



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

债市仍需谨慎

摘要

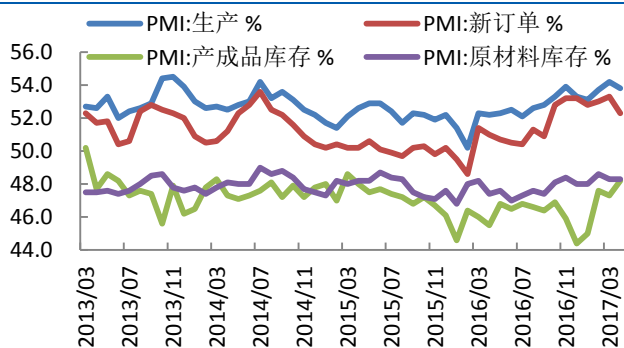
- **PMI 不及预期。**4月官方制造业 PMI 录得 51.2，环比下降 0.6%，连续九个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 54，较前月走低 1.1%。从分项指数来看，新订单指数为 52.3，生产指数为 53.8，均显著回落，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为 48.3，较上月持平，产成品库存较上月增长 0.9%，说明企业补库存在持续。分企业类型来看，大型企业回落 1.3%，中型企业回落 0.2%，小企业上涨 1.4%，站上荣枯线上方，说明产业集中度较高的大中型企业获利下降，小型企业有所好转。整体来看，官方 PMI 衰势初现，需求不及预期，若后续经济数据不佳，或为经济下行的征兆。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 2400 亿逆回购和 2300 亿 6 个月期 MLF 到期，短期央行态度较为和缓，但需关注监管层的举动，“去杠杆”若出台新政策，或影响资金面的平稳。
- **利率展望与策略：**本周关注官方外储数据。基本面来看，PMI 数据不及预期，经济恐有下行压力，基本面对债市稍有支撑。外汇方面，美国经济基本平稳，特朗普税改初步成型，企业税大幅降低，有利于美国企业境外资产回流；近期受欧洲国家政治影响，美元指数持续走低，人民币继续平稳。政策方面，银监会继续摸底委外，央行态度较为和缓，监管虽收紧，但并非“一刀切”，而是采用温和而持久的方式，短期市场情绪回稳，但需警惕监管层的进一步举措。消息方面，因监管措施收紧，多家企业可能存在合规性问题，财务年报延迟披露；监管趋严叠加资金利率上行，4 月超百只债券取消或推迟发行。总体来看，基本面回暖料难持久，政策面持续收紧空间不大，短期债市出现超跌反弹，但“去杠杆”乌云笼罩下债市仍需谨慎操作。操作上，建议多头逢高出，等待时机。

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 不及预期

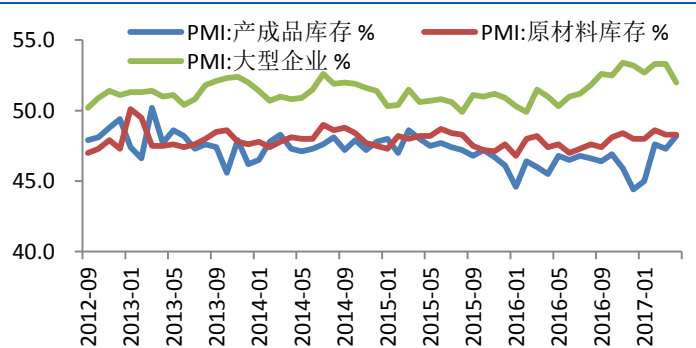
4月官方制造业 PMI 录得 51.2，环比下降 0.6%，连续九个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 54，较前月走低 1.1%。从分项指数来看，新订单指数为 52.3，生产指数为 53.8，均显著回落，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为 48.3，较上月持平，产成品库存较上月增长 0.9%，说明企业补库存在持续。分企业类型来看，大型企业回落 1.3%，中型企业回落 0.2%，小企业上涨 1.4%，站上荣枯线上方，说明产业集中度较高的大中型企业获利下降，小型企业有所好转。整体来看，官方 PMI 衰势初现，需求不及预期，若后续经济数据不佳，或为经济下行的征兆。

