



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

不建议抄底

摘要

- **美国经济保持稳健。**美国三季度 GDP 终值环比折年率收得 3.5%，大幅高于上期的 1.4%和去年同期的 2.0%，创 2014 年三季度以来最高。美国 11 月成屋销售总数年化 561 万户，创近十年新高。美国本周 API 原油库存为 5070.44 万桶，高于去年同期。美国 11 月耐用品订单初值环比萎缩 4.6%，但仍好于预期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为 27.5 万和 203.6 万人，初领人数略高于去年同期。数据显示美国经济整体向好，美债收益率没有趋势下行机会。周内人民币兑美元中间价窄幅震荡，美债收益率震荡稍降，中国国债收益率明显走低，导致中美利差明显下降。
- **流动性展望：**逆回购余额重回高位，公开市场滚动难度加大，后续资金到期压力大，加上节前现金备付、换汇需求及 MPA 考核等因素叠加，资金面仍面临扰动。
- **利率展望与策略：**本周关注 PMI 数据。美国经济整体稳健，但美债收益率已基本企稳，外部环境对债市的压力大减。就国内基本面来看，市场预期一月份通胀仍会小幅走升，短期债市仍有压力。消息方面，央行部分地方分支机构对辖区银行开展债券代持业务发生情况进行调查，继续关注该事件的后续影响；表外理财将纳入 MPA 考核也加大去杠杆压力，监管再升级；中央经济工作会议继续强调去杠杆、防泡沫，并提出稳健中性的货币政策，短期流动性难松；招财宝私募违约事件发酵，广发银行和招财宝各执一词，平台销售垃圾债类理财产品风险暴露，债市受一定冲击。整体来看，“去杠杆”进程继续，货币政策中性偏紧，目前的利多仅有流动性稍有好转和超跌下套保盘离场，但通胀预期继续回升，年末流动性压力犹存，市场情绪仍偏脆弱，近期债市虽现超跌反弹，但风险仍大，不建议抄底。操作上，现券持有，适当套保，期债勿盲目抄底。

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

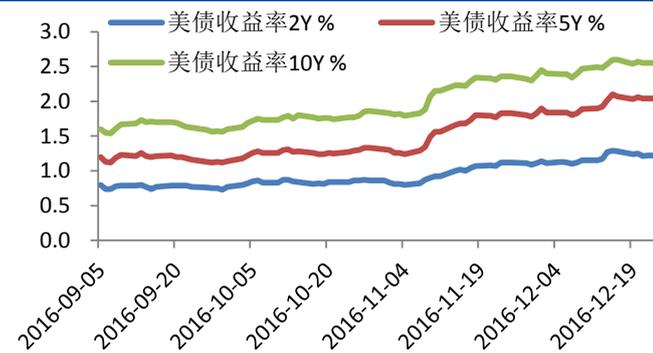
0571-87830532

一、经济与海外债市观察

1.1 美国经济保持稳健

美国三季度GDP终值环比折年率收得3.5%，大幅高于上期的1.4%和去年同期的2.0%，创2014年三季度以来最高。美国11月成屋销售总数年化561万户，创近十年新高。美国本周API原油库存为5070.44万桶，高于去年同期。美国11月耐用品订单初值环比萎缩4.6%，但仍好于预期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为27.5万和203.6万人，初领人数略高于去年同期。周内人民币兑美元中间价窄幅震荡，美债收益率震荡稍降，中国国债收益率明显走低，导致中美利差明显下降。数据显示美国经济整体向好，美债收益率预计维持震荡。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.2 中美国债利差及汇率走势



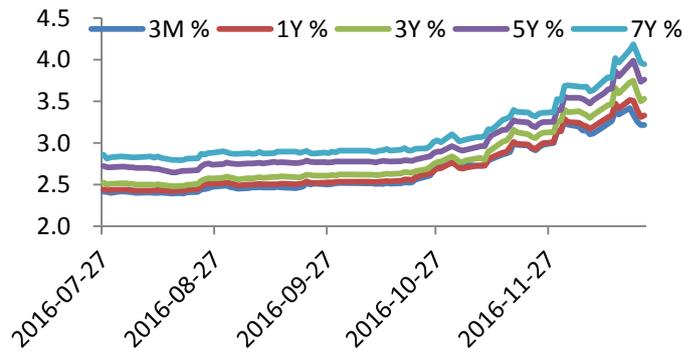
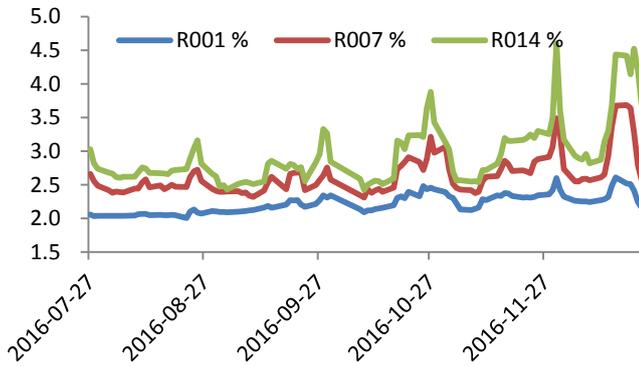
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

