



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

## 建议观望

### 摘要

- **美国经济整体尚可。**美国11月建造支出为118.21 亿美元，略超前期和去年同期。12月制造业和非制造业PMI分别为54.7和57.2，均明显高于去年同期水平。12月ADP就业人数季调环比为0.1%，低于上期的0.2%和去年同期的0.3%，远不及预期。美国本周API原油库存为5038.13万桶，明显高于去年同期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为23.5万和211.2万人，均低于去年同期。12月新增非农就业人数为15.6万，低于预期的17.5万人。周内人民币兑美元中间价明显上涨，美债收益率小幅走低，中国国债收益率走升，导致中美利差明显扩张。数据显示美国就业稍逊预期，美债收益率预计维持窄幅震荡。
- **流动性展望：**央行公开市场逆回购余额已明显回落，其中未来一周公开市场共有4300亿逆回购和1015亿6个月期MLF到期，后续资金到期压力大减，但考虑到春节前现金备付需求、缴税缴准因素和大量MLF到期，资金面仍面临扰动。
- **利率展望与策略：**本周大量经济数据集中公布，依次关注CPI、PPI、社融和M2数据。12月财新综合PMI创近四年新高，分项指标多数向好，经济企稳难证伪。就国外经济来看，美国非农数据明显低于预期，但薪资增长或使美联储加快加息进程。外汇方面，元旦期间外汇交易中心表示居民购汇不得用于海外买房和证券投资，限制了居民换汇，央行收紧离岸流动性，资金面异常紧张使得离岸人民币飚涨，两岸人民币曾出现近800点的价差倒挂，但17年美联储加息周期较明确，人民币贬值压力仍存。政策方面，央行货币政策例会不再提出“降低社会融资成本”，暗示“去杠杆”将继续，加上近期公开市场操作上连续巨量的资金净回笼，央行“去杠杆”意愿不减。总体来看，春节前资金面难现宽松，短期基本面稳健，监管层坚决“去杠杆”，期债宽幅震荡，债市仍缺乏实质性利多支撑。操作上，现券持有，但勿大幅加杠杆，期债短期难有大行情，建议观望。

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

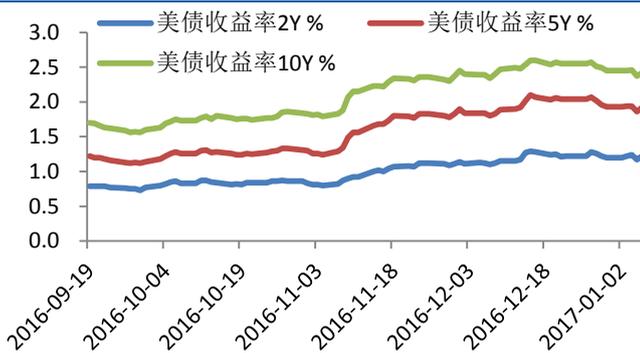
0571-87830532

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 美国经济整体尚可

美国 11 月建造支出为 118.21 百亿美元，略超前期和去年同期。12 月制造业和非制造业 PMI 分别为 54.7 和 57.2，均明显高于去年同期水平。12 月 ADP 就业人数季调环比为 0.1%，低于上期的 0.2% 和去年同期的 0.3%，远不及预期。美国本周 API 原油库存为 5038.13 万桶，明显高于去年同期。季调当周初次申领失业金和持续申领失业金人数分别为 23.5 万和 211.2 万人，均低于去年同期。12 月新增非农就业人数为 15.6 万，低于预期的 17.5 万人。周内人民币兑美元中间价明显上涨，美债收益率小幅走低，中国国债收益率走升，导致中美利差明显扩张。数据显示美国就业整体尚可，美债收益率预计维持窄幅震荡。

