


## 建议逢低做多

### 摘要

- **国内经济回落。**三季度 GDP 同比增长 6.8%，较上半年回落 0.1%，明显低于传言的 7%。1-9 月固定资产投资完成额累计增速录得 7.5%，比前期回落了 0.3%，极低的基数也未能挽救投资增速下滑。其中制造业回落 0.3%至 4.2%，基建投资回落 0.21%至 15.88%。9 月工业增加值当月同比为 6.6%，较上月明显走升，1-9 月民间固定资产投资同比增速录得 6.0%，较上月回落 0.4%。从销售情况来看，9 月商品房销售面积累计增速去年同期下滑 16.6%，房屋新开工增速继续回落至 6.8%，施工增速保持低位。从消费方面来看，9 月社会消费品零售总额较上月回升 0.2%。整体来看，房地产、制造业和基建均继续回落，投资数据全面下滑，拖累 GDP 下行，工业增加值和消费有所好转，但对经济的支撑作用很有限，基本面仍有下行风险。
- **通胀符合预期。**9 月 CPI 同比增速降至 1.6%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。其中，9 月非食品项同比增长 2.4%，增速回升 0.1%；食品项同比下跌 1.4%，不及前值和预期。通胀数据回落，主要是受蔬果价格下跌拖累，后续 CPI 大概率在 1.5-2.0 震荡。9 月 PPI 同比上涨 6.9%，涨幅较上月上涨 0.6%，创三个月新高。9 月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨 2.0%、1.9%和 1.0%，其中采掘工业增速回落 0.9%，原材料和加工工业增速分别较上月回升了 0.8%和 0.8%。9 月份 PPI 反弹的主因是环保限产，随着四季度环保督查结束，PPI 料将重新回落。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 4800 亿逆回购到期，且缴税期到来也将对资金面造成一定冲击，需警惕流动性风险。
- **利率展望与策略：**本周无重要数据公布，主要关注 19 大期间出台的相关政策。通胀来看，CPI 走弱、PPI 走强，整体符合预期，但后续 PPI 回落概率较大。基本面来看，投资数据连续三月下滑，消费小幅走升但难以支撑经济，四季度经济或继续走弱。外汇方面，人民币震荡稍涨，美国无明显举措，短期大概率保持震荡。资金面来看，税期和月底叠加，下周资金面或有一定波动，关注央行货币政策。总体来看，本周债市情绪极为悲观，资金面转松也未能提升情绪，19 大期间机构对监管极为担忧，但目前债市已处于超跌状态，利空也已出尽，若政策出台使得债市再度下跌，则为进场做多机会。操作上，建议空方择机离场，期债若继续下跌可尝试抄底。