上周资金面，周五R001、R007和R014加权平均分别为2.16%、2.58%和3.70%，较前一周明显走低，但21天期及更长期限的跨年资金利率仍维持在4.0%以上，绝对水平仍高，且周内创2015年以来新高。上周Shibor利率除隔夜稍降外其余全数走升，1月期领涨，周涨10.13BP，隔夜、1月及3月期Shibor均创去年年中以来新高。利率互换多数回落，短期回落幅度较大。流动性下半周有所好转，但跨年资金仍偏紧。

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 6300 亿逆回购和 600 亿 3 个月期国库定存到期, 上周共实施 5500 亿 7 天期、2850 亿 14 天期和 1700 亿 28 天期逆回购, 全周共实现资金净投放 3150 亿。央行将表外理财纳入 MPA 考核, 同时指导银行通过 X-repo 融出资金, 窗口指导加上公开市场大量资金投放降低了 MPA 考核对债市的短期负面冲击, 长期影响还待观察。截至 12 月 23 日, 央行公开市场逆回购余额已达 15600 亿元, 其中未来一周公开市场共有 8450 亿逆回购到期, 逆回购余额重回高位, 公开市场滚动难度加大, 后续资金到期压力大, 加上节前现金备付、换汇需求及 MPA 考核等因素叠加, 资金面仍面临扰动。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 100 亿, 加上信用债发行共计 1282.77 亿, 总偿还量 3097.22 亿, 净融资-1814.45 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)
2016.12.27	16 国开 18 (增 3)	35.00	5Y	
	16 国开 13 (增 16)	65.00	10Y	
合计				100

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

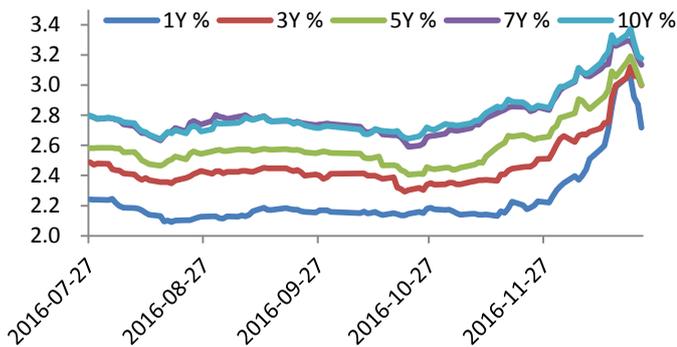
周初, 债市“假章门”事件继续发酵, 市场对非银机构代持信心减弱, 债市进一步调整。随后, 在监管机构的斡旋, 国海证券表示与各方共同承担责任, 加上央行加大资金投放, 周三午后传言人行向基金公司提供了数十亿流动性, 十年期期债接近涨停, 五年期期债盘中一度涨停, 债市情绪明显好转。全周来看, 国债收益率全数走低, 其中 1 年期国债收益率下行幅度最大, 达 27.09BP, 3 年期基本与上周持平; 国开债收益率全数下行, 其中 1 年期国债收益率下行幅度最大, 达 27.2BP, 10 年期基本与上周持平。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1703 收于 96.57, 周涨 0.71 (+0.74%); TF1612 收于 98.84, 周涨 0.29 (+0.29%)。

一级市场方面, 周二增发的三、五、十年期国开债中标利率基本符合预期, 全场 3-5 倍; 周三续发的三、七年期附息国债中标收益率均明显低于预测均值, 全场 2-3 倍。周

五财政部招标发行的3个月期贴现国债中标收益率明显低于预期，全场3.63倍。全周来看，一级市场表现有所好转，但一级市场上12月已有上千亿债券取消或推迟发行，企业融资压力加大，悲观情绪仍在。

