

谨慎操作，票息为王

摘要

- **PMI 超预期下行。**1 月官方制造业 PMI 录得 51.3，环比回落 0.3%。非制造业 PMI 录得 55.3，较前月走升 0.3%。财新 PMI 录得 51.5，与前值持平。从分项指数来看，新订单指数为 52.6，较上月回升 0.8%，生产指数为 53.5，较上月回升 0.5%，显示需求明显下降。新出口指数大幅走低，进口指数也明显回落，可能部分受季节因素影响，但高基数和经济下行压力也有一定影响。库存方面，原材料库存指数为 48.8，较上月回升 0.8%，产成品库存录得 47，较上月回升 1.2%，说明供需均回落。分企业类型来看，大型企业回落 0.4%至 52.6，中型企业回升 0.3%至 50.1，小企业回落 0.2%至 48.5，所有企业集体回落说明需求下降，企业盈利也预期走低。整体来看，进出口、新订单和生产数据均走低，显示经济仍有一定下行风险。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 2200 亿逆回购到期，在“临时准备金动用安排（CRA）”和月中大额净投放支撑下，资金面依旧延续宽松，月末时点平稳度过，但目前央行回收流动性态度坚决，且通过窗口指导限制银行对非银融出隔夜，春节前流动性仍有一定风险。
- **利率展望与策略：**本周依次关注通胀、社融和外储数据。基本面来看，PMI 数据整体回落，需求不及预期，PMI 做为经济的先行指标表明经济有下行风险。外汇方面，美国经济整体平稳，但美元跌势不止，人民币继续走升，并创 15 年“811”税改以来新高，美债收益率继续飙升，中美利差再度缩小。总体来看，资金面保持宽松，债市情绪略有好转，但资管新规仍未落地，外部压力也未消除，仍需警惕风险。操作上，期债谨慎操作，现券建议选择低久期高等级信用债，赚取票息为主。



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

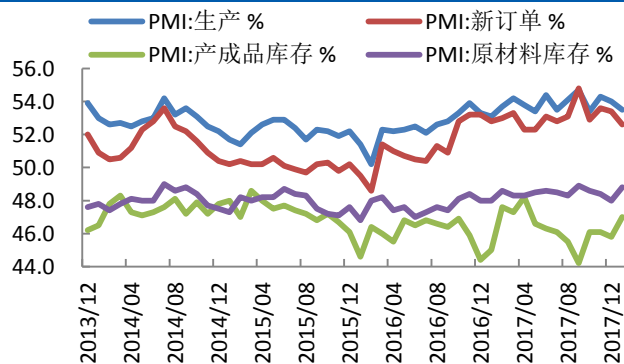
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 超预期下行

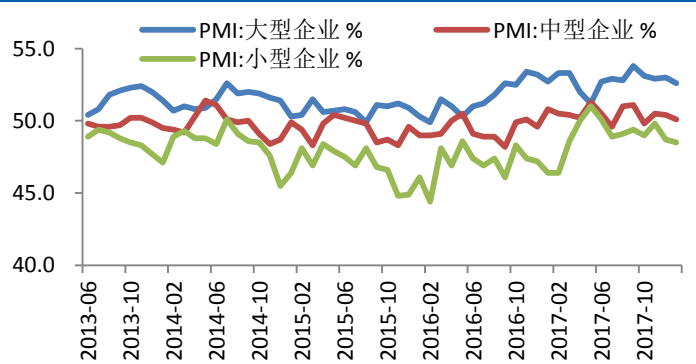
1 月官方制造业 PMI 录得 51.3，环比回落 0.3%。非制造业 PMI 录得 55.3，较前月走升 0.3%。财新 PMI 录得 51.5，与前值持平。从分项指数来看，新订单指数为 52.6，较上月回升 0.8%，生产指数为 53.5，较上月回升 0.5%，显示需求明显下降。新出口指数大幅走低，进口指数也明显回落，可能部分受季节因素影响，但高基数和经济下行压力也有一定影响。库存方面，原材料库存指数为 48.8，较上月回升 0.8%，产成品库存录得 47，较上月回升 1.2%，说明供需均回落。分企业类型来看，大型企业回落 0.4%至 52.6，中型企业回升 0.3%至 50.1，小企业回落 0.2%至 48.5，所有企业集体回落说明需求下降，企业盈利也预期走低。整体来看，进出口、新订单和生产数据均走低，显示经济仍有一定下行风险。

