

趋势行情仍需等待

摘要

- **经济增长不及预期。**4月固定资产投资完成额累计增速录得8.9%，低于前值和去年同期。其中房地产开发投资录得9.3%，较上月有所回升，制造业累计增速录得4.9%，较上月回落0.9%，基建投资回落0.47%。4月工业增加值进一步放缓，当月同比为6.5%，低于前期的7.6%。1-4月民间固定资产投资同比增速录得6.9%，较上月回落0.8%，这是自去年7月以来首次回落。从销售情况来看，4月商品房销售增速较上月继续大幅下滑，房屋新开工也小幅回落，施工增速持平。从消费方面来看，4月社会消费品零售总额同比增长10.7%，略低于前值。整体来看，基建开始乏力，房地产销售明显回落，新开工也结束上涨趋势，制造业也出现明显下降，投资增速缺乏支撑，民间投资和消费也整体偏弱，经济疲态初现。
- **人民币保持平稳。**4月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差较上月小幅扩大，但较去年同期明显改善，表明资本流出压力不大。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均震荡稍涨，离岸涨幅稍大于在岸涨幅。整体来看，美债收益率下跌至一个月新低，中美利差处于较高水平，6月加息概率下降，人民币贬值压力不大，继续关注后续美联储加息进程。
- **流动性展望：**本周公开市场共有4100亿逆回购到期，月末缴税压力加大，资金面或有所收紧。
- **利率展望与策略：**本周无重要数据公布，关注工业企业利润和美国经济数据。基本面的来看，投资和消费均回落，经济疲态初显，若后续数据持续走弱，基本面将支撑债市向好。外汇方面，美国经济数据不及预期，特朗普“泄密门”持续发酵，美国政策面临较大不确定性，美元指数明显走弱，人民币周内震荡稍涨。政策方面，监管层忽松忽紧，但整体去杠杆强度有所减弱，市场情绪稍有好转，债市转为宽幅震荡。消息面方面，央行同意开展“债券通”，北向先行且无资金额度限制，长期来看或有助于推动境内评级与国际评级逐渐接轨，吸引海外资金进入，利好债市。总体来看，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，债市开始磨底行情，振幅明显增大，操作仍需谨慎。操作上，期债趋势行情仍需等待。



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

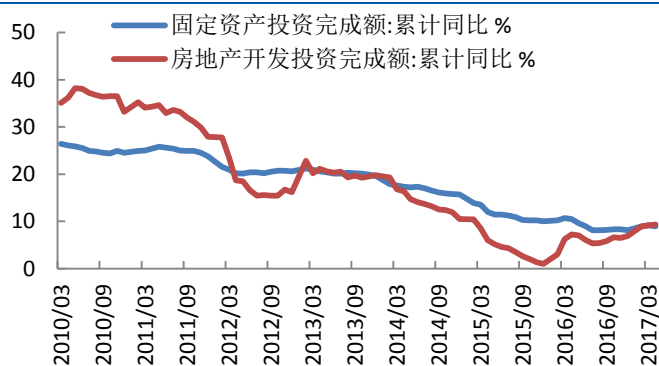
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 经济增长不及预期

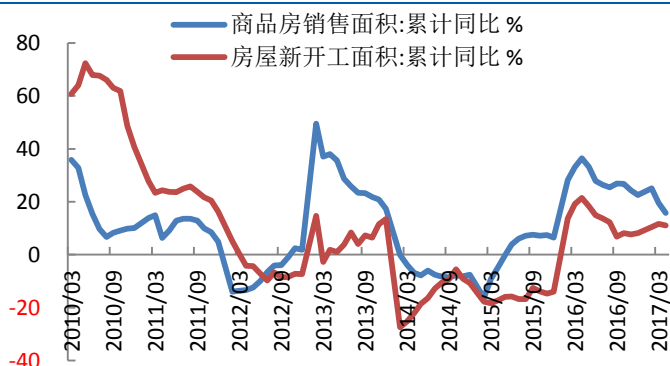
4 月固定资产投资完成额累计增速录得 8.9%，低于前值和去年同期。其中房地产开发投资录得 9.3%，较上月有所回升，制造业累计增速录得 4.9%，较上月回落 0.9%，基建投资回落 0.47%。4 月工业增加值进一步放缓，当月同比为 6.5%，低于前期的 7.6%。1-4 月民间固定资产投资同比增速录得 6.9%，较上月回落 0.8%，这是自去年 7 月以来首次回落。从销售情况来看，4 月商品房销售增速较上月继续大幅下滑，房屋新开工也小幅回落，施工增速持平。从消费方面来看，4 月社会消费品零售总额同比增长 10.7%，略低于前值。整体来看，基建开始乏力，房地产销售明显回落，新开工也结束上涨趋势，制造业也出现明显下降，投资增速缺乏支撑，民间投资和消费也整体偏弱，经济疲态初现。

