



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

## 不建议抄底，谨慎为主

### 摘要

- **国内经济整体强劲。**一季度GDP同比增速为6.9%，创一年多来新高。3月固定资产投资完成额累计增速录得9.2%，创一年新高。其中房地产开发投资高位回落，制造业累计增速继续回升，基建投资回落2.58%。3月工业增加值当月同比为7.6%，高于去年同期，1-3月民间固定资产投资同比增速收得7.7%，高于前值和去年同期。从销售情况来看，3月商品房销售累计增速较上月下滑，但房屋新开工有所上涨。从消费方面来看，3月社会消费品零售总额同比增长10.9%，高于去年同期。整体来看，基建乏力已现，房地产销售明显回落但新开工上涨，房地产和制造业支撑投资，民间投资和消费整体较好，企业投资需求回升，经济整体稳健，但随着楼市限购的影响显现，房地产难以支撑投资，市场对二季度经济并不十分。3月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差继续缩小，表明资本流出压力非常小。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均窄幅震荡，价差基本为零。整体来看，英国首相意外宣布提前大选，美元指数承压，人民币继续平稳，外汇压力较小。
- **流动性展望：**本周公开市场共有2500亿逆回购到期，短期在缴税因素影响下，流动性稍有波动，但整体宽松，继续警惕监管收紧举措。
- **利率展望与策略：**本周关注官方PMI数据。基本面来看，GDP和投资数据均超预期回暖，经济数据继续强劲，基本面对债市难有支撑。外汇方面，近期美元指数持续走低，人民币保持区间震荡，央行不在要求跨境人民币结算首付款执行1:1限制，由严格管理转向软性管理，说明外汇压力很小，央行不再需要舍利率保汇率，货币政策空间更大。上周末的法国大选第一轮结果显示，马克龙领先，欧元大涨，美元继续承压。消息方面，监管不断强化，大行出现赎回委外苗头市或继续承压。总体来看，基本面继续回暖，不过市场对二季度经济并不看好，短期监管不断收紧，政策面风险较大，债市震荡承压。操作上，期债勿盲目抄底，现券可适量套保。

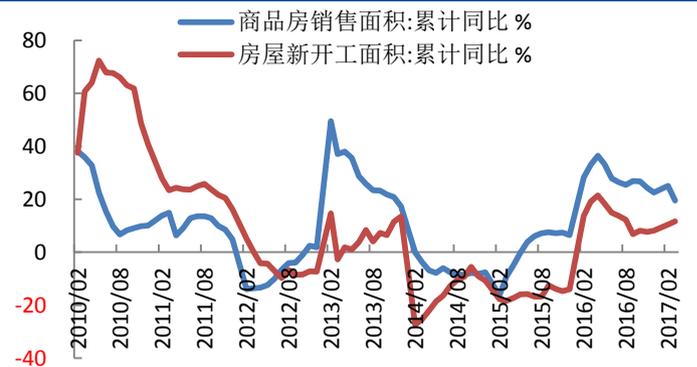
## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 国内经济整体强劲

一季度 GDP 同比增速为 6.9%，创一年多来新高。3 月固定资产投资完成额累计增速录得 9.2%，创一年新高。其中房地产开发投资高位回落，制造业累计增速继续回升，基建投资回落 2.58%。3 月工业增加值当月同比为 7.6%，高于去年同期，1-3 月民间固定资产投资同比增速收得 7.7%，高于前值和去年同期。从销售情况来看，3 月商品房销售累计增速较上月下滑，但房屋新开工有所上涨。从消费方面来看，3 月社会消费品零售总额同比增长 10.9%，高于去年同期。整体来看，基建乏力已现，房地产销售明显回落但新开工上涨，房地产和制造业支撑投资，民间投资和消费整体较好，企业投资需求回升，经济整体稳健，但随着楼市限购的影响显现，房地产难以支撑投资，市场对二季度经济并不十分。

