


波段操作

摘要

- **经济温和回落。**1-11月固定资产投资完成额累计增速录得7.2%，比前期回落了0.1%，投资增速继续下滑。其中制造业保持4.1%，基建投资回落0.02%至15.83%。10月工业增加值当月同比为6.1%，较上月下滑0.1%，1-11月民间固定资产投资同比增速录得5.7%，较上月回落0.1%。从销售情况来看，11月商品房销售面积累计增速录得7.9%，较上月继续下滑0.3%，较去年同期下滑16.4%，房屋新开工增速继续回升至6.9%，施工增速升至3.1%，新开工和施工增速半年来首次回升，但可持续性存疑。从消费方面来看，11月社会消费品零售总额同比增长10.2%，较上月回升0.2%。整体来看，房地产和基建均继续回落，工业增加值和民间投资亦同步回落，投资数据全面下滑，消费小幅回升，基本面预计温和回落。
- **广义信贷继续扩张。**11月新增社会融资总量录得15982亿，明显高于前值，但主要是季节性因素影响。其中，新增人民币信贷11428亿，同比多增2965亿，环比多增4793亿。从贷款结构来看，11月新增居民短期贷款2028亿，高于前值和去年同期，新增居民中长期贷款高于前值，略低于去年同期，新增企业短期贷款继续小幅回升，新增企业中长期贷款高于前值和去年同期，说明企业融资需求高涨。直接融资方面，11月企业债券融资大幅收缩，股票融资有所回升。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和委托贷款较去年大幅萎缩。10月M2同比上涨9.1%，目前保持低位震荡，M1增速降为12.7%，M1、M2剪刀差继续收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落。整体来看，信贷数据略超预期，居民和企业贷款均回升，社融和M2数据差距较大，后续大概率逐步靠拢，去杠杆的大环境下，信贷扩张速度也将放缓。
- **流动性展望：**本周公开市场共有3500亿逆回购和1870亿MLF到期，资金面略有收敛，但整体问题不大。
- **利率展望与策略：**本周关注银行结售汇数据。基本面来看，经济温和回落，信贷继续扩张，但是社融增长后续缺乏支撑，随着楼市的降温和去杠杆的继续，社融回落将是大概率事件。外汇方面，人民币窄幅震荡，美元指数小幅回落，美联储加息，中国小幅跟进，但是市场早已预料，对债市影响不大。消息方面，政治局会议要求明年要使宏观杠杆率得到有效控制，严监管和防风险仍是重中之重，资管新规征求意见基本结束，继续关注相关动态。总体来看，资金面有所收敛，监管继续推进，基本面回落也无法倒逼货币宽松，债市缺乏有效支撑，但短期债券收益率已处于较高点位，加上利空已基本被price in，可捕捉反弹机会。操作上，债市波段操作，择机捕捉反弹。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男 助理分析师

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

xuchenxi@nawaa.com

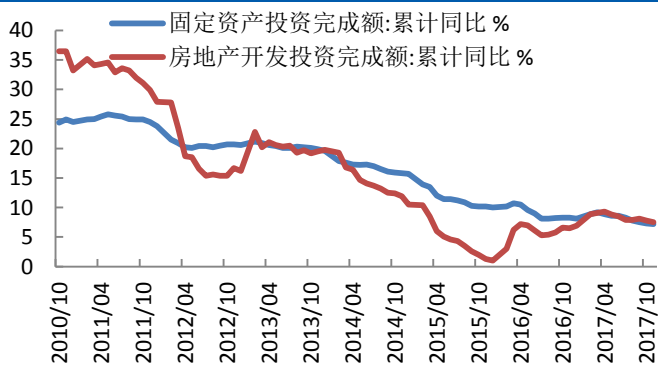
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 经济温和回落

