

## 短期提振，关注政策

### 核心观点

#### ❖ 经济韧性较强

在财政支出减弱以及环保限产背景下，11月工业增加值有所走弱符合预期，但我们同时看到水泥价格走高，但产量同比环比均有所上升，表现在下游基建增速提高，地产需求仍不弱，对应融资需求也较强。进出口均大幅超出市场预期，与之前公布的PMI数据中新订单指数和新出口订单指数走势一致，显示内外需仍偏强。通胀方面，CPI和PPI同比都有所回落，显示通胀压力有所放缓。基数效应下，预计明年CPI中枢会有所提升，但通胀压力不太值得担忧，而且PPI在高基数影响下也会有所回落。

#### ❖ 央行象征性“加息”，市场情绪好转

美联储加息，央行仅仅象征性调升OMO、MLF5BP，不及前次（10BP），显示出央行并不希望推高债券收益率，也显示出央行货币政策具有相对独立性，所以市场忧虑解除，债券市场情绪出现好转。最近两周资金面先松后紧，货币资金整体上扬，月中缴税因素有所扰动，央行跟随美联储“加息”，提升了货币资金的整体成本。综合两周来看，银行间、交易所资金利率普遍上行。

#### ❖ 短期提振，关注政策

上周美联储加息靴子落地，央行象征性“加息”，上调公开市场操作OMO、MLF各5BP，之所以称之为“象征性加息”，源于上调力度小，今年2月、3月央行两次货币政策工具利率（OMO、MLF）均为10BP，而此次幅度减半。该操作，一方面显示出央行态度之暧昧，既不愿继续推高货币资金利率和债券收益率，避免伤害实体经济，又警惕美国加息带来的资本外流压力；另一方面也显示出央行货币政策的相对独立性，四季度以来人民币汇率相对稳定，走出了之前单边贬值和单边升值的压力，中美债券利差处于历史高位，给了货币政策更大的空间。虽然加了息，但市场的担忧随之解除，债市出现回暖。

接下来的两周将是2017年最后的两个交易周，2017年政策成为影响市场走势的核心因素，预计金融防风险、去杠杆仍然成为未来一段时间影响市场走势的重要主线，政策会陆续落地（如近期《商业银行流动性风险管理办法（修订征

经济数据	单位	11月	10月
CPI	同比%	1.70	1.90
PPI	同比%	5.80	6.90
工业增加值	同比%	6.10	6.20
投资	同比%	7.20	7.30
消费	同比%	10.20	10.00
出口	同比%	12.30	6.90
进口	同比%	17.70	17.20
贸易顺差	亿美元	402.14	381.85
M2	同比%	9.10	8.80
M1	同比%	12.70	13.00
新增贷款	亿元	11,200	6,632
外汇占款	亿元	23.7	21.0

征求意见稿)》，而资管新规的正式出台将会重塑资管行业，成为左右市场的最重要政策文件，需关注背后链条的冲击，但对公募基金将迎来更有力的发展环境。

本周召开中央经济工作会议定调明年经济发展，此前政治局会议已经明确三大任务：防风险、去杠杆为经济工作的首要任务，其次为精准扶贫，然后是防治污染，经济发展从重总量向重质量转变，与十九大一脉相承。中央经济工作会议将会给出更多的指引，预计供给侧改革仍是主线，但重心将从降成本（15年降准降息）、去产能（16年化解过剩产能）、去库存（17年房地产）向去杠杆（16年下半年开始）、补短板转移，从提高发展质量的角度制定经济政策和实施宏观调控。

本周开始投资者开始准备跨年资金，从公开市场到期情况来看，共有3500亿元OMO到期，量不大，另有MLF到期1870亿元（周六顺延），不过上周四已提前超额续作，整体来看资金到期量不大。不过，历年该时点大行融出意愿较弱，资金面需求旺盛（尤其是跨年资金）。揣测央行的态度，虽然加了息，但央行的货币政策态度并未发生改变，资金紧的时候央行会放钱、松的时候收钱，大概率猜测央行会提供流动性支持，平稳跨年，但需警惕结构性紧张造成的波动。

债券市场走势方面，央行象征性加息解除了市场的担忧，短期对市场有一定的提振作用；中长期来看，还需观察政策的落地情况和监管力量的边际变化，以及金融防风险、去杠杆对经济基本面形成的压力。目前债市处于“超调”阶段，配置价值凸显，但趋势性机会尚未到来。

1. 两周要闻：经济韧性较强 .....	4
1.1 内外需均强劲 .....	4
1.2 PPI 拐点已现，通胀压力放缓 .....	4
1.3 经济小幅走弱，但韧性强 .....	5
1.4 融资需求旺盛 .....	7
2. 债市回顾：央行象征性“加息”，市场情绪好转 .....	7
2.1 货币市场 .....	7
2.2 公开市场 .....	8
2.3 交易商协会指导利率 .....	9
2.4 国债期货 .....	9
2.5 二级市场 .....	9
2.6 本周发行 .....	11
3. 后市判断及投资建议：短期提振，关注政策 .....	12

