

## 波段操作为主

### 摘要

- **PMI 不及预期。**10月官方制造业PMI录得51.6，环比下降0.8%。非制造业PMI录得54.3，较前月走低1.1%。财新PMI走升0.6%至51.2。从分项指数来看，新订单指数为52.9，较上月回落1.9%，生产指数为53.4，较上月回落1.3%，显示需求大幅下降。库存方面，原材料库存指数为48.6，较上月回落0.3%，产成品库存录得46.1，较上月回升1.9%，说明下游需求转弱，企业去库存效果不佳。分企业类型来看，大型企业回落0.7%至53.1，中型企业回落1.3%至49.8，重回荣枯线以下，小企业回落0.4%至49.0，说明企业整体盈利下滑。整体来看，需求、生产和库存均转弱，各类指标均不及预期，经济仍处下行通道。
- **美国经济稳健增长。**美国9月新增非农就业人数为26.1万人，创2016年7月以来最大增幅。10月ADP就业人数增加23.5万人，明显高于前值。9月失业率为4.1%，刷新2000年来新低。9月耐用品订单环比终值录得2.0%，略低于前值；9月工厂订单环比增长1.4%，高于前值和预期。9月美国个人收入环比增长0.4%，高于前值；个人消费支出环比增长1%，与前值持平。9月PCE物价指数同比增长1.6%，略高于前值。当周初领失业金人数为22.9万人，低于前值。当周API原油库存为-509万桶，大幅低于前值和预期。美国税改已形成一定共识，美国民众信心有一定提升，美国经济略有好转，美元指数周内窄幅震荡，人民币冲高回落，但整体韧性较强。同时，近期美债收益率开始回落，中国国债收益率先升后降，中美利差明显走扩。
- **流动性展望：**本周公开市场共有6900亿逆回购到期，周内无扰动资金面的因素，流动性无虞。
- **利率展望与策略：**本周依次关注进出口、通胀和社融数据。基本面来看，PMI不及预期，整体缺乏支撑，后市能否反转需要看基本面是否配合。外汇方面，人民币先涨后跌，保持健康的双向波动，汇率韧性较强，受美元影响不大。资金面来看，近期无扰动资金面的因素，短期预计保持宽松局面。总体来看，基本面数据不及预期，周内资金面也转为宽松，但悲观情绪的扭转需要时间或实质利多的推动，周内债市预计保持横盘震荡。操作上，短期波段为主，等待机会。

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

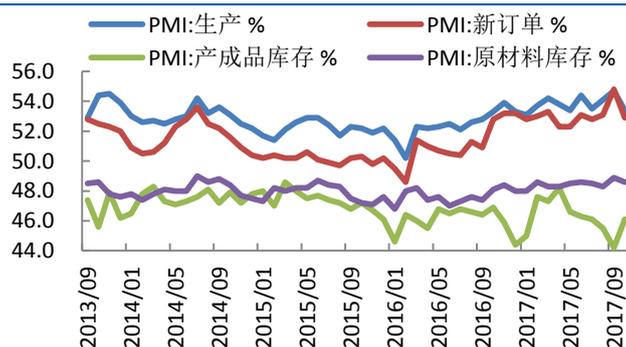
0571-89727506

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 PMI 不及预期

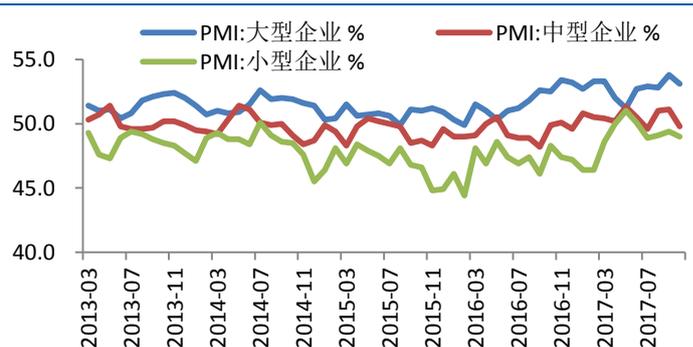
10月官方制造业 PMI 录得 51.6，环比下降 0.8%。非制造业 PMI 录得 54.3，较前月走低 1.1%。财新 PMI 走升 0.6%至 51.2。从分项指数来看，新订单指数为 52.9，较上月回落 1.9%，生产指数为 53.4，较上月回落 1.3%，显示需求大幅下降。库存方面，原材料库存指数为 48.6，较上月回落 0.3%，产成品库存录得 46.1，较上月回升 1.9%，说明下游需求转弱，企业去库存效果不佳。分企业类型来看，大型企业回落 0.7%至 53.1，中型企业回落 1.3%至 49.8，重回荣枯线以下，小企业回落 0.4%至 49.0，说明企业整体盈利下滑。整体来看，需求、生产和库存均转弱，各类指标均不及预期，经济仍处下行通道。

