

债市纠结于基本面与政策面的博弈

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:

截至本周,6月基本面数据大部分公布完毕意味着我国半年的宏观经济答卷已提交。宏观经济数据的表现预示上半年基本面预期与政策面效果之间存在较大的博弈,中美经贸问题及美联储货币政策等海外因素对市场带来的压力在基本面表现上有所。7月以来,10年期国债收益率逐步走低,这与前期流动性超预期宽松及基本面疲弱有一定关系,而外围的宽松预期也一定程度上助推了行情的演进。我们认为核心问题仍在基本面与政策面的博弈。

策略要点:

股指:上周,A股继续以较小的波动率前行,整体交投仍不活跃,我们认为主要是两方面的观望。一方面,部分资金或提前离场,等待本周一科创板上市交易。另一方面,部分投资者对于月底召开的政治局会议及美联储议息会议持观望态度。本周起科创板上市前五个交易日不设涨跌停板,需警惕科创板异常波动下波及其他板块。操作上建议暂时观望。

国债:二季度基本面数据体现了国内经济仍在二次探底,逆周期调节政策的重要性不断增加,若资金面维持“合理充裕”,外围因素将持续扰动期债价格,建议投资者保持观望,警惕一致预期下的预期差带来的风险。

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;

王凌翔(咨询编号 Z0014488)

020-85592765,

wanglingxiang@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周焦点：债市纠结于基本面与政策面的博弈	1
二、本周策略：股指警惕波动，国债保持观望	4
三、宏观表现：基本面数据跟踪	6
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	8
免责声明.....	12

一、本周焦点：债市纠结于基本面与政策面的博弈

经济在进入二季度以来表现持续羸弱，在内外因素共同作用下同比增速大多不及预期。经济先行指标制造业PMI在5月重回荣枯线下方且6月也未有起色，经济动能指标（新订单-产成品库存）延续弱势表现，原材料购进价格和出厂价格的下跌反映出企业利润空间持续收缩，制造业短期内承压的态势较为明显。从上半年制造业PMI数据的整体走势来看，春节过后在节后效益以及减税预期的共同作用下一度出现脉冲式增长，但其后受制于外部压力增大和内部金融监管政策边际收紧的影响，制造业PMI再次回归下行通道。

投资：制造业投资羸弱，基建静待发力，房地产投资保持较高增速

投资方面，1-6月份投资数据呈内部分化走势，房地产投资保持高位，制造业投资较为疲弱，而基建投资增速仍有较大增长空间。

具体数据来看，上半年制造业投资增长3%，增速较1-5月份数据增长0.3个百分点，在减税政策的影响下，制造业企业利润出现回暖迹象，如果三季度中美贸易不再升级，制造业投资增速有望加快。其次，上半年基建增长保持平稳，地方政府专项债加速发行是支撑基建发展的重要因素。截止6月，专项债累计发行了1.19万亿（人民币），完成了全年额度的88%，后续来看，为保持政策的连续性和“稳增长”的客观需要，专项债有望超额度继续发行，以支撑基建投资。最后，房地产投资虽然面临较多政策调控以及监管，但在上半年仍保持了较快的增速。虽然商品房销售面积有一定下滑，但房地产新开工面积的增速仍保持在两位数以上，显示出房地产的韧性，“稳增长”的需要致使监管更多的是降温而不是收紧，且维持因城施策而不是总量调控。

图1：PMI生产和新订单指数走势（%）

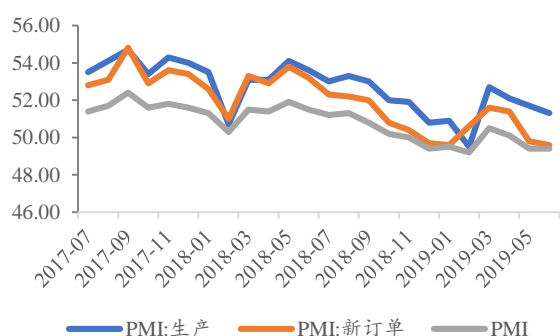
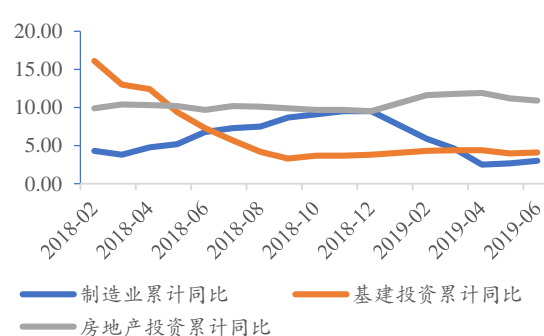


图2：投资数据（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

消费：汽车消费拖累，后续看政策走向

消费方面，作为国内经济增长的主要贡献因素，上半年消费受制于居民部门杠杆率高企的影响增速放缓，主要的原因在于汽车消费的拖累，6月社零名义增长大幅升至9.8%的主要原因在于电商促销叠加汽车消费回暖，后续来看汽车消费的回暖可能只是昙花一现，其6月的优异表现可能

更多的是与政策有关且一定程度透支了未来汽车相关消费的潜力，汽车消费预计再次回到下滑通道中，下半年汽车消费任重而道远。

总体来看，消费促进政策预计仍是下半年逆周期政策的主要一环。稳消费需要三个方面共同发力：第一，提高居民收入。二季度居民工资收入同比呈现上行趋势，其中工资性收入增速与一季度持平，而经营性收入和财产性收入增速较一季度分别加快了0.6个和1个百分点。第二，激活企业发展活力。制造业的升级特别是产品的升级关乎消费者消费升级走势，目前减税政策已经实施，制造业企业利润开始逐渐回暖。第三，引导信心恢复。通过减税能有效增加企业的利润，但是从目前企业长期贷款依旧疲软的情况来看，背后反映的可能是信心尚未恢复的原因。因此下半年来说，要真正保障消费平稳增长，逆周期政策仍需保持定力。