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

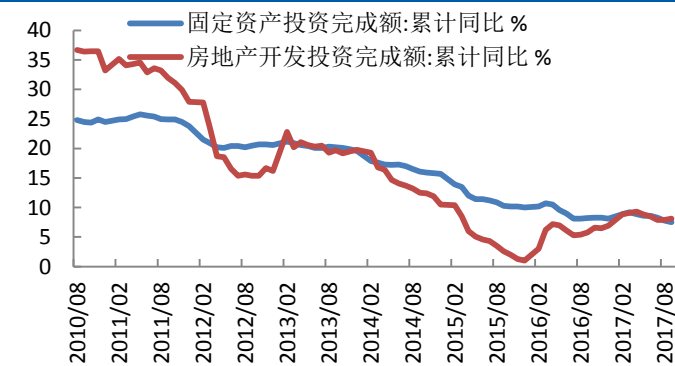
0571-89727506

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 国内经济回落

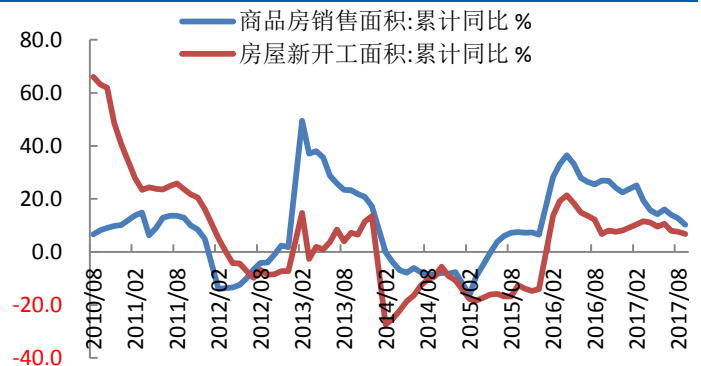
三季度 GDP 同比增长 6.8%，较上半年回落 0.1%，明显低于传言的 7%。1-9 月固定资产投资完成额累计增速录得 7.5%，比前期回落了 0.3%，极低的基数也未能挽救投资增速下滑。其中制造业回落 0.3%至 4.2%，基建投资回落 0.21%至 15.88%。9 月工业增加值当月同比为 6.6%，较上月明显走升，1-9 月民间固定资产投资同比增速收得 6.0%，较上月回落 0.4%。从销售情况来看，9 月商品房销售面积累计增速收得 10.3%，较上月继续下滑 2.4%，较去年同期下滑 16.6%，房屋新开工增速继续回落至 6.8%，施工增速保持低位。从消费方面来看，9 月社会消费品零售总额同比增长 10.3%，较上月回升 0.2%。整体来看，房地产、制造业和基建均继续回落，投资数据全面下滑，拖累 GDP 下行，工业增加值和消费有所好转，但对经济的支撑作用很有限，基本面仍有下行风险。

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



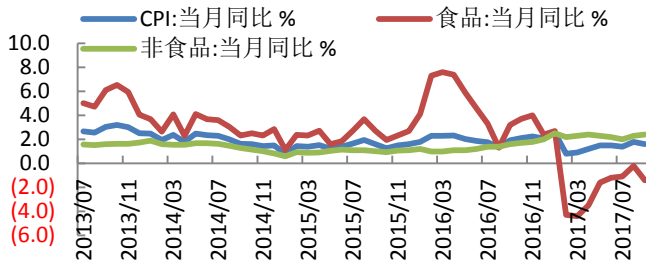
资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 1.2 通胀基本符合预期

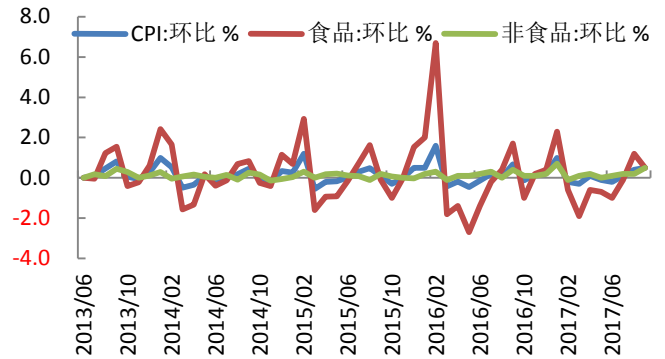
9 月 CPI 同比增速降至 1.6%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。其中，9 月非食品项同比增长 2.4%，增速回升 0.1%；食品项同比下跌 1.4%，不及前值和预期。其中蔬菜环比下跌 0.1%，蛋类环比增长 5.5%，低于历史季节性；猪肉价格本月环比上涨 1%，明显高于去年同期。通胀数据回落，主要是受蔬果价格下跌拖累，后续 CPI 大概率在 1.5-2.0 震荡。

