



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

0571-87830532

期债防御为主

摘要

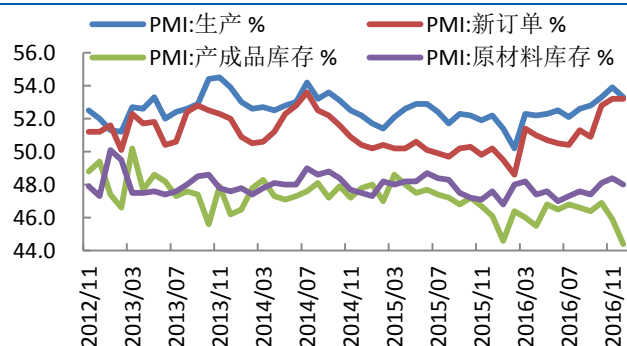
- **PMI 略低于预期。**1 月官方制造业 PMI 录得 51.4，虽略低于前值，但仍是年内次高点，非制造业 PMI 降至 54.5。从分项指数来看，新订单指数仍为 53.2，生产指数降至 53.9，显示需求尚可，但企业预期将有所回落。库存方面，原材料库存指数降为 48.0，较上月跌 0.4%，产成品库存较上月回落 0.5%，两者均处于荣枯线下方，且都继续回落。分企业类型来看，大、中、小型企业均较上期有所回落，中型企业跌至荣枯线以下，说明企业盈利状况有所下降。整体来看，经济景气度略低于预期，但仍处于荣枯线以上，需求尚可，企业后续补库存情况有待观察。
- **流动性展望：**逆回购余额仍处于高位，公开市场滚动难度加大，后续资金到期压力大，加上春节前现金备付、换汇需求、MPA 考核及大量 MLF 到期等因素叠加，资金面仍面临扰动。
- **利率展望与策略：**本周国内无重要数据公布，关注美国非农数据。就国内基本面来看，PMI 仍处于高位，经济依然稳定，加上通胀预期仍在，债市缺乏明显支撑。外汇交易中心下调 CFETS 人民币指数货币篮子中的美元权重，但债市对此反应不大。而降准预期对债市有短期影响，但实际上即便央行降准也会通过其他方式进行流动性回笼，资金面并不会过于宽松，那么基于降准的情绪回升也难以持久。加上周小川表示 2017 年货币政策保持稳健中性，把金融风险提高到更重要的高度。整体来看，央行“去杠杆”意愿不减，节后资金面预期仍偏紧，不建议追涨。操作上，现券持有，少量套保，期债策略以防御为主，另外，1 月底随着套保盘的移仓可尝试跨期套利操作。

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 略低于预期

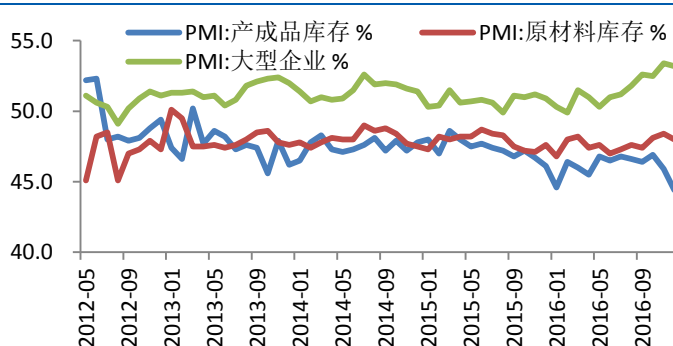
1 月官方制造业 PMI 录得 51.4，虽略低于前值，但仍是年内次高点，非制造业 PMI 降至 54.5。从分项指数来看，新订单指数仍为 53.2，生产指数降至 53.9，显示需求尚可，但企业预期将有所回落。库存方面，原材料库存指数降为 48.0，较上月跌 0.4%，产成品库存较上月回落 0.5%，两者均处于荣枯线下方，且都继续回落。分企业类型来看，大、中、小型企业均较上期有所回落，中型企业跌至荣枯线以下，说明企业盈利状况有所下降。整体来看，经济景气度略低于预期，但仍处于荣枯线以上，需求尚可，企业后续补库存情况有待观察。

