

保持震荡策略

摘要

- **通胀超预期。**4月CPI同比上涨1.2%，涨幅较上月回升0.3个百分点，高于预期的1.1%。其中，4月非食品项同比增长2.4%，增速上升0.1%，食品项同比下跌3.5%，增速上升0.9个百分点。非食品类价格明显上升，在价格涨幅中，去年价格变动的翘尾因素和新涨价因素各占6%。4月PPI同比上涨6.4%，涨幅较上月下跌1.2%。4月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别下降1.4%、1.2%和0.8%，三者增速分别较上月回落了1.8%、1.1%和0.9%，本次PPI的回落主要原因是大宗商品明显走弱且前期基础过高，预计后续PPI或继续缓慢回落。
- **广义信贷继续扩张。**4月新增社会融资总量录得13900亿，超出去年同期和预期。其中，新增人民币信贷10800亿，同比多增5164亿。从贷款结构来看，4月新增居民和企业短期贷款均明显收缩，新增中长期信贷小幅收缩。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，4月企业债券净融资额435亿元，同比下降1930亿元；非金融企业境内股票融资同比稍降。表外融资方面，未贴现的银行承兑汇票和信托贷款同比大增，新增委托贷款同比明显缩减。4月M2同比上涨10.5%，增速明显低于去年同期，M1增速降至18.5%，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小幅回落。整体来看，信贷扩张超预期，但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。
- **流动性展望：**本周公开市场共有2500亿逆回购和1795亿MLF到期，央行已提前续作MLF操作，料资金面短期无虞。
- **利率展望与策略：**本周大量数据集中公布，依次关注投资、消费、工业增加值和银行结售汇数据。基本面来看，CPI温和回升、PPI高位回落，社融超预期，新增人民币贷款也好于去年同期，信贷整体继续扩张，短期基本面难利多债市。外汇方面，美国经济基本平稳，美元指数震荡走升，人民币继续窄幅震荡。政策方面，监管层“去杠杆”态度不变，市场情绪整体悲观，虽周四出现大幅反弹，但预期反弹难以持久，一旦监管层有新的举动或出现违约事件，对债市将有明显打击。总体来看，短期监管去杠杆仍是债市的主要矛盾，短期货币政策稍显宽松，利率也已跌出一定安全边际，债市暂时横盘或稍稍反弹，迎来喘息之机，但目前基本面支撑力度有限，短期难言反转。操作上，期债建议以震荡策略为主。



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 通胀超预期

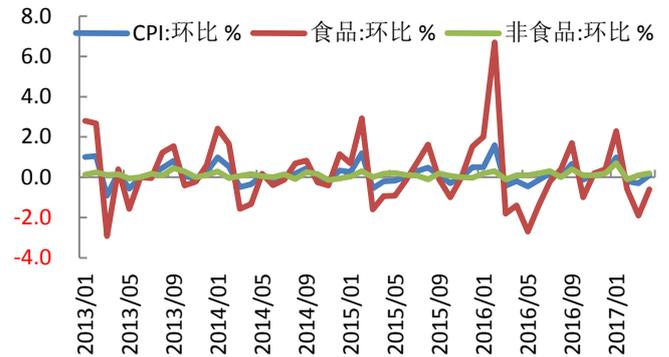
4月CPI同比上涨1.2%，涨幅较上月回升0.3个百分点，高于预期的1.1%。其中，4月非食品项同比增长2.4%，增速上升0.1%，食品项同比下跌3.5%，增速上升0.9个百分点。非食品类价格明显上升，在价格涨幅中，去年价格变动的翘尾因素和新涨价因素各占6%。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

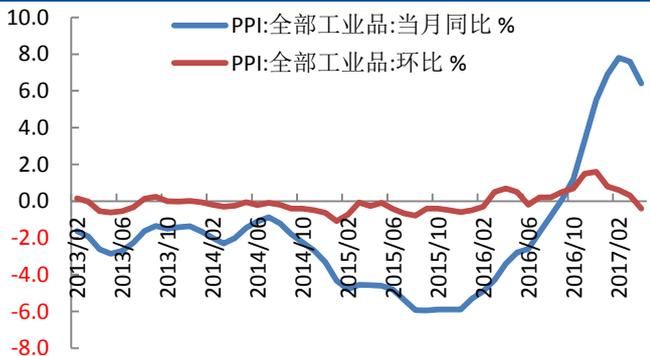
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

