



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

0571-89727506

## 逢低逐步建仓

### 摘要

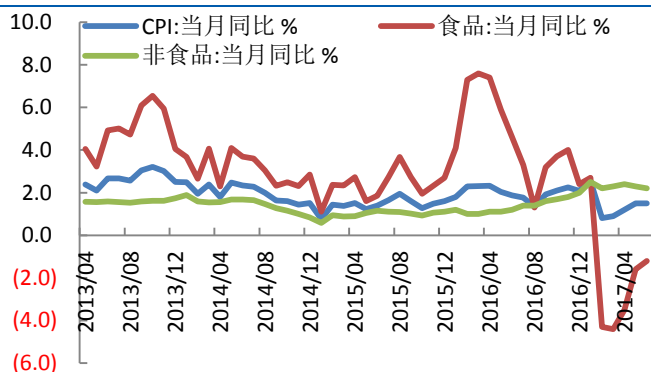
- **通胀符合预期。**6月CPI同比上涨1.5%，涨幅较上月持平，略低于预期。其中，6月非食品项增速下降0.1%，食品项增速上升0.4%。食品类价格增速降幅收窄，主要是由于多地洪涝灾害使得鲜蔬等食物价格回升。6月CPI增速略不及预期，后续受走弱的PPI影响，预计CPI不会太好。6月PPI同比上涨5.5%，较上月持平。6月采掘工业增速较上月回落了0.9%，原材料工业增速与上月持平，加工工业增速较上月回升了0.3个百分点。6月大宗商品大幅上涨，但PPI仅维持持平，后续PPI基数更大，增速难以维持，预计PPI将缓慢回落。
- **广义信贷继续扩张。**6月新增社会融资总量录得17800亿，超出去年同期和预期，其中新增人民币信贷14478亿。从贷款结构来看，6月新增短期贷款均高于去年同期，新增居民中长期信贷降低，企业中长期信贷继续走扩。直接融资方面，受“去杠杆”影响，多数企业取消债券发行，6月企业债券融资虽较5月有所好转，但仍为负值，股票融资也继续收缩。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和信托贷款均大幅增加，委托贷款环比下降。6月M2同比上涨9.4%，增速继续回落，M1增速大降至15%，M1、M2剪刀差继续收窄，央行表示M2增速放缓可能是新常态，不需要过度解读。包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落。整体来看，信贷扩张略超预期，短期央行维持货币中性，但投资回落，或影响后续信贷扩张。
- **流动性展望：**本周公开市场共有2000亿逆回购和395亿MLF到期，央行保持资金面“不松不紧”态度明显，近期流动性压力不大。
- **利率展望与策略：**本周数据集中公布，依次关注GDP、投资、消费、工业增加值和银行结售汇数据。基本面来看，通胀基本符合预期，信贷超预期，融资需求向好，金融去杠杆稍有成效，经济虽不会大幅下滑，但也不会明显向好，一旦经济回落趋势形成，将利好债市。外汇方面，美联储主席耶伦讲话表示九月不加息，美元指数周内震荡稍降，人民币回升。资金面来看，央行周二重启逆回购，呵护资金面态度明显，“收紧论”不攻自破。周五召开的金融工作会议上设立国务院金融发展委员会，强调防范金融风险、推动经济去杠杆，市场解读多认为监管不确定性降低，利多债市。总体来看，货币政策中性偏松，政策去杠杆边际放缓，经济保持平稳，利空基本出尽，债市震荡中开启慢牛行情。操作上，逢低逐步建仓。

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 通胀符合预期

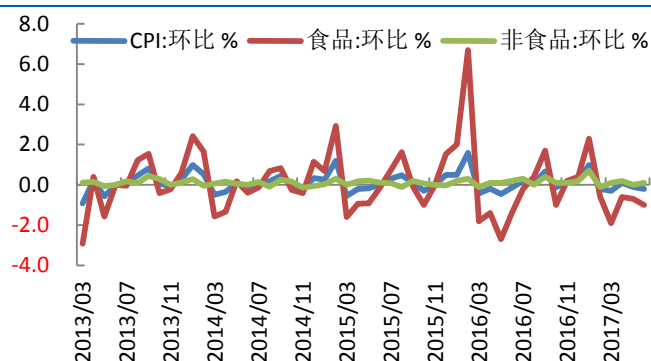
6月CPI同比上涨1.5%，涨幅较上月持平，略低于预期。其中，6月非食品项同比增长2.2%，增速下降0.1%，食品项同比下降1.2%，增速上升0.4%。食品类价格增速降幅收窄，主要是由于多地洪涝灾害使得鲜蔬等食物价格回升。6月CPI增速略不及预期，后续受走弱的PPI影响，预计CPI不会太好。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

