



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

## 策略以防御为主

### 摘要

- **通胀超预期。**1月CPI同比上涨2.5%，高于预期的2.4%。其中，1月非食品项增速上升0.5%，食品项增速上升0.3个百分点。食品类价格明显上升，主要是由于春节提前至一月，春节前后食品价格明显上升；非食品类价格大幅增长，原油和春节期间服务价格上涨是主因。1月CPI增速超预期，后续关注PPI向CPI的传导效应。1月PPI涨幅较上月上涨1.4%。采掘工业增速较上月回升了0.8%，原材料和加工工业增速较上月均回落了1个百分点，本次PPI的回升主要原因是大宗商品上涨，政策去产能继续，后续PPI仍有上涨潜力。
- **广义信贷继续扩张。**1月新增社会融资总量录得37400亿，超出去年同期和预期。其中，新增人民币信贷23100亿，同比少增4800亿，环比多增近万亿。从贷款结构来看，1月新增短期贷款均略低于去年同期，新增中长期信贷明显扩张，或为央行指导下商业银行在收短放长。12月M2同比上涨11.3%，增速与前期持平，M1、M2剪刀差大幅收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看，信贷扩张远超预期，不过年末年初贷款冲量使得1月的信贷数据往往较高，加之央行货币政策边际收紧、房贷需求也预期下降，后续信贷增长料将回落。
- **人民币保持平稳。**1月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差明显缩小，表明资本流出压力显著下降。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均窄幅震荡，价差保持稳定。整体来看，市场对3月加息预期不高，人民币继续平稳，但若美国经济向好，3月份真的加息，人民币仍承压。
- **流动性展望：**本周公开市场共有周日到期顺延至周一的535亿MLF以及3150亿逆回购到期，流动性压力较上周明显降低，料短期流动性不会吃紧。
- **利率展望与策略：**本周国内无重要经济数据公布，关注海外经济数据。国内基本面来看，通胀数据大涨，关注再通胀风险；信贷数据创历史新高，信贷大幅扩张或使得货币政策进一步收紧，关注央行后续政策。美国经济基本平稳，耶伦周二23:00发表半年度货币政策证词，态度偏鹰派，暗示美国将更快加息，继续关注美联储加息进程。政策面来看，央行有意收紧货币政策，但并不会放任资金面过度紧张，缓慢去杠杆或成常态。总体来看，资金面不及预期紧张，“去杠杆”转向温和，短期债市情绪向好，但货币政策不改中性偏紧，加之PPI大涨后的再通胀预期回升，美国加息预期上涨，债市风险因素仍多，预计短期震荡稍涨。操作上，期债短期或有交易性机会，但风险较大，建议防御为主。

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

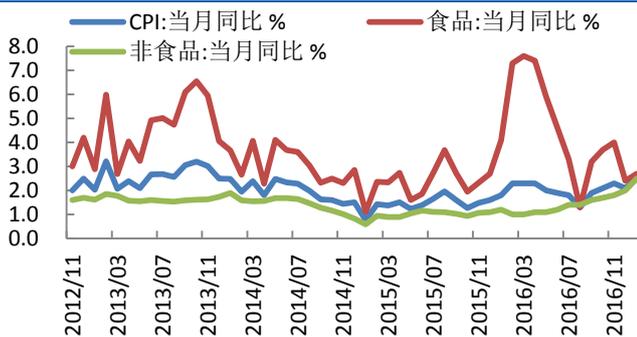
0571-87830532

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 通胀超预期

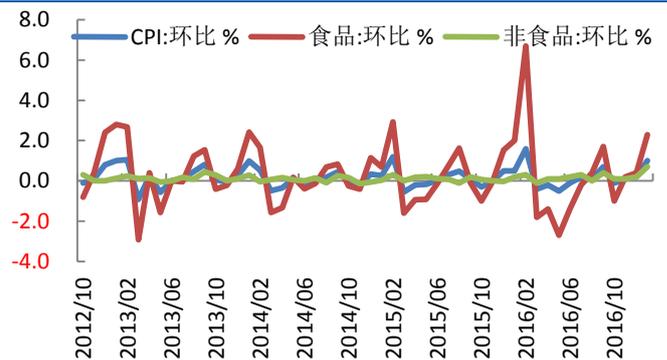
1月CPI同比上涨2.5%，涨幅较上月回落0.4个百分点，高于预期的2.4%。其中，1月非食品项同比增长2.5%，增速上升0.5%，食品项同比上涨2.7%，增速上升0.3个百分点。食品类价格明显上升，主要是由于春节提前至一月，春节前后食品价格明显上升；非食品类价格大幅增长，原油和服务价格上涨是主因。1月CPI增速超预期，后续关注PPI向CPI的传导效应。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