图3: 社零数据 (%)

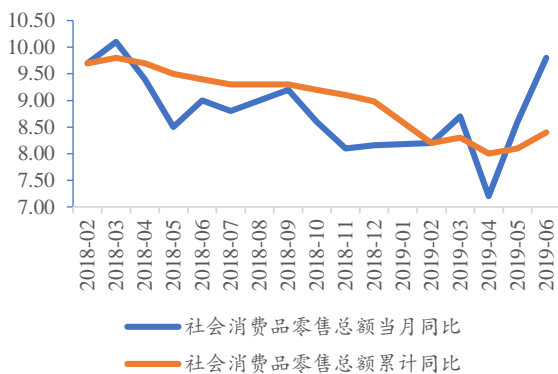
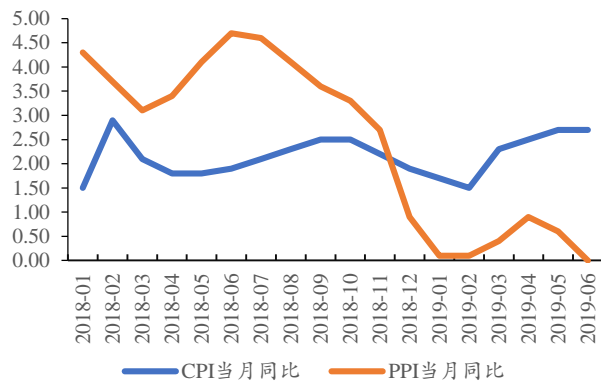


图4: 通胀数据 (%)



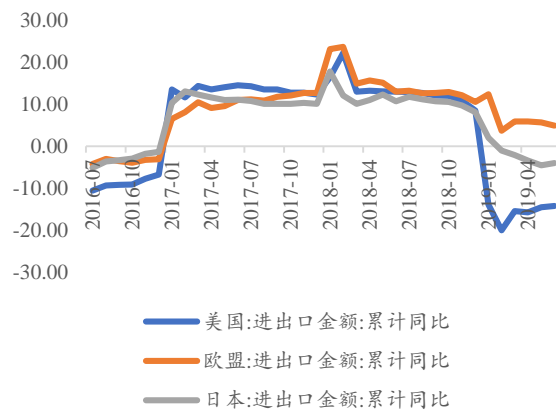
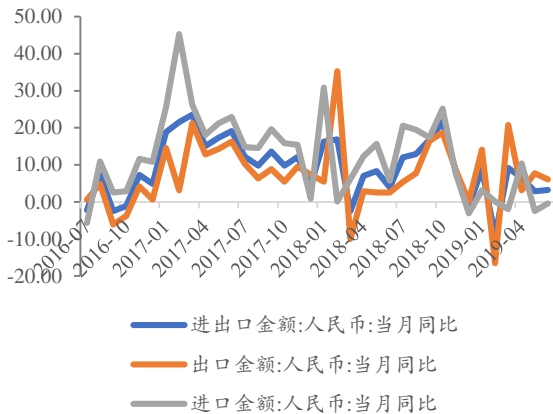
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

进出口: 结构性变革持续发生

进出口方面，上半年我国进出口数据的表现主要受政策（国家战略）与外围因素（贸易、全球经济增长趋势）的影响，在中美贸易问题迟迟得不到解决的背景下，与国家总体战略相适应的“一带一路”沿线国家已成拉动进出口数据增长的重要伙伴，虽然贸易因素持续对国内基本面带来负面冲击，但是产业链与贸易链条的重塑也为国内产业转型升级提供了机遇，从我国与东盟之间的贸易数据的变化中我们可以发现，转口贸易和劳动密集型产业的转移既对出口带来了一定支撑，也为国内“腾笼换鸟”提供了目的地。同时，外围经济增长放缓的预期使得各国央行纷纷调整货币政策，若在政策刺激下外围实体经济重回增长轨道，叠加相对偏弱的人民币，可能可以为出口数据带来一定程度的支撑。

图5: PMI生产和新订单指数走势 (%)

图6: 投资数据 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

社融：总量增长但结构性隐忧仍存

社融方面，中国6月新增人民币贷款1.66万亿元，同比减少1800亿。社会融资规模增量2.26万亿元，同比多增7722亿元。6月末广义货币(M2)同比增长8.5%，与前值持平。

M1继续回暖背后反映了房地产销售的向好。6月份乘用车厂家批发和零售同比较过去几个月的负增长有明显的好转。地产销售和汽车销售回暖是M1保持回升的重要原因。M2持平上月，企业存款大幅增长，但是非银金融机构存款下降抵消了企业存款增长。

社融同比大幅增长，表外融资与专项债发行是增量的主要来源。从结构上看，企业经营状况出现好转，短期贷款的增加也反映出需求的企稳，但中长期贷款羸弱的主要原因可能在于信心没有恢复。因此，下半年一方面宽信用政策需要延续，另一方面政策也需要引导市场情绪恢复正常，过度悲观的情绪不利于政策的传导。虽然总量有增长但结构仍难言乐观，长期贷款增长乏力，一定程度体现了实体经济的投资意愿较弱。

图7：M1和M2变化情况 (%)

