

国内资金面紧张缓和，海外仍处于复苏趋势中

摘要

国内方面，近期金融监管和资金面的紧张情况对于金融市场影响较大，对实体经济影响较小，对于实体中灰色融资部分影响较大，对正常融资影响较小。但是，受去年四季度以来市场利率不断抬高的影响，目前实体信贷融资的利率也开始上升。

本周由于监管机构释放出温和去杠杆信号，市场紧张情绪有所缓和，不过我们认为：一方面，温和去杠杆不代表不去杠杆，监管层的表态是为了有效引导预期以避免发生不必要的风险事件，这并不意味着去杠杆的态度和立场有所动摇；另一方面市场对监管的预期只是对资产价格走势起到了推波助澜的作用，并不能改变其基本面。从股市的角度来看，目前实际利率并没有明显的改善，由于通胀下行和融资利率上升，实际利率其实是大幅抬升的，而且除基建和房地产之外的投资仍较低迷，股市走牛缺乏支撑，不排除进一步下跌的可能性；

债市方面，长期来看利率处于一个下降的大趋势里，短期不排除国债利率还会上升，但是中长期来看，维持在 3.5% 上下区间的可能性较高。企业债方面，前期由于金融监管和银行同业存单发行量井喷，导致企业债发行被挤出，未来随着同业存单监管的加强，企业债发行有望向正常化发展，那么相应的利率也大概率会回落。

实体经济运行方面，由于去年上半年食品 CPI 高基数的原因，CPI 较大概率会等到下半年才会有较大幅度的上行，而由于大宗商品目前震荡下跌的情况，PPI 下行压力较大，如果下半年商品需求没有更大起色的话，可能 PPI 下行会更加明显。进出口方面，由于去年下半年进口基数较高，未来进口增长有可能进一步回落，但欧美经济仍处于复苏趋势当中，所以出口增长仍偏乐观，这也对外汇储备构成了正面影响。外汇储备的增加以及外汇占款降幅缩窄也使得央行释放流动性的必要性下降，这对于市场资金面来说也是一个收紧因素。

海外方面，欧美复苏态势仍较为乐观，这构成了对股市的支撑，而且地缘政治和法国大选风险退却之后，风险偏好有所回升，债券市场也出现抛压。黄金方面，未来主要看特朗普的税改和财政扩张如何推进，税改对黄金走势的影响不大，最主要还是财政扩张计划，如果财政扩张无法顺利推行，那么黄金的下跌空间将会更大。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎 敏

limin@nawaa.com

010-83168383

国内资金面紧张缓和，海外仍处于复苏趋势中

国内部分：资金紧张局面有所缓和，但言资产价格见底仍尚早

前期银监会监管风暴引发市场一阵风声鹤唳，但从本周新公布的金融数据来看，监管有一定的影响，但影响并不大，资产价格的大幅下跌很大程度上是预期在起作用，目前市场的心理仍然较为脆弱。

从具体的金融数据来看，4 月份 M2 同比增长 10.5%，比上月回落 0.1 个百分点，M1 同比增长 18.5%，比上月回落 0.3 个百分点，M1-M2 剪刀差缩窄 0.2 个百分点至 8%。总体来看，M1 同比下行仍较为缓慢，同时 M2 也持续回落，表明资金空转的情况仍没有太大的改善。

社融和信贷方面，4 月份信贷仍较稳健，新增人民币贷款为 11000 亿元，比上月小幅增加 800 亿元（社融口径信贷为 10800 亿，比上月下降 786 亿），其中居民信贷新增 5710 亿元，比上月下降 2267 亿元，非金融企业新增贷款 5087 亿元，比上月增加 1401 亿元，全部新增中长期贷款为 9667 亿元，比上月减少 318 亿，其中企业中长期贷款 5226 亿，比上月减少 256 亿。社融方面，由于监管的原因，新增委托和信托贷款总共比上月下降了 3727 亿，另外新增未贴现银行承兑汇票也下降了 2044 亿，导致 4 月份新增社融规模比上月下降了 7289 亿，但是这个数字仍要比去年同期好很多。