图 1.2.1 CPI 当月同比

图 1.2.2 CPI 环比



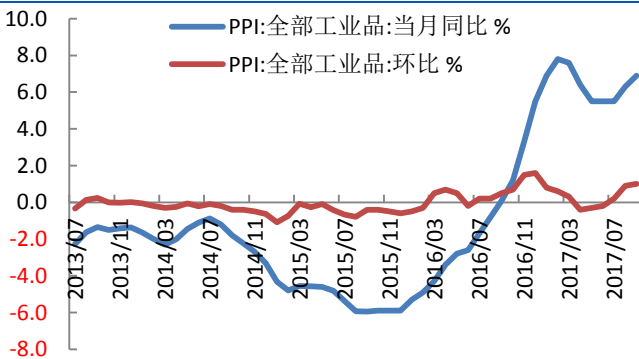
资料来源: Wind 资讯 南华研究



资料来源: Wind 资讯 南华研究

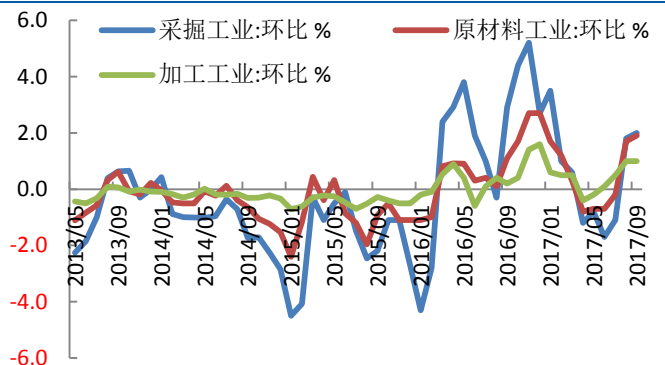
9月PPI同比上涨6.9%，涨幅较上月上涨0.6%，创三个月新高。9月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨2.0%、1.9%和1.0%，其中采掘工业增速回落0.9%，原材料和加工工业增速分别较上月回升了0.8%和0.8%。9月份PPI反弹的主因是环保限产，随着四季度环保督查结束，PPI料将重新回落。

图 1.2.3 PPI 同比与环比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2.4 PPI 分项环比



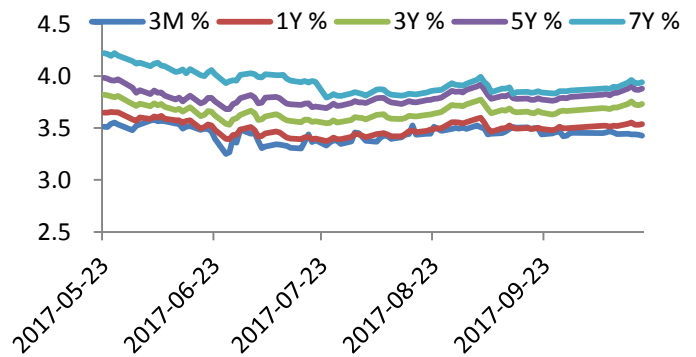
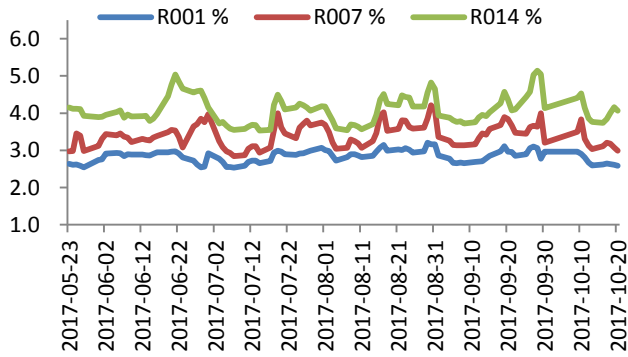
资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

周五R001、R007和R014加权平均分别为2.59%、3.00%和4.06%，14天较前周明显走升。Shibor短跌长升，IRS几乎全数走升。周内资金面明显偏松，但市场对月末流动性较为担忧。

