

稳健操作，票息为王

摘要

- **通胀走势分化。**11月CPI同比增速增至1.8%，涨幅较上月回升0.1个百分点。其中，11月非食品项同比增长2.4%，增速回落0.1%；食品项同比下跌0.4%，跌幅收窄。食品项来看，蔬菜环比增长1%，肉类环比增长0.8%，蛋类环比增长4.4%，均好于去年同期。通胀数据受食品项拉动小幅回升，随着春节的临近，食品和服务价格均将季节性走高，1月CPI应会继续走升。11月PPI同比上涨4.9%，环比上涨0.8%，同比增速回落0.9%。11月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨1.1%、1.2%和0.8%，增速分别回落1.6%、1.5%和0.8%。高基数使得PPI开始走低，后续大宗商品和工业品价格回落也将继续带动PPI走低。
- **广义信贷开始收缩。**12月新增社会融资总量录得11400亿，同比少增4999亿，不及前值和预期。其中，新增人民币信贷5738亿，同环比均大幅下降。从贷款结构来看，12月居民中长贷增加3100亿，环同比均少增了1100亿以上，新增居民短贷仅114亿，由于楼市降温，贷款利率走高，居民加杠杆速度将继续走低；新增企业中长期贷款仅增2059亿，同环比均大幅下滑，企业短期贷款更是降为负值，监管趋严加上年末信贷额度受限，都对12月贷款增长影响较大。直接融资方面，12月企业债券融资继续收缩，股票融资也有所下滑。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和委托贷款较去年大幅萎缩，但环比开始走升，信托贷款则同比继续走升。12月M2同比上涨8.2%，再创新低，M1增速降为11.8%，同样创新低，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为13.66%。整体来看，信贷数据不及预期，居民和企业贷款均回落，去杠杆持续，信贷扩张速度也将继续放缓。
- **流动性展望：**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，月中缴税期来临，资金面或有一定扰动。
- **利率展望与策略：**本周关注投资消费数据。基本面来看，目前通胀预期回升，对债市信心有一定打击，信贷数据走弱，应为季节性因素和去杠杆影响，下月受季节性因素影响信贷或走升，但后续信贷仍大概率回落，经济有所承压。外汇方面，美元指数继续小幅回落，人民币继续走升，美国税改继续推进，预计将对经济有一定拉动，但税改同时也加重了投资者对美国负债的担忧，美债收益率开始上行，新老债王均唱衰债市，利差的缩小会降低国内债市对外资的吸引力，或在一定程度上利空债市。总体来看，监管持续推进，通胀预期回升，外加外部环境施压，目前债市情绪较差，但应关注潜在利好，寻求熊市中的机会。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

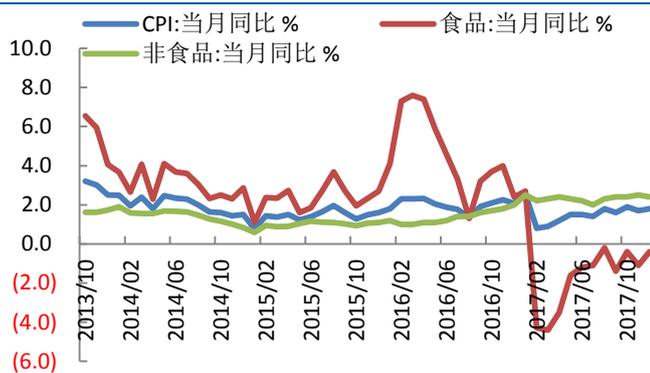
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 通胀走势分化

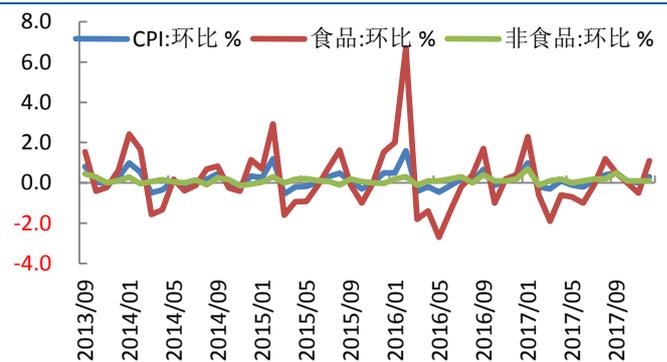
11月CPI同比增速增至1.8%，涨幅较上月回升0.1个百分点。其中，11月非食品项同比增长2.4%，增速回落0.1%；食品项同比下跌0.4%，跌幅收窄。食品项来看，蔬菜环比增长1%，肉类环比增长0.8%，蛋类环比增长4.4%，均好于去年同期。通胀数据受食品项拉动小幅回升，随着春节的临近，食品和服务价格均将季节性走高，1月CPI应会继续走升。