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



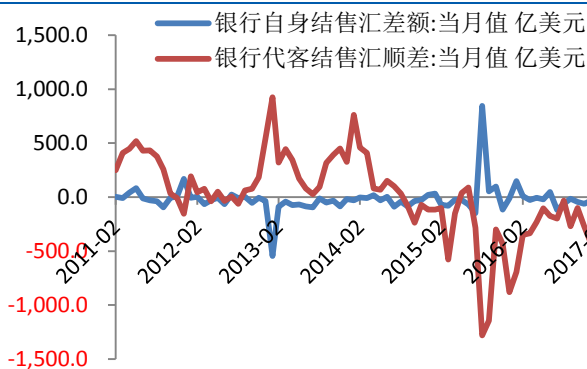
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 人民币保持平稳

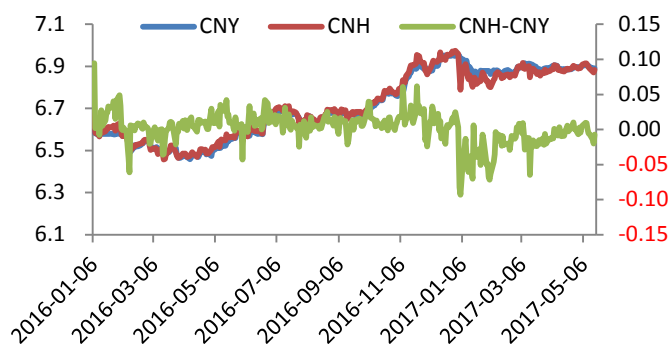
4 月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差较上月小幅扩大，但较去年同期明显改善，表明资本流出压力不大。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均震荡稍涨，离岸涨幅稍大于在岸涨幅。整体来看，美债收益率下跌至一个月新低，中美利差处于较高水平，6 月加息概率下降，人民币贬值压力不大，继续关注后续美联储加息进程。

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

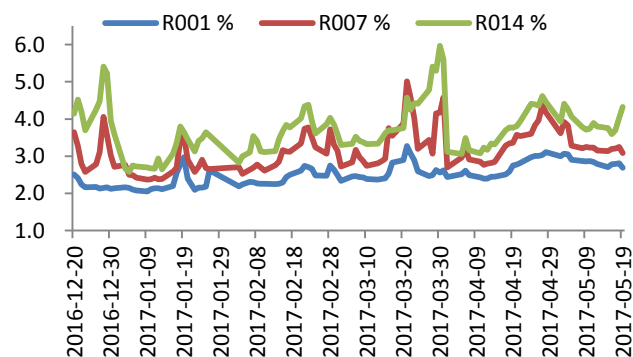


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

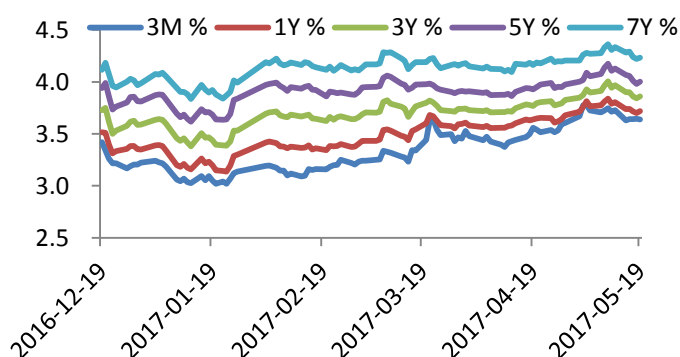
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.69%、3.09% 和 4.32%，较前一周隔夜和 7 天走低，14 天明显走升。Shibor 继续短端走低、长端走升，IRS 全线走低，周内资金面未出现明显紧张。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率



