



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

反弹结束，谨慎为主

摘要

- **PMI 好于预期。**2月官方制造业 PMI 录得 51.6，环比增长 0.3%，连续七个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 54.2，虽略低于前值，但仍处于较高点位。我国 2 月财新制造业 PMI 录得 51.7，环比增长 0.7%。从分项指数来看，新订单指数为 53.0，生产指数为 53.7，均显著回升，显示需求继续改善。库存方面，原材料库存指数为 48.6，较上月走升 0.6%，产成品库存较上月增长 2.6%，说明企业补库存在持续。分企业类型来看，大型企业走升 0.5%，中型企业回落 0.3%，小企业维持在 46.4，仍低于荣枯线，说明产业集中度较高的大型企业获利更多。整体来看，官方和财新 PMI 均处于去年以来高点，需求显著回暖，大型企业经营状况好转，制造业稳步提升，经济景气度明显高于预期，对债市有一定利空。
- **美国经济整体平稳。**美国预估 GDP 环比折年率为 1.9%，比去年同期多增 1%。1 月核心 PCE 同比增长 1.7%，与前值一致，1 月建造支出为 1.18 万亿美元。2 月制造业 PMI 录得 57.7，大幅高于前值。1 月新增耐用品订单数为 2081.6 亿美元，同比稍增，1 月个人消费支出和人均可支配收入分别为 13.07 万亿美元和 4.42 万亿美元。数据显示美国经济整体平稳，3 月美联储加息预期飙升，人民币承压。同时，近期美债收益率不断走升，中国国债收益率震荡稍涨，中美利差明显走低。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 2100 亿逆回购和 1940 亿 6 个月期 MLF 操作到期，流动性到期压力可控，但人民币连续走跌，需警惕资金外流带来的流动性压力。
- **利率展望与策略：**本周数据集中公布，依次关注外储、CPI、PPI、M2 及社融数据。外汇方面，美国经济继续强劲，特朗普国会讲话提万亿基建投资预算，后美联储官员连环开炮助推 3 月加息概率飙升，美元指数升破 102，人民币短期承压。政策方面，2 月份货币政策执行报告显示节前的 TLF 并未续作，对情绪有一定打击。消息方面，央行研究局局长徐忠周一表示“要重点强化金融监管为突破口推进金融体制改革”，意味着监管将会更严，利空债市。2017 年全国政协、人大会议将分别于 3 月 3 日和 3 月 5 日开幕，近期债市交易趋谨慎，静待新政策讯息。总体来看，资金面稍有收紧，叠加通胀预期上扬、美联储加息预期飙升，债市反弹结束，债市开始震荡调整行情。操作上，现券继续持有，期债少量套保。

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

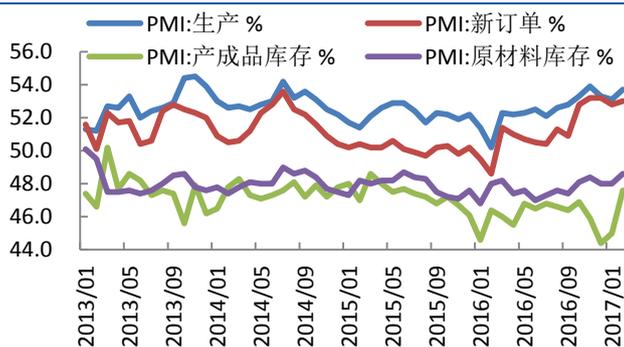
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 好于预期