图 1.1.1 CPI 当月同比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

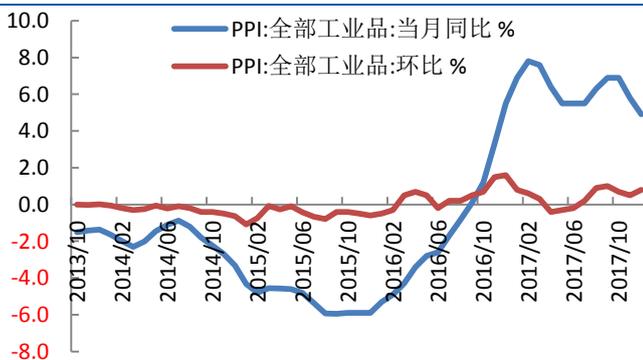
图 1.1.2 CPI 环比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

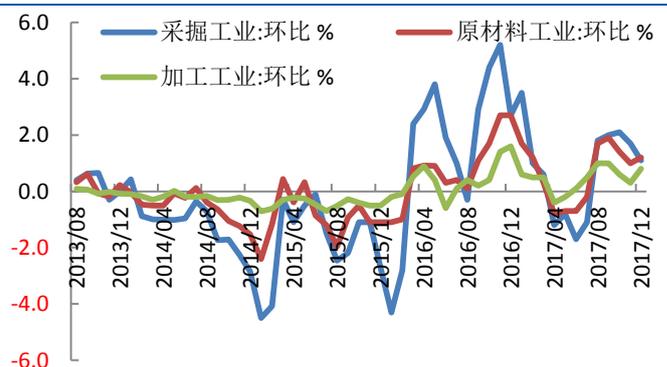
11月PPI同比上涨4.9%，环比上涨0.8%，同比增速回落0.9%。11月采掘工业、原材料和加工工业价格环比分别上涨1.1%、1.2%和0.8%，增速分别回落1.6%、1.5%和0.8%。高基数使得PPI开始走低，后续大宗商品和工业品价格回落也将继续带动PPI走低。

图 1.1.3 PPI 同比与环比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.4 PPI 分项环比

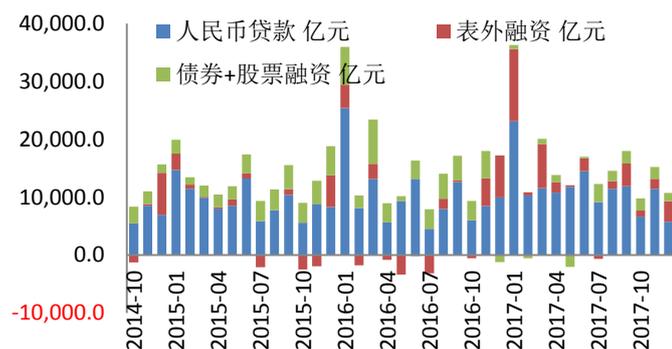


资料来源: Wind 资讯 南华研究

1.2 广义信贷开始收缩

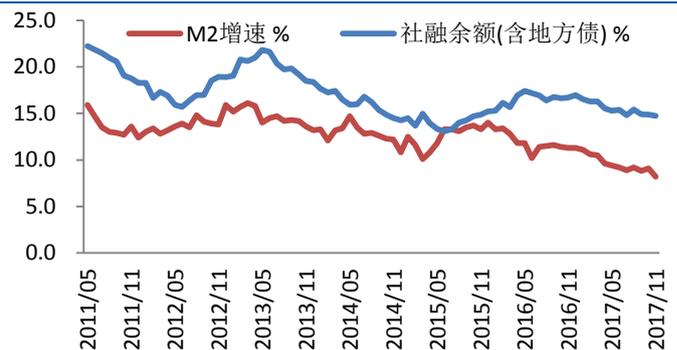
12月新增社会融资总量录得11400亿，同比少增4999亿，不及前值和预期。其中，新增人民币信贷5738亿，同环比均大幅下降。从贷款结构来看，12月居民中长贷增加3100亿，环同比均少增了1100亿以上，新增居民短贷仅114亿，由于楼市降温，贷款利率走高，居民加杠杆速度将继续走低；新增企业中长期贷款仅增2059亿，同环比均大幅下滑，新增企业短期贷款更是降为负值，监管趋严，非标和债市投资均受抑制，加上年末信贷额度受限，都对12月贷款增长影响较大。直接融资方面，12月企业债券融资继续收缩，股票融资也有所下滑。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票和委托贷款较去年大幅萎缩，但环比开始走升，信托贷款则同比继续走升。12月M2同比上涨8.2%，再创新低，M1增速降为11.8%，同样创新低，包含地方债的社会融资余额同比增速继续回落，收为13.66%。整体来看，信贷数据不及预期，居民和企业贷款均回落，去杠杆持续，信贷扩张速度也将继续放缓。