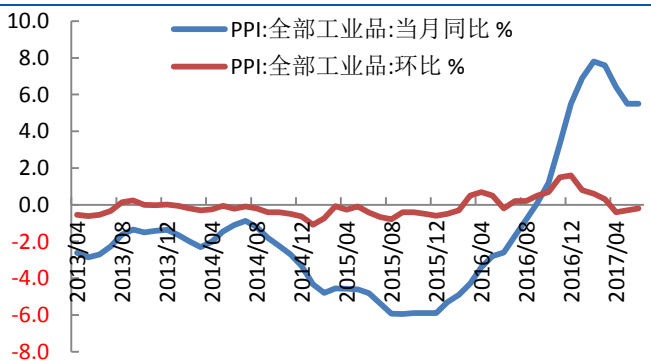
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

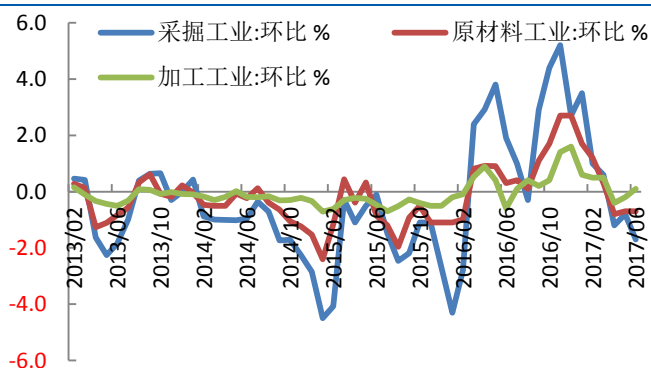
6月PPI同比上涨5.5%，较上月持平。6月采掘工业和原材料工业价格环比分别下降1.7%和0.7%，加工工业价格环比上涨0.1%，采掘工业增速较上月回落了0.9%，原材料工业增速与上月持平，加工工业增速较上月回升了0.3个百分点。6月大宗商品大幅上涨，但PPI仅维持持平，后续PPI基数更大，增速难以维持，预计PPI将缓慢回落。