图 1.1.1 PMI 生产、订单与库存指数



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 大、中、小型企业 PMI

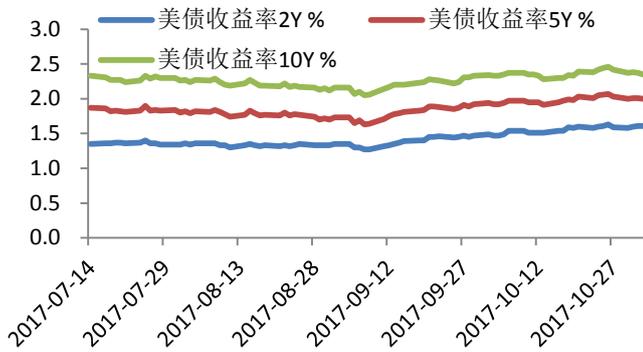


资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 1.2 美国经济稳健增长

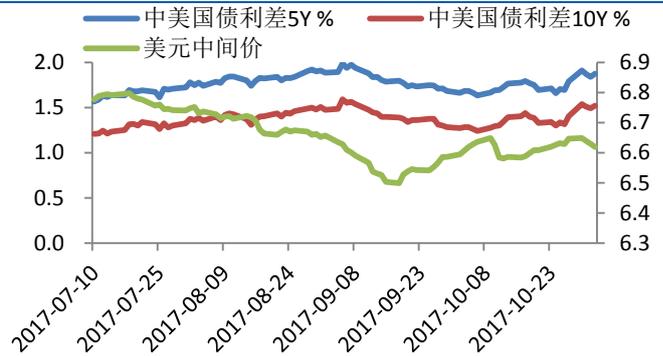
美国 9 月新增非农就业人数为 26.1 万人，创 2016 年 7 月以来最大增幅。10 月 ADP 就业人数增加 23.5 万人，明显高于前值。9 月失业率为 4.1%，刷新 2000 年来新低。9 月耐用品订单环比终值录得 2.0%，略低于前值；9 月工厂订单环比增长 1.4%，高于前值和预期。9 月美国个人收入环比增长 0.4%，高于前值；个人消费支出环比增长 1%，与前值持平。9 月 PCE 物价指数同比增长 1.6%，略高于前值。当周初领失业金人数为 22.9 万人，低于前值。当周 API 原油库存为 -509 万桶，大幅低于前值和预期。美国税改已形成一定共识，美国民众信心有一定提升，美国经济略有好转，美元指数周内窄幅震荡，人民币冲高回落，但整体韧性较强。同时，近期美债收益率开始回落，中国国债收益率先升后降，中美利差明显走扩。

