有者可继续持有，时刻关注央行对冲资金缺口举动以适时调整后续策略。

联系信息（宏观金融研究小组）
王荆杰（咨询编号 Z0010774）
020-85594012，
wangjingjie@gf.com.cn；
胡岸（咨询编号 Z0011267）
020-85598360，
huan@gf.com.cn；
郑旭（咨询编号 Z0014217）
020-85598371，
zhengxu@gf.com.cn；
黄苗（从业编号 F3009979）
020-85594596，
huangmiao@gf.com.cn；
王凌翔（从业编号 F3033918）
020-85592765，
wanglingxiang@gf.com.cn；
吴施志（从业编号 F3038261）
020-89811936，
wushizhi@gf.com.cn；
周舟（从业编号 F3047722）
020-85591807，
qhzhouzhou@gf.com.cn；

IF 主力合约近期走势

T 主力合约近期走势

本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读正文之后的免责声明。

目录

一、本周焦点：社融大超预期，经济正在触底 1
二、本周策略：股指做多 IF，国债空单持有 2
三、宏观表现：基本面数据跟踪 3
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪 6
免责声明 10

一、本周焦点：社融大超预期，经济正在触底

（1）地产行业大幅回暖，经济活力正在恢复

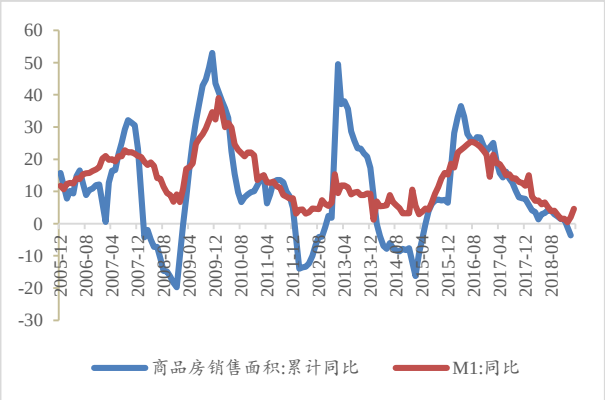
地产“小阳春”到来。3月房地产市场有所回暖，根据公开数据显示，3月份，房地产TOP10、TOP50、TOP100销售面积分别为3055.75万平方米、5699.86万平方米、6619.68万平方米。和2月份相比，销售面积分别实现了42.2%、49.1%以及46.6%的增长。一二线城市在本次地产的回暖中贡献较大，30大中城市中，一线城市和二线城市商品房成交面积分别为343.96万平方米和699.79万平方米，环比2月分别增长了141.3%和79.3%。

地产销售回暖带动M1上行。地产销售的上行是M1大幅回暖的主要原因之一，反映出社会活力有所恢复。从高频数据来看，3月份高炉和焦炉开工率不断上行，6大发电集团日均耗煤量也高于去年同期3万吨左右，整体开工和需求都在平稳回暖中，基本印证了李克强总理在博鳌论坛上的发言。

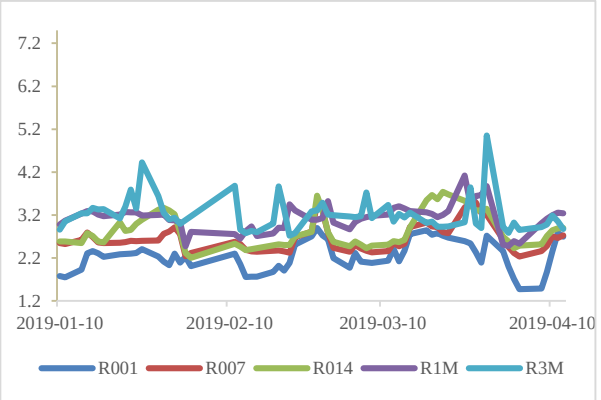
房贷利率仍在下行。深圳地区个人房贷利率3月份连续两次下调，南昌、南京等部分二三线城市个人房贷利率也在下调，一二线城市房贷利率的放宽未来仍将利好销售。此外，3月信贷多有向地产倾斜，地产商资金来源不断回暖。经济正在筑底中，基本面边际好转将持续，预计M1将继续回升。

居民企业存款双涨，M2大幅回暖。居民和企业存款较去年同期分别多增了3476亿和7560亿元，叠加财政支出同比多增2126亿元，共同推升M2回暖。

图：M1和房地产价格走势（当月同比，%）



图：资金利率变动情况（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

（2）社融总量结构双双好转

表外融资继续回暖，专项债加速发行助力社融。3 月社融大超市场预期至 2.86 万亿，其中，表外融资增长 823.9 亿元，同比多增 3353.4 亿元，成为社融总量超预期增长的主要力量之一。此外，3 月专项债发行了 2532 亿，同比多增 3194 亿，反映出基建对宽信用有较大的贡献。预计 2019 年专项债发行将超过 2 万亿，截至目前累计发行量超过 1/4，财政部要求专项债在 9 月前发行完毕，这意味着每个月发行量至少在 2500 亿左右，说明未来几个月专项债都将是社融的主要增长力量。