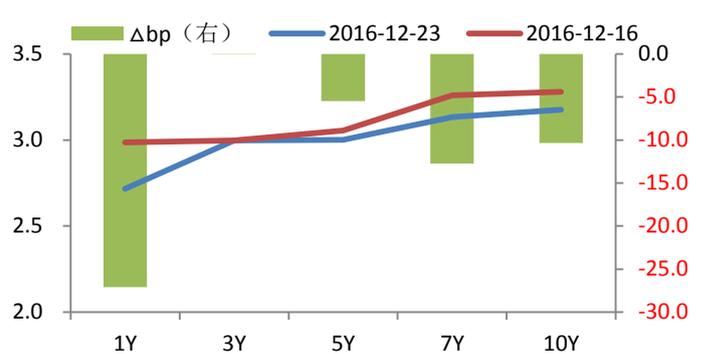
本周关注PMI数据。美国经济整体稳健，但美债收益率已基本企稳，外部环境对债市的压力大减。就国内基本面来看，市场预期一月份通胀仍会小幅走升，短期债市仍有压力。消息方面，央行部分地方分支机构对辖区银行开展债券代持业务发生情况进行调查，继续关注该事件的后续影响；表外理财将纳入MPA考核也加大去杠杆压力，监管再升级；中央经济工作会议继续强调去杠杆、防泡沫，并提出稳健中性的货币政策，短期流动性难松；招财宝私募违约事件发酵，广发银行和招财宝各执一词，平台销售垃圾债类理财产品风险暴露，债市受一定冲击。整体来看，“去杠杆”进程继续，货币政策中性偏紧，目前的利多仅有流动性稍有好转和超跌下套保盘离场，但通胀预期继续回升，年末流动性压力犹存，市场情绪仍偏脆弱，近期债市呈现超跌反弹，但风险仍大，不建议抄底。操作上，现券持有，适当套保，期债勿盲目抄底。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



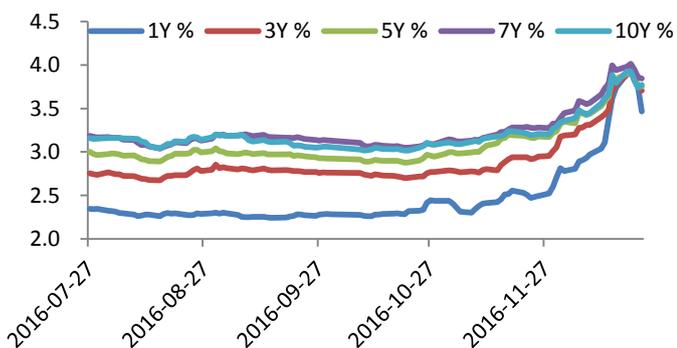
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



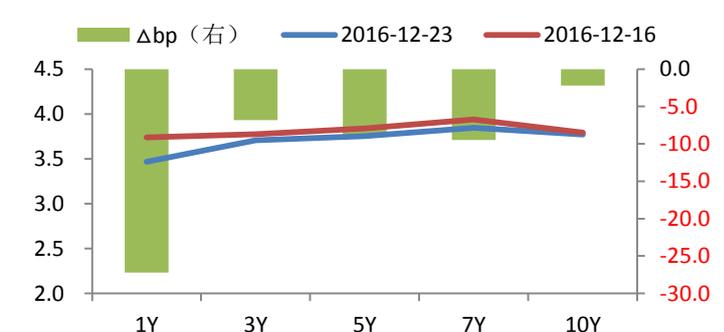
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



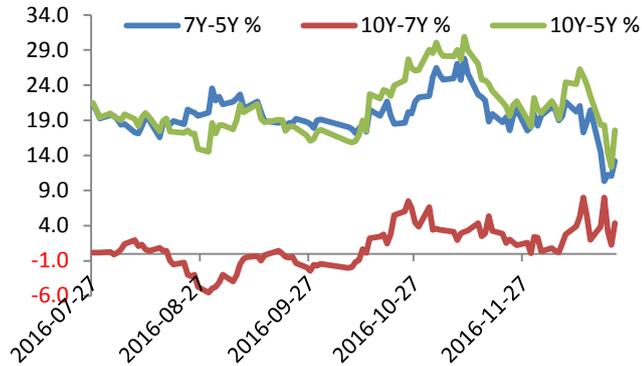
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