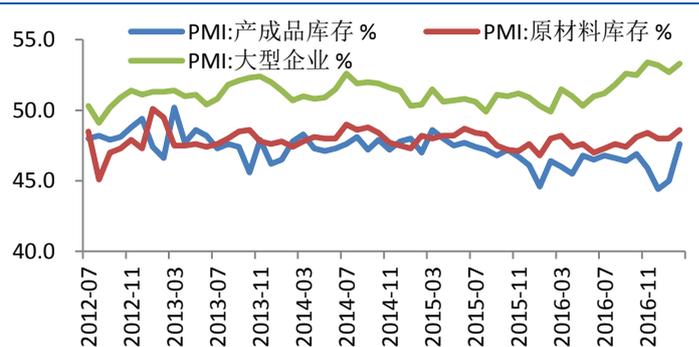
2月官方制造业PMI录得51.6，环比增长0.3%，连续七个月高于荣枯线。非制造业PMI录得54.2，虽略低于前值，但仍处于较高点位。我国2月财新制造业PMI录得51.7，环比增长0.7%，连续八个月高于荣枯线。从分项指数来看，新订单指数为53.0，生产指数为53.7，均显著回升，显示需求继续改善。库存方面，原材料库存指数为48.6，较上月走升0.6%，产成品库存较上月增长2.6%，说明企业补库存在持续。分企业类型来看，大型企业走升0.5%，中型企业回落0.3%，小企业维持在46.4，仍低于荣枯线，说明产业集中度较高的大型企业获利更多。整体来看，官方和财新PMI均处于去年以来高点，需求显著回暖，大型企业经营状况好转，制造业稳步提升，经济景气度明显高于预期，对债市有一定利空。

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



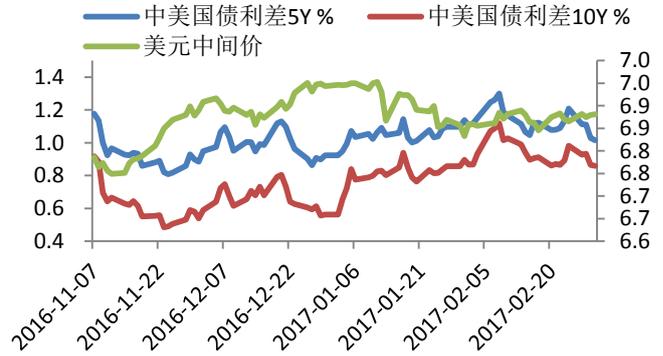
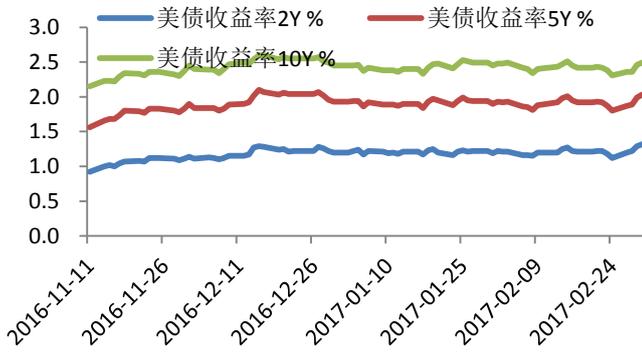
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济整体平稳

美国预估GDP环比折年率为1.9%，比去年同期多增1%。1月核心PCE同比增长1.7%，与前值一致，1月建造支出为1.18万亿美元。2月制造业PMI录得57.7，大幅高于前值。1月新增耐用品订单数为2081.6亿美元，同比稍增，1月个人消费支出和人均可支配收入分别为13.07万亿美元和4.42万亿美元。当周API库存为5348.49万桶，季调当周初次申领失业金人数和续领人数分别为22.3万和206.6万，略低于去年同期。数据显示美国经济整体向好，美联储官员接连发声，3月美联储加息预期飙升，美元指数大涨，人民币承压。同时，近期美债收益率不断走升，中国国债收益率震荡稍涨，中美利差明显走低。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势

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

资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周四 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.49%、3.15% 和 3.59%，较前一周 7 天明显走低。Shibor 隔夜和 1 月期明显走低，其余品种变动不大，利率互换涨跌互现，资金面整体维持紧平衡。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