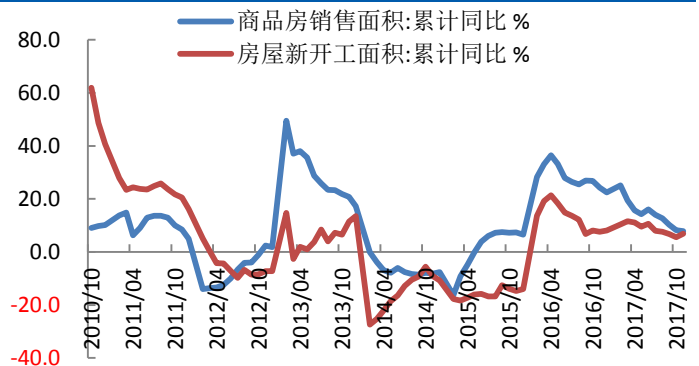
1-11月固定资产投资完成额累计增速录得7.2%，比前期回落了0.1%，投资增速继续下滑。其中制造业保持4.1%，基建投资回落0.02%至15.83%。10月工业增加值当月同比为6.1%，较上月下滑0.1%，1-11月民间固定资产投资同比增速收得5.7%，较上月回落0.1%。从销售情况来看，11月商品房销售面积累计增速收得7.9%，较上月继续下滑0.3%，较去年同期下滑16.4%，房屋新开工增速继续回升至6.9%，施工增速升至3.1%，新开工和施工增速半年来首次回升，但可持续性存疑。从消费方面来看，11月社会消费品零售总额同比增长10.2%，较上月回升0.2%。整体来看，房地产和基建均继续回落，工业增加值和民间投资亦同步回落，投资数据全面下滑，消费小幅回升，基本面预计温和回落。

图 1.1.1 固定资产投资增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 房地产销售与新开工

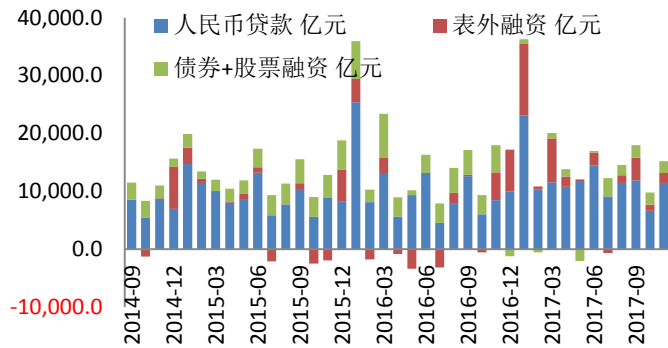


资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷继续扩张

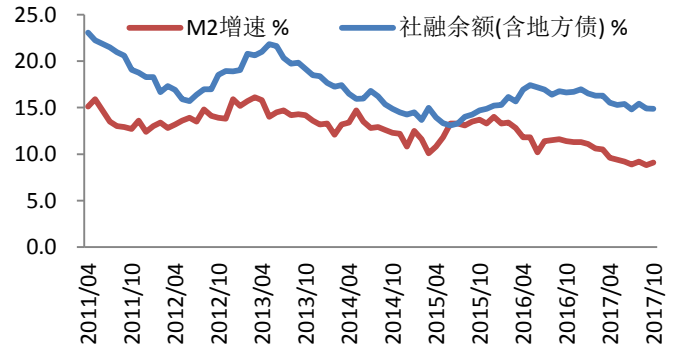
11月新增社会融资总量录得15982亿，明显高于前值，但主要是季节性因素影响。其中，新增人民币信贷11428亿，同比多增2965亿，环比多增4793亿。从贷款结构来看，11月新增居民短期贷款2028亿，高于前值和去年同期，新增居民中长期贷款高于前值，略低于去年同期，新增企业短期贷款继续小幅回升，新增企业中长期贷款高于前值和去年同期，说明企业融资需求高涨。直接融资方面，11月企业债券融资大幅收缩，股票融资有所回升。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和委托贷款较去年大幅萎缩。10月M2同比上涨9.1%，目前保持低位震荡，M1增速降为12.7%，M1、M2剪刀差继续收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落。整体来看，信贷数据略超预期，居民和企业贷款均回升，社融和M2数据差距较大，后续大概率逐步靠拢，去杠杆的大环境下，信贷扩张速度也将放缓。

