

慢牛可期

摘要

- **宏观经济展望：**上半年投资增长乏力，进出口和消费数据好于去年同期。房地产投资和基建投资不断下滑，制造业投资和民间投资虽有所好转，也难改投资颓势。二季度进出口数据明显转好，总体延续回暖趋势，外需稳健支撑贸易反弹，但鉴于全球经济不确定性和贸易保护主义市场仍存，下半年出口或仍有波动和反复。消费数据好于去年同期，经济增长或需依靠消费拉动，经济结构得到优化。但短期来看，消费数据的增长不足以弥补投资的下滑，年内经济预期仍将缓慢回落。二季度以来，由于食品价格增速跌幅收窄，CPI 自低位回升。目前食品项预计保持低位震荡，房价平稳或稍降，加上 PPI 的持续回落也将向 CPI 传导，预计三季度 CPI 整体涨幅有限。由于二季度大宗商品价格下滑以及去年 PPI 基数不断提升，二季度 PPI 同比增速自高位回落，环比转负。在去年的高基数影响下，即便大宗商品价格反弹，PPI 也难以保持高位。预计后期 PPI 同比将继续回落。
- **货币政策前瞻：**目前大环境仍是“去杠杆”，监管层举措严重影响债市走势。近期银监会讲话称要尽可能防止监管真空，或为警示某些博弈政策放松的机构。目前看央行态度，后续不太可能调升基准利率，通过提高 OMO、MLF 利率来变相加息的可能性也不大。但去杠杆政策不变，加上美联储后续的加息和缩表，央行也难有政策放松的空间，后续货币政策预计维持中性偏紧。
- **利率展望与策略：**整体看来，市场上可预期的利空已基本被消化，三季度监管以及供给可能带来一定的压力，但经济基本面构成支撑，预期债市将在波折中开启回升之路。策略上，以逢低买入为主，另外可留意套利机会。期现方面，目前基差处于较低水平，期货较现货更快速的上涨使得正套空间不时出现，在偏多的市场环境下这类机会可能增多。曲线方面，目前收益率曲线相当平坦，未来一段时间将大概率走陡，投资者可通过买入五年期国债期货，同时卖出十年期国债期货进行套利；或者买入低久期现券，同时卖出十年期国债期货来进行套利。



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

宋晓东 助理分析师

songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

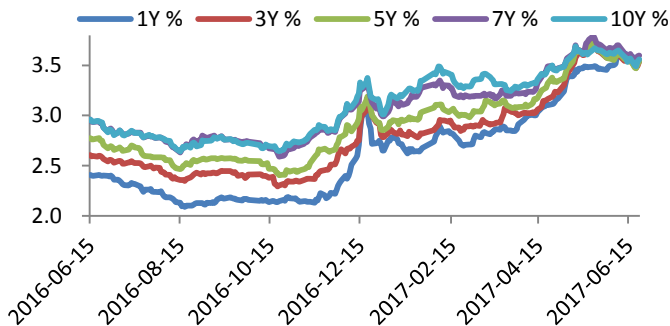
xuchenxi@nawaa.com

0571-89727506

一、行情回顾

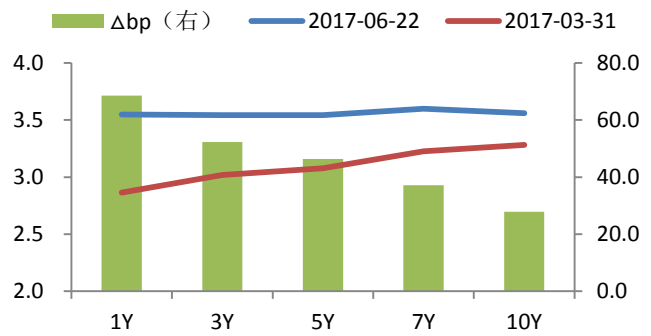
受监管层“去杠杆”影响，4月份债市严重下挫，直至5月中旬监管层态度稍有缓和，市场情绪逐渐得到修复，现券收益率升势渐止并有所回落。二季度利率市场整体出现了大幅调整，收益率曲线明显上移。二季度1年期国债收益率上行约70BP，10年期国债收益率上行约20BP；1年期国开收益率上行近60BP，10年期国开收益率一度上行至4.39%。临近半年末监管态度趋于缓和，经济数据温和回落，加之6月资金面未如预期般紧张，现券收益率震荡下行。目前收益率曲线已经极度平坦，甚至出现1年期高于3年期、3年期高于5年期、7年期高于10年期的倒挂现象。