总体来看，金融监管和资金面的紧张情况对于金融市场影响较大，对实体融资影响较小，对于实体中灰色融资部分影响较大，对正常融资影响较小。但是，受去年四季度以来市场利率不断抬高的影响，目前实体信贷融资的利率也开始上升。3 月份企业贷款加权平均利率为 5.53%，比上年 12 月上升 0.26 个百分点，同比上升 0.23 个百分点，其中一般贷款利率为 5.63%，比上年 12 月上升 0.19 个百分点，个人住房贷款利率为 4.55%，比上年 12 月上升 0.03 个百分点。此外，执行上浮利率的贷款比例也提高了 5.84 个百分点至 58.57%。

图 1、货币供给情况

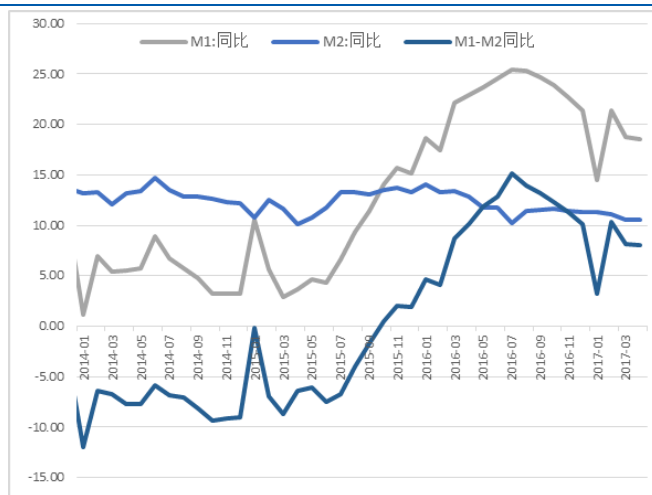


图 2、新增信贷情况

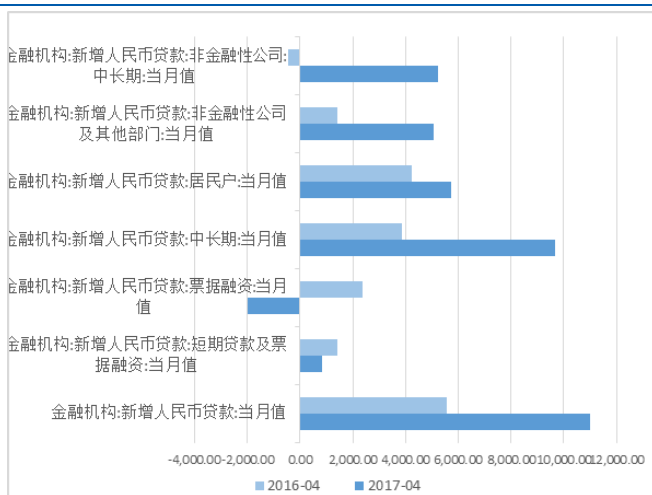


图 3、新增社融规模情况

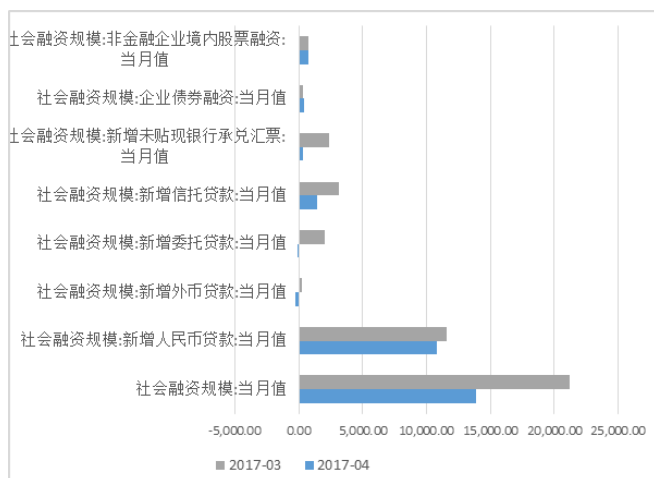
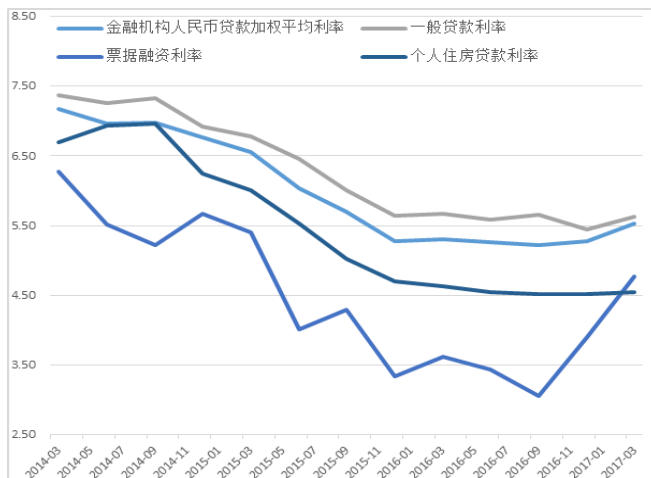


