

债市仍需谨慎

摘要

- **经济保持稳健，信贷继续扩张。**11月固定资产投资完成额累计增速录得8.3%，较上月持平。其中房地产和基建较上月稍有回落，制造业逆势回升0.5%。从销售情况来看，11月商品房销售增速较上月明显下滑，受此影响，房屋新开工及施工增速同步回落。从消费方面来看，11月社会消费品零售总额较上月回升0.8%。11月新增社会融资总量录得17400亿，远超前值和预期。从贷款结构来看，11月居民新增短期贷款明显增加，居民新增中长期贷款也高于去年同期水平，说明楼市下滑对居民信贷的影响还未体现；新增企业短期信贷转为正值，中长期贷款也明显增长，能否持续还有待观察。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票、信托贷款和委托贷款均明显超预期。受MPA考核、外汇占款和人民币贬值等因素影响，11月M2同比上涨11.4%，M1、M2剪刀差继续收窄。同时，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅上涨。11月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差较上月明显扩大，表明资本仍有外流压力。整体来看，房地产销售明显回落，基建也逐渐乏力，信贷扩张明显加快，M2增速不及预期，经济短期表现稳健，但下行压力犹存。
- **流动性展望：**本周公开市场共有6300亿逆回购和600亿3个月期国库定存到期，年末时点现金备付、MPA考核以及缴准缴税等因素叠加，资金面仍有压力，关注后续货币政策。
- **利率展望与策略：**本周国内无重要经济数据发布，关注美国成屋销售数据。美联储加息落地，人民币将逐步企稳。据国内已发布的数据来看，经济整体稳健，但房地产投资下降或拖累未来投资，仍需进一步关注。上周四央行指导大行对非银机构融出长期资金并加大公开市场逆回购规模，周四周五两天央行通过公开市场操作进行大量资金净投放，央行周五午时开展的MLF操作稳定了市场情绪，市场出现超跌性反弹，后续进一步关注货币政策变动。但目前国海证券“假章门”继续发酵，市场情绪仍脆弱。中央经济工作会议继续强调去杠杆、防泡沫，并提出稳健中性的货币政策，短期流动性难松。整体来看，通胀预期继续回升，“去杠杆”仍在继续，基本面短期稳健，悲观情绪稍有缓解但仍偏脆弱，债市仍有回调可能，料行情须待明年。操作上，现券持有，适当套保，期债短期谨慎为主。



