

期债建议观望

摘要

- **国内经济稳健,人民币短期企稳。**四季度 GDP 同比增速为 6.8%, 高于预期的 6.7%, 增速两年来首次回升, 全年 GDP 增长 6.7%, 整体好于预期。12 月固定资产投资完成额累计增速录得 8.1%, 略低于预期和前值。其中房地产开发投资和制造业累计增速较上月回升, 基建投资回落 1.5%。12 月工业增加值当月同比为 6.0%, 低于预期, 但高于去年同期, 1-12 月民间固定资产投资同比增速录得 3.2%, 较上月继续回升。从销售情况来看, 12 月商品房销售增速较上月继续下滑, 但房屋新开工及施工增速逆势上涨。从消费方面来看, 11 月社会消费品零售总额同比增长 10.9%, 略超预期和前值。整体来看, 基建出现乏力, 房地产销售明显回落但新开工上涨, 房地产和制造业支撑投资, 民间投资和消费整体较好, 经济整体稳健, 关注房地产价格变化和 government 政策指引。12 月银行结售汇数据显示, 代客结售汇逆差再次扩大, 并创一年新高, 表明资本流出压力仍在, 但结售汇逆差与去年同期相比已明显改善。从近期在岸及离岸人民币走势来看, 二者均有所回升, 价差波动加大。整体来看, 特朗普称“美元过度强势”使得美元大幅走弱, 人民币随之走升, 不过 17 年美元加息周期明确, 人民币中长期仍承压。
- **流动性展望:** 本周(1 月 23 日至 2 月 3 日)跨过春节长假, 公开市场共有 5800 亿逆回购和 800 亿 3 个月期国库定存到期, 大量资金集中到期, 注意流动性风险。
- **利率展望与策略:** 本周五(1 月 27 号)开始春节休市, 下周五(2 月 3 号)开始恢复交易, 期间将公布官方和财新 PMI 数据。国外经济来看, 美国经济整体稳健, 美债收益率震荡走升。国内基本面来看, 四季度 GDP 数据整体向好, 12 月投资和消费数据略超预期, 基本面难以支撑债市回暖。消息方面, 市场传言同业存单纳入同业负债, 政策监管趋严, “去杠杆”思路不改, 关注后续影响。央行进行临时流动性便利操作, 期限为 28 天, 大约临时释放 6000 亿资金, 稳定了市场情绪, 但短期的资金投放只为缓解春节前资金面紧张状况, 不能视为政策转向。总体来看, 春节前资金面偏紧, 经济整体稳健, 加之监管趋严, 缺乏实质利多, 市场情绪偏弱。操作上, 现券持有, 低仓位操作, 期债操作难度较大, 建议观望。



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

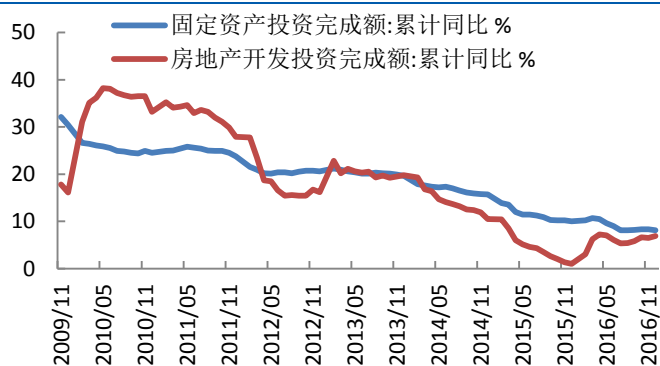
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 国内经济整体稳健