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 亿逆回购和 1795 亿 MLF 到期，周内央行共投放了 3100 亿 7 天期和 1000 亿 14 天期逆回购，不考虑 MLF，周内共实现资金净投放 1600 亿。周五央行和财政部招标发行了 800 亿元 3 个月期国库定存，中标利率为 4.5%，较前次上行 30BP，但利率水平符合现在的整体市场行情。本周公开市场共有 4100 亿逆回购到期，月末缴税压力加大，资金面或有所收紧。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1441.5 亿，加上信用债发行共计 2954.5 亿，总偿还量 6491.83 亿，净融资-3537.34 亿。由于监管去杠杆打压债市情绪，债券供给大幅减少，市场上债券存量持续下降。

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. 22	17 四川债 09	60.00	3Y	
	17 四川债 10	60.00	5Y	
	17 四川债 11	60.00	7Y	
	17 四川债 12	20.00	10Y	
	17 四川债 13	30.00	3Y	
	17 四川债 14	30.00	5Y	
	17 四川债 15	30.00	7Y	
	17 四川债 16	10.00	10Y	
	17 内蒙古债 01	70.50	3Y	
	17 内蒙古债 02	70.50	5Y	
	17 内蒙古债 03	70.50	7Y	
2017. 5. 23	17 国开 04 (增 11)	68.00	1Y	
	17 广西债 10	110.00	3Y	
	17 广西债 11	220.00	5Y	
	17 广西债 12	220.00	7Y	
	17 广西债 13	32.00	5Y	
2017. 5. 24	17 农发 05 (增 17)	40.00	10Y	
	17 农发 07 (增 3)	50.00	3Y	
	17 农发 08 (增 5)	40.00	1Y	
	17 农发 09 (增 5)	50.00	5Y	
2017. 5. 25	17 湖北债 01	41.00	5Y	
	17 湖北债 02	59.00	7Y	
合计				1441.5

资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

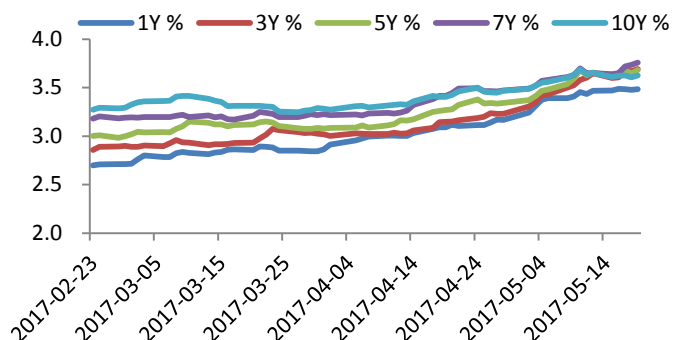
自上周五开始，监管层密集表态，指出监管底线在于不发生系统性金融风险，要避免“处置风险的风险”，令市场持续悲观的情绪有所缓和；随后发布了理财逐层穿透的文件，要求“资金池”必须备案，市场乐观情绪得到修正。监管层忽紧忽松，或因内部在进行左右互搏，全周债市情绪变动较大，国债期货周一大幅反弹，周二回落，短期振幅加大，周内基本维持震荡偏涨态势。全周来看，国债收益率除十年期外全线走升，其中 7 年期上行幅度最大，达 10.86BP，10 年期下行 2.75BP；国开债收益率 1、3 年期走升，其余均走低，1 年期国开收益率上行幅度最大，为 10.3BP，5 年期下行幅度最大，为 7.85BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1709 收于 94.66，周涨 0.665(+0.71%)；TF1709 收于 97.265，周涨 0.17(+0.18%)。

一级市场方面，周二增发的 1、5、10 年期国开债中标收益率均明显低于二级市场水平，全场在 2.8 倍以上，需求有所回暖；周三财政部招标发行的 3、7 年期附息国债

