



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

利空仍存，谨慎为主

摘要

- **通胀不及预期。**2月CPI同比上涨0.8%，达到八年来低点，涨幅较上月回落1.7个百分点。其中，2月非食品项同比增长2.2%，增速降低0.3%，食品项同比下降4.3%，增速下降7%。食品类价格大幅回落是CPI超预期走低的主要原因，其中鲜菜和蛋价格环比分别下降了5.4%和6.2%。整体来看，CPI增速不及预期，基本面对债市或有利好，继续关注后续经济数据。2月PPI同比上涨7.8%，较上月增长了0.9个百分点。2月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨1.0%、1.2%和0.5%，增速较上月分别回落了2.5%、0.5%和0.1%，PPI的回升主要得益于政策去产能，供给大幅减少。大宗商品若高位震荡，PPI后续走升空间不大。
- **广义信贷整体尚稳。**2月新增社会融资总量录得11500亿，略高于去年同期。其中，新增人民币信贷10300亿，略高于去年同期。从贷款结构来看，2月居民新增短期和中长期贷款均明显低于前值，说明房贷下滑对居民信贷的影响开始展现；新增企业短期信贷小幅回落，中长期贷款大幅回落，但仍略高于去年同期，企业整体融资需求不减。直接融资方面，2月企业债券融资仍为负值，股票融资略有收缩。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票也降为负值，信托贷款扩张，委托贷款收缩。2月M2同比上涨11.1%，增速继续放缓，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看，信贷扩张维持稳定，企业融资需求不减。
- **流动性展望：**本周公开市场共有3900亿逆回购到期，央行持续小幅净回笼无碍资金面宽松，但MPA考核已经开始，市场对季末流动性紧张较为担忧。
- **利率展望与策略：**本周数据集中公布，依次关注投资、消费和银行结售汇数据。基本面的来看，进口远超预期、出口远低于预期，CPI明显不及预期，PPI超预期，信贷整体尚稳，但经济能否维持平稳需看后续数据，若数据表现持续较差，或对债市形成支撑。外汇方面，美国经济平稳，美联储3月加息概率超九成，人民币跌破6.9关口。总体来看，资金面整体维持紧平衡，但MPA考核使得流动性预期较差，债市短期大概率震荡偏空，关注下周三的FOMC会议。操作上，现券继续持有，期债谨慎为主。

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

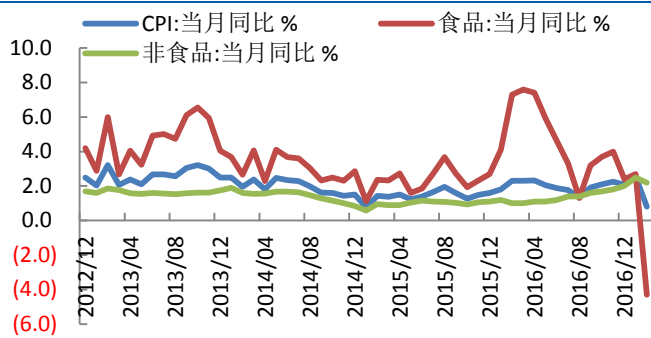
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀不及预期

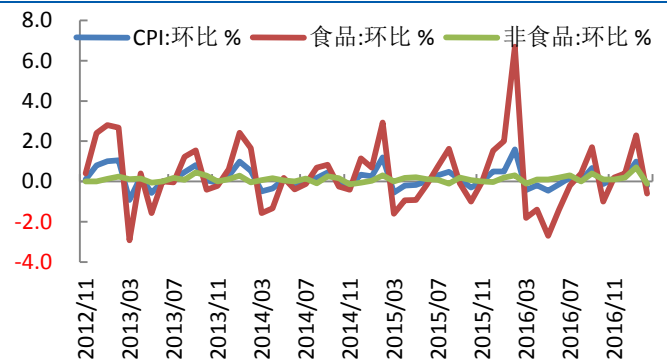
2月CPI同比上涨0.8%，达到八年来低点，涨幅较上月回落1.7个百分点。其中，2月非食品项同比增长2.2%，增速降低0.3%，食品项同比下降4.3%，增速下降7%。食品类价格大幅回落是CPI超预期走低的主要原因，其中鲜菜和蛋价格环比分别下降了5.4%和6.2%。整体来看，CPI增速不及预期，基本面对债市或有利好，继续关注后续经济数据。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

