



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

- **美国经济基本平稳。**美国4月ADP就业人数环比录得0.1%，低于前值的0.2%。4月新增非农就业人数达194万人次，明显高于前值。失业率为4.4%，低于前值和去年同期。4月非制造业PMI录得57.5，明显高于前值和预期。美国3月进出口均明显超预期。3月制造业新增订单5129.34亿美元，明显高于前值。当周API库存为5451.54万桶，低于前值，但高于去年同期。季调当周初次申领失业金人数和续领人数分别为23.8万和196.4万人。数据显示美国经济基本平稳，美元指数震荡稍降，人民币保持平稳。同时，近期美债收益率继续走升，但中国国债收益率涨幅更大，中美利差明显走扩。
- **流动性展望：**本周公开市场共有3100亿逆回购到期，若监管层无进一步举措，资金面应无大碍。
- **利率展望与策略：**本周大量数据集中公布，依次关注CPI、PPI、社融和M2数据。基本面来看，外储数据明显回升，创连续三年来单月最大涨幅，人民币贬值压力暂时可以忽略。外汇方面，美国经济基本平稳，美联储议息决议偏鹰，美元指数震荡走低，人民币整体平稳。政策方面，监管层虽暂无进一步举措，但市场情绪偏悲观，加之信用利差不断走升，一旦信用债出现大规模违约，对债市将有沉重打击。消息方面，国开行打算暂停金融债发行；财政部称依法明确举债融资政策边界，严堵违法违规融资担保后门。总体来看，短期监管收紧仍是债市的主要矛盾，但若经济出现明显下行，政策收紧空间将受限，债市将迎来机会点，但短期基本面支撑力度有限，债市仍需谨慎操作。操作上，建议观望。

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 美国经济基本平稳

美国4月ADP就业人数环比录得0.1%，低于前值的0.2%。4月新增非农就业人数达194万人次，明显高于前值。失业率为4.4%，低于前值和去年同期。4月非制造业PMI录得57.5，明显高于前值和预期。美国3月进出口均明显超预期。3月制造业新增订单5129.34亿美元，明显高于前值。当周API库存为5451.54万桶，低于前值，但高于去年同期。季调当周初次申领失业金人数和续领人数分别为23.8万和196.4万人。数据显示美国经济基本平稳，美元指数震荡稍降，人民币保持平稳。同时，近期美债收益率继续走升，但中国国债收益率涨幅更大，中美利差明显走扩。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势

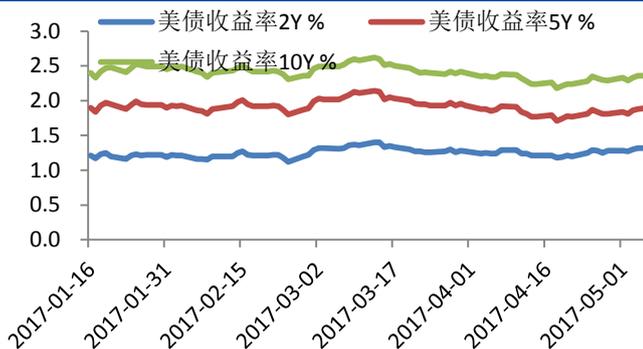


图 1.1.2 中美国债利差及汇率走势



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2.91%、3.28%和4.07%，较前一周明显回落。Shibor除隔夜稍降外其余全数走升，周内2周期领涨，涨幅为6.45BP，IRS全线上涨，自上周五开始资金面有所好转。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

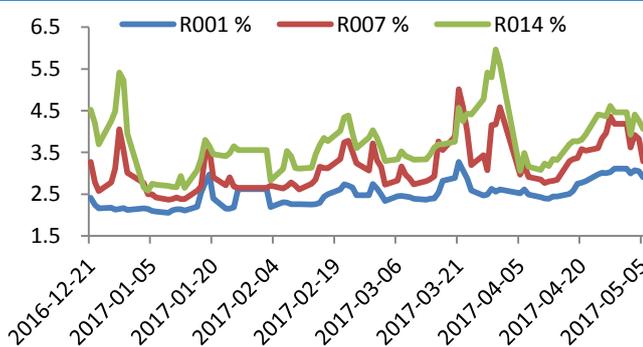
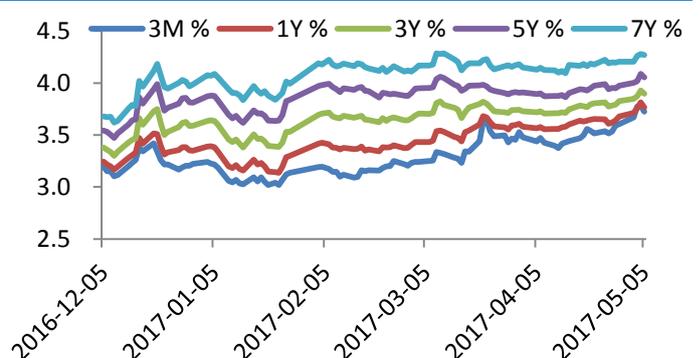


