



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

期债防御为主

摘要

- **通胀略超预期。**12月CPI同比上涨2.1%，涨幅较上月回落0.2个百分点，低于预期的2.2%。2016全年CPI增长2.0%，基本符合预期。其中，12月非食品项增速上升0.2%，食品项增速下降1.6%。12月PPI同比上涨5.5%，2016年全年PPI同比下降1.4%，降幅收窄3.8个百分点。12月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨2.7%、2.7%和1.6%，采掘工业增速较上月回落了2.5%。今年PPI的回升主要得益于政策去产能，供给大幅减少，大宗商品持续上涨。整体来看，CPI增速不及预期，全年CPI增速尚可，而受春节前季节效应影响1月份的CPI数据应会走升，PPI料将继续走升。
- **广义信贷继续扩张。**12月新增社会融资总量录得16300亿，略逊于前值和预期。其中，新增人民币信贷10400亿，明显超预期。从贷款结构来看，12月居民新增短期和中长期贷款均低于前值，主要是受房贷下滑影响；新增企业中长期贷款大幅增长。直接融资方面，受债市大幅调整影响，大多数企业取消债券发行，债券融资降至负值。12月M2同比上涨11.3%，增速继续放缓，包含地方债的社会融资余额小幅回落。整体来看，信贷扩张远超预期，不过从往年来看，年末年初贷款冲量使得信贷数据偏高，后续增长可能乏力。
- **流动性展望：**本周公开市场共有2500亿逆回购及1345亿6个月期MLF和820亿一年期MLF到期，在央行的精准调控下，春节前流动性应不会过于紧张。
- **利率展望与策略：**本周大量经济数据集中公布，依次关注工业增加值、GDP季度数据以及投资和消费数据。12月通胀数据略超预期，对债市影响不大。上周三晚间特朗普就职记者会上绝口不提经济刺激和外贸战争，美元大跌，人民币短期企稳，但17年美联储加息周期相对明确，人民币中期继续承压。大类资产方面，近期大宗商品涨势再起，若大宗商品持续走升，则一方面刺激存量资金从债市流向商品期货，另一方面将提升再通胀预期，两方面均利空债市，继续关注大宗商品走势。总体来看，春节前资金面整体稳定，通胀略超预期，人民币短期企稳，实质性利多仍未出现，注意留意货币政策和基本面边际变化。操作上，现券持有，但勿大幅加杠杆，期债短期防御为主。

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 通胀略超预期

12月CPI同比上涨2.1%，涨幅较上月回落0.2个百分点，低于预期的2.2%。2016年全年CPI增长2.0%，基本符合预期。其中，12月非食品项同比增长2.0%，增速上升0.2%，食品项同比上涨2.4%，增速下降1.6%。食品类价格大幅回落，其中鲜菜价格涨幅由上月的15.8%回落至2.6%是主要原因；非食品类价格继续稳健增长，能源价格上涨是主因。整体来看，CPI增速不及预期，全年CPI增速尚可，而受春节前季节效应影响1月份的CPI数据应会走升。

图 1.1.1 CPI 当月同比

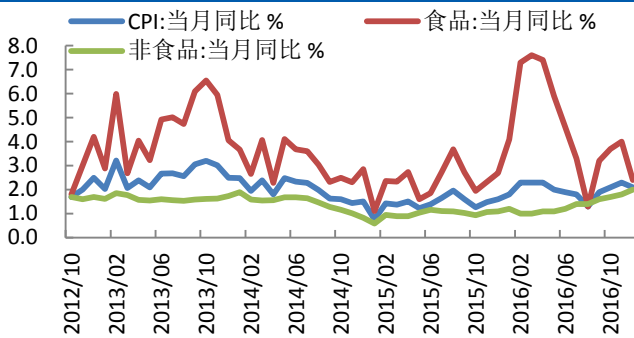
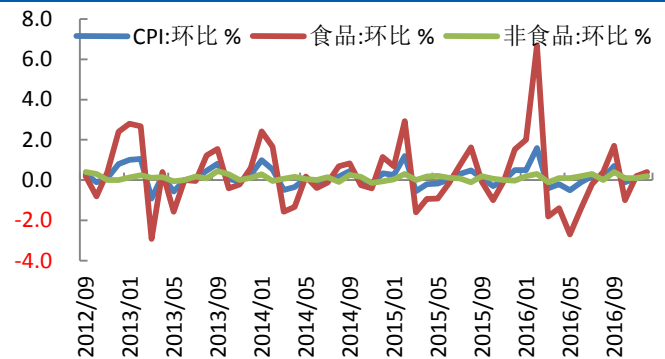