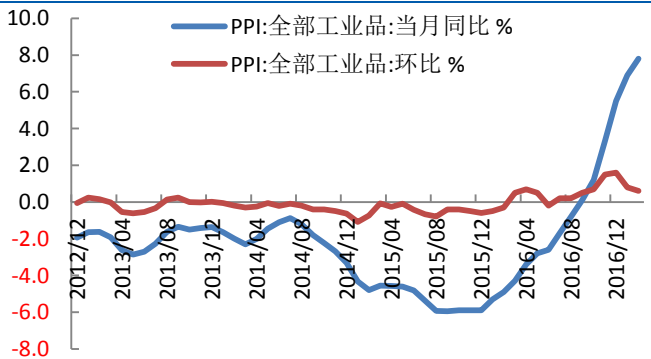
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

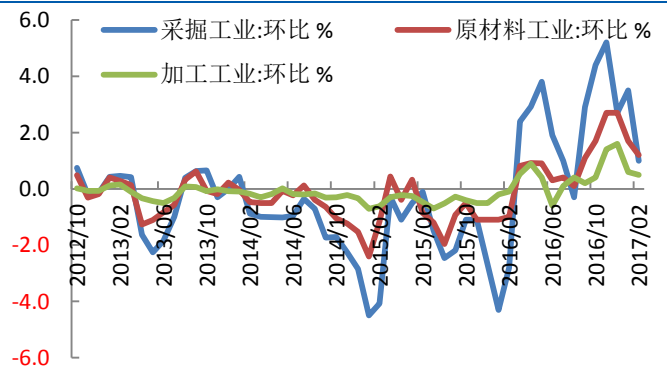
2月PPI同比上涨7.8%，较上月增长了0.9个百分点。2月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨1.0%、1.2%和0.5%，增速较上月分别回落了2.5%、0.5%和0.1%，PPI的回升主要得益于政策去产能，供给大幅减少。大宗商品若高位震荡，PPI后续走升空间不大。

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

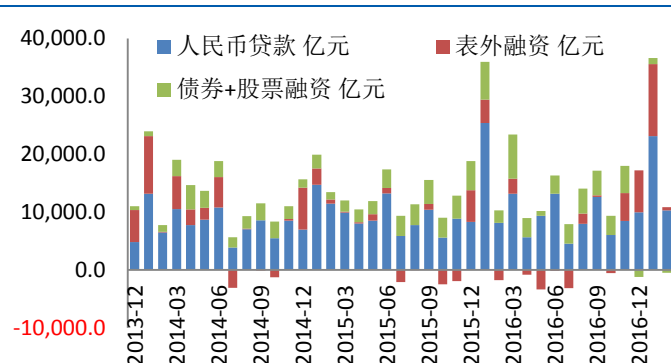


资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷整体尚稳

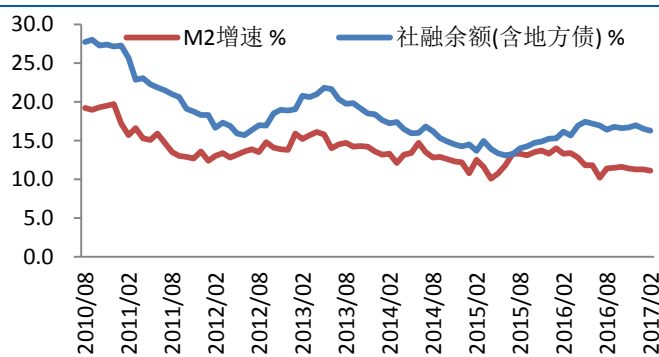
2月新增社会融资总量录得11500亿,略高于去年同期。其中,新增人民币信贷10300亿,略高于去年同期。从贷款结构来看,2月居民新增短期和中长期贷款均明显低于前值,说明房贷下滑对居民信贷的影响开始展现;新增企业短期信贷小幅回落,中长期贷款大幅回落,但仍略高于去年同期,企业整体融资需求不减。直接融资方面,2月企业债券融资仍为负值,股票融资略有收缩。表外融资方面,未贴现银行承兑汇票也降为负值,信托贷款扩张,委托贷款收缩。2月M2同比上涨11.1%,增速继续放缓,包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看,信贷扩张维持稳定,企业融资需求不减。

