

道阻且长

摘要

- **宏观经济展望：**上半年经济颇具韧性，但进入三季度后疲态渐显，房地产开发投资明显放慢，制造业投资也未能延续小幅回暖趋势，基建投资也略微走低。房地产政策仍在收紧的过程中，由限购到限售，加上房贷收紧将持续抑制需求，未来房地产投资继续放慢或维持低位的可能性大。总体来看，投资数据难有提振，消费和进出口数据也缺乏亮点，经济难有明显支撑，预计四季度经济缓慢下行。三季度以来，居民消费价格整体运行平稳，CPI 食品项拖累因素慢慢褪去，交通、医疗保健等非食品项继续推动 CPI 缓慢回升。与此同时，猪肉价格同比跌幅或已触底，可能对四季度食品项带来部分涨价因素，但幅度有限，预计四季度通胀压力不大。而受环保限产影响导致供给收缩，PPI 同比增速在 6、7 月份维持低位后迎来 8 月超出市场预期的显著上涨，但基本与高频数据相吻合。近期大宗商品价格冲高回落，加之去年基数的抬高亦制约 PPI 同比继续回升，预计后续将逐步回落。
- **货币政策前瞻：**美联储表示将开启渐进式被动缩表，但市场对其能否得到有效执行持怀疑态度。而且我国的货币政策具有较强的独立性，按照以往的经验来看，央行大概率不会跟随美国加息缩表进程来收紧货币政策。在人民币贬值压力可控且经济可能回落的背景下，央行不太可能调升基准利率，但央行短期也没有放松货币政策的意愿和必要。总而言之，美联储不会成为四季度影响国内货币政策的重要因素，货币政策大概率延续稳健中性的思路。
- **利率展望与策略：**国内货币政策不松不紧，金融去杠杆、防风险成效初见，监管难言放松但极度紧张局面得到缓解，经济基本面也有望对债市构成支撑。目前长端利率对高企的资金利率已经钝化，上行空间有限，若四季度出现经济数据走弱或资金面好转，则收益率下行的弹性更大。短端收益率目前受制于资金利率，但安全性已较高，若资金面好转，短端亦将迎来快速修复。策略上，牛市到来或仍需等待，但下跌空间不大，国债期货以逢低做多为主。套利方面，因市场预期好转，9 月以来国债期货基差逐渐走低，期现套利出现机会，有条件的投资者可做多基差。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

xuchenxi@nawaa.com

0571-89727506

翟帅男 助理分析师

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

宋晓东 助理分析师

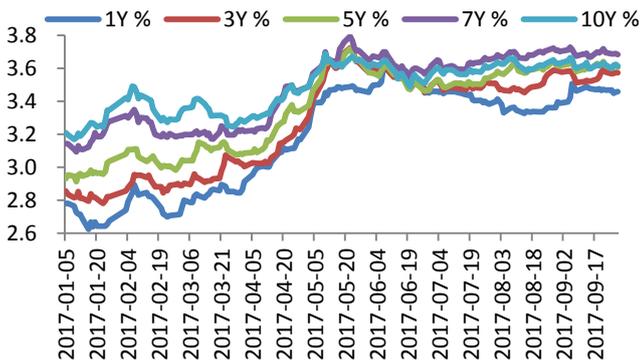
songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