中标利率明显高于二级市场，全场 1-2 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，全场 3 倍以上，整体需求尚可；周四进出口行招标发行的 1、3 和 10 年期固息债中标利率均低于二级市场，全场 3.3 倍以上，需求较好；周四国开行招标发行的 7、10 年期固息债中标利率均低于二级市场，全场 3.9 倍以上，需求较好；周五财政部招标发行的 50 年期附息国债中标利率大幅低于预期，全场 1.89 倍；周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债中标利率略低于预期，全场 1.94 倍。一级市场招标结果保持国债需求较差、政金债需求较好，对二级市场难有帮助。

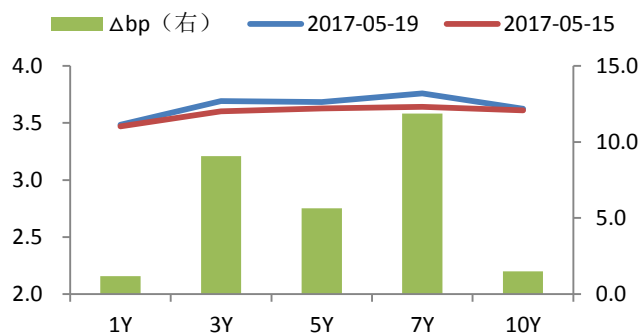
本周无重要数据公布，关注工业企业利润和美国经济数据。基本面来看，投资和消费均回落，经济疲态初显，若后续数据持续走弱，基本面将支撑债市向好。外汇方面，美国经济数据不及预期，特朗普“泄密门”持续发酵，美国政策面临较大不确定性，美元指数明显走弱，人民币周内震荡稍涨。政策方面，监管层忽松忽紧，但整体去杠杆强度有所减弱，市场情绪稍有好转，债市转为宽幅震荡。消息面方面，央行同意开展“债券通”，北向先行且无资金额度限制，长期来看或有助于推动境内评级与国际评级逐渐接轨，吸引海外资金进入，利好债市。总体来看，监管去杠杆仍是债市的主要矛盾，短期货币政策稍显宽松，利率也已跌出一定安全边际，债市开始磨底行情，振幅明显增大，操作仍需谨慎。操作上，期债趋势行情仍需等待。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



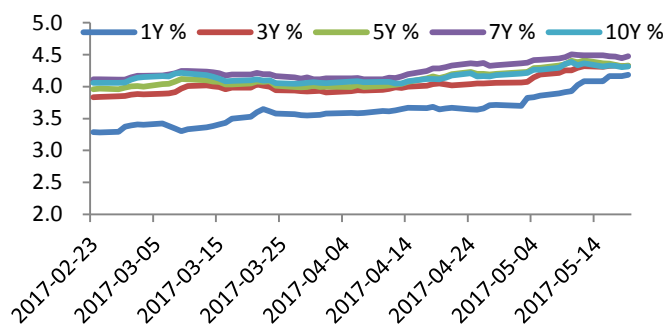
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



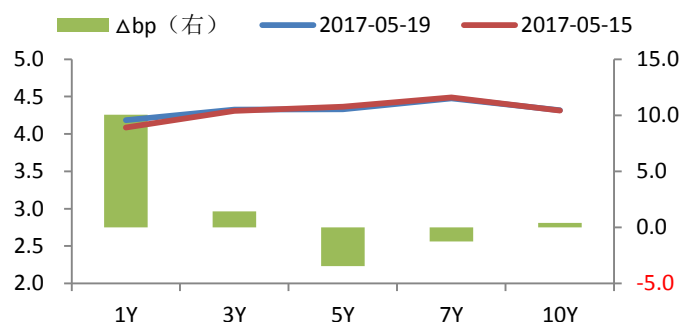
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



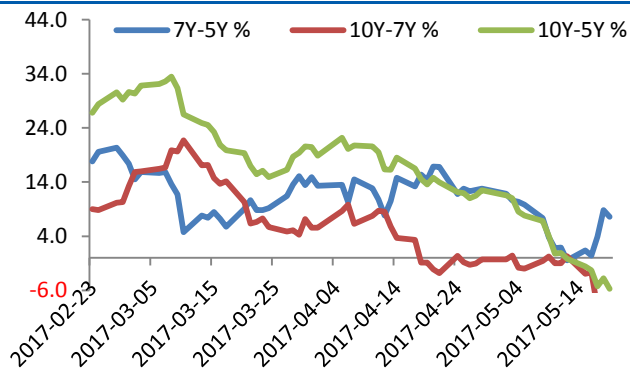
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