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



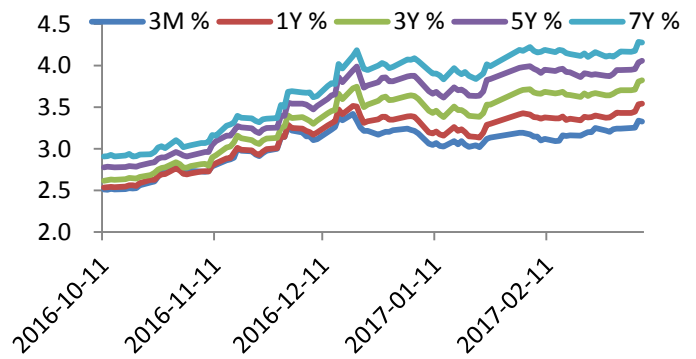
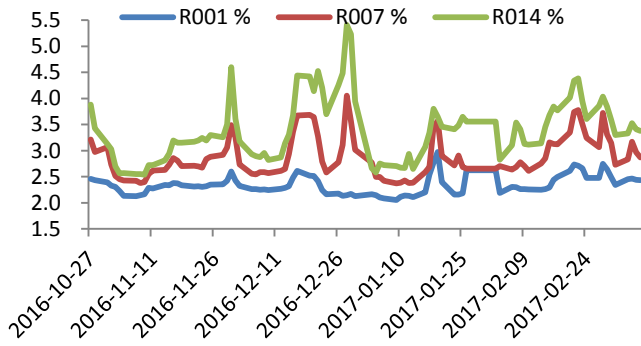
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周四 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.36%、2.53%和 3.24%，较前一周均小幅走升。Shibor 除 1 周外全数走升，隔夜领涨，利率互换全数明显走升，资金面整体维持紧平衡。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共有 2100 亿逆回购和 1940 亿 6 个月期 MLF 操作到期, 央行共实施 400 亿 7 天期、300 亿 14 天期和 300 亿 28 天期逆回购, 央行周二开展 1940 亿 MLF 操作, 实现完全对冲, 全周共实现资金净回笼 1100 亿。周四周五连续两天公开市场操作暂停, 但资金面基本平稳, 央行继续维持中性偏紧的货币政策。本周公开市场共有 3900 亿逆回购到期, 央行持续小幅净回笼无碍资金面宽松, 但 MPA 考核已经开始, 市场对季末流动性紧张较为担忧。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 1065 亿, 加上信用债发行共计 1540.9 亿, 总偿还量 6781.67 亿, 净融资-5240.77 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. 3. 13	17 农发 02 (增 6)	70.00	3Y	
	17 农发 04 (增 7)	45.00	7Y	
	17 农发 06	20.00	15Y	
2017. 3. 14	16 国开 13 (增 25)	90.00	10Y	
	16 国开 15 (增 16)	70.00	3Y	
	16 国开 18 (增 11)	60.00	5Y	
	17 国开 04 (增发)	60.00	1Y	
	17 辽宁债 01	41.70	3Y	
	17 辽宁债 02	41.70	5Y	
2017. 3. 15	17 辽宁债 03	41.70	7Y	
	17 辽宁债 04	13.90	10Y	
	17 付息国债 06	200.00	7Y	
	2017. 3. 16	17 广西债 01	24.00	3Y
2017. 3. 16	17 广西债 02	22.00	5Y	
	17 广西债 03	33.00	7Y	
	17 广西债 04	33.00	10Y	
	17 广西债 05	95.00	5Y	
	17 广西债 06	38.00	7Y	

17 广西债 07	57.00	10Y
17 广西债 08	4.50	5Y
17 广西债 09	4.50	10Y

合计
1065

资料来源: Wind 资讯 南华研究

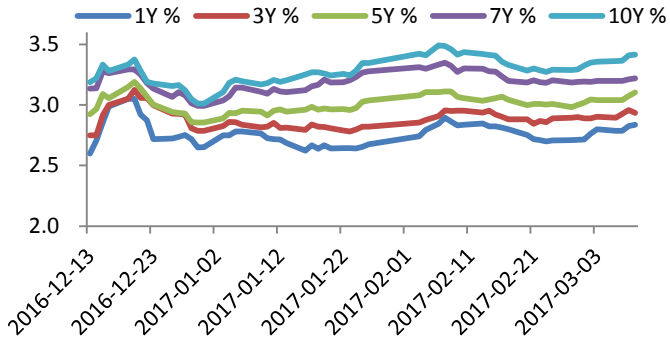
三、行情回顾与展望

超跌反弹行情结束,短期缺乏利多指引,债市震荡偏空,目前美联储加息预期已达90%以上,继续震荡走低是大概率,现券在期债的带动下整体小幅上涨。全周来看,国债收益率多数上行,其中5年期国债收益率上行幅度最大,达6.25BP,7年期上行幅度最小,为2.11BP;国开债收益率除一年期外全数上行,5年期国开收益率上行幅度最大,达11.8BP,1年期国开下行10.43BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1706收于94.685,周跌0.29(-0.31%);TF1706收于98.115,周跌0.31(-0.31%)。