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



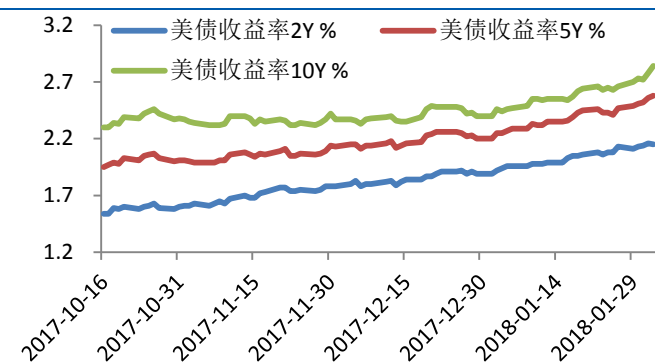
资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济平稳增长

1 月新增非农就业人数为 20 万人，高于前值和预期。1 月 ADP 就业人数环比增长 0.2%，与前值持平。1 月季调失业率录得 4.1%，符合预期。1 月制造业 PMI 录得 59.1，略低于前值，但明显高于去年同期。12 月制造业新增订单为 4941.44 亿美元，环比增长 1.7%，超出去年同期。12 月建造支出为 12532.94 亿美元，高于前值和预期。美国 12 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.5%，与前期持平，略低于去年同期。12 月个人消费支出为 13.72 万亿美元，人均可支配收入为 4.46 万美元，均略高于前值和去年同期。12 月成屋销售指数为 110.1，高于前值和去年同期。当周初领和续领失业金人数分别为 23.0 和 195.3 万人，续领人数略超前值，但均明显低于去年同期。当周 API 原油库存为 4391.8 万桶，与前值基本持平。但明显低于去年同期。美国经济继续平稳增长，美元指数周内继续震荡走低，特朗普发表首次国情咨文演讲并未使美元明显走升，人民币继续走升。同时，

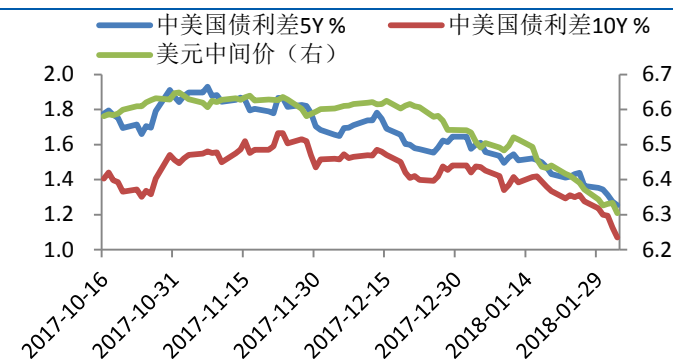
近期美债收益率继续走升，再创四年来新高，中国国债收益率震荡回落，中美利差明显收窄。