图 1.1 国债关键期限收益率



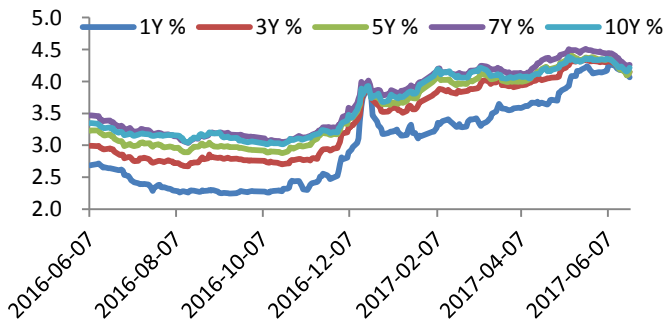
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



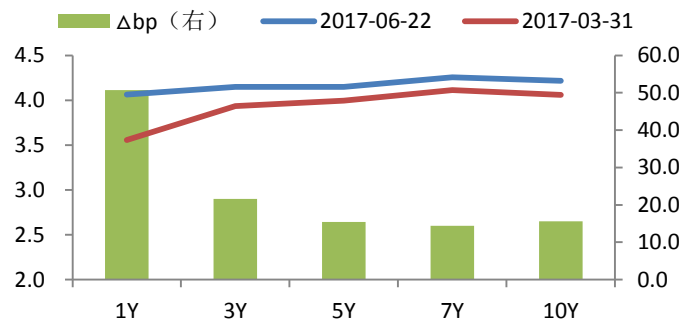
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国开债利率期限结构

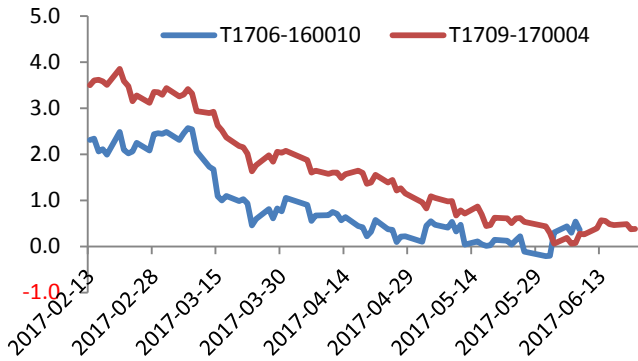


资料来源：Wind 资讯 南华研究

4月份国债期货大幅下挫，走势与现券大体一致。但5月份开始逐渐出现期现分离，5月中旬开始，期债开启反弹行情，无视震荡稍跌的现券一路上扬，6月中旬，基差最低曾降为负值，后随着现券收益率的下行基差再度转正。持仓自5月初开始下降，成交

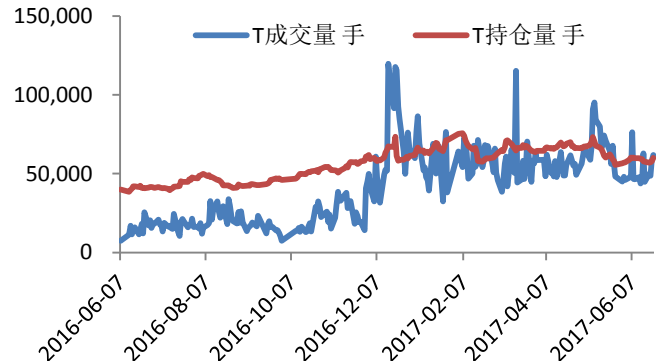
量亦较一季度明显下降。综合基差与持仓的情况来看，空头套保盘较前两个季度大幅减轻。

图 1.5 10 年期国债期货活跃券基差走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.6 10 年期国债期货成交、持仓



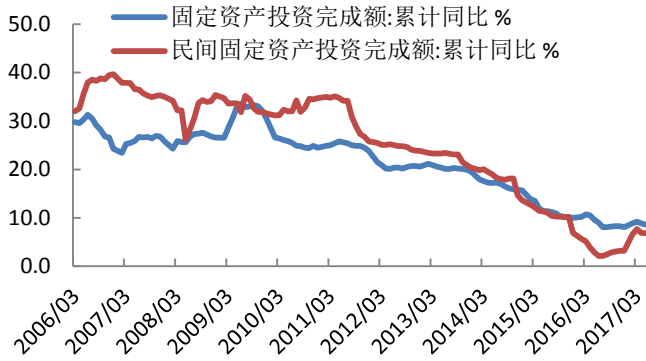
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济回顾与展望