一、行情回顾

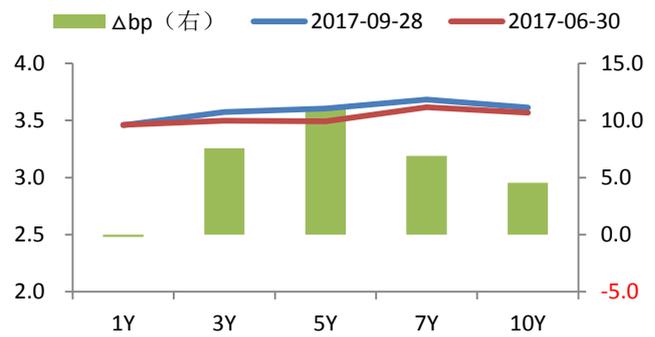
监管风暴持续发酵一度造成二季度债市的严重下挫，之后监管逐步趋于缓和，加之流动性预期好转和美联储加息靴子落地后央行也并未跟进，债市在 5-6 月迎来一波短暂做多的修复行情。但此后央行在货币端始终维持稳健中性投放，资金面紧张态势超出预期，去杠杆信号不断加强，导致市场再度下挫，长端收益率上行甚至一度超过二季度高点，直至 7、8 月基本面数据显示经济走弱，市场情绪才开始好转。三季度利率中枢较二季度有小幅抬升，10 年期国债收益率在 3.6-3.7，10 年期国开债收益率则在 4.2-4.4，利率曲线维持平坦。

图 1.1 国债关键期限收益率



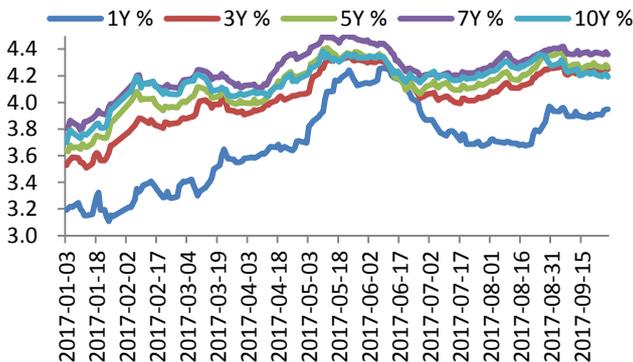
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



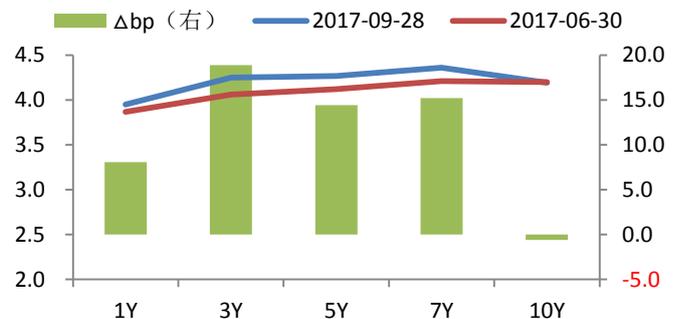
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