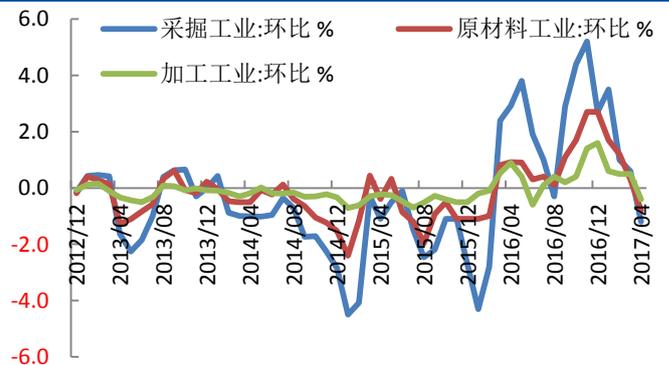
4月PPI同比上涨6.4%，涨幅较上月下跌1.2%。4月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别下降1.4%、1.2%和0.8%，三者增速分别较上月回落了1.8%、1.1%和0.9%，本次PPI的回落主要原因是大宗商品明显走弱且前期基础过高，预计后续PPI或继续缓慢回落。

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

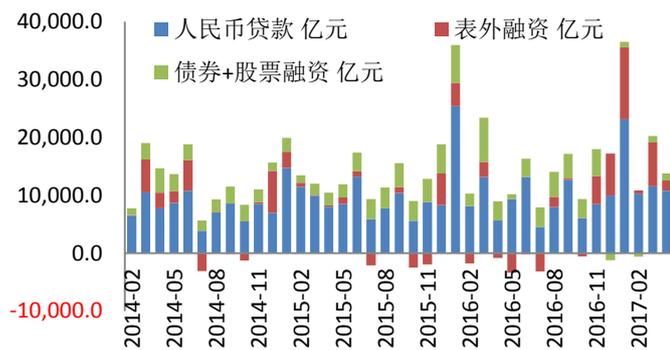


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷继续扩张

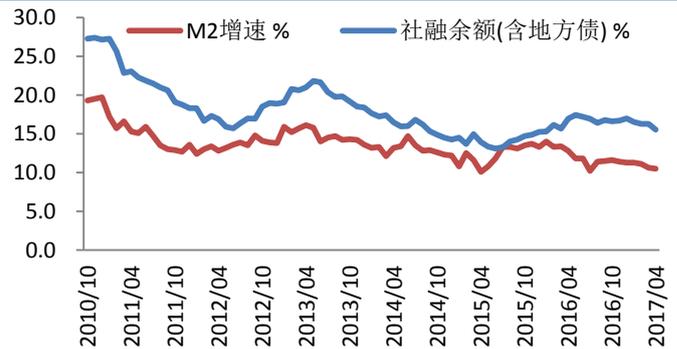
4月新增社会融资总量录得13900亿，超出去年同期和预期。其中，新增人民币信贷10800亿，同比多增5164亿。从贷款结构来看，4月新增居民和企业短期贷款均明显收缩，新增中长期信贷小幅收缩。直接融资方面，受债市大幅调整影响，大多数企业取消债券发行，4月企业债券净融资额435亿元，同比下降1930亿元；非金融企业境内股票融资同比稍降。表外融资方面，未贴现的银行承兑汇票和信托贷款同比大增，新增委托贷款同比明显缩减。4月M2同比上涨10.5%，增速明显低于去年同期，M1增速降至18.5%，M1、M2剪刀差继续收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落。整体来看，信贷扩张超预期，但央行货币政策边际收紧、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）



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



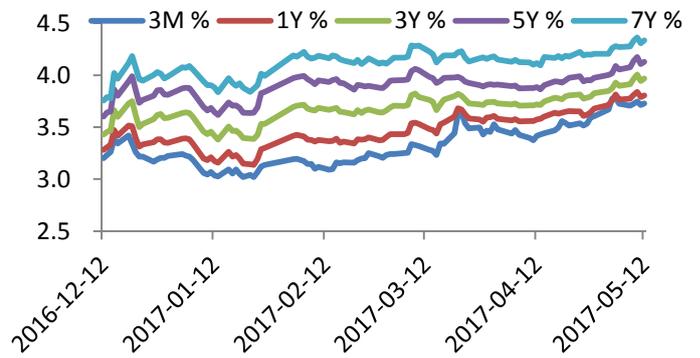
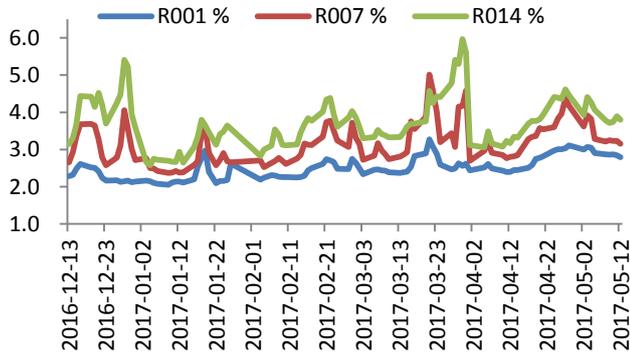
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周五R001、R007和R014加权平均分别为2.80%、3.15%和3.80%，较前一周明显回落。Shibor短端走低、长端走升，IRS全线上涨，周内资金面未出现明显紧张。