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

0571-87830532

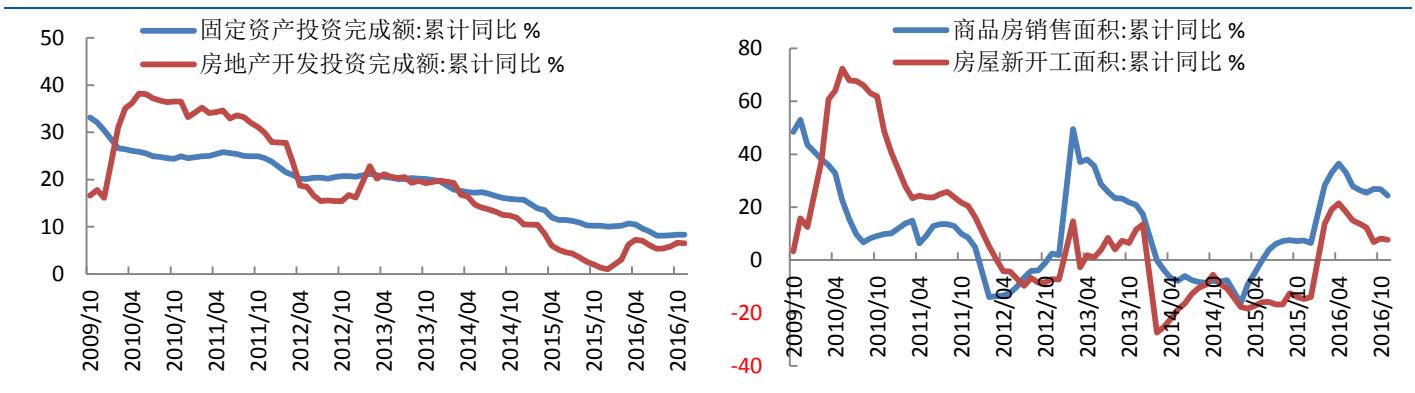
一、经济与海外债市观察

1.1 经济保持稳健

11月固定资产投资完成额累计增速录得8.3%，较上月持平。其中房地产开发投资和基建投资累计增速较上月稍有回落，制造业累计增速逆势回升0.5%。11月工业增加值同比增长6.2%，略高于上月，1-11月民间固定资产投资同比增速录得3.1%，较上月继续回升。从销售情况来看，11月商品房销售增速较上月明显下滑，受此影响，房屋新开工及施工增速同步回落。从消费方面来看，11月社会消费品零售总额同比增长10.8%，较上月回升0.8个百分点。整体来看，房地产销售明显回落，基建也逐渐乏力，制造业虽意外回升，但房地产疲弱将使后续制造业上行乏力，因此，经济短期表现稳健，但下行压力犹存。

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

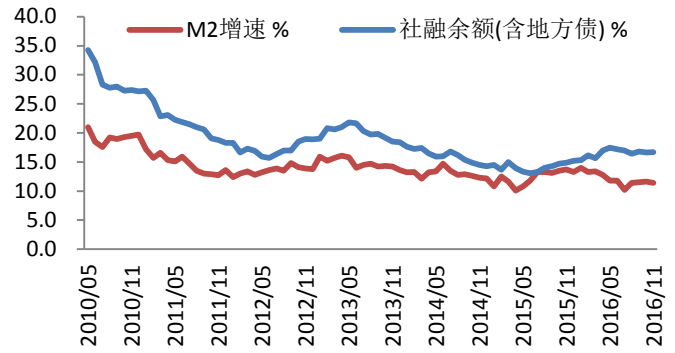
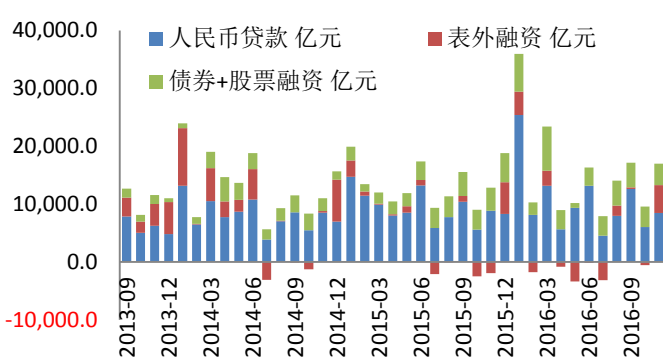
资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信用大幅扩张

11月新增社会融资总量录得17400亿，远超前值和预期。其中，新增人民币信贷8463亿，略低于去年同期。从贷款结构来看，11月居民新增短期贷款明显增加，居民新增中长期贷款也高于去年同期水平，说明楼市下滑对居民信贷的影响还未体现；新增企业短期信贷转为正值，中长期贷款也明显增长，能否持续还有待观察。直接融资方面，企业债券融资与去年同期相比稍降，股票融资略有扩张。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票、信托贷款和委托贷款均明显超预期。受MPA考核、外汇占款和人民币贬值等因素影响，11月M2同比上涨11.4%，增速四个月来首次放缓，M1、M2剪刀差继续收窄。同时，包含地方债的社会融资余额同比增速小幅上涨。整体来看，信贷扩张明显加快，M2增速不及预期，经济增长整体稳健。

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



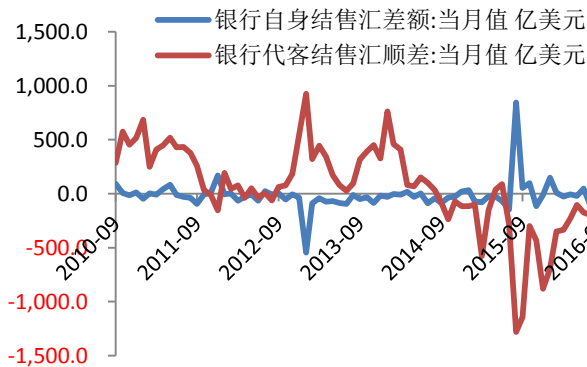
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.3 人民币贬值压力不减