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



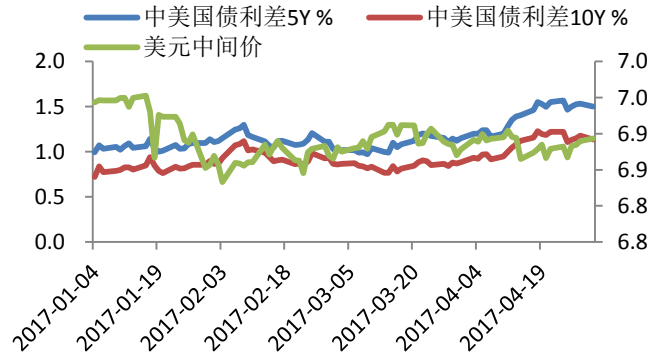
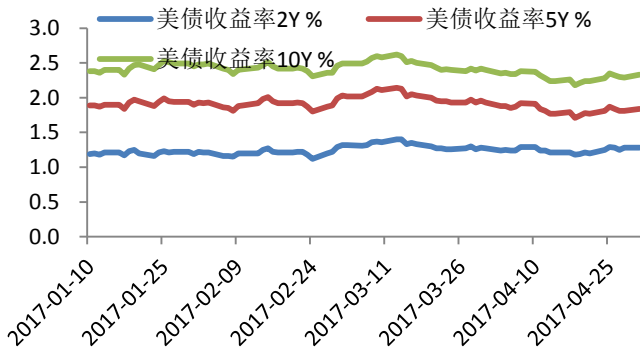
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济略显疲软

美国 3 月 GDP 环比折年率录得 0.7，明显低于前值和预期。3 月新房销售 5.8 万套，环比增长 5.8%，明显高于前值和去年同期；3 月成屋签约销售指数为 111.4，低于前值但高于去年同期。3 月制造业 PMI 录得 54.8，较前值明显回落。3 月新增耐用品订单数为 2651.25 亿美元，明显高于前值。3 月个人消费支出和人均可支配收入分别为 13.1 万亿美元和 4.44 万亿美元，略高于前值。当周 API 库存为 5393.14 万桶，季调当周初次申领失业金人数和续领人数分别为 25.7 万和 198.8 万人。数据显示美国经济有所回落，美元指数震荡走低，人民币保持平稳。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

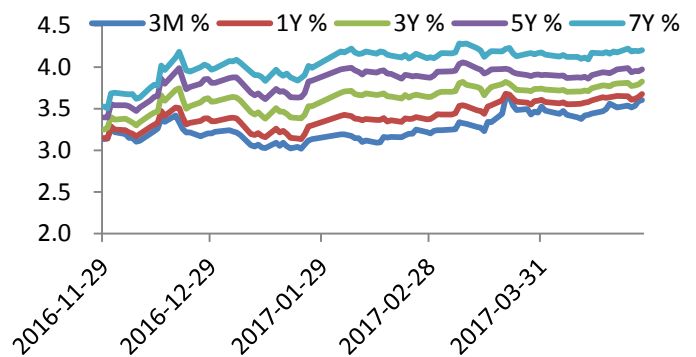
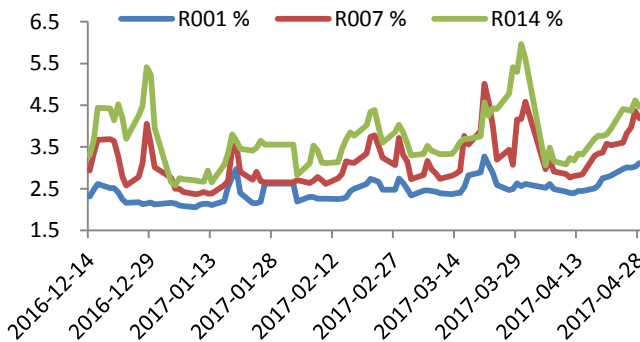
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 3.11%、4.18% 和 4.46%，较前一周均大幅走升。DR001 和 DR007 周五开盘价均上涨 20BP，若 DR 利率持续维持在高位，则可能是央行上调 OMO 利率的前兆。Shibor 利率连续八个交易日全数走升，周内隔夜领涨，跌幅高达 20.27BP，IRS 有涨有跌，资金面再度收紧。

