



债市一周点评

宜空不宜多

核心观点

❖ 通胀无忧，加息难现

通胀压力的全年高点已过，货币政策大幅收紧的空间并不在，但是货币政策也不存在放松的背景。首先，去杠杆、防风险的要求不允许放松；其次，通胀回落、经济前景并非一片明朗，加息的最佳时期已过；另外，海外因素有所扰动，对美联储加息+缩表的预期不必忧虑，因为国内通胀起不来央行就没有太大压力。央行公开市场操作已经连续十三个交易日处于空窗期，央行最近的表态也提到缴税因素对流动性产生影响，依然坚持回笼流动性，态度十分鲜明，维持资金面紧平衡。

❖ 实体融资需求仍旺

居民部门新增贷款 7977 亿元，其中中长期贷款小幅增加近 700 亿元，主因是季节性回升，伴随着调控范围和力度的进一步扩大，房地产销售端向房贷的传导将会进一步显现，房贷增速下行将不可避免；非金融性公司及其他部门无论环比还是同比均有所走弱，但短期内经济稳定，债券市场表现平稳，3 月份债券融资有所增加，MPA 考核趋严表外融资对贷款有所分流。社融新增超预期，主因是表外融资贡献度上升。三月份表外理财正式纳入 MPA 考核，表外融资非但没有收缩，反而有所上升，反应了实体融资需求旺盛，受限于银行贷款的限制，不得不通过表外进行融资。

❖ 一季度外贸改善

欧美经济加速，外需回暖，出口延续了去年下半年以来的回升态势。日前“习特会”使得近期中美之间全面贸易战的可能性大大降低，进出口延续回升，贸易顺差印证了 2 月贸易逆差更多是季节性因素所致，外贸衰退的担忧被消除。展望全年，因全球经济总体复苏，出口有望好于去年，但基数效应可能导致二季度进出口增幅可能略降。

❖ 宜空不宜多

上周市场影响因素可谓是多空交错，但本周市场利空因素偏多。首先是地区冲

经济数据	单位	3 月	2 月
CPI	同比%	0.90	0.80
PPI	同比%	7.60	7.80
工业增加值	同比%	-	6.30
投资	同比%	-	8.90
消费	同比%	-	9.50
出口	同比%	16.40	-1.30
进口	同比%	20.30	38.10
贸易顺差	亿美元	239.25	-91.48
M2	同比%	10.60	11.10
M1	同比%	18.80	21.40
新增贷款	亿元	10,200	11,700
外汇占款	亿元	-	-581

突的隐患化解，避险情绪消除，朝鲜半岛的紧张局势以导弹发射失败而告终，地缘政治的紧张局势暂时得以缓解，通过政治外交手段和平解决半岛无核化问题成为主要手段。其次，银行新增信贷小幅低于预期，鉴于 3 月加强版 MPA 考核比较严格，表内融资受到约束，融资渠道更多向表外转移，表外融资高增表明实体融资需求仍然旺盛，经济基本面向好。再次，本周资金面会面临缴税因素的考验，央行从上周开始结束了近三周的投放空窗期，重启逆回购，为了应对流动性紧张的不利影响，央行会加大投放力度，去杠杆的背景下应该会形成资金面紧平衡的局面和效果。最后，银监会上周连续发文加强监管，将债券投资纳入统一监管的范围，去杠杆进程中信用债尤其是低等级信用债将受到明显的冲击。债券市场整体处于偏空的环境中。

从交易的层面来看，上周四盘中国债期货出现跳水式下跌，成交约 3000 手，做空力量比较强劲，周五尾盘支撑线再次被跌破，市场空头气氛比较浓厚。技术指标的观测，与我们的判断是相吻合的。期货对现券具有带动作用，期货有发现价格的作用，交易者对未来现券价格的认同才形成了期货价格，对市场心理的预期反应，通过观察期货和现券二者的走势趋同，所以本周现券的波段操作应当谨慎。



1 . 一周要闻：通胀无忧，加息难现	4
1.1 通胀无忧，加息难现	4
1.2 实体融资需求仍旺	5
1.3 一季度外贸改善	6
2 . 债市回顾：多空交错，弱势震荡	7
2.1 资金面	7
2.2 交易商协会指导利率	8
2.3 国债期货	8
2.4 二级市场	9
2.5 本周发行	11
3 . 后市判断及投资建议：宜空不宜多	11