## 1. 两周要闻：经济韧性较强

### 1.1 内外需均强劲

海关总署 12 月 8 日公布 11 月外贸数据，以美元计价：中国 11 月进出口金额同比 14.7%（前值 11.2%）；进口同比 17.7%（前值 17.2%），市场预期 13%；出口同比 12.3%（前值 6.9%），市场预期 5%；贸易顺差 402 亿美元（前值 382 亿美元）。进出口均大幅超出市场预期，与之前公布的 PMI 数据中新订单指数和新出口订单指数走势一致，显示内外需仍偏强。

以人民币计价：11 月份，我国进出口金额同比增长 12.6%，前值 10.2%。其中，出口同比增长 10.3%，前值 6.1%；进口同比增长 15.6%，前值 15.9%；贸易顺差 2636 亿元，前值 2544 亿元。

分国别来看，11 月公布的欧元区、日本、美国 PMI 数据，继续在较高景气区间，欧元区继续上行至 60.0，日本至 53.8，分别比上月上行 1.5 和 1.0，美国略有回落，但仍达 58.2。全球制造业复苏态势强劲，继续拉动我国出口。出口单月同比，中国 11 月对美出口同比升至 15.2%（前值 8.3%），对欧盟出口 11 月进一步回升至 14%（前值 11.4%），对日本出口也回升至 9.8%（前值 5.7%）；对东盟出口升至 20.2%（前值 10.1%）；对香港出口在连续 8 个月负增长之后转正至 0.8%（前值 -5.4%）。进口单月同比，11 月对欧盟进口同比为 24.7%（前值 25.3%），处于较高水平；对日本 14.7%（前值 13.4%）；对美国同比 5.3%（前值 4.3%），小幅回升；对东盟进口今年 3 月份以来均保持在 20%附近（19.8%）；不过 11 月在原油等工业品带动下，对俄罗斯大增至 35.8%（前值 11.4%）。

进口商品方面，铁矿砂进口量为 9454 万吨，上月为 7949 万吨，去年同期为 9198 万吨，同比增速在上月短期转负之后再次转正，进入限产季，钢材产量的下降不及预期，说明在高利润的趋势下，企业生产意愿仍强；原油进口量为 3704 万吨，上月为 3103 万吨，去年同期为 3235 万吨，同比与环比都有较大幅度的回升；另外钢材，铜材，成品油，天然气，纸浆的进口同比增速也有所提升。

出口产品方面，自动数据处理设备，电动机及发动机出口同比增速有所回升，但集成电路出口数量同比增速大幅下滑，由上月的 15.9% 回落至 -2.6%，整体来看下游尤其是技术密集型产品的出口增速有所回升。

从海关总署先导指数看，中国外贸出口先导指数环比回升。11 月，中国外贸出口先导指数为 41.8，较上月回升 0.2。先导指数显示对未来乐观。

### 1.2 PPI 拐点已现，通胀压力放缓

统计局 12 月 9 日公布，11 月 CPI 同比涨 1.7%，涨幅连续 10 个月低于 2%，预期 1.8%，前值 1.9%；11 月 PPI 同比升 5.8%，预期 5.8%，前值 6.9%。

食品价格同比下降 1.1%（前值 -0.4%），非食品同比上涨 2.5%（前值 2.4%）。食品方面：鲜菜价格变动较大，同比下降 9.5%（前值涨 0.32%），主要受去年 11 月鲜菜价格基数较高的影响；猪肉 CPI 同比 -9%（前值 -10.1%），跌幅连续 5 个月收窄，绝对价格处于低位波动。非食品方面，在国际油价上涨的带动下，国内成品油价格也迎来上调，交通工具用燃料分项同比增速 10.2%，较上月上升 2.7 个百分点，对非食品 CPI 形成一定支撑。