图 4、实体融资利率走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

本周以来，由于监管机构释放出温和去杠杆信号，包括央行一季度货币政策执行报告对于近期市场关注热点的解读（指出我国和发达国家央行资产负债表的差异，并对 3 月份所谓的缩表进行了解释）、银监会对于银行业监管工作的通报（表示将从全局角度来处理银行业风险问题，不会因为处置旧的风险而引发新的风险；市场合法合规业务将得到支持；督查整改工作将有 4-6 个月的缓冲期，并将实行新老划断等），所以市场紧张情绪有所缓和，股市也出现了一些抄底的声音。不过我们认为：一方面，温和去杠杆不代表不去杠杆，监管层的表态是为了有效引导预期以避免发生不必要的风险事件，这并不意味着去杠杆的态度和立场有所动摇；另一方面市场对监管的预期只是对资产价格走势起到了推波助澜的作用，并不能改变其基本面。从股市的角度来看，目前实际利率并没有明显的改善，由于通胀下行和融资利率上升，实际利率其实是大幅抬升的，而且除基建和房地产之外的投资仍较低迷，股市走牛缺乏支撑，不排除进一步下跌的可能性；

债市方面，从需求的角度来看，4 月份债券市场现券成交量为 70727 亿元，而在 2013 年 6 月流动性恐慌之前，债券现券成交量大部分时间在 60000 亿以上，之后钱荒问题持续了较长一段时间，所以债券成交量一直在 40000 亿以下。那么未来债券市场的成交规模到底会在什么位置呢？由于金融危机之后债市的杠杆一直处于较高的水平，所以关键在于监管层的目标在哪里，现在债市成交量进一步下降的可能性还是比较大的，那么债券需求还会进一步下降。从利率的角度来看，10 年期国债收益率已经到了 3.7 左右的水平，2002 年以来，10 年期国债收益率大部分时间处于 3%-4% 的水平，处于这一利率区间的概率达到 60%，这也说明了这一利率区间是与我国经济发展和金融市场环境相适应的，而且随着经济增速和投资收益率的缓慢下降，长期来看利率处于一个下降的大趋势里，短期不排除国债利率还会上升，但是中长期来看，维持在 3.5% 上下区间的可能性较高。企业债方面，前期由于金融监管和银行同业存单发行量井喷，导致企业债发行被挤出，未来随着同业存单监管的加强，企业债发行有望向正常化发展，那么相应的利率也大概率会回落。

图 5、债券市场现券成交额

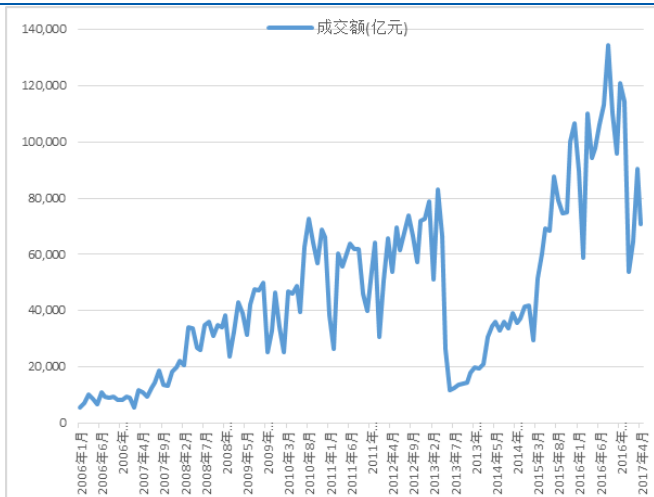
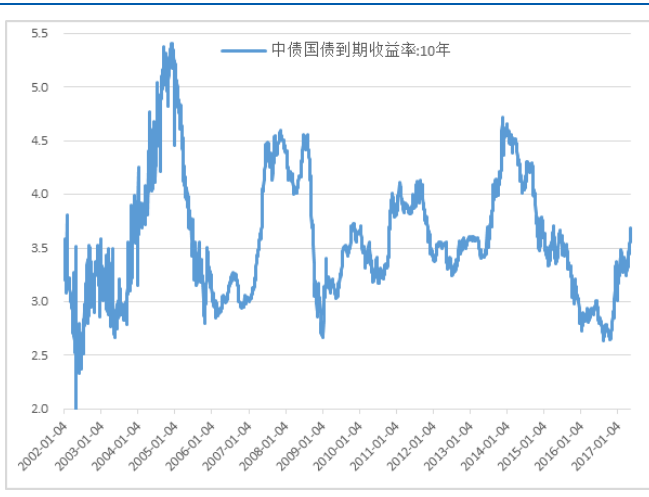