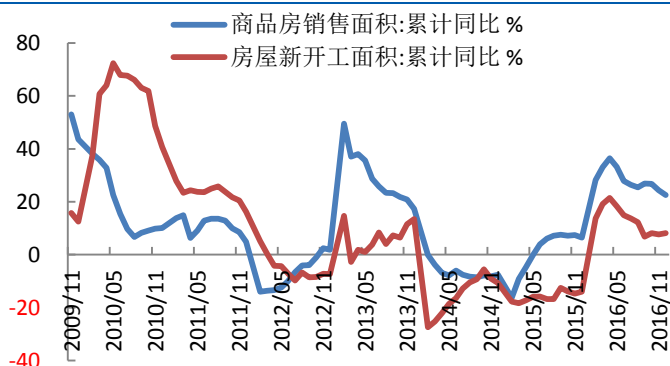
四季度 GDP 同比增速为 6.8%，高于预期的 6.7%，增速两年来首次回升，全年 GDP 增长 6.7%，整体好于预期。12 月固定资产投资完成额累计增速录得 8.1%，略低于预期和前值。其中房地产开发投资和制造业累计增速较上月回升，基建投资回落 1.5%。12 月工业增加值当月同比为 6.0%，低于预期，但高于去年同期，1-12 月民间固定资产投资同比增速录得 3.2%，较上月继续回升。从销售情况来看，12 月商品房销售增速较上月继续下滑，但房屋新开工及施工增速逆势上涨。从消费方面来看，11 月社会消费品零售总额同比增长 10.9%，略超预期和前值。整体来看，基建出现乏力，房地产销售明显回落但新开工上涨，房地产和制造业支撑投资，民间投资和消费整体较好，经济整体稳健，关注房价变化和政府政策指引。

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



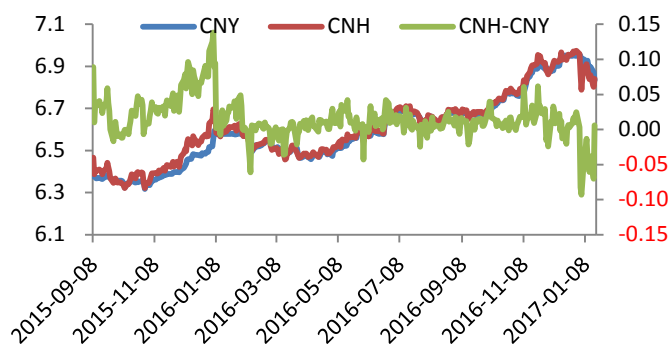
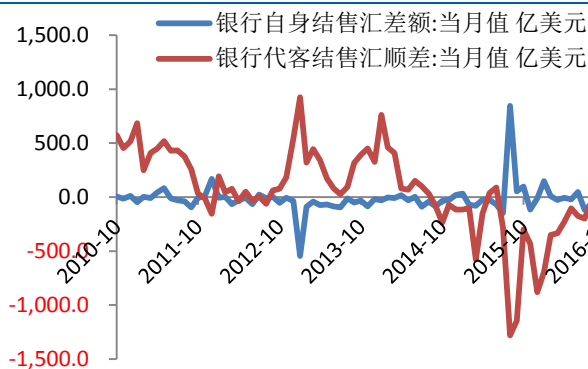
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 人民币短期企稳

12 月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差再次扩大，并创一年新高，表明资本流出压力仍在，但结售汇逆差与去年同期相比已明显改善。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均有所回升，价差波动加大。整体来看，特朗普称“美元过度强势”使得美元大幅走弱，人民币随之走升，不过 17 年美元加息周期明确，人民币中长期仍承压。

图 1.3.1 银行自身与代客结售汇差额

图 1.3.2 在岸及离岸人民币即期走势



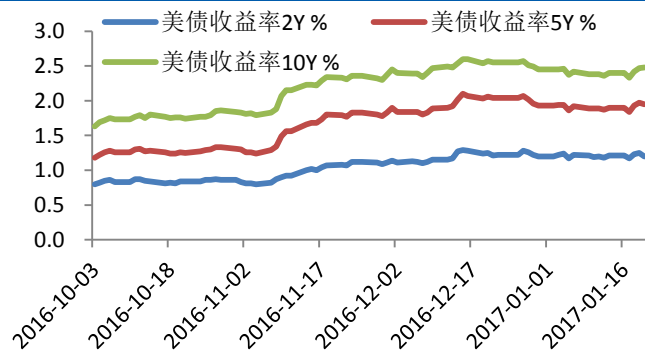
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.3 美国经济保持稳健