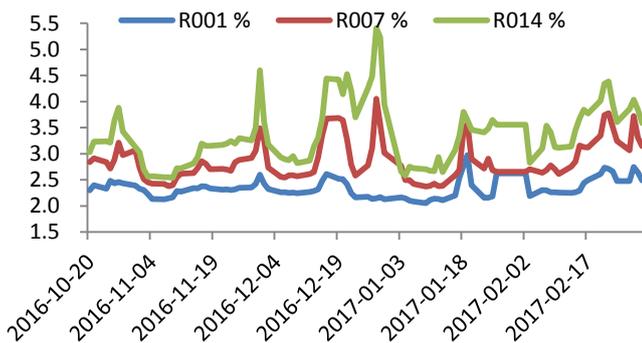
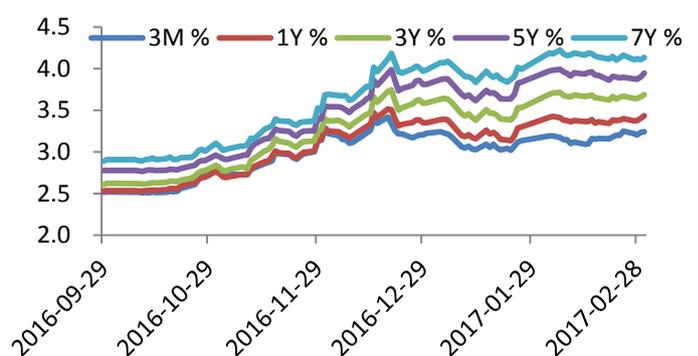


图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共有 4300 亿逆回购到期，央行共实施 500 亿 7 天期、500 亿 14 天期和 500 亿 28 天期逆回购，全周共实现资金净回笼 2800 亿。本周公开市场共有 2100 亿逆回购和 1940 亿 6 个月期 MLF 操作到期，流动性到期压力基本可控，但人民币连续下跌，需警惕资金外流带来的流动性压力。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 620 亿，加上信用债发行共计 1458.85 亿，总偿还量 6517.42 亿，净融资-5058.56 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. 3. 6	17 农发 02(增 5)	60.00	3Y
	17 农发 04(增 6)	40.00	7Y
2017. 3. 7	16 国开 13(增 24)	90.00	10Y
	16 国开 18(增 10)	60.00	5Y
	17 国开 04	70.00	1Y
2017. 3. 8	17 付息国债 01(续 2)	200.00	5Y
2017. 3. 9	17 河北债 01	38.00	5Y
	17 河北债 02	38.00	7Y
	17 河北债 03	24.00	5Y

合计
620

资料来源: Wind 资讯 南华研究

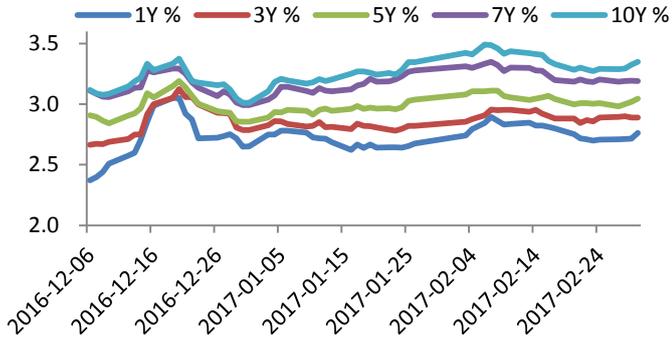
三、行情回顾与展望

受强劲的经济数据和海外利空打压,债市转为下跌,目前美联储加息的利空仍未消化,继续震荡走低是大概率。全周来看,国债收益率多数上行,其中 10 年期国债收益率上行幅度最大,达 5.67BP;国开债收益率全数上行,1 年期国开收益率上行幅度最大,达 12.66BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1706 收于 94.975,周跌 0.68 (-0.71%);TF1706 收于 98.425,周跌 0.37 (-0.37%)。

一级市场方面,周一增发的三年期农发绿债中标收益率,;周一增发的七年期农发债中标收益率均低于预期,全场 3-4 倍;周二增发的一、七、二十年期国开债中标收益率均低于二级市场水平,但 20 年期中标利率略超预期,中标倍数不佳,说明超长债需求下降;周三续发的一、十年期付息国债中标结果分化,一年期略超预期,十年期低于预期,全场 1-3 倍;周三增发的一、五、十年期农发债中标收益率均低于预期,全场 2-5 倍;周四进出口行招标发行的一、三、五、十年期固息债,中标收益率均略低于二级市场水平,全场 2-4 倍;周四国开行招标发行的三、五、十年期固息债,中标收益率均低于二级市场水平,全场 2-4 倍。一级市场招标结果显示配置力量有所减弱,超长期需求不佳。