2.1 经济缓慢下行

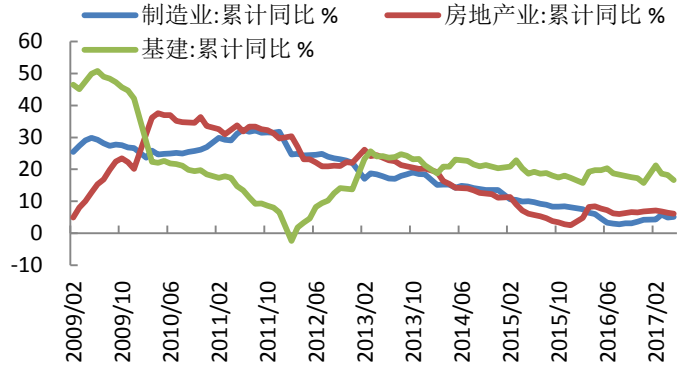
上半年投资增长乏力，进出口和消费数据好于去年同期，消费数据稍好于预期。由于上半年房地产限购限贷政策的打压，楼市成交量出现下滑，价格涨幅放缓，部分地区甚至出现价格下跌。去年以来的热销已经使得需求过度释放，加上投资需求被抑制，可以预期未来销售下滑将持续并逐渐传导至新开工和投资。虽然三四线城市积极推动棚户区改造和去库存，对房地产投资增速有一定支撑作用，但不改下半年房地产投资下行趋势。房地产投资和基建投资不断下滑，制造业投资和民间投资虽有所好转，也难改投资颓势。二季度进出口数据明显转好，总体延续回暖趋势，外需稳健支撑贸易反弹，但鉴于全球经济不确定性和贸易保护主义市场仍存，下半年出口或仍有反复。消费数据略好于去年同期，经济增长或需依靠消费拉动，经济结构得到优化。但短期来看，消费数据的不足难以弥补投资的下滑，年内经济预期仍将缓慢回落。

图 2.1.1 固定资产投资增速



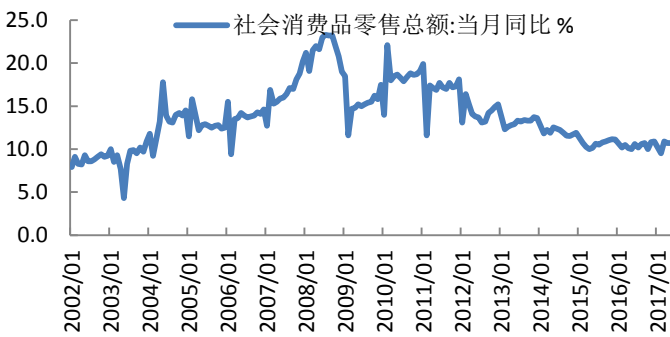
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 行业固定资产投资增速



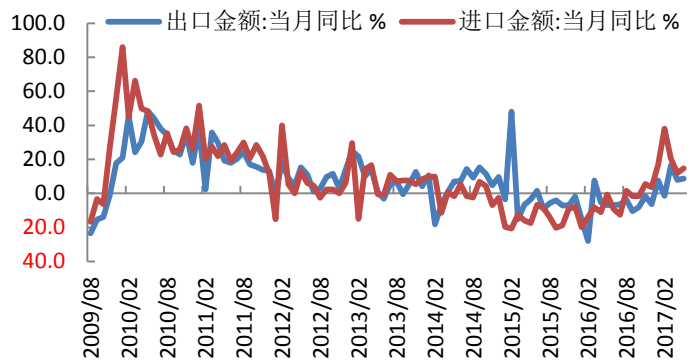
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 消费增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 进出口数据