图 1.2.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2.2 中美国债利差及汇率走势

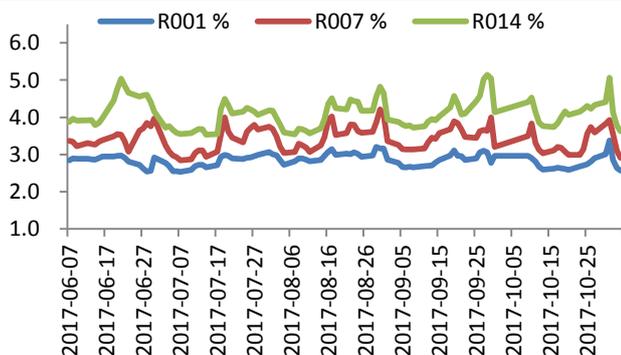


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

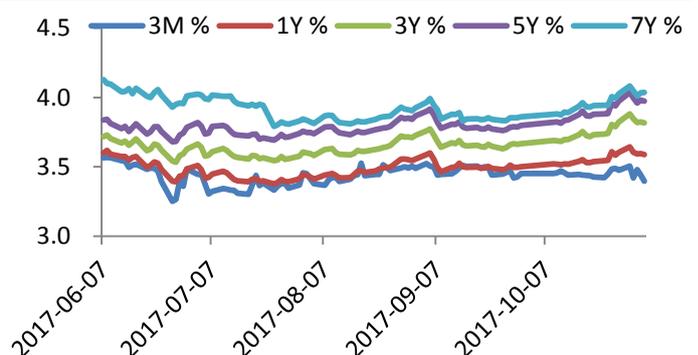
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.57%、2.91% 和 3.63%，较前周均明显走低。Shibor 短降长升，隔夜领跌，跌幅高达 14.09BP，IRS 多数走低。周内资金面明显转松，短期流动性无需担忧。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共有 8000 亿逆回购和 2070 亿 MLF 到期，周内央行共开展 3500 亿 7 天期、1300 亿 14 天期和 2100 亿 2 月期逆回购，央行周五超额续作 4040 亿一年期 MLF 操作，周内共实现资金净投放 870 亿。本周公开市场共有 6900 亿逆回购到期，周内无扰动资金面的因素，流动性无虞。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1815.8 亿，加上信用债

发行共计 3628.82 亿，总偿还量 6798.39 亿，净融资-3169.57 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)
2017.11.6	17 农发 11(增 9)	50.0	3.0	
	17 农发 12(增 9)	40.0	5.0	
	17 新疆债 22	91.4	3.0	
	17 新疆债 23	22.2	7.0	
2017.11.7	17 国开 08(增 11)	30.0	7.0	
	17 国开 09(增 7)	50.0	3.0	
	17 国开 11(增 3)	40.0	1.0	
	17 国开 15(增 10)	120.0	10.0	
	17 山东债 28	71.5	3.0	
	17 山东债 29	13.0	5.0	
	17 山东债 30	12.7	7.0	
	17 山东债 31	48.8	5.0	
	17 山东债 32	60.0	7.0	
	17 山东债 33	4.5	5.0	
	17 宁夏债 07	6.0	5.0	
	17 宁夏债 08	6.0	7.0	
	17 宁夏债 09	8.8	10.0	
	17 宁夏债 10	2.2	5.0	
	17 宁夏债 11	5.0	10.0	
	2017.11.8	17 付息国债 19(续 2)	280.0	2.0
17 付息国债 21(续发)		320.0	5.0	
17 农发 04(增 28)		30.0	7.0	
17 农发 13		50.0	1.0	
17 农发 15(增 8)		50.0	10.0	
2017.11.9	17 大连债 01	15.0	3.0	
	17 大连债 02	22.4	5.0	
	17 大连债 03	22.5	7.0	
	17 大连债 04	15.0	10.0	
	17 大连债 05	1.1	3.0	
	17 大连债 06	1.6	5.0	
	17 大连债 07	1.6	7.0	
	17 大连债 08	1.1	10.0	
2017.11.10	17 贴现国债 53	100.0	0.5	
	17 上海债 08	52.6	3.0	
	17 上海债 09	7.9	3.0	
	17 上海债 10	7.8	3.0	
	17 上海债 11	11.1	3.0	

	17 上海债 12	19.6	3.0
	17 上海债 13	1.0	3.0
	17 山西债 19	58.3	3.0
	17 山西债 20	7.0	7.0
	17 山西债 21	10.0	10.0
2017. 10. 24	17 山西债 22	16.2	10.0
	17 山西债 23	26.0	10.0
	17 山西债 24	5.4	5.0
	17 山西债 25	0.8	5.0
	<b>合计</b>		<b>1815.8</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

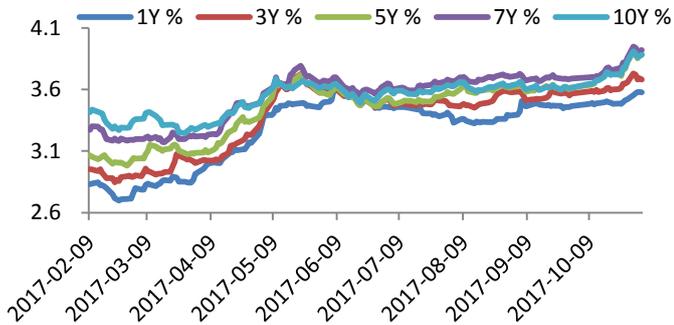
### 三、行情回顾与展望

外部环境整体偏利空,加之弱势情绪仍在,周内超跌反弹未能持续,目前进入磨底行情。全周来看,国债收益率全数走升,其中5年和7年期走升幅度最大,超6BP,3年期上行幅度最小,为2.29BP;国开债收益率全数走升,其中1、7、10年期走升幅度较大,均超9BP,5年期上行幅度最小,为4.03BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1712收于92.905,周跌0.37(-0.40%);TF1712收于96.105,周跌0.25(-0.26%)。

