



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

债市保持谨慎

摘要

- **国内经济小幅回落。**1-5月固定资产投资完成额累计增速录得8.6%，比前期回落了0.3%。其中房地产开发投资回落0.5%，制造业平稳增长，基建投资回落1.65%。5月工业增加值当月同比为6.5%，略好于预期，整体走稳向好，1-5月民间固定资产投资同比增速录得6.8%，较上月回落0.1%。从销售情况来看，5月商品房销售增速较上月继续下滑，房屋新开工增速也开始回落。从消费方面来看，5月社会消费品零售总额同比增长10.7%，继续维持高位。整体来看，房地产和基建投资稍有回落，但工业增加值、民间投资数据均保持高位，经济未如预期版下滑，基本面对债市支撑作用有限。
- **广义信贷略有收缩。**5月新增社会融资总量录得10600亿，低于前值和预期。其中，新增人民币信贷11100亿，同比多增1264亿，环比多增100亿。直接融资方面，5月债市收益率高涨，企业债券融资继续大幅下降，股票融资略有收缩。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，委托贷款环比少增超1900亿。5月M2同比上涨9.6%，创有纪录以来最低，M1增速降至17.0%，M1、M2剪刀差持续收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看，企业贷款明显增加，表外融资走升，直接融资略有下降，M2降至历史最低，说明“去杠杆”有一定成效。
- **流动性展望：**本周公开市场共有2500亿逆回购到期，MPA考核临近，本周资金面不可掉以轻心。
- **利率展望与策略：**本周无重要数据公布。基本面来看，投资消费数据尚可，信贷继续略有收缩，M2创历史最低，经济整体未明显下滑，短期基本面对债市难有明显支撑。外汇方面，美国经济数据略显疲软，美联储议息决议宣布加息25BP，符合市场普遍预期，美元指数稍涨，人民币小幅回落。虽然本次美联储加息之后，央行并未上调OMO利率，但是后续利率上调的可能依然存在，监管层也发声“去杠杆”仍在持续，交易盘仍需保持警惕。总体来看，短期政策层面较为平静，期债继续小幅上涨，但上涨基础十分薄弱，加之六月资金面不确定性仍高，债市风险较大。操作上，现券谨慎持有，期债莫要追多。

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

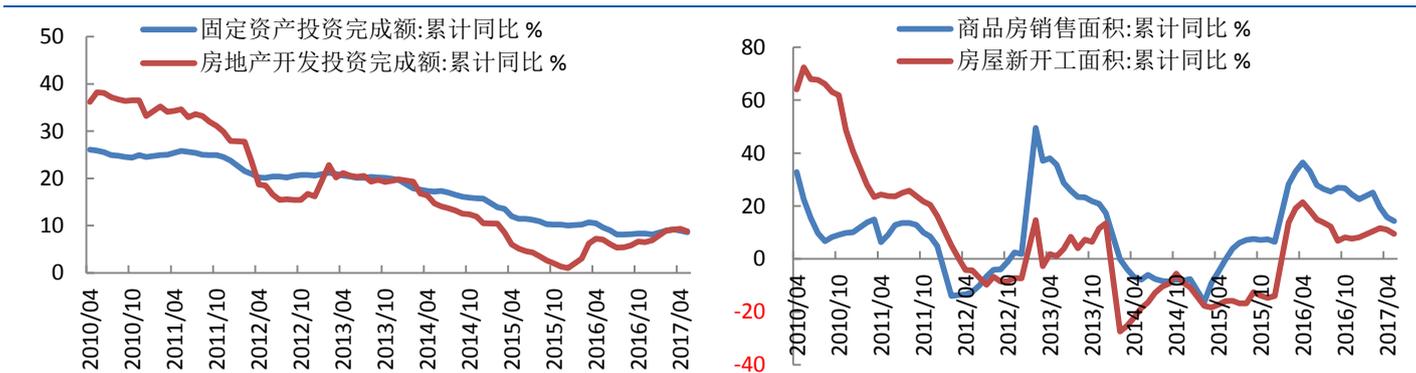
一、经济与海外债市观察

1.1 国内经济小幅回落

1-5月固定资产投资完成额累计增速录得8.6%，比前期回落了0.3%。其中房地产开发投资回落0.5%，制造业平稳增长，基建投资回落1.65%。5月工业增加值当月同比为6.5%，略好于预期，整体走稳向好，1-5月民间固定资产投资同比增速收得6.8%，较上月回落0.1%。从销售情况来看，5月商品房销售增速较上月继续下滑，房屋新开工增速也开始回落。从消费方面来看，5月社会消费品零售总额同比增长10.7%，继续维持高位。整体来看，房地产和基建投资稍有回落，但工业增加值、民间投资数据均保持高位，经济未如预期版下滑，基本面对债市支撑作用有限。