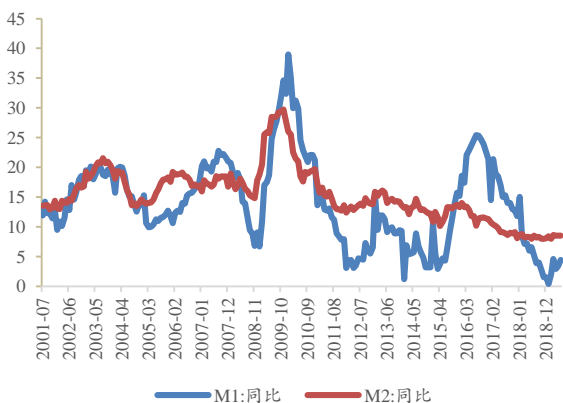
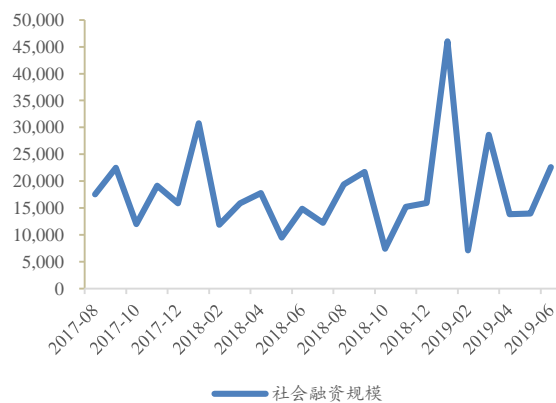


图8：社融规模走势 (亿元)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

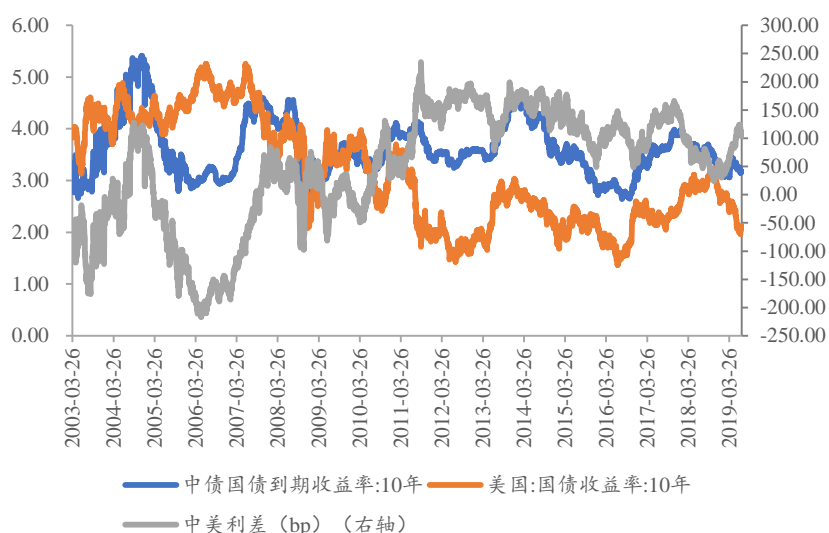
政策面：财政政策发力，货币政策稳定

在基本面走弱，经济下行压力加大的背景下，逆周期调节政策再次登场。从政策导向来看，政府对于房地产企业融资的严监管预示房地产调控

短期内放松可能性低，刺激居民部门消费有高杠杆率制约且见效较慢，“稳增长”特别是“稳就业”的重任自然而然落在了基建部门。这也在数据上得到了一定体现，建筑相关投资保持较快增速，基建触底逐步反弹。同时，6月份，地方政府专项债发行规则的修订在一定程度上降低了对地方政府的财政制约，今年预算内地方专项债发行保持较快节奏，不排除在积极的逆周期调节政策主导下，后续专项债发行继续加码的可能性，帮助各地政府加快基础设施建设的投资，为经济增长托底。在经济短时间大幅度增长可能性较低的当前，其他因素的不确定性使得政策成为了较为确定的因素，这也将成为7月后影响下半年市场走势的主线。

此外，合意的资金面也将是逆周期调节政策见效的保障，外围市场的宽松预期一定程度将打开国内利率的下行空间，但受制于通胀、中美利差以及较低的资金利率，国内流动性继续增加的可能性较低，且央行官员近期的表态也预示着货币政策仍将以国内为主，如果基本面没有出现断崖式下跌的情况，我们认为货币政策持续大幅放松的可能性不存在。

图9：中美十年期国债收益率之差



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

综上所述，从上半年基本面数据的走向来看，二次探底的态势较为明显。后续，较为确定的因素是逆周期调节政策和全球央行宽松趋势，而这两者对基本面会有一些的支撑；不确定的是货币政策宽松的预期节奏与力度以及市场对基本面的预期变化。所以，我们认为下半年基本面与政策面的博弈会持续存在，反应到价格上，第三季度的期债市场很难出现趋势性行情。

二、本周策略：股指警惕波动，国债保持观望

股指期货

6月经济数据喜忧参半。在减税政策的影响下，制造业企业利润出现回暖迹象，制造业投资有望继续回暖。虽然房地产投资有所下行，政策开始边际收紧地产融资，但是政策目的在于降温，而非收紧房地产。6月消

费大超预期和汽车消费有关，但强劲表现的背后主要是由于厂商促销清理库存，汽车消费反弹或是昙花一现。7月首周，乘用车销售批发和零售同比就分别下降了24%和7%。因此，后续汽车消费预计将再次回到下滑通道中，下半场汽车消费任重而道远。

科创板上市初期会对存量板块形成一定的资金分流。创业板首日上市，创业板成交金额219亿元，为当日两市成交金额的10%，换手率高达89%，分流效应显著。从成交金额的角度看，创业板对于其余A股板块的影响有所不同，对高市值股票资金分流效应大于中小市值股票。创业板上市时，募集资金155亿，撬动首日成交额219亿，撬动成交金额倍数约1.4倍。科创板募集资金370亿，规模较创业板高，且前5个交易日不设涨跌停板限制，保守估计科创板首日成交额在500亿以上，对存量板块的资金分流效应在科创板上市前5个交易日可能比较明显。此外，由于打新的底仓为沪市股票，且部分机构可能把打新底仓集中于大盘蓝筹上，因此在科创板上市后需提防底仓迁移的行为。

上周，A股继续以较小的波动率前行，整体交投仍不活跃，我们认为主要是两方面的观望。一方面，部分资金或提前离场，等待本周一科创板上市交易。另一方面，部分投资者对于月底召开的政治局会议及美联储议息会议持观望态度。本周起科创板上市前五个交易日不设涨跌停板，需警惕科创板异常波动下波及其他板块。操作上建议暂时观望。

