



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

保持震荡思维

摘要

- **PMI 好于预期。**3 月官方制造业 PMI 录得 51.8，续创逾两年新高，略高于前值的 51.6，已连续八个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 55.1，明显高于前值的 54.2。我国 3 月财新制造业 PMI 录得 51.2，略低于前值。从分项指数来看，新订单指数为 53.3，生产指数为 54.2，均继续回升，需求继续改善。库存方面，原材料和产成品库存指数分别为 48.3 和 47.3，均较上月走低 0.3%，说明企业没有主动补库存需求。分企业类型来看，大型和中型企业保持稳定，小型企业明显回升，说明产业景气度有所改善。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，经济景气度明显高于预期。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 1300 亿逆回购和 2170 亿 6 个月期 MLF 到期，MPA 考核已经结束，在央行的谨慎调控下资金面应会维持紧平衡态势。
- **利率展望与策略：**本周数据集中公布，依次关注通胀、新增贷款、社融和 M2 数据。基本面来看，PMI 数据明显超预期，企业需求旺盛；3 月外汇储备站稳 3 万亿，连续两月回升。外部环境来看，美国经济平稳，美元指数震荡，人民币整体稳定，外部压力不大。消息方面，雄安新区设立，带动股市和商品上涨；美国军事打击叙利亚，避险情绪升温。总体来看，多空双方均无明显优势，债市短期维持震荡态势，但央行去杠杆不止，继续关注货币政策动向。操作上，保持震荡思维，继续谨慎为主。

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

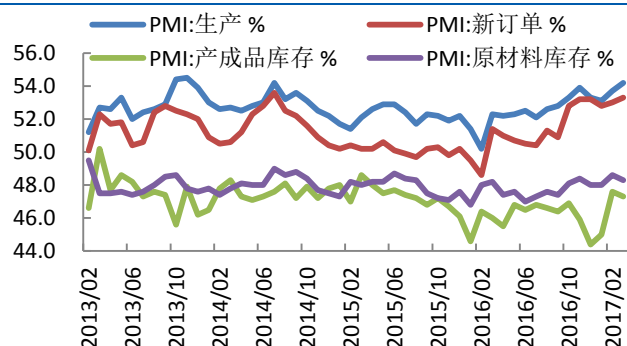
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 好于预期

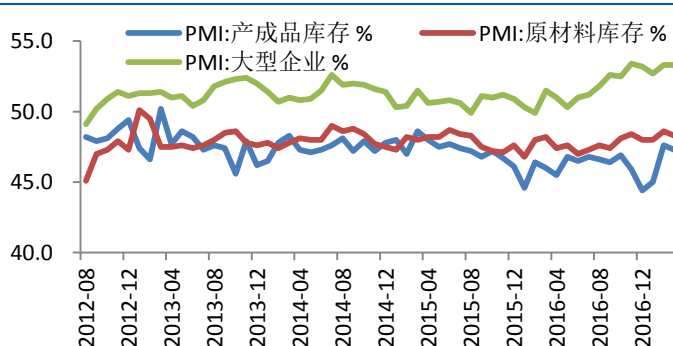
3 月官方制造业 PMI 录得 51.8，续创逾两年新高，略高于前值的 51.6，已连续八个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 55.1，明显高于前值的 54.2。我国 3 月财新制造业 PMI 录得 51.2，略低于前值。从分项指数来看，新订单指数为 53.3，生产指数为 54.2，均继续回升，需求继续改善。库存方面，原材料和产成品库存指数分别为 48.3 和 47.3，均较上月走低 0.3%，说明企业没有主动补库存需求。分企业类型来看，大型和中型企业保持稳定，小型企业明显回升，说明产业景气度有所改善。整体来看，官方和财新 PMI 均处于去年以来高点，需求显著回暖，经济景气度明显高于预期。

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



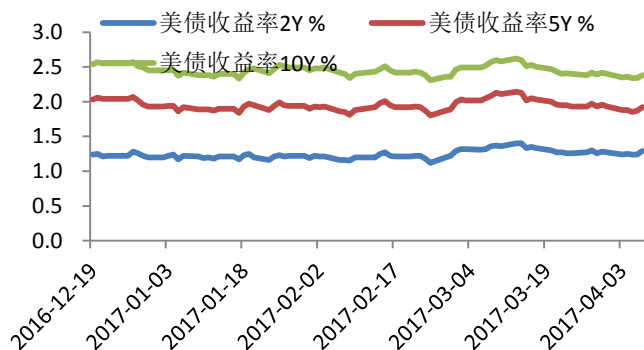
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济基本平稳