1. 一周要闻：通胀无忧，加息难现

1.1 通胀无忧，加息难现

统计局 4 月 12 日公布数据显示，中国 3 月 CPI 同比涨 0.9%，预期涨 1.0%，前值涨 0.8%；PPI 涨 7.6%，前值涨 7.8%。

食品项继续回落。3 月 CPI 同比 0.9%，环比下降 0.3%，其中食品价格季节性下降 1.9%，非食品价格上涨 0.1%。食品方面，蔬菜环比下降 7.9%、蛋类环比下降 4%、猪肉价格下降 3.5%，降幅较大。食品价格春节后下降属于季节性因素，但今年降幅大于历史平均水平，从高频数据显示猪肉价格仍将小幅下行，食品价格仍处在回落区间。非食品方面，假日因素消退后，交通和通信（环比-0.40%）、教育文化和娱乐（环比-0.20%）延续回落态势，不过衣着、医疗保健、居住环比上涨，带动非食品价格小幅上涨。展望 4 月份，部分食品价格仍将小幅回落，非食品或季节性小幅上涨，在翘尾因素带动下 4 月 CPI 同比增速会小幅攀升，但通胀水平处于偏低水平。

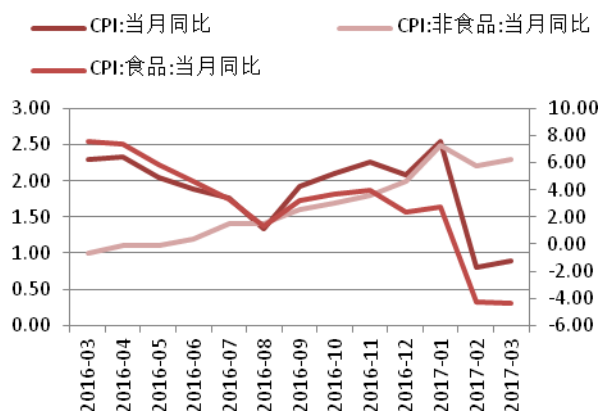


图 1 CPI 历史走势

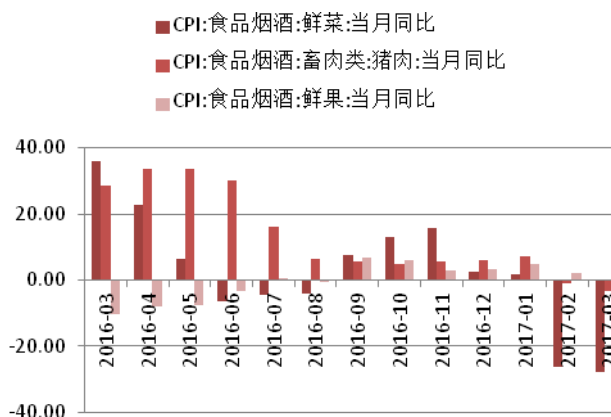


图 2 CPI 食品分项历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

剪刀差触顶回落。自去年 PPI 由负转正以来，PPI 持续走高，3 月 PPI 同比增 7.6%，略低于前值，但仍在高位，PPI 拐点已现，和我们的预期一直。今年 2 月份 CPI 让市场大跌眼镜，一直低位徘徊，PPI 向 CPI 传导并未成行，二者剪刀差不断扩大，直至上月触顶回落。虽然 3 月 CPI 与 PPI 剪刀差高位回落，但

其更多的是源于 PPI 的下调。从 PPI 构成来看，最近几个月的生活资料价格同比增速依然保持平稳（0.7，前值 0.8），而同期生产资料价格不断走高（连续两个月同比增速超过 10%），显示出 PPI 端的成本传导都没有出现（即生产资料价格向生活资料价格的传导），所以 PPI 向 CPI 的传导更无需担忧。