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 2500 亿逆回购到期，周内央行共投放了 1600 亿 7 天期、800 亿 14 天期和 800 亿 28 天期逆回购，周内共实现资金净投放 700 亿。本周公开市场共有 2400 亿逆回购和 2300 亿 6 个月期 MLF 到期，短期央行态度较为和缓，但需关注监管层的举动，“去杠杆”若出台新政策，或影响资金面的平稳。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 1210 亿，加上信用债发行共计 2497.16 亿，总偿还量 3949.04 亿，净融资-1451.88 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)
2017.5.3	17 附息国债 09	360.00	1Y	

	17 付息国债 10	360.00	10Y
	17 农发 05 (增 14)	60.00	10Y
	17 农发 08 (增 2)	60.00	1Y
	17 农发 09 (增 2)	70.00	5Y
2017. 5. 4	17 国开 04 (增 8)	60.00	1Y
	17 国开 05 (增 3)	70.00	3Y
	17 国开 06 (增 3)	50.00	5Y
	17 国开 10 (增 4)	120.00	10Y

合计
1210

资料来源: Wind 资讯 南华研究

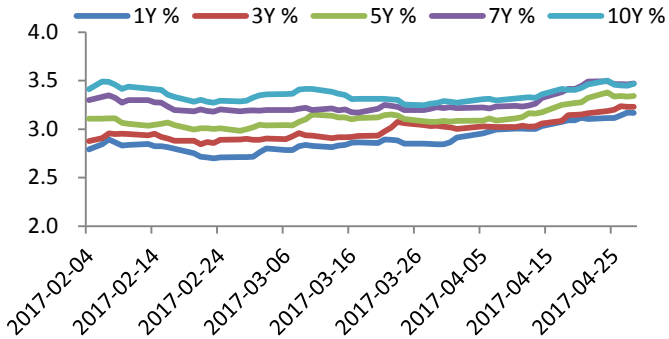
三、行情回顾与展望

受监管持续收紧和逆回购曝出违约影响,周一债市大幅下挫,周二恐慌情绪缓解,加之现券已跌出配置价值,配置盘入场开始推动债市超跌反弹,债市全周大幅震荡,最终基本收平。全周来看,国债收益率除7年期外均走升,其中1、3年期上行幅度最大,达6-7BP,7年期下行2BP;国开债收益率全数走升,1年期国开收益率上行幅度最大,为4.5BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1706收于95.91,周涨0.075(+0.08%);TF1706收于98.305,周跌0.105(-0.11%)。

一级市场方面,周一增发的1、7、15年期农发债,其中15年期农发债中标利率大幅超出二级市场水平,全场2-4倍;周二国开行招标发行的3、5、10年期固息债中标利率均低于预期,倍数均超过3倍,其余5年期中标倍数高达6.67倍,需求强劲,带动二级市场情绪;周三财政部招标发行的3年期付息国债中标利率超出预期,全场1.59倍,需求惨淡;周三增发的1、5、10年期农发债中标利率均低于二级市场水平,10年期农发债需求旺盛,全场4.75倍;周四招标发行的5年期口行债中标利率低于二级市场,全场3.72倍;周四国开行招标发行的1年期固息债中标利率明显低于二级市场,全场2.67倍;周四预发行的五年期国开绿债中标利率接近二级市场,全场2.19倍;周五财政部招标发行的3个月期贴现国债中标利率略超预期,全场2.14倍。一级市场招标结果显示配置整体旺盛,债市收益率对配置盘吸引力逐步显现,提振二级市场情绪。