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

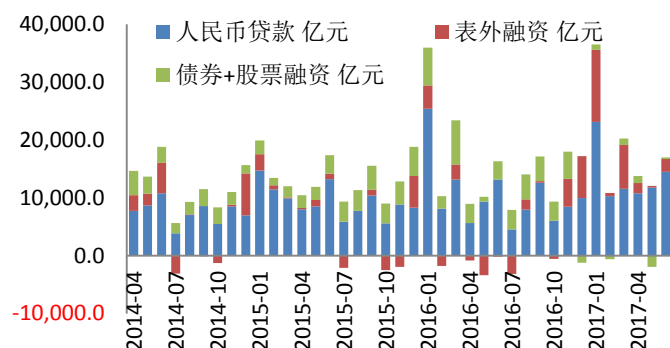


资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 1.2 广义信贷继续扩张

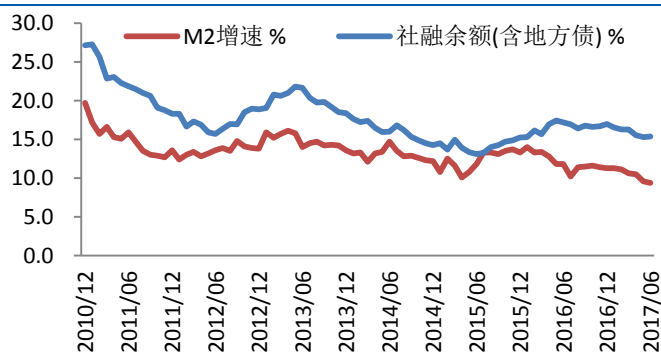
6 月新增社会融资总量录得 17800 亿，超出去年同期和预期。其中，新增人民币信贷 14478 亿，同比多增 1337 亿，环比多增约 2700 亿。从贷款结构来看，6 月新增短期贷款均高于去年同期，新增居民中长期信贷降低。新增企业中长期信贷继续走扩。直接融资方面，债市受“去杠杆”影响，多数企业取消债券发行，6 月企业债券融资虽较 5 月有所好转，但仍为负值，股票融资也继续收缩。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和信托贷款均大幅增加，委托贷款环比少增近 1800 亿。6 月 M2 同比上涨 9.4%，增速继续回落，M1 增速大降至 15%，M1、M2 剪刀差继续收窄，央行表示 M2 增速放缓可能是新常态，不需要过度解读。包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落。整体来看，信贷扩张略超预期，短期央行维持货币中性，但投资回落，预计影响后续信贷扩张。

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



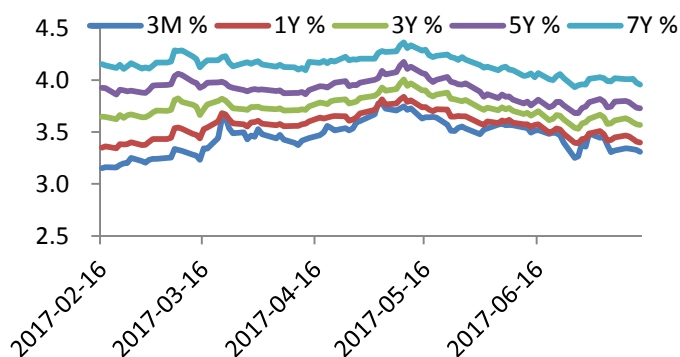
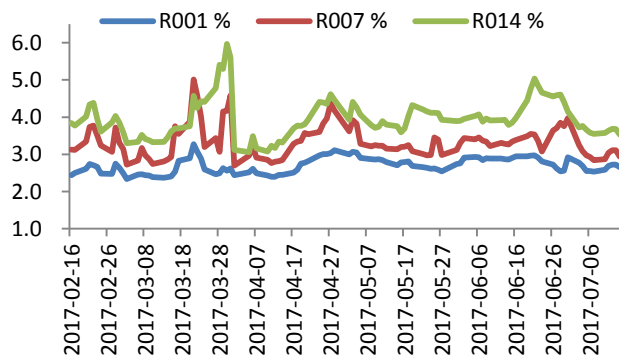
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.66%、2.94%和 3.53%，隔夜和 7 天明显走升，14 天稍降。Shibor 有涨有跌，IRS 全数走低，周内资金面整体宽裕。

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 2800 亿逆回购和 1795 亿 MLF 到期, 周内央行共开展 1700 亿 7 天期、400 亿 14 天期逆回购操作, 不考虑 MLF, 周内共实现资金净回笼 700 亿。央行隔十二个工作日后重启公开市场操作, 市场情绪得到提振。周四续作 3600 亿 1 年期 MLF, 恰好完全对冲本月到期的 MLF。本周公开市场共有 2000 亿逆回购和 395 亿 MLF 到期, 央行保持资金面“不松不紧”态度明显, 近期流动性压力不大。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 3671.59 亿, 加上信用债发行共计 6419.79 亿, 总偿还量 5734.75 亿, 净融资 685.05 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. 7. 17 | 17 农发 07 (增 10) | 40.00   | 3Y  |        |
|             | 17 农发 09 (增 12) | 40.00   | 5Y  |        |
|             | 17 四川债 21       | 29.00   | 3Y  |        |
|             | 17 四川债 22       | 29.00   | 5Y  |        |
|             | 17 四川债 23       | 29.00   | 7Y  |        |
|             | 17 四川债 24       | 11.50   | 10Y |        |
|             | 17 四川债 25       | 62.00   | 3Y  |        |
|             | 17 四川债 26       | 62.00   | 5Y  |        |
|             | 17 四川债 27       | 62.00   | 7Y  |        |
|             | 17 四川债 28       | 23.00   | 10Y |        |
|             | 17 厦门债 01       | 1.80    | 3Y  |        |
|             | 17 厦门债 02       | 5.40    | 5Y  |        |
|             | 17 厦门债 03       | 5.40    | 7Y  |        |
|             | 17 厦门债 04       | 5.40    | 10Y |        |
|             | 17 厦门债 05       | 40.00   | 5Y  |        |
|             | 17 厦门债 06       | 39.00   | 10Y |        |
| 2017. 7. 18 | 17 国开 06 (增 12) | 70.00   | 5Y  |        |
|             | 17 国开 07 (增 2)  | 60.00   | 1Y  |        |
|             | 17 国开 10 (增 15) | 150.00  | 10Y |        |
|             | 17 陕西债 10       | 100.00  | 3Y  |        |

