

## 稳健操作，票息为王

### 摘要

- **经济温和回落。**三季度 GDP 累计同比增长 6.9%，全年同比增长 6.9%，超出预期的 6.5%。其中，。全年固定资产投资完成额累计增速录得 7.2%，与前期持平，但仍明显低于去年同期。其中制造业同比增长 4.8%，较前期回升 0.7 个百分点，基建投资回落 0.78%至 14.93%，再创 13 年来新低。12 月工业增加值当月同比为 6.2%，较上月下滑 0.1%。2017 年民间固定资产投资同比增速录得 6.0%，增速较去年回升 2.83%。从销售情况来看，11 月商品房销售面积累计增速录得 7.7%，较上月继续下滑 0.2%，较去年同期下滑 14.8%，房屋新开工增速继续回升至 7.0%，施工增速收为 3.0%，新开工增速再次回升，2018 年楼市或不会如预期般大幅回落。从消费方面来看，12 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较上月回落 0.8%，创 15 年新低，主要是由于去年汽车高基数导致，预计 18 年消费有望保持稳定增长。整体来看，全年 GDP 增速超预期，但投资消费数据均明显下滑，增速主要靠出口维系，2018 年经济仍存在下行压力。
- **流动性展望：**周内资金面有所收紧，央行大额净投放稳定了资金面，本周公开市场共有 4700 亿逆回购、800 亿国库定存和 1825 亿 MLF 到期，月末时点将近，资金面仍面临扰动。
- **利率展望与策略：**本周关注投资消费数据。基本面来看，投资消费均走低，经济有所承压，但基本面向债市传导受限，债市行情仍主要受监管主导。外汇方面，欧洲央行管委汉森近期发表言论称，QE 很有可能一步结束，不产生任何后续问题，欧元走升，非美元走升使得美元承压，同时，美债收益率全周明显上行。消息方面，央行宣布普惠金融定向降准 1 月 25 号实施，市场预期仅上市银行就能释放 2700 亿到 5500 亿流动性，春节前流动性有一定保障。总体来看，监管持续推进，通胀预期抬高，外加外部环境施压，目前债市情绪较差，多头需等待机会。操作上，期债谨慎操作，现券建议选择低久期高等级信用债，以赚取票息为主。



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

0571-89727506

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 经济温和回落

三季度 GDP 累计同比增长 6.9%，全年同比增长 6.9%，超出预期的 6.5%。其中，。全年固定资产投资完成额累计增速录得 7.2%，与前期持平，但仍明显低于去年同期。其中制造业同比增长 4.8%，较前期回升 0.7 个百分点，基建投资回落 0.78%至 14.93%，再创 13 年来新低。12 月工业增加值当月同比为 6.2%，较上月下滑 0.1%。2017 年民间固定资产投资同比增速收得 6.0%，增速较去年回升 2.83%。从销售情况来看，11 月商品房销售面积累计增速收得 7.7%，较上月继续下滑 0.2%，较去年同期下滑 14.8%，房屋新开工增速继续回升至 7.0%，施工增速收为 3.0%，新开工增速再次回升，2018 年楼市或不会如预期般大幅回落。从消费方面来看，12 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较上月回落 0.8%，创 15 年新低，主要是由于去年汽车高基数导致，预计 18 年消费有望保持稳定增长。整体来看，全年 GDP 增速超预期，但投资消费数据均明显下滑，增速主要靠出口维系，2018 年经济仍存在下行压力。