国债期货

上周，期债延续高位震荡表现，央行周内公开市场操作创近期新高，多国央行宣布降息代表全球央行宽松周期已经到来，后续关注焦点仍然是美联储的下一步行动，同时，基本面的表现一定程度上扰动了市场的预期，本周将迎来科创板的开板，受权益市场扰动的投资者情绪将一定程度主导期债走势。

具体来看，首先，上周统计局公布了包括二季度GDP增长以及6月份经济数据在内的基本面数据，显示二季度我国GDP增速为6.2%，是1992年以来最差表现，但消费数据以及工业增加值则有超预期表现，虽然消费的拉动主要是源于政策助推下的消费透支，但工业增加值的增长代表减税降费的效果逐渐显现，后续来看随着政策不断加码，基本面的增速或保持当前水准。

对于资金面而言，央行上周公开市场操作量较大，在1885亿元MLF到期的背景下，央行进行了2000亿元MLF以及4600亿元逆回购操作，净投放4715亿元，对冲了政府债券发行带来的流动性收紧，但货币市场利率的反应较为平淡，央行的操作适时的对冲了外部因素对流动性的影响。在其他因素变化不大的情况下，长短结合的公开市场操作所影响的流动性或是央行期待的合意水平。

再次，上周全球央行“鸽”派动作预示着经济下行压力对全球各国带来的风险促使各国央行采取行动来降低风险对基本面的影响，为应对这些风险，各国央行依据各国自身情况采取降息，月底的美联储议息会议结果将持续成为市场焦点所在，结果将直接影响国内资本市场走势以及扰动国内政策的方向。

总结而言，二季度基本面数据体现了国内经济仍在二次探底，逆周期调节政策的重要性不断增加，若资金面维持“合理充裕”，外围因素将持

续扰动期债价格，建议投资者保持观望，警惕一致预期下的预期差带来的风险。

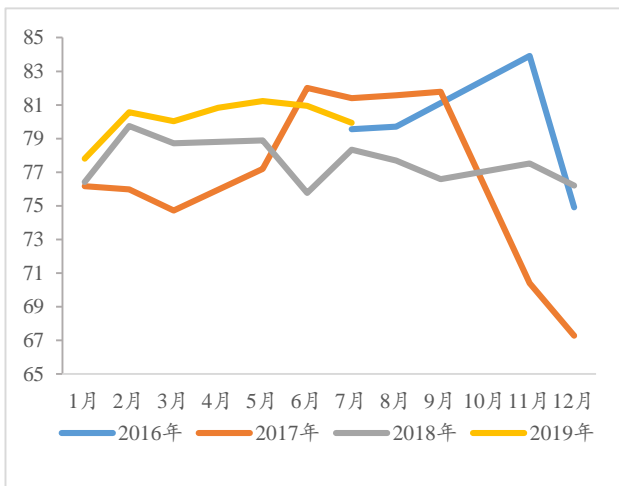
三、宏观表现：基本面数据跟踪

经济：焦炉开工率维持高企，上周开工率为78.37%，较前一周下降了2.42个百分点。高炉开工率上周为66.71%，与前一周上升下降了0.69个百分点。限产政策短期依旧是影响开工的主要因素，预计限产情况会出现阶段性收紧，因此未来高炉开工波动或较大。需求方面，7月中旬，6大集团平均耗煤量达到60.96万吨/日，环比前一周持平。30大中城市成交面积环比前一周下降了5.86万平方米，7月销售下滑有一定的季节性影响。上周，乘用车销售延续回落，厂家批发同比下降了6%，零售同比下降了7%。

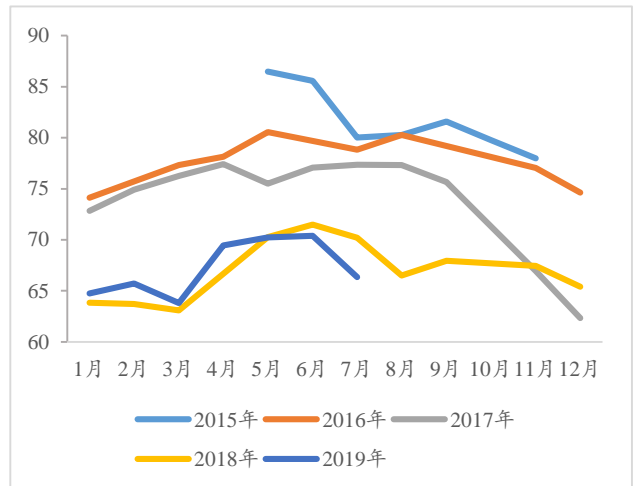
物价：7月21日据猪价格网统计全国外三元均价为19.15元/公斤，价格较上周上涨0.7元/公斤。华北、东北地区猪价有涨有跌，天气炎热、消费疲软等问题抑制了猪价上涨。政策上，农业农村部发布打击和防范“炒猪”行为，保障生猪养殖业生产安全，但供求矛盾凸显难阻挡猪价上行。

流动性：上周央行累计开展逆回购操作4600亿元，开展MLF操作2000亿元，期间有1885亿元MLF到期，实现净投放4715亿元，创下近半年来最大规模单周净投放。此外，前一周央行继续对部分中小银行降准释放了约1000亿元长期资金，总体来看，上周央行通过各类政策工具释放的资金量将近6000亿元。本周市场有5020亿MLF到期，预计央行还会有所行动。

图：焦炉开工率 (%)