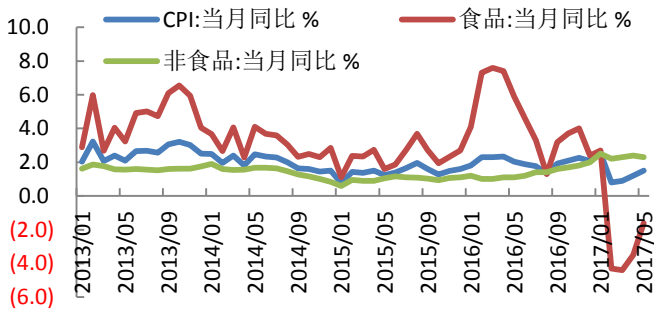


资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2 通胀低位运行

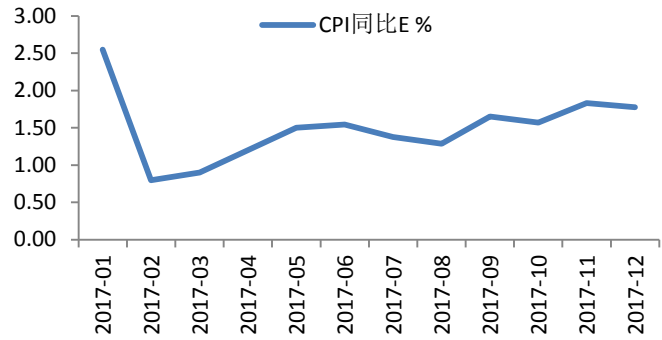
二季度以来, 由于食品价格增速跌幅收窄, CPI 自低位回升。目前食品项预计保持低位震荡, 房价平稳或稍降, 加上 PPI 的持续回落也将向 CPI 传导, 预计三季度 CPI 整体涨幅有限。以历史趋势模拟来看, CPI 将在 7、8 月份再度回落, 9 月开始有所回升, 整体低位运行。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

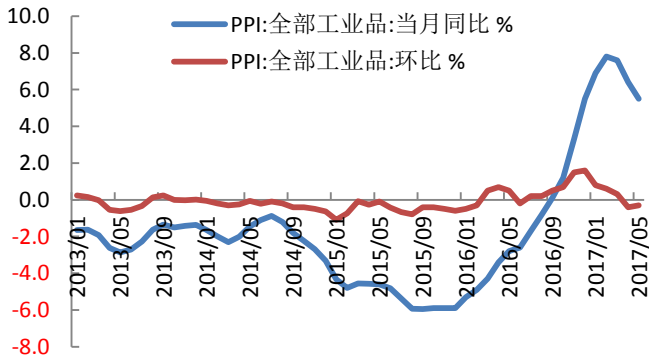
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

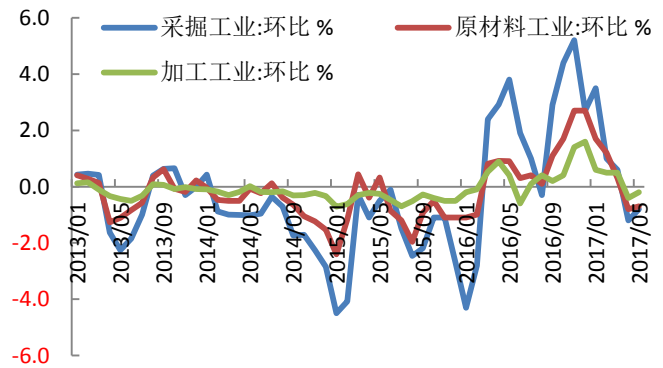
由于二季度大宗商品价格下滑以及去年 PPI 基数不断提升, 二季度 PPI 同比增速自高位回落, 环比转负。在去年的高基数影响下, 即便大宗商品价格反弹, PPI 也难以保持高位。预计后期 PPI 同比将继续回落。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 环比增速 (分工业类型)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、货币与信用

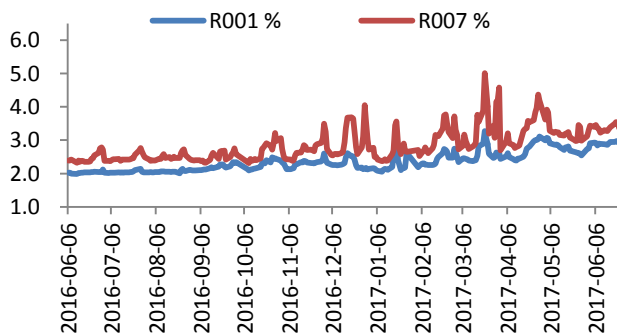
回顾上半年央行的政策操作, 以 MLF、SLF、公开市场操作为主, 流动性投放主要为对冲 MLF 以及公开市场到期量, MLF 及逆回购利率均有所上调, 货币政策保持中性偏紧。银行间资金面波动大幅增加, 资金利率中枢明显抬升, 3M 期 Shibor 利率二季度不断走升, 近期稍有回落, 最高涨超 4.78%。随着半年末时点的临近, 央行加大对流动性的呵护, 资金面波动减缓, 整体保持紧平衡。