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 3100 亿逆回购到期, 周内央行共投放了 1500 亿 7 天期、200 亿 14 天期和 200 亿 28 天期逆回购, 周内共实现资金净回笼 1200 亿。央行周五进行了 665 亿半年期和 3925 亿一年期 MLF 操作。本周公开市场共有 2500 亿逆回购和 1795 亿 MLF 到期, 央行已提前续作 MLF 操作, 料资金面短期无虞。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 2313.72 亿, 加上信用债发行共计 3663.53 亿, 总偿还量 6802.50 亿, 净融资-3138.97 亿。由于监管去杠杆打压债市情绪, 债券供给大幅减少, 市场上债券存量下降。

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)
2017.5.8	17 青岛债 01	40.00	5Y	
	17 青岛债 02	9.50	3Y	
	17 青岛债 03	14.20	5Y	
	17 青岛债 04	9.50	7Y	
	17 青岛债 05	14.20	10Y	
	17 青岛债 06	4.40	3Y	
	17 青岛债 07	6.50	5Y	
2017.5.9	17 国开 04 (增 10)	4.40	7Y	
	17 国开 05 (增 5)	6.50	10Y	
	17 国开 06 (增)	360.00	7Y	
	17 宁波债 01	360.00	3Y	
	17 宁波债 02	50.00	10Y	
	17 宁波债 03	50.00	1Y	
	17 宁波债 04	60.00	5Y	
	17 宁波债 05	57.10	5Y	
	17 宁波债 06	60.00	7Y	
	17 宁波债 07	45.50	5Y	
	17 宁波债 08	50.00	7Y	
	17 付息国债 06 (续 2)	4.40	3Y	

	17 付息国债 08(续发)	13.20	5Y
	17 农发 05(增 16)	13.20	7Y
	17 农发 08(增 4)	13.20	10Y
	17 农发 09(增 4)	33.00	5Y
	17 云南债 05	13.20	7Y
	17 云南债 06	19.80	10Y
	17 云南债 07	280.00	50Y
	17 云南债 08	180.93	3Y
	17 广东债 01	103.41	5Y
	17 广东债 02	103.41	7Y
2017.5.10	17 广东债 03	173.97	5Y
	17 广东债 04	40.00	5Y
	17 广东债 05	9.50	3Y
2017.5.11	17 广东债 06	14.20	5Y
	17 广东债 07	9.50	7Y
	17 付息国债 11	14.20	10Y
	17 山东债 03	4.40	3Y
2017.5.12	17 山东债 04	6.50	5Y
	17 山东债 05	4.40	7Y
	17 山东债 06	6.50	10Y
合计			2313.72

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

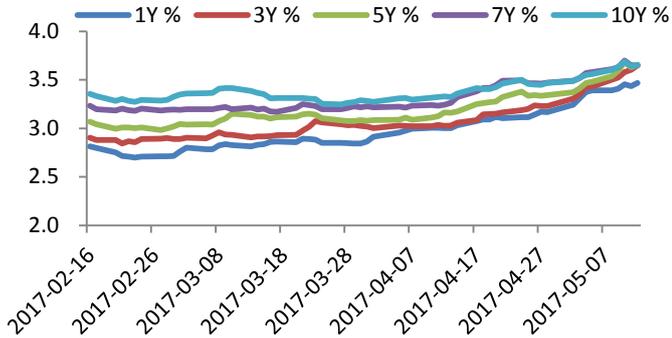
受强监管乌云的笼罩下, 国债期货周初大幅下挫, 期债周内跌破三月低点。周三晚间消息表示, 监管层查券商资金池业务主要是检查非标而非债券, 债市情绪有所转稳, 周四午后传闻央行关于 MLF 询量, 市场信心有所归来, 期债随后大幅反弹。消息面的偏暖和市场利率绝对位置偏高, 刺激了周四的大幅反弹, 但去杠杆尚未结束, 市场难言反转。全周来看, 国债收益率全线走升, 其中 3 年期上行幅度最大, 达 21.96BP, 7 年期上行幅度最小, 为 7.02BP; 国开债收益率全数走升, 1 年期国开收益率上行幅度最大, 为 22.44BP, 7 年期上行幅度最小, 为 7.01BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1706 收于 94.52, 周跌 0.715 (-0.75%); TF1706 收于 96.965, 周跌 0.75 (-0.77%)。