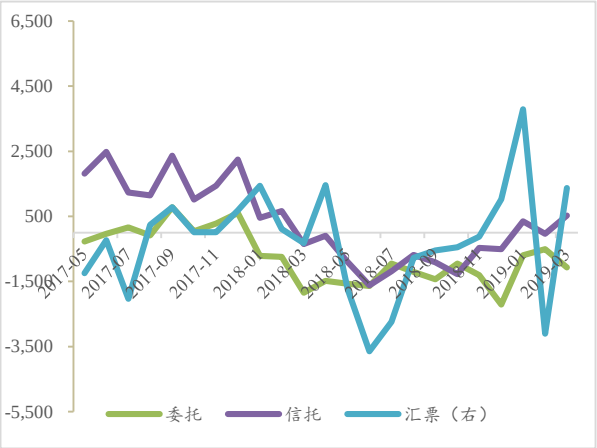
结构大幅好转，票据增量代表真实需求。3 月的新增人民币贷款出现了显著的结构性改善，企业中长期贷款新增 6573 亿元，同比多增了 1958 亿元，叠加企业短期贷款，企业整体融资量将去年同期大幅增长了近 5000 亿。随着宽信用的推进，企业经营状况开始好转，随着 4 月减税政策的正式实施，在预期盈利逐步向好的背景下，企业将更倾向于长期融资，结构性改善或将持续。此外，3 月份票据融资增长近千亿，但是背后反映的是真实需求。一方面 2 月底以来多家银行启动了票据套利的检查，一旦发现企业利用票据参与套利，就会立即采取措施暂停企业票据贴现，因此套利者纷纷出场；另一方面，随着资金面的平稳宽松，结构性存款利率出现了一定程度的回落，叠加票据市场利率的上行，套利空间被大幅压缩。因此总体来说，3 月份的新增票据融资代表了企业的真实需求。

经济正在触底。通过对过去四轮社融周期数据统计，发现社融拐点对经济增长指标的拐点有一定的领先作用，通常社融的高点平均领先 GDP 拟合指标 3 个多月，社融的低点平均领先 2 个多月。同时，从历史经验来看，社融的拐点出现后，股债的走势也会有一定的规律。主要体现在两个方面：

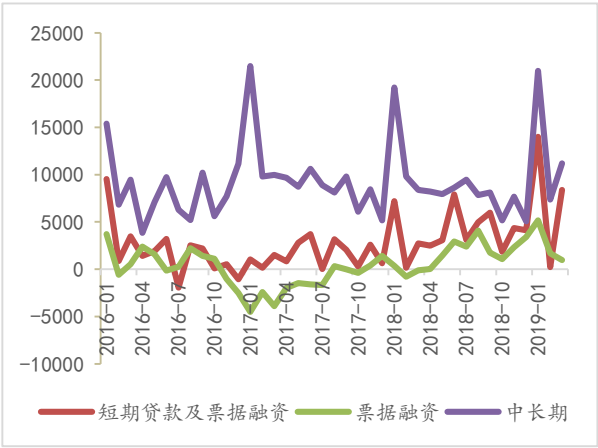
一是社融低点出现后，股指短期不一定会上涨，但是中期来看，仍然会有较好的表现。社融的底部和股指的底部比较接近，社融的底部领先或滞后股指的底部，前后差不多半年的时间。而债市方面，社融的低点和 10 年国债收益率的低点也比较对应，社融低点出现后，短期 10 年国债收益率继续下行的空间十分有限，而中期来看大概率会上行。

二是社融顶点出现后，股指无论是短期还中期，基本上都以下跌为主，而国债收益率短中期的走势没有明显规律。

图：非标融资有所回暖（亿元）



图：企业短期贷款和中长期贷款（亿元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

二、本周策略：股指做多IF，国债空单持有

股指期货

进入四月下旬，今年一季度上市公司盈利走势将逐渐明朗。截至4月14日，全部A股共1428家公司披露了2019年一季度业绩预告，披露率为39.64%。其中，创业板披露率最高，中小板次之，主板披露率较低。从2019年Q1业绩预告来看，创业板和中小板的业绩变化方向出现了比较明显的

分化。创业板2019年一季度可比口径的净利润同比增速为-13.08%，较2018年净利润同比增速-54.94%环比提升41.86%。虽然创业板一季度预告净利润同比增速依旧为负，但净利润同比下滑的速度已经大幅收窄。中小板2019年一季度可比口径的净利润同比增速为-29.93%，较2018年净利润同比增速-26.14%下滑3.79%，2019年一季度中小板业绩继续恶化，但下滑速度大幅放缓。总体来看，一季度创业板盈利呈现出明确的边际好转趋势，若剔除业绩波动较大的公司（温氏股份、光线传媒）后，创业板的净利润同比增已经由负转正。中小板若剔除主要养猪龙头（雏鹰农牧、牧原股份、正邦科技、天邦科技），一季度净利润增速也将环比改善。我们认为，从今年一季度起，中小创盈利将逐渐相对大盘股占优。首先，在一季报中，中小创的内生增长已经有了明显的修复，商誉减值因素减弱。其次，由于中小创中大部分大额亏损的企业为养猪企业，受益于非洲猪瘟持续发酵叠加猪周期触底向上，猪价二季度反弹有望加速修复养猪企业利润，带动中小创业绩回升。最后，由于全部A股净利润增速和PPI有很强的相关性，PPI即使反弹，PPI同比仍然大概率低于去年，主板的盈利能力仍然承压。