|             |                |        |                |
|-------------|----------------|--------|----------------|
| 2017. 7. 19 | 17 陕西债 11      | 54.70  | 10Y            |
|             | 17 陕西债 12      | 19.00  | 5Y             |
|             | 17 吉林债 01      | 50.00  | 3Y             |
|             | 17 吉林债 02      | 140.00 | 5Y             |
|             | 17 吉林债 03      | 140.00 | 7Y             |
|             | 17 吉林债 04      | 57.50  | 10Y            |
|             | 17 吉林债 05      | 65.73  | 5Y             |
|             | 17 附息国债 13(续发) | 320.00 | 7Y             |
|             | 17 农发 04(增 14) | 245.40 | 7Y             |
|             | 17 农发 05(增 23) | 300.00 | 10Y            |
|             | 17 农发 08(增 12) | 120.00 | 5Y             |
|             | 17 湖南债 03      | 80.00  | 10Y            |
|             | 17 湖南债 04      | 60.00  | 5Y             |
|             | 17 贵州债 09      | 40.00  | 10Y            |
|             | 17 贵州债 10      | 30.00  | 7Y             |
|             | 17 贵州债 11      | 40.00  | 10Y            |
|             | 17 贵州债 12      | 40.00  | 1Y             |
|             | 17 附息国债 15     | 245.40 | 7Y             |
|             | 17 河北债 12      | 300.00 | 10Y            |
|             | 17 河北债 13      | 120.00 | 5Y             |
|             | 17 河北债 14      | 80.00  | 10Y            |
|             | 17 河北债 15      | 60.00  | 5Y             |
|             | 17 河北债 16      | 40.00  | 10Y            |
|             | 17 河北债 17      | 280.00 | 30Y            |
|             | 17 福建债 08      | 50.00  | 3Y             |
|             | 17 福建债 09      | 50.00  | 5Y             |
|             | 17 福建债 10      | 50.00  | 7Y             |
|             | 17 福建债 11      | 13.51  | 10Y            |
|             | 17 福建债 12      | 38.00  | 7Y             |
|             | 17 福建债 13      | 37.45  | 10Y            |
|             | 17 福建债 14      | 46.10  | 3Y             |
|             | 17 福建债 15      | 137.90 | 5Y             |
| <b>合计</b>   |                |        | <b>3671.59</b> |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 三、行情回顾与展望

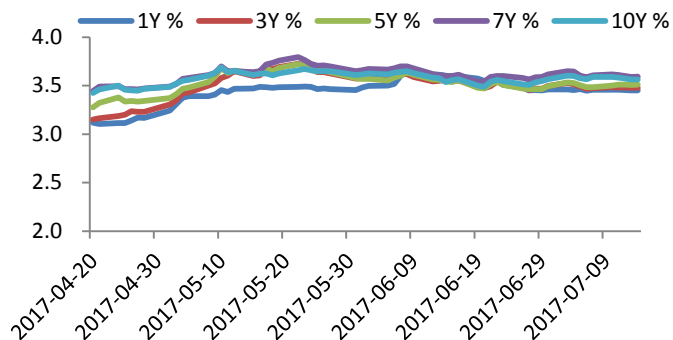
近期资金面持续偏松,央行态度支撑债市回升,情绪得到改善,十年期期债明显上涨。全周来看,国债收益率有涨有跌,5 年期走升,10 年期走低,收益率曲线再度走平;国开债收益率多数下行,10 年期下行幅度最大,为 3.6BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1709 收于 95.395,周涨 0.28 (+0.29%);TF1709 收于 97.87,周跌 0.095