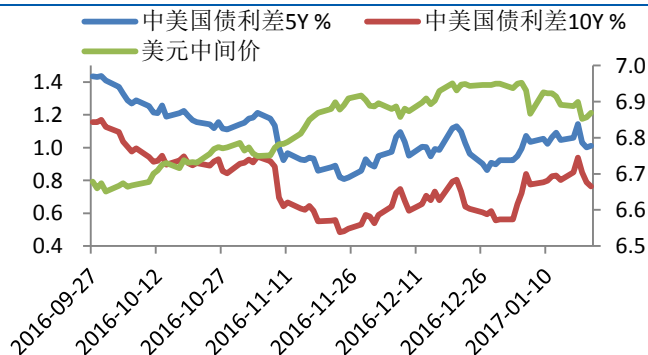
美国 12 月 CPI 同比收得 2.1%，大幅高于上期的 1.7%和去年同期的 0.7%，核心 CPI 收得 2.2%，略超上期。12 月工业总产出指数环比上涨 0.8%，产能利用率录得 75.5%，均高于前值。12 月新开工环比 11.3%，好于预期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为 23.4 万和 204.6 万人，低于去年同期。周内受特朗普言论影响，美元大跌，人民币短期企稳，美债收益率明显走升，中国国债收益率小幅上扬，中美利差略有收窄。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 中美国债利差及汇率走势

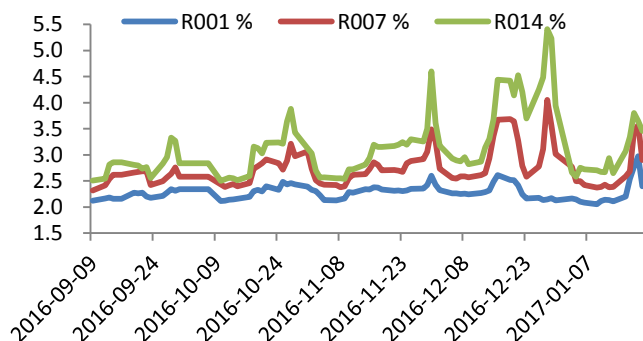


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

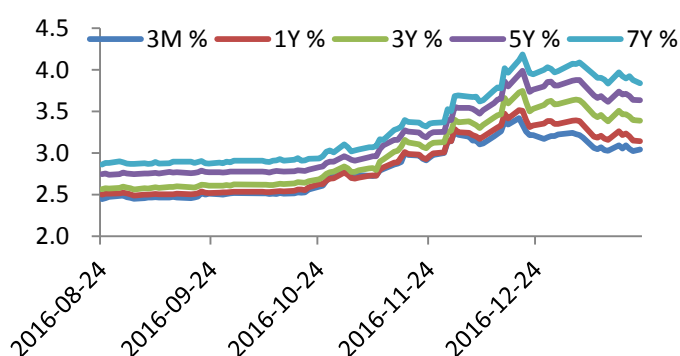
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.40%、2.90%和 2.46%，较前一周均大幅走升。Shibor 利率连续 6 个交易日全数走升，隔夜 Shibor 利率领涨，涨幅为 27.2%，利率互换涨跌互现。随着春节的临近，现金备付影响显著，资金面出现明显收紧。