图 1.2.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2.2 中美国债利差及汇率走势

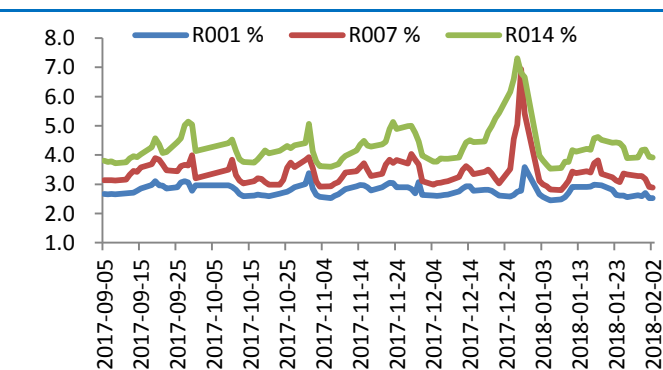


资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

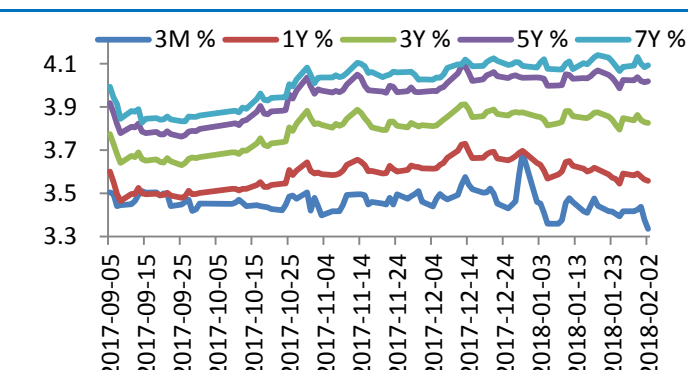
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.53%、2.89% 和 3.91%，除 14 天稍涨外其余均明显走低。Shibor 隔夜和一周明显下降，其余期限多微幅走升，IRS 几乎全数下行，周内资金面继续保持宽松。

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 7600 亿逆回购到期，央行表示目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、现金投放等因素影响，周内未开展逆回购操作，共实现了 7600 亿资金净回笼。本周公开市场共有 2200 亿逆回购到期，在“临时准备金动用安排(CRA)”和月中大额净投放支撑下，资金面依旧延续宽松，月末时点平稳度过，但目前央行回收流动性态度坚决，且通过窗口指导限制银行对非银融出隔夜，春节前流动性仍有一定风险。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 950 亿，加上信用债发行共计 2284.78 亿，总偿还量 5240.63 亿，净融资-2955.63 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量(亿)	期限(年)	合计(亿)
2018.2.5	18 农发 02(增 2)	60.0	3.0	
	18 农发 03(增 2)	60.0	5.0	
2018.2.6	17 国开 08(增 23)	50.0	7.0	
	17 国开 12(增 12)	80.0	5.0	
	18 贴现国开 03	100.0	0.5	
2018.2.7	17 附息国债 27(续 2)	200.0	7.0	
	18 附息国债 02(续发)	200.0	3.0	
2018.2.9	17 附息国债 22(续 2)	200.0	30.0	
合计				950.0

资料来源：Wind 资讯 南华研究

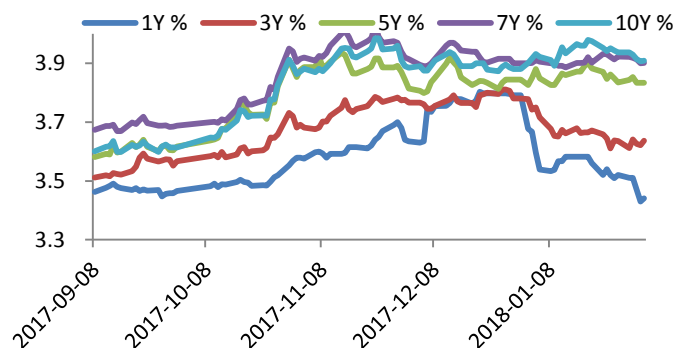
三、行情回顾与展望

周内资金面继续宽松，债市情绪有所好转，期债全周低位震荡，现券收益率也同步回落。全周来看，国债收益率除 3 年期稍涨外其余均走低，其中 1 年期下行幅度最大，为 8.01BP；国开债收益率除 2 年期稍涨外其余均明显走低，3 年期收益率下行幅度最大，达 8.59BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1803 收于 91.97，周涨 0.065(+0.07%)；TF1803 收于 95.95，周跌 0.01 (-0.01%)。

一级市场方面，周一增发的 3、5 年期农发债中标利率均低于二级市场，全场不足 3 倍，需求不佳；周二招标发行的 1、2、3 年期国开债中标利率均低于中债估值，中标倍数分别为 3.45、4.45 和 3.81 倍，需求旺盛；周三续发的 1、10 年期附息国债中标利率低于二级市场，全场 3 倍左右，需求较好；周三招标发行的 1、7、10 年期农发债中标利率均低于中债估值，全场分别为 2.94、3.35 和 5.75 倍，需求旺盛。周四招标发行的 1、3、5 年期口行债中标利率均低于二级市场，全场 3 倍以上，需求旺盛；周四招标发行的 5、7 年期国开债中标利率均低于中债估值，分别为 2.86 和 3.44 倍，需求较好；周五招标发行的 3 个月和 6 个月期贴现国债中标利率均明显低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛。资金面保持宽松，一级市场整体需求旺盛，提振二级市场情绪。