图 6、10 年期国债收益率走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

实体经济运行方面，4 月份 CPI 同比增长 1.2%，比上月回升 0.3 个百分点，PPI 同比增长 6.4%，比上月回落 1.2 个百分点。由于去年上半年食品 CPI 高基数的原因，CPI 较大概率会等到下半年才会有较大幅度的上行（详见之前报告），而 PPI 方面，由于大宗商品目前震荡下跌的情况，PPI 下行压力较大，如果下半年商品需求没有更大起色的话，可能 PPI 下行会更加明显。另外，工业运行也出现高位回落的迹象，克强指数 3 月份录得 14.74%，比上月回落 5 个百分点，不过发电量和铁路货运量增长仍维持在较高水平。

图 7、通胀走势

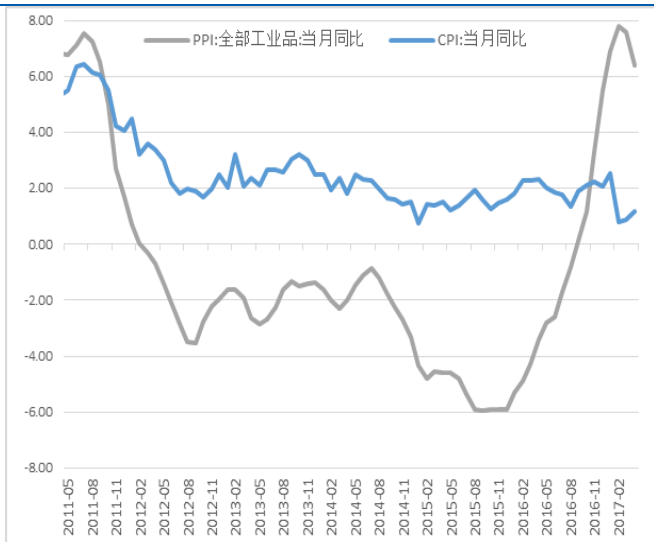


图 8、克强指数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

进出口方面，4月份出口和进口同比回落都较为明显，以美元计价的出口增长8%，进口增长11.9%，均比上月回落了8.4个百分点，贸易差额为380.48亿美元，比上月增加141.32亿美元。出口回落主要受外围经济复苏势头减弱的影响，4月份欧元区通胀有所回升，但没有超过2月份的最高水平，美国通胀也出现较大幅度的回落。进口回落主要受大宗商品进口增长大幅下滑的影响，主要大宗包括原油、铁矿石、钢材和铜等的进口增速均在下滑，这一方面与国内经济复苏放缓有关，另一方面也是商品价格下跌的结果。由于去年下半年进口基数较高，未来进口增长有可能进一步回落，但欧美经济仍处于复苏趋势当中，所以出口增长仍偏乐观，这也对外汇储备构成了正面影响。今年2月份以来，官方外汇储备已经连续3个月出现正增长，这是2014年4月以来的首次。外汇储备的增加以及外汇占款降幅缩窄也使得央行释放流动性的必要性下降，这对于市场资金面来说也是一个收紧因素。