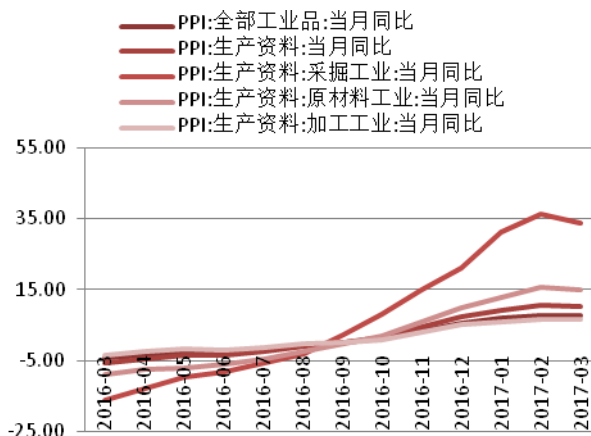


图 3 生产资料 PPI 历史走势

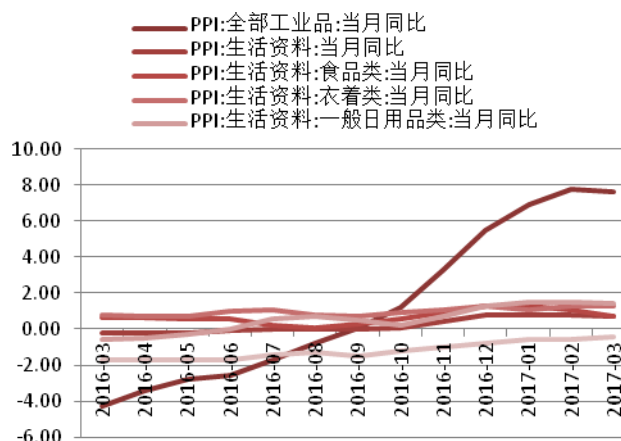


图 4 生活资料 PPI 历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

加息难现。通胀压力的全年高点已过，货币政策大幅收紧的空间并不在，但是货币政策也不存在放松的背景。首先，去杠杆、防风险的要求不允许放松；其次，通胀回落、经济前景并非一片明朗，加息的最佳时期已过；另外，海外因素有所扰动，对美联储加息+缩表的预期不必忧虑，因为国内通胀起不来央行就没有太大压力。央行公开市场操作已经连续十三个交易日处于空窗期，央行最近的表态也提到缴税因素对流动性产生影响，依然坚持回笼流动性，态度十分鲜明，维持资金面紧平衡。

1.2 实体融资需求仍旺

央行 4 月 14 日发布 2017 年 3 月金融统计数据报告显示，3 月 M2 货币供应同比增 10.6%，前值增 11.1%；3 月新增人民币贷款 1.02 万亿元，前值 1.17 万亿元。3 月社会融资规模 2.12 万亿，前值 11479 亿元。

3 月金融机构新增人民币贷款 1.02 万亿元，环比减少 1500 亿元，同样低于去年同期水平，同比减少 3500 亿元。具体来看，居民部门新增贷款 7977 亿元，其中中长期贷款小幅增加近 700 亿元，主因是季节性回升，伴随着调控范围和力度的进一步扩大，房地产销售端向房贷的传导将会进一步显现，房贷增速下

行将不可避免；非金融性公司及其他部门无论环比还是同比均有所走弱，但短期内经济稳定，债券市场表现平稳，3月份债券融资有所增加，MPA考核趋严表外融资对贷款有所分流。

社融新增超预期，主因是表外融资贡献度上升。信托贷款、委托贷款的规模分别为3112和2039亿元，银行未贴现承兑汇票为2388亿元，增幅均超过前值，三者之和合计超过前值7023亿元。三月份债券市场表现整体比较平稳，债券融资由负转正（220亿元），为去年12月份债市调整以来首现正值。三月份表外理财正式纳入MPA考核，表外融资非但没有收缩，反而有所上升，反应了实体融资需求旺盛，受限于银行贷款的限制，不得不通过表外进行融资。

M1与M2剪刀差趋势性下降。M2同比增速下降至10.6%，符合政府工作报告的要求，M1的回落速度快于M2，M1与M2剪刀差回落至8.2%，反映出当前实体经济好转，更多的资金投入到了经济活动中，而不是继续持币观望。

