

建议波段操作

摘要

- **经济韧性较强。**二季度GDP持平6.9%，好于预期的6.8%。1-6月固定资产投资完成额累计增速录得8.6%，持平上个月。其中房地产开发投资回落0.6%，制造业累计增速回升0.4%，基建投资稍有回升。6月工业增加值当月同比为7.6%，明显高于前值和预期，整体走稳向好，1-6月民间固定资产投资同比增速收得7.2%，较上月多增0.4%。从销售情况来看，6月商品房销售增速较上月回升1.8%，房屋新开工增速也回升1.1%。从消费方面来看，6月社会消费品零售总额同比增长11%，高于前值和预期，继续维持高位。整体来看，各项经济数据均明显好于预期，经济韧性超市场预期，对债市有一定利空。
- **人民币继续平稳。**6月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差较上月小幅扩大，表明资本流出压力仍存。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者周内均窄幅震荡，价差基本为零。十年期美债收益率跌至2.27%，国债收益率基本平稳，中美利差再度走升。美联储表示9月不加息，短期人民币贬值压力不大，但后续缩表可能影响人民币走势，重点关注美联储缩表进程。
- **流动性展望：**本周公开市场共有5400亿逆回购和1385亿MLF到期，近期流动性有所收敛，但缴税为短期因素，且央行加大了逆回购净投放，流动性压力不大。
- **利率展望与策略：**本周无重要数据公布，重点关注央行货币政策边际变化。基本面来看，GDP和投资消费数据均超预期向好，短期经济暂无下滑征兆，债市有一定承压。外汇方面，美元指数震荡走低，人民币稳中有升，短期外汇压力不大。资金面来看，缴税缴准带来一定流动性压力，央行随即进行大量公开市场净投放，呵护资金面态度明显。监管边际放缓，债市逐渐回归基本面，短期经济向好，债市震荡。总体来看，货币政策保持稳健，经济好于预期，政策去杠杆边际放缓，债市短期震荡，后续若经济出现下滑，则将开启上涨行情。操作上，高抛低吸波段操作。

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

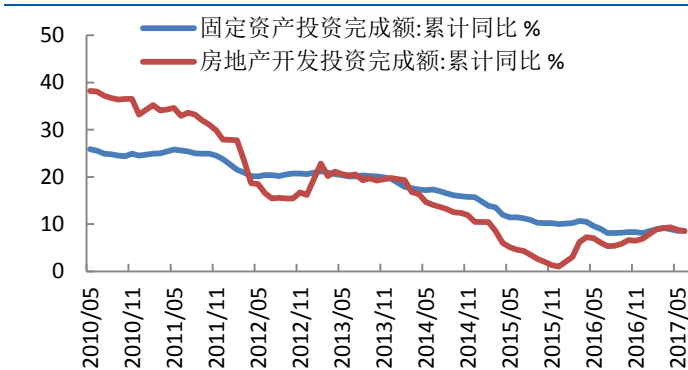
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 经济韧性较强

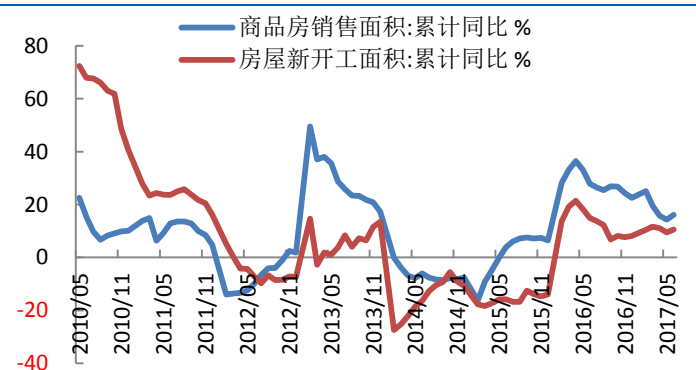
二季度 GDP 持平 6.9%，好于预期的 6.8%。1-6 月固定资产投资完成额累计增速录得 8.6%，持平上个月。其中房地产开发投资回落 0.6%，制造业累计增速回升 0.4%，基建投资稍有回升。6 月工业增加值当月同比为 7.6%，明显高于前值和预期，整体走稳向好，1-6 月民间固定资产投资同比增速收得 7.2%，较上月多增 0.4%。从销售情况来看，6 月商品房销售增速较上月回升 1.8%，房屋新开工增速也回升 1.1%。从消费方面来看，6 月社会消费品零售总额同比增长 11%，高于前值和预期，继续维持高位。整体来看，各项经济数据均明显好于预期，经济韧性超市场预期，对债市有一定利空。