金融数据大幅超预期，经济正在触底。3月金融数据上周出炉，社会融资规模和M2货币供给均大幅超预期，说明企业融资需求有所好转，实体经济流动性正触底回升。出口方面，中国3月出口（以人民币计）同比增21.3%，前值降16.6%。物价方面，CPI和PPI同比双双回升。CPI方面，3月CPI同比增速2.3%，预期2.3%，前值1.5%。CPI同比大幅回升，符合市场预期，主要是由于非洲猪瘟加速猪周期底部反弹。PPI方面，3月PPI同比增速0.4%，预期0.5%，前值0.1%。PPI是现阶段上市公司盈利的最重要的影响因素，因此PPI触底反弹对于上市公司二季度业绩修复具有重要意义。

整体而言，从上周公布的数据来看，金融数据大幅超预期，显示企业融资需求和实体企业流动性正在好转，此外出口、物价均有所回升，利于企业盈利筑底。基本面数据明显改善利多本周股指表现。微观上，一季报预告显示创业板盈利边际改善，中小板盈利增速下滑速度放缓，盈利底在望。操作上，建议在3980-4020点做多IF1905，止损位3840点。

国债期货

本周绝大部分的消息对期债来说都是利空的影响。首先，大超预期且结构良好的社融数据，抑或同比大增的出口数据等基本面数据显示国内宏观经济已逐渐企稳。其次，货币政策维持稳健状态，在“宽货币”向“宽信用”传导渠道被疏通的背景下，重返“2”字头的CPI数据或将抑制货币政策继续宽松的程度，投资者需要警惕的是本周MLF到期叠加缴税等因素造成的资金缺口，央行采用降准或续作来对冲资金缺口将为市场提供判断央行货币政策取消的重要参考因素。再次，消息面也较为乐观，中美贸易谈判进展至第九轮，双方达成协议的可能性愈发增加，这将有效的提升市场的风险偏好，利空期债。总结而言，不论是资金面、基本面还是消息面，当前债市处于利空因素多于利多因素的事情，因此空单持有者可继续持有，时刻关注央行对冲资金缺口举动以适时调整后续策略。

三、宏观表现：基本面数据跟踪

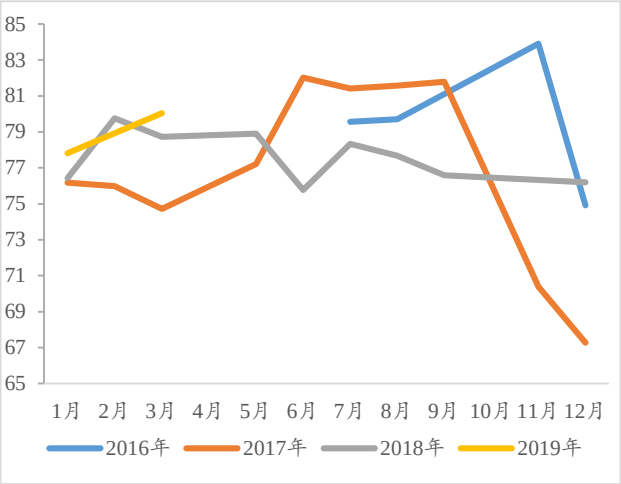
经济：上游开工良好，地产仍在回暖。上游来看，上周六大集团耗煤

量为66.37万吨/日，较上周同期回落了2.48万吨/日，高炉开工率和焦炉开工率仍在上升，三月底维持在63.6%和80.1%，上游开工总体平稳。下游方面，上周30大中城市商品房成交面积有所回落，日均成交面积为43.14万平方米，前一周日均成交面积为61.6万平方米，100城市土地成交溢价率上升了1.9个百分点至27.95%，地产总体仍保持一定回暖态势。

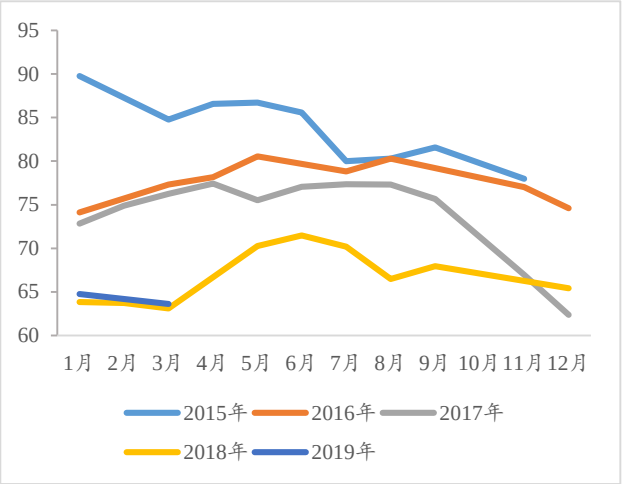
物价：通胀概率进一步上升。4月以来，猪肉价格环比上涨了0.67%，鲜菜价格上涨了0.2%。此外油价在4月份出现开门红，布伦特原油升至70美元。通胀概率进一步上升。