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



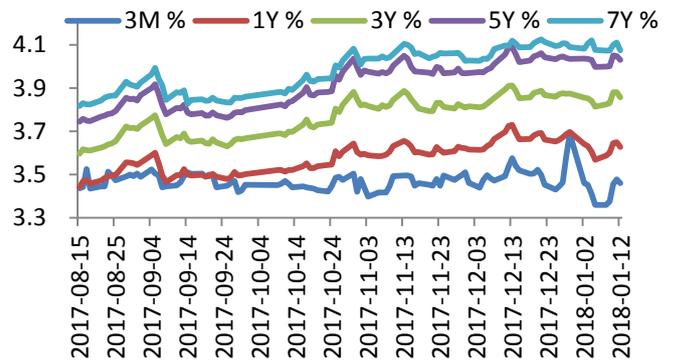
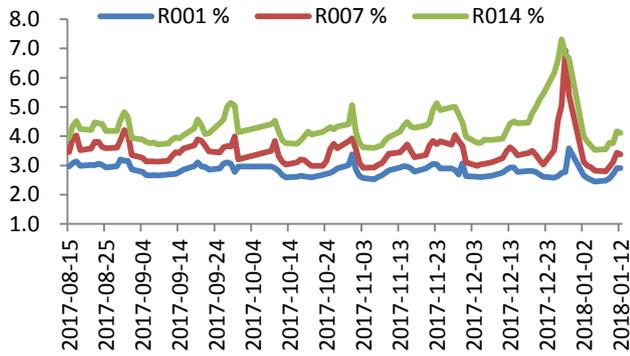
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周五R001、R007和R014加权平均分别为2.91%、3.38%和4.11%，均较前周走升，跨月资金利率较高。Shibor有涨有跌，IRS几乎全数走升，周内资金面整体偏松。

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 4100 亿逆回购到期, 周内共进行 2300 亿 7 天期和 2200 亿 14 天期逆回购, 周内共实现 400 亿资金净投放。周三开始重启逆回购, 资金面整体保持宽松, 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, 月中缴税期来临, 资金面或有一定扰动。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 480 亿, 加上信用债发行共计 1570.9 亿, 总偿还量 7057.44 亿, 净融资-5486.54 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)
2018.1.15	17 农发 11(增 16)	60.0	3.0	
	17 农发 12(增 16)	60.0	5.0	
2018.1.16	17 国开 09(增 15)	90.0	3.0	
	17 国开 11(增 10)	70.0	1.0	
2018.1.17	18 付息国债 01	200.0	1.0	
合计				480.0

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

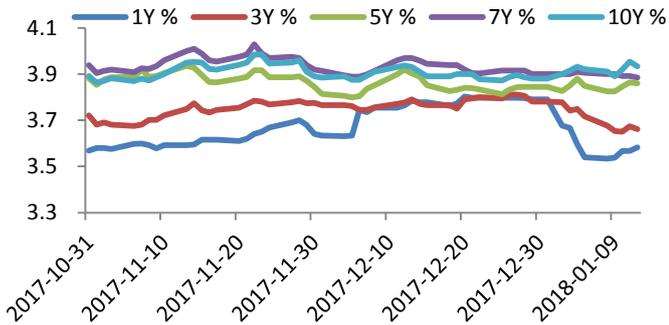
周内资金面整体宽松, 通胀预期再起使得债市情绪较弱, 期债全周明显走低。全周来看, 国债收益率 1、5、10 年期走升, 3、7 年期走低; 国开债收益率全数走升, 1 年期收益率上行幅度最大, 达 16.39BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1803 收于 92.275, 周跌 0.175 (-0.19%); TF1803 收于 96.145, 周跌 0.115 (-0.12%)。