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



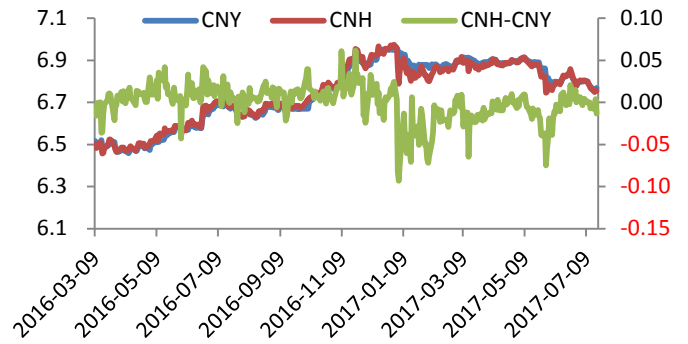
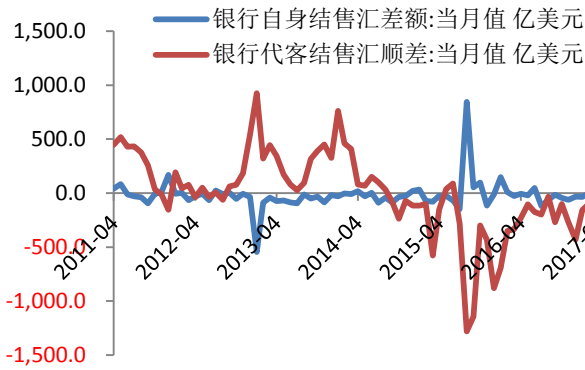
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 人民币继续平稳

6 月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差较上月小幅扩大，表明资本流出压力仍存。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者周内均窄幅震荡，价差基本为零。十年期美债收益率跌至 2.27%，国债收益率基本平稳，中美利差再度走升。美联储表示 9 月不加息，短期人民币贬值压力不大，但后续缩表可能影响人民币走势，重点关注美联储缩表进程。

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

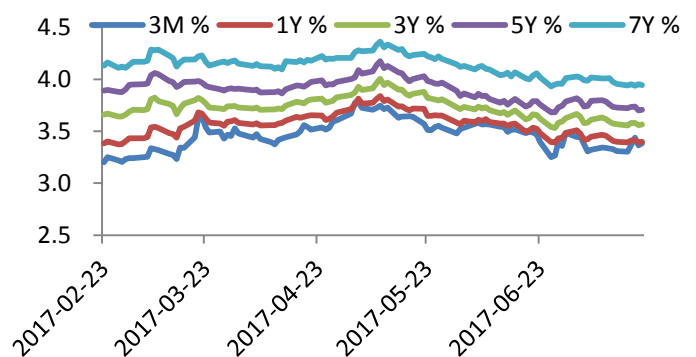
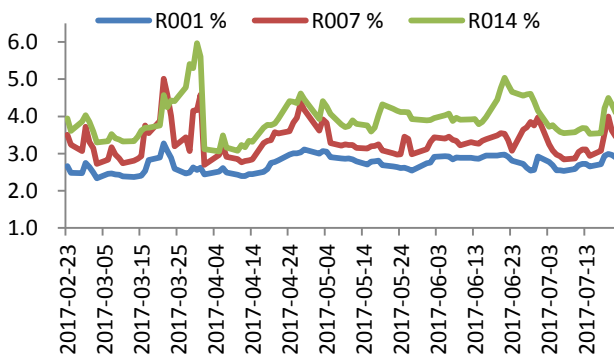
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.90%、3.46% 和 4.10%，均明显走升。Shibor 利率短涨长跌，IRS 有涨有跌，周内资金面明显收紧。