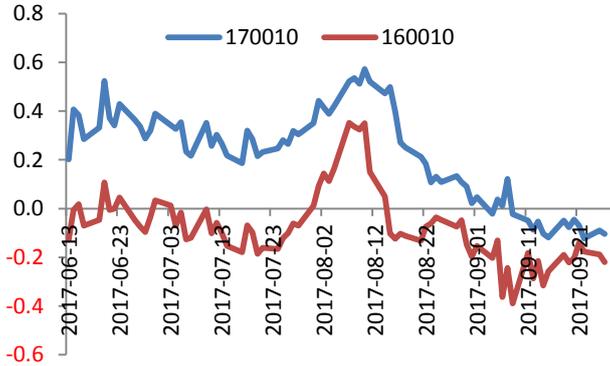


资料来源：Wind 资讯 南华研究

经过六月的大幅反弹后，国债期货在三季度先抑后扬，市场预期在 8 月末好转，合约全面转向远期升水。季末因缺乏方向指引，市场活跃度明显下降，但持仓处于历史高

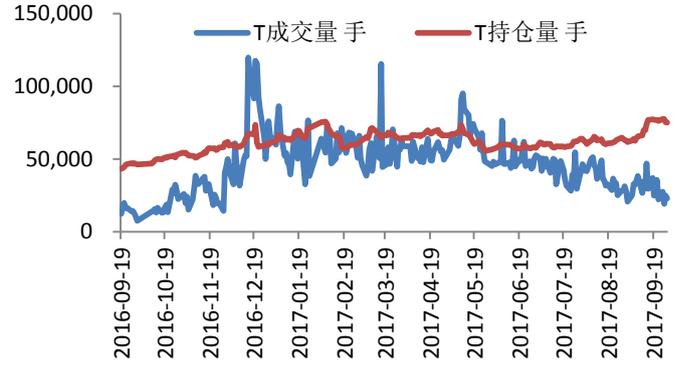
位。

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



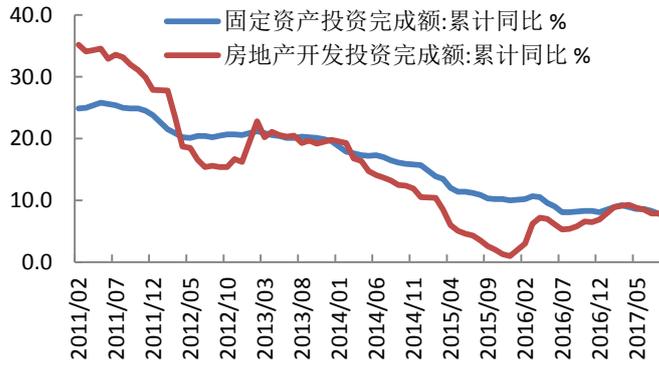
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济回顾与展望

2.1 经济缓慢下行

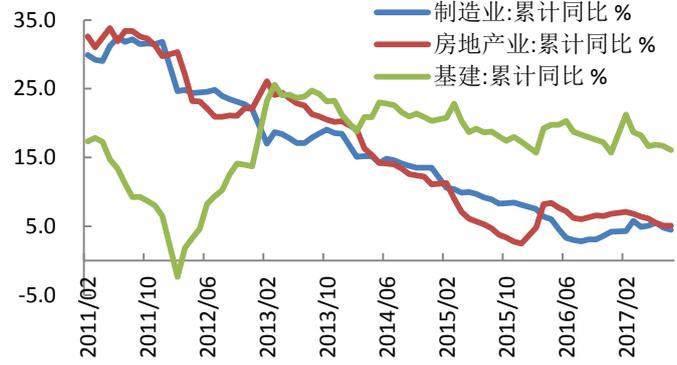
上半年经济颇具韧性，但进入三季度后疲态渐显。投资方面，近两月投资增速较上半年明显下滑，房地产开发投资明显放慢，制造业投资未能延续小幅回暖趋势，基建投资也略微走低。近期一二线城市房价开始回落，商品房销售放慢也带动新开工和施工下滑，房地产政策仍在收紧的过程中，由限购到限售，加上房贷收紧将持续抑制需求，未来房地产投资继续放慢或维持低位的可能性大。民间投资和制造业投资也明显下滑，基建投资难有更高增速，四季度投资缺乏有效支撑，大概率震荡或稍降。近期消费和出口也不及二季度水平。总体来看，投资数据难有提振，消费和进出口数据也缺乏亮点，经济难有明显支撑，预计四季度经济缓慢下行。

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



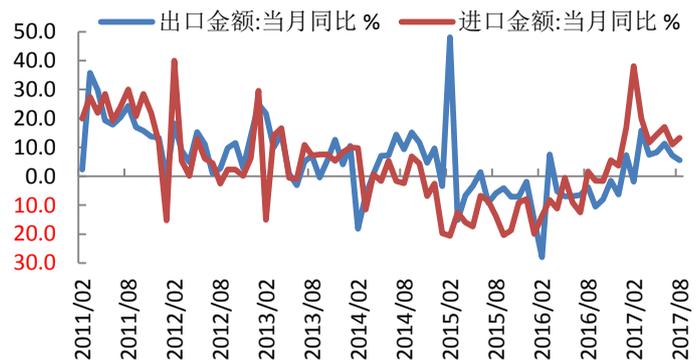
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 消费增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 进出口增速