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

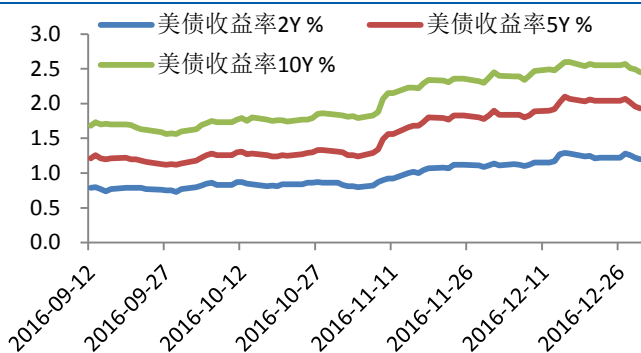


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济保持稳健

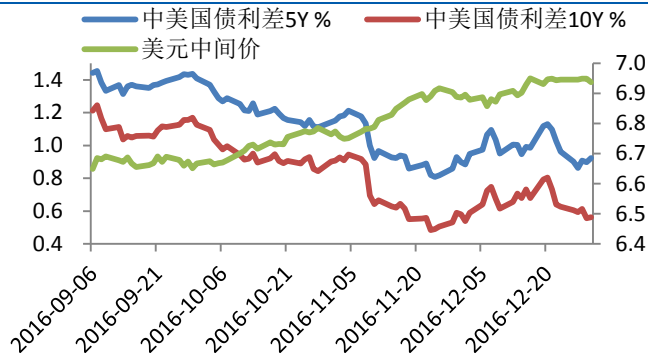
美国 11 月成屋签约销售指数为 107.3，略低于前期和去年同期。美国本周 API 原油库存为 5112.44 万桶，明显高于去年同期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为 26.5 万和 210.2 万人，初领人数符合预期，续领人数超出预期。周内人民币兑美元中间价窄幅震荡，美债收益率保持平稳，中国国债收益率稍降，导致中美利差小幅收窄。数据显示美国经济整体稳健，美债收益率预计维持窄幅震荡。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 中美国债利差及汇率走势

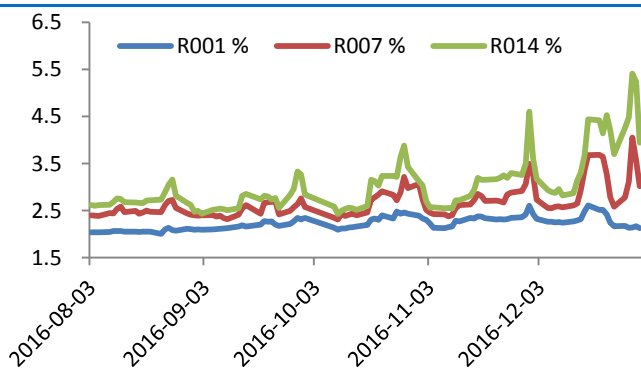


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

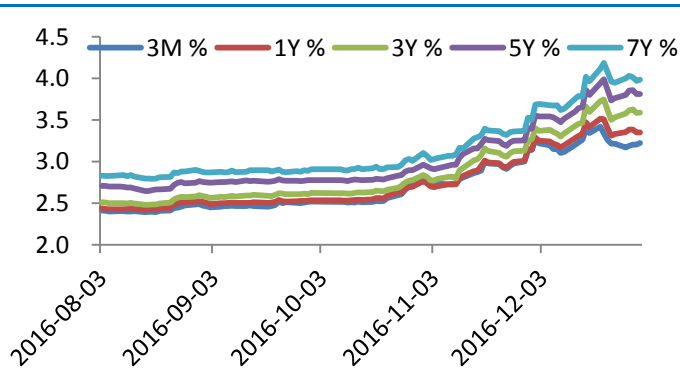
上周资金面保持紧平衡，周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.13%、3.01% 和 3.94%，较前一周隔夜稍降，7 天和 14 天明显走高，跨年资金利率明显回落，但仍维持在 4.0% 以上。Shibor 隔夜周降 9.3BP，一周期持平，其余品种全数走升，1 月及 3 月期 Shibor 均创去年年中以来新高。利率互换多数上扬，流动性整体偏紧，周五有所好转。