一级市场方面,周一增发的三、七年期农发债招标结果分化,七年期中标利率超出二级市场水平,全场2-4倍;周二国开行招标发行的一、五、十年期国开债中标收益率均低于二级市场水平,全场2-4倍;周三增发的一、五、十年期农发债中标收益率接近或略低于预期,全场2-5倍;周三续发的五年期付息国债中标收益率略低于预期,全场1.8倍;周四进出口行招标发行的一、三、五、十年期固息债,中标收益率均在二级市场水平上下波动,全场1-4倍,需求整体偏弱;周四国开行招标发行的三、七年期固息债,中标利率均略低于预期,全场1-4倍;周五招标发行的三个月和六个月期贴现国债招标结果分化,三月期中标利率略低于预期,六月期超出预期,中标倍数分别为2.53和1.98倍。一级市场招标结果显示配置力量有所减弱,市场信心不足。

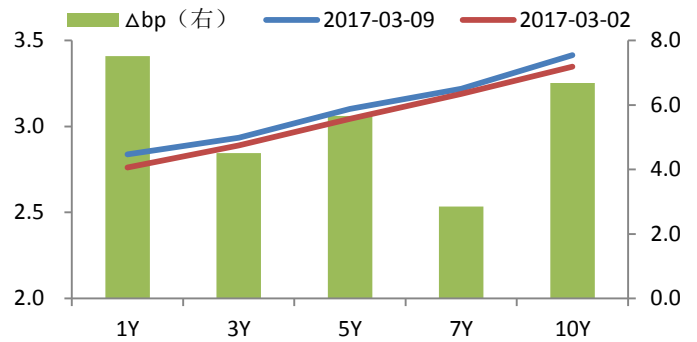
本周数据集中公布,依次关注投资、消费和银行结售汇数据。基本面来看,进口远超预期、出口远低于预期,CPI明显不及预期,PPI超预期,信贷整体尚稳,但经济能否维持平稳需看后续数据,若数据表现持续较差,或对债市形成支撑。外汇方面,美国经济平稳,美联储3月加息概率超九成,人民币跌破6.9关口。总体来看,资金面整体维持紧平衡,但MPA考核使得流动性预期较差,债市短期大概率震荡偏空,关注下周三的FOMC会议。操作上,现券继续持有,期债谨慎为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



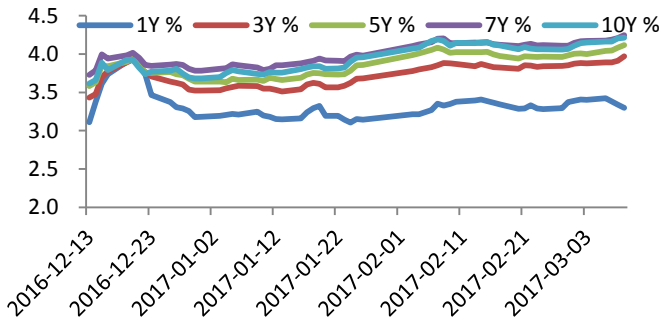
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



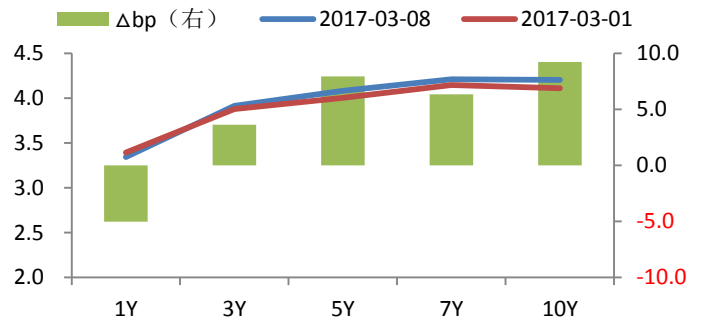
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