流动性：上周央行未开展公开市场操作，无逆回购到期，流动性依旧保持宽松格局，R001再次下行至2%以下。本周亦无逆回购或是MLF到期，预计资金面将保持平稳波动。

图：焦炉开工率（%）

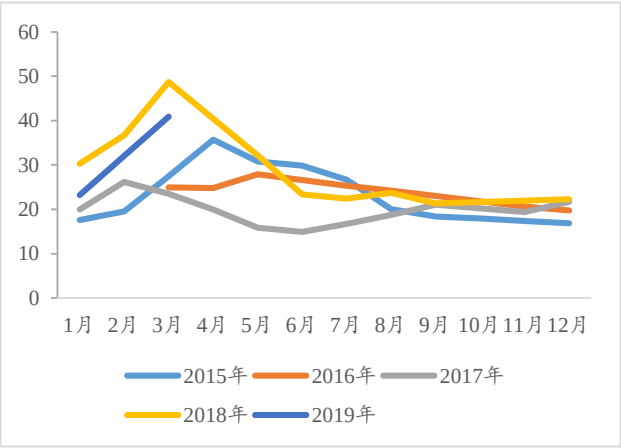


图：高炉开工率（%）

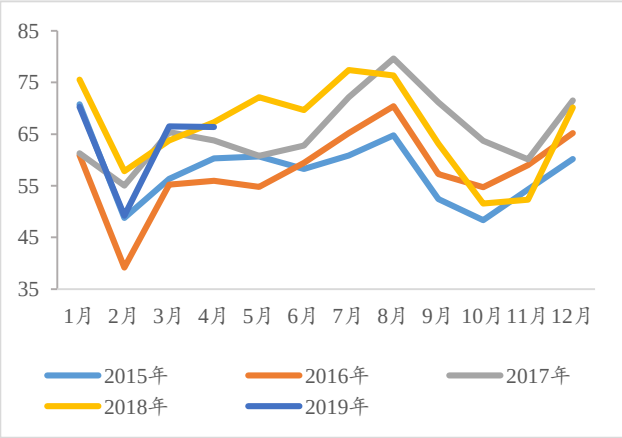


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹库存（上海，万吨）



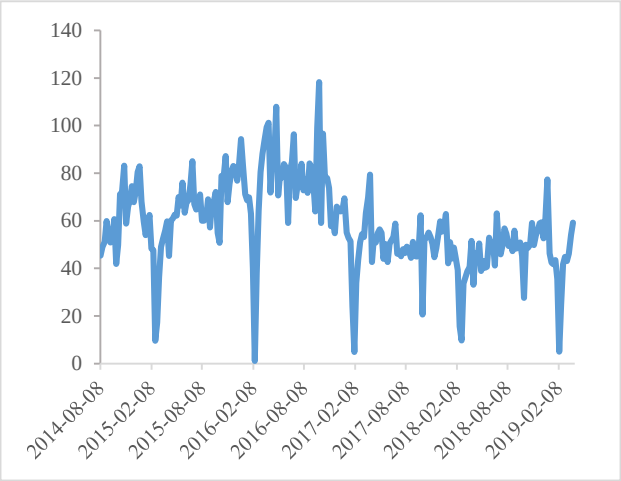
图：6大发电集团耗煤（万吨）

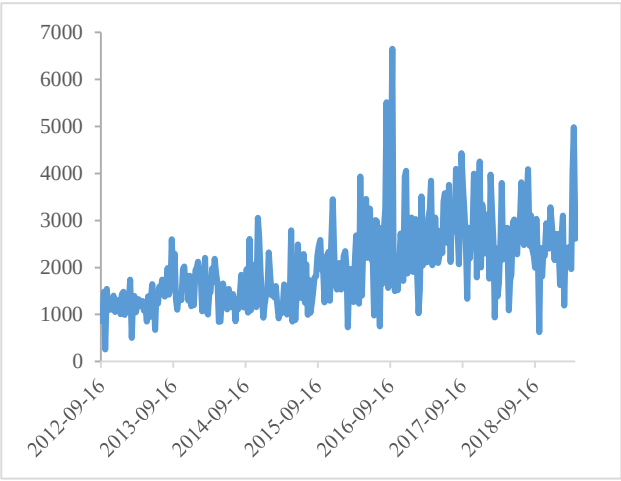


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：30大中城市商品房成交面积（万平方米）

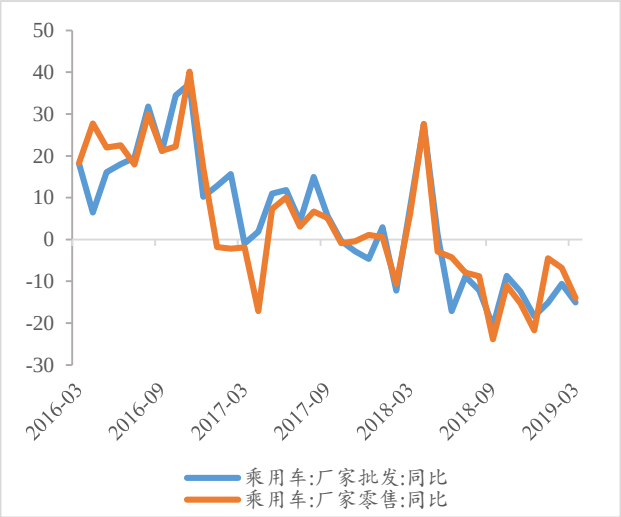
图：100大中城市成交土地楼面均价（元/平方米）



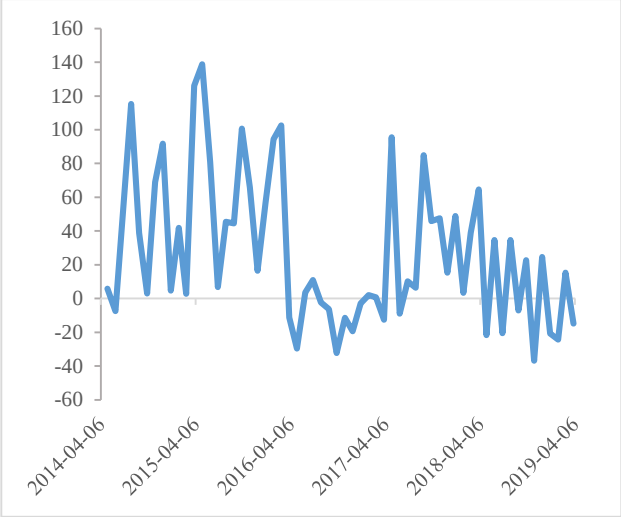


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：乘用车厂家批发和零售同比增速（%）

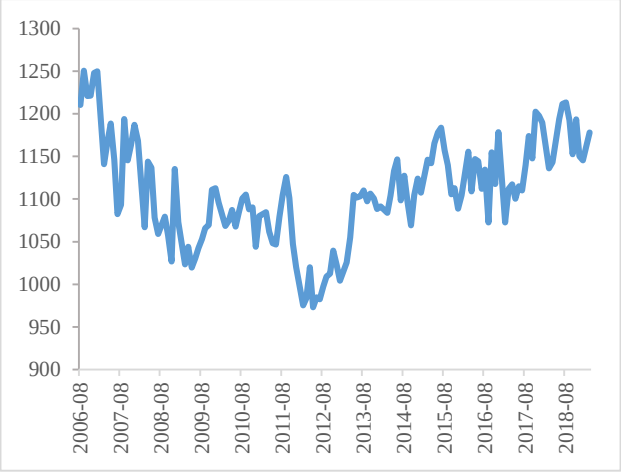


图：电影票房收入同比增速（%）

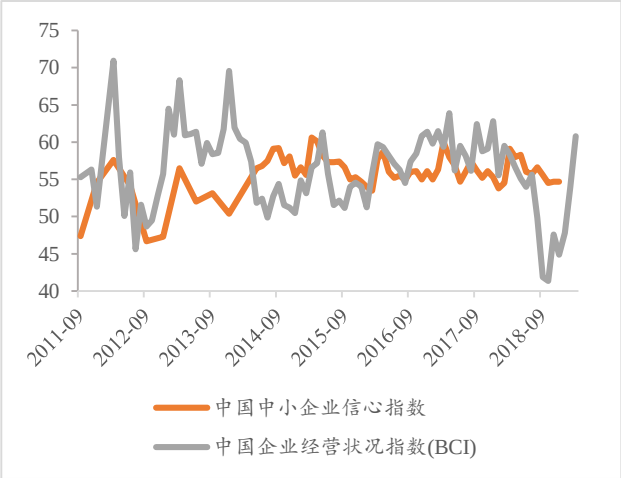