图 2.1.2 IRS (FR007)



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 2400 亿逆回购和 2300 亿 6 个月期 MLF 到期, 周内央行共投放了 2000 亿 7 天期、300 亿 14 天期和 200 亿 28 天期逆回购, 不考虑 MLF, 周内共实现资金净投放 100 亿。央行逆回购虽有所放量, 但周内 2300 亿 MLF 到期并未进行续作, 市场流动性持续收紧。本周公开市场共有 3100 亿逆回购到期, 若监管层无进一步举措, 资金面应无大碍。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 1709.43 亿, 加上信用债发行共计 2954.73 亿, 总偿还量 7579.05 亿, 净融资-4624.31 亿。由于监管去杠杆打压债市情绪, 债券供给大幅减少, 市场上债券存量下降。

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)
2017.5.8	17 农发 04 (增 13)	40.00	7Y	
	17 农发 06 (增 6)	20.00	15Y	
	17 农发 07 (增 2)	70.00	3Y	
	17 新疆债 05	6.20	3Y	
	17 新疆债 06	6.10	7Y	
	17 新疆债 07	5.60	3Y	
	17 新疆债 08	5.70	7Y	
	2017-05-09	17 国开 04 (增 9)	70.00	1Y
17 国开 06 (增 4)		50.00	5Y	
17 国开 10 (增 5)		140.00	10Y	
17 北京债 01		2.77	5Y	
17 北京债 02		45.06	5Y	
17 河北债 04		56.00	3Y	
17 河北债 05		56.00	5Y	
17 河北债 06		56.00	7Y	
2017-05-10	17 付息国债 07 (续发)	360.00	5Y	
	17 凭证式国债 03	180.00	3Y	
	17 凭证式国债 04	180.00	5Y	
2017-05-11	17 陕西债 01	70.00	5Y	
	17 陕西债 02	70.00	7Y	
	17 陕西债 03	50.00	5Y	
	17 陕西债 04	50.00	7Y	
2017-05-12	17 贴现国债 23	100.00	0.5Y	
<b>合计</b>				<b>1709.43</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

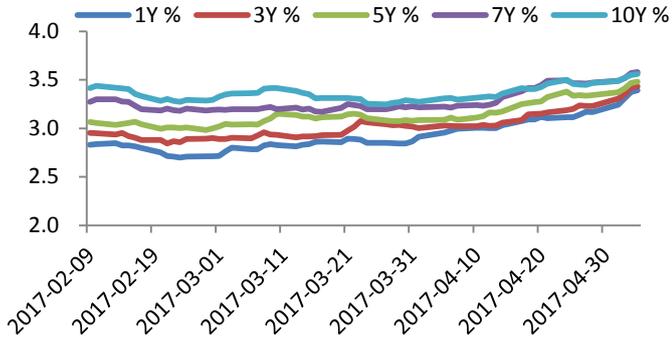
### 三、行情回顾与展望

受强监管乌云的笼罩下，国债期货周初震荡下跌，周四中午证监会约券商谈债券资金池业务，午后期债应声下跌，现券收益率明显上行。全周来看，国债收益率全线走升，其中1年期上行幅度最大，达22.22BP，10年期上行幅度最小，为9.24BP；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14.58BP，7年期上行幅度最小，为8.38BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约T1706收于95.235，周跌0.675(-0.7%)；TF1706收于97.715，周跌0.59(-0.60%)。