一级市场方面, 周一增发的 3、7、15 年期农发债中标收益率均高于二级市场水平, 全场 2-4 倍; 周二增发的 1、5、10 年期国开债中标收益率均略低于二级市场水平, 全场 2-4 倍; 周三财政部招标发行的 5 年期付息国债中标利率超出预期, 全场 1.83 倍, 需求惨淡; 周三农发行招标发行的 1、5、10 年期固息债中标利率与二级市场接近, 中标倍数分别为 2.22、2.57 和 4.03 倍, 十年期农发债需求较好; 周四进出口行招标发行的 1、3 和 5 年期固息债, 只有 5 年期低于二级市场并且需求旺盛; 周四国开行招标发行的 3 年期固息债中标利率大幅低于二级市场, 中标倍数为 2.57 倍, 需求尚可; 周五

财政部招标发行的3月和6月期贴现国债中标利率均超预期，全场1-2倍，需求疲软。一级市场招标结果保持国债需求较差、长期政金债需求较好，对二级市场难有帮助。

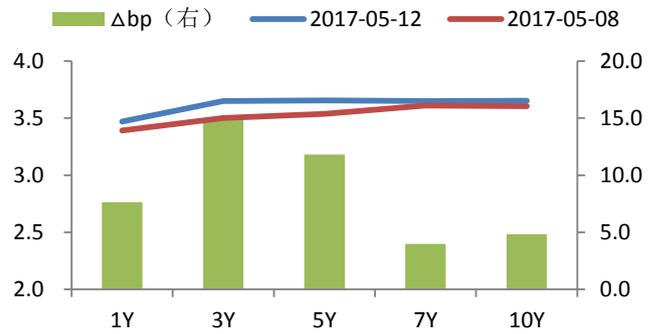
本周大量数据集中公布，依次关注投资、消费、工业增加值和银行结售汇数据。基本面来看，CPI温和回升、PPI高位回落，社融超预期，新增人民币贷款也好于去年同期，信贷整体继续扩张，短期基本面难利多债市。外汇方面，美国经济基本平稳，美元指数震荡走升，人民币继续窄幅震荡。政策方面，监管层“去杠杆”态度不变，市场情绪整体悲观，虽周四出现大幅反弹，但预期反弹难以持久，一旦监管层有新的举动或出现违约事件，对债市将有明显打击。总体来看，短期监管去杠杆仍是债市的主要矛盾，短期货币政策稍显宽松，利率也已跌出一定安全边际，债市暂时横盘或稍稍反弹，迎来喘息之机，但目前基本面支撑力度有限，短期难言反转。操作上，期债建议以震荡策略为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



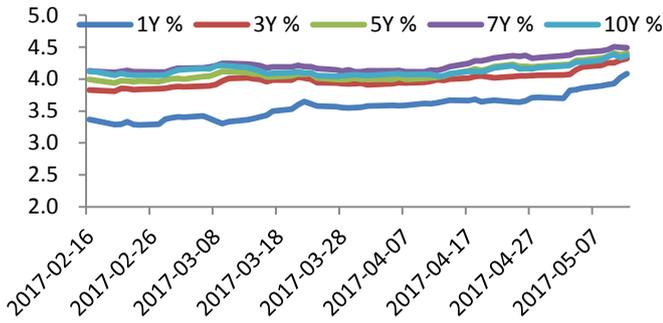
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



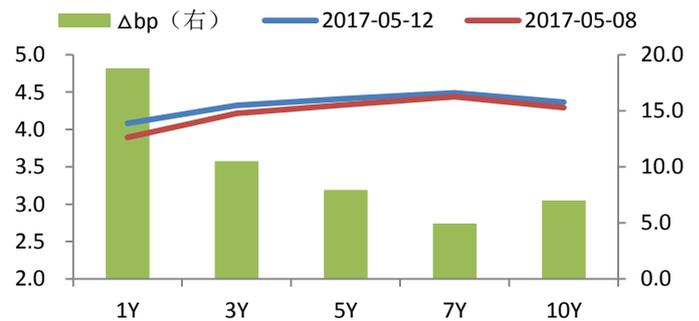
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