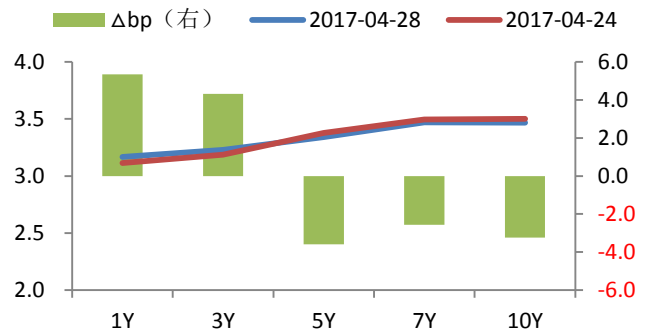
本周关注官方外储数据。基本面来看,PMI数据不及预期,经济恐有下行压力,基本面对债市稍有支撑。外汇方面,美国经济基本平稳,特朗普税改初步成型,企业税大幅降低,有利于美国企业境外资产回流;近期受欧洲国家政治影响,美元指数持续走低,人民币继续平稳。政策方面,银监会继续摸底委外,央行态度较为和缓,监管虽收紧,但并非“一刀切”,而是采用温和而持久的方式,短期市场情绪回稳,但需警惕监管层的进一步举措。消息方面,因监管措施收紧,多家企业可能存在合规性问题,财务年报延迟披露;监管趋严叠加资金利率上行,4月超百只债券取消或推迟发行。总体来看,基本面回暖料难持久,政策面持续收紧空间不大,短期债市出现超跌反弹,但“去杠杆”乌云笼罩下债市仍需谨慎操作。操作上,建议多头逢高出,等待时机。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



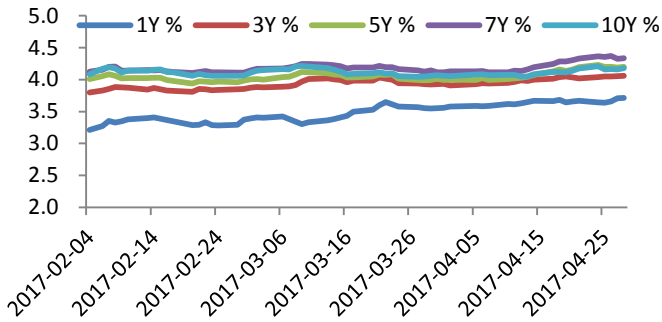
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



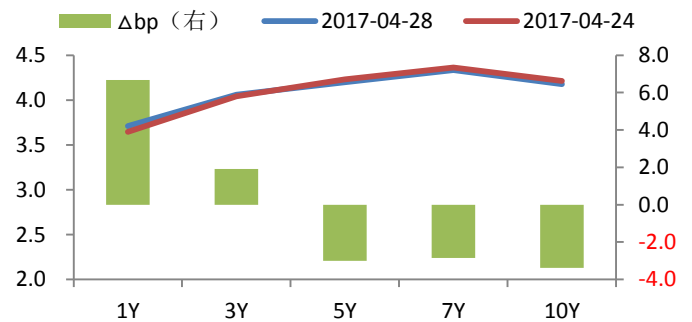
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



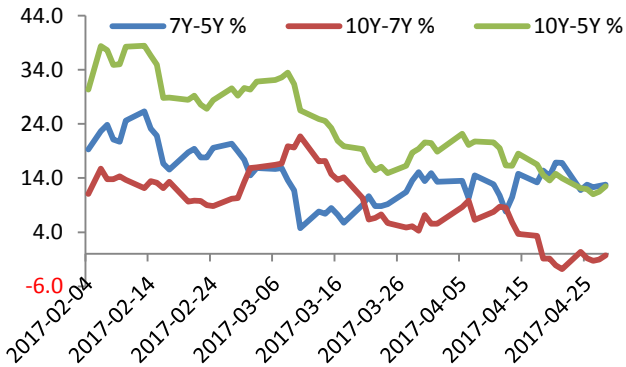
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