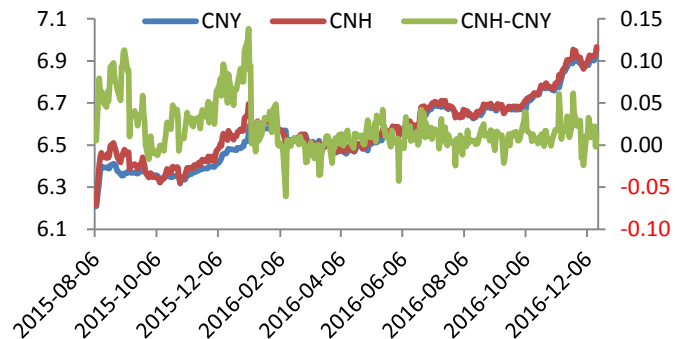
11月银行结售汇数据显示,代客结售汇逆差较上月明显扩大,表明资本流出压力仍存。从近期在岸及离岸人民币走势来看,二者均明显贬值,价差基本稳定。整体来看,美联储12月加息25个BP,符合市场预期,同时提升明年加息路径预期到三次,美元大涨至103.56,不过美元加息已经落地,汇市后续应会逐步走稳。

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

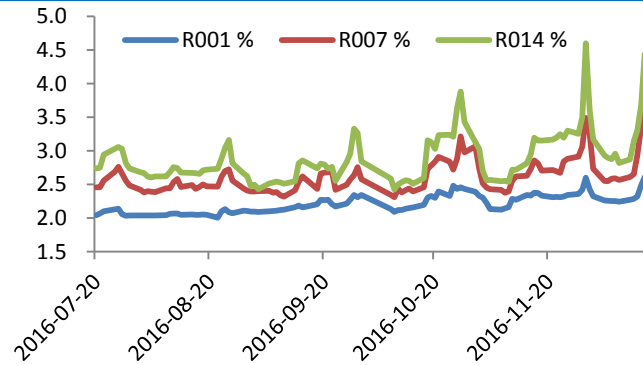


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

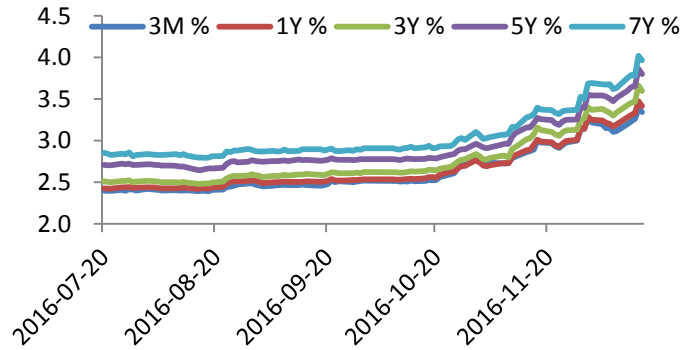
上周资金面稍显宽松,周五R001、R007和R014加权平均分别为2.61%、3.67%和4.44%,较前一周明显走升,而1月期及更长期限的跨年资金利率已升至5.5%以上,较去年2月份以来新高,虽然央行指导大行对非银机构融出长期资金,但跨年资金紧张依旧;上周Shibor利率均明显走升,1月期继续领涨,周涨9.85BP,利率互换全数走升超22BP,周内流动性继续紧张,年前流动性不容乐观。