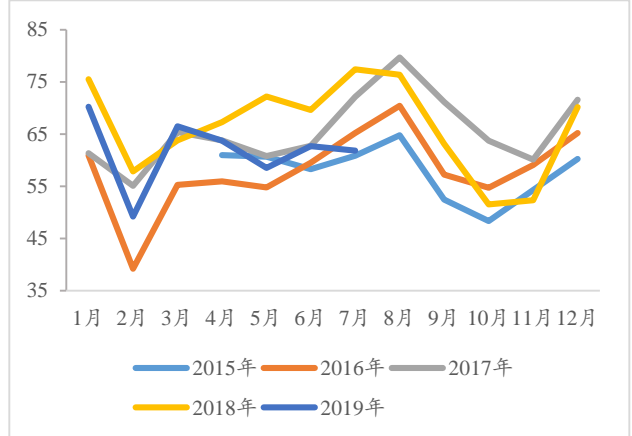
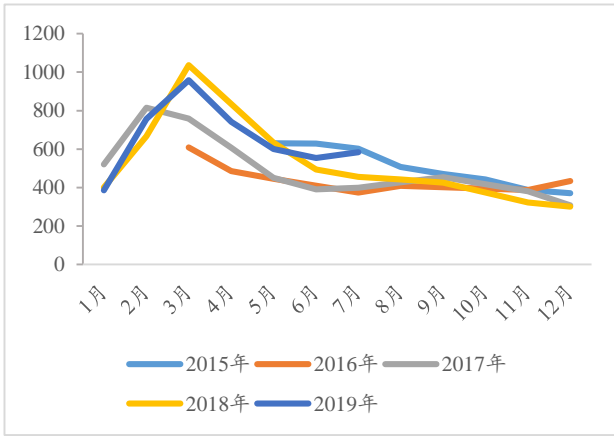
图：高炉开工率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹钢库存 (上海, 万吨)

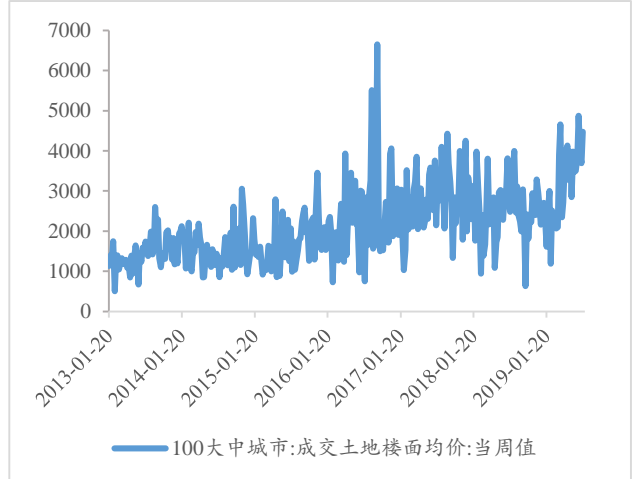
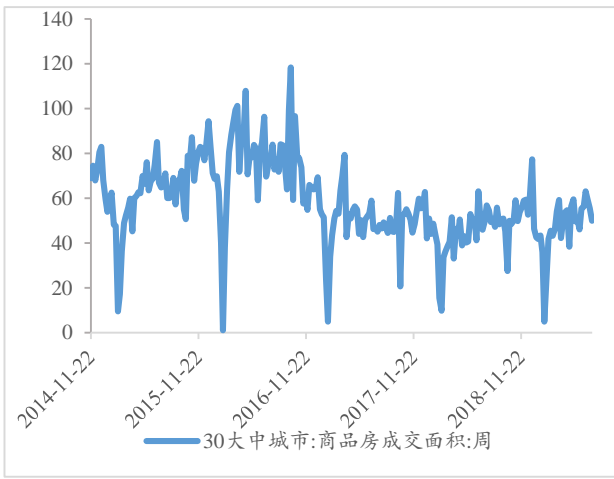
图：6大发电集团耗煤 (万吨)



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)

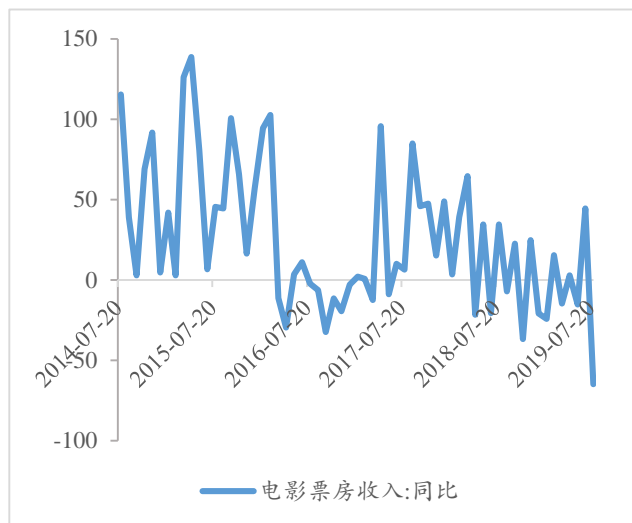
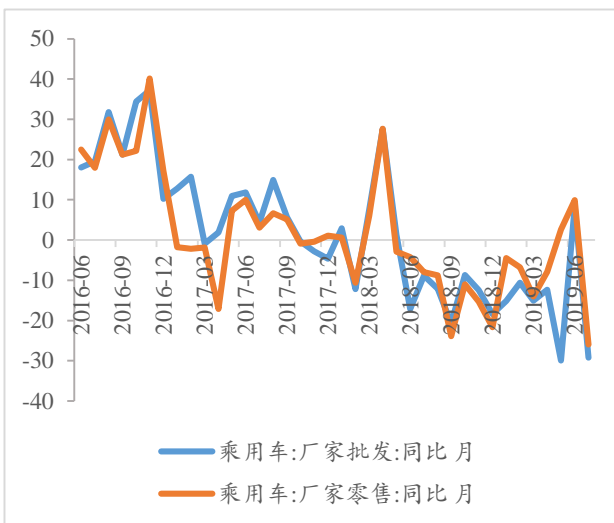
图: 100大中城市成交土地楼面均价(元/平方米)