图 1.1.1 固定资产投资增速

图 1.1.2 房地产销售与新开工



资料来源：Wind 资讯 南华研究

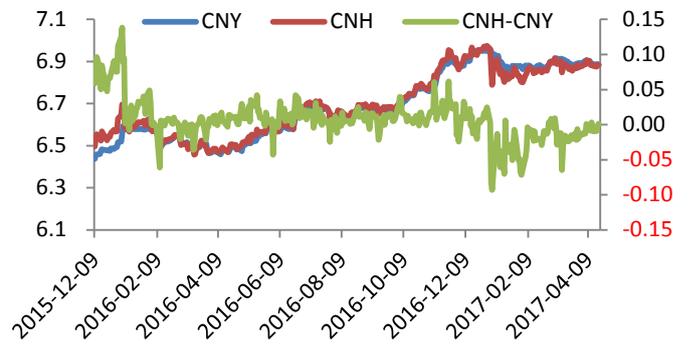
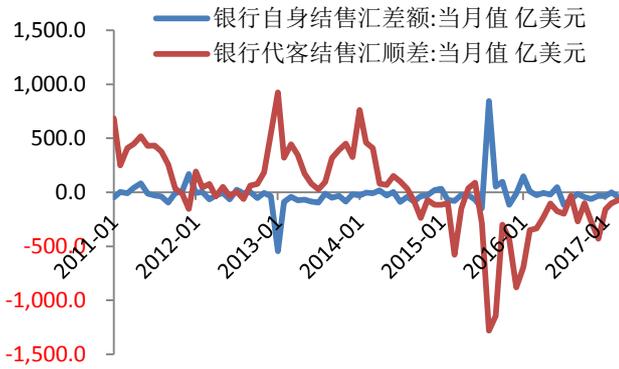
资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 1.2 人民币保持平稳

3 月银行结售汇数据显示，代客结售汇逆差继续缩小，表明资本流出压力非常小。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均窄幅震荡，价差基本为零。整体来看，英国首相意外宣布提前大选，美元指数承压，人民币继续平稳，外汇压力较小。

图 1.3.1 银行自身与代客结售汇差额

图 1.3.2 在岸及离岸人民币即期走势



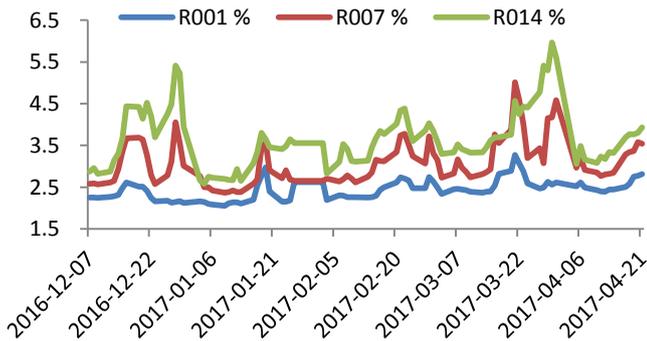
资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

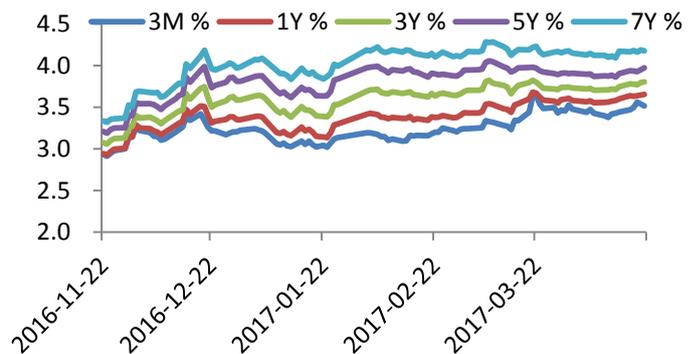
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.82%、3.54% 和 3.93%，较前一周均明显走升。Shibor 全数走升，隔夜领涨，跌幅高达 18.73BP，IRS 全数上涨，资金面整体维持紧平衡。