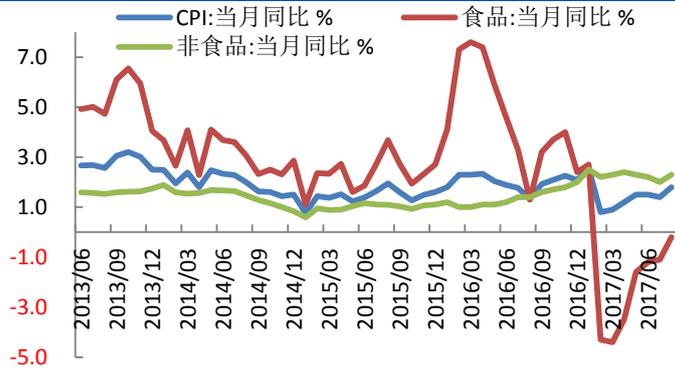


资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2 通胀低位运行

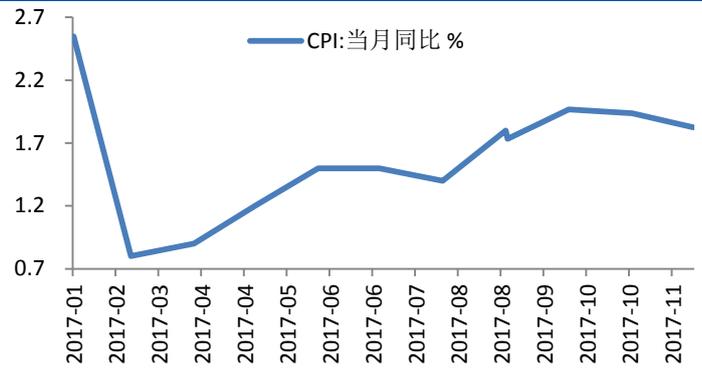
二季度以来,居民消费价格整体运行平稳,CPI 食品项拖累因素慢慢褪去,交通、医疗保健等非食品项继续推动 CPI 缓慢回升。食品部分,受前期价格持续走低及高温天气影响,鸡蛋、猪肉等价格均有止跌上涨,鲜菜则是逐渐摆脱年初暖冬因素影响,回归至历史同期均值水平。三季度是猪肉消费淡季,但随着猪肉消费替代品越来越多,需求增速相对下降,后市价格持续大幅上涨的概率不大。非食品部分,主要受能源和医疗服务的价格上涨带动。综合来看,猪肉价格同比跌幅或已触底,可能对四季度食品项带来部分涨价因素,但幅度有限;而环保限产因素传导到 CPI 的弹性相对较低,预计四季度通胀压力不大。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

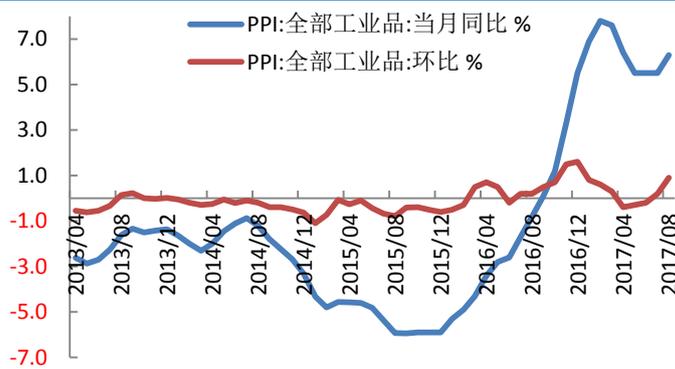
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