一级市场方面, 周一增发的 3、5 年期农发债中标利率均低于二级市场, 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, 全场分别为 4.12 和 2.69 倍, 一年期需求旺盛; 周三续发的 1、10 年期付息国债中标利率均略低于二级市场, 全场不足 3 倍, 需求一般; 周三增发的 1、7、10 年期农发债中标结果分化, 利

率均低于二级市场，全场分别为 2.95、4.66 和 2.82 倍，7 年期新债需求旺盛；周四增发的 3、5 年期口行债中标利率略超二级市场，全场分别为 3.08 和 1.11 倍；周四增发的 5、7 年期国开债中标利率均略低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛；周五招标发行的 3 个月和 6 个月期贴现国债中标利率均低于中债估值，全场 2-3 倍。一级市场招标结果显示，需求整体有所好转。

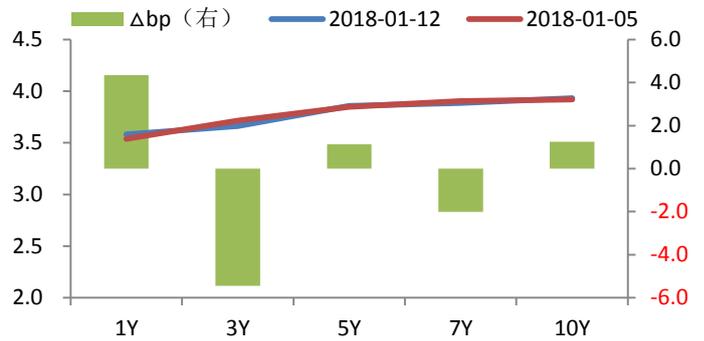
本周关注投资消费数据。基本面来看，目前通胀预期回升，对债市信心有一定打击，信贷数据走弱，应为季节性因素和去杠杆影响，下月受季节因素影响信贷或走升，但后续信贷仍大概率回落，经济有所承压。外汇方面，美元指数继续小幅回落，人民币继续走升，美国税改继续推进，预计将对经济有一定拉动，但税改同时也加重了投资者对美国负债的担忧，美债收益率开始上行，新老债王均唱衰债市，利差的缩小会降低国内债市对外资的吸引力，或在一定程度上利空债市。总体来看，监管持续推进，通胀预期回升，外加外部环境施压，目前债市情绪较差，但应关注潜在利好，寻求熊市中的机会。操作上，期债谨慎操作，现券建议选择低久期高等级信用债，以赚取票息为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



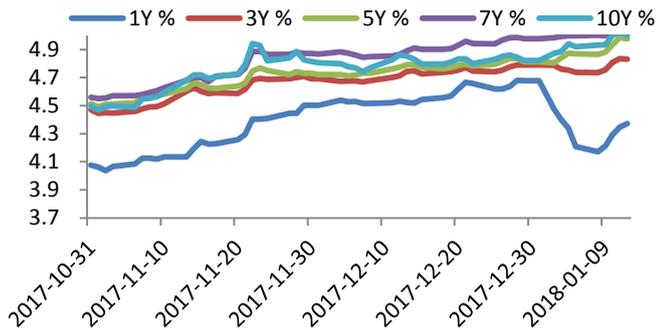
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



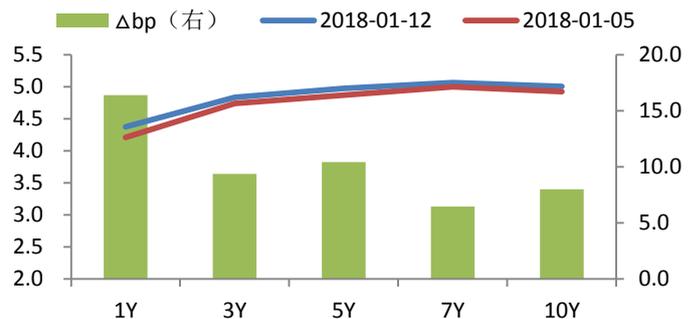
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