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



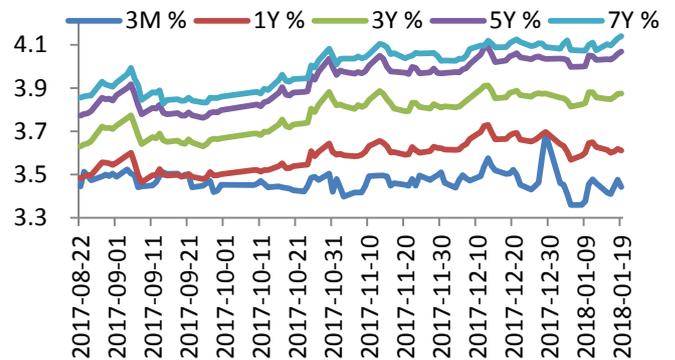
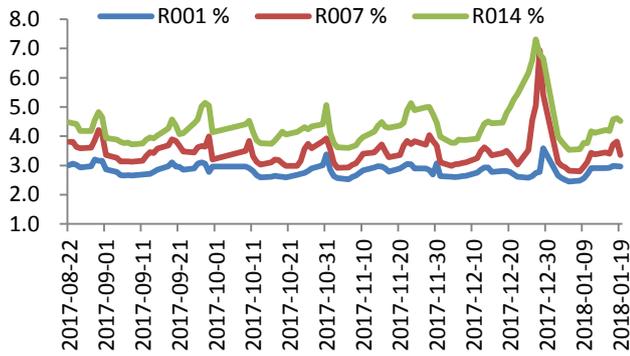
资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.96%、3.36%和 4.52%，隔夜和 7 天变动不大，14 天较前周明显走升，跨月资金利率较高。Shibor 几乎全数走升，IRS 短跌长涨，周内资金面开始收敛。

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 4700 亿逆回购、800 亿国库定存和 1825 亿 MLF 到期, 周内共进行 5500 亿 7 天期、4700 亿 14 天期、400 亿 63 天期逆回购、800 亿国库定存和 3980 亿 MLF 操作, 周内仅通过逆回购就实现了 5900 亿资金净投放。其中 3 个月国库定存中标利率达 4.7%, 超出预期, MLF 提前超额续作也是为降低资金面波动。周内资金面有所收紧, 央行大额净投放稳定了资金面, 本周公开市场共有 4700 亿逆回购、800 亿国库定存和 1825 亿 MLF 到期, 月末时点将近, 资金面仍面临扰动。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 602 亿, 加上信用债发行共计 1988.16 亿, 总偿还量 7703.55 亿, 净融资-5715.39 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)
2018.1.22	18 农发 02	60.0	3.0	
	18 农发 03	60.0	5.0	
2018.1.23	17 国开 09(增 16)	82.0	3.0	
2018.1.24	17 付息国债 27(续发)	200.0	7.0	
	18 付息国债 02	200.0	3.0	
<b>合计</b>				<b>602.0</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 三、行情回顾与展望

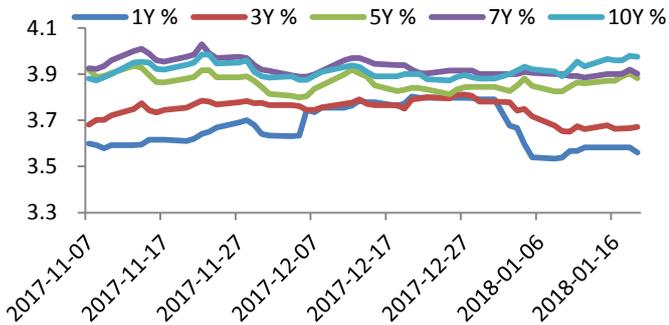
周内资金面开始收紧, 监管继续收紧加上通胀预期再起使得债市悲观情绪加重, 期债全周大幅下挫, 现券收益率也再创新高。全周来看, 国债收益率除 1 年期走低外其余均小幅走升; 国开债收益率除 1 年期走低外其余均明显走升, 10 年期收益率上行幅度最大, 达 12.49BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1803 收于 91.505, 周跌 0.77 (-0.83%); TF1803 收于 95.635, 周跌 0.51 (-0.53%)。

一级市场方面, 周一增发的 3、5 年期农发债中标利率均接近二级市场, 全场不足 3

倍，需求一般；周二增发的 1、3 年期国开债中标利率均低于中债估值，中标倍数分别为 3.19 和 2.36 倍，需求尚可；周三续发的 5 年期付息国债中标利率低于二级市场，全场 3.39 倍，需求旺盛；周三增发的 3、7、10 年期农发债中标结果分化，10 年期中标利率略超中债估值，全场 3-5 倍，需求旺盛；周四招标发行的 1、3、5 年期口行债中标利率均低于二级市场，全场 3 倍左右，需求尚可；周四招标发行的 5、7 年期国开债中标利率均略低于中债估值，全场不足 3 倍，需求一般；周五招标发行的 3 个月期贴现国债中标利率低于中债估值，全场 2.87 倍。一级市场整体需求尚可。