表 3.1 2017 年货币政策操作

日期	政策操作
2017. 1. 13	央行进行 3055 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2017. 1. 24	央行进行 2455 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 2.95%，1Y 利率上调 3.1%
2017. 2. 15	央行进行 3935 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017. 3. 7	央行进行 1940 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017. 3. 16	央行进行 3030 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 3.05%，1Y 利率上调至 3.2% 央行进行 600 亿 3 个月期国库定存，利率为 4.2%
2017. 4. 17	央行进行 4955 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%
2017. 5. 12	央行进行 4590 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%
2017. 5. 19	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.5%

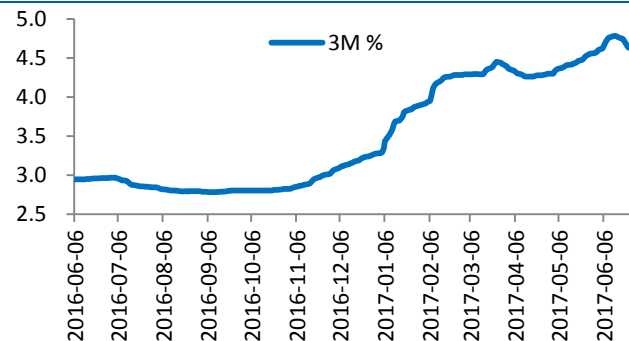
数据来源：根据新闻整理

图 3.1 银行间回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 Shibor 3M



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资金利率不断走升是央行主动调控的结果，目的是为了促进金融去杠杆。今年 1 月初，央行行长周小川明确表示 2017 年货币政策保持稳健中性，把防金融风险提高到更重要的高度；4 月初，银监会密集发文，剑指同业存单和委外，并要求银行自查；进入 5-6 月，监管进入平静期；6 月 20 日，银监会副主席讲话称减杠杆与金融稳定并不矛盾，应尽可能防止监管真空，或为警示某些博弈政策放松的机构，继续关注监管层动态。

表 3.2 2017 年去杠杆进程

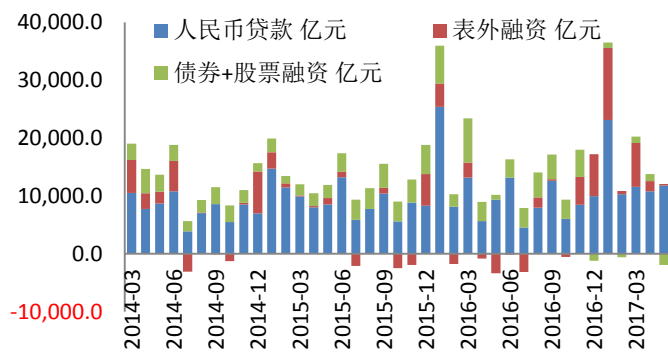
日期	政策操作
2017 年 1 月	央行行长周小川明确表示 2017 年货币政策保持稳健中性，把防金融风险提高到更重要的高度 央行货币政策例会未提“降低社会融资成本”
2017 年 2 月	上海银监局开年检查银行同业业务，监管层防风险措施加强 央行通过“窗口指导”控制信贷增量，所有贷款需提前一月报备
2017 年 3 月	央行研究局局长表示“要重点强化金融监管为突破口推进金融体制改

	革”
2017 年 4 月	银监会发布银行业风险防控指导意见， 银监会下发 46 号文，开展“三套利”专项整治活动 银监会发布《关于切实弥补监管短板 提升监管效能的通知》，加大对同业、 投资、理财等业务的监管力度
2017 年 5 月	银监会继续摸底委外，但央行态度转为和缓 发改委发文称我国去杠杆卓有成效、债务风险基本可控
2017 年 6 月	央行领导表示我国正在寻求“不松不紧”的货币政策，去杠杆不等于把杠 杆降为零 银监会允许部分银行推迟报送自查报告，最长可延期三个月 银监会副主席：必须将强监管、减杠杆、防风险与深化供给侧改革结合起 来，尽最大限度防止监管真空 证监会主席：将防控金融风险放到更重要的位置