图 1.2.1 社会融资总量（除去外币贷款）



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2.2 M2 与社会融资余额同比增速

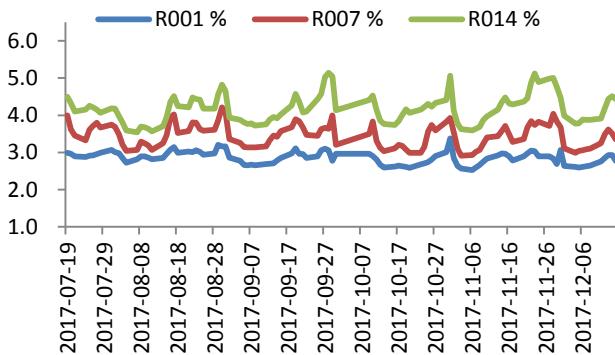


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

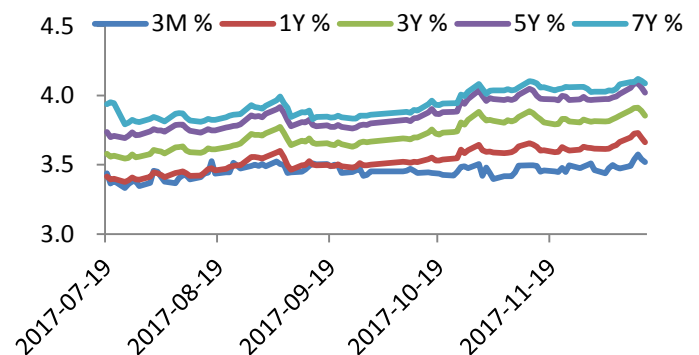
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.77%、3.35% 和 4.44%，均较前周明显走升。Shibor 保持全数走升，1 月领涨，IRS 多数上涨。流动性整体开始收敛，跨月资金价格保持高位。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共有 4800 亿逆回购到期，周内央行共开展 3000 亿 7 天期、2600 亿 28 天期逆回购和 2880 亿一年期 MLF，周内共实现 3680 亿资金净投放。周四开展的逆回购和 MLF 操作利率均上调了 5 个 BP，但由于央行提前超额续作 MLF，此次“加息”对市场影响不大。本周公开市场共有 3500 亿逆回购和 1870 亿 MLF 到期，资金面略有收敛，但整体问题不大。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 520 亿，加上信用债发行

共计 2433.83 亿，总偿还量 5982.54 亿，净融资-3548.72 亿。由于债市利率明显上行，融资成本高企，政金债和地方债已多数取消发行，债券发行量再创新低，供给收缩会逐渐开始影响债市。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量(亿)	期限(年)	合计(亿)
2017.12.20	17 付息国债 23 (续 2)	260.0	3.0	
	17 付息国债 27	260.0	7.0	
合计				520.0

资料来源: Wind 资讯 南华研究

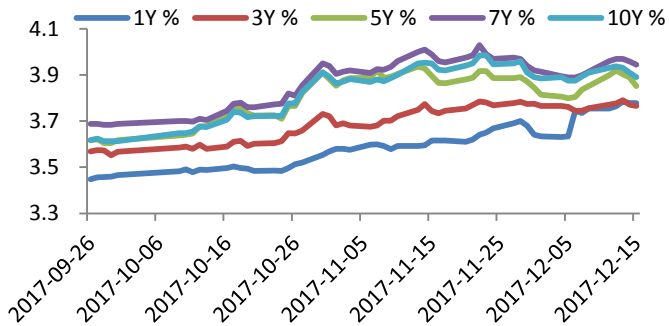
三、行情回顾与展望

周内资金面开始收敛，但央行大量的资金投放呵护态度明显，债市情绪反而好转，期债震荡走升。全周来看，国债收益率多数走升，7 年期国债收益率上行幅度最大，为 2.93BP；国开债收益率全数走升，7 年期国开债收益率上行幅度最大，为 5.27BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1803 收于 92.905，周涨 0.23 (+0.25%)；TF1803 收于 96.435，周涨 0.09 (+0.09%)。

一级市场方面，周三续发的 5 年期付息国债中标利率大幅低于中债估值，全场 3.34 倍；周四进出口行招标发行的 1、3、5 年期固息增发债中标利率均低于二级市场，全场不足 3 倍，需求一般；周四增发的 1、3、5、7 年期国开债招标结果分化，其中 1、3、5 年期中标利率明显低于中债估值，7 年期略超二级市场，中标倍数分别为 1.76、2.34、2.38 和 1.82 倍，需求尚可；周五财政部招标发行的 3 个月贴现国债和 30 年期付息国债中标利率均略低于二级市场，全场 2-3 倍，需求一般。招标结果来看，利率债需求继续下滑。