图 1.1.1 固定资产投资增速

图 1.1.2 房地产销售与新开工



资料来源：Wind 资讯 南华研究

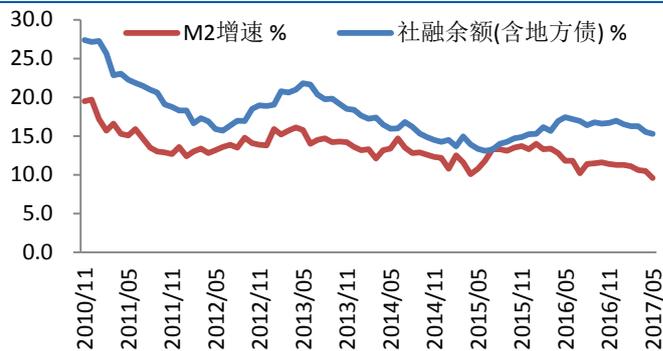
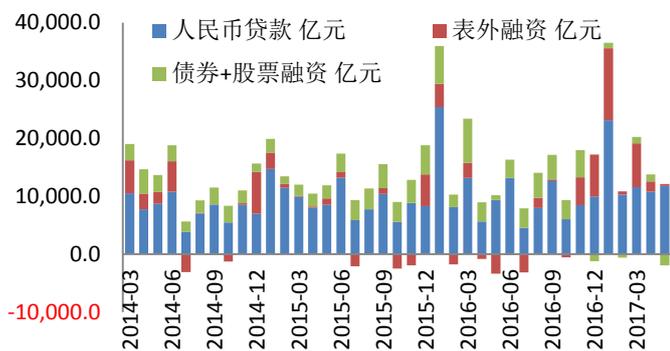
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷略有收缩

5月新增社会融资总量录得10600亿，低于前值和预期。其中，新增人民币信贷11100亿，同比多增1264亿，环比多增100亿。从贷款结构来看，5月新增短期贷款4252亿，大幅超出前期和去年同期，新增居民中长期信贷小幅走低，新增企业中长期信贷同比大增。直接融资方面，5月债市收益率高涨，大多数企业取消债券发行，企业债券融资继续大幅下降，股票融资略有收缩。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，委托贷款环比少增超1900亿。5月M2同比上涨9.6%，创有纪录以来最低，M1增速降至17.0%，M1、M2剪刀差持续收窄，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看，企业贷款明显增加，表外融资走升，直接融资略有下降，M2降至历史最低，说明“去杠杆”有一定成效。

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

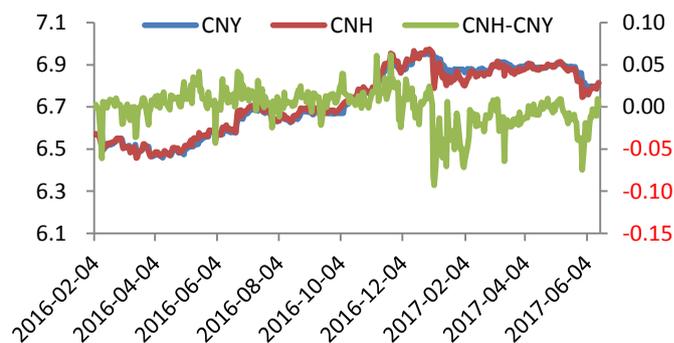
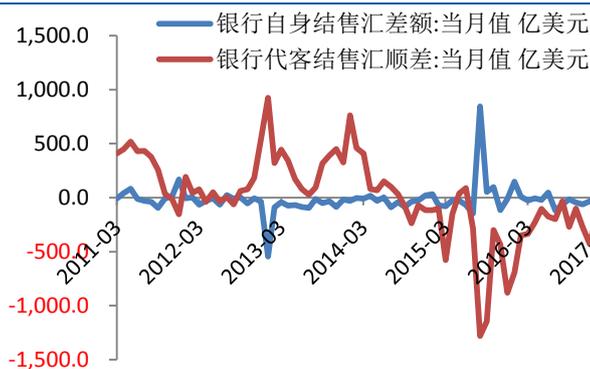
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.3 人民币保持平稳