数据来源：根据新闻整理

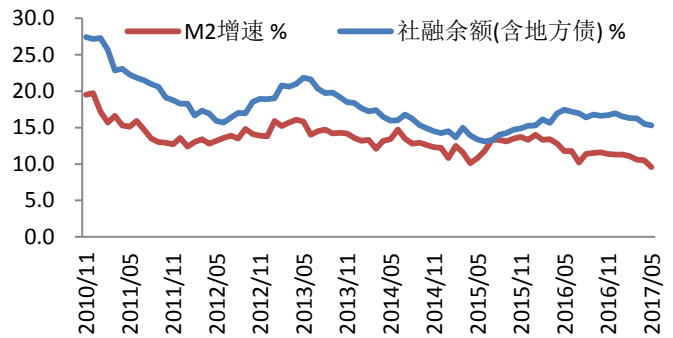
在去杠杆政策高压下，委外不断被挤压，债券收益率不断走升，多数企业承受不了过高的利息而暂停发行信用债，造成企业债券融资均大幅萎缩，而新增人民币贷款、表外融资有所扩张。从贷款结构来看，居民贷款增速下滑，应是由于房地产成交量下滑、房贷需求减少的缘故；而企业贷款增速大幅回升，或是由于债券发行受阻导致部分融资转向信贷。二季度 M2 同比增速已降至历史低位，主要是由于银行执行金融去杠杆政策，而非金融体系 M2 增长明显高于金融体系内 M2 增长，说明去杠杆相关举措卓有成效，促进资金脱虚向实。整体来看，在去杠杆政策的引导下，社融余额和 M2 增速均缓慢下滑，预计后期社融将缓慢回落。

图 3.3 信贷、表外融资与直接融资



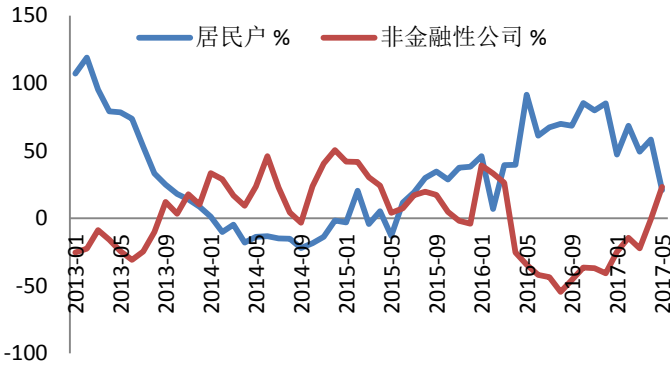
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.4 M2 与社会融资余额同比增速



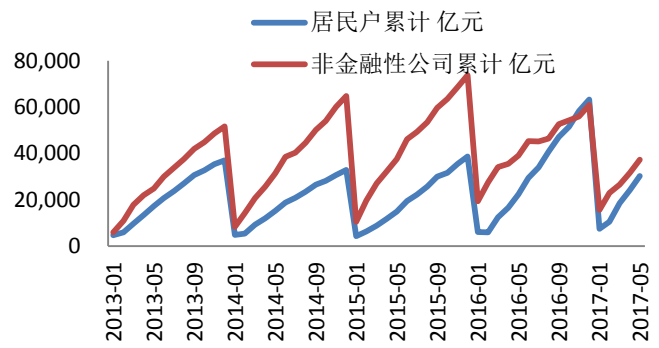
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.5 居民与企业信贷增速趋势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.6 居民与企业累计新增贷款



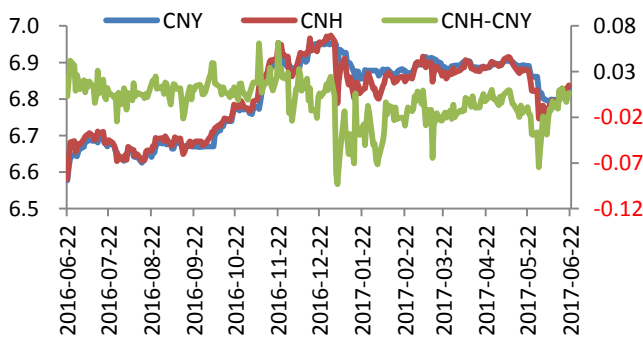
资料来源: Wind 资讯 南华研究

总体来看,目前大环境仍是“去杠杆”,在这个基础上,央行会给予市场一定的流动性以维护金融市场稳定。目前看央行态度,后续不太可能调升基准利率,通过提高OMO、MLF利率来变相加息的可能性也不大。但去杠杆政策不变,加上美联储后续的加息和缩表,央行也难有放松政策的空间,后续货币政策大概率维持中性偏紧。