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 1700 亿逆回购和 3555 亿 MLF 到期, 周内央行共开展 4100 亿 7 天期、3200 亿 14 天期逆回购和 800 亿国库定存, 周内央行通过逆回购实现资金净投放 5600 亿。本周公开市场共有 4800 亿逆回购到期, 且缴税期到来也将对资金面造成一定冲击, 需警惕流动性风险。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 2294.64 亿, 加上信用债发行共计 2959.95 亿, 总偿还量 5784.48 亿, 净融资-2824.53 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)
2017.10.23	17 农发 11(增 7)	50.0	3.0	
	17 农发 12(增 7)	50.0	5.0	
	17 四川债 33	60.0	3.0	
	17 四川债 34	60.0	5.0	
	17 四川债 35	60.0	7.0	
	17 四川债 36	20.0	10.0	
	17 内蒙债 08	35.9	5.0	
	17 内蒙债 09	58.4	7.0	
	17 内蒙债 10	129.9	10.0	
	17 内蒙债 11	38.4	5.0	
	17 内蒙债 12	38.4	10.0	
	2017.10.24	17 国开 06(增 25)	60.0	5.0
17 国开 08(增 9)		30.0	7.0	
17 国开 09(增 5)		50.0	3.0	
17 国开 11(增发)		30.0	1.0	
17 国开 15(增 8)		150.0	10.0	
17 广西债 24		30.0	10.0	
17 广西债 25		11.0	3.0	
17 广西债 26		47.0	3.0	
17 广西债 27		20.0	7.0	

	17 广西债 28	40.0	10.0
2017. 10. 25	17 付息国债 20(续发)	360.0	7.0
	17 付息国债 23	360.0	3.0
	17 农发 04(增 26)	30.0	7.0
	17 农发 10(增 12)	70.0	1.0
	17 农发 15(增 6)	80.0	10.0
2017. 10. 26	17 辽宁债 15	77.0	3.0
	17 辽宁债 16	100.0	5.0
	17 辽宁债 17	76.5	7.0
	17 辽宁债 18	22.0	3.0
	17 辽宁债 19	29.0	5.0
	17 辽宁债 20	21.2	7.0
<b>合计</b>			<b>2294.64</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

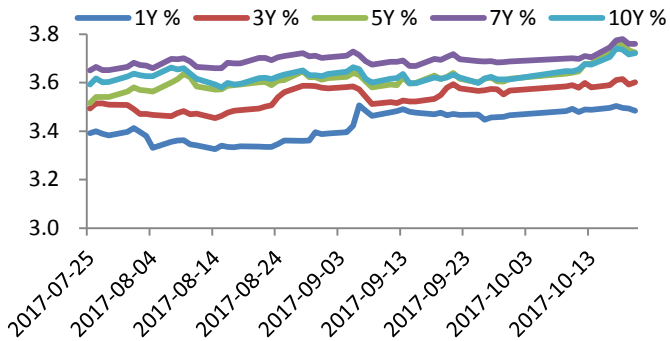
### 三、行情回顾与展望

基本面数据较好,央行行长直言三季度 GDP 将达到 7.0%,严重打压债市情绪,悲观情绪不断蔓延,周初债市大幅下跌,周四经济数据公布后债市冲高回落,随后低位震荡。全周来看,国债收益率几乎全数走升,其中 7 年期走升幅度达 5.5BP;国开债收益率短跌长涨,其中 5 年期走升幅度近 5BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1712 收于 94.08,周跌 0.535 (-0.57%);TF1712 收于 96.99,周跌 0.26 (-0.27%)。

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低于二级市场水平,中标倍数分别为 4.41 和 3.7 倍,需求旺盛;周二增发的 1、3、10 年期国开债中标利率均低于二级市场,全场不足 3 倍;周三财政部招标发行了 2、5 年期付息国债,其中 2 年期中标利率略超中债估值,中标倍数为 2.06 倍,5 年期中标利率低于中债估值,中标倍数为 4 倍;周四增发的 5、7 年期国开债中标利率均低于二级市场,全场分别为 3.02 和 2.1 倍;周四增发的 1、3、5、10 年期口行债中标利率均远低于二级市场,全场 3 倍以上,需求旺盛;周五财政部招标发行的 3 个月期贴现国债中标利率超出二级市场,全场 2.16 倍,30 年期付息国债中标利率略低于二级市场,中标倍数为 2.66 倍,短期需求不佳。一级市场来看,国债短期需求不佳,应为对月底资金面有所担忧。