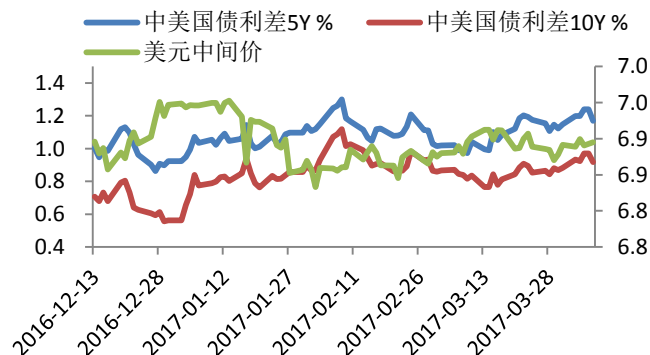
美国 3 月新增非农就业人数为 9.8 万，远低于 2 月的 21.9 万。3 月非制造业 PMI 录得 55.2，明显低于前值，但仍高于去年同期；3 月季调 ADP 就业人数环比增长 0.2%，与前值持平。3 月制造业新增就业人数为 1.1 万人，明显低于上期；季调失业率同比增长 4.5%，低于前值。当周初领和续领失业金人数分别为 23.4 万和 202.8 万人，均低于前值。近期美元指数窄幅震荡，人民币震荡稍降，但整体贬值压力可控。美债收益率小幅走低，中国国债收益率略升，中美利差走扩。

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

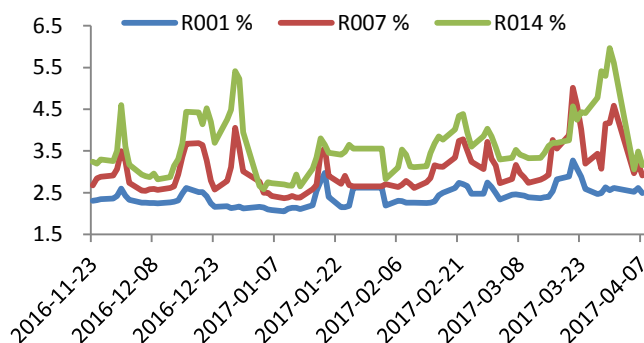


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

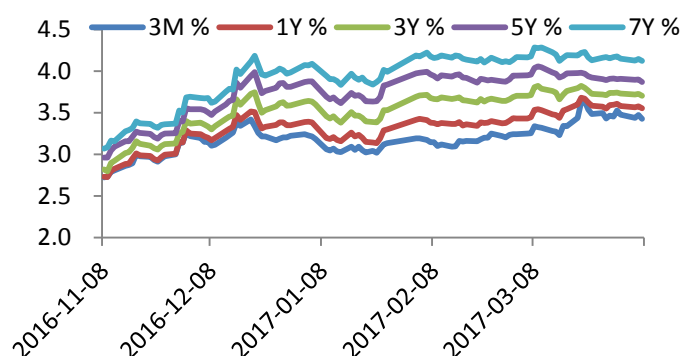
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.49%、2.91% 和 3.16%，较前一周均明显走低。Shibor 全数走低，一月期领跌，跌幅高达 19.9BP，IRS 多数小跌，跨季后资金面有所好转，但并未出现明显宽松。

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 1000 亿逆回购到期，央行已连续九个交易日暂停公开市场操作，共实现资金净回笼 1000 亿。季末时点已平安度过，但资金面并未出现明显宽松，央行有意保持资金紧平衡，去杠杆防风险态度坚决。本周公开市场共有 1300 亿逆回购和 2170 亿 6 个月期 MLF 到期，MPA 考核已经结束，在央行的谨慎调控下资金面应会维持紧平衡态势。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 2164.27 亿，加上信用债发行共计 4513.97 亿，总偿还量 5379.80 亿，净融资-865.83 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. 10	17 农发 02 (增 9)	70. 00	3Y	
	17 农发 04 (增 10)	40. 00	7Y	
	17 农发 06 (增 3)	20. 00	15Y	
2017. 4. 11	17 国开 04 (增 5)	65. 00	1Y	
	17 国开 05	75. 00	3Y	
	17 国开 10 (增发)	120. 00	10Y	
2017. 4. 12	17 附息国债 07	320. 00	5Y	
2017. 4. 13	17 河南债 01	93. 58	3Y	
	17 河南债 02	94. 00	7Y	
	17 河南债 03	69. 05	3Y	
	17 河南债 04	69. 00	7Y	
	17 四川债 01	42. 00	3Y	
	17 四川债 02	42. 00	5Y	
	17 四川债 03	42. 00	7Y	
	17 四川债 04	14. 00	10Y	
	17 四川债 05	48. 00	3Y	
	17 四川债 06	48. 00	5Y	
	17 四川债 07	48. 00	7Y	
	17 四川债 08	16. 00	10Y	
	2017. 4. 14	17 贴现国债 18	100. 00	0. 50
	17 浙江债 01	28. 57	5Y	
	17 浙江债 02	28. 57	7Y	
	17 浙江债 03	38. 09	10Y	
	17 浙江债 04	86. 71	5Y	
	17 浙江债 05	34. 68	7Y	
	17 浙江债 06	52. 03	10Y	
合计				2164. 27