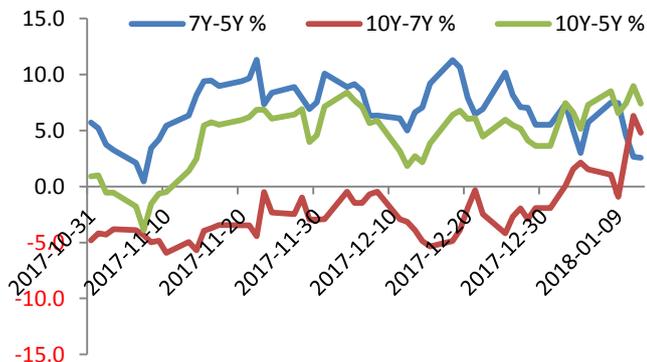
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



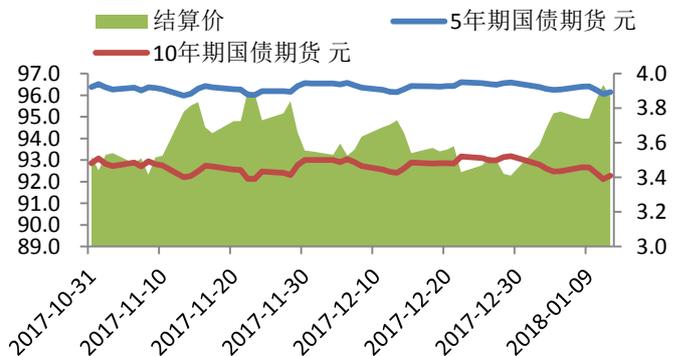
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



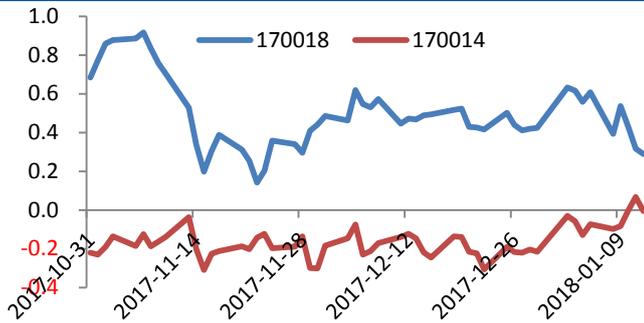
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



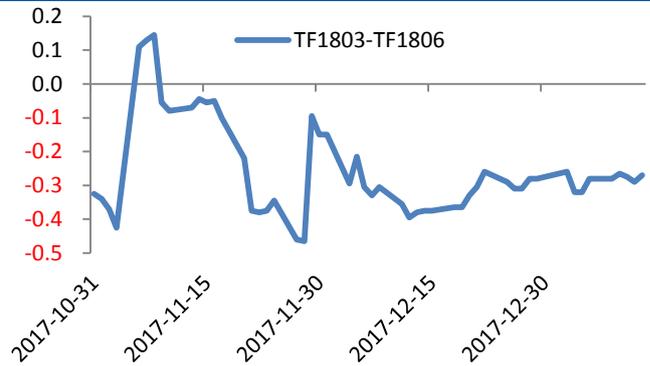
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



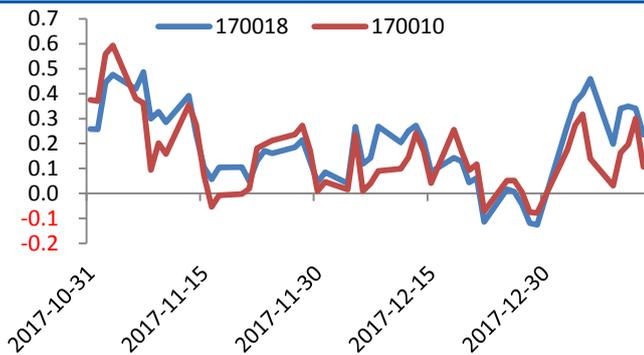
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



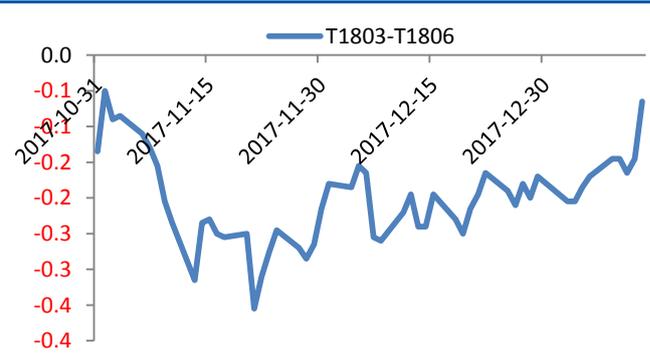
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
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