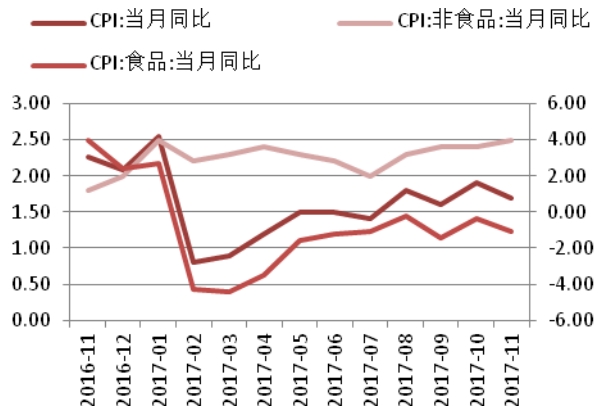


图1 CPI历史走势

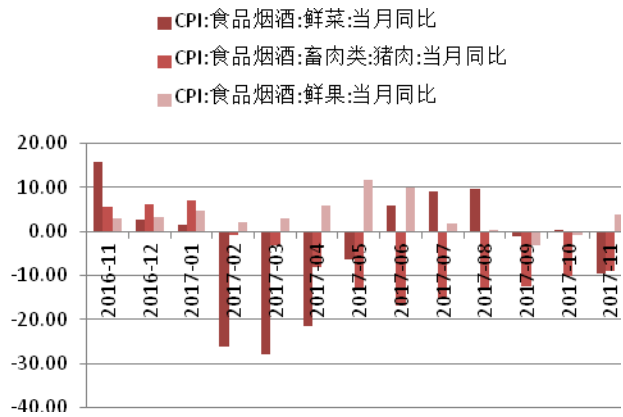


图2 CPI食品分项历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

11月PPI同比增速+5.8%，较前值下降1.1个百分点，PPI拐点已现，正式进入下降通道。但我们看到，PPI环比涨幅+0.5%，环比增速仍然为正，从生产资料大类来看，11月采矿、原材料、加工业PPI环比分别上涨1.7%（前值2.1%）、1.0%（前值1.4%）、0.3%（前值0.6%），环比涨幅均低于前值、但仍维持正增长，环保限产将持续对工业生产价格产生边际正向影响。分大类来看，生产资料上涨0.6%，生活资料上涨0.1%，中上游向下游的价格传导仍然不明显。受近期油价上涨影响，11月原油开采业PPI环比涨幅扩大（6.2%，前值5.1%）。

CPI和PPI同比都有所回落，显示通胀压力有所放缓。基数效应下，预计明年CPI中枢会有所提升，但通胀压力不太值得担忧，而且PPI在高基数影响下也会有所回落。

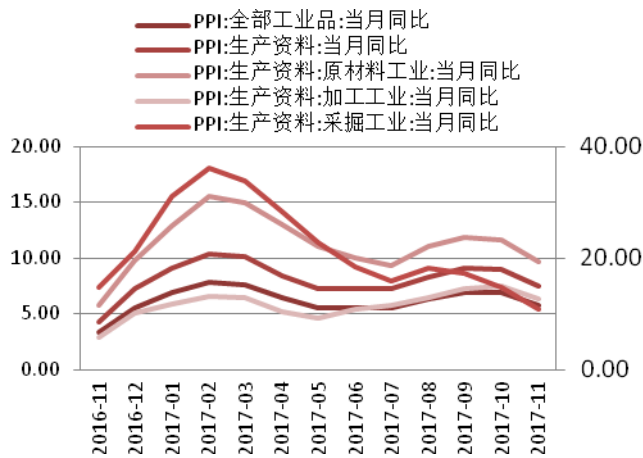


图3 生产资料PPI历史走势

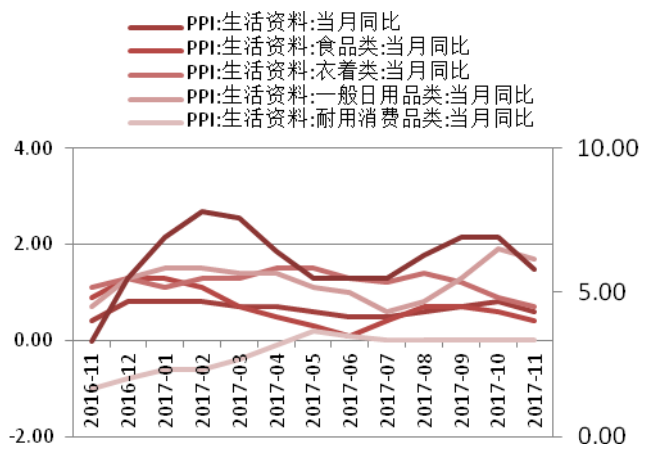


图4 生活资料PPI历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

### 1.3 经济小幅走弱，但韧性强

12月14日，国家统计局公布数据显示，中国11月规模以上工业增加值同比增6.1%，增速连续两个月下降，预期增6.1%，前值增6.2%；1-11月全国固定资产投资同比增长7.2%，预期7.2%，前值7.3%；11月份，社会消费品零售总额同比名义增长10.2%，预期10.3%，前值10%。

在财政支出减弱以及环保限产背景下，11月经济有所走弱符合预期，但我们同时看到水泥价格走高，但产量同比环比均有所上升，表现在下游基建增速提高，地产需求仍不弱，对应融资需求也较强。工增小幅回落，分三大门类看，采矿业增速依然为负（-1.7%，前值-1.3%），制造业投资同比增速保持平稳（6.8%，前值6.7%），电力、燃气、水增速出现较大幅度回落（4.5%，前值9.2%）。主要产品产量，10月上游原煤（-2.7%，