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：义乌中国小商品指数（%）

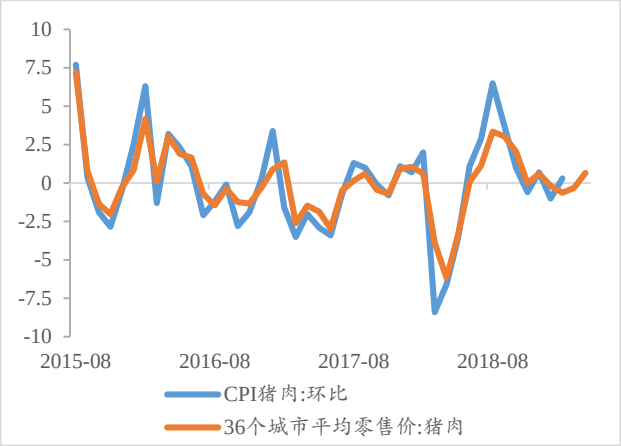


图：中国企业指数（%）

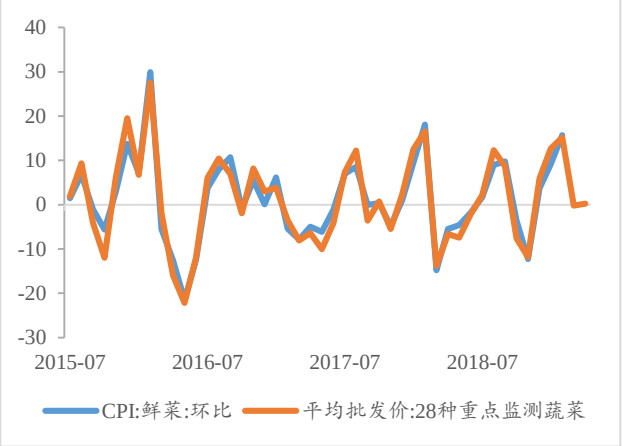


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：猪肉价格环比增速（%）

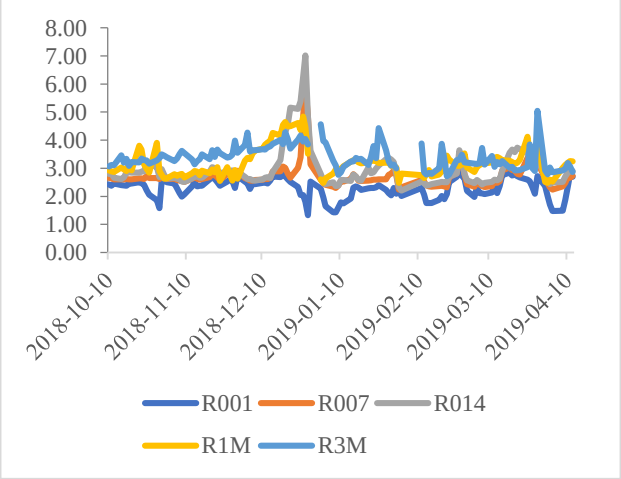


图：蔬菜价格环比增速（%）

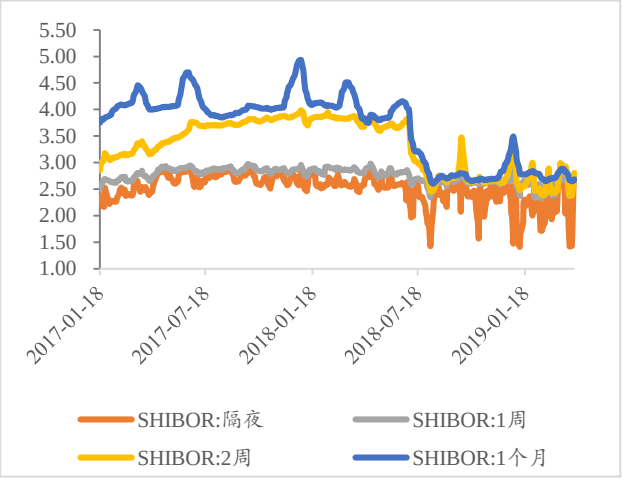


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：质押式回购利率（%）



图：SHIBOR利率（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

四、市场表现：股指国债期货数据跟踪

股指期货

股指方面，上周股指高位回调。上证综指下跌1.78%，深证成指下跌2.72%，创业板指下跌4.59%，沪深300指数下跌1.81%，上证50指数下跌1.07%，中证500指数下跌2.68%。期指方面，上周IF1904下跌1.84%，IH1904下跌0.82%，IC1904下跌2.76%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从23.37点降至8.18点，IH期现价差从8.02点降至7.68点，IC期现价差从11.04点降至-13.17点