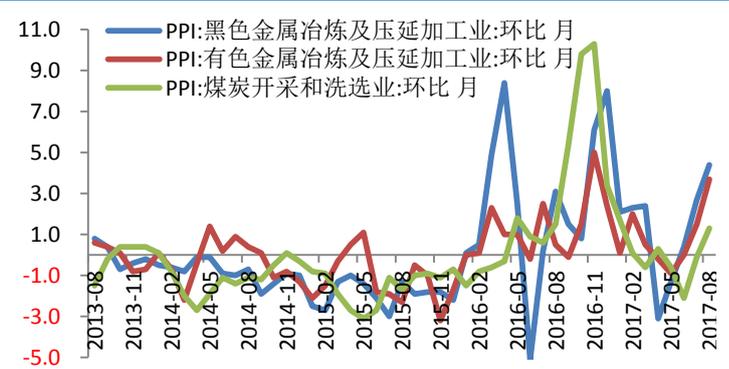
受环保限产影响导致供给收缩, PPI 同比增速在 6、7 月份维持低位后迎来 8 月超出市场预期的显著上涨, 但基本与高频数据相吻合, 主要是由于工业品价格普遍上涨所致, 在统计局调查的 40 个工业大类行业中, 有 30 个行业产品价格环比上涨, 尤以黑色金属冶炼及延压加工业涨幅最大。PPI 虽在 8 月涨幅较大, 但未来工业品价格继续上涨的动力正在减弱, 近期大宗商品价格冲高回落, 加之去年基数的抬高亦制约 PPI 同比继续回升, 预计后续将逐步回落。

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 (分行业类型)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、货币与信用

回顾三季度央行的政策操作, 以 MLF 和公开市场操作为主, 流动性投放主要为对冲 MLF 以及公开市场到期量, 且 MLF 及逆回购利率均维持不变, 货币政策仍保持稳健中性。分段来看, 6 月份市场资金面超预期宽松, 部分机构开始抢跑加杠杆; 而从 7 月份以来

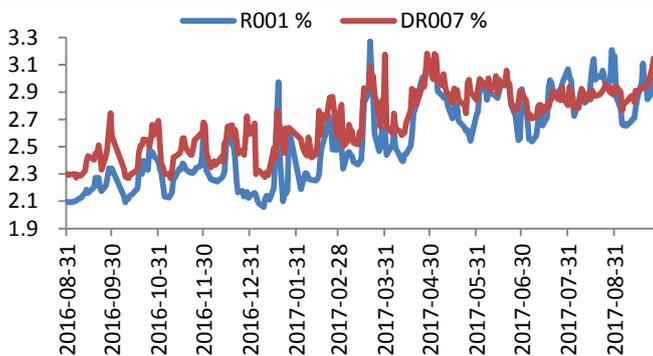
的 R007 和 DR007 走势来看，波动不大，资金利率仍是继续贴着短端锚合意区间上限运行。而随着监管进一步趋严，以及货基监管带来的负面压力，央行自进入资金相对偏紧的 8 月以来，在当月逆回购市场净回笼资金 5200 亿元，鉴于央行些许偏鹰的操作，市场机构从前期期待央行放松转为对后市资金面的担忧。考虑到当前监管进入到下半场，从货币政策围绕监管去杠杆的角度来看，央行仍有望继续维持当前紧平衡的思路。

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%
2017. 6. 6	央行进行 4980 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017. 7. 13	央行进行 3600 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017. 8. 15	央行进行 3995 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017. 8. 18	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率下调至 4.46%
2017. 8. 24	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.51%
2017. 9. 7	央行进行 2980 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%

