


波段操作为主

摘要

- **经济温和回落。**11月官方制造业PMI录得51.6，环比下降0.2%。非制造业PMI录得55，较前月走升0.2%。财新PMI走低0.2%至50.8。从分项指数来看，新订单指数为53.4，较上月回落0.2，生产指数为54，较上月回落0.3%，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为48.0，较上月回落0.4%，产成品库存录得45.8，较上月回落0.3%，说明库存水平有所下滑。分企业类型来看，大型企业回升0.1%至53，中型企业回落0.1%至50.4，小企业回落1.1%至48.7，说明小型企业盈利显著下滑。整体来看，各项指标多有所放缓，但是整体处于荣枯线上方，经济韧性仍大。
- **流动性展望：**本周公开市场共有5100亿逆回购到期，跨年资金面非常紧张，但是元旦过后应会明显好转。
- **利率展望与策略：**2018年的第一周，国内无重要数据公布，关注美国非农数据。基本面来看，PMI略有下滑但整体韧性仍在，对债市利好有限。外汇方面，人民币震荡稍涨，美元指数继续回落，美国税改并未支撑美元走强，加上中国经济韧性较强，外汇贬值压力不大。消息方面，周一财政部出台了《关于租入固定资产进项税抵扣等增值税的通知》，明年起资管行业增值税新规即将实施，利率债和非保本资管产品不征税，其余征收6%的增值税，信用利差将扩大，信用债收益率将出现明显上行。总体来看，季末资金面较紧，但后续应会好转，监管继续稳步推进，债市短期缺乏利好支撑，利率债收益率绝对水平较高，继续上行空间不大，但信用债受增值税影响，调整压力仍在。操作上，期债波段操作，利率债可择机适量配置。



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

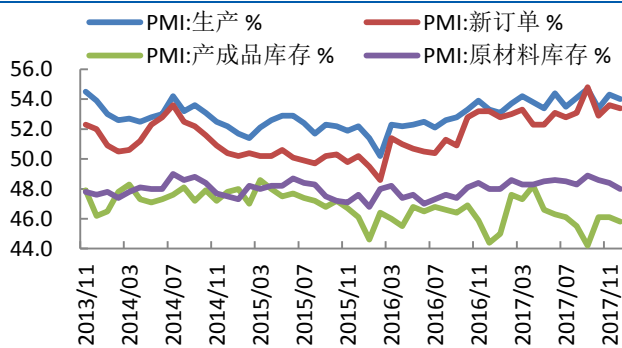
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 有所放缓

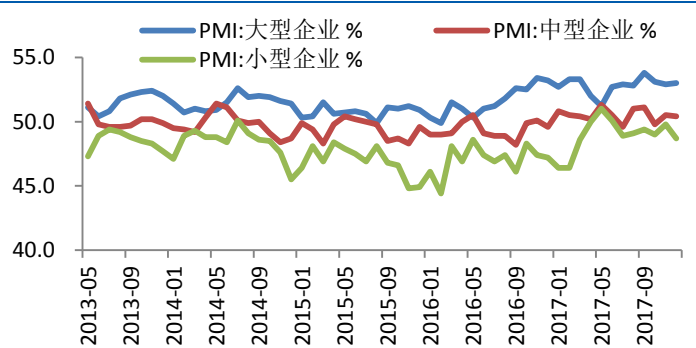
11月官方制造业 PMI 录得 51.6，环比下降 0.2%。非制造业 PMI 录得 55，较前月走升 0.2%。财新 PMI 走低 0.2%至 50.8。从分项指数来看，新订单指数为 53.4，较上月回落 0.2，生产指数为 54，较上月回落 0.3%，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为 48.0，较上月回落 0.4%，产成品库存录得 45.8，较上月回落 0.3%，说明库存水平有所下滑。分企业类型来看，大型企业回升 0.1%至 53，中型企业回落 0.1%至 50.4，小企业回落 1.1%至 48.7，说明小型企业盈利显著下滑。整体来看，各项指标多有所放缓，但是整体处于荣枯线上方，经济韧性仍大。

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



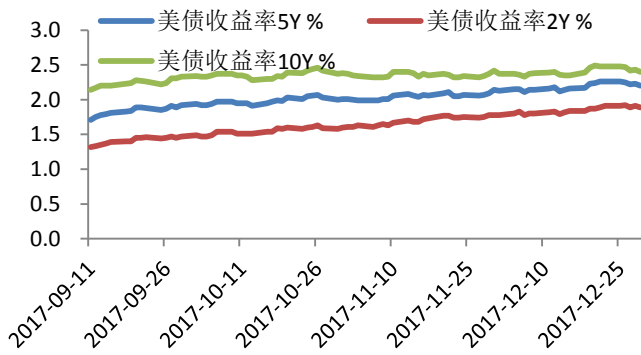
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济基本平稳