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓减少2173手、IH净持仓减少1549手、IC净持仓增加878手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓增加20手、IH净持仓减少1375手、IC净持仓增加376手。

流动性方面，央行上周未开展逆回购操作，无逆回购到期，实现公开市场零投放零回笼。截至上周五，上周隔夜Shibor利率上行123.50个基点，

R007上行48.80个基点。

股市资金面方面，截至上周四，两融余额9692.50亿元，环比增加240.91亿元。外资方面，上周陆股通净流出资金129.01亿元，前一周净流入44.10亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数下跌0.05%，德国DAX指数下跌0.08%，日经225指数上涨0.29%，恒生指数下跌0.09%。

国债期货

上周，期债处于低位震荡格局，其中TS1906累计下跌0.05%，TF1906累计上涨0.13%，T1906累计上涨0.19%。成交量方面，由于清明假期影响，除2年期国债期货外，5年期与10年期期债成交量普遍较前周有所增加，2年期国债期货成交量减少187手，5年期国债期货成交量增加10254手，10年期国债期货成交量增加22120手。从持仓量来看，2年期国债期货持仓较前周增加129手，5年期国债期货持仓量增加3264手，10年期国债期货持仓量增加2391手。现券收益率方面，短端收益率快速上行，2年期国债到期收益率上行28.58bp，5年期国债到期收益率上行4.65bp，10年期国债到期收益率上行6.55bp。