图9、进出口情况

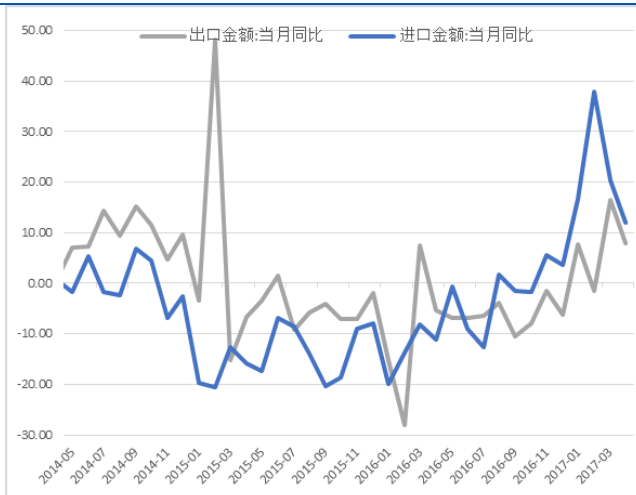


图10、主要大宗商品进口情况

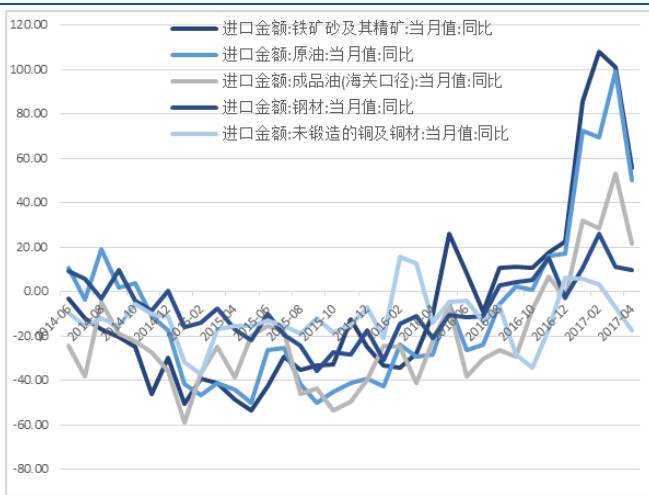


图11、外汇储备增长情况

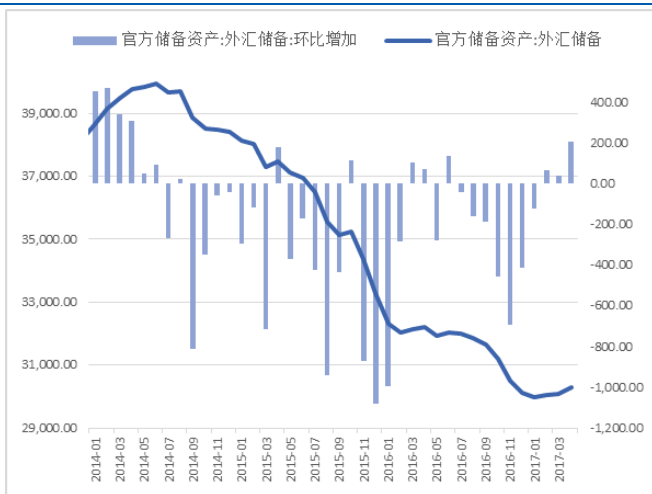
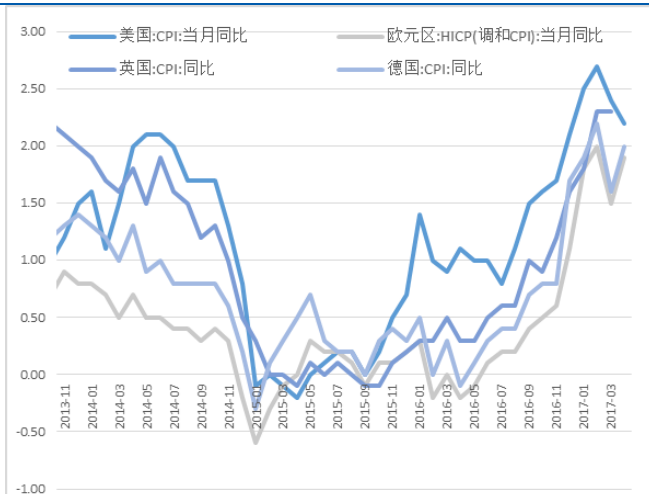