图 1.1.2 CPI 环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

12月PPI同比上涨5.5%，2016年全年PPI同比下降1.4%，降幅比2015年收窄了3.8个百分点。12月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨2.7%、2.7%和1.6%，采掘工业增速较上月回落了2.5%，加工工业增速较上月增长了0.2%，今年PPI的回升主要得益于政策去产能，供给大幅减少，大宗商品持续上涨，国内去产能初有成效，PPI料仍将走升。

图 1.1.3 PPI 同比与环比

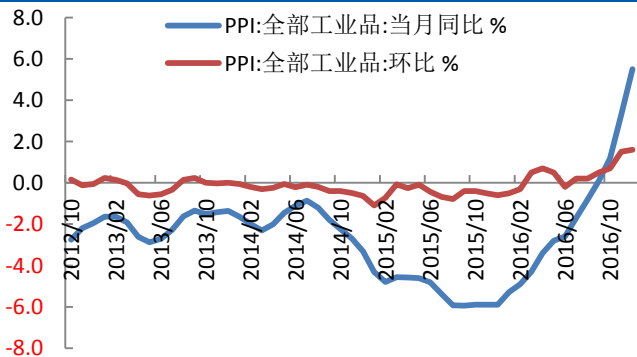
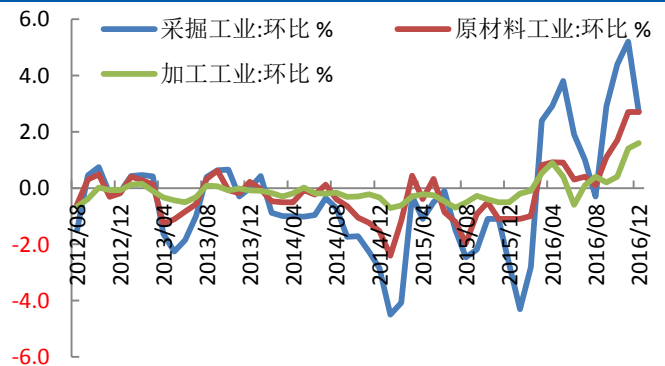


图 1.1.4 PPI 分项环比



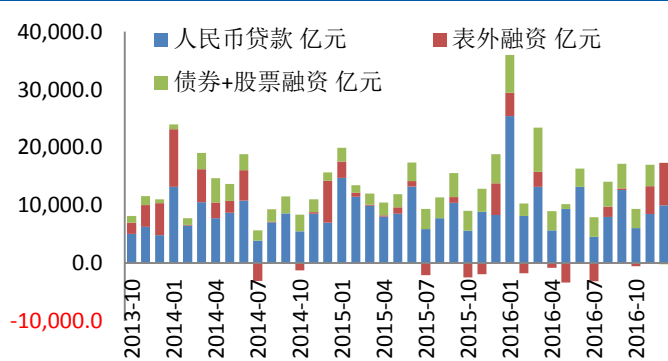
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷继续扩张

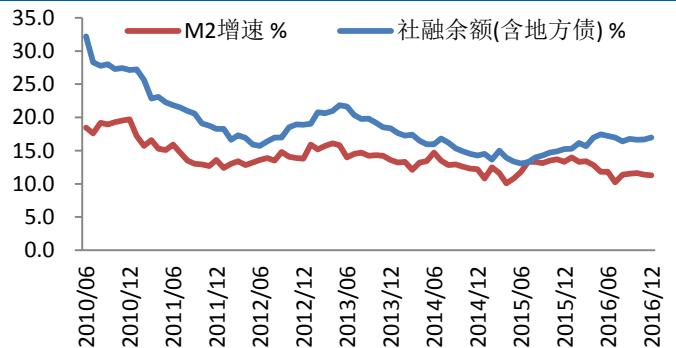
12月新增社会融资总量录得16300亿,略逊于前值和预期。其中,新增人民币信贷10400亿,明显高于前值和预期。从贷款结构来看,12月居民新增短期和中长期贷款均低于前值,说明房贷下滑对居民信贷的影响开始展现;新增企业短期信贷小幅扩张,中长期贷款大幅增长。直接融资方面,受债市大幅调整影响,大多数企业取消债券发行,12月企业债券融资降至负值,股票融资略有收缩。表外融资方面,未贴现银行承兑汇票、信托贷款和委托贷款均继续扩张。12月M2同比上涨11.3%,增速继续放缓,M1、M2剪刀差继续收窄,包含地方债的社会融资余额同比增速小幅回落。整体来看,信贷扩张远超预期,不过从往年来看,年末年初贷款冲量使得12月和1月的信贷数据往往较高,后续增长可能乏力。