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

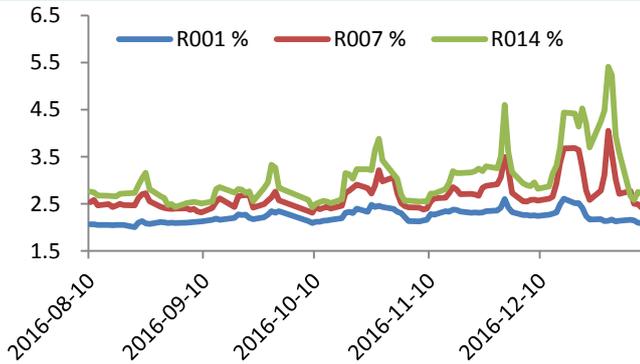


资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

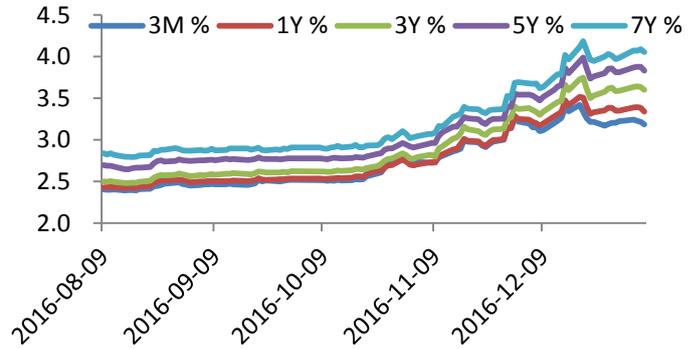
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.08%、2.42% 和 2.72%，较前一周均大幅走低，跨年资金利率亦出现回落。Shibor 短端利率走低，长端利率走升，1 月及 3 月期 Shibor 利率分别为 3.41% 和 3.44%，续创去年年中以来新高，利率互换短降长升。全周来看，由于 MPA 考核影响消退加上财政存款集中释放，资金面稍显宽松。

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 7450 亿逆回购到期, 上周共实施 500 亿 7 天期、300 亿 14 天期和 700 亿 28 天期逆回购, 上周四起, 央行暂停 14 天期逆回购, 上周五重启 28 天期逆回购, 全周共实现资金净回笼 5950 亿。央行为了营造偏紧的资金环境, 不断进行巨量资金回笼, 且大幅增加 28 天期逆回购所占比重, 缩短放长意图明显。央行公开市场逆回购余额已明显回落, 其中未来一周公开市场共有 4300 亿逆回购和 1015 亿 6 个月期 MLF 到期, 后续资金到期压力大减, 但考虑到春节前现金备付需求、缴税缴准因素和大量 MLF 到期, 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 520 亿, 加上信用债发行共计 984.13 亿, 总偿还量 4431.76 亿, 净融资-3447.63 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量 (亿)	期限	合计 (亿)
2017.1.10	16 国开 13 (增 18)	100.00	10Y	
	16 国开 15 (增 9)	60.00	3Y	
	16 国开 18 (增 5)	80.00	5Y	
2017.1.11	17 附息国债 01	200.00	5Y	
2017.1.13	17 贴现国债 03	80.00	0.5Y	
<b>合计</b>				<b>520.00</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 三、行情回顾与展望

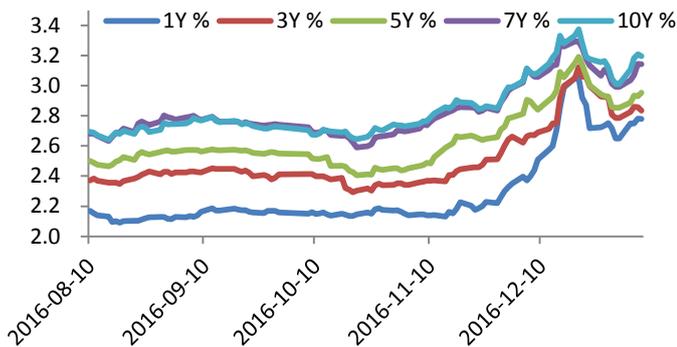
上周消息面整体偏冷清, 现券收益率虽明显走升, 但由于期现贴水严重, 贴水修复使得期债整体变动不大。全周来看, 国债收益率全数走升, 其中 10 年期国债收益率上行幅度最大, 达 18.38BP, 3 年期国债收益率上行幅度最小, 为 4.98BP; 国开债收益率全数上行, 其中 10 年期国开债收益率上行幅度最大, 达 9.49BP, 5 年期国开债收益率