资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

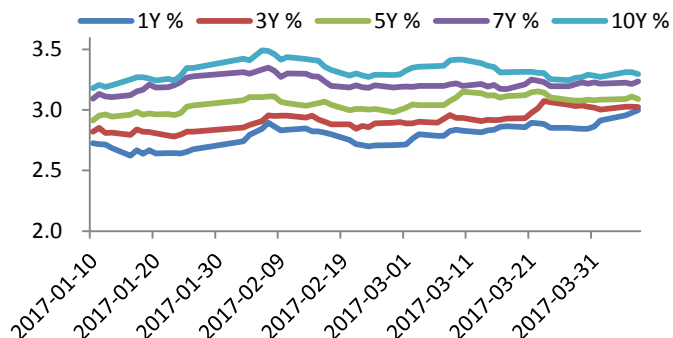
季末时点已过，市场消息面整体平静，债市短期横盘。全周来看，国债收益率一年期明显上涨，幅度高达 15. 19BP，其余期限品种变动不大；国开债收益率有涨有跌，1 年期国开收益率上行幅度最大，为 3. 03BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1706 收于 97. 16，周涨 0. 32（+0. 33%）；TF1706 收于 99. 265，周涨 0. 025（+0. 03%）。

一级市场方面，周三增发的一、五、十年期农发债接近或略低于二级市场水平，全场 2-4 倍；周三续发的一、十年期附息国债中标利率略低于预期，全场不足 2 倍，需求惨淡；周四国开行招标发行的一、三、五、十年期固息债均低于二级市场，全场 3-5 倍。周五进出口行招标发行的三、五、十年期固息债中标收益率均低于预期，全场 2-4 倍；

一级市场招标结果显示配置需求整体尚可，提振二级市场情绪。

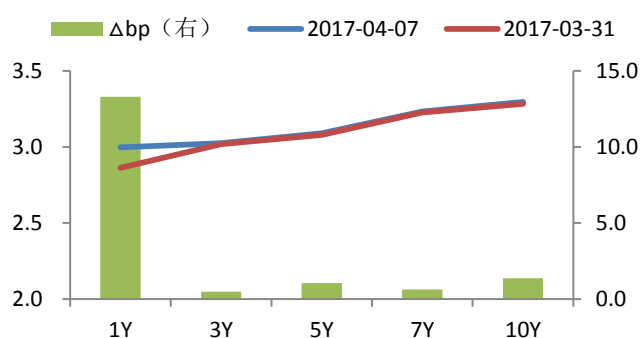
本周数据集中公布，依次关注通胀、新增贷款、社融和 M2 数据。基本面来看，PMI 数据明显超预期，企业需求旺盛；3 月外汇储备站稳 3 万亿，连续两月回升。外部环境来看，美国经济平稳，美元指数震荡，人民币整体稳定，外部压力不大。消息方面，雄安新区设立，带动股市和商品上涨；美国军事打击叙利亚，避险情绪升温。总体来看，多空双方均无明显优势，债市短期维持震荡态势，但央行去杠杆不止，继续关注货币政策动向。操作上，保持震荡思维，继续谨慎为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



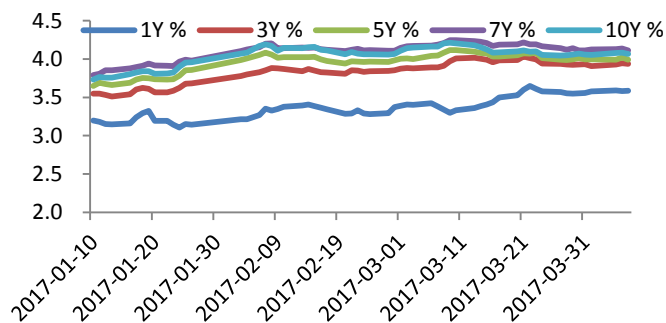
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



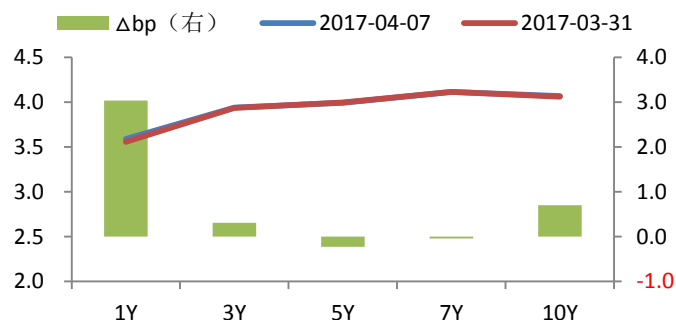
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