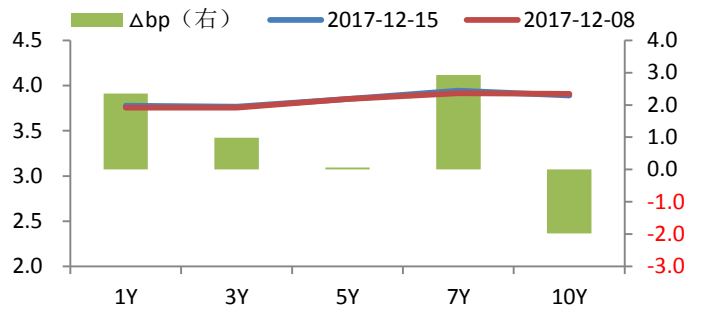
本周关注银行结售汇数据。基本面来看，经济温和回落，信贷继续扩张，但是社融增长后续缺乏支撑，随着楼市的降温和去杠杆的继续，社融回落将是大概率事件。外汇方面，人民币窄幅震荡，美元指数小幅回落，美联储加息，中国小幅跟进，但是市场早已预料，对债市影响不大。消息方面，政治局会议要求明年要使宏观杠杆率得到有效控制，严监管和防风险仍是重中之重，资管新规征求意见基本结束，继续关注相关动态。总体来看，资金面有所收敛，监管继续推进，基本面回落也无法倒逼货币宽松，债牛缺乏有效支撑，但短期债券收益率已处于较高点位，加上利空已基本被 price in，可捕捉反弹机会。操作上，债市波段操作，择机捕捉反弹。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



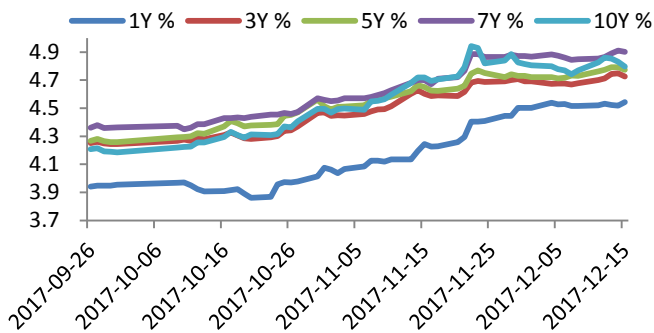
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



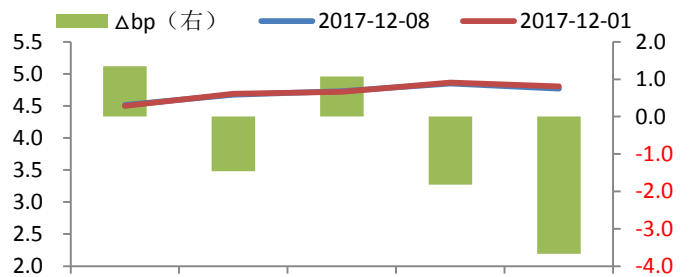
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



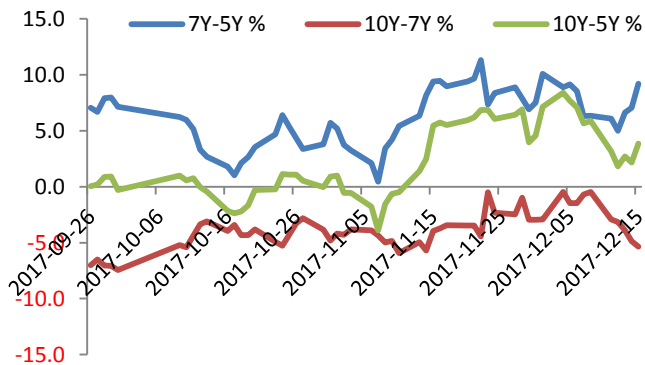
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