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 2000 亿逆回购和 395 亿 MLF 到期，周内央行共开展 5000 亿 7 天期、2100 亿 14 天期逆回购操作，不考虑 MLF，周内共实现资金净投放 5100 亿。在金融去杠杆的大背景下央行维持资金面紧平衡不变，近期缴税因素叠加外汇占款持续流出使得资金面压力增大。本周公开市场共有 5400 亿逆回购和 1385 亿 MLF 到期，近期流动性有所收敛，但缴税为短期因素，且央行加大了逆回购净投放，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 725 亿，加上信用债发行共计 2111.64 亿，总偿还量 5599.06 亿，净融资-3487.43 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量(亿)	期限(年)	合计(亿)
2017.7.24	17 农发 04(增 15)	30.00	7.00	

	17 农发 05 (增 24)	40.00	10.00
	17 农发 10	40.00	1.00
2017. 7. 25	17 国开 06 (增 13)	70.00	5.00
	17 国开 07 (增 3)	85.00	1.00
	17 国开 10 (增 16)	140.00	10.00
2017. 7. 26	17 付息国债 16	320.00	3.00
	合计		725

资料来源: Wind 资讯 南华研究

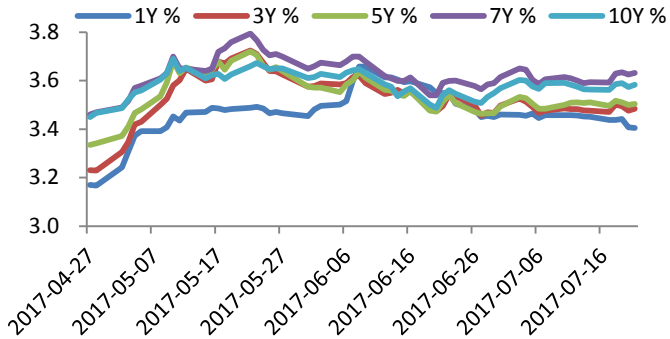
三、行情回顾与展望

周初受季节性缴税因素影响, 资金面有所收紧, 基本面也好于预期, 期债震荡走低; 后资金面稍有好转, 加上监管不确定性降低, 期债有所回升, 全周震荡期债稍降。全周来看, 国债收益率有涨有跌, 3、7、10 年期走升, 1、5 年期走低, 收益率曲线稍陡; 国开债收益率 1 年期明显走低, 其余全部走升。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1709 收于 95.220, 周跌 0.175 (-0.18%); TF1709 收于 97.73, 周跌 0.14 (-0.14%)。

一级市场方面, 周一增发的 3、5 年期农发债中标利率均明显低于二级市场, 全场 5 倍以上, 需求异常旺盛; 周二招标发行的 1、5、10 年期国开债中标利率均低于二级市场, 全场 2-4 倍; 周三招标发行的 5、7、10 年期农发债中标利率均低于二级市场, 全场 5-7 倍, 需求异常旺盛; 周三续发的 7 年期付息国债中标利率略低于二级市场, 全场 3.76 倍, 需求旺盛; 周四招标发行的 1、5、10 年期口行债中标利率均低于中债估值, 全场 3-6 倍; 周四招标发行的 3、7 年期国开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 年期付息国债中标利率高于二级市场, 全场 1.7 倍; 周五招标发行的 3 个月期贴现国债中标利率低于二级市场, 全场 2.84 倍。一级市场上, 除超长期国债外, 整体需求旺盛, 提振二级市场情绪。