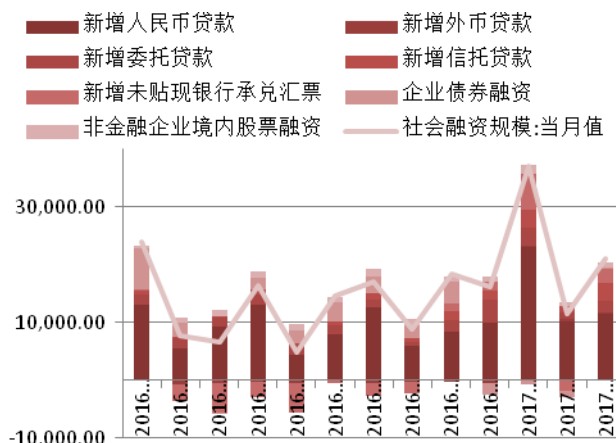


图5 社会融资数据历史走势

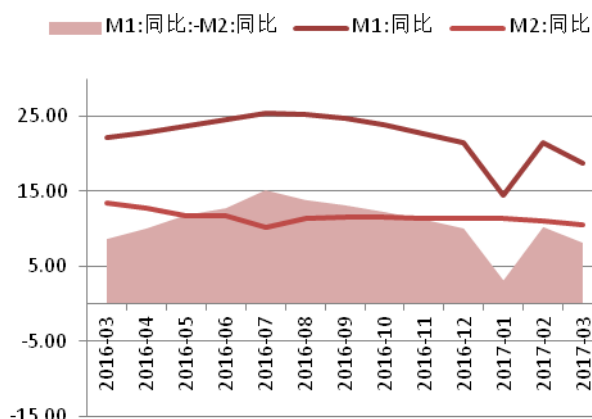


图6 M1与M2同比增速历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

1.3 一季度外贸改善

海关总署公布数据显示，以美元计，3月出口同比16.4%，预期4.3%，前值-1.3%；进口同比20.3%，预期15.5%，前值38.1%；贸易顺差239亿，前值-91.5亿。一季度，以美元计，1季度出口同比增长8.2%（前值-5.21%），进口同比增长24.0%（2.47%）。

出口大增的主要原因为：2016 年下半年以来，美欧日等主要经济体 PMI 指数基本持续向好，3 月美日 PMI 有所下滑但仍维持的高位景气扩张区间，欧元区 PMI 继续上升，总体表现仍然较好。而且衡量全球贸易走势的波罗的海干散货指数从上月的 859 上升至 1297，涨幅为 51%，全球经济复苏态势良好。进口大增的原因主要在于内需向好。3 月中采制造业 PMI 超预期上升为 51.8，连续 6 个月处于 51% 以上的扩张区间。

欧美经济加速，外需回暖，出口延续了去年下半年以来的回升态势。日前“习特会”使得近期中美之间全面贸易战的可能性大大降低，进出口延续回升，贸易顺差印证了 2 月贸易逆差更多是季节性因素所致，外贸衰退的担忧被消除。展望全年，因全球经济总体复苏，出口有望好于去年，但基数效应可能导致二季度进出口增幅可能略降。

2. 债市回顾：多空交错，弱势震荡

2.1 资金面

上周公开市场，央行结束连续两周净回笼，并在经历了连续十三个交易日的空窗期后开始投放 OMO，其中周四、周五共计投放 2000 亿元逆回购，连续两天净投放，全周公开市场逆回购到期 1300 亿元，净投放 700 亿元。另有 MLF 到期 2170 亿元未续做，但投放 PSL839 亿元。资金面方面，银行间市场资金面宽裕，隔夜品种供应充足，不过下周开始缴税影响将明显加大，央行也是考虑到税期的因素才重启逆回购。由于本月为季度缴税，整体规模大，市场偏谨慎，所以 7 天和 14 天资金供给相对收敛。资金利率整体表现平稳，价格波动不大。

下周公开市场逆回购到期 1900 亿元，MLF 到期 2345 亿元，伴随着缴税因素对流动性影响的加剧，料央行会加大公开市场投放的力度和频率，但不会形成资金面宽松的预期，资金面将会形成紧平衡的状态。