一级市场方面,周一招标发行的3、5年期农发债中标利率均明显高于二级市场水平,全场3倍以上,需求旺盛;周一财政部招标发行的5年期特别国债中标利率明显高于中债估值,全场2.67倍,需求一般;周二增发的1、5、10年期国开债中标利率均明显低于二级市场,全场分别为3.45、4.6和2.98倍,需求旺盛;周三财政部招标发行的1、10年期附息国债中标利率均低于二级市场,中标倍数分别为2.2和4.16倍;周三增发的1、7、10年期农发债中标利率均明显低于二级市场,中标倍数分别为3.32、4.77和3.5倍;周四增发的3、5、10年期口行债中标利率均低于二级市场,中标倍数分别为3.81、2.96和2.8倍,需求尚可;周四国开行招标发行的3、7年期固息债中标利率均低于二级市场,中标倍数分别为2.33和2.84倍,需求一般;周五财政部招标发行的3个月期贴现国债中标利率超出二级市场,全场2.06倍,需求不佳。整体来看,一级市场需求尚可,二级市场悲观情绪也得到修复。

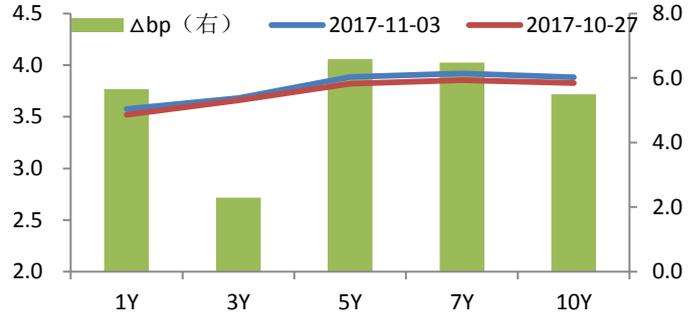
本周依次关注进出口、通胀和社融数据。基本面来看,PMI不及预期,整体缺乏支撑,后市能否反转需要看基本面是否配合。外汇方面,人民币先涨后跌,保持健康的双向波动,汇率韧性较强,受美元影响不大。资金面来看,近期无扰动资金面的因素,短期预计保持宽松局面。总体来看,基本面数据不及预期,周内资金面也转为宽松,但悲观情绪的扭转需要时间或实质利多的推动,周内债市预计保持横盘震荡。操作上,短期波段为主,等待机会。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



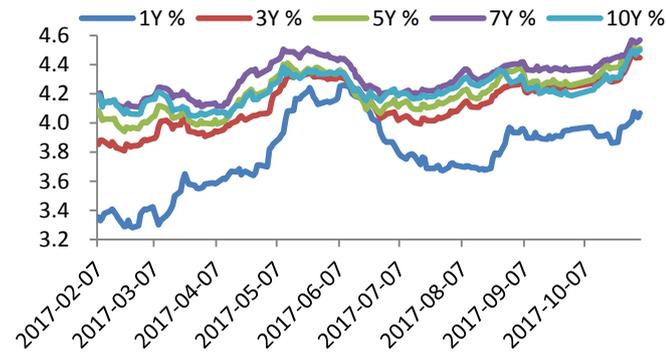
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



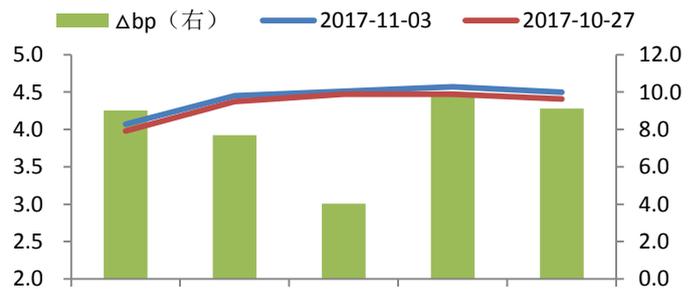
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



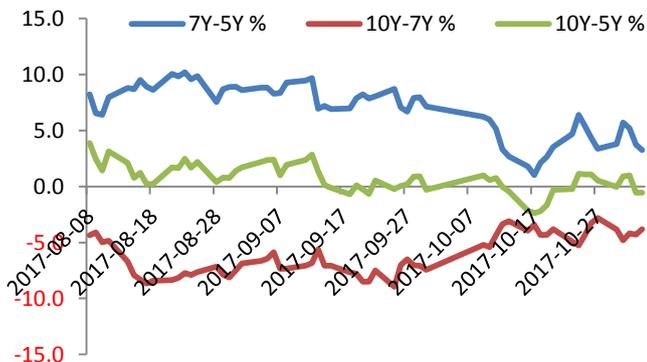
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