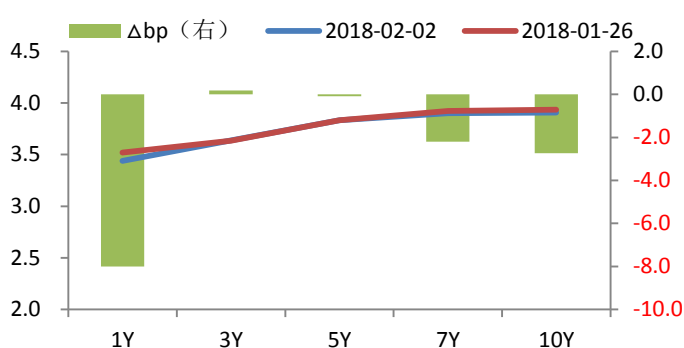
本周依次关注通胀、社融和外储数据。基本面来看，PMI 数据整体回落，需求不及预期，PMI 做为经济的先行指标表明经济有下行风险。外汇方面，美国经济整体平稳，但美元跌势不止，人民币继续走升，并创 15 年“811”税改以来新高，美债收益率继续飙升，中美利差再度缩小。总体来看，资金面保持宽松，债市情绪略有好转，但资管新规仍未落地，外部压力也未消除，仍需警惕风险。操作上，期债谨慎操作，现券建议选择低久期高等级信用债，赚取票息为主。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



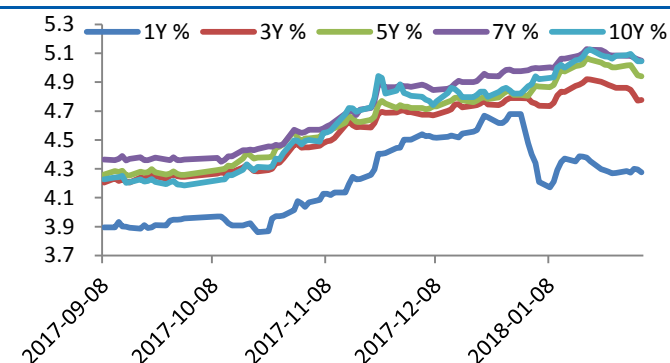
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



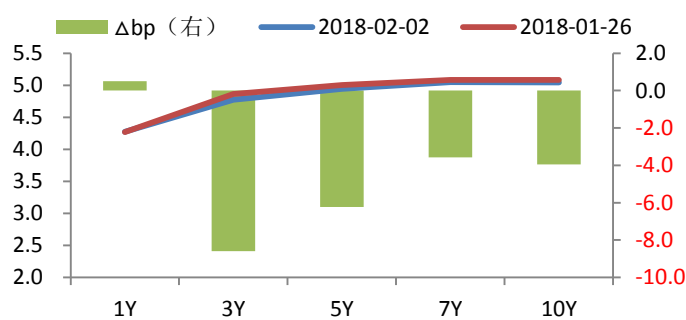
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



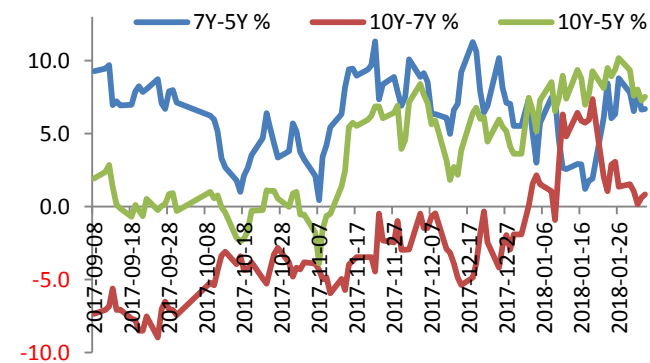
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