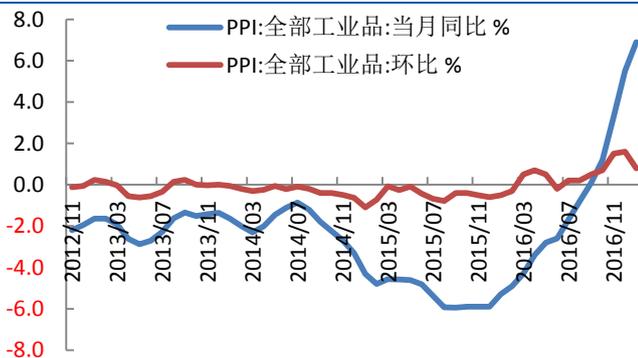
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

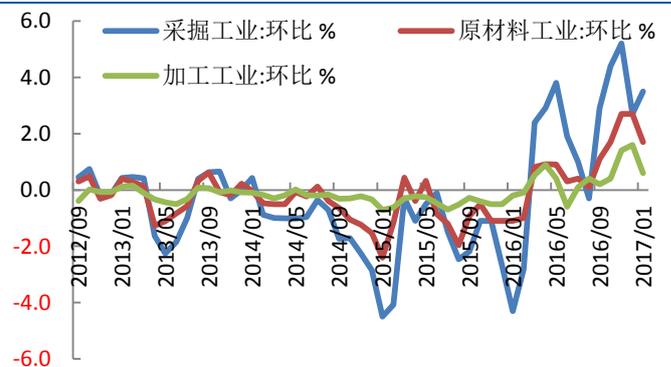
1月PPI同比上涨6.9%，高于预期的6.5%，涨幅较上月上涨1.4%。1月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨3.5%、1.7%和0.6%，采掘工业增速较上月回升了0.8%，原材料和加工工业增速较上月均回落了1个百分点，本次PPI的回升主要原因仍是原油价格回升和大宗商品上涨，若后续大宗商品未出现明显上涨，PPI或缓慢回落。

图 1.1.3 PPI 同比与环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1.4 PPI 分项环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 1.2 广义信贷继续扩张

1月新增社会融资总量录得37400亿，超出去年同期和预期。其中，新增人民币信贷23100亿，同比少增4800亿，环比多增近万亿。从贷款结构来看，1月新增短期贷款均略低于去年同期，新增中长期信贷明显扩张，或为商业银行在收短放长。直接融资方面，受债市大幅调整影响，大多数企业取消债券发行，1月企业债券融资虽较12月有所好转，但仍为负值，股票融资略有扩张，同比多增130亿。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和信托贷款均大幅扩张，委托贷款环比少增近900亿。12月M2同比上涨11.3%，增速与前期持平，但低于去年同期，M1增速大降至14.5%，M1、M2剪刀差大幅收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看，信贷扩张远超预期，不过从往年来看，年末年初贷款冲量使得1月的信贷数据往往较高，加之央行货币政策边际收紧、房贷需求也预期下降，后续信贷增长料将回落。