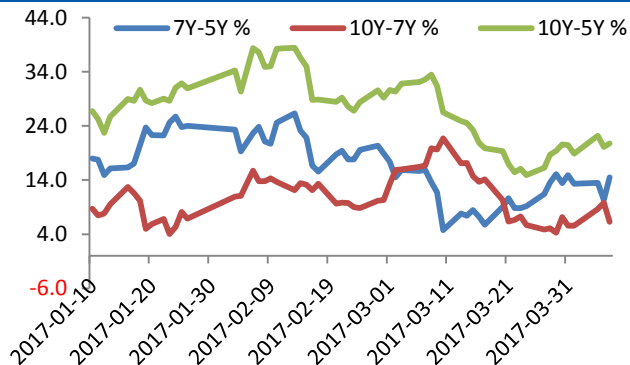
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



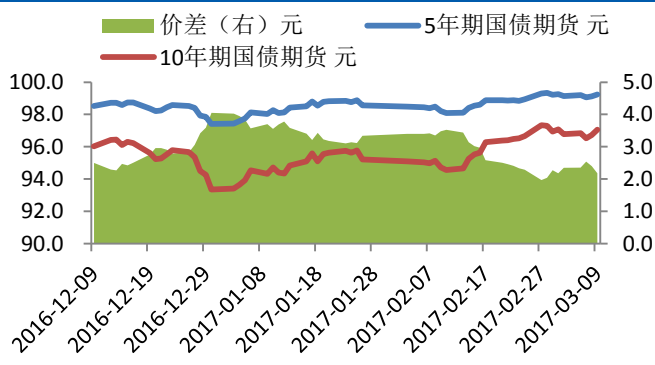
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



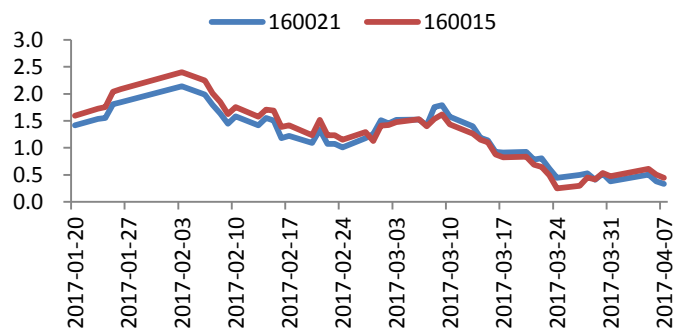
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



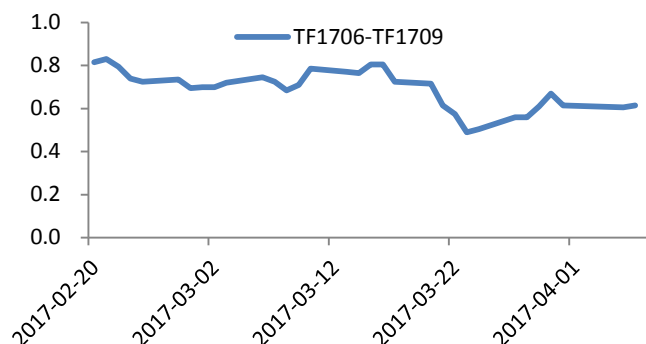
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



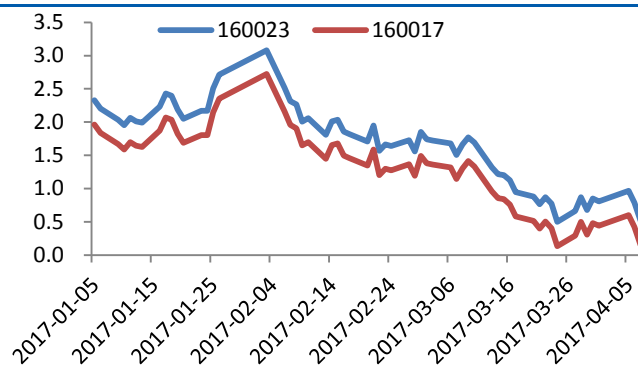
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



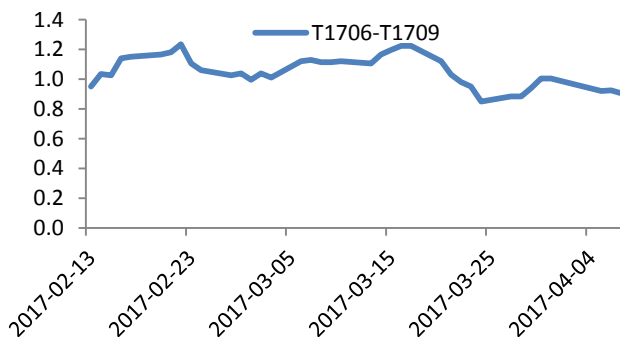
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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
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、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