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 2500 亿逆回购及 1345 亿 6 个月期 MLF 和 820 亿一年期 MLF 到期, 上周共实施 4400 亿 7 天期、500 亿 14 天期逆回购和 8900 亿 28 天期逆回购, 不计算 MLF, 全周共实现资金净投放 11300 亿, 单周净投放达历史最高。春节将近, 节前现金备付叠加缴准缴税因素使得债市资金面明显收紧, 央行虽在公开市场上进行巨量资金投放, 但大行融出意愿不足, 资金面整体紧张。本周 (1 月 23 日至 2 月 3 日) 跨过春节长假, 公开市场共有 5800 亿逆回购和 800 亿 3 个月期国库定存到期, 大量资金集中到期, 注意流动性风险。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 80.00 亿, 加上信用债发行共计 888.11 亿, 总偿还量 4171.49 亿, 净融资-3283.38 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量 (亿)	期限	合计 (亿)
2017.1.23	16 进出 15 (增 6)	40.00	3Y	
	17 进出 01	40.00	1Y	
合计				80.00

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

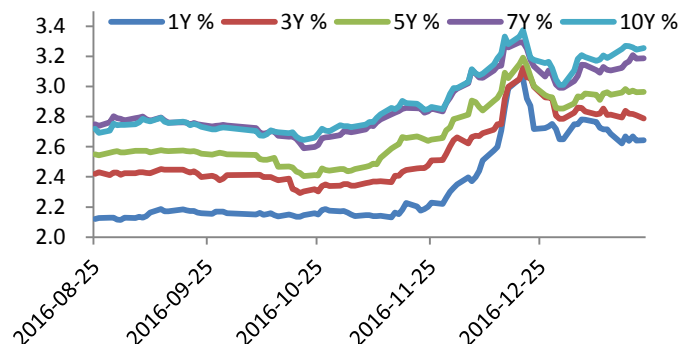
受春节前现金备付影响, 上周资金面整体紧张, 加上央行未续作 MLF, 长期资金面较为吃紧, 大行融出意愿不强, 市场情绪偏弱。现券市场收益率短端走低长端走升, 期债震荡后小幅走低。全周来看, 国债收益率多数走升, 其中 1 年期国债收益率下跌 4.53BP, 3 年期变动不大, 7 年期上行幅度最大, 达 7.84BP; 国开债收益率全数走升, 其中 5 年期国开债收益率上行幅度最大, 达 7.7BP, 1 年期国开债收益率上行幅度最小, 为 4.26BP。

截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1703 收于 97.235，周跌 0.26 (-0.27%)；TF1703 收于 99.47，周跌 0.11 (-0.11%)。

一级市场方面，周二招标发行的一、五、十年期国开债中标利率均略低于预期，全场 2-3 倍；周三招标发行的三、七年期付息国债中标利率均低于预期，全场 2-3 倍；周三增发的五期农发债招标结果分化，一、三、五年期中标利率均明显低于预期，中标倍数为接近或超过 3 倍，七年和十年期农发债中标利率高于二级市场水平，且中标倍数仅略超 2 倍；周四增发的三、五、十年期口行债接近或低于预期，全场 3-5 倍；周四增发的三、七、二十年期国开债招标结果分化，三年期国开债中标利率明显低于预期，全场 2.31 倍，七年和二十年期高于预期，全场不到 2 倍；周五招标发行的 3 个月期国债中标利率明显低于预期，全场 2.75 倍。一级市场招标结果显示，近期长期和超长期利率债不受市场欢迎，中短期需求尚可。