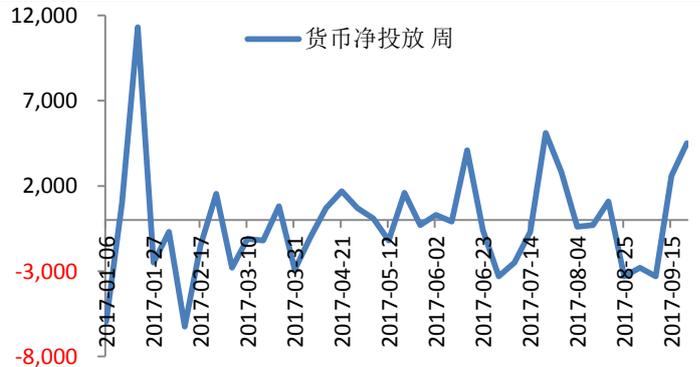
数据来源：根据新闻整理

图 3.1 银行间回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 公开市场操作货币净投放



资料来源：Wind 资讯 南华研究

2017 年注定是金融监管比较重要的一年，资金利率的不断抬升达到现阶段横盘整理后，金融去杠杆的思路仍然在不断加强。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。三季度以来，监管相对上半年稍显缓和，7 月 4 日，央行发布《中国金融稳定报告 2017》，提出继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；加强宏观审慎管理，把防控金融风险放到更加重要的位置；进入八月，随着二季度货币政策执行报告的出炉，央行还透露部分银行同业存单明年将纳入 MPA 考核，防止过多的主动加杠杆行为以及潜在的流动性风险。

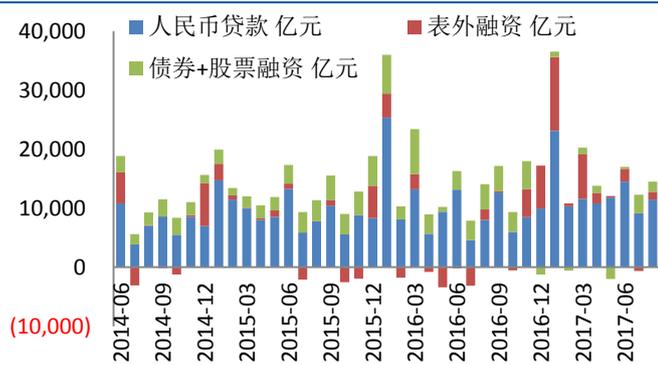
表 3.2 2017 年去杠杆进程

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
2017 年 7 月	央行发布《中国金融稳定报告 2017》，提出继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；加强宏观审慎管理，把防控金融风险放到更加重要的位置 银监会：深入整治乱搞同业乱加杠杆等乱象
2017 年 8 月	央行二季度货币政策执行报告透露部分银行同业存单明年将纳入 MPA 考核，防止过多的主动加杠杆行为以及潜在的流动性风险 银监会：三三四检查基本结束，对屡查屡犯机构从重处罚

数据来源：根据新闻整理

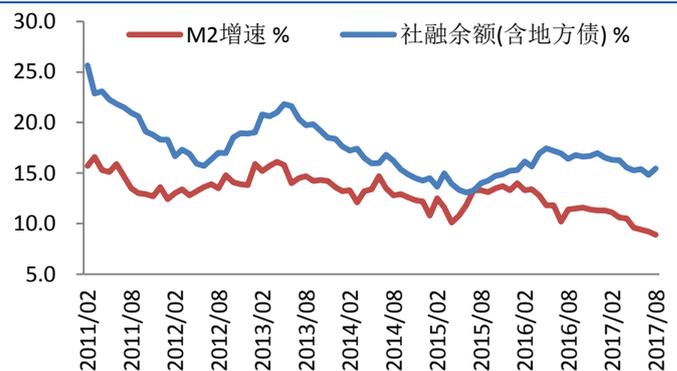
在货币政策实际偏紧的状态下，至三季度全社会信用扩张速度仅较年初略微放缓。信贷方面，居民贷款增速大幅放缓，企业贷款增速快速上升。结构上，居民短期消费贷款明显增加，中长期贷款有所回落，与商品房销售回落一致；新增企业短期和中长期贷款均较去年明显走升，但近期中长期贷款环比下滑，或表明企业长期投资意愿有限，与固定资产投资回落一致。直接融资方面，受去杠杆政策影响，债券收益率高企，债券融资渠道受限，三季度债券融资虽较上半年有所好转，但仍不及去年同期，股票融资同样低于去年同期。表外融资今年明显恢复，委托贷款和票据好于去年。三季度 M2 同比增速降至历史新低，与社融走势分歧加大，随着融资渠道的多元化，M2 对金融扩张的度量作用在降低；央行同样指出，在新的背景下，低的 M2 可能成为新常态。未来随着居民购房需求持续受抑制叠加企业投资意愿不足，信贷扩张速度可能继续放缓，但在短期放缓幅度可能并不显著。