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(%)

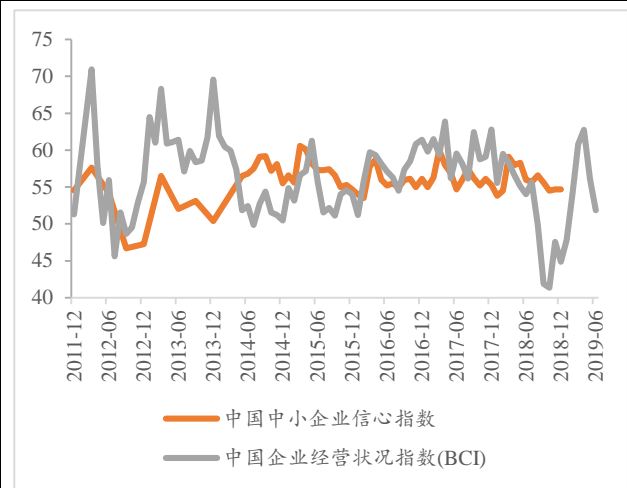
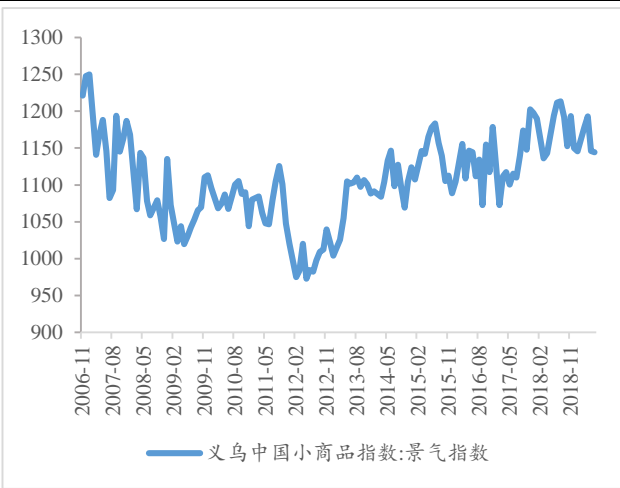
图: 电影票房收入同比增速(%)



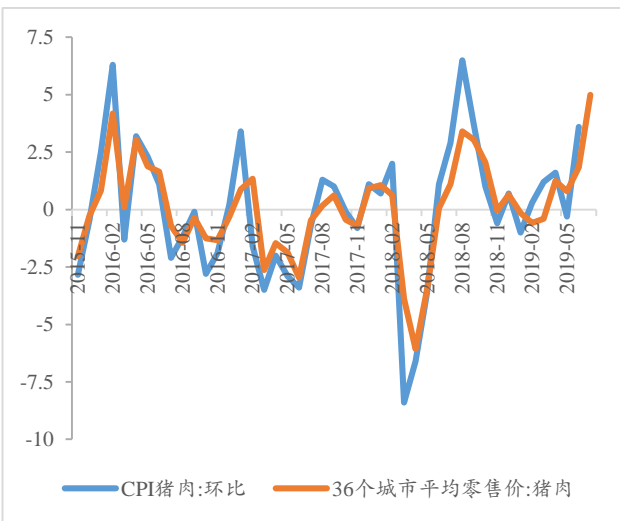
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 义乌中国小商品指数(%)

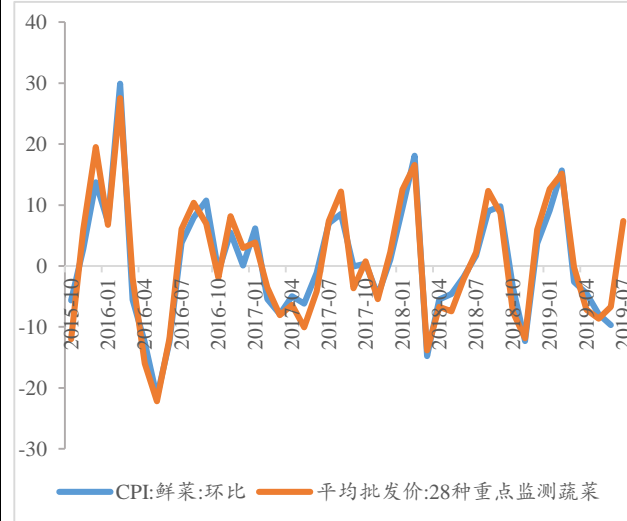
图: 中国企业指数(%)



图：猪肉价格环比增速 (%)

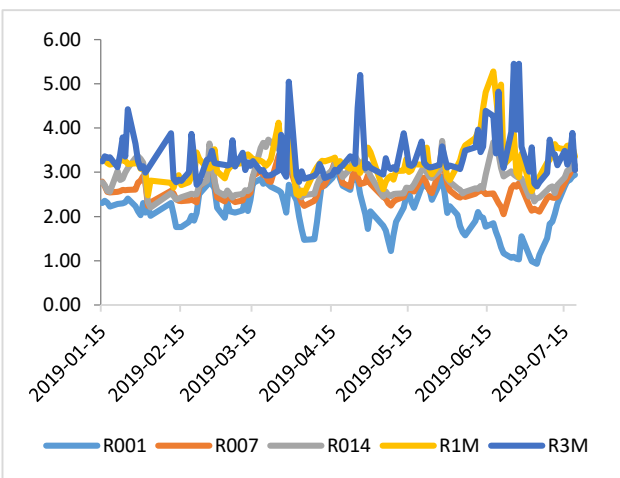


图：蔬菜价格环比增速 (%)