图:新增投资者数量（万户）

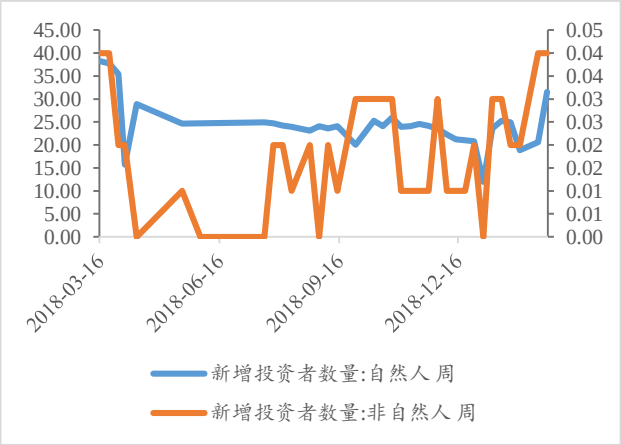
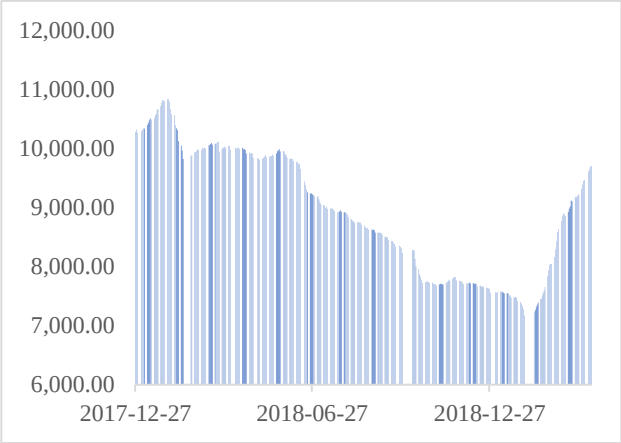


图:两融余额（亿元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:两沪股通、深股通净流入金额（亿元）

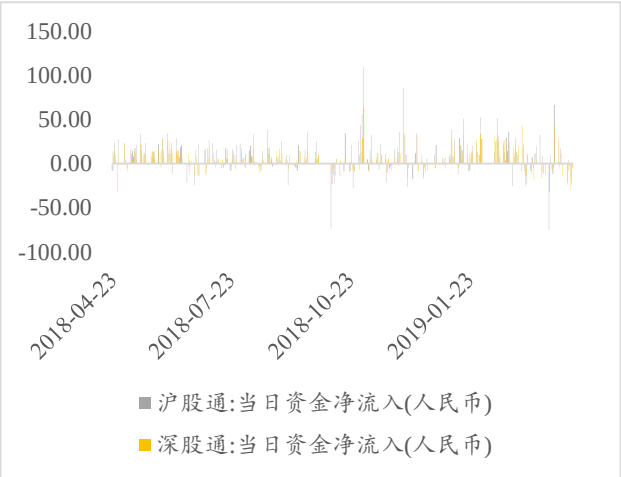
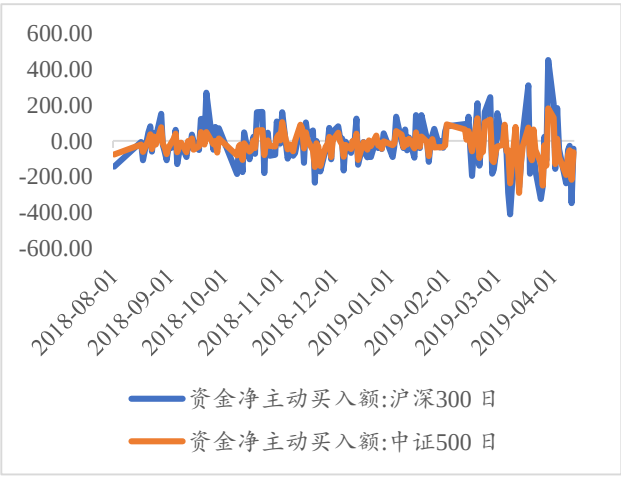


图:资金净主动买入金额（亿元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额（%）

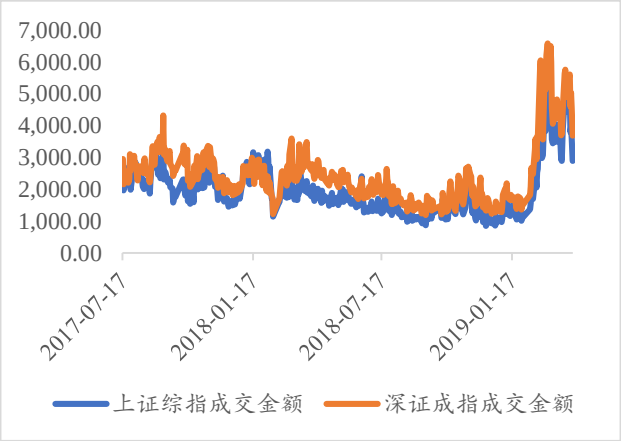
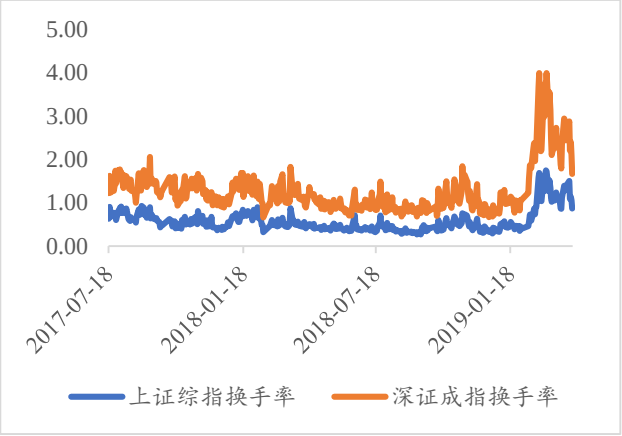
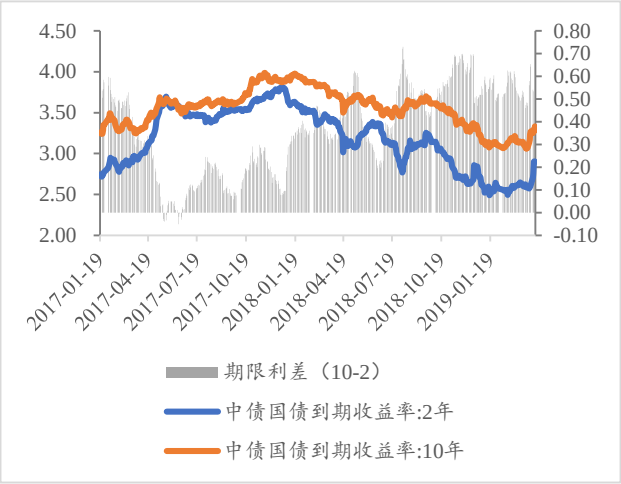