图 1.2.1 社会融资总量（除去外币贷款）

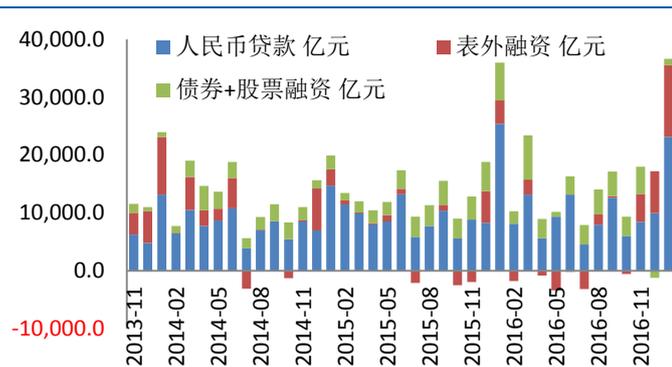
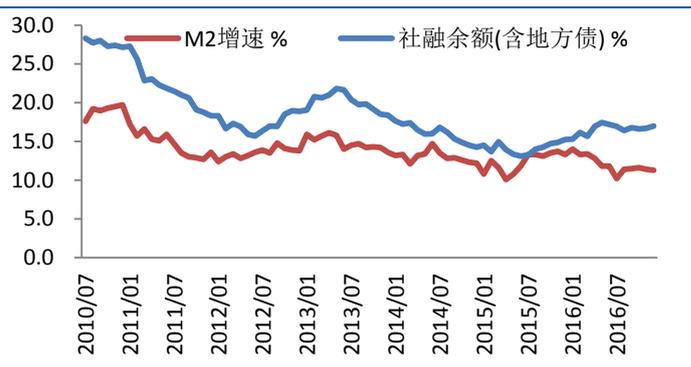


图 1.2.2 M2 与社会融资余额同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

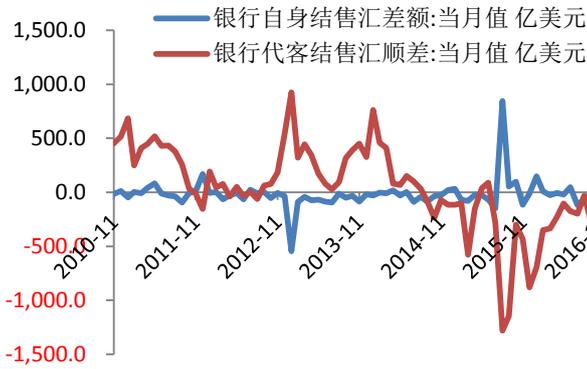
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 1.3 人民币保持平稳

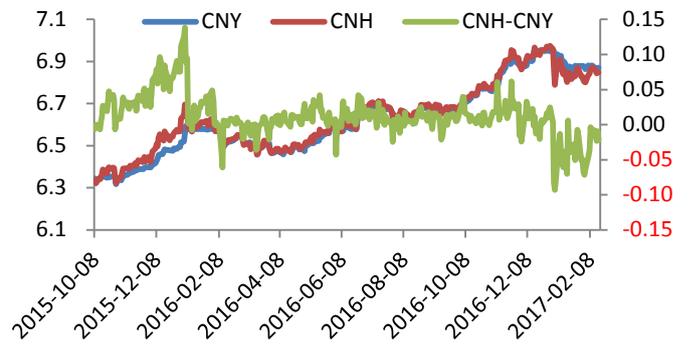
1月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差明显缩小，表明资本流出压力显著下降。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均窄幅震荡，价差保持稳定。整体来看，美联储讲话偏鹰，但市场对3月加息预期不高，人民币继续平稳，但若美国经济向好，3月份真的加息，人民币仍承压。