一级市场方面，周三增发的1、5、10年期农发债中标收益率均接近二级市场水平，全场2-5倍；周三财政部招标发行的1、10年期附息国债中标利率超出预期，全场1.47和2.2倍，需求惨淡；周四招标发行了1、5、10年期口行债，其中1、5年期口行债中标利率明显超出二级市场，全场2倍左右，10年期口行债需求较好，全场4.32倍；周四国开行招标发行了1、3、5、10年期固息债，其中1、3、10年期国开中标利率均超出二级市场水平，1、3年期国开债中标倍数均低于2倍，5年期需求尚可，中标倍数达3.81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1.9倍。一级市场招标结果显示配置需求整体惨淡，主要是强监管下市场情绪偏悲观所致。

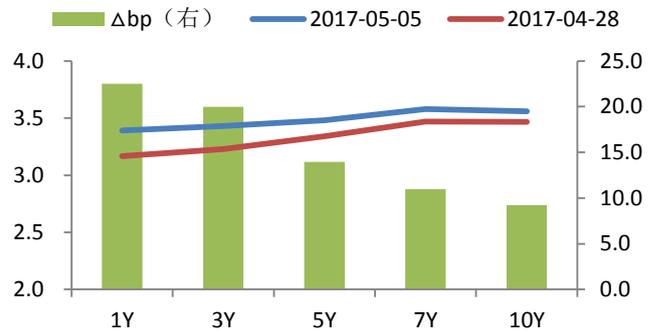
本周大量数据集中公布，依次关注CPI、PPI、社融和M2数据。基本面来看，外储数据明显回升，创连续三年来单月最大涨幅，人民币贬值压力暂时可以忽略。外汇方面，美国经济基本平稳，美联储议息决议偏鹰，美元指数震荡走低，人民币整体平稳。政策方面，监管层虽暂无进一步举措，但市场情绪偏悲观，加之信用利差不断走升，一旦信用债出现大规模违约，对债市将有沉重打击。消息方面，国开行打算暂停金融债发行；财政部称依法明确举债融资政策边界，严堵违法违规融资担保后门。总体来看，短期监管收紧仍是债市的主要矛盾，但若经济出现明显下行，政策收紧空间将受限，债市将迎来机会点，但短期基本面支撑力度有限，债市仍需谨慎操作。操作上，建议观望。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



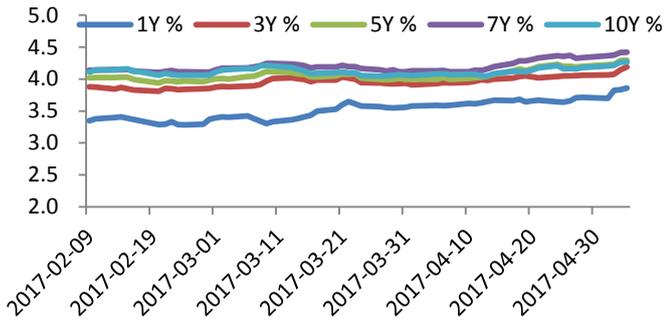
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



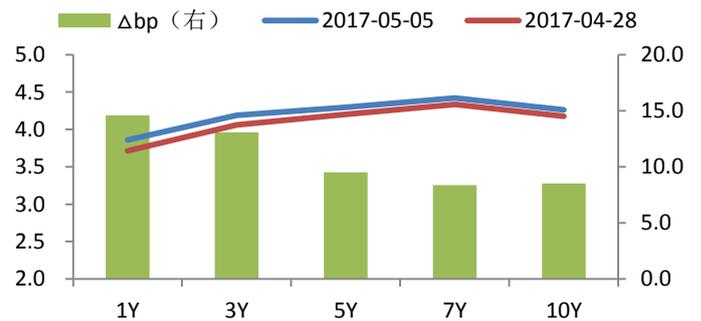
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



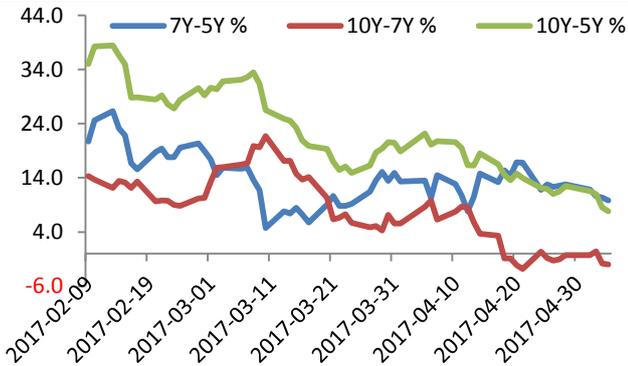
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