前值 1.5%)、原油 (-2.5%, 前值-0.4%)、天然气 (3%, 前值 15.4%) 降幅明显, 发电 (2.4%, 前值 2.5%) 保持平稳; 粗钢增速明显下滑 (2.2%, 前值 6.1%), 但水泥产量增速走高 (4.8%, 前值-3.1%)。下游, 汽车 (1.8%, 前值 0.6%) 产量增速有所反弹。12 月份以来, 虽然 6 大发电集团日均耗煤量比 11 月高, 但高炉开工率仍然较低。

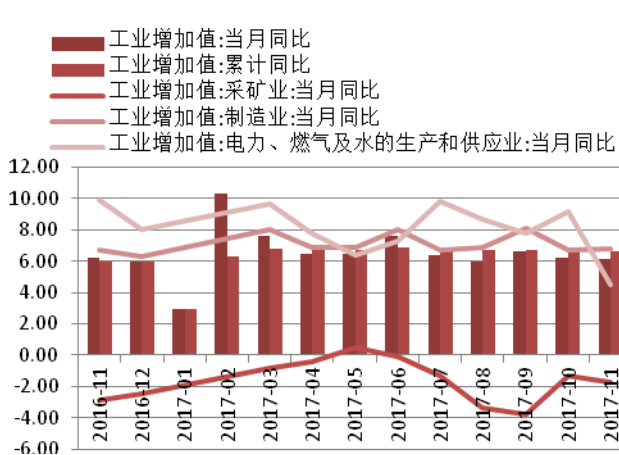


图5 工业增加值历史走势

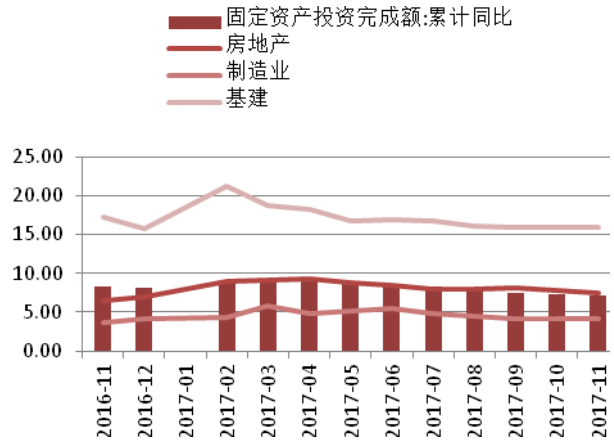


图6 固定资产投资历史走势

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

投资并没有那么差。1-11月固定资产投资累计增速虽然有所下行, 但边际上11月单月增速有所反弹 (5.77%, 前值 3.16%)。三大行业中, 基建投资反弹幅度最大 (16.67%, 前值 11.59%), 上升超过 5 个百分点; 除基建外, 制造业投资增速也小幅反弹, 为 2.1%, 前值 1.22%; 房地产开发投资增速虽然小幅走弱 (4.57%, 前值 5.57%), 但地产单月销售面积超预期 (5.31%, 前值-5.98%), 二线重点城市销量显著复苏, 新开工增速 18.84% (前值-4.25%) 创今年以来新高。考虑到当前库存较低, 房地产开发意愿较强, 未来对投资存在一定支撑。



图7 民间固定资产投资历史走势

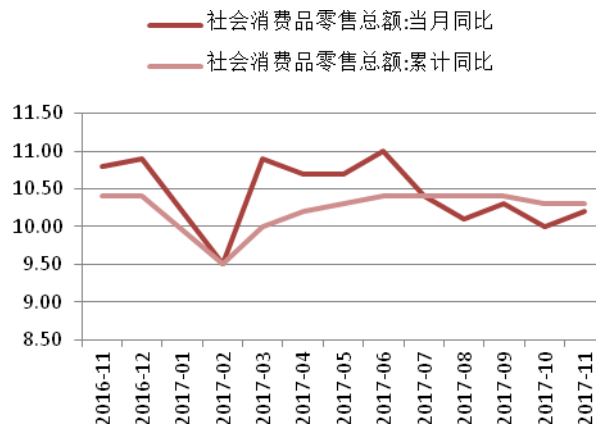


图8 社会消费品零售总额历史走势

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

消费增速回升力度不及预期。11月社会消费品零售总额同比增长 10.2%, 前值 10%, 主因是“双十一”网络购物节效应, 但力度不及市场预期。服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、日用品、通讯器材、家电、家具消费增速均出现明显上升, 其中通讯器材增速上升幅度尤其大 (33.9%, 前值 2.1%), 由于价格上涨石油类消费增速有所上升 (10.4%, 前值 8.2%); 而建筑装潢和汽车类消费增速下滑。网络购物节将消费能力和冲动一次性释放, 透支了未来消费, 对 12 月消费增速产生一定影响。