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 8450 亿逆回购到期，上周共实施 3800 亿 7 天期、2000 亿 14 天期和 200 亿 28 天期逆回购，上周三起，28 天期逆回购缺席，全周共实现资金净回笼 2450 亿。央行为了营造去杠杆的资金环境，在资金面稍显宽松时不断进行资金回笼。截至 12 月 30 日，央行公开市场逆回购余额为 13150 亿元，其中未来一周公开市场共有 7450 亿

逆回购到期，逆回购余额有所降低，但仍处于高位，后续资金到期压力大，加上春节前现金备付、换汇需求、MPA 考核及大量 MLF 到期等因素叠加，资金面仍面临扰动。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 600 亿，加上信用债发行共计 722.5 亿，总偿还量 2927.37 亿，净融资-2204.87 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量（亿）	期限	合计（亿）
2017.1.4	16 付息国债 24(续 2)	200.00	1Y	
	16 付息国债 23(续 2)	200.00	10Y	
	17 农发 01	40.00	1Y	
	17 农发 02	40.00	3Y	
	17 农发 03	40.00	5Y	
	17 农发 04	40.00	7Y	
	17 农发 05	40.00	10Y	
	合计			600.00

资料来源：Wind 资讯 南华研究

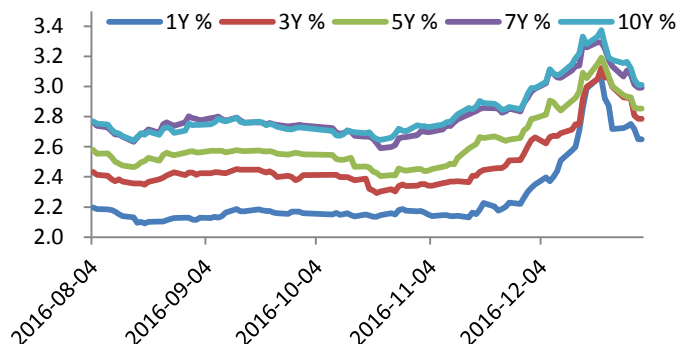
三、行情回顾与展望

周初现券交投较为冷清，债市恐慌情绪消退，观望情绪较为浓厚，周四受银监会高层建议适时降准的消息影响，债市情绪明显好转。全周来看，国债收益率全数走低，其中 3 年和 10 年期国债收益率下行幅度最大，达 14BP 以上，其余期限品种收益率下行 7-9BP；国开债收益率全数下行，其中 1 年期国债收益率下行幅度最大，达 19.47BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1703 收于 97.32，周涨 0.75 (+0.78%)；TF1612 收于 99.40，周涨 0.56 (+0.57%)。

一级市场方面，周二增发的五、十年期国开债中标利率明显低于二级市场水平，全场 2-6 倍；周五招标的 91 天期贴现国债中标利率低于二级市场水平，全场 3.07 倍。多数机构取消或推迟债券发行，使得一级市场较为冷清，但随着情绪的好转，一级市场表现明显回暖。