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 1900 亿逆回购和 2345 亿 6 个月期 MLF 到期，周内央行共投放了 2100 亿 7 天期、800 亿 14 天期和 700 亿 28 天期逆回购，上周共有 1280 亿 6 个月期和 3675 亿 1 年期 MLF 投放，不考虑 MLF 操作，周内共实现资金净投放 1700 亿。本周公开市场共有 2500 亿逆回购到期，短期在缴税因素影响下，流动性稍有波动，但整体宽松，继续警惕监管收紧举措。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 820 亿，加上信用债发行共计 2708.25 亿，总偿还量 5539.04 亿，净融资-2830.79 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. 4. 24	17 农发 04 (增 12)	40. 00	7Y	
	17 农发 06 (增 5)	20. 00	15Y	
	17 农发 07 (增发)	70. 00	3Y	
2017. 4. 25	17 国开 05 (增 2)	70. 00	3Y	
	17 国开 06 (增 2)	30. 00	5Y	
	17 国开 10 (增 3)	120. 00	10Y	
2017. 4. 26	17 付息国债 08	320. 00	7Y	
2017. 4. 27	17 国开绿债 02 (预)	50. 00	5Y	
	17 国开 01 (增 10)	40. 00	7Y	
	17 国开 04 (增 7)	60. 00	1Y	
<b>合计</b>				<b>820</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

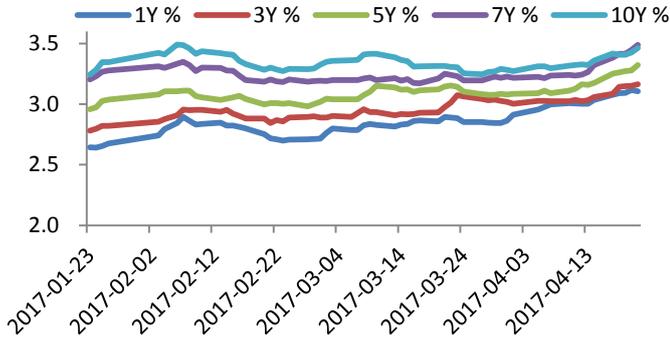
### 三、行情回顾与展望

上周基本面向暖, 资金面稍有偏紧, 国际形势较为紧张, 监管继续收紧, 市场情绪偏谨慎, 债市全周震荡下跌。全周来看, 国债收益率全数走升, 其中七年期上行幅度最大, 达 16. 67BP; 国开债收益率除一年期稍降外其余全数走升, 七年期国开收益率上行幅度最大, 达 13. 4BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1706 收于 95. 835, 周跌 0. 675 (-0. 7%); TF1706 收于 98. 41, 周跌 0. 415 (-0. 41%)。

一级市场方面, 周一增发的三、七、十五年期农发债中标利率均超出二级市场水平, 但投标倍数均在 3 倍以上, 需求尚可; 周二国开行招标发行的一、七、十年期固息债, 其中七年期中标利率略超预期, 倍数不足 3 倍, 其余中标利率均低于预期, 且倍数大于 3 倍; 周三财政部续发的七年期付息国债中标利率略超二级市场水平, 全场 1. 88 倍, 需求惨淡; 周三增发的一、五、十年期农发债中标利率均低于二级市场水平, 全场 2-5 倍, 需求尚可; 周四进出口行招标发行的三、五、十年期固息债中标利率接近或略低于二级市场, 全场 2-5 倍; 周五财政部招标发行了 30 年期国债, 中标利率超出预期。一级市场招标结果显示配置整体尚可。