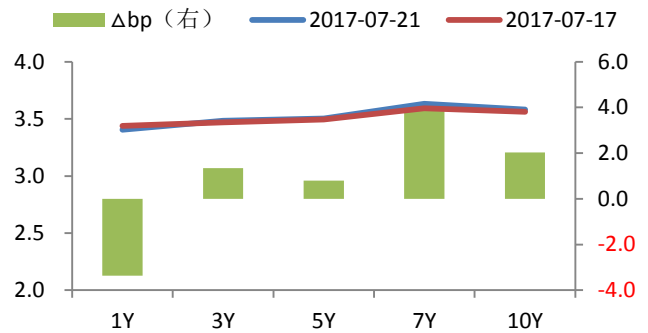
本周无重要数据公布, 重点关注央行货币政策边际变化。基本面来看, GDP 和投资消费数据均超预期向好, 短期经济暂无下滑征兆, 债市有一定承压。外汇方面, 美元指数震荡走低, 人民币稳中有升, 短期外汇压力不大。资金面来看, 缴税缴准带来一定流动性压力, 央行随即进行大量公开市场净投放, 呵护资金面态度明显。监管边际放缓, 债市逐渐回归基本面, 短期经济向好, 债市震荡。总体来看, 货币政策保持稳健, 经济好于预期, 政策去杠杆边际放缓, 债市短期震荡, 后续若经济出现下滑, 则将开启上涨行情。操作上, 高抛低吸波段操作。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



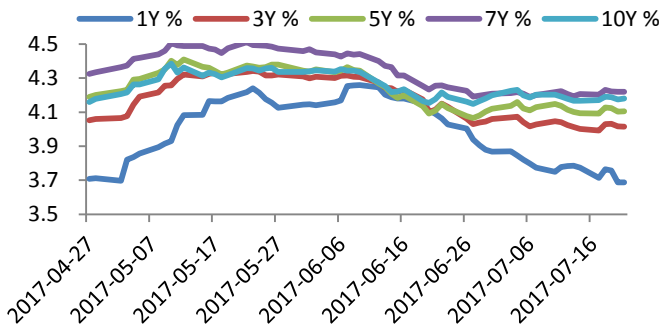
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



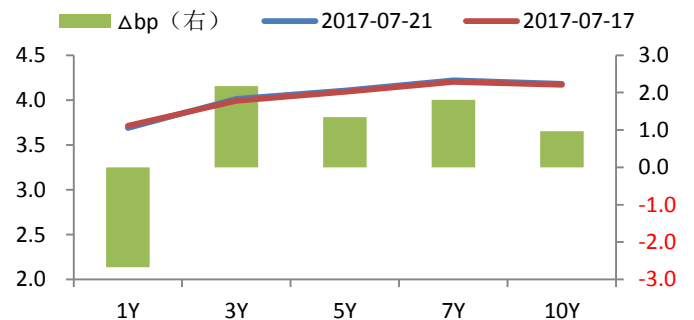
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



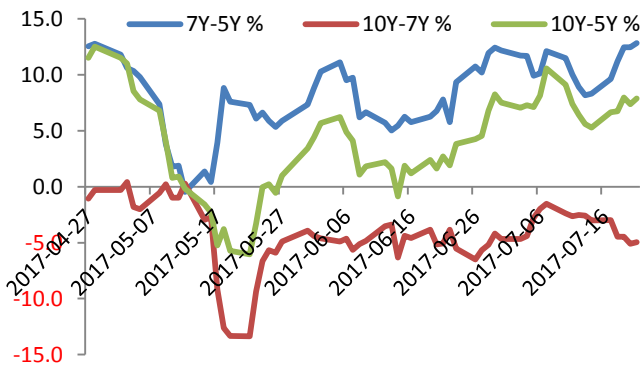
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