5月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差基本与前期持平，资本流出压力不大。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均小幅走升，价差保持稳定。整体来看，美联储6月加息25BP，但市场对此早有预期，人民币继续平稳，美国经济未如预期般走强，人民币贬值压力有限。

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

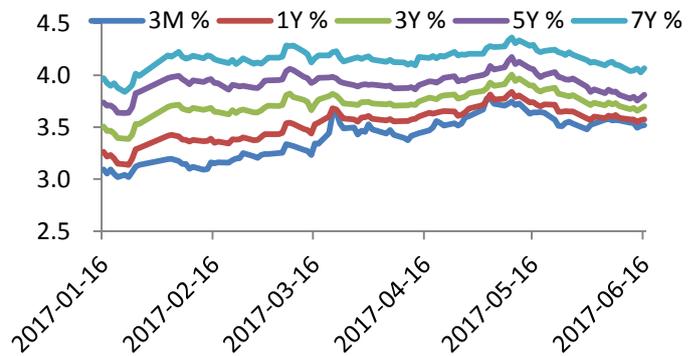
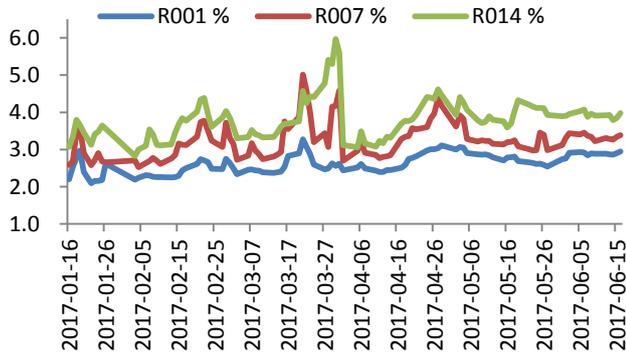
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周五R001、R007和R014加权平均分别为2.95%、3.39%和3.98%，较前一周均走高。Shibor全数走升，1月期领涨，一年期Shibor收报4.43%，再创新高。IRS全数走低，周内资金面依旧偏紧。

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、2070 亿 6 个月期 MLF 和 600 亿国库定存到期, 周内央行共投放了 1300 亿 7 天期、2100 亿 14 天期和 2800 亿 28 天期逆回购, 不考虑 MLF 和国库定存, 周内共实现资金净投放 4100 亿。本周公开市场共有 2500 亿逆回购到期, MPA 考核临近, 本周资金面不可掉以轻心。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 1307.59 亿, 加上信用债发行共计 2789.25 亿, 总偿还量 5994.03 亿, 净融资-3204.78 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. 6. 19	17 青海债 05	30.40	3Y	
	17 青海债 06	30.40	5Y	
	17 青海债 07	26.20	7Y	
2017. 6. 20	17 国开 04 (增 14)	40.00	1Y	
	17 国开 05 (增 10)	60.00	3Y	
	17 国开 06 (增 8)	50.00	5Y	
	17 国开 10 (增 11)	120.00	10Y	
	17 天津债 01	34.89	3Y	
	17 天津债 02	37.28	5Y	
	17 天津债 03	39.0	7Y	
	17 天津债 04	30.72	10Y	
	17 天津债 05	66.70	7Y	
	17 湖南债 01	142.00	3Y	
17 湖南债 02	200.00	5Y		
2017. 6. 21	17 付息国债 13	400.00	7Y	
合计				1307.59

资料来源: Wind 资讯 南华研究

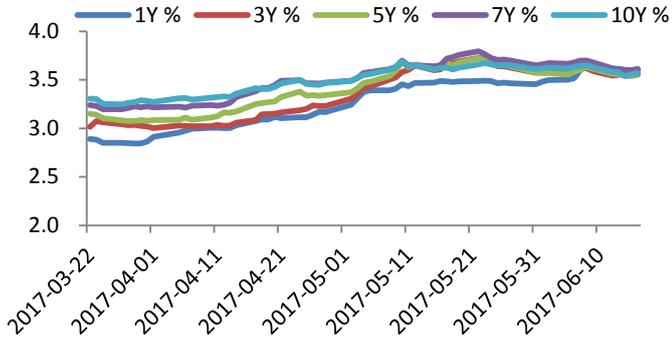
三、行情回顾与展望

周初由于机构大量收券，现券收益率明显下行，带动期债新一轮上涨，但经济数据明显偏好，情绪开始回复理智，期债高位震荡。全周来看，国债收益率全数下行，7年期下行幅度最大，为6.5BP；国开债收益率全数下行，5年期下行幅度最大，为14.5BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约T1709收于95.345，周涨0.39(+0.41%)；TF1709收于97.88，周涨0.305(+0.31%)。