图12、欧美通胀上升势头减弱



资料来源：WIND 资讯 南华研究

国际部分：经济复苏势头减弱，但仍处于上升趋势中

国际方面，近期除了通胀有所回落之外，4月份美国零售环比增长不及预期，同比出现回落，ISM制造业PMI也出现较大幅度的下滑，但是4月份密歇根大学消费者信心指数仍处于非常高的水平，与此同时失业率进一步下降至4.4%，这也是金融危机以来的最低水平；欧洲方面，制造业PMI指数仍处于强劲上升的过程中，德国经济景气指数仍在持续上升。总体来看，**欧美复苏态势仍较为乐观，这构成了对股市的支撑，而且地缘政治和法国大选风险退却之后，风险偏好有所回升，债券市场也出现抛压。**

黄金方面，由于法国大选风险在前期已被 price in，因此上周法国大选结束之后，黄金出现反弹，但是从期货持仓来看，黄金的基金期货期权多仓已经出现大幅下滑。**未来刺激黄金上涨的因素在减少，德国大选的不确定性在下降，目前默克尔所在的基民盟已经拿下了社民党的核心州，默克尔四连任的概率在上升。未来主要看特朗普的税改和财政扩张如何推进，税改对黄金走势的影响不大，最主要还是财政扩张计划，如果财政扩张无法顺利推行，那么黄金的下跌空间将会更大。**