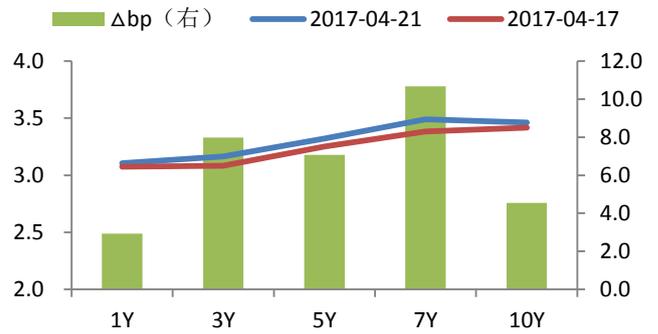
本周关注官方 PMI 数据。基本面来看, GDP 和投资数据均超预期回暖, 经济数据继续强劲, 基本面对债市难有支撑。外汇方面, 近期美元指数持续走低, 人民币保持区间震荡, 央行不在要求跨境人民币结算首付款执行 1:1 限制, 由严格管理转向软性管理, 说明外汇压力很小, 央行不再需要舍利率保汇率, 货币政策空间更大。上周末的法国大选第一轮结果显示, 马克龙领先, 欧元大涨, 美元继续承压。消息方面, 监管不断强化, 大行出现赎回委外苗头市或继续承压。总体来看, 基本面继续回暖, 不过市场对二季度经济并不看好, 短期监管不断收紧, 政策面风险较大, 债市震荡承压。操作上, 期债勿盲目抄底, 现券可适量套保。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



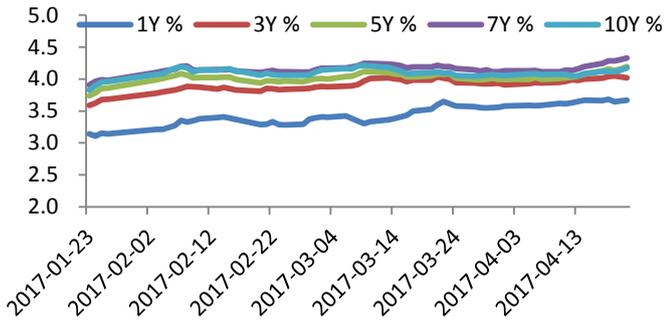
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



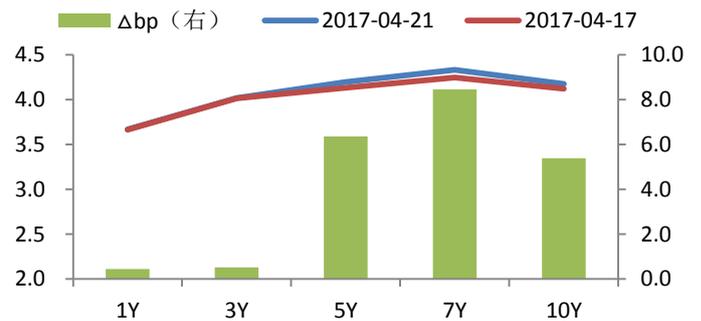
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



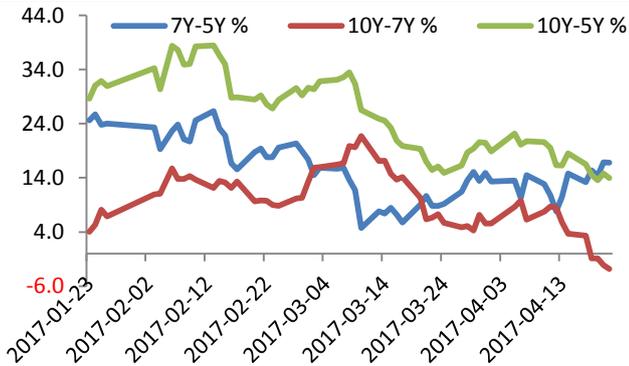
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