(-0.10%)。

一级市场方面，周二招标发行的 5、7 年期国开债招标结果分化，5 年期需求明显好于 7 年期，全场分别为 3.71 和 2.12 倍；周三招标发行的 2、5 年期附息国债中标利率均低于二级市场，全场 2-倍；周三增发的 1、3、5、10 年期农发债中标利率均明显低于二级市场，全场 4-7 倍，需求异常旺盛；周四招标发行的 3、5、10 年期口行债中标利率均低于中债估值，全场 2-5 倍；周四招标发行的 1、3、10 年期国开债中标利率均低于二级市场，全场 2-4 倍；周五招标发行的 3 个月和 6 月期贴现国债中标利率接近或低于二级市场，全场 2-4 倍。一级市场整体需求向好，提振二级市场情绪。

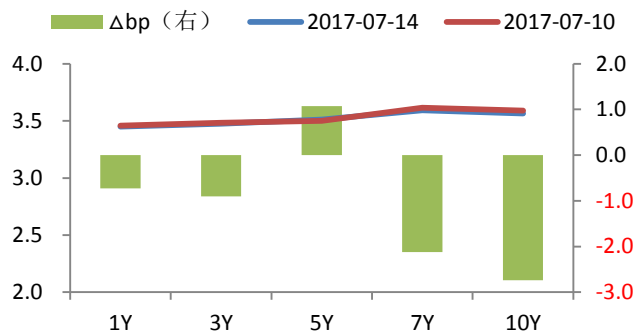
本周数据集中公布，依次关注 GDP、投资、消费、工业增加值和银行结售汇数据。基本面来看，通胀基本符合预期，信贷超预期，融资需求向好，金融去杠杆稍有成效，经济虽不会大幅下滑，但也不会明显向好，一旦经济回落趋势形成，将利好债市。外汇方面，美联储主席耶伦讲话表示九月不加息，美元指数周内震荡稍降，人民币回升。资金面来看，央行周二重启逆回购，呵护资金面态度明显，“收紧论”不攻自破。周五召开的金融工作会议上设立国务院金融发展委员会，强调防范金融风险、推动经济去杠杆，市场解读多认为监管不确定性降低，利多债市。总体来看，货币政策中性偏松，政策去杠杆边际放缓，经济保持平稳，利空基本出尽，债市震荡中开启慢牛行情。操作上，逢低逐步建仓。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



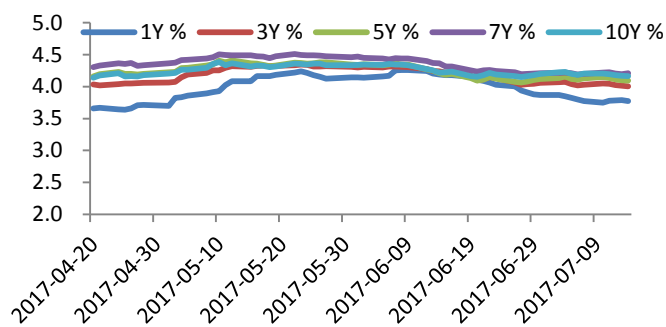
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



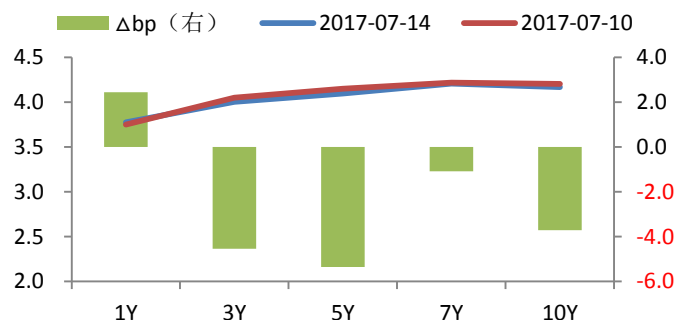
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



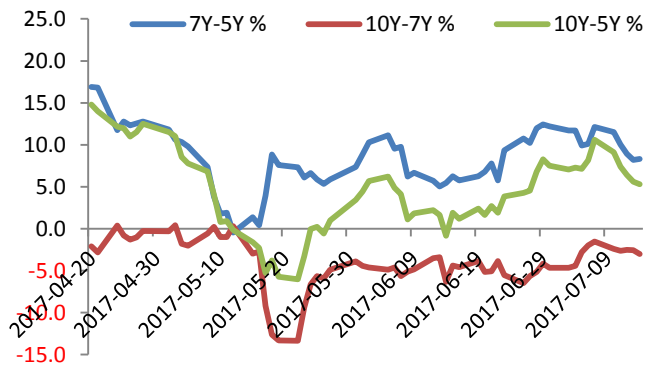
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