一级市场方面，周二招标发行的3、7、10年期国开债中标利率基本符合预期，全场3-5倍，需求明显改善；周三招标发行的2、5年期附息国债中标利率略超二级市场，5年期中标倍数3.76倍，需求旺盛；周三农发行招标发行的1、3、5、10年期固息债中标利率均低于二级市场，全场3-5倍，需求旺盛；周四口行招标发行的1、5、10年期固息债中标利率均低于二级市场，全场3-4倍；周五招标发行的30年期附息国债中标利率明显高于二级市场，全场1.57倍左右，需求不佳。一级市场除超长期国债外需求尚可。

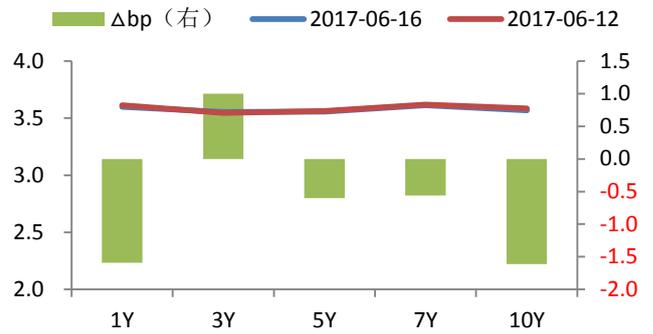
本周无重要数据公布。基本面来看，投资消费数据尚可，信贷继续略有收缩，M2创历史最低，经济整体未明显下滑，短期基本面对债市难有明显支撑。外汇方面，美国经济数据略显疲软，美联储议息决议宣布加息25BP，符合市场普遍预期，美元指数稍涨，人民币小幅回落。虽然本次美联储加息之后，央行并未上调OMO利率，但是后续利率上调的可能依然存在，监管层也发声“去杠杆”仍在持续，交易盘仍需保持警惕。总体来看，短期政策层面较为平静，期债继续小幅上涨，但上涨基础十分薄弱，加之六月资金面不确定性仍高，债市风险较大。操作上，现券谨慎持有，期债莫要追多。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



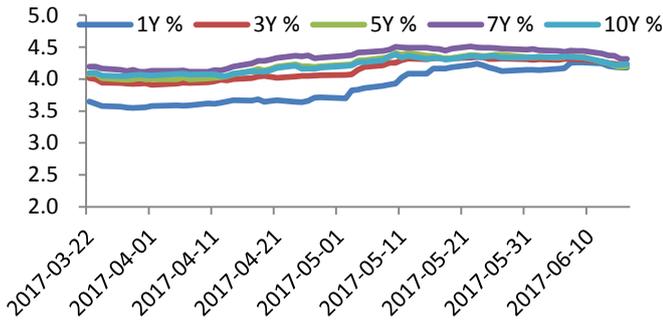
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



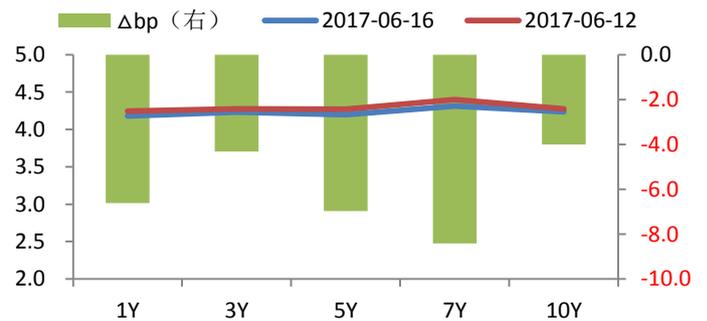
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