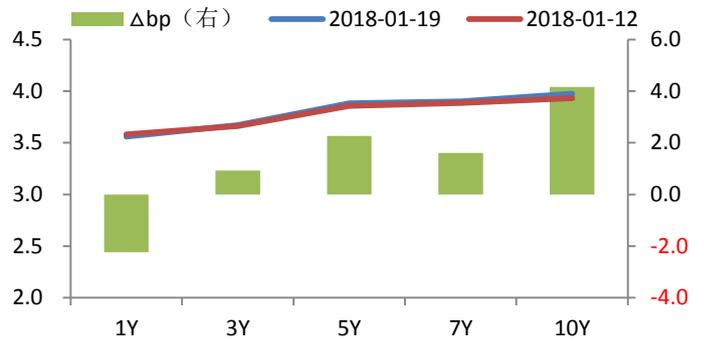
本周关注投资消费数据。基本面来看，投资消费均走低，经济有所承压，但基本面向债市传导受限，债市行情仍主要受监管主导。外汇方面，欧洲央行管委汉森近期发表言论称，QE 很有可能一步结束，不产生任何后续问题，欧元走升，非美元走升使得美元承压，同时，美债收益率全周明显上行。消息方面，央行宣布普惠金融定向降准 1 月 25 号实施，市场预测仅上市银行就能释放 2700 亿到 5500 亿流动性，春节前流动性有一定保障。总体来看，监管持续推进，通胀预期抬高，外加外部环境施压，目前债市情绪较差，多头需等待机会。操作上，期债谨慎操作，现券建议选择低久期高等级信用债，以赚取票息为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



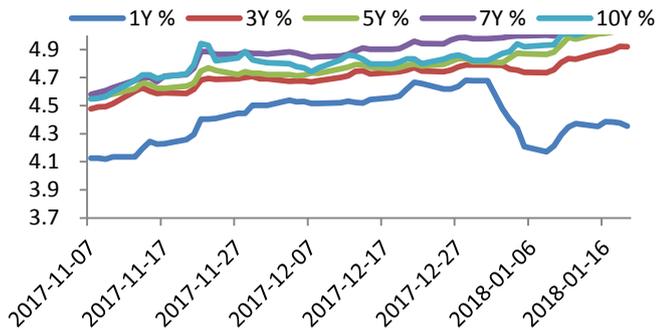
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



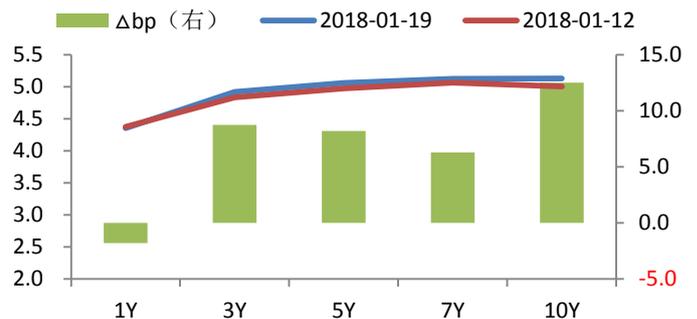
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



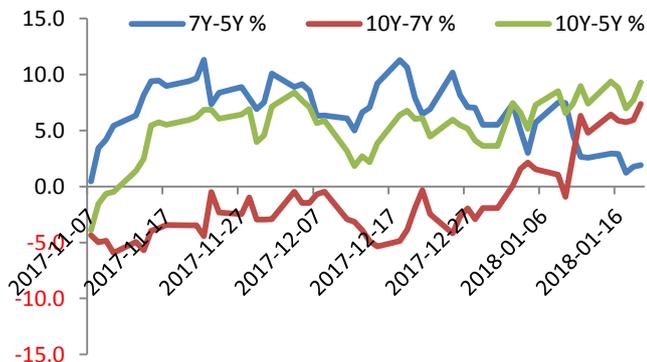
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