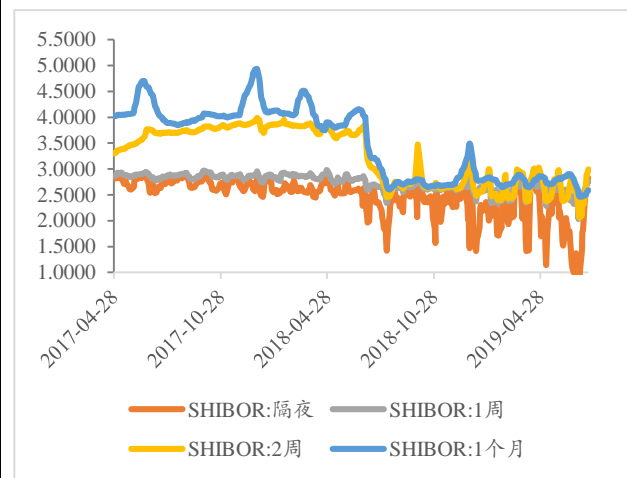


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

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

上周,上证综指下跌0.22%,深证成指上涨0.16%,创业板指上涨1.58%,沪深300指数下跌0.02%,上证50指数下跌0.22%,中证500指数上涨0.35%。期指方面,上周IF1907上涨0.05%,IH1907下跌0.40%,IC1907上涨0.89%。

期现价差方面,上周IF期现价差(期-现)从-8.93点升至-8.56点, IH期现价差从-1.93点升至2.38点, IC期现价差从-18.57点降至-55.29点。

持仓方面,从上周前5席位持仓变化来看,IF净持仓增加261手、IH净持仓增加2848手、IC净持仓减少3647手。从上周前20席位持仓变化来看,IF净持仓减少2506手、IH净持仓增加1298手、IC净持仓减少3170手。

流动性方面,央行上周共有4笔逆回购,总额4600元;有1笔MLF投放,总额2000亿元;公开市场操作净投放(含国库现金)6600亿元。截至上周五,上周隔夜Shibor利率上行59.20个基点, R007上行60.73个基点。

股市资金面方面,截至上周四,两融余额9127.19亿元,环比减少12.54亿元。外资方面,上周陆股通净流入资金93.53亿元,前一周净流出资金39.68亿元。

外围股市方面,上周道琼斯工业指数下跌0.65%,德国DAX指数下跌0.51%,日经225指数下跌1.01%,恒生指数上涨1.03%。

国债期货

上周期债跳空高开震荡走高, TS1906累计上涨0.06%至100.030, TF1906上涨0.24%至99.115, T1906上涨0.48%至97.140。

成交量方面,5年期国债期货全周成交32129手,10年期国债期货全周成交212336手,2年期国债期货全周成交330手。

持仓量方面,5年期国债期货持仓17937手,10年期国债期货持仓59431手,2年期国债期货持仓754手。

现券收益率方面,10年期国债到期收益率下行8.5bp,5年期国债到期收益率下行4.22bp,2年期国债到期收益率下行0.669bp。

图:新增投资者数量(万户)

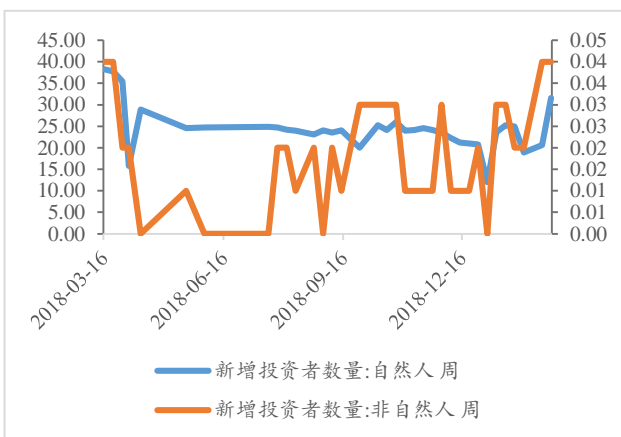
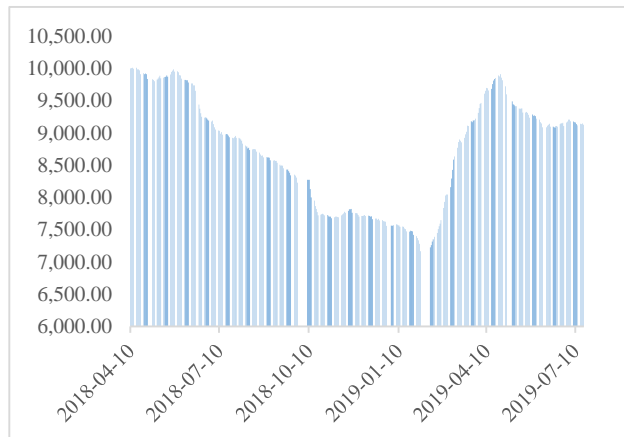


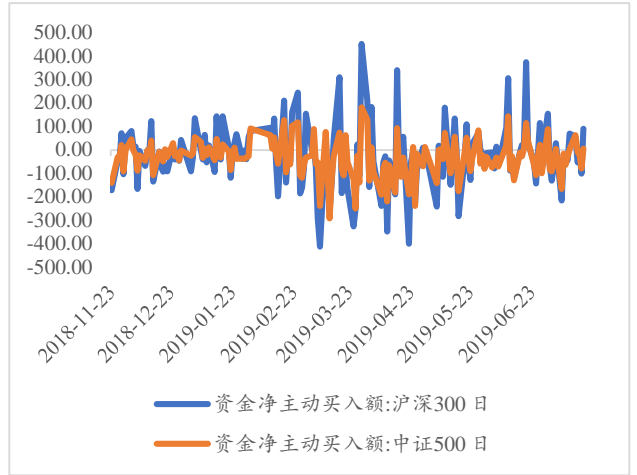
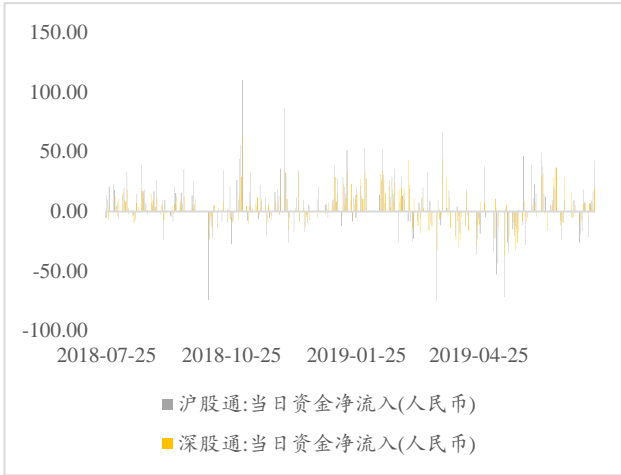
图:两融余额(亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: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 (%)

