

择机入场

摘要

- **国内经济小幅回落。**1-7月固定资产投资完成额累计增速录得8.3%，比前期回落了0.3%，当月增速显著下滑至6.5%，极低的基数也未能挽救增速下滑。其中房地产开发投资回落0.4%，制造业回落0.7%至4.8%，基建投资回落0.18%。7月工业增加值当月同比为6.4%，不及预期，1-7月民间固定资产投资同比增速较上月回落0.31%。从销售情况来看，7月商品房销售面积累计增速较上月继续下滑2.1%，房屋新开工增速大幅回落至8%，施工增速也开始回落。从消费方面来看，7月社会消费品零售总额较上月回落0.6%。整体来看，投资、消费及工业增加值均在低技术背景下全面下滑，市场对经济的乐观预期被修正，基本面对债市有一定支撑。
- **广义信贷继续扩张。**7月新增社会融资总量录得12200亿，超出预期和去年同期。其中，新增人民币信贷9152亿，同比多增4602亿，环比少增5322亿。从贷款结构来看，7月新增短期贷款1697亿，大幅低于前期，但高于去年同期，新增居民中长期贷款保持稳定，新增企业中长期贷款同比明显回升。直接融资方面，7月企业债券融资大幅回升，股票融资较去年同期明显收缩。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，委托贷款继续萎缩。7月M2同比上涨9.2%，较上月再度下滑0.2%，再创历史新低，M1增速为15.3%，M1、M2剪刀差略有扩大，包含地方债的社会融资余额同比增速明显回升。整体来看，企业中长期贷款明显增加，表外融资明显收缩，直接融资明显扩张，M2降至历史最低，数据表明实体经济融资需求不弱，信贷供给依旧受限，但尚难判断下半年经济走势。
- **流动性展望：**本周公开市场共有7500亿逆回购到期，月中缴税因素已过，但周内资金到期量较大，加上月末因素扰动，流动性仍有压力。
- **利率展望与策略：**本周无重要数据公布，关注海外经济数据和国内货币政策。基本面来看，投资、消费等数据全面下滑，但信贷数据超预期，目前有关基本面的预期存在分歧，后续能否企稳尚待观察。外汇方面，美元指数有所回升，人民币稍有回落，贬值压力不大。央行“削峰填谷”，继续维持流动性平稳。消息方面，银行业“三三四”自查基本完成，银行同业业务开始收缩，各银行开始就查出的问题进行整改。总体来看，货币政策保持稳健中性，基本面走势难断，但目前债市收益率水平较高，随着资金面逐渐转松，债市应会有一些机会。操作上，期债可择机入场，轻仓试多。。

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

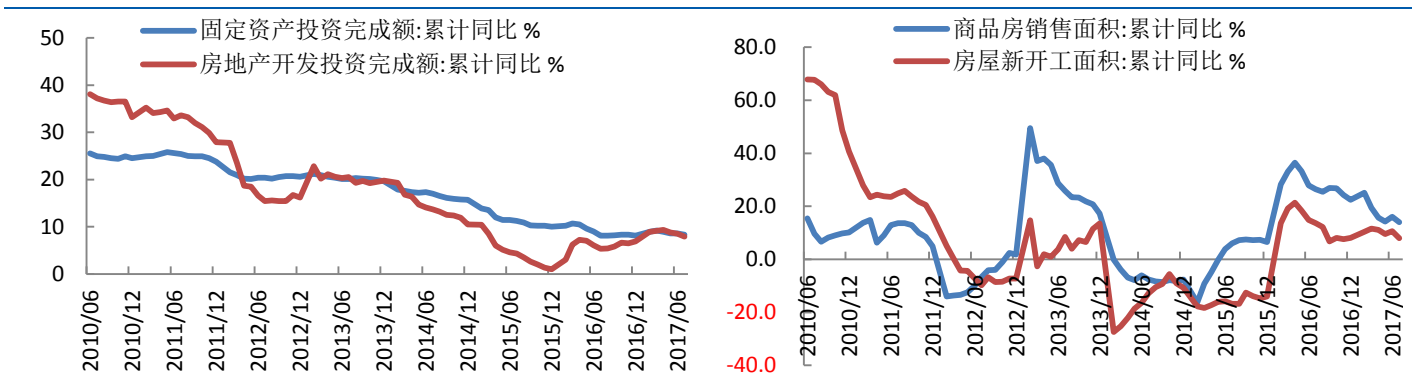
一、经济与海外债市观察

1.1 国内经济小幅回落

1-7月固定资产投资完成额累计增速录得8.3%，比前期回落了0.3%，当月增速显著下滑至6.5%，极低的基数也未能挽救增速下滑。其中房地产开发投资回落0.4%，制造业回落0.7%至4.8%，基建投资回落0.18%。7月工业增加值当月同比为6.4%，不及预期，1-7月民间固定资产投资同比增速录得6.9%，较上月回落0.31%。从销售情况来看，7月商品房销售面积累计增速较上月继续下滑2.1%，房屋新开工增速大幅回落至8%，施工增速也开始回落。从消费方面来看，7月社会消费品零售总额同比增长10.4%，较上月回落0.6%。整体来看，投资、消费及工业增加值均在低技术背景下全面下滑，市场对经济的乐观预期被修正，基本面对债市有一定支撑。