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

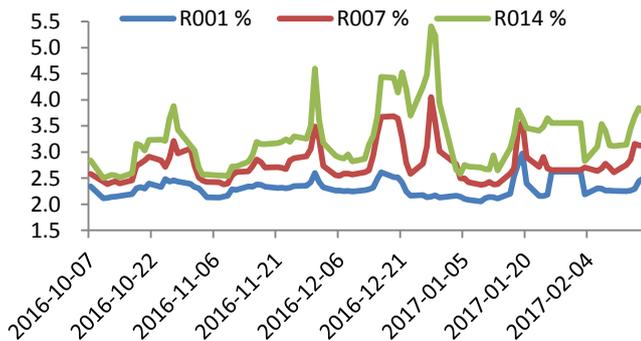


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

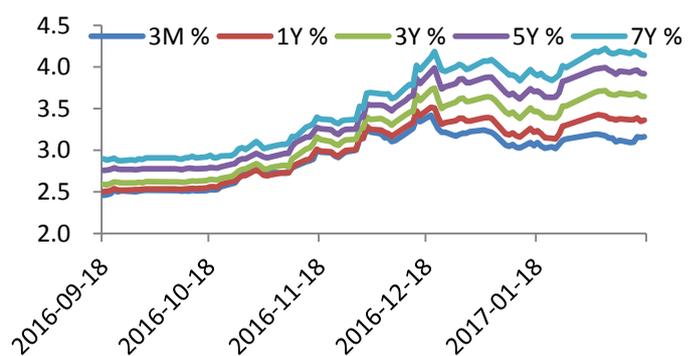
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.50%、3.12% 和 3.77%，较前一周均大幅走升。Shibor 全数走升，半年期领涨，利率互换多数走低。央行本周开始恢复每日的公开市场操作，加上超额续作 MLF，资金面未有明显紧张。

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

上周一开始央行重启公开市场操作,当周公开市场共有 9000 亿逆回购和 1515 亿 MLF 到期,央行共实施 2300 亿 7 天期、2200 亿 14 天期和 3000 亿 28 天期逆回购,周三开展 3935 亿 MLF 操作,利率与上期持平,不计算 MLF 和 TLF,全周共实现资金净回笼 1500 亿。大量资金集中到期,资金面紧势已现,央行超额续作 MLF 操作以缓解资金紧张,TLF 约 6000 亿资金到期未续作,货币政策依旧维持中性偏紧,周内流动性整体未出现过度紧张。本周公开市场共有周日到期顺延至周一的 535 亿 MLF 以及 3150 亿逆回购到期,流动性压力较上周明显降低,央行也无强制去杠杆意愿,料短期流动性不会吃紧。

一级市场,根据已披露的发行公告统计,本周利率债发行 810.00 亿,加上信用债

发行共计 2941.36 亿，总偿还量 4989.01 亿，净融资-2047.65 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)
2017.2.21	16 国开 13 (增 22)	100.00	10Y	
	16 国开 15 (增 13)	60.00	3Y	
	17 国开绿债 01 (预)	50.00	5Y	
2017.2.22	16 付息国债 25 (续 3)	200.00	7Y	
	17 付息国债 02 (续发)	200.00	3Y	
	17 农发 01 (增 4)	40.00	1Y	
	17 农发 02 (增 4)	50.00	3Y	
	17 农发 03 (增 4)	50.00	5Y	
	17 农发 04 (增 4)	30.00	7Y	
	17 农发 05 (增 4)	30.00	10Y	
<b>合计</b>				<b>810.00</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

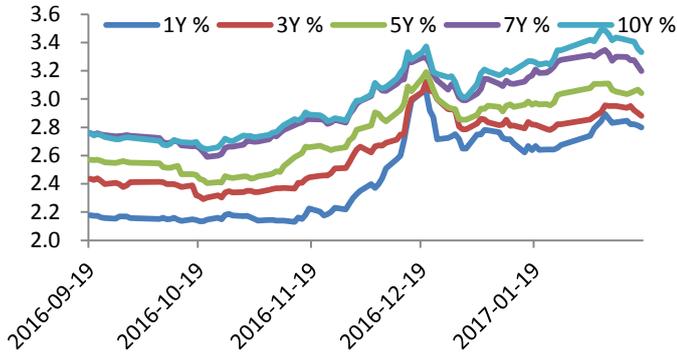
### 三、行情回顾与展望

上周央行恢复公开市场逆回购操作，资金面不及预期紧张，债市情绪有所好转，周内期债震荡上行，现券收益率也明显回落。全周来看，国债收益率除 5 年期外全数走低，7 年和 10 年期国债收益率下行幅度最大，均达 10BP 以上；国开债收益率全数下行，5 年期国开收益率下行幅度最大，为 4.95BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1706 收于 95.12，周升 0.765 (+0.81%)；TF1706 收于 98.57，周升 0.55 (+0.56%)。

一级市场方面，周二增发的三、七、十年期国开债中标收益率均低于二级市场定位，全场 2-6 倍，需求旺盛；周三续发的五年期付息国债中标收益率略低于二级市场水平，全场 2.04 倍；周四进出口行招标发行的 1 和 3 年期固息债，中标收益率均低于预期，投标倍数分别为 4.06 和 2.77 倍，结果显示一年期口行债需求旺盛；周五招标发行的 91 天期和三十年期国债中标收益率均低于预期，全场 2-3 倍。一级市场招标结果显示配置情绪较好，提振二级市场情绪。