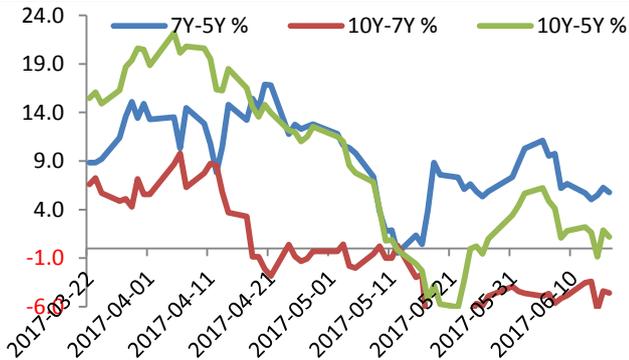
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



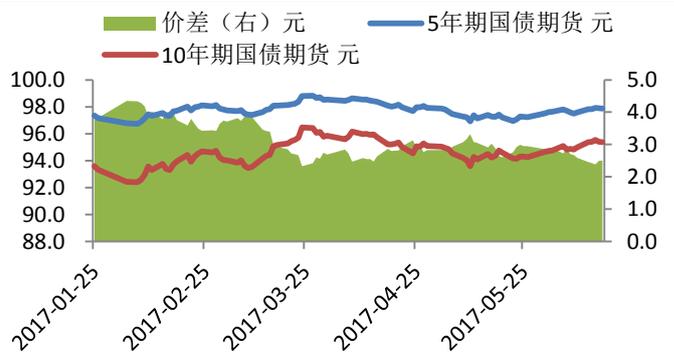
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



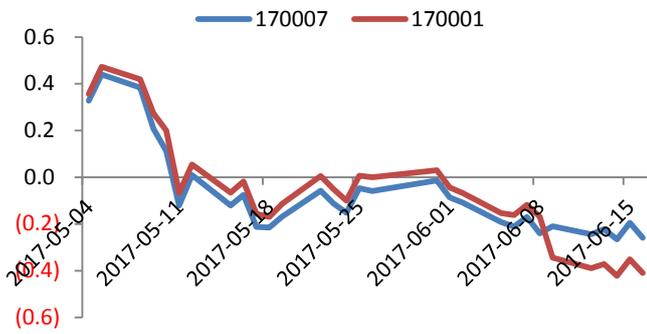
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



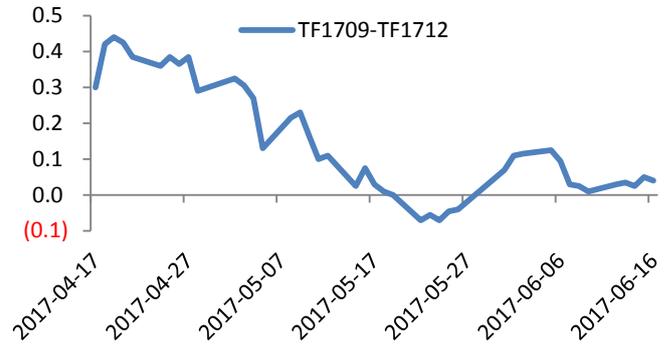
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1709 活跃 CTD 券基差



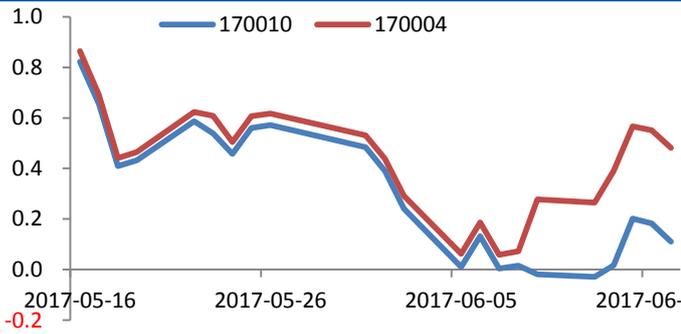
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



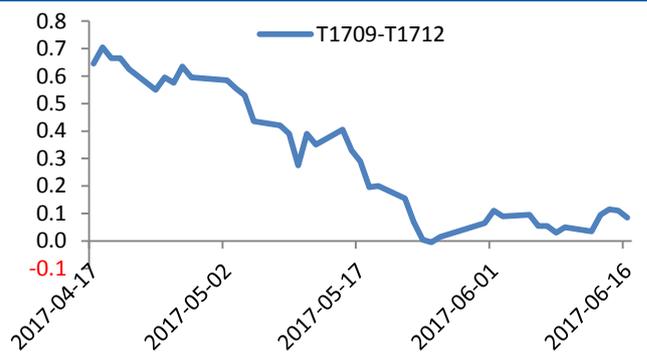
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
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