## 1.4 融资需求旺盛

央行网站12月11日发布数据显示,中国11月新增人民币贷款11200亿元,预期7850亿元,前值6632亿元;M2同比增9.1%,预期8.9%,前值8.8%。2017年11月份社会融资规模增量为1.6万亿元(前值10387亿元),比上年同期少2346亿元。

11月人民币贷款增加1.12万亿元,高于市场预期,进一步表明经济仍然存在韧性。一方面,政策性银行在11月份加大了信贷投放,这些信贷投向了棚改和扶贫领域;另一方面,11月份的房贷投放量也不低。930定向降准政策出台之后,部分银行为争取便宜的资金,年内较多投向了三农、小微贷款。分部门看,住户部门贷款增加6205亿元(前值4501亿元),其中,短期贷款增加2028亿元(前值791亿元),中长期贷款增加4178亿元(前值3710亿元);非金融企业及机关团体贷款增加5226亿元(前值2142亿元),其中,短期贷款增加197亿元(前值-113亿元),中长期贷款增加4275亿元(前值2366亿元),票据融资增加385亿元(前值-378亿元);非银行业金融机构贷款减少169亿元(前值-4亿元)。

11月份社会融资规模增量为1.6万亿元,前值10387亿元,比上年同期少2346亿元。其中,表内人民币贷款增加1.14万亿元,前值6635亿元;委托贷款新增280亿元,前值43亿元;信托贷款新增1434亿元,前值1019亿元;企业债券新增716亿元,前值1508亿元;股票融资1324亿元,前值601亿元。贷款超预期推动社融超预期;委托贷款与信托贷款与上月相比有所增长,在表内融资受限背景下,房地产与城投绕道非标融资的情况较多。

11月末,M2同比增长9.1%,增速比10月末高0.3个百分点,比2016年同期低2.3个百分点。存款和M2增速回升,主要源于贷款增量超预期和外汇占款同比好于去年11月份(去年11月份外汇占款大幅流出)。不过,11月份的财政存款投放量低于去年同期(-378亿元,前值1.05万亿元,去年同期-2876亿元),主要因为11月份财政支出增速都明显负增长,导致财政存款投放减少,因此对存款的增长不利。

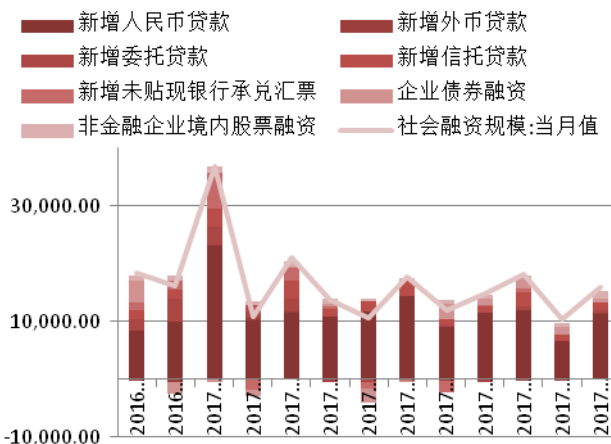


图9 社会融资数据历史走势

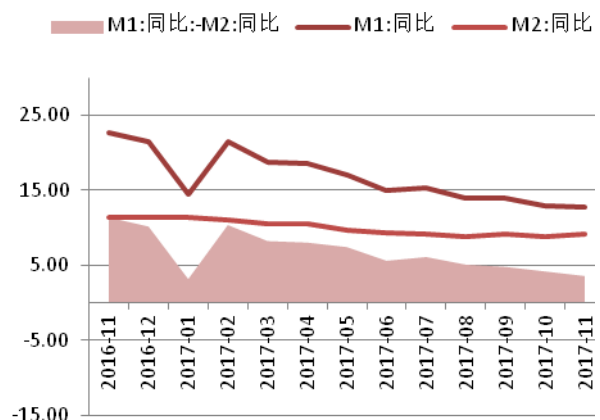


图10 M1与M2同比增速历史走势

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

## 2. 债市回顾: 央行象征性“加息”, 市场情绪好转

### 2.1 货币市场

最近两周资金面先松后紧,货币资金整体上扬,月中缴税因素有所扰动,央行跟随美联储“加息”,上调7D、28D、MLF利率各5BP,提升了货币资金的整体成本。综合两周来看,银行间、交易所资金利率普遍上行。截止12月15日,银行间质押式回购加权平均利率隔夜、7天、14天、21天、1M资金分别位于2.78%、