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 5900 亿逆回购和 600 亿 3 个月期国库定存到期, 上周共实施 4650 亿 7 天期、1950 亿 14 天期和 1800 亿 28 天期逆回购, 央行周五午时开展 MLF 操作共 3940 亿元, 其中 6 个月 2070 亿元、1 年期 1870 亿元, 利率与上期持平, 全周共实现资金净投放 5840 亿。央行大量资金投放使得市场情绪回稳, 上周五债市开始明显好转。本周公开市场共有 6300 亿逆回购和 600 亿 3 个月期国库定存到期, 年末时点现金备付、MPA 考核以及缴准缴税等因素叠加, 资金面仍有压力, 关注下周央行公开市场操作。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 795 亿, 加上信用债发行共计 1737.8 亿, 总偿还量 4392.36 亿, 净融资-2654.57 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)
2016.12.20	16 国开 05 (增 40)	30.00	20.00	
	16 国开 07 (增 29)	20.00	7.00	
	16 国开 13 (增 15) (预)	70.00	10.00	
2016.12.21	16 国开 15 (增 7)	25.00	3.00	
	16 国开 18 (增 2) (预)	30.00	5.00	
	16 付息国债 22 (续 2)	280.00	3.00	
	16 付息国债 25 (续发)	280.00	7.00	
	16 农发绿色 22	60.00	3.00	
合计				795

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

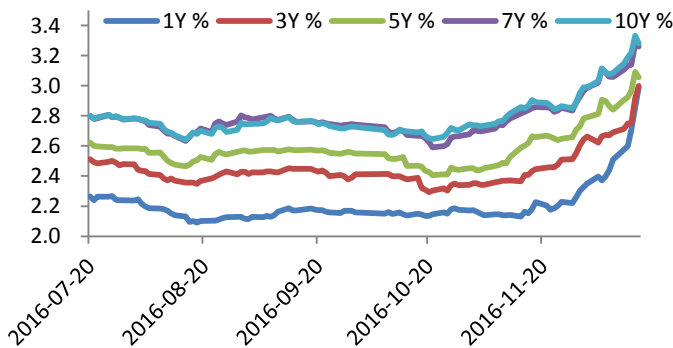
债市悲观情绪继续发酵, 国外债市收益率创新高加上国内监管层“去杠杆”, 期债上周初接连下挫。上周四凌晨, 美联储议息决议宣布利率上调 25 个 BP, 同时预计明年加息三次, 由于美联储上调明年加息路径预期, 美元指数最高涨至 103.56, 美国国债收

益率再创新高，国内债市同步承压，加之市场违约、爆仓、失联等传言，市场情绪极度悲观，在多重利空打压下，债市创下上市以来最大跌幅，期债一度跌停，期债各品种均刷新上市以来最低点，随后央行放水，周五债市情绪明显好转。全周来看，国债收益率继续全数走升，其中1年期国债收益率上行幅度最大，达47.78BP，10年期国债收益率上行幅度最小，也达到19.5BP；国开债收益率也全数大幅上涨，其中1年期国开债收益率上行幅度最大，达76.77BP，10年期国开债收益率上行幅度最小，为34.23BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约T1703收于95.86，周跌1.845（-1.89%）；TF1612收于98.55，周跌0.92（-0.92%）。

周一增发的三、五、十年期口行债中标收益率均略高于市场预期，全场1-3倍；周二增发的三、五、七、十、二十年期国开债招标结果分化，七年期国开债中标利率明显超出预期，其余品种基本符合预期，全场2-5倍；周三拍卖发行的五年期附息国债中标收益率略低于预期，全场1.84倍；周三增发的五、七、十、十五、二十年期农发债中标收益率均明显超出预测均值，全场1-5倍；周五增发的三、五、七、十年期农发债中标收益率均明显低于市场预期，全场3-6倍；周五财政部招标发行的3个月期和6个月期贴现国债实际中标量均低于计划发行量，出现技术性流标。全周来看，一级市场周初表现一般，周五有明显好转，与二级市场走势整体一致。