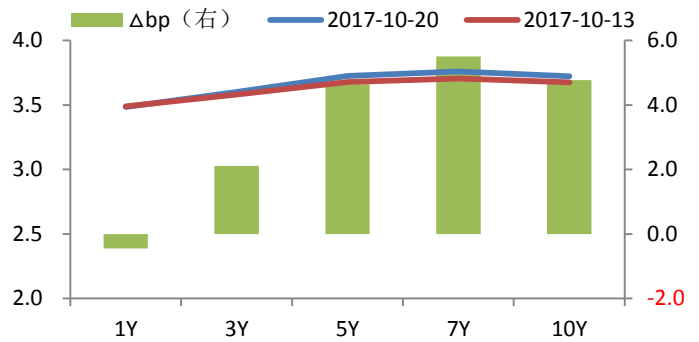
本周无重要数据公布,主要关注 19 大期间出台的相关政策。通胀来看,CPI 走弱、PPI 走强,整体符合预期,但后续 PPI 回落概率较大。基本面来看,投资数据连续三月下滑,消费小幅走升但难以支撑经济,四季度经济或继续走弱。外汇方面,人民币震荡稍涨,美国无明显举措,短期大概率保持震荡。资金面来看,税期和月底叠加,下周资金面或有一定波动,关注央行货币政策。总体来看,本周债市情绪极为悲观,资金面转松也未能提升情绪,19 大期间机构对监管极为担忧,但目前债市已处于超跌状态,利空也已出尽,若政策出台使得债市再度下跌,则为进场做多机会。操作上,建议空方择机离场,期债若继续下跌可尝试抄底。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



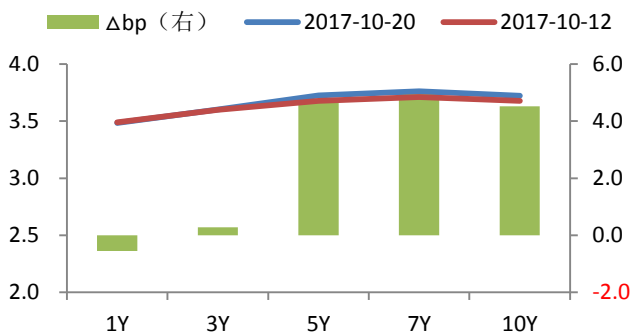
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



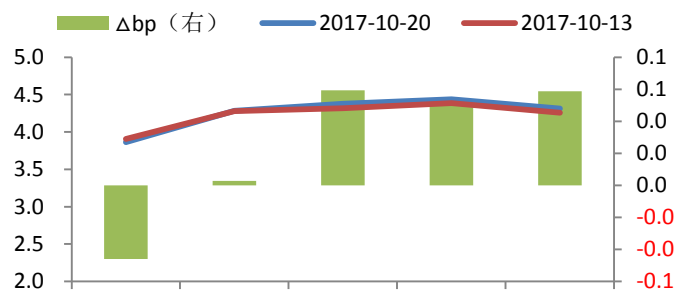
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



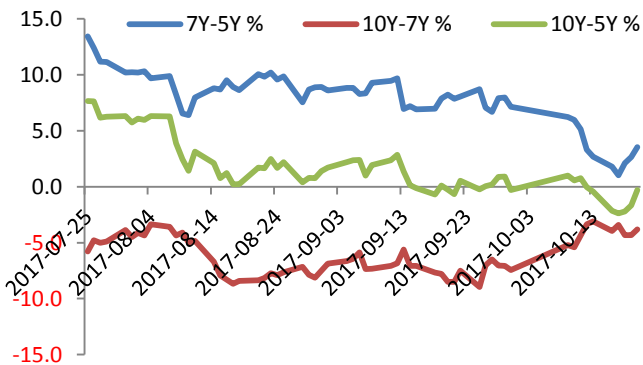
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