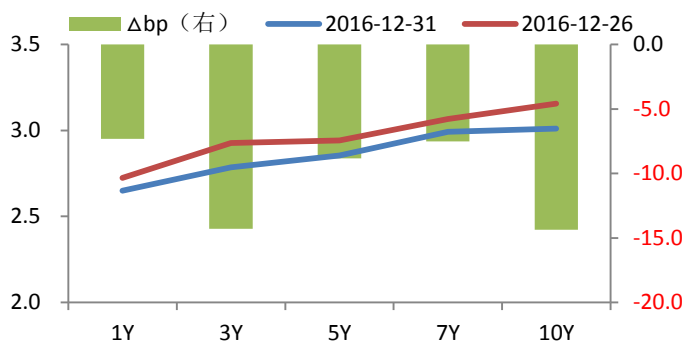
本周国内无重要数据公布，关注美国非农数据。就国内基本面来看，PMI 仍处于高位，经济依然稳定，加上通胀预期仍在，债市缺乏明显支撑。外汇交易中心下调 CFETS 人民币指数货币篮子中的美元权重，但债市对此反应不大。而降准预期对债市有短期影响，但实际上即便央行降准也会通过其他方式进行流动性回笼，资金面并不会过于宽松，那么基于降准的情绪回升也难以持久。加上周小川表示 2017 年货币政策保持稳健中性，把防金融风险提高到更重要的高度。整体来看，央行“去杠杆”意愿不减，节后资金面预期仍偏紧，不建议追涨。操作上，现券持有，少量套保，期债策略以防御为主，另外，1 月底随着套保盘的移仓可尝试跨期套利操作。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



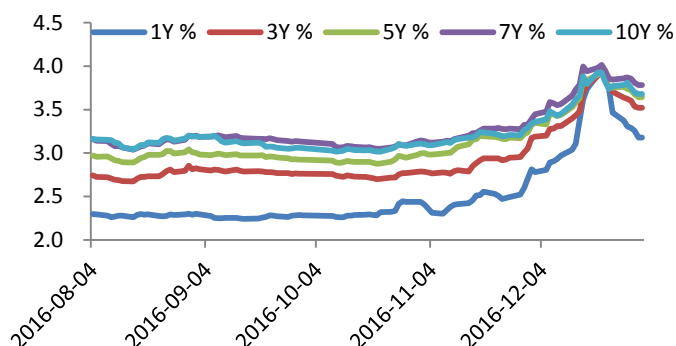
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



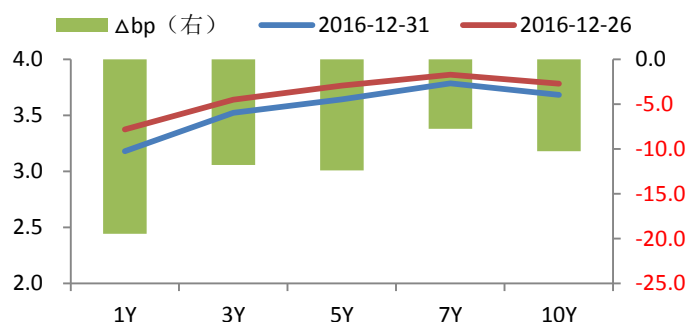
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



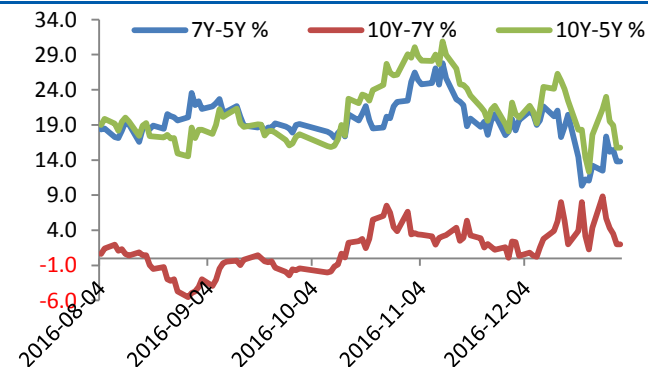
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