图:两市换手率（%）

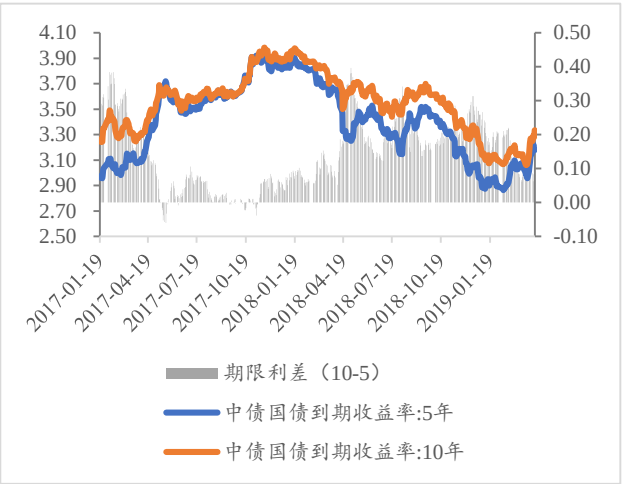


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：10年和2年期限利差（%）

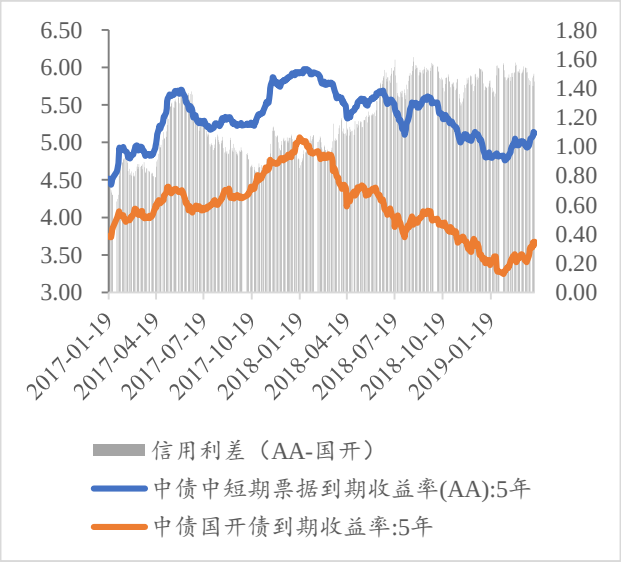


图：10年和5年期限利差（%）

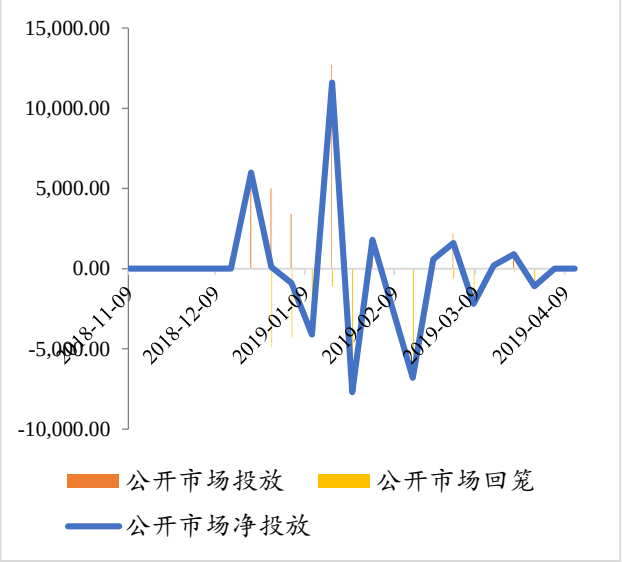


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：信用利差（%）



图：公开市场操作



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，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，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，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“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心
http://www.gfqh.cn
电话：020-38456888
地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼
邮政编码：510620