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



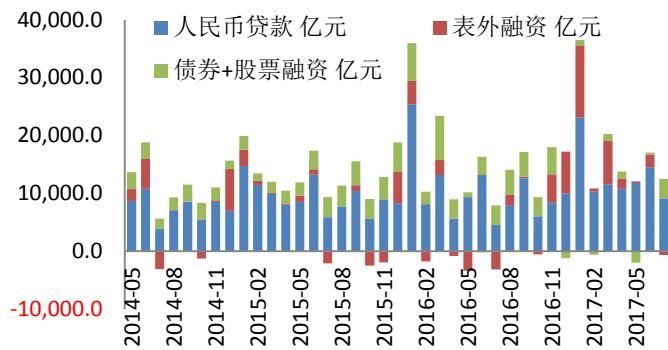
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷继续扩张

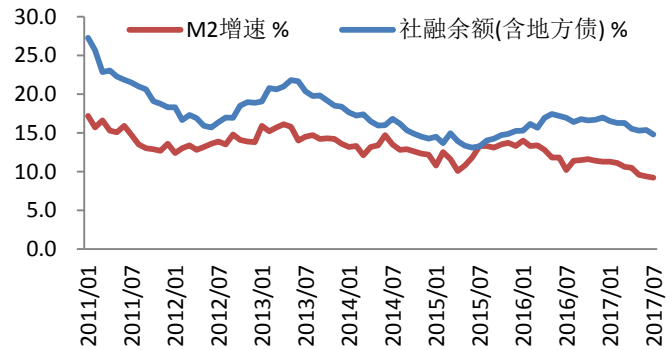
7月新增社会融资总量录得12200亿，超出预期和去年同期。其中，新增人民币信贷9152亿，同比多增4602亿，环比少增5322亿。从贷款结构来看，7月新增短期贷款1697亿，大幅低于前期，但高于去年同期，新增居民中长期贷款保持稳定，新增企业中长期贷款同比明显回升。直接融资方面，7月企业债券融资大幅回升，股票融资较去年同期明显收缩。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和信托贷款均大幅扩张，委托贷款继续萎缩。7月M2同比上涨9.2%，较上月再度下滑0.2%，再创历史新低，M1增速为15.3%，M1、M2剪刀差略有扩大，包含地方债的社会融资余额同比增速明显回升。整体来看，企业中长期贷款明显增加，表外融资明显收缩，直接融资明显扩张，M2降至历史最低，数据表明实体企业融资需求不弱，信贷供给依旧受限，但尚难判断下半年经济走势。

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

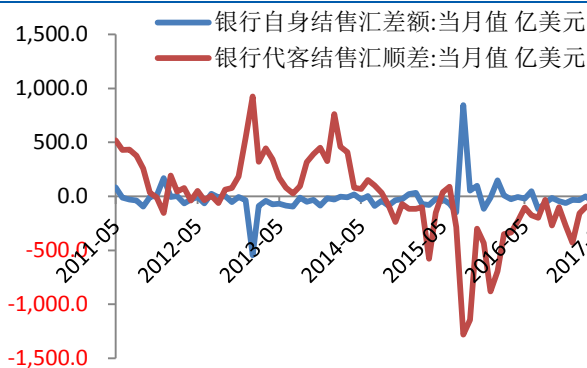


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.3 人民币保持平稳

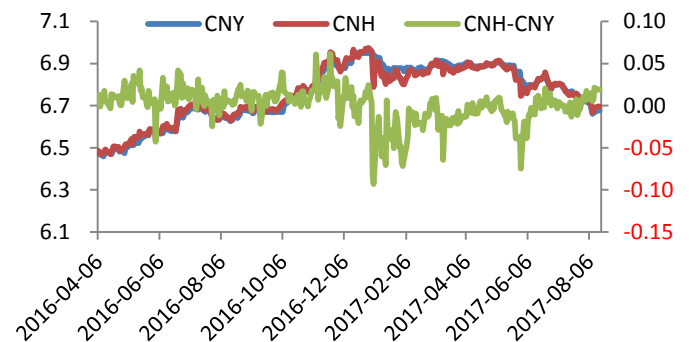
7月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差大幅收窄，外汇供求基本平衡。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均小幅走升，离岸人民币回升幅度较大。整体来看，美联储震荡稍涨，人民币稍有回落，自引入逆周期因子后，人民币韧性明显增强，经济保持平稳，下半年贬值压力不大。