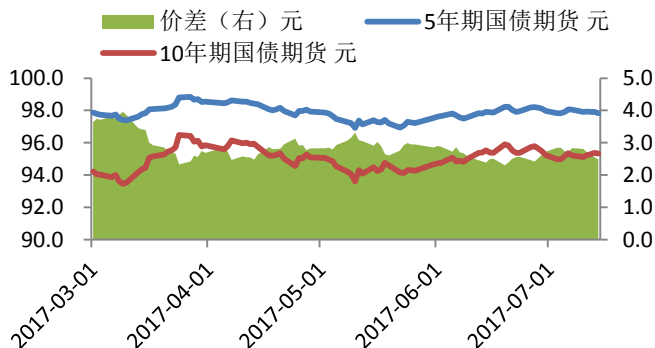
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

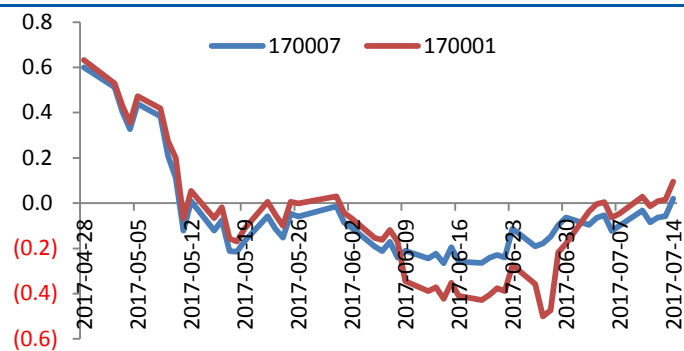
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

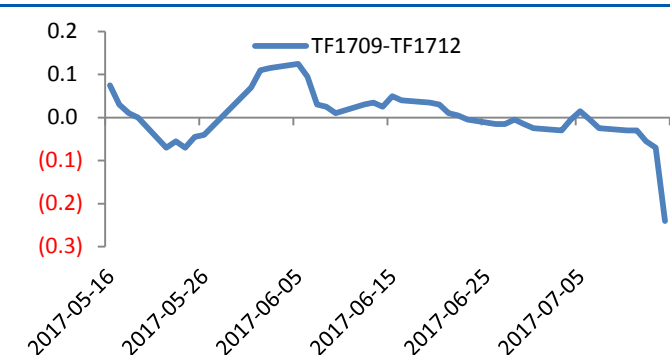


图 3.1.7 TF1709 活跃 CTD 券基差



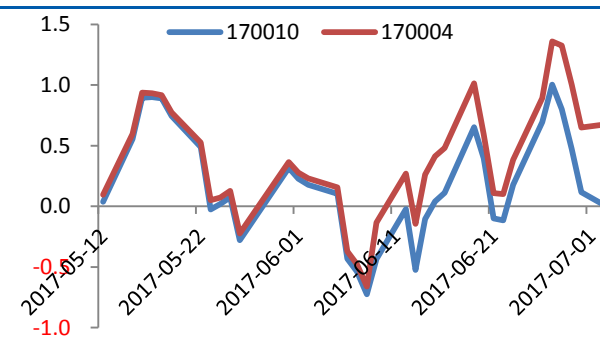
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



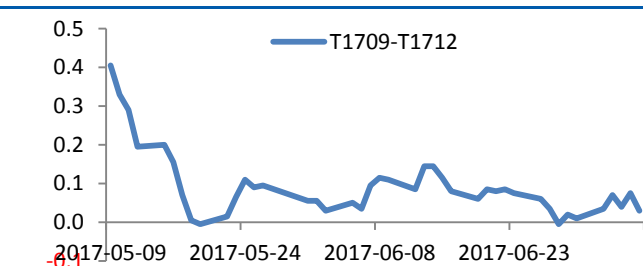
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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](http://www.nanhua.net)