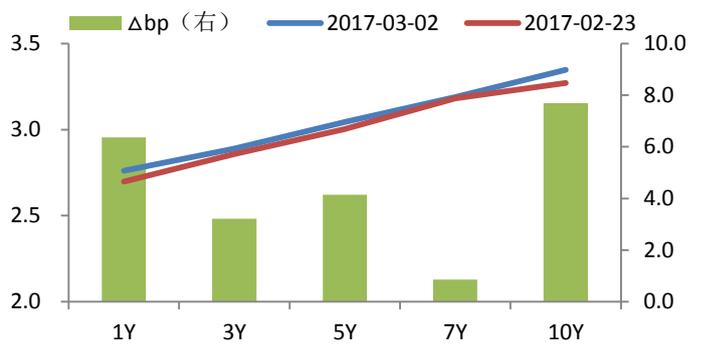
本周数据集中公布,依次关注外储、CPI、PPI、M2 及社融数据。外汇方面,美国经济继续强劲,特朗普国会讲话提万亿基建投资预算,后美联储官员连环开炮助推 3 月加息概率飙升,美元指数升破 102,人民币短期承压。政策方面,2 月份货币政策执行报告显示节前的 TLF 并未续作,对情绪有一定打击。消息方面,央行研究局局长徐忠周一表示“要重点强化金融监管为突破口推进金融体制改革”,意味着监管将会更严,利空债市。2017 年全国政协、人大会议将分别于 3 月 3 日和 3 月 5 日开幕,近期债市交易趋谨慎,静待新政策讯息。总体来看,资金面稍有收紧,叠加通胀预期上扬、美联储加息预期飙升,债市反弹结束,债市开始震荡调整行情。操作上,现券继续持有,期债少量套保。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



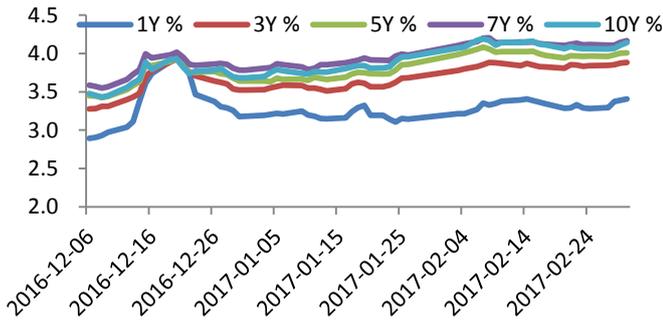
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



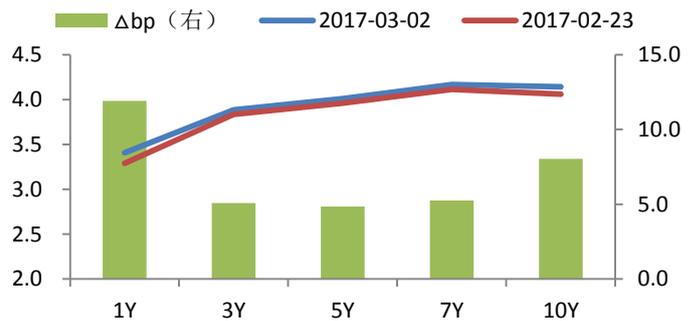
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



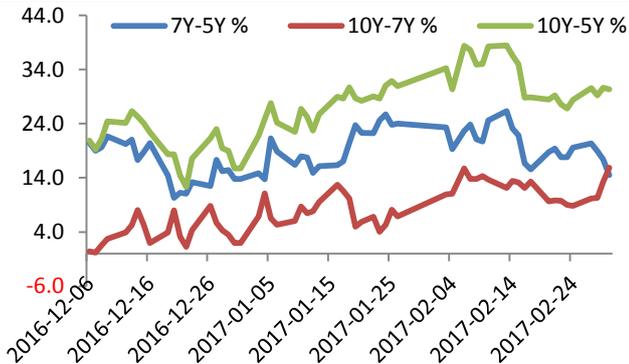
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