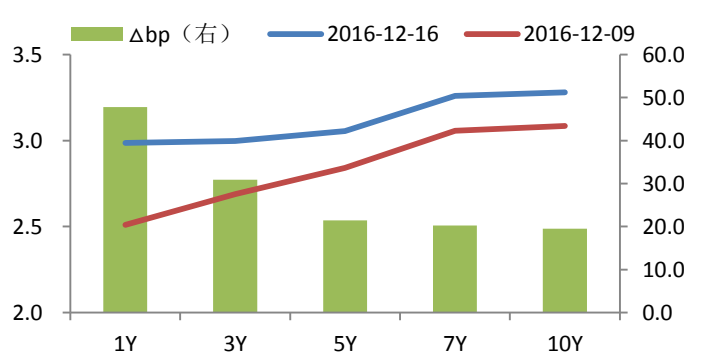
本周国内无重要经济数据发布，关注美国成屋销售数据。美联储加息落地，人民币将逐步企稳。据国内已发布的数据来看，经济整体稳健，但房地产投资下降或拖累未来投资，仍需进一步关注。上周四央行指导大行对非银机构融出长期资金并加大公开市场逆回购规模，周四周五两天央行通过公开市场操作进行大量资金净投放，央行周五午时开展的MLF操作稳定了市场情绪，市场出现超跌性反弹，后续进一步关注货币政策变动。但目前国海证券“假章门”继续发酵，市场情绪仍脆弱。中央经济工作会议继续强调去杠杆、防泡沫，并提出稳健中性的货币政策，短期流动性难松。整体来看，通胀预期继续回升，“去杠杆”仍在继续，基本面短期稳健，悲观情绪稍有缓解但仍偏脆弱，债市仍有回调可能，料行情须待明年。操作上，现券持有，适当套保，期债短期谨慎为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



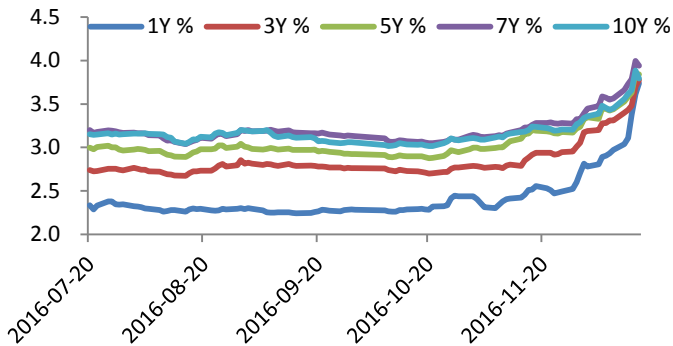
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



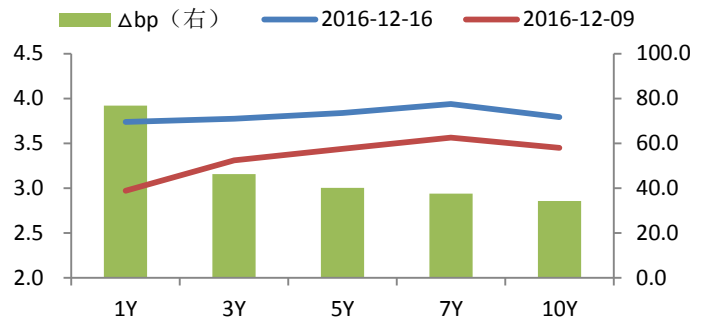
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



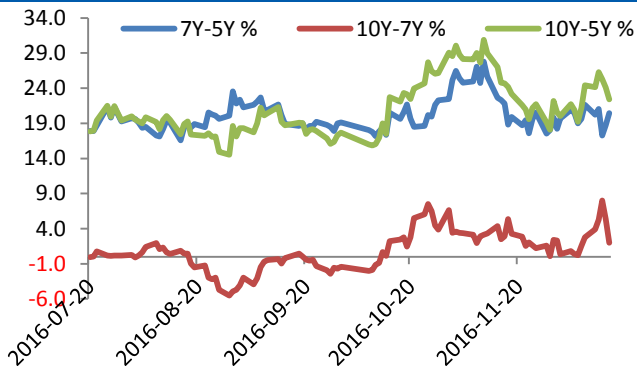
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