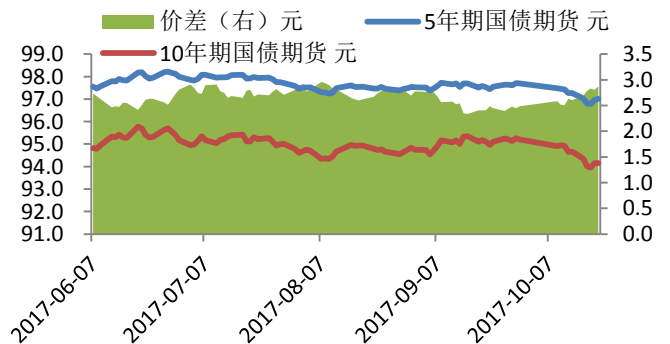
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



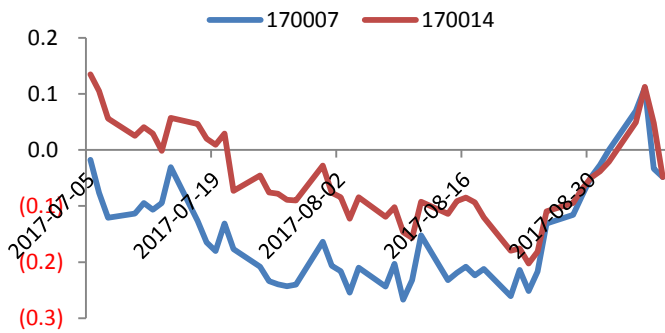
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



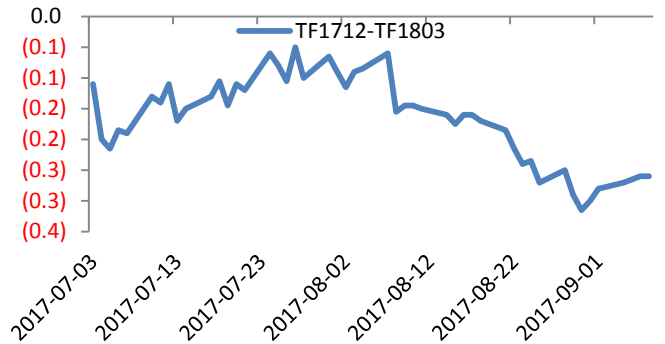
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



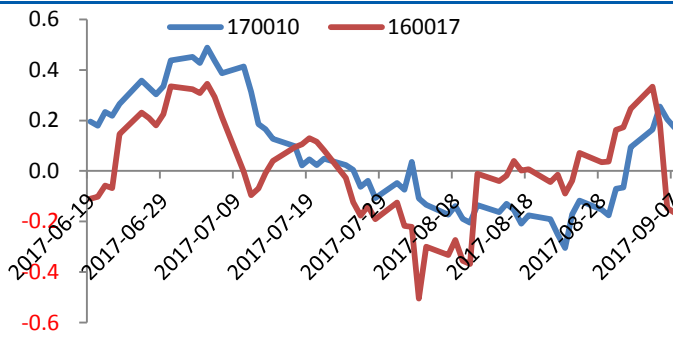
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



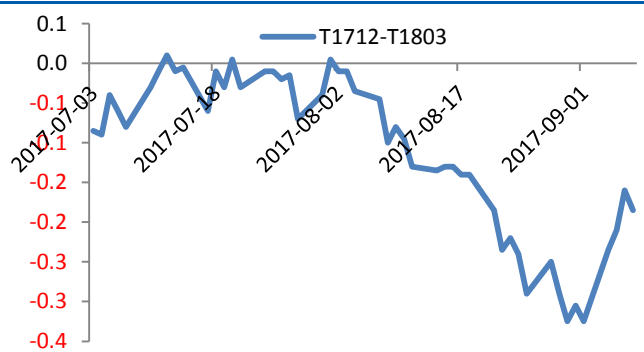
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元  
电话: 021-20220312、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

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元  
电话: 020-38810969

### 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

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话: 0573-83378538

**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)