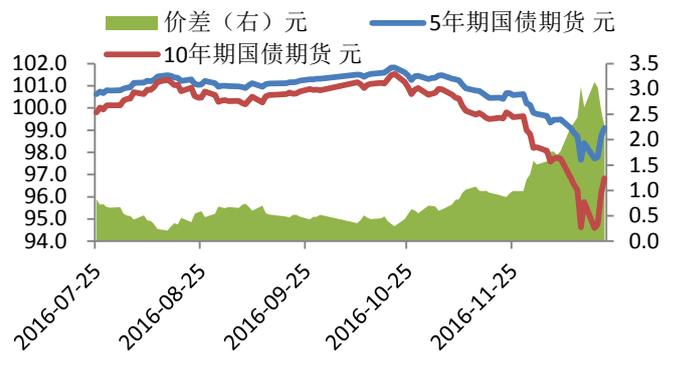
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



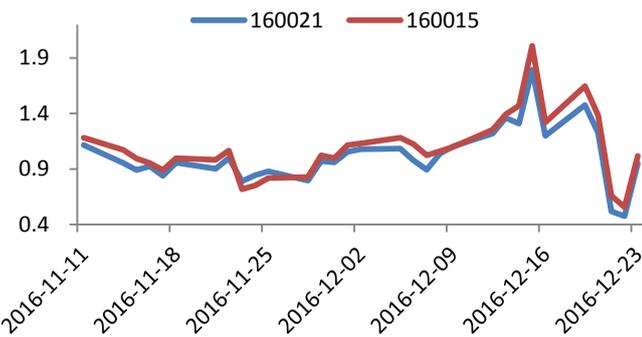
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



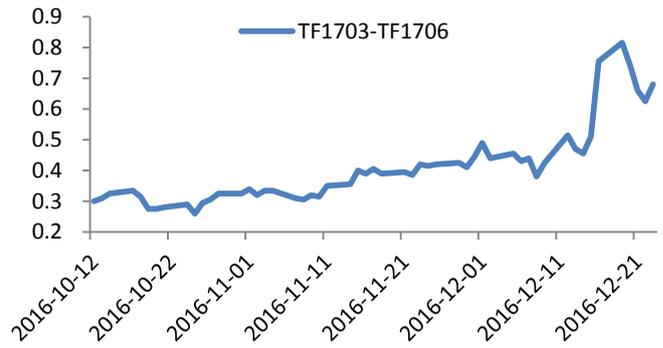
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1703 活跃 CTD 券基差



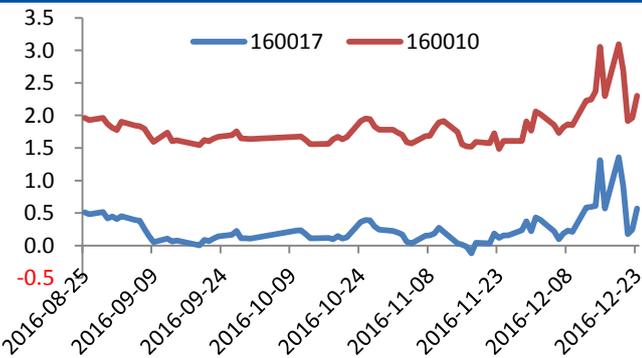
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



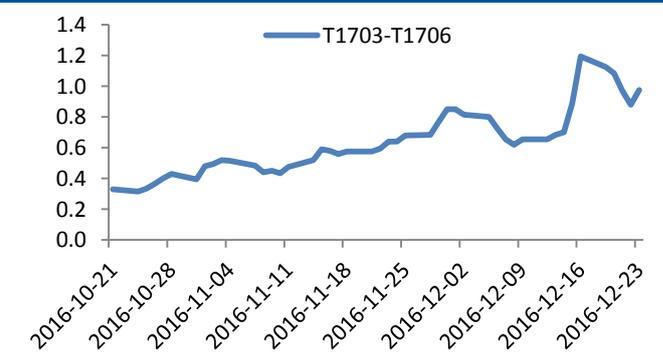
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1703 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

宁波营业部

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

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层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

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

浙江省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

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

青岛市市南区闽江路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江道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-88371079

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

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道68号2008室、2009室
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

南通营业部

江苏省南通市南大街89号(南通总部大厦)六层603、604室
电话: 0513-89011168

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

浙江省海宁市海洲街道钱江西路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

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
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0579-85201116

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

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中232号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道193号定安名都B座313室
电话：0571-87830355

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

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

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：021-50431979

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

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