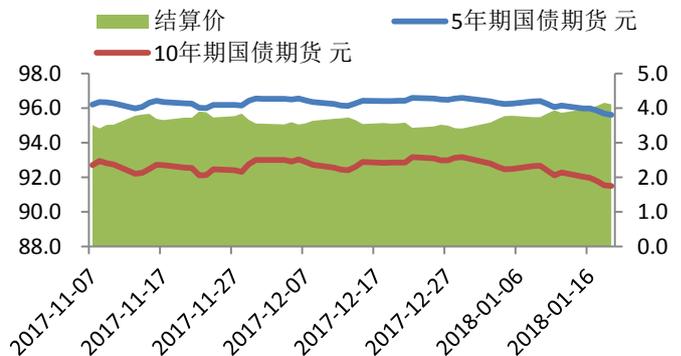
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



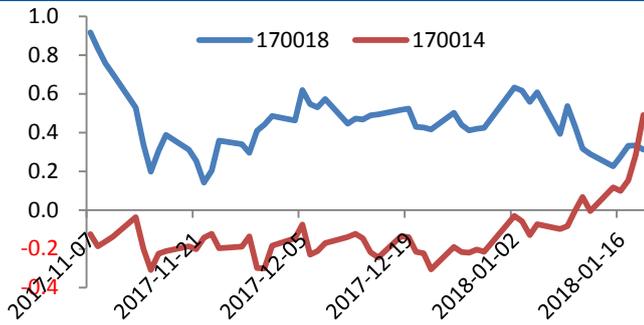
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



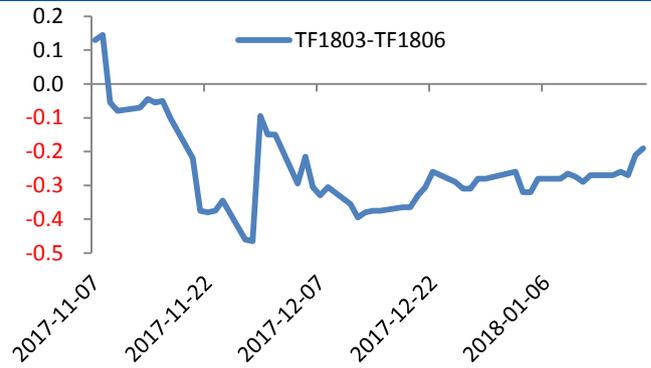
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



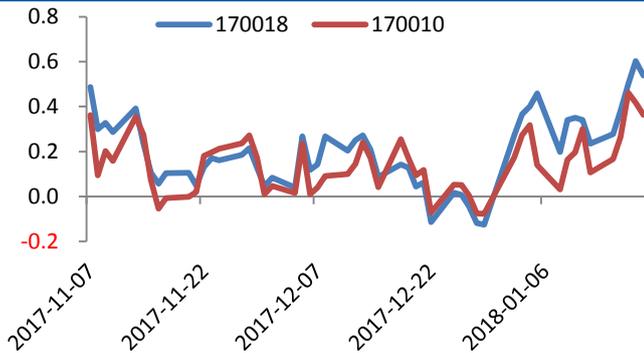
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



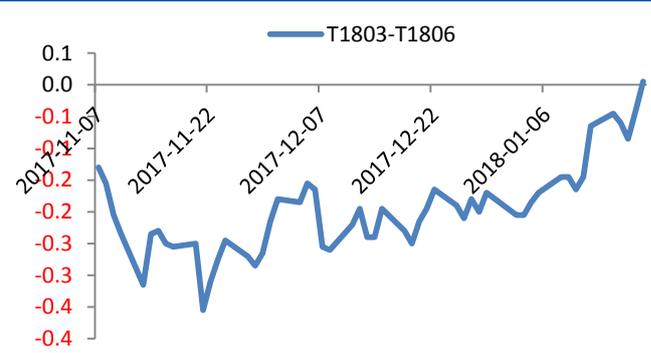
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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、810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)