四、外汇市场

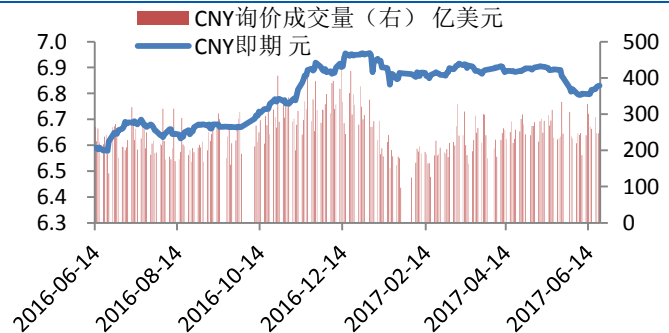
人民币汇率5月底出现明显上扬,离岸与在岸市场的价差5月略有下降。人民币汇率近期企稳得益于美元阶段性走弱、逆周期因子提升了汇率调控空间以及我国经济呈现出的较强韧性。在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子以后,人民币汇率受市场情绪影响降低。央行外汇储备连续走升,人民币短期升值为国内货币环境提供了一定的空间。

图 4.1 CNY 与 CNH 即期汇率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 4.2 CNY 即期及成交量

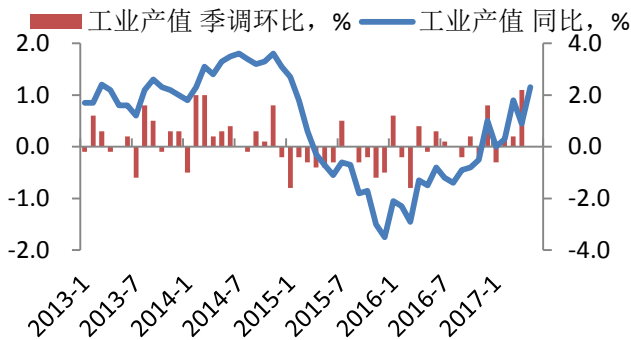


资料来源: Wind 资讯 南华研究

美国经济数据边际走弱,通胀不及预期,非农新增就业数据也开始从高点回落;房地产上升周期受阻,新屋开工连续三个月下跌,工业产值疲弱。尽管经济数据乏力,通胀放缓,美联储仍继今年3月加息后,6月再次加息25点,将联邦基金利率由0.75%-1%

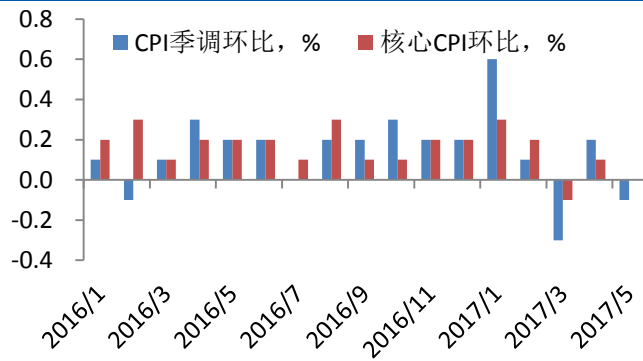
提升至 1%-1.25%，纵然如此，也未能使美元指数由明显走强。最新点阵图的预估中值显示 2017 年年底的联邦基金利率为 1.4%，美联储将维持今年还会加息一次的预期，而且在 6 月的 FOMC 会议声明中，亦预计今年起开始缩表。我们认为，美联储会根据第三季度美国经济和金融市场的表现来决定缩表和加息的操作顺序，这样相继搭配将使未来美联储货币政策操作选择空间更大，更为灵活。特朗普就职至今接近 6 个月，一系列不确定性正在上演，新政面临重重阻力，所提倡的财政预算、税改、医改迟迟没有进展，近期的亲俄弹劾虽尚不足虑，但负面情绪可能会长期掣肘特朗普新政，所谓的“特朗普行情”或慢慢消逝。当前，我国跨境资金流动趋稳，人民币中间价形成体系不断完善，且今年以来美联储加息对中国跨境资本流动的影响显著减弱，虽美联储启动缩表进程的表述更为明确，但并不意味着美元会转弱为强，因此我们维持下半年外汇市场供需平衡的判断，人民币更趋向企稳，贬值压力有限。