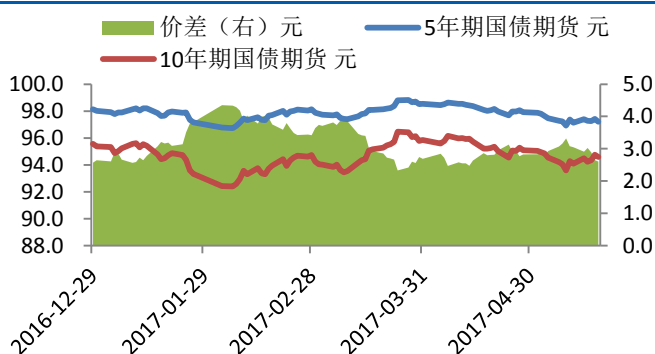
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



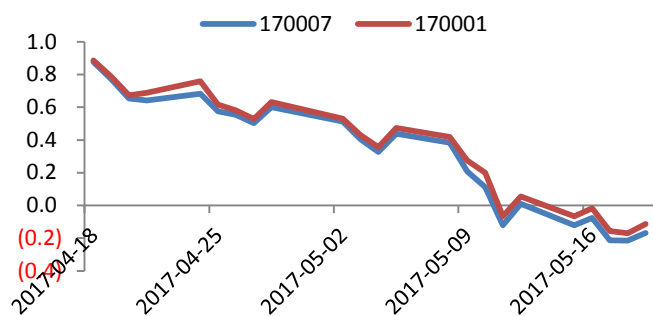
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



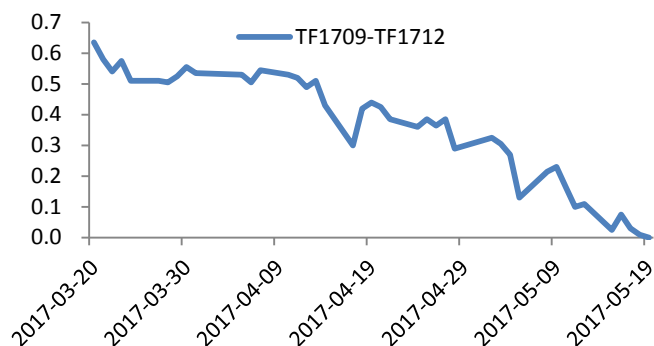
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1709 活跃 CTD 券基差



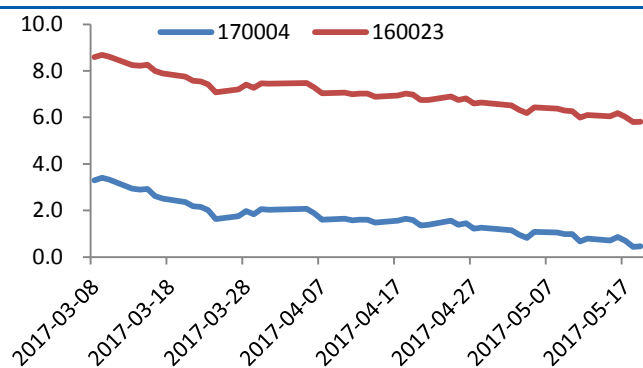
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



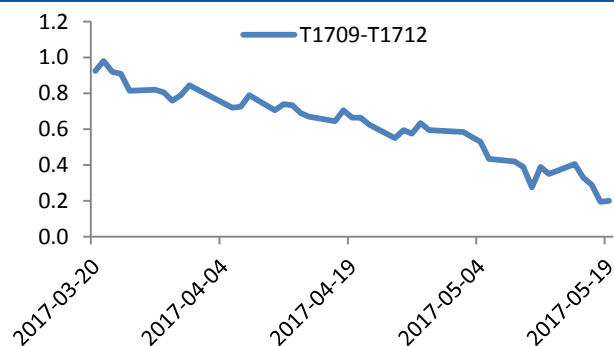
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1709 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、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