图 1.3.1 银行自身与代客结售汇差额



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3.2 在岸及离岸人民币即期走势

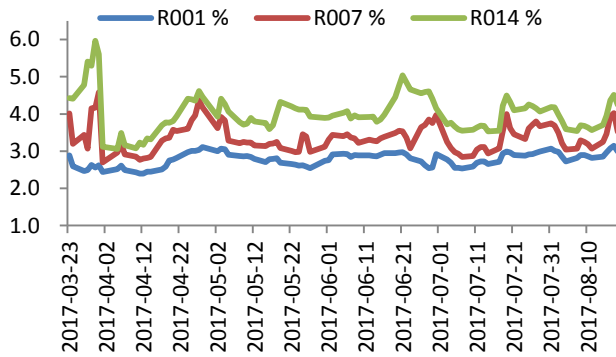


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

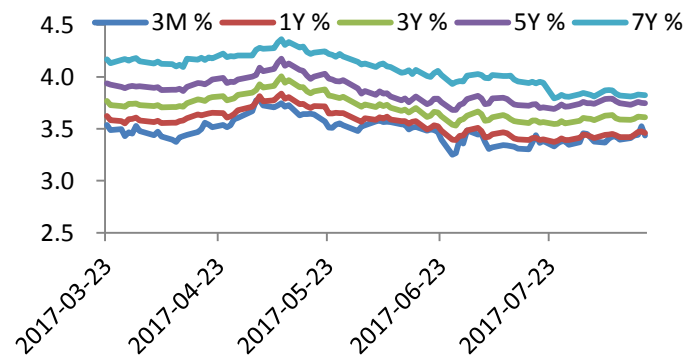
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.99%、3.53%和 4.25%，全数明显走升。Shibor 全数上行，3 月期领涨，IRS 也全数上涨。资金利率普遍走升，周内资金面有一定紧张。

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 6000 亿逆回购、2875 亿 MLF 和 800 亿国库定存到期，周内央行共开展 3900 亿 7 天期、3200 亿 14 天期逆回购、800 亿国库定存和 3995 亿 MLF 操作，周内共实现资金净投放 2200 亿。本周公开市场共有 7500 亿逆回购到期，月中缴税因素已过，但周内资金到期量较大，加上月末因素扰动，流动性仍有压力。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1049.06 亿，加上信用债发行共计 2791.05 亿，总偿还量 6760.98 亿，净融资-3969.92 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)
2017.8.14	17 农发 11	40.00	3.00	
	17 农发 12	40.00	5.00	
	17 国开 05(增 19)	50.00	3.00	
2017.8.15	17 国开 06(增 17)	50.00	5.00	
	17 国开 07(增 6)	40.00	1.00	
	17 国开 08(增发)	40.00	7.00	
	17 付息国债 16(续发)	360.00	3.00	
	17 农发 04(增 19)	30.00	7.00	
2017.8.16	17 农发 05(增 28)	60.00	10.00	
	17 农发 10(增 4)	60.00	1.00	
	17 黑龙江债 07	19.56	3.00	
	17 黑龙江债 08	52.00	5.00	
	17 黑龙江债 09	52.00	7.00	
2017.8.17	17 黑龙江债 10	52.00	10.00	
	17 黑龙江债 11	15.00	7.00	
	17 新疆债 16	44.40	10.00	
	17 新疆债 17	34.10	5.00	
	17 新疆债 18	7.70	5.00	

17 新疆债 19	1.20	5.00
17 新疆债 20	1.10	5.00
合计		1049.06

资料来源: Wind 资讯 南华研究

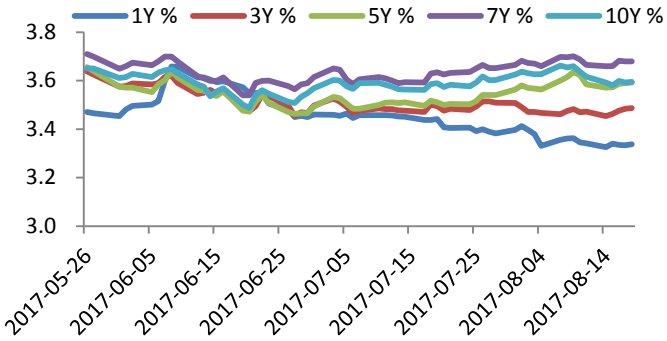
三、行情回顾与展望

周内资金面明显收紧,但大宗商品周初回落,多空交织下,期债震荡稍涨。全周来看,国债收益率1、10年期走低,3、5、7年期走升,整体变动不大;1年和7年期国开债收益率稍跌,其余小幅走升。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1712收于94.92,周涨0.27(+0.29%);TF1712收于97.535,周涨0.045(+0.05%)。