3.35%、4.44%、4.71%、5.52%，由于临近年末，跨年资金需求旺盛，中长期资金利率上行幅度更大。

表 1 银行间质押式回购利率变动统计

期限	R001	R007	R014	R021	R1M
最近一天	2.78	3.35	4.44	4.71	5.52
最近两周	2.73	3.25	4.07	4.50	5.36
最近一月	2.82	3.46	4.37	4.53	4.96
两周变动 (BP)	14.05	24.06	45.37	36.10	114.89

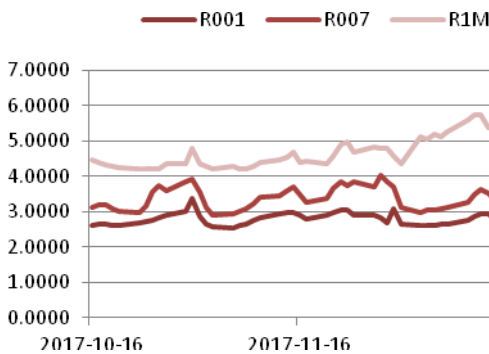


图 11 银行间各期限质押式回购加权利率走势

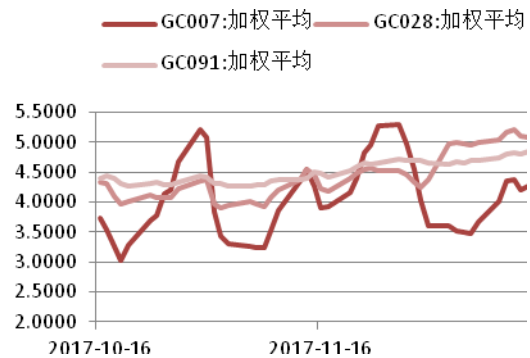


图 12 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

## 2.2 公开市场

最近两周（12.4-12.15）公开市场逆回购到期量1.26万亿元，另有MLF到期1880亿元。近两周资金面先松后紧，整体紧平衡。月初资金面偏松时，央行暂停公开市场操作，回落资金；随着MLF到期，流动性有所趋紧，央行进行MLF操作，仅对冲当日到期量（近半年来，首次出现未一次性全月对冲的情况）；临近中旬，资金需求旺盛，缴税因素有所扰动，央行进行逆回购操作，重启了28D品种，并且在上周四超量续作MLF2880亿元（上周六MLF到期1870亿元，顺延至本周一到期），平稳跨年的意图十分明确。综合两周来看，央行共进行逆回购投放8300亿元，MLF13060亿元。本周，公开市场逆回购到期量较小，3500亿元；MLF到期（上周六顺延至本周）1870亿元，已续作。

表 2 资金面投放/回笼统计

名称	到期 (亿元)	投放 (亿元)	净投放 (亿元)
逆回购 7D	6300	4100	-2200
逆回购 14D	6300	500	-5800
逆回购 28D		3700	3700
MLF	1880	4760	2880
合计	14480	13060	-1420



### 2.3 交易商协会指导利率

与两周前相比，交易商协会指导利率整体有所上行，但结构上长久期、低评级信用债已经开始出现下行。整体上来看，AA级及以上评级品种收益率平均上行1.94BP，上行幅度有所收敛。与前期相比，重点AAA评级1Y上行6BP，3Y上行8BP，5Y上行2BP，7Y上行2BP；AAA评级1Y上行4BP，3Y上行5BP，5Y上行0BP，7Y上行1BP；AA+评级1Y上行5BP，3Y上行5BP，5Y上行0BP，7Y下行1BP；AA评级1Y上行2BP，3Y下行1BP，5Y下行6BP，7Y下行1BP。

表 3 交易商协会指导利率

信用评级	1年	3年	5年	7年
重点 AAA	4.74	4.92	5.02	5.14
变动 (BP)	6.00	8.00	2.00	2.00
AAA	4.84	5.02	5.17	5.41
变动 (BP)	4.00	5.00	0.00	1.00
AA+	5.07	5.28	5.46	5.91
变动 (BP)	5.00	5.00	0.00	(1.00)
AA	5.32	5.65	5.80	6.33
变动 (BP)	2.00	(1.00)	(6.00)	(1.00)

### 2.4 国债期货

截止 12 月 15 日，十年期国债期货主力合约 T.CFE 收于 92.905，92.980，较 12 月 1 日微跌 0.08%。两周成交量为 42.76 万手，成交放量减少 7.4 万手；持仓量 5.92 万手，增加 0.15 万手。市场先抑后扬，美联储加息靴子落地，央行象征性“加息”，市场忧虑缓解。