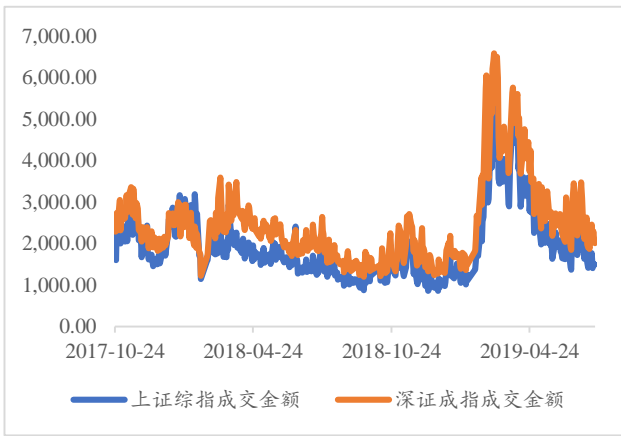
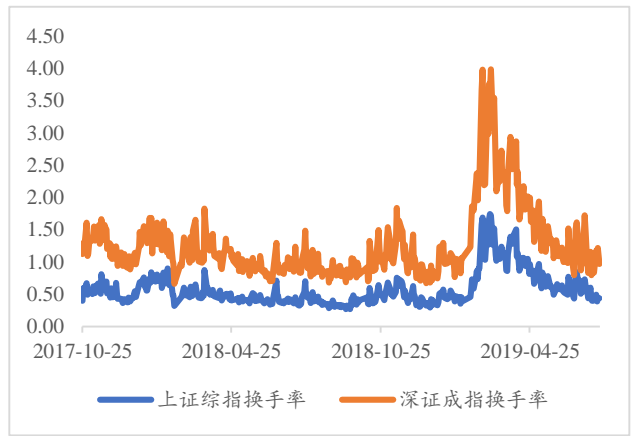


图:两市换手率 (%)



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 (%)

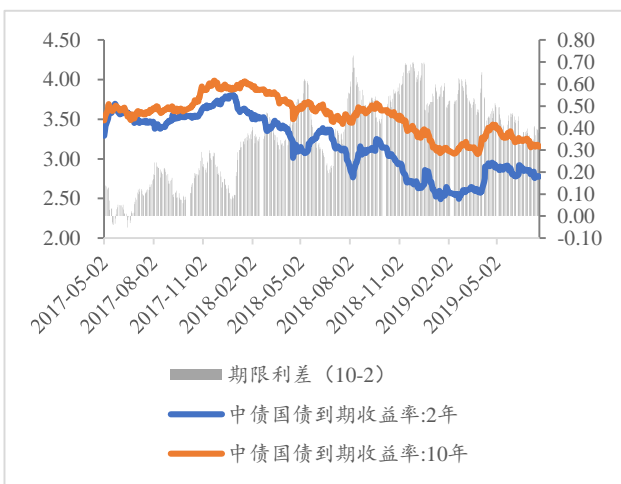


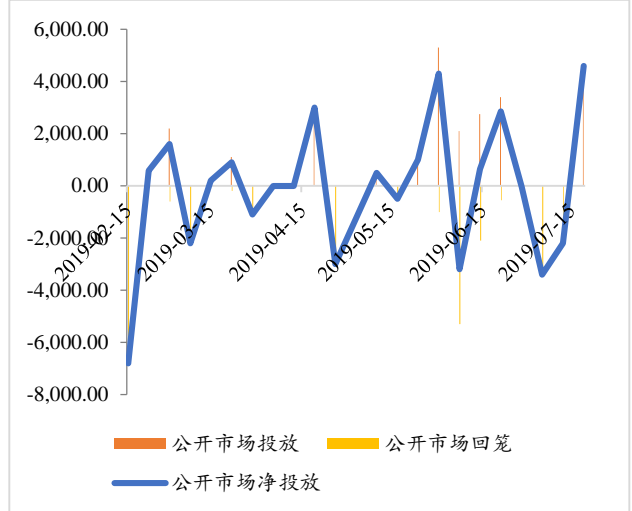
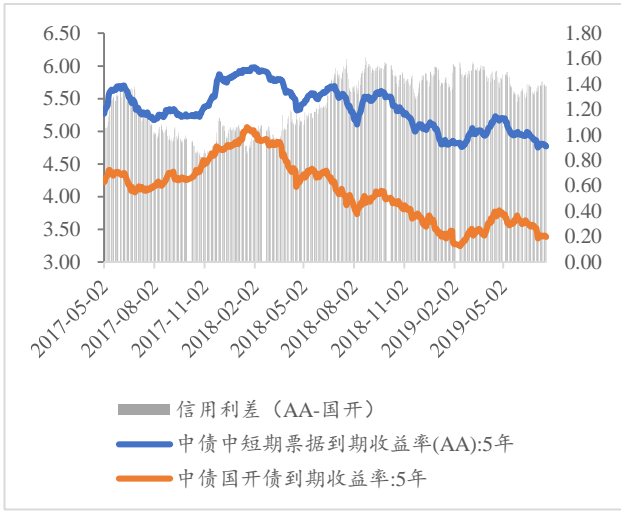
图: 10年和5年期限利差 (%)



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