一级市场方面,周一招标发行的3、5年期农发债中标利率均与二级市场持平,全场4-6倍,需求旺盛;周二增发的1、3、10年期国开债中标利率均明显低于中债估值,全场2-5倍;周三续发的7年期付息国债中标利率接近二级市场水平,全场2.89倍;周三招标发行的1、7、10年期农发债,其中除7年期中标利率略超二级市场外,其余均低于二级市场,全场4倍左右,需求旺盛;周四招标发行的3、5、10年期口行债中标利率均接近中债估值,其中10年期全场2-4倍;周五招标发行的3月期贴现国债中标利率持平二级市场水平,全场2.26倍。周五续发的30年期付息国债中标利率明显超出二级市场水平,全场1.81倍。一级市场整体需求有所回落。

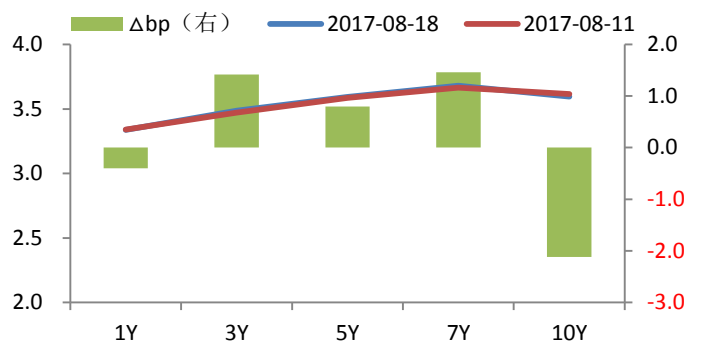
本周无重要数据公布,关注海外经济数据和国内货币政策。基本面来看,投资、消费等数据全面下滑,但信贷数据超预期,目前有关基本面的预期存在分歧,后续能否企稳尚待观察。外汇方面,美元指数有所回升,人民币稍有回落,贬值压力不大。央行“削峰填谷”,继续维持流动性平稳。消息方面,银行业“三三四”自查基本完成,银行同业业务开始收缩,各银行开始就查出的问题进行整改。总体来看,货币政策保持稳健中性,基本面走势难断,但目前债市收益率水平较高,随着资金面逐渐转松,债市应会有一些机会。操作上,期债可择机入场,轻仓试多。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



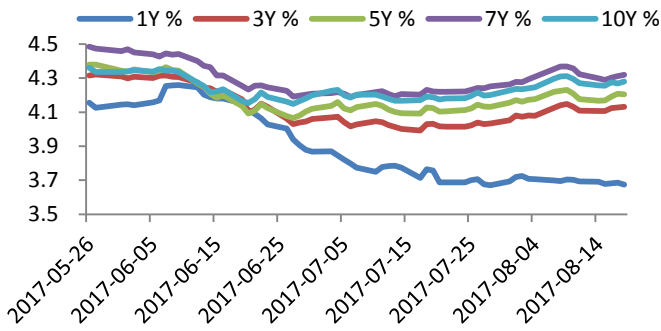
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



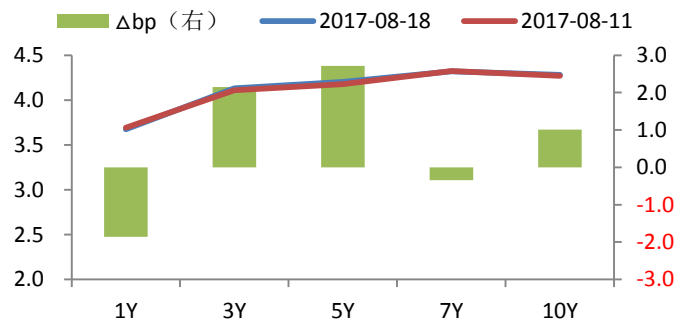
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