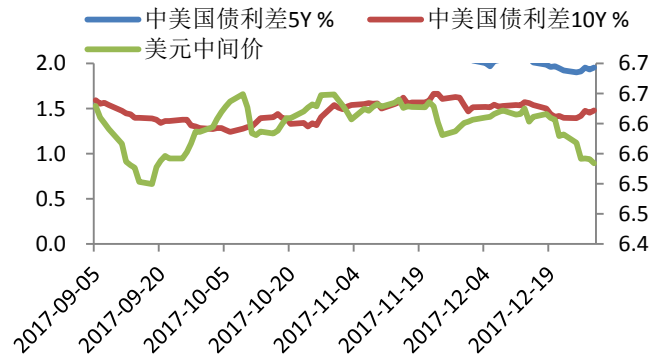
美国 11 月成屋销售指数为 109.5，高于前值和去年同期。当周初领和续领失业金人数分别为 24.5 万人和 194.3 万人，续领人数高于前值。当周 API 原油库存为 4525.08 万桶，低于前值和预期。美国经济基本平稳，美元指数周内明显走低，人民币震荡上涨。同时，近期美债收益率继续回落，中国国债收益率窄幅震荡，中美利差明显走扩。

图 1.2.1 美国国债关键期限利率走势

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

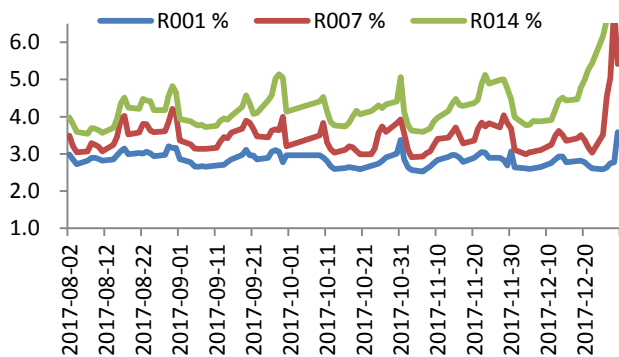


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

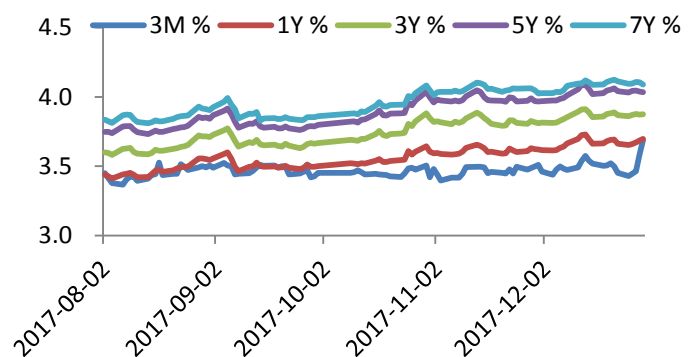
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.59%、5.42% 和 6.67%，均较前周明显走升。Shibor 全数保持走升，3 月领涨，IRS 多数上涨。流动性整体紧张，跨月资金价格保持高位。

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 2900 亿逆回购到期，周内未进行逆回购操作，央行连续六个交易日暂停逆回购投放，周内共实现 2900 亿资金净回笼。本周公开市场共有 5100 亿逆回购到期，跨年资金面非常紧张，但是元旦过后应会明显好转。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 240 亿，加上信用债发行共计 498.5 亿，总偿还量 2439.26 亿，净融资-1940.76 亿。由于债市利率高企，融资成本飙升，债券取消发行现象频发，债券发行量再创新低，供给收缩会逐渐开始影响债市。

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)
----	----	--------	-------	-------

2018. 1. 2	17 国开 08 (增 18)	60.0	7.0
	17 国开 11 (增 8)	60.0	1.0
2018. 1. 3	15 农发 06 (增 5)	60.0	3.0
	17 农发 11 (增 14)	30.0	3.0
	17 农发 12 (增 14)	30.0	5.0
合计			240.0