上行幅度最小，为 1.93BP。截至周五收盘，国债期货主要品种合约 T1703 收于 97.24，周跌 0.08 (-0.08%)；TF1703 收于 99.435，周涨 0.035 (+0.04%)。

一级市场方面，周三续发的一、十年期国债中标利率略超出二级市场水平，全场 2-3 倍；周三招标发行了一、三、五、七、十年期农发债，其中，一、三、五年期的中标利率明显低于二级市场水平，七年期中标利率略超预期，全场 2-5 倍；周四招标发行的三、五、七年期国开债中标利率超出预测均值，全场 1-3 倍；周四招标发行的三、五、十年期口行债中标利率略低于预期，全场 1-4 倍；周五招标发行的三个月期贴现国债中标利率略低于预期，全场 2.44 倍。一级市场招标数量明显增多，市场上多空争夺激烈，招标结果整体表现分化。

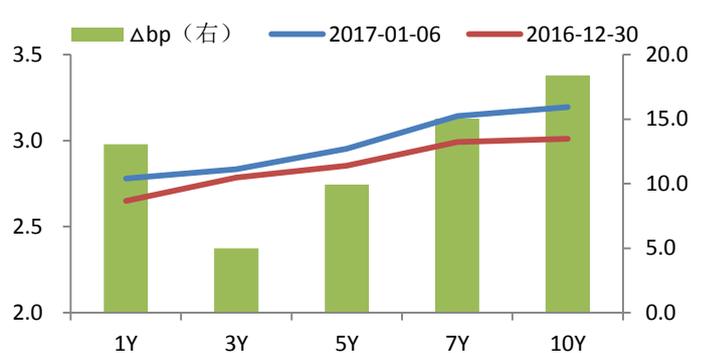
本周大量经济数据集中公布，依次关注 CPI、PPI、社融和 M2 数据。12 月财新综合 PMI 创近四年新高，分项指标多数向好，经济企稳难证伪。就国外经济来看，美国非农数据明显低于预期，但薪资增长或使美联储加快加息进程。外汇方面，元旦期间外汇交易中心表示居民购汇不得用于海外买房和证券投资，限制了居民换汇，央行收紧离岸流动性，资金面异常紧张使得离岸人民币飆涨，两岸人民币曾出现近 800 点的价差倒挂，但 17 年美联储加息周期较明确，人民币贬值压力仍存。政策方面，央行货币政策例会不再提出“降低社会融资成本”，暗示“去杠杆”将继续，加上近期公开市场操作上连续巨量的资金净回笼，央行“去杠杆”意愿不减。总体来看，春节前资金面难现宽松，短期基本面稳健，监管层坚决“去杠杆”，期债宽幅震荡，债市仍缺乏实质性利多支撑。操作上，现券持有，但勿大幅加杠杆，期债短期难有大行情，建议观望。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



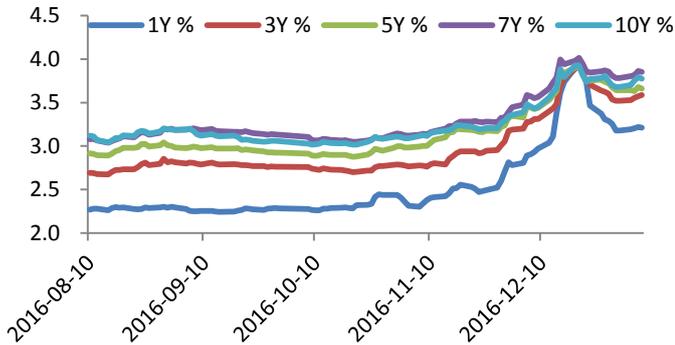
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



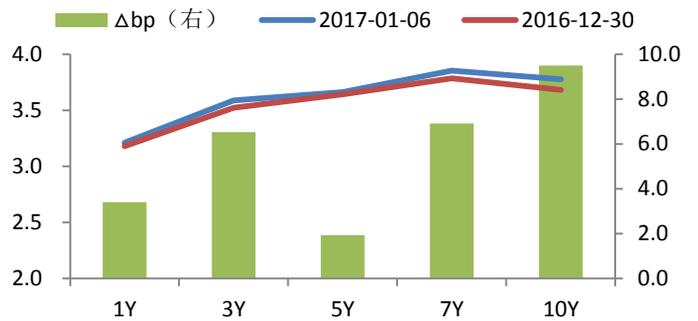
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