图 13、美国零售增长情况

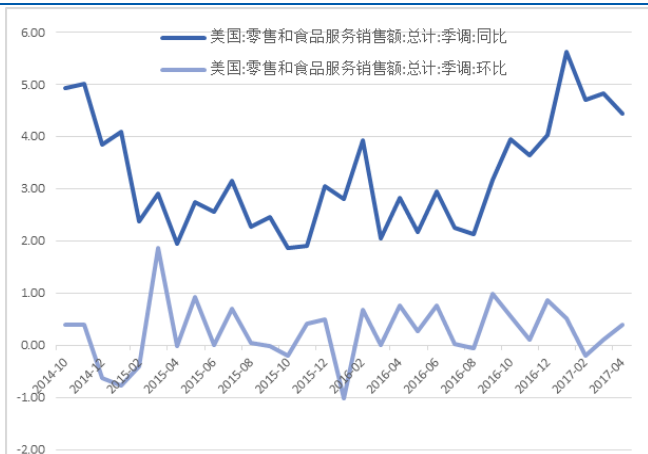


图 14、美国 PMI 走势

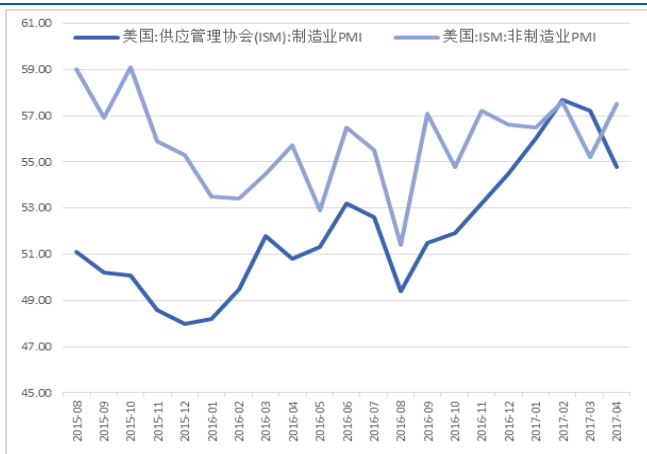


图 15、美国失业率



图 16、美国消费者信心指数

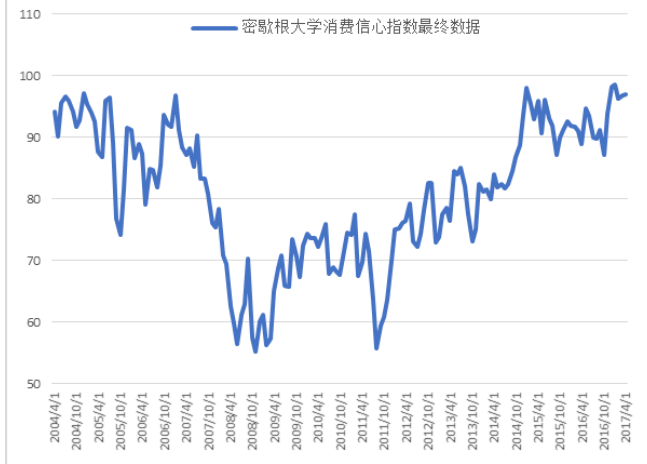


图 17、欧元区 PMI 情况

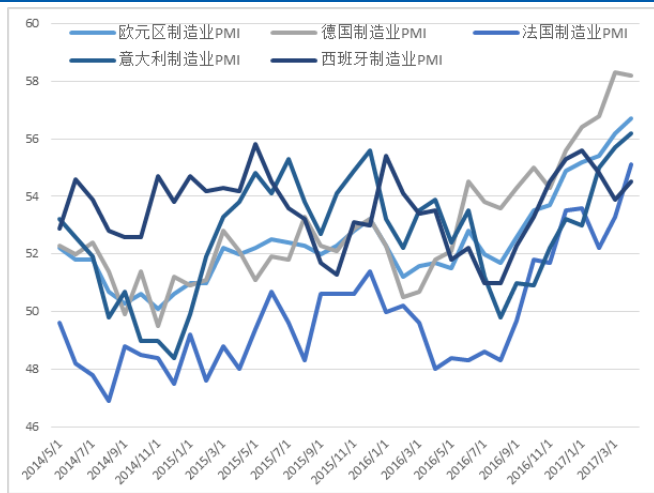
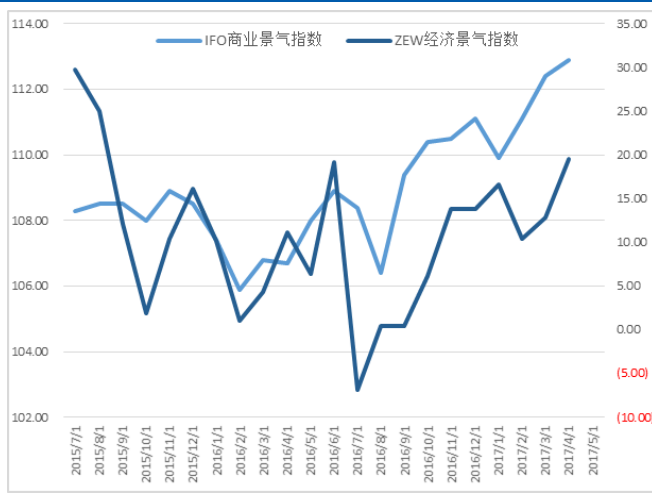