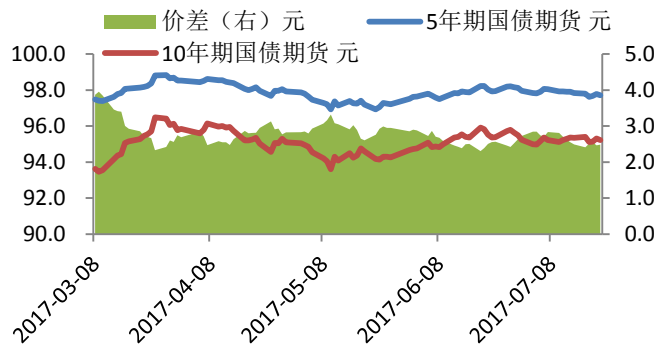
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



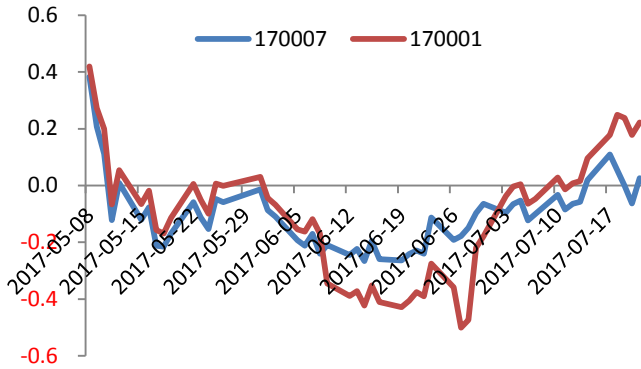
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



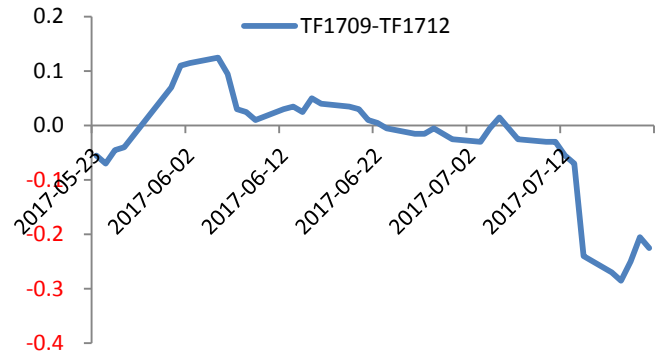
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1709 活跃 CTD 券基差



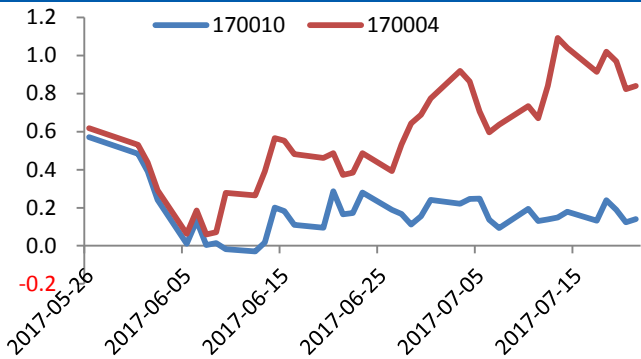
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



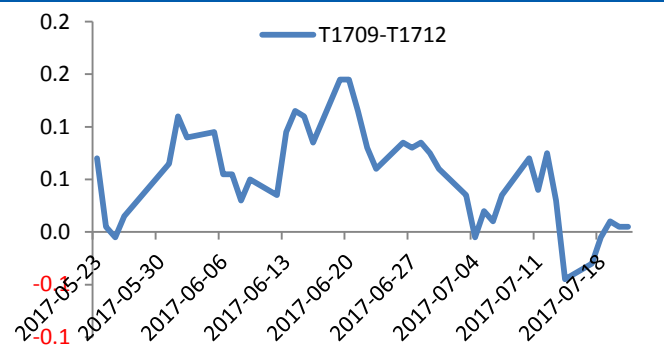
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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