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

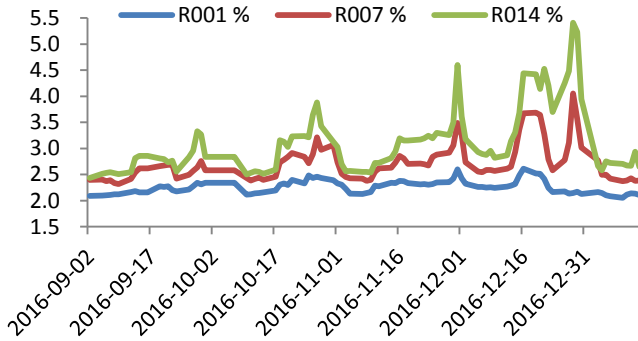


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

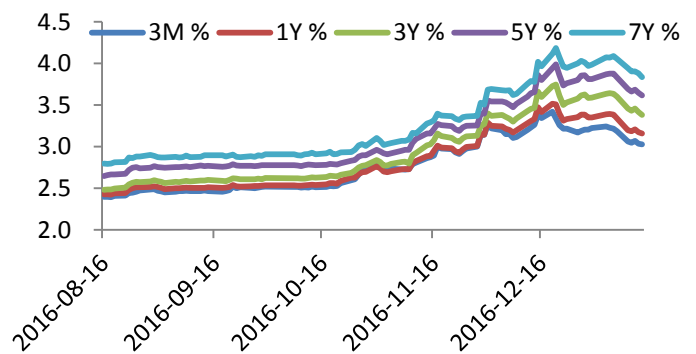
周五R001、R007和R014加权平均分别为2.11%、2.39%和2.65%，较前一周隔夜稍涨、7天和14天小幅走低。Shibor短端利率继续小幅走低，长端利率明显走升，1月及3月期Shibor利率继续领涨，涨幅分别为26.17%和24.86%，3月期Shibor利率已经连涨61个交易日，利率互换全数明显走低，下行幅度均在15BP以上。全周来看，资金面整体宽松。

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 4300 亿逆回购和 1015 亿 6 个月期 MLF 到期, 上周共实施 500 亿 7 天期和 4800 亿 28 天期逆回购, 不计算 MLF, 全周共实现资金净投放 1000 亿。央行大幅增加 28 天期逆回购的投放量, 是为了提前应对春节前的取现压力和 MLF 大量到期压力, 连续多日的净投放使得债市流动性整体宽松, 跨年资金成为主力, 市场对年前流动性的担忧得到缓解。本周公开市场共有 2500 亿逆回购及 1345 亿 6 个月期 MLF 和 820 亿一年期 MLF 到期, 在央行的精准调控下, 春节前流动性应不会过于紧张。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 656.00 亿, 加上信用债发行共计 1987.64 亿, 总偿还量 3423.90 亿, 净融资-1436.27 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)
2017.1.17	16 国开 13 (增 19)	100.00	10Y	
	16 国开 18 (增 6)	80.00	5Y	
	17 国开 03	76.00	1Y	
2017.1.18	16 付息国债 25 (续 2)	200.00	7Y	
	17 付息国债 02	200.00	3Y	
合计				656.00

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

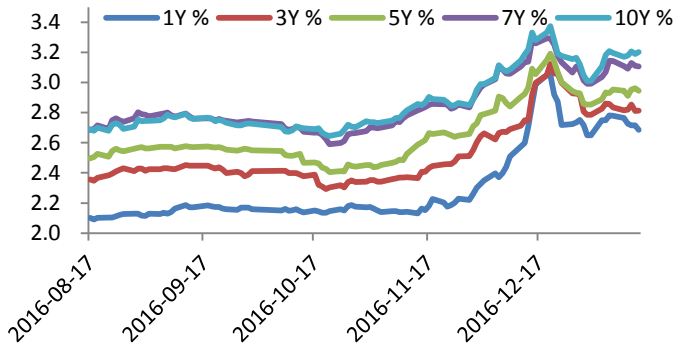
上周消息面整体平静, 央行公开市场连续净投放使得市场情绪有所修复, 现券市场较为冷清, 收益率变动不大, 期债震荡稍涨, 期现贴水进一步得到修复。全周来看, 国债收益率多数下跌, 其中 1 年期国债收益率下行幅度最大, 达 9.33BP, 10 年期国债收益率小涨 0.69BP; 国开债收益率多数下行, 其中 3 年期国开债收益率下行幅度最大, 达 7.8BP, 5 年期和 7 年期国开债收益率小幅上涨。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约