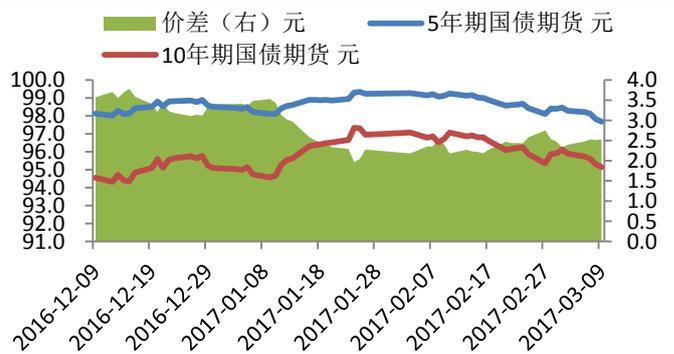
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



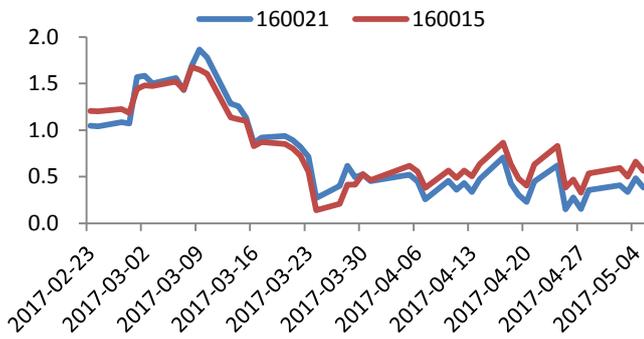
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



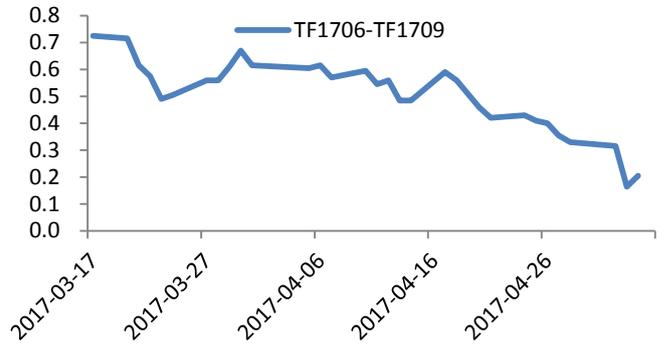
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1706 活跃 CTD 券基差



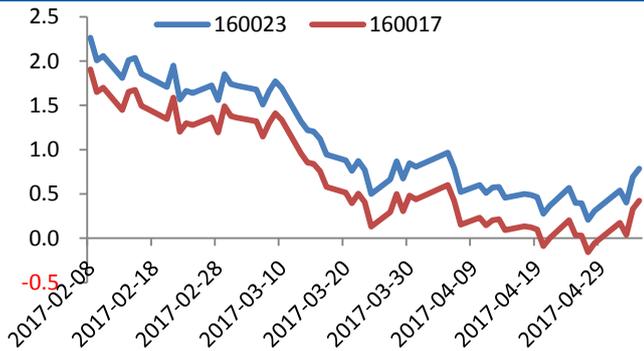
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



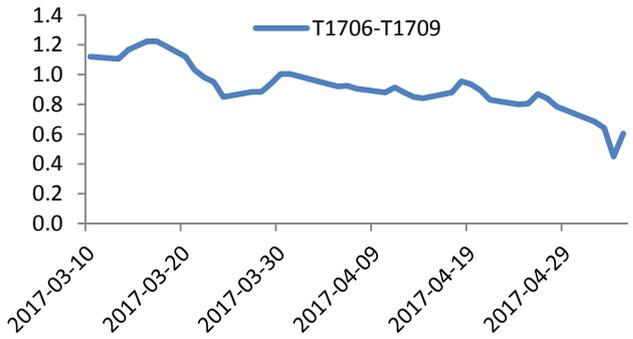
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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)