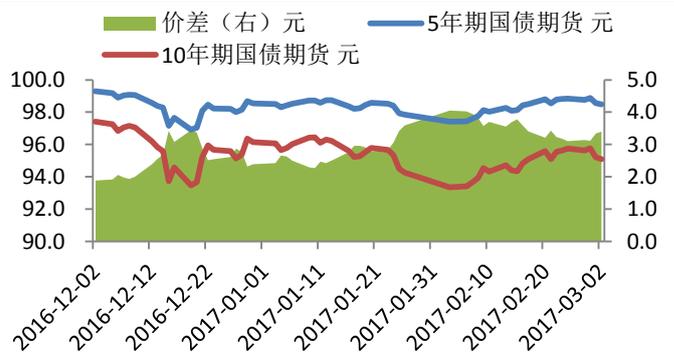
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



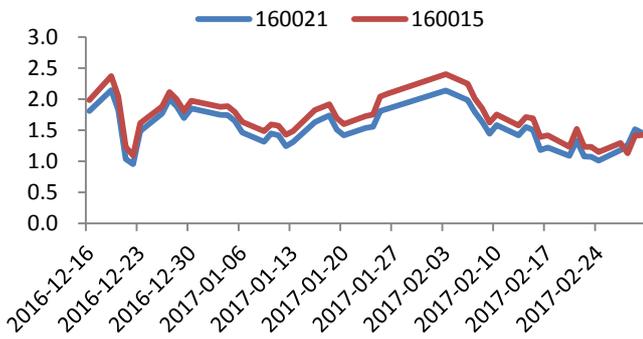
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



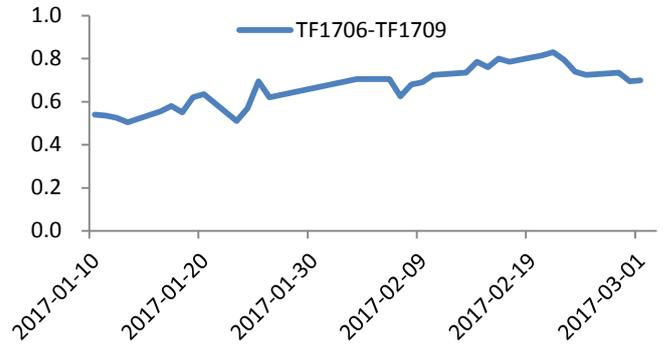
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



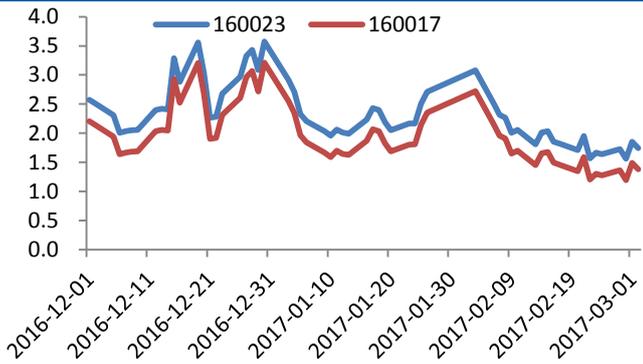
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



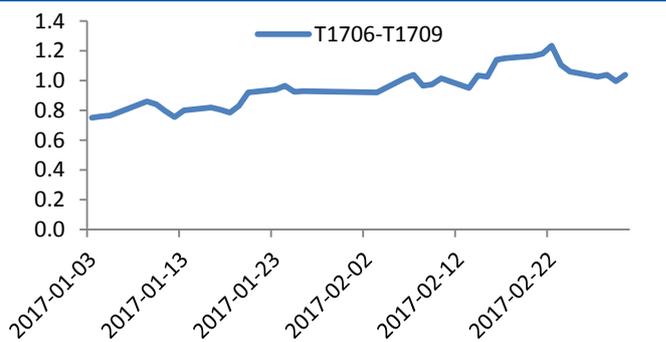
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1706 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