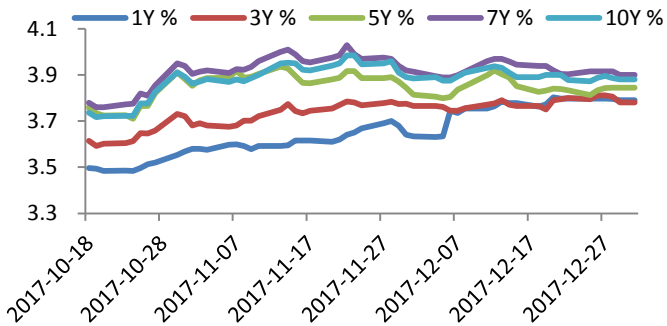
资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

元旦前最后一个交易周, 资金面整体非常紧张, 央行持续净回笼资金也打压债市情绪, 加上周一出台的增值税相关政策, 债市周初明显走低, 周五央行建立临时准备金动用安排, 有效对冲春节前流动性扰动, 明显稳定了债市情绪。债市全周呈先降后升的格局。全周来看, 国债收益率有涨有跌, 整体变动不大; 国开债收益率全数走升, 3 年期上行幅度最大, 为 4.43BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1803 收于 93.165, 周跌 0.055 (-0.06%); TF1803 收于 96.605, 周跌 0.035 (-0.04%)。

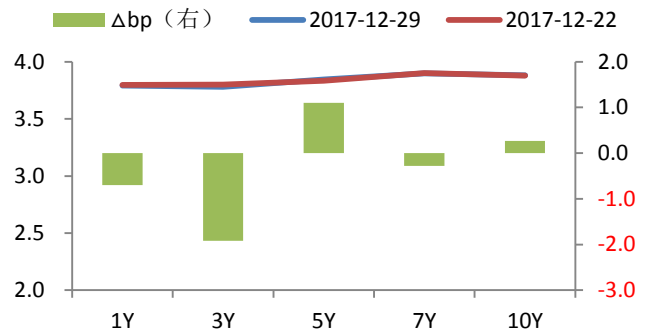
2018 年的第一周, 国内无重要数据公布, 关注美国非农数据。基本面来看, PMI 略有下滑但整体韧性仍在, 对债市利好有限。外汇方面, 人民币震荡稍涨, 美元指数继续回落, 美国税改并未支撑美元走强, 加上中国经济韧性较强, 外汇贬值压力不大。消息方面, 周一财政部出台了《关于租入固定资产进项税抵扣等增值税的通知》, 明年起资管行业增值税新规即将实施, 利率债和非保本资管产品不征税, 其余征收 6% 的增值税, 信用利差将扩大, 信用债收益率将出现明显上行。总体来看, 季末资金面较紧, 但后续应会好转, 监管继续稳步推进, 债市短期缺乏利好支撑, 利率债收益率绝对水平较高, 继续上行空间不大, 但信用债受增值税影响, 调整压力仍在。操作上, 期债波段操作, 利率债可择机适量配置。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



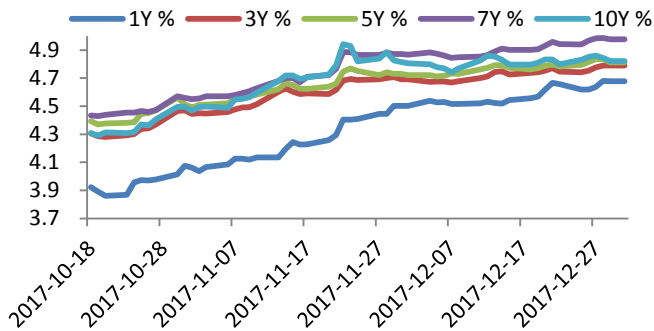
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



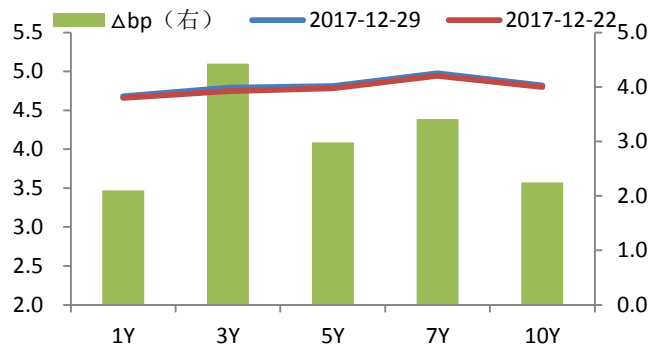
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