图 3.3 信贷、表外融资与直接融资



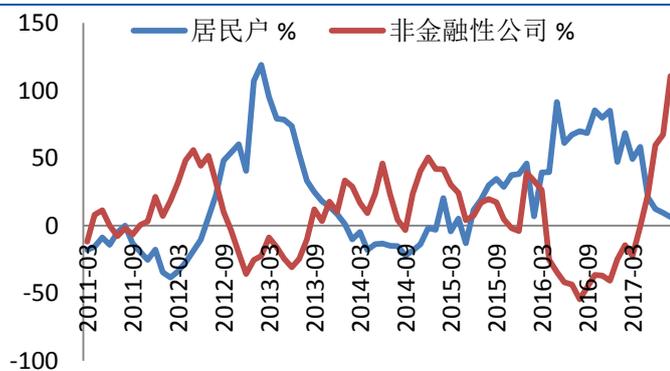
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.4 M2 与社会融资余额同比增速



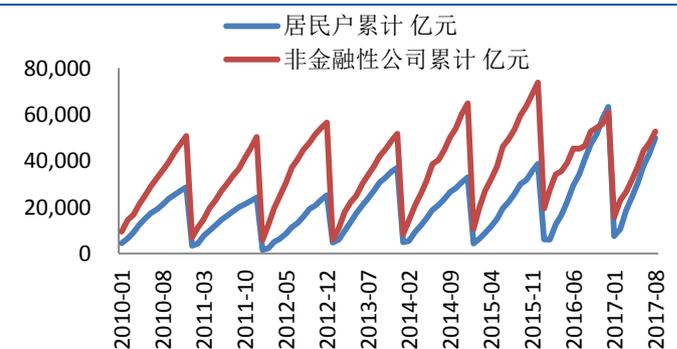
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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



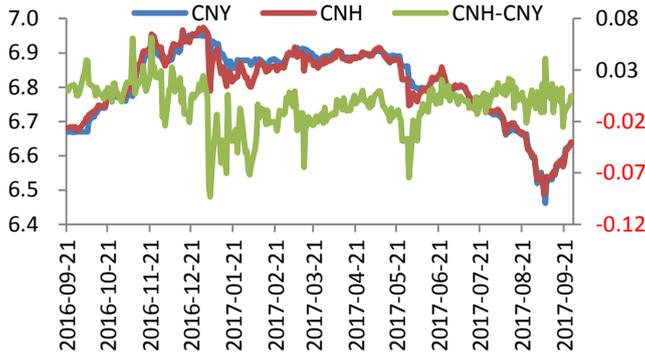
资料来源：Wind 资讯 南华研究

美国通胀有所好转，非农新增就业数据稍有回落，房地产销售和新开工数据较为平

稳，工业产值疲弱。9月美联储议息决议上表示，维持基准利率1%-1.25%不变，同时宣布将在10月开始启动渐进式被动缩表，并将在10月13日宣布抵押贷款支持证券(MBS)再投资的初始上限。消息公布之后，美元随之跳涨，人民币也应声走跌。但目前美债和美元存在较大的政治不确定性，加上经济尤其是通胀前景并不强劲，美联储加息缩表的实行过程可能不会太顺利。