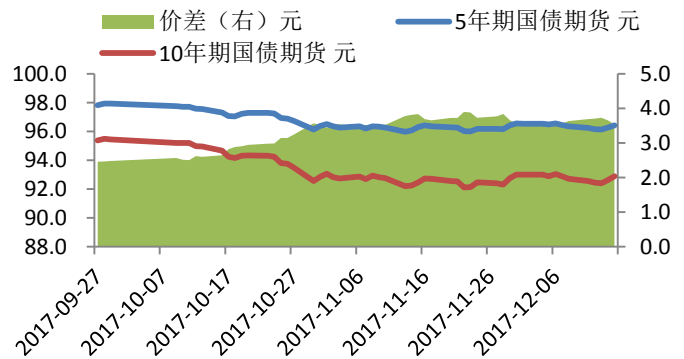
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



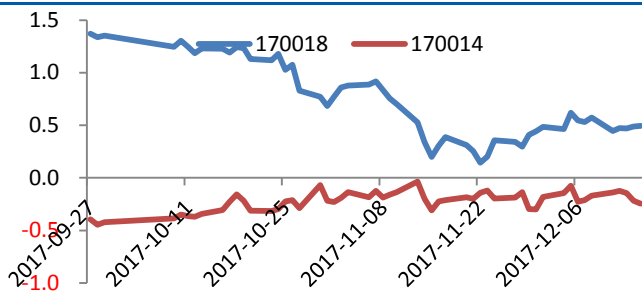
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



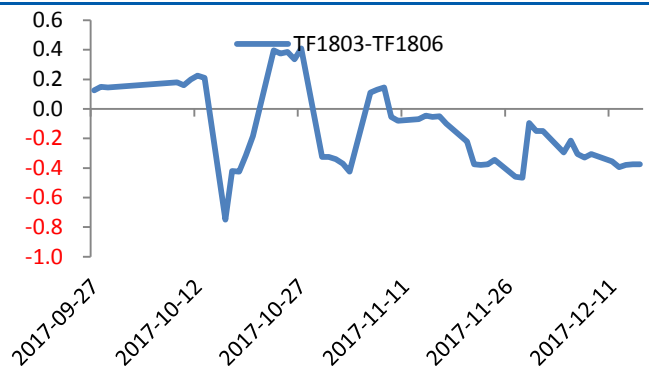
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



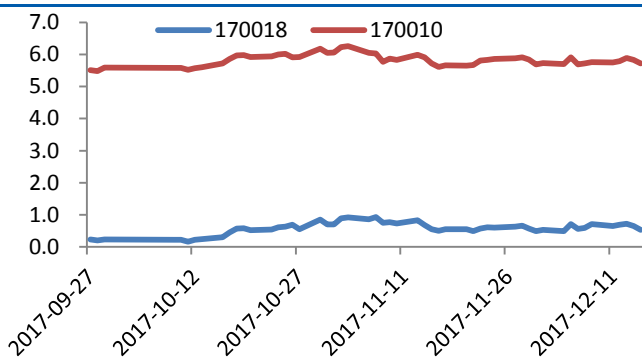
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



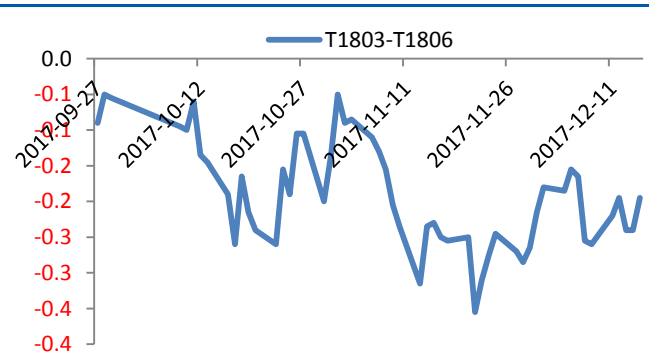
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1712 活跃 CTD 券基差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 10 年期国债期货跨期价差



资料来源: Wind 资讯 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: 0577-89971808

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: 0931-8805351

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室永康市丽州中路63号11楼
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810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1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

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

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

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8层805室
电话: 0351-2118018

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话: 0573-83378538

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号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net