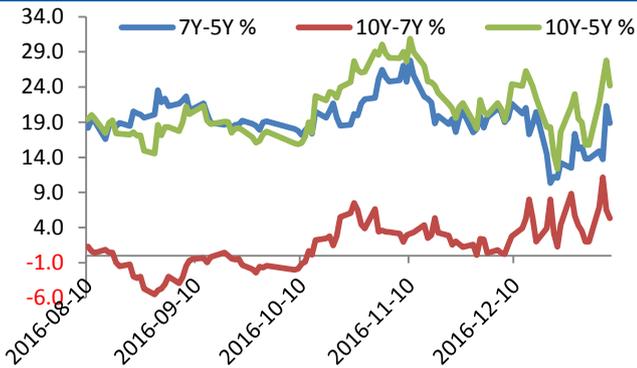
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



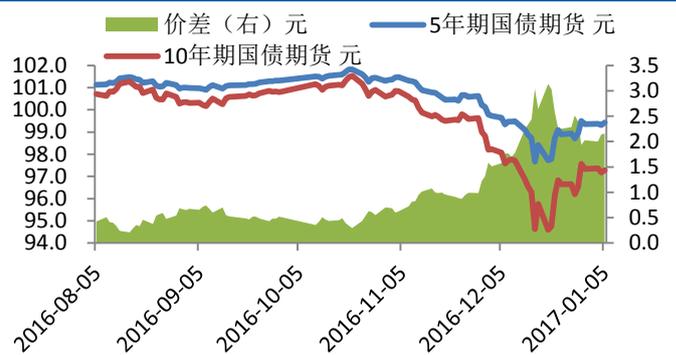
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



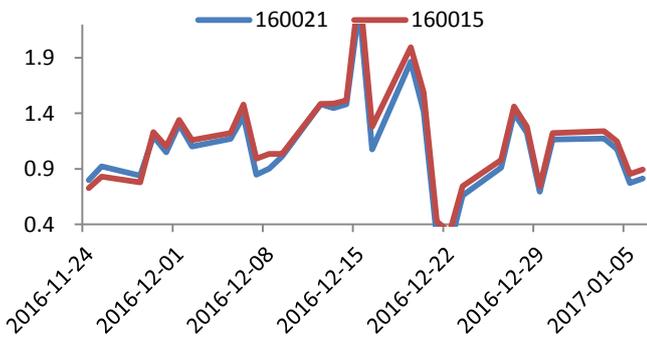
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



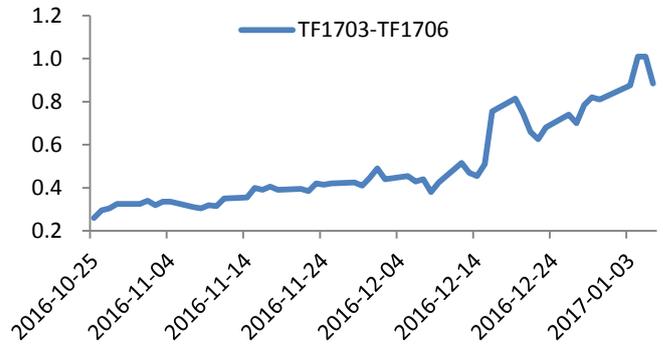
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1703 活跃 CTD 券基差



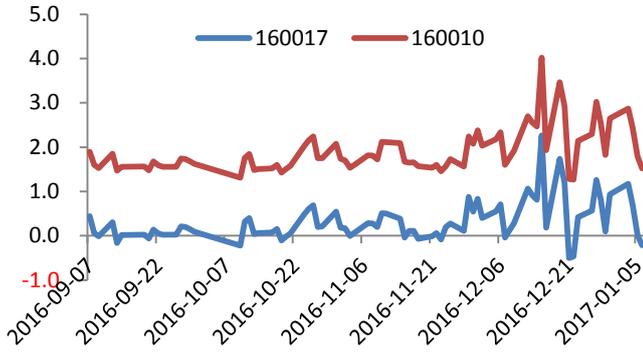
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