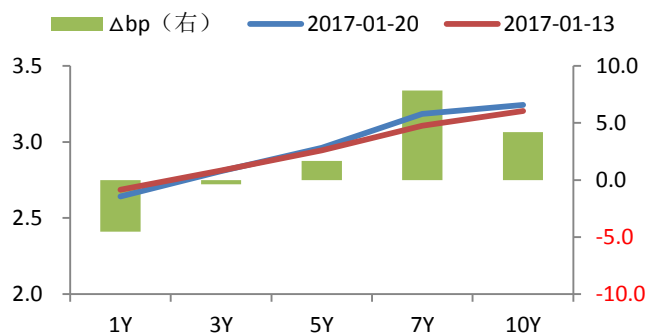
本周五（1 月 27 号）开始春节休市，下周五（2 月 3 号）开始恢复交易，期间将公布官方和财新 PMI 数据。国外经济来看，美国经济整体稳健，美债收益率震荡走升。国内基本面来看，四季度 GDP 数据整体向好，12 月投资和消费数据略超预期，基本面难以支撑债市回暖。消息方面，市场传言同业存单纳入同业负债，政策监管趋严，“去杠杆”思路不改，关注后续影响。央行进行临时流动性便利操作，期限为 28 天，大约临时释放 6000 亿资金，稳定了市场情绪，但短期的资金投放只为缓解春节前资金面紧张状况，不能视为政策转向。总体来看，春节前资金面偏紧，经济整体稳健，加之监管趋严，缺乏实质利多，市场情绪偏弱。操作上，现券持有，低仓位操作，期债操作难度较大，建议观望。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



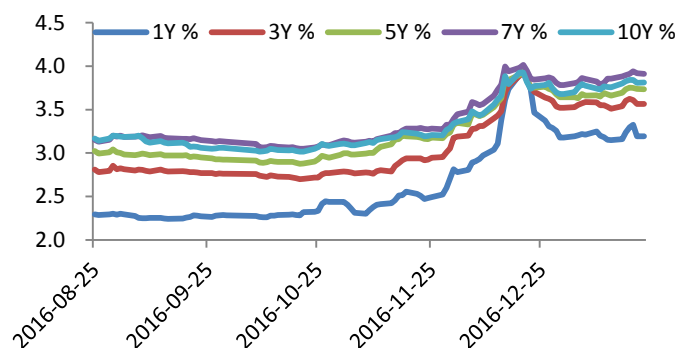
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



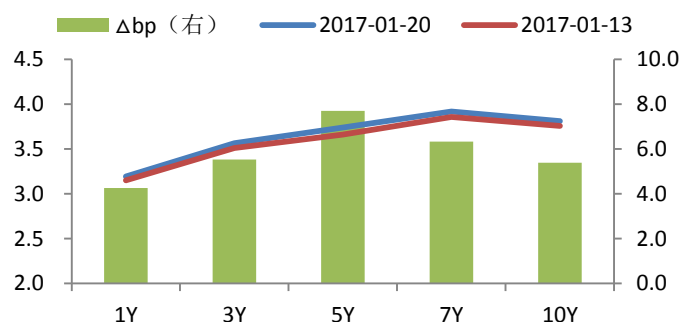
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



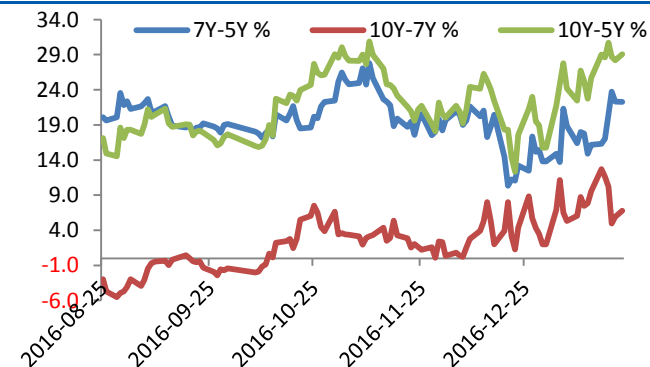
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



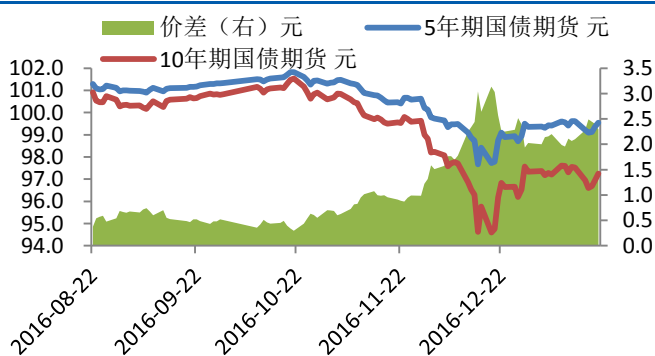
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