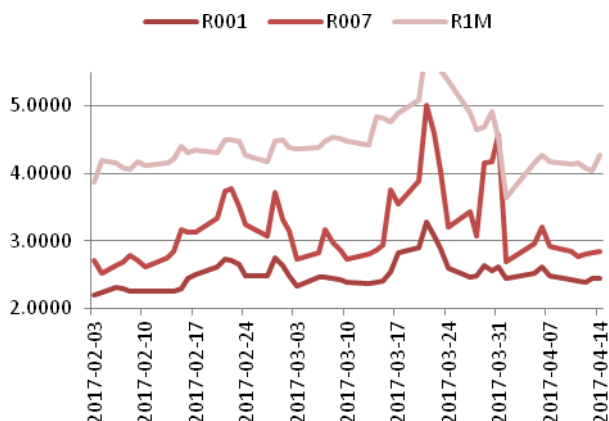


图7 银行间各期限质押式回购加权利率走势

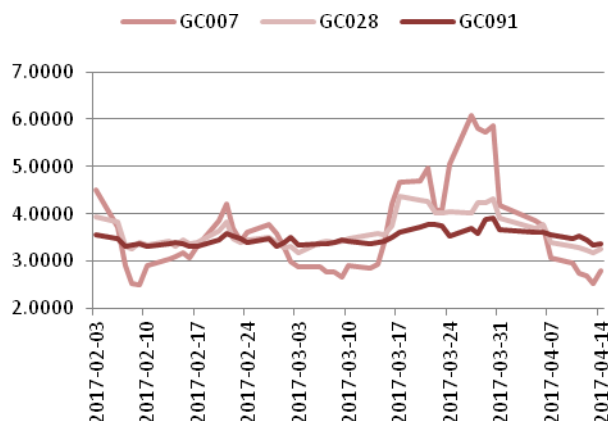


图8 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.2 交易商协会指导利率

交易商协会指导利率与前一周涨多跌少，AA级及以上评级品种收益率较前一周平均小幅上行0.10BP，整体变动幅度不大。与前一周相比，重点AAA评级1Y下行1BP，3Y、5Y、7Y10Y均上行1BP；AAA评级5Y、7Y均上行1BP，1Y、3Y、10Y均保持不变；AA+评级1Y下行1BP，5Y上行1BP，3Y、7Y、10Y保持不变；AA评级1Y下行2BP，3Y、10Y下行1BP，5Y上行1BP，7Y不变。最近几周市场利多利空因素交错，多空博弈，整体变现震荡，一级市场利率变不大。

表 1 交易商协会指导利率

信用评级	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
重点 AAA	4.03	4.21	4.36	4.58	4.78
变动（BP）	(1.00)	1.00	1.00	1.00	1.00
AAA	4.14	4.31	4.52	4.93	5.05
变动（BP）	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00
AA+	4.38	4.60	4.85	5.37	5.58
变动（BP）	(1.00)	0.00	1.00	0.00	0.00
AA	4.62	4.95	5.30	5.91	6.15
变动（BP）	(2.00)	(1.00)	1.00	0.00	(1.00)

2.3 国债期货

上周十年期国债期货主力合约 T.CFE 收于 96.490，较前一周跌 0.59%，全周成交量为 24.30 万手，成

成交量较前一周增加 8.26 万手，全周持仓量为 2.59 万手，较前一周减少 2.95 万手。上周市场利空利多交错，国债期货震荡走弱。

图 9 十年期国债期货主力合约走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.4 二级市场

利率债：上周市场真可谓多空交错，利多与利空并存。通胀低位徘徊，货币政策不会大幅收紧；地缘政治频繁爆发，美国打击叙利亚刚刚消停，朝鲜半岛核问题风声鹤唳，金融市场避险情绪浓厚；考虑到税期对流动性的影响，央行时隔 13 个交易日重启逆回购。进出口大幅超出市场预期，经济基本面向好；银监会监管风暴进一步升级，银行业包括债券在内的投资业务受到监管限制。多空博弈，市场走势震荡，但整体偏弱，截止上周五，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 国债收益率分别收于 3.03%、3.06%、3.18%、3.32%、3.36%，与前一周相比分别上行 3.71、3.48BP、8.62BP、8.93BP、6.33BP。国开等其他证金债整体走弱。防风险、去杠杆，监管趋严是业内共识，两会之前“维稳”并没有太多的监管文件出台，关键时点过后监管层有更多的时间和精力来去杠杆，促进资金脱虚向实。

表 2 国债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	3.03	3.06	3.18	3.32	3.36	3.77
最近一周	3.01	3.03	3.15	3.26	3.33	3.76
最近一月	2.91	3.01	3.11	3.22	3.31	3.77



周变动 (BP)	3.71	3.48	8.62	8.93	6.33	0.98
历史最低	0.37	1.20	1.73	2.12	1.98	0.06
1/4 分位	1.99	2.37	2.63	2.87	3.15	3.60
1/2 分位	2.45	2.84	3.08	3.33	3.48	4.09
3/4 分位	3.03	3.38	3.61	3.79	3.97	4.40
历史最高	8.82	7.48	6.32	5.34	5.41	10.54