图 18、德国经济景气指数

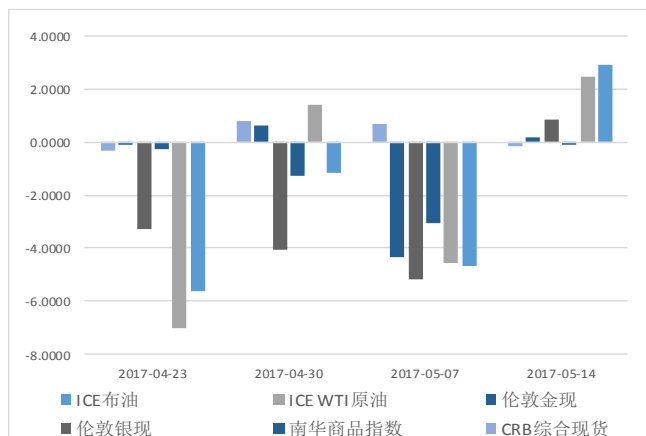


资料来源：WIND 资讯 南华研究

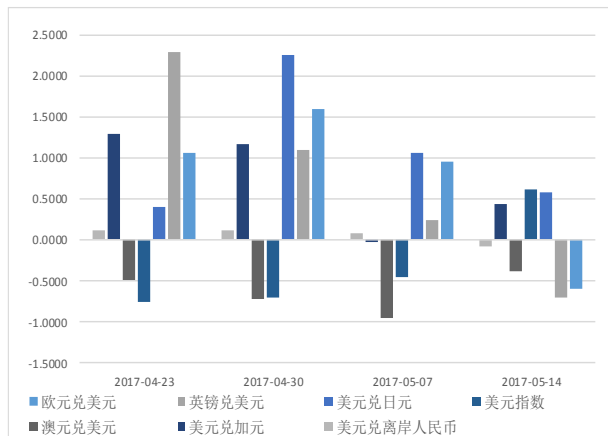
【本周全球大类资产表现】

2017年5月13日

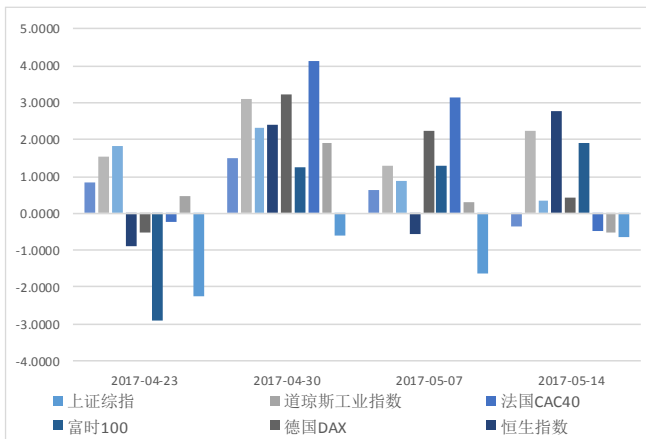
主要大宗商品涨跌幅



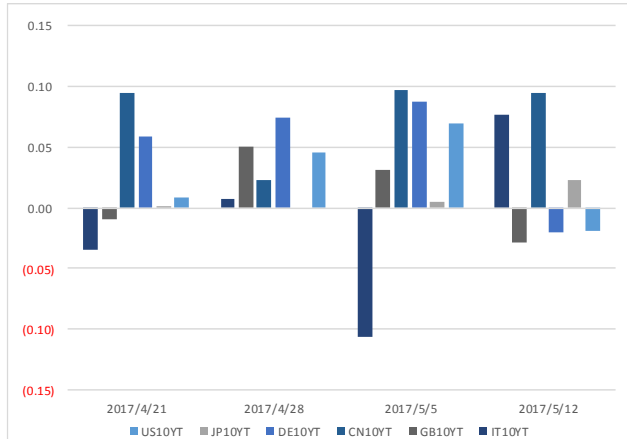
全球主要货币对涨跌幅



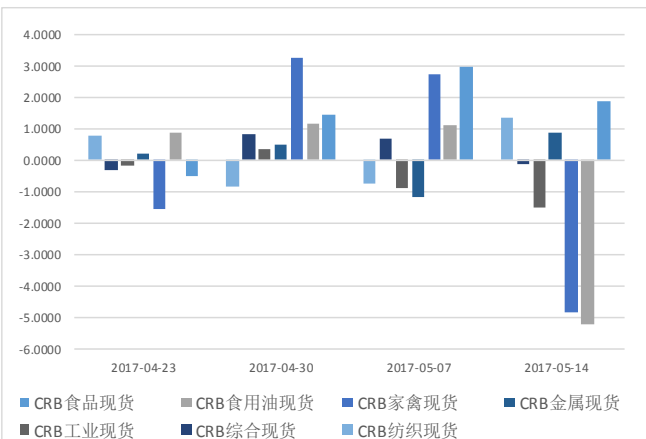
全球股指涨跌幅



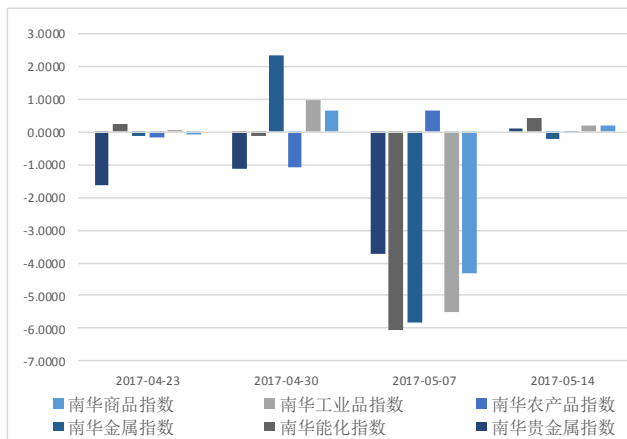
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net