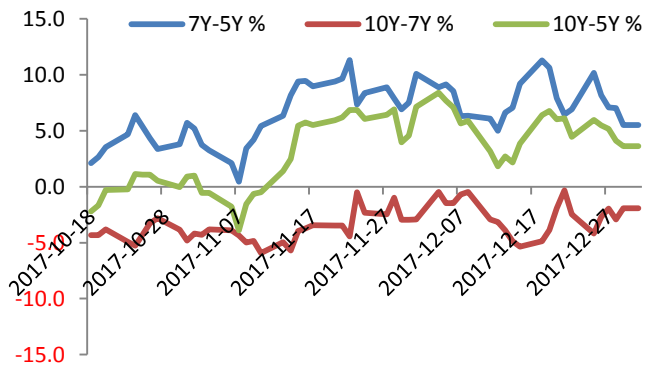
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



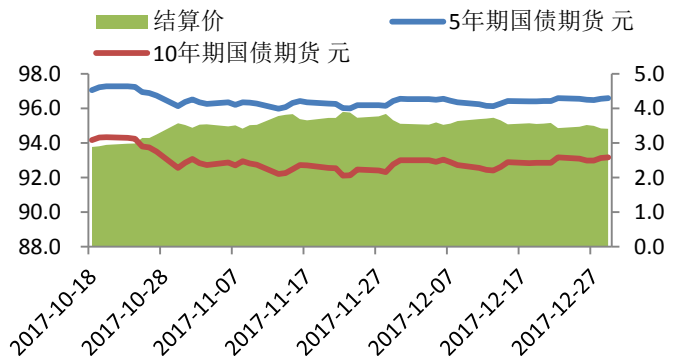
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



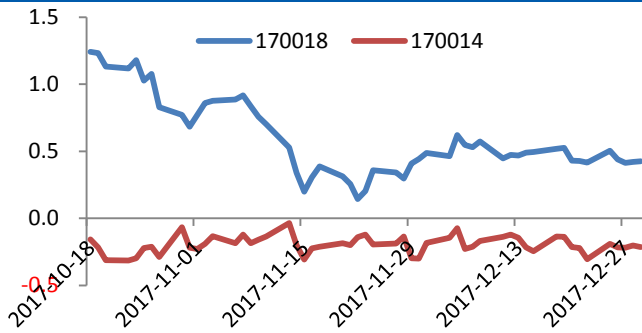
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



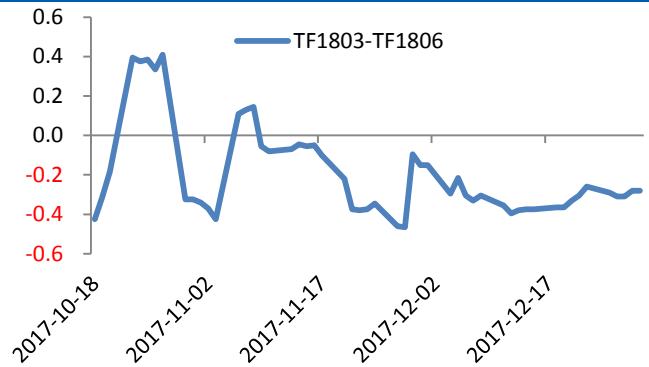
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



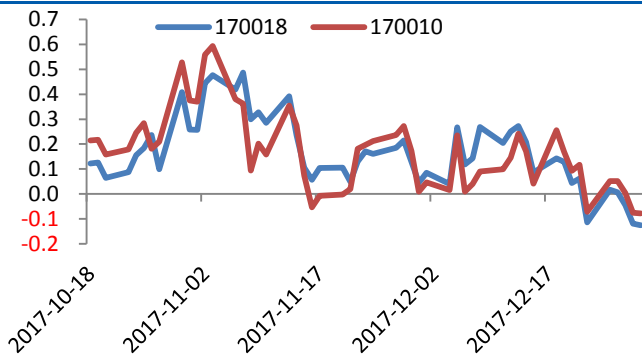
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



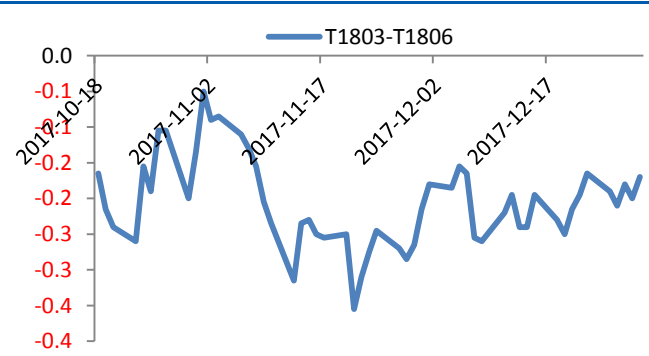
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
永康市丽州中路63号11楼
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810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