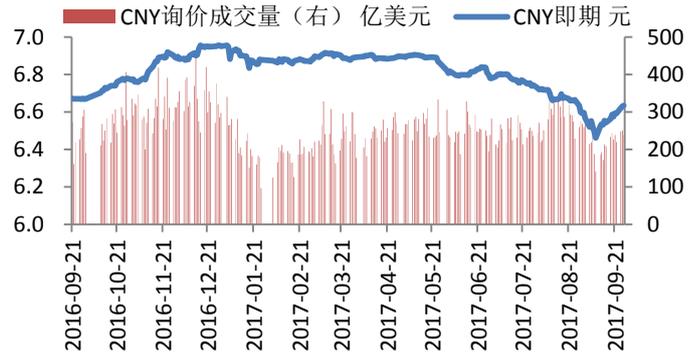
美国将开启渐进式被动缩表，但市场对其能否得到有效执行持怀疑态度。而且我国的货币政策具有较强的独立性，按照以往的经验来看，央行大概率不会跟随美国加息缩表进程来收紧货币政策。在人民币贬值压力可控且经济可能回落的背景下，央行不太可能调升基准利率，通过提高OMO、MLF利率来变相加息的可能性也不大，但央行短期也没有放松货币政策的意愿和必要。总而言之，美联储不会成为四季度影响国内货币政策的重要因素。

图 3.7 CNY 与 CNH 即期汇率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.8 CNY 即期及成交量



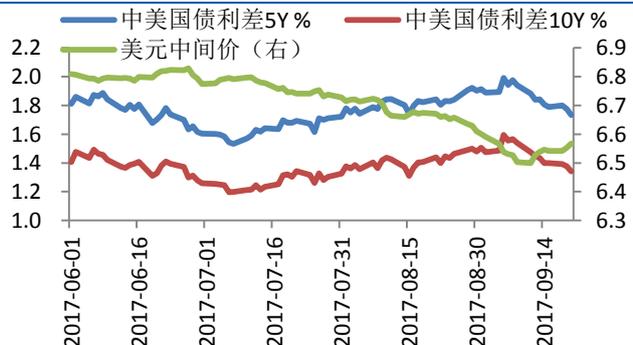
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.9 中美国债收益率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.10 中美利差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

四、行情研判

目前经济疲态逐渐显现，投资、消费等数据均开始走弱，库存周期开始下行，通胀低位运行，预计四季度基本面将缓慢回落，对债市有一定支撑。资金面来看，近期监管去杠杆趋于缓和，央行在公开市场调节市场流动性，整体将流动性控制在紧平衡的状态，预计四季度货币政策大概率维持现有基调，市场期望的降准四季度落地概率不大。大类资产来看，大宗商品开始高位回落，股市尚未迎来全面牛市，不会对债市造成压力。

供需方面，三季度债券发行利率震荡稍涨，目前保持高位震荡，尽管资金利率持续高企，但三季度末债市情绪已明显改善。对配置户而言，目前的利率水平吸引力较强，三季度债券供给明显上升，但对市场冲击不大。四季度供给压力整体预计弱于三季度，供给压力整体可控。

表 4.1 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)
2017年1月	4,106.00	17,231.11	15,699.68	1,531.43
2017年2月	4,037.82	27,966.58	17,298.54	10,668.04
2017年3月	9,829.23	38,916.32	27,246.60	11,669.72
2017年4月	9,089.09	30,621.28	20,934.35	9,686.93
2017年5月	11,002.84	28,645.73	26,579.76	2,065.97
2017年6月	11,055.76	37,255.65	25,559.17	11,696.48
2017年7月	14,408.08	39,493.57	21,395.29	18,098.27
2017年8月	17,497.35	43,964.82	33,007.32	10,957.51

资料来源：Wind 资讯 南华研究

整体看来，国内货币政策不松不紧，金融去杠杆、防风险成效初见，监管难言放松但极度紧张局面得到缓解，经济基本面也有望对债市构成支撑。目前长端利率对高企的资金利率已经钝化，上行空间有限，若四季度出现经济数据走弱或资金面好转，则收益率下行的弹性更大。短端收益率目前受制于资金利率，但安全性已较高，若资金面好转，短端亦将迎来快速修复。策略上，牛市到来或仍需等待，但下跌空间不大，国债期货以逢低做多为主。套利方面，因市场预期好转，9月以来国债期货基差逐渐走低，期现套利出现机会，有条件的投资者可做多基差。

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、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