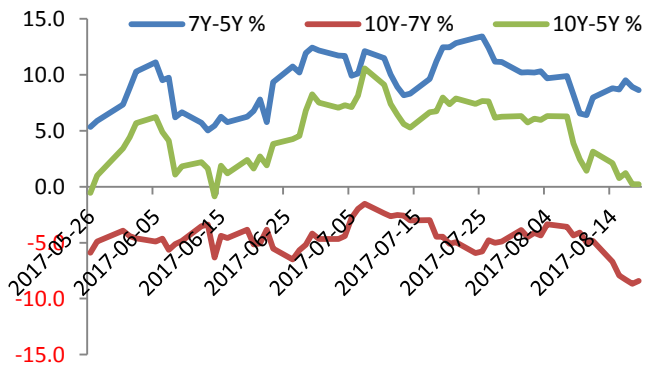
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



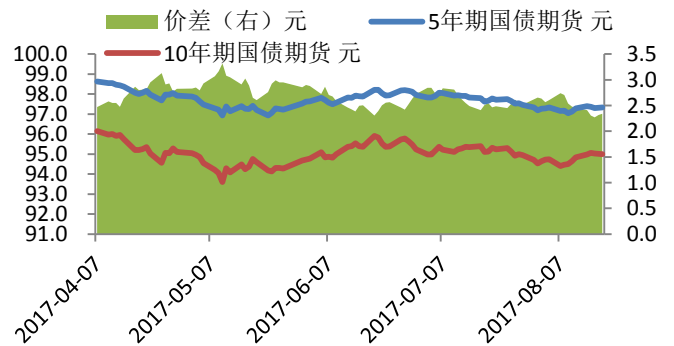
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



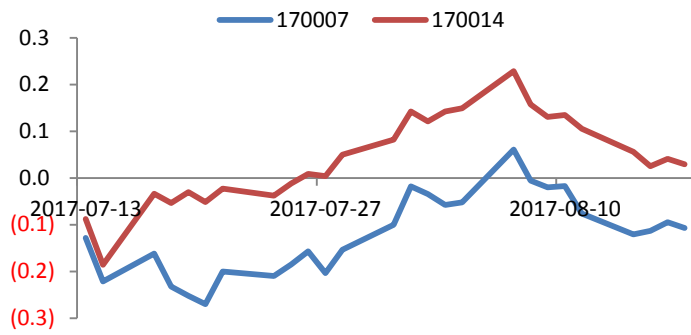
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



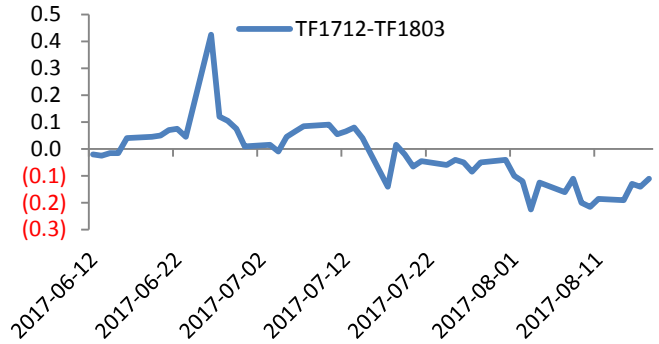
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



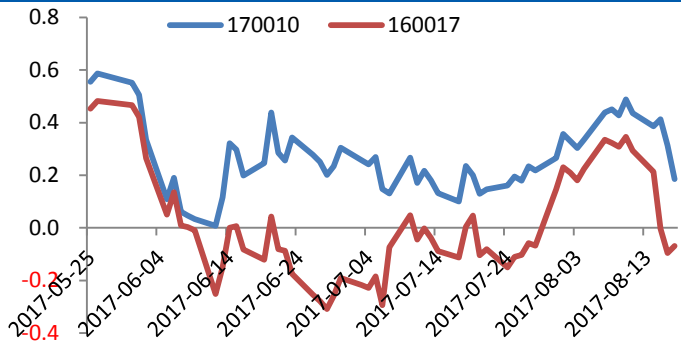
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



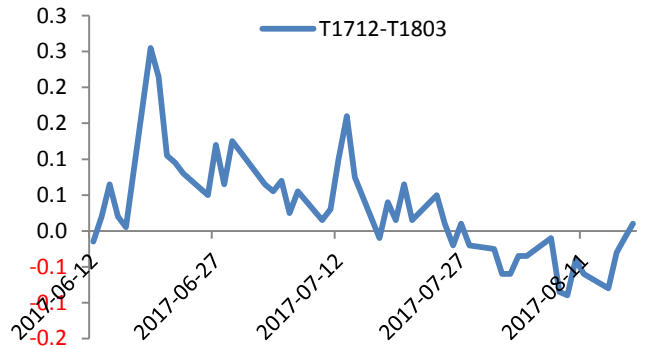
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1712 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