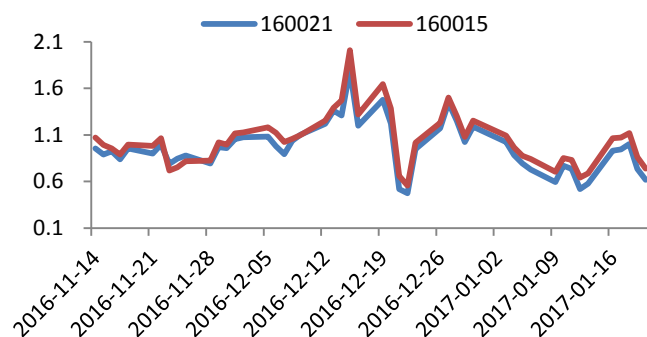
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



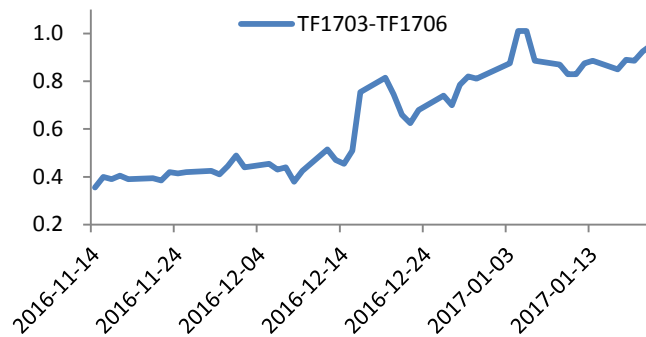
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1703 活跃 CTD 券基差



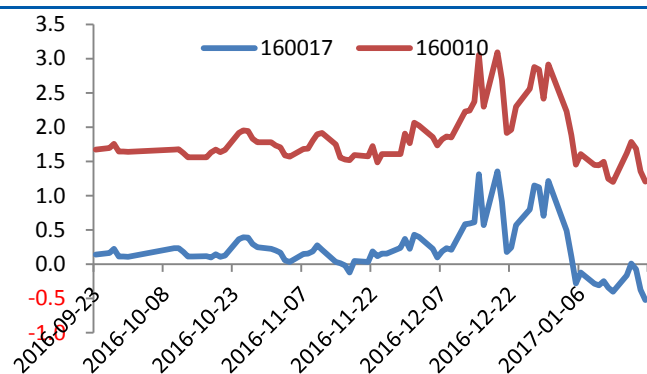
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



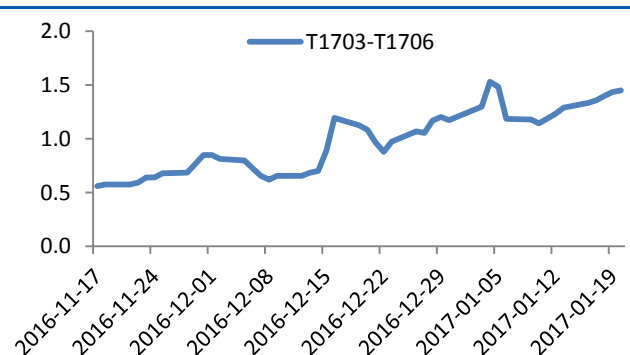
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1703 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

宁波营业部

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

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 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

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

浙江省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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、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

青岛市市南区闽江路 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江道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-88371079

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: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳营业部

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

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室
电话: 020-38809869

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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

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

浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号广隆财富中心
1 号楼 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

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
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

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

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

宁波分公司

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

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

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：021-50431979

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

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