图 13 十年期国债期货主力合约走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

### 2.5 二级市场

**利率债：**央行月初暂停公开市场操作、回笼资金，MLF 第一次未全月对冲，引发市场对流动性的担忧；流动性风险管理办法征求意见，监管延续，并未放松；外贸数据、金融数据超预期，经济整体存在韧性，基本面并未形成利好，所以债市走势较弱。然而，美联储加息，央行仅仅象征性调升 OMO、MLF5BP，不及前次（10BP），显示出央行并不希望推高债券收益率，也显示出央行货币政策具有相对独立性，所以市场忧虑

解除，市场出现好转；不仅如此，由于流动性趋紧，央行加大了资金投放，并发布自动质押融资业务管理办法，边际上也利好流动性。综合来看，截止12月15日，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y国债收益率较两周前分别收于3.78%、3.77%、3.85%、3.94%、3.89%，与12月1日相比分别上行14.37BP、-0.05BP（下行）、3.82BP、2.95BP、0.52BP，以十年期为代表的国债收益率呈现高位震荡走势。之前收益率上升幅度相对较大的政金债，最近两周上行趋势已经收敛，走势与国债相仿。

表4 国债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	3.78	3.77	3.85	3.94	3.89	4.36
最近一周	3.77	3.78	3.89	3.96	3.92	4.36
最近一月	3.69	3.77	3.87	3.95	3.92	4.34
两周变动 (BP)	14.37	(0.05)	3.82	2.95	0.52	2.76
历史最低	0.37	1.20	1.73	2.12	1.98	0.06
1/4 分位	2.01	2.39	2.65	2.89	3.16	3.62
1/2 分位	2.54	2.88	3.12	3.36	3.50	4.10
3/4 分位	3.10	3.45	3.62	3.79	3.94	4.37
历史最高	8.82	7.48	6.32	5.34	5.41	10.54

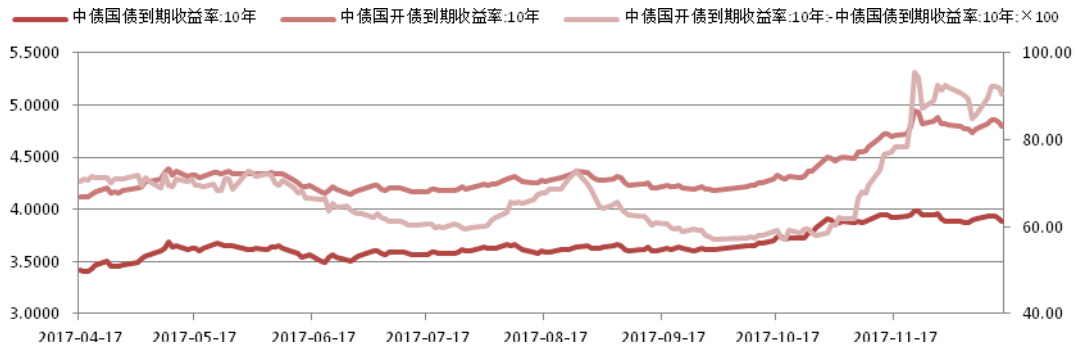
表5 国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	4.54	4.73	4.77	4.90	4.80	5.03
最近一周	4.53	4.73	4.78	4.88	4.83	5.02
最近一月	4.45	4.68	4.73	4.85	4.81	4.96
两周变动 (BP)	4.19	3.35	5.27	3.45	(0.96)	5.20
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34	0.62
1/4 分位	2.35	2.78	3.03	3.25	3.45	4.06
1/2 分位	2.92	3.33	3.64	3.85	4.01	4.55
3/4 分位	3.67	3.95	4.14	4.32	4.45	4.98
历史最高	9.44	7.05	5.89	5.90	5.92	7.62

表6 非国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
最近一天	4.58	4.74	4.81	4.94	4.93
最近一周	4.56	4.74	4.81	4.94	4.94
最近一月	4.47	4.70	4.79	4.90	4.91
两周变动 (BP)	3.41	2.87	(1.33)	4.04	1.21
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34
1/4 分位	2.36	2.79	3.04	3.26	3.50
1/2 分位	2.91	3.35	3.64	3.85	4.02
3/4 分位	3.68	3.94	4.13	4.30	4.46
历史最高	9.44	7.05	5.85	5.89	5.87

图14 十年国债及十年国开收益率走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

**信用债：**截止 12 月 15 日，与 12 月 1 日相比，AA 及以上评级的信用债平均下行 1.49BP，出现修复，且表现好于利率债。具体而言，AA+评级 1Y 短融收益率下行 2.17BP 至 5.26%、5Y 中票收益率上行 2.16BP 至 5.61%，7Y 企业债收益率下行 0.89BP 至 5.68%。从目前对资管新规的反馈来看，市场认为新规将会对市场造成大的冲击，不过目前仅仅是征求意见稿，如果实际落地力度较大将会对债市形成冲击，尤其是信用债将承受抛压。