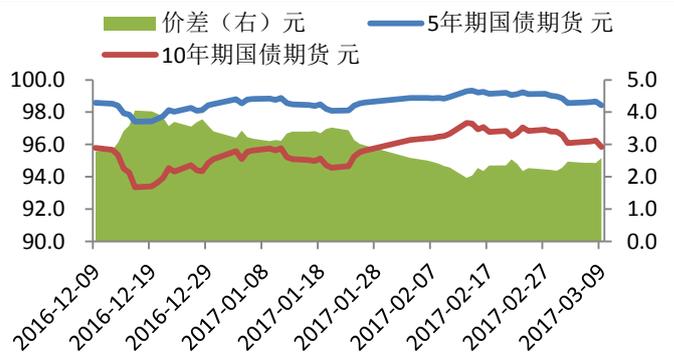
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



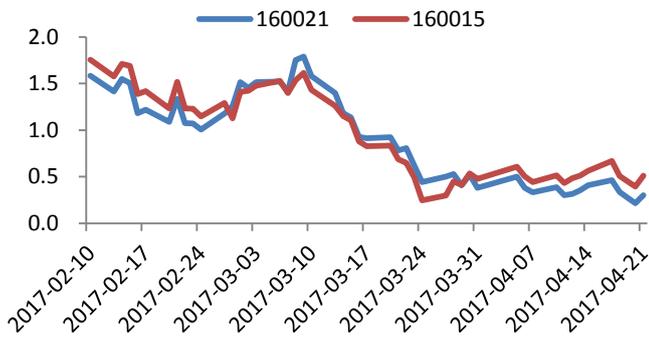
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



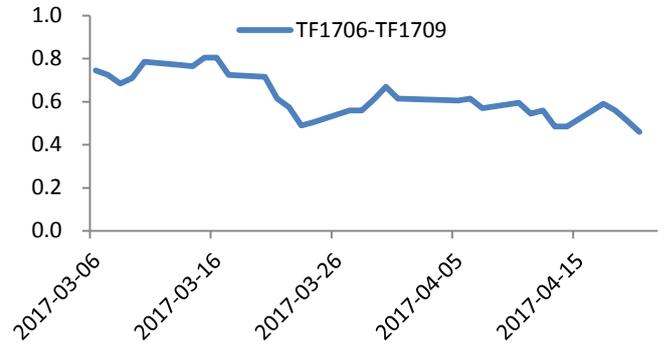
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



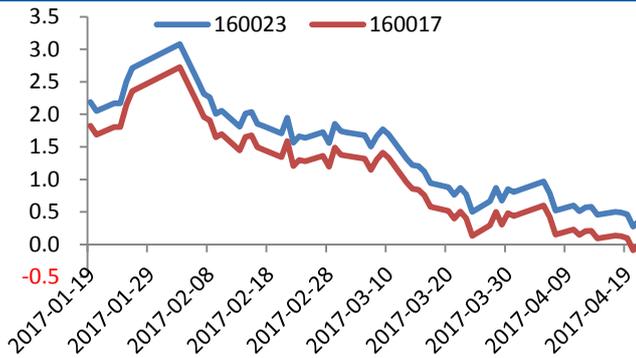
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



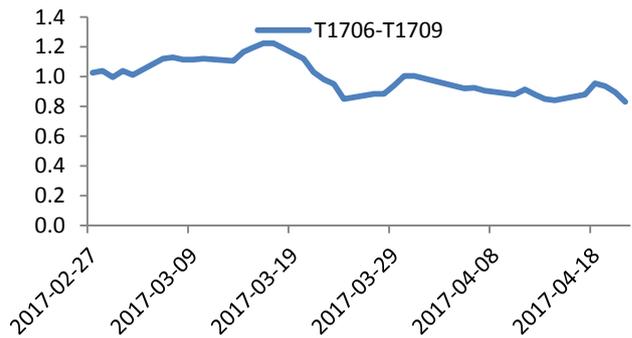
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

中国(上海)自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话: 02150431979

### 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

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房  
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

**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

**海宁营业部**

海宁市钱江西路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

**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)