表 3 国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	3.67	4.00	4.07	4.20	4.08	4.28
最近一周	3.64	3.98	4.03	4.15	4.07	4.29
最近一月	3.56	3.96	4.03	4.16	4.08	4.32
周变动 (BP)	8.03	5.99	8.18	8.34	1.58	(0.90)
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34	0.62
1/4 分位	2.33	2.77	3.02	3.24	3.43	4.05
1/2 分位	2.84	3.29	3.60	3.81	3.96	4.53
3/4 分位	3.58	3.90	4.10	4.30	4.46	5.00
历史最高	9.44	7.05	5.89	5.90	5.92	7.62

表 4 非国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
最近一天	3.63	3.97	4.06	4.22	4.20
最近一周	3.63	3.96	4.06	4.20	4.16
最近一月	3.62	3.96	4.09	4.21	4.17
周变动 (BP)	(0.16)	3.66	0.70	3.90	6.25
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34
1/4 分位	2.33	2.78	3.02	3.25	3.48
1/2 分位	2.85	3.29	3.60	3.82	3.99
3/4 分位	3.60	3.88	4.08	4.27	4.43
历史最高	9.44	7.05	5.85	5.89	5.87

信用债：监管升级降低了信用债的风险偏好，6 号文将债券投资纳入统一检测范围，去杠杆进程中信用债尤其是低等级信用债将受到明显的冲击。上周宏桥举行投资者交流会，消除市场忧虑，稳定了投资者情绪，相关债券价格反弹明显，区域性风险有所缓解。截止上周五，AA 及以上评级债券平均小幅上行 2.89BP，具体而言，AA+评级 1Y 短融收益率上行 0.75BP 至 4.44%、5Y 中票收益率上行 4.80BP 至 4.73%，7Y

企业债收益率上行 2.37BP 至 4.86%。

2.5 本周发行

表 5 本周主要中长期利率债计划发行一览表

交易代码	债券简称	发行起始日	缴款日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)
170404Z11.IB	17 农发 04(增 11)	2017-04-17	2017-04-19	40.00	7.00
170406Z4.IB	17 农发 06(增 4)	2017-04-17	2017-04-19	20.00	15.00
170201Z9.IB	17 国开 01(增 9)	2017-04-18	2017-04-20	50.00	7.00
170210Z2.IB	17 国开 10(增 2)	2017-04-18	2017-04-20	120.00	10.00
170006X.IB	17 付息国债 06(续发)	2017-04-19	2017-04-20	320.00	7.00
170005X.IB	17 付息国债 05(续发)	2017-04-21	2017-04-24	280.00	30.00

3. 后市判断及投资建议：宜空不宜多

上周市场影响因素可谓是多空交错，但本周市场利空因素偏多。首先是地区冲突的隐患化解，避险情绪消除，朝鲜半岛的紧张局势以导弹发射失败而告终，地缘政治的紧张局势暂时得以缓解，通过政治外交手段和平解决半岛无核化问题成为主要手段。其次，银行新增信贷小幅低于预期，鉴于 3 月加强版 MPA 考核比较严格，表内融资受到约束，融资渠道更多向表外转移，表外融资高增表明实体融资需求仍然旺盛，经济基本面向好。再次，本周资金面会面临缴税因素的考验，央行从上周开始结束了近三周的投放空窗期，重启逆回购，为了应对流动性紧张的不利影响，央行会加大投放力度，去杠杆的背景下应该会形成资金面紧平衡的局面和效果。最后，银监会上周连续发文加强监管，将债券投资纳入统一监管的范围，去杠杆进程中信用债尤其是低等级信用债将受到明显的冲击。债券市场整体处于偏空的环境中。

从交易的层面来看，上周四盘中国债期货出现跳水式下跌，成交约 3000 手，做空力量比较强劲，周五尾盘支撑线再次被跌破，市场空头气氛比较浓厚。技术指标的观测，与我们的判断是相吻合的。期货对现券具有带动作用，期货有发现价格的作用，交易者对未来现券价格的认同才形成了期货价格，对市场心理的预期反应，通过观察期货和现券二者的走势趋同，所以本周现券的波段操作应当谨慎。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。