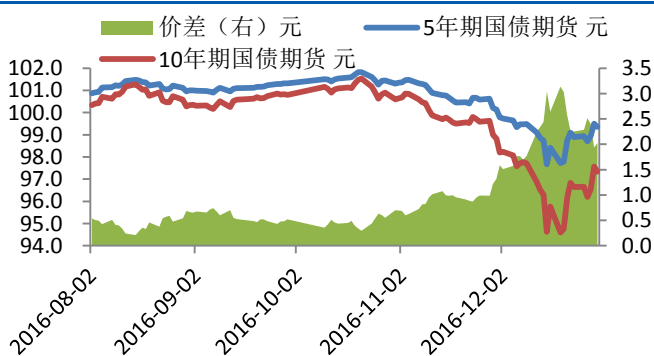
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



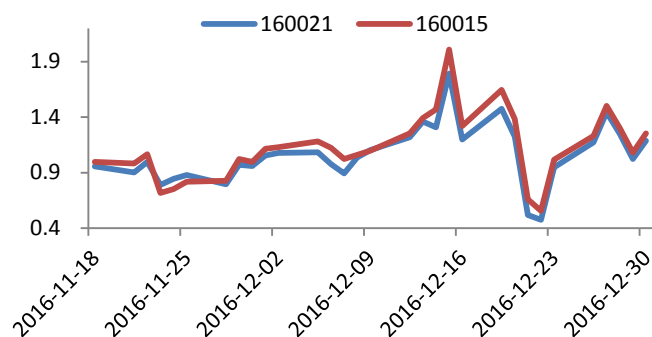
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



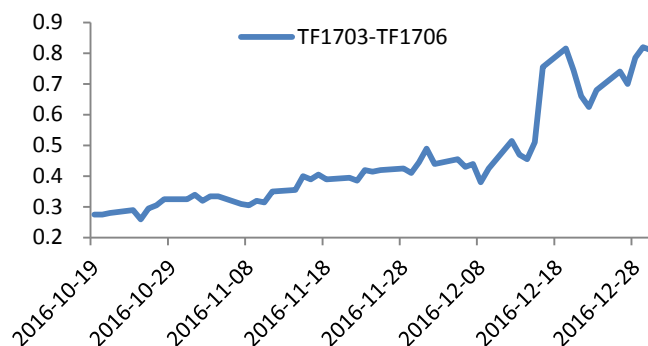
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1703 活跃 CTD 券基差



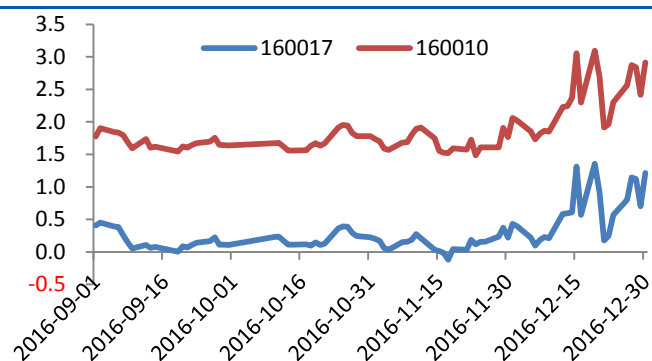
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



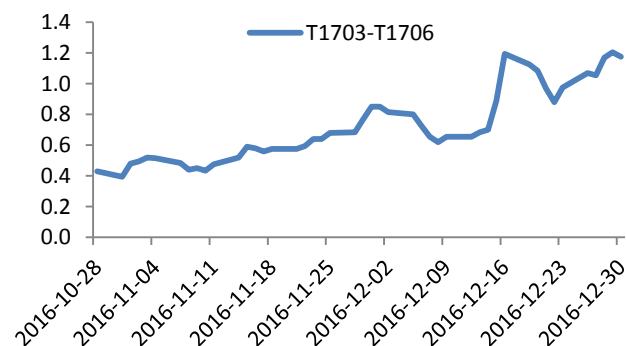
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1703 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

宁波营业部

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

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 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

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

浙江省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

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

青岛市市南区闽江路 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江道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-88371079

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 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

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室
电话: 020-38809869

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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

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

海宁营业部

浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号广隆财富中心
1 号楼 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

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

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
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

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

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

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

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：021-50431979

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

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