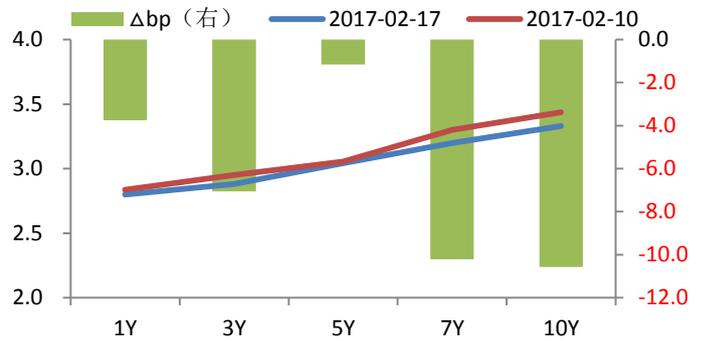
本周国内无重要经济数据公布，关注海外经济数据。国内基本面来看，通胀数据大涨，PPI 大幅增长或向 CPI 传导，关注再通胀风险；信贷数据创历史新高，信贷大幅扩张或使得货币政策进一步收紧，关注央行后续政策。美国经济基本平稳，耶伦周二 23:00 发表半年度货币政策证词，态度偏鹰派，暗示美国将更快加息，继续关注美联储加息进程。政策面来看，央行有意收紧货币政策，但并不会放任资金面过度紧张，央行货币政策执行报告也称将维持稳健中性的货币政策，缓慢去杠杆或成常态。总体来看，资金面不及预期紧张，“去杠杆”转向温和，短期债市情绪向好，但货币政策不改中性偏紧，加之 PPI 大涨后的再通胀预期回升，美国加息预期上涨，债市风险因素仍多，预计短期震荡稍涨。操作上，期债短期或有交易性机会，但风险较大，建议防御为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



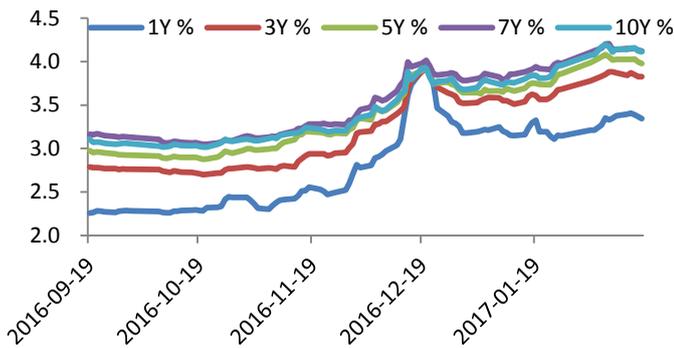
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



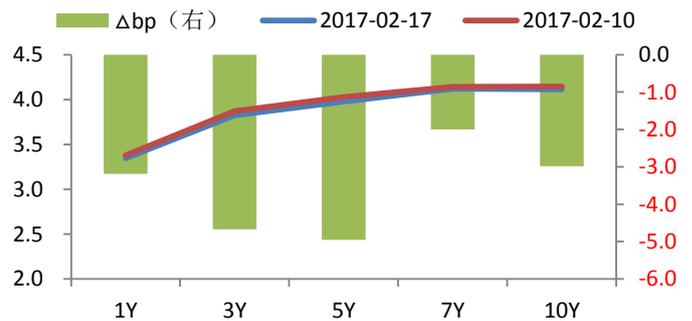
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



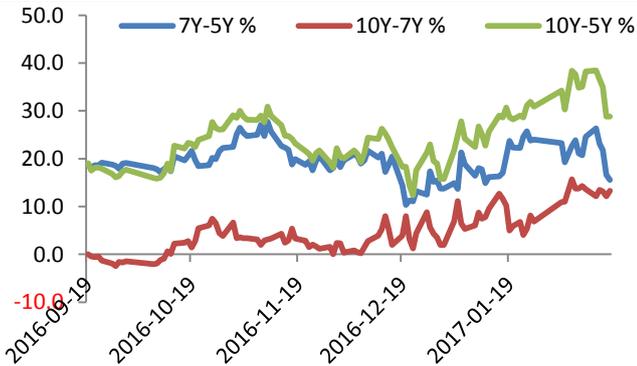
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