TF1703 收于 97.495，周涨 0.255 (+0.26%)；TF1703 收于 99.58，周涨 0.145 (+0.15%)。

一级市场方面，周二增发的三、五、十年期国开债中标利率均明显低于预期，全场 1-4 倍；周三招标发行的五年期付息国债中标利率略低于二级市场水平，全场 2.26 倍；周三增发的一、三、五、七、十年期农发债中标利率均低于预期，全场 3-4 倍；周四增发的三、五、十年期口行债招标结果分化，三年期口行债中标利率明显低于预期，十年期中标利率超预期，全场 1-4 倍；周四增发的一、七、二十年期国开债招标结果分化，一年和二十年期国开债中标利率明显低于预期，七年期定位明显高于二级市场，全场 1-3 倍；周五招标发行的 3 个月和半年期贴现国债中标利率均大幅低于预期，全场 3-4 倍。一级市场招标数量回归正常水平，市场情绪有所修复，招标结果整体向好。

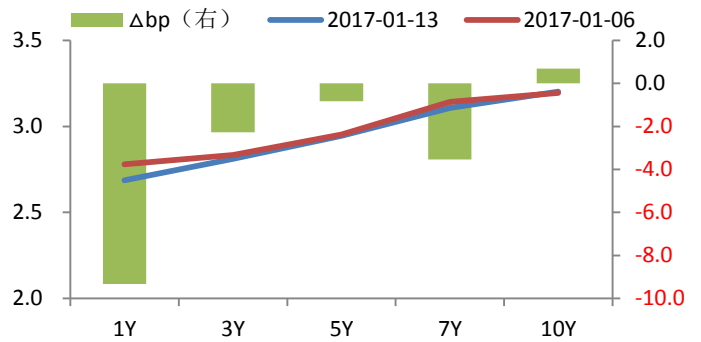
本周大量经济数据集中公布，依次关注工业增加值、GDP 季度数据以及投资和消费数据。12 月通胀数据略超预期，债市对此反应不大。上周三晚间特朗普就职记者会上绝口不提经济刺激和外贸战争，美元大跌，人民币短期企稳，美债收益率大幅走低，带动国内债市上涨。但 17 年美联储加息周期相对明确，一季度有一定概率加息，人民币中期继续承压。大类资产方面，近期大宗商品涨势再起，若大宗商品持续走升，则一方面刺激存量资金从债市流向商品期货，另一方面将提升再通胀预期，两方面均利空债市，继续关注大宗商品走势。总体来看，春节前资金面整体稳定，通胀略超预期，人民币短期企稳，实质性利多仍未出现，注意留意货币政策和基本面边际变化。操作上，现券持有，但勿大幅加杠杆，期债短期防御为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



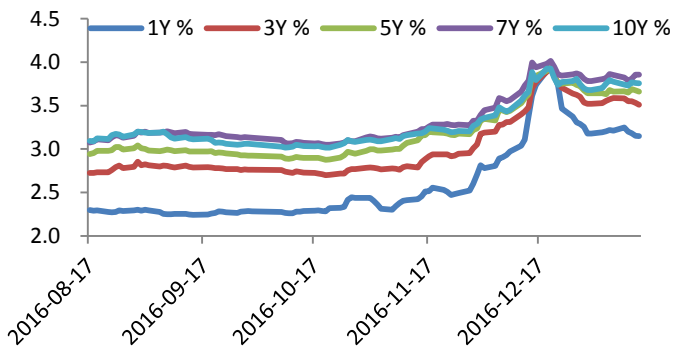
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



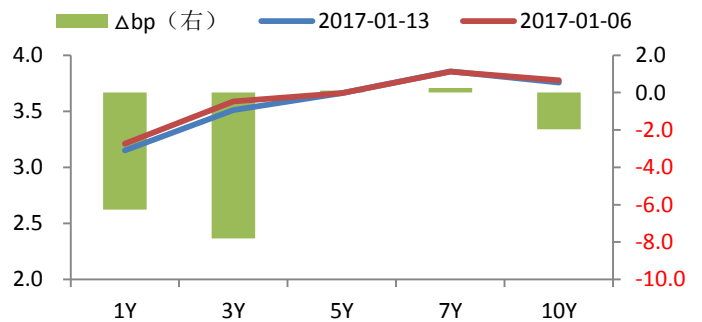
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