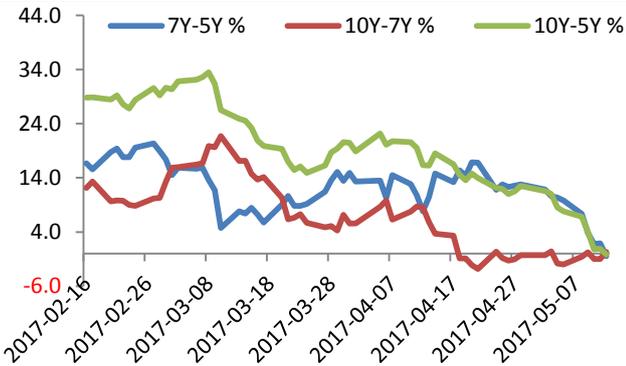
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



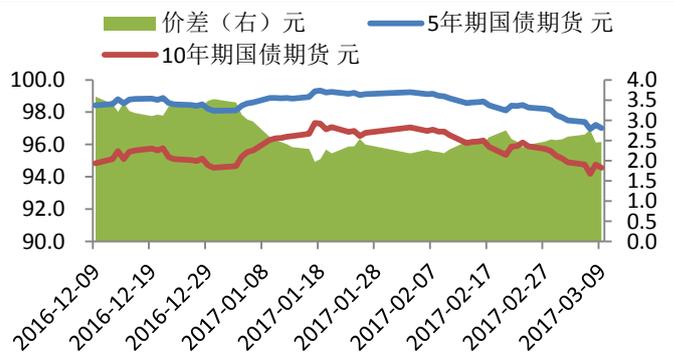
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



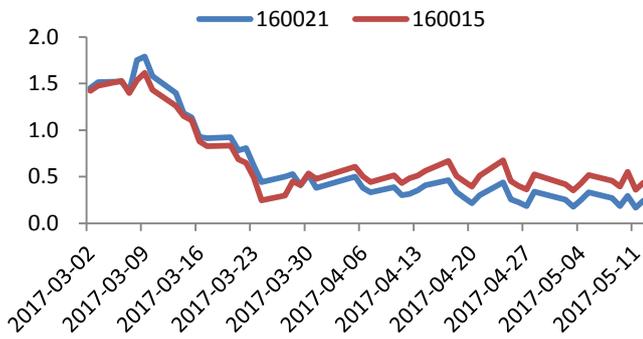
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



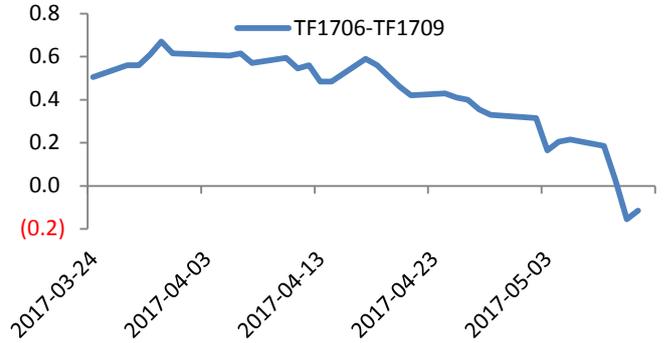
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



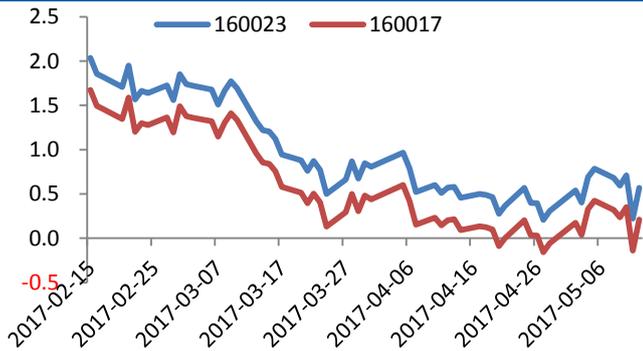
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



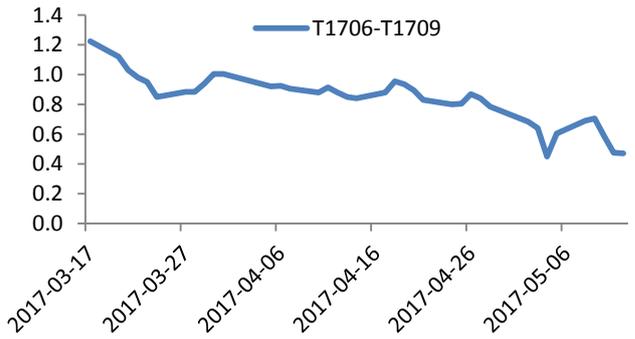
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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