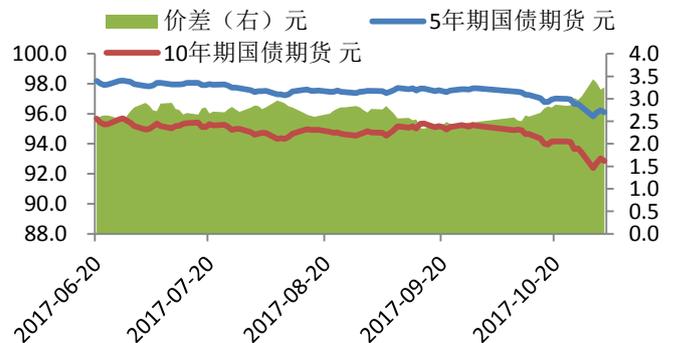
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



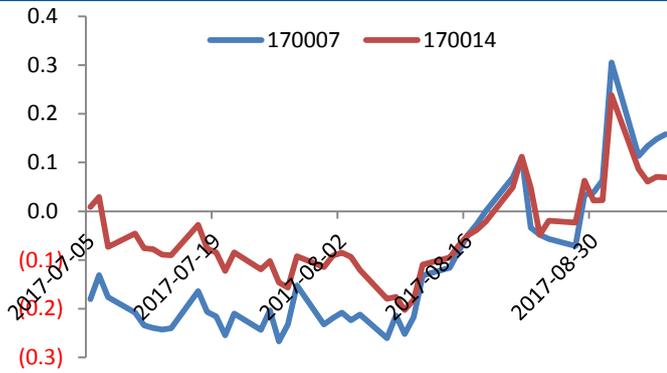
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



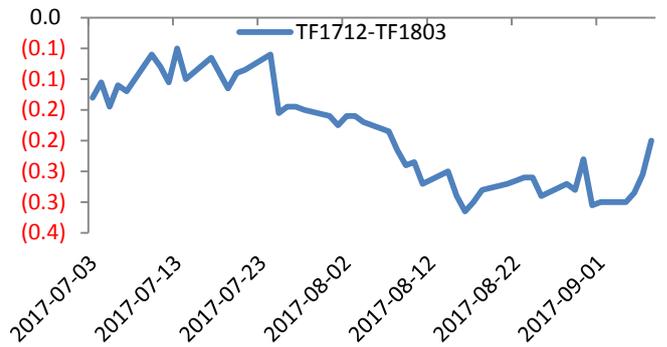
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



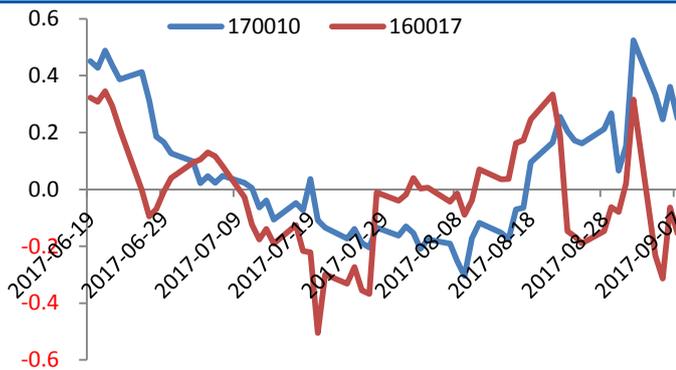
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



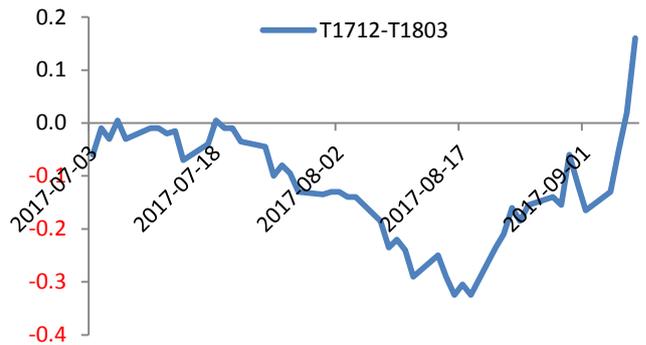
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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、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](http://www.nanhua.net)