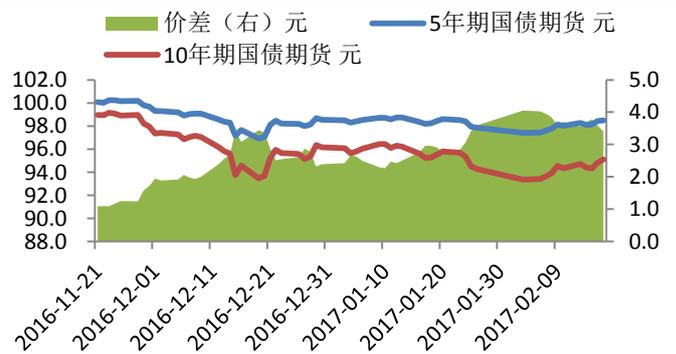
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



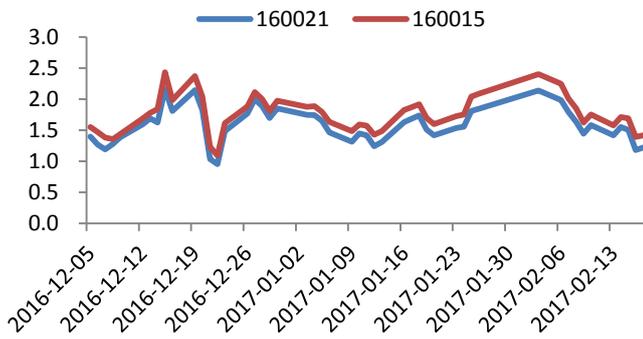
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



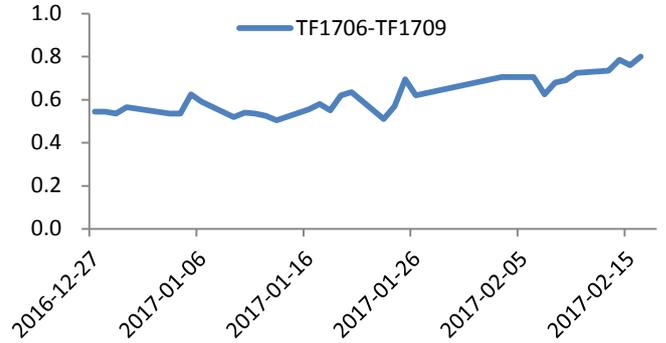
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



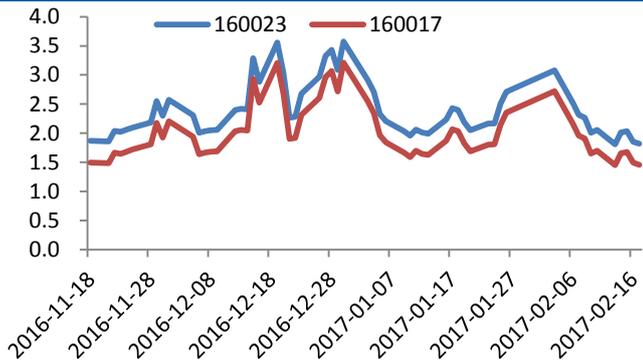
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



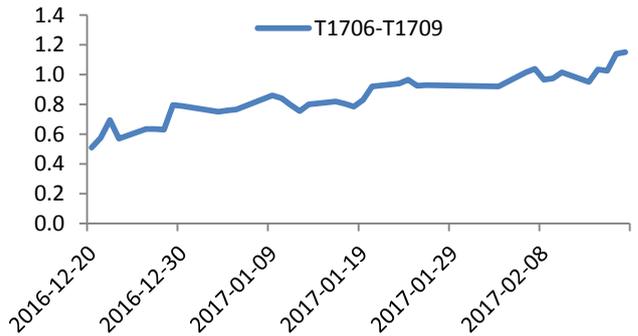
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1706 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](http://www.nanhua.net)