图 4.3 美国工业产值同环比



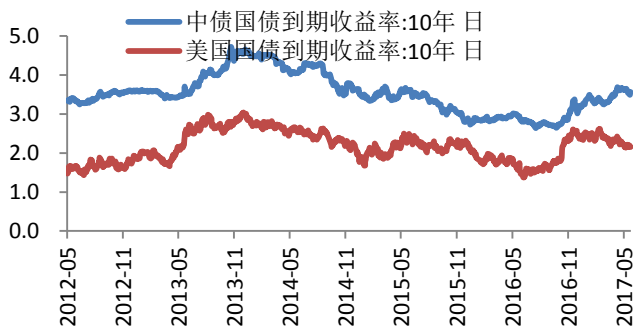
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4 美国 CPI、核心 CPI 季调环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.5 中美国债收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.6 中美利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

3 月中旬以来，由于特朗普医保法案推行受阻和“泄密门”等事件，市场避险情绪升温，美国国债收益率大幅下行，带动中美利差明显走阔。中美利差与汇率预期和资本

流动关系密切，但无论是从中美利差所处历史水平，还是美国国债未来走势来看，中美利差进一步走阔的空间有限。自 2011 年以来中美利率的相关性增强，美债利率上升，国内经济风险加大，都可能使资本外流压力增大，这将会是债市下半年的一个隐患。但我们认为国债收益率目前主要还是受到内部因素的驱动。

五、行情研判

二季度后经济疲态逐渐显现，总体数据波澜不惊但动能已经下降，库存周期开始下行，通胀低位运行，基本面对三季度的债市影响偏多。目前可观测的利空因素主要是资金面的不确定性和监管收紧。由于六月底资金面未如预期般紧张，七月份资金面可能也不会如预期般宽松。货币政策“不紧不松”的状态或将维持，除非经济急剧恶化或发生重大风险事件，否则不宜过分博弈政策放松。监管层面，去杠杆政策密集发布使得四月份股、债、商品齐跌，此后市场开始逐步消化利空。未来需关注机构自查结束后，监管是否对违规主体进行处罚，是否出台后续政策，这些都可能对市场造成扰动。

供需方面，二季度债券发行利率不断走升，目前逐渐回稳，尽管受监管趋严、去杠杆的影响，但对配置户而言，利率上行后吸引力明显增强，配置需求渐好。加之二季度债券净融资额不断走低，供给的缩小也提升了债券的配置需求。三季度债券供给压力较大，需重点关注一级市场发行情况以及对二级市场的影响。需求方面，机构自查结果落地后可能加大配置力度。另外，目前中美息差较大，逆周期调节因子被引入，人民币贬值压力有限，加上债券通北向已经开通，外资或许能够带来部分增量资金。

表 5.1 一级市场发行情况

日期	利率债发行量(亿元)	总发行量(亿元)	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)
2016年6月	16,437.08	36,163.71	16,146.21	20,017.50
2016年7月	10,402.56	30,603.54	18,911.64	11,691.90
2016年8月	15,053.69	37,355.65	20,388.09	16,967.56
2016年9月	7,621.66	30,357.10	18,366.76	11,990.34
2016年10月	9,032.67	27,117.68	17,545.52	9,572.16
2016年11月	8,493.52	30,786.63	20,179.44	10,607.19
2016年12月	4,680.71	23,579.35	17,400.18	6,179.17
2017年1月	4,110.50	17,231.11	15,699.74	1,531.37
2017年2月	4,046.82	27,964.03	17,298.54	10,665.49
2017年3月	9,964.23	38,880.48	27,252.50	11,627.99
2017年4月	9,242.29	30,575.77	20,928.34	9,647.43
2017年5月	11,036.34	28,604.00	26,575.96	2,028.04

资料来源：Wind 资讯 南华研究

整体看来，市场上可预期的利空已基本被消化，三季度监管以及供给可能带来一定的压力，但经济基本面构成支撑，预期债市将在波折中开启回升之路。策略上，以逢低买入为主，另外可留意套利机会。期现方面，目前基差处于较低水平，期货较现货更快

速的上涨使得正套空间不时出现，在偏多的市场环境下这类机会可能增多。曲线方面，目前收益率曲线相当平坦，未来一段时间将大概率走陡，投资者可通过买入五年期国债期货，同时卖出十年期国债期货进行套利；或者买入低久期现券，同时卖出十年期国债期货来进行套利。

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: 0576-88206989

温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
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: 0574-87274792

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

嘉兴市文桥路 505 号融通商务中心 3 号楼 1801 室
电话: 0573-89997820

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

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
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 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、104 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 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、2075 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
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

浙江省永康市丽州中路 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 3-8 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市钱江西路 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
(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：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 号之二钻石海岸 B 幢 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

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

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

横华国际金融股份有限公司

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

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