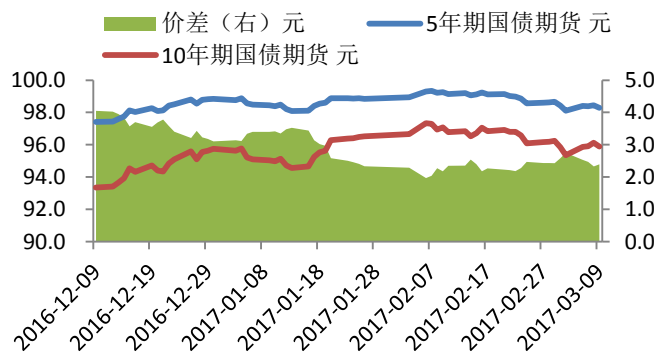
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



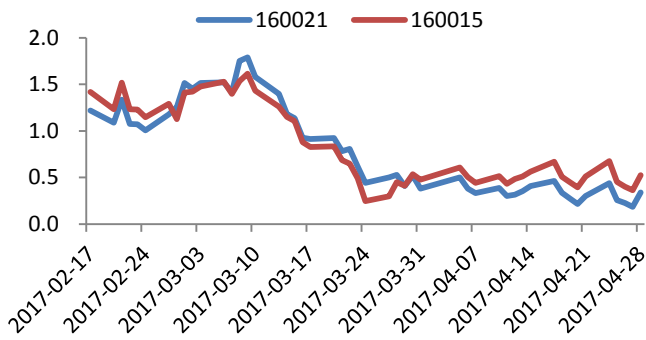
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



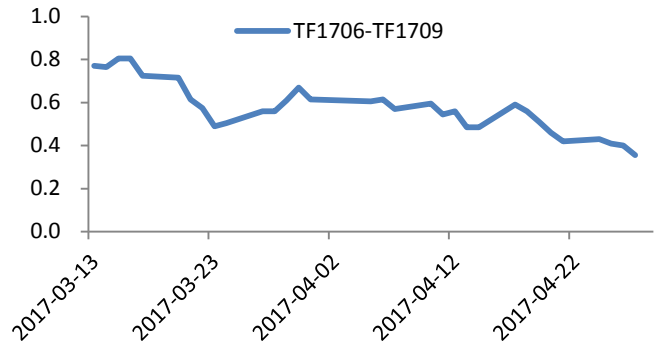
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



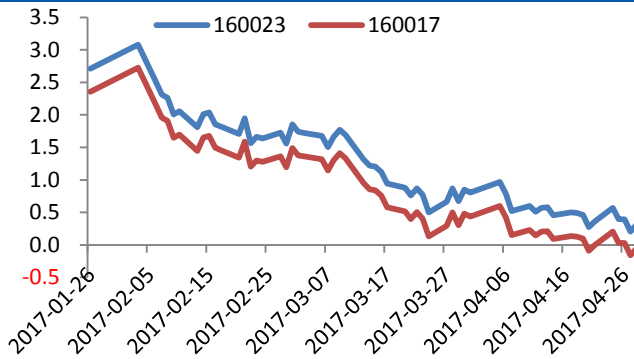
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



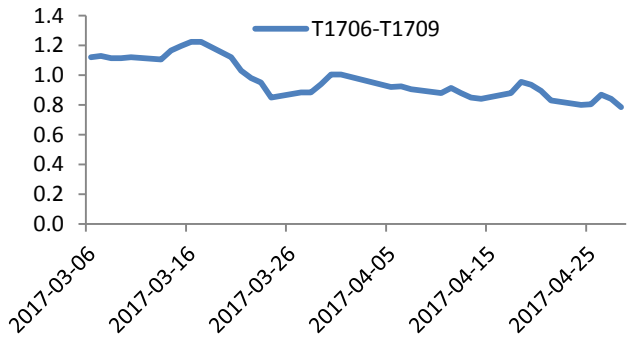
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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