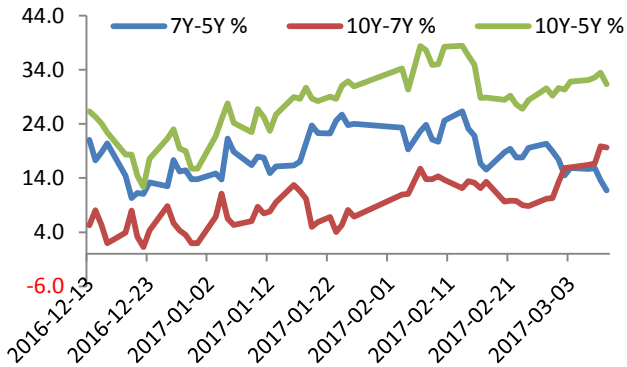
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



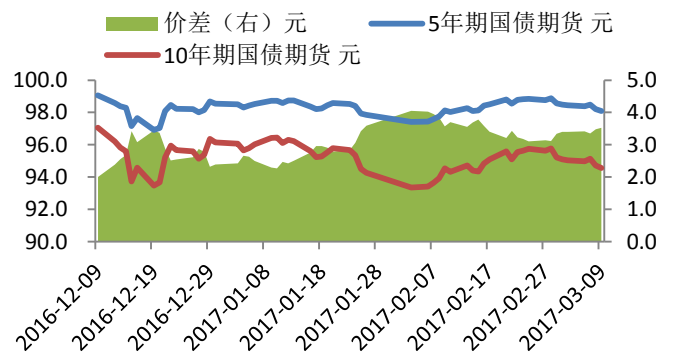
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



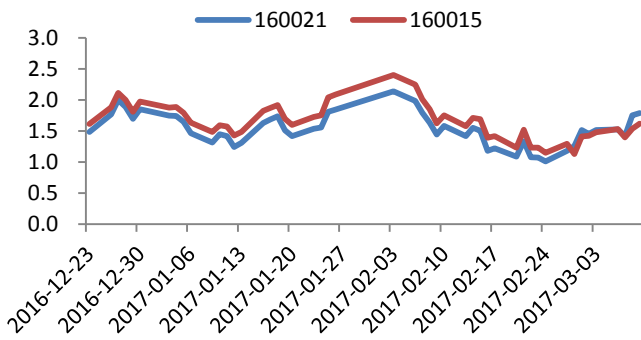
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



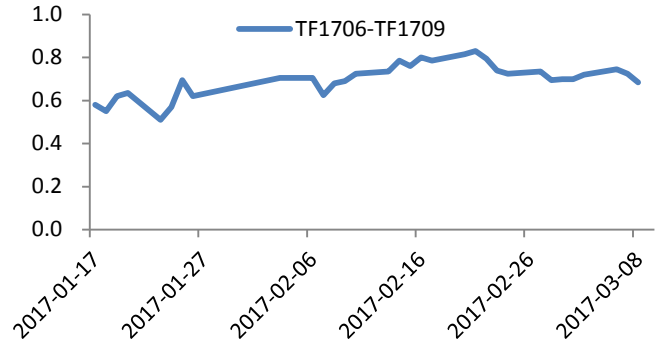
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



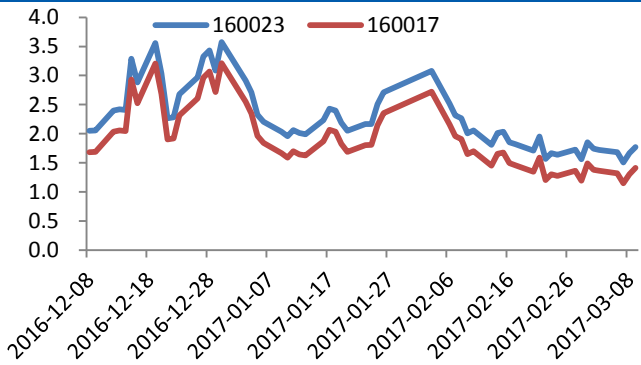
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



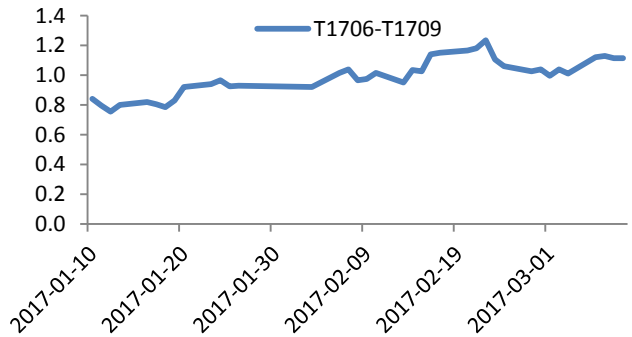
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
电话: 010-63161286

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

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: 021-50431979

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

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
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

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

海宁营业部

海宁市钱江西路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

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