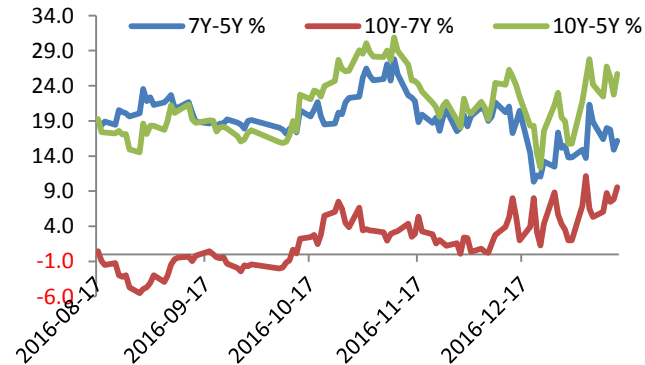
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



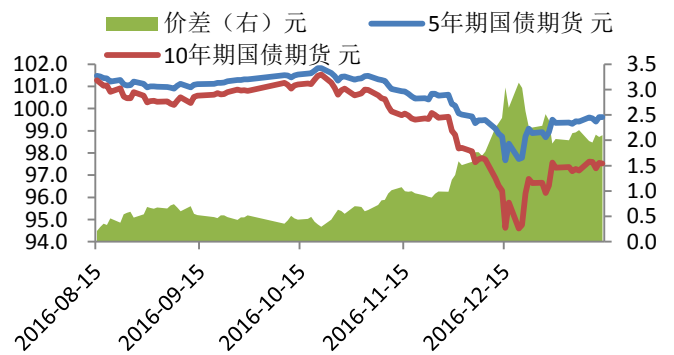
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



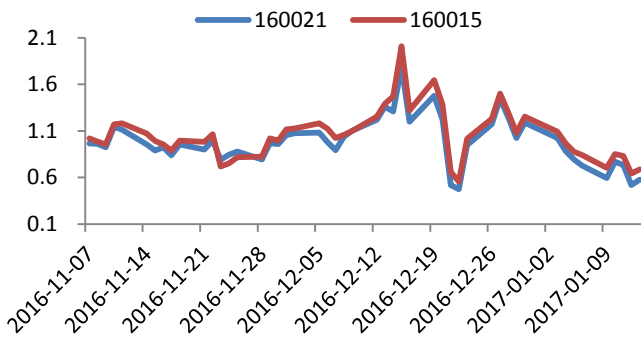
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



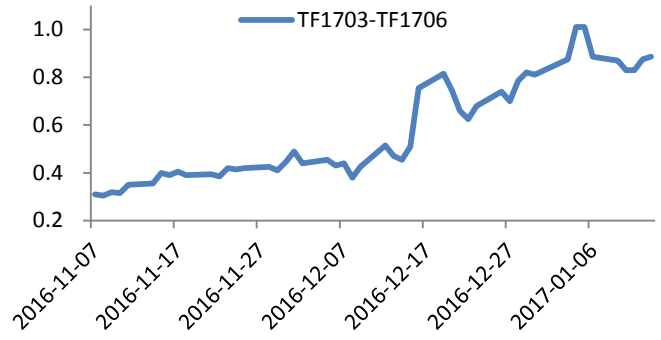
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1703 活跃 CTD 券基差



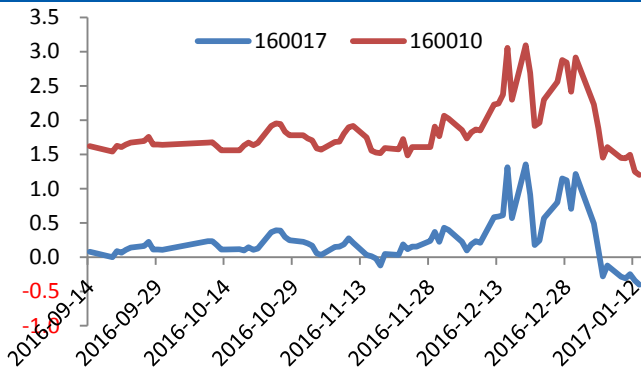
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



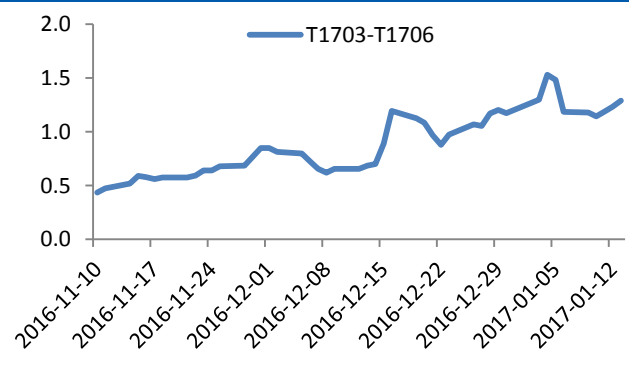
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1703 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