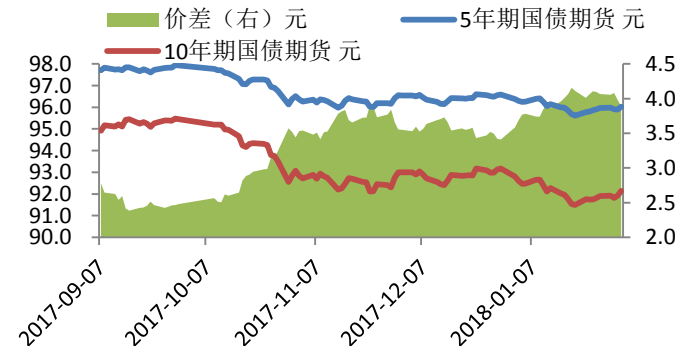
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



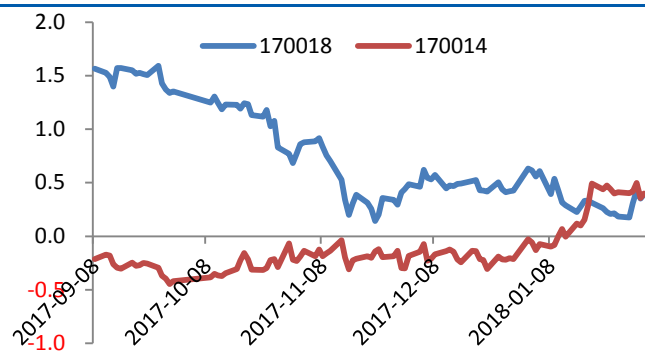
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



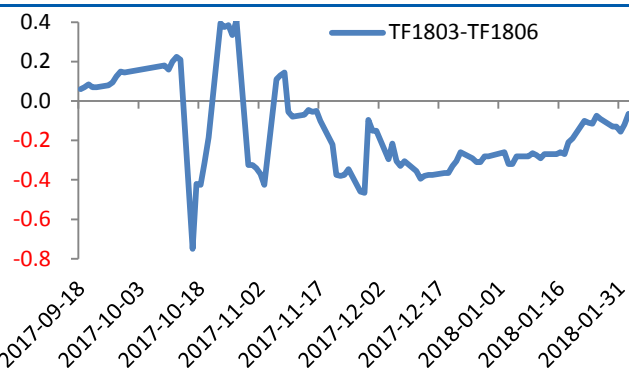
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1803 活跃 CTD 券基差



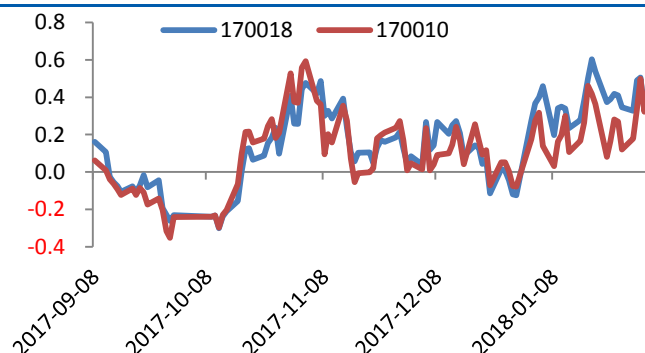
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



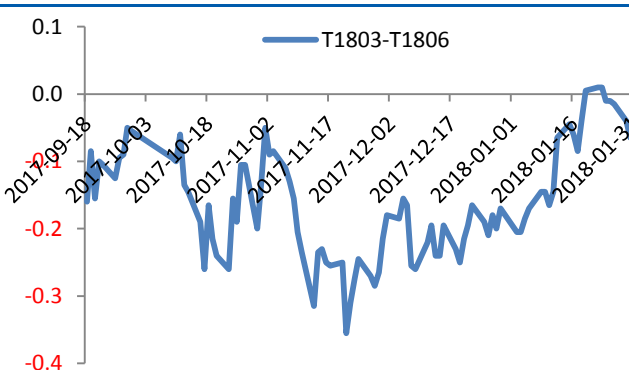
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1803 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、810 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

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38810969

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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