表 7 信用品收益率变动统计

期限		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	7 年	10 年
AAA+	利率(%)	4.89	5.03	5.15	5.16	5.21	5.21	5.22
	变化情况(BP)	(4.75)	(1.34)	2.51	(3.77)	0.54	0.71	0.00
AAA	利率(%)	4.98	5.13	5.26	5.31	5.36	5.37	5.38
	变化情况(BP)	(7.17)	(1.93)	1.85	(4.55)	0.16	(0.89)	(1.50)
AAA-	利率(%)	5.13	5.25	5.38	5.43	5.48	5.51	5.52
	变化情况(BP)	(3.17)	(0.93)	2.85	(3.55)	1.16	(0.89)	(1.50)
AA+	利率(%)	5.26	5.38	5.51	5.56	5.61	5.68	5.69
	变化情况(BP)	(2.17)	0.07	3.85	(2.55)	2.16	(0.89)	(1.50)
AA	利率(%)	5.46	5.58	5.71	5.76	5.81	5.98	5.99
	变化情况(BP)	(6.17)	(3.93)	(0.15)	(6.55)	(1.84)	(2.89)	(3.50)
AAA 城投	利率(%)	5.18	5.27	5.32	5.39	5.46	5.51	5.52
	变化情况(BP)	(4.23)	(4.56)	(0.34)	(1.63)	(2.21)	(0.17)	(1.47)
AA+城投	利率(%)	5.35	5.42	5.47	5.54	5.60	5.70	5.74
	变化情况(BP)	(2.23)	(4.56)	(0.34)	0.37	(2.21)	(4.17)	(3.47)
AA 城投	利率(%)	5.54	5.65	5.73	5.80	5.87	6.05	6.12
	变化情况(BP)	(2.23)	(4.56)	(3.34)	(3.63)	(5.21)	(4.17)	(3.47)

## 2.6 本周发行

表 8 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)
------	------	-------	-----	-----------	---------

170027.IB	17 附息国债 27	2017-12-20	2017-12-21	260.00	7.00
170023X2.IB	17 附息国债 23(续 2)	2017-12-20	2017-12-21	260.00	3.00

### 3. 后市判断及投资建议：短期提振，关注政策

上周美联储加息靴子落地，央行象征性“加息”，上调公开市场操作 OMO、MLF 各 5BP，之所以称之为“象征性加息”，源于上调力度小，今年 2 月、3 月央行两次货币政策工具利率（OMO、MLF）均为 10BP，而此次幅度减半。该操作，一方面显示出央行态度之暧昧，既不愿继续推高货币资金利率和债券收益率，避免伤害实体经济，又警惕美国加息带来的资本外流压力；另一方面也显示出央行货币政策的相对独立性，四季度以来人民币汇率相对稳定，走出了之前单边贬值和单边升值的压力，中美债券利差处于历史高位，给了货币政策更大的空间。虽然加了息，但市场的担忧随之解除，债市出现回暖。

接下来的两周将是 2017 年最后的两个交易周，2017 年政策成为影响市场走势的核心因素，预计金融风险、去杠杆仍然成为未来一段时间影响市场走势的重要主线，政策会陆续落地（如近期《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，而资管新规的正式出台将会重塑资管行业，成为左右市场的最重要政策文件，需关注背后链条的冲击，但对公募基金将迎来更有力的发展环境。

本周召开中央经济工作会议定调明年经济发展，此前政治局会议已经明确三大任务：防风险、去杠杆为经济工作的首要任务，其次为精准扶贫，然后是防治污染，经济发展从重总量向重质量转变，与十九大一脉相承。中央经济工作会议将会给出更多的指引，预计供给侧改革仍是主线，但重心将从降成本（15 年降准降息）、去产能（16 年化解过剩产能）、去库存（17 年房地产）向去杠杆（16 年下半年开始）、补短板转移，从提高发展质量的角度制定经济政策和实施宏观调控。

本周开始投资者开始准备跨年资金，从公开市场到期情况来看，共有 3500 亿元 OMO 到期，量不大，另有 MLF 到期 1870 亿元（周六顺延），不过上周四已提前超额续作，整体来看资金到期量不大。不过，历年该时点大行融出意愿较弱，资金面需求旺盛（尤其是跨年资金）。揣测央行的态度，虽然加了息，但央行的货币政策态度并未发生改变，资金紧的时候央行会放钱、松的时候收钱，大概率猜测央行会提供流动性支持，平稳跨年，但需警惕结构性紧张造成的波动。

债券市场走势方面，央行象征性加息解除了市场的担忧，短期对市场有一定的提振作用；中长期来看，还需观察政策的落地情况和监管力量的边际变化，以及金融风险、去杠杆对经济基本面形成的压力。目前债市处于“超调”阶段，配置价值凸显，但趋势性机会尚未到来。

#### 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。