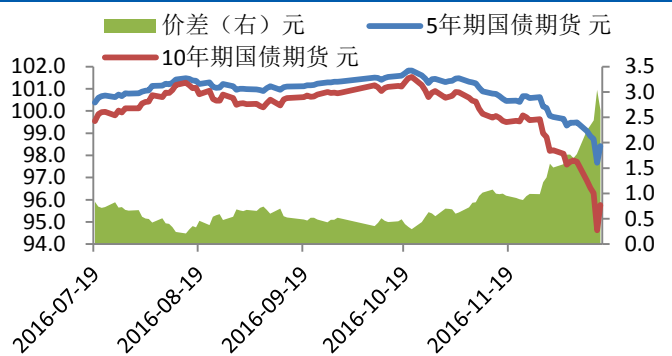
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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 TF1703 活跃 CTD 券基差

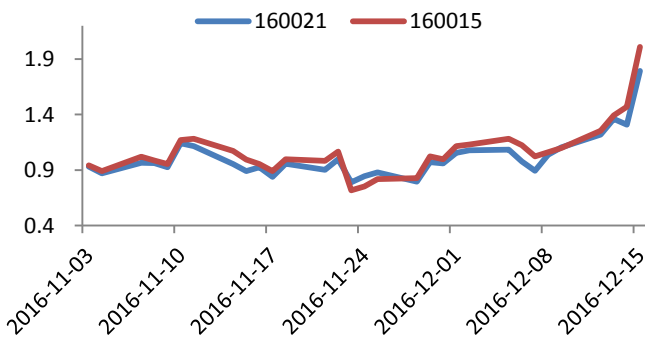
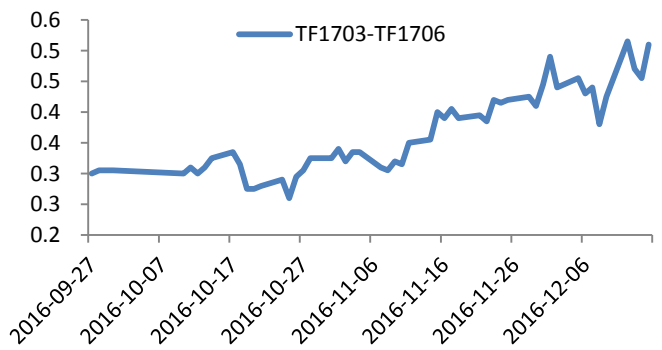
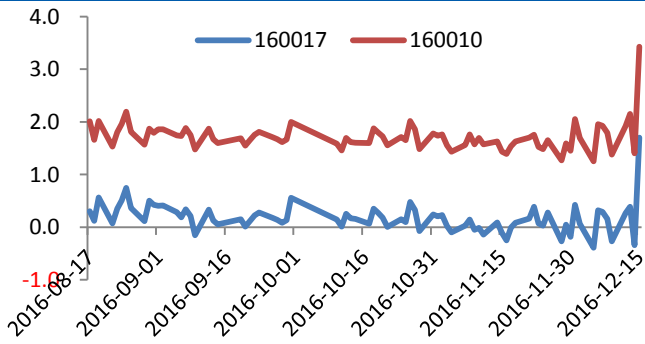


图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

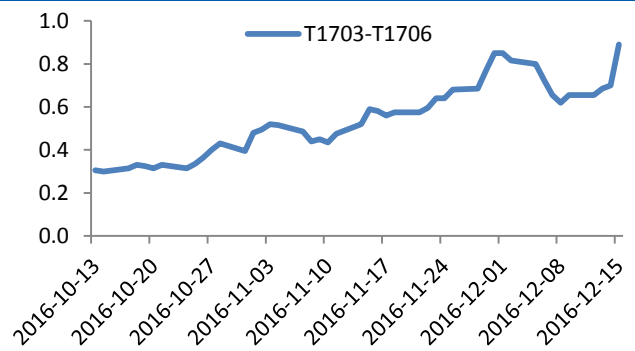
图 3.1.9 T1703 活跃 CTD 券基差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

宁波营业部

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

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层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

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

浙江省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

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

青岛市市南区闽江路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江道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-88371079

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

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道68号2008室、2009室
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

南通营业部

江苏省南通市南大街89号(南通总部大厦)六层603、604室
电话: 0513-89011168

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

浙江省海宁市海洲街道钱江西路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

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
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0579-85201116

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

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中232号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道193号定安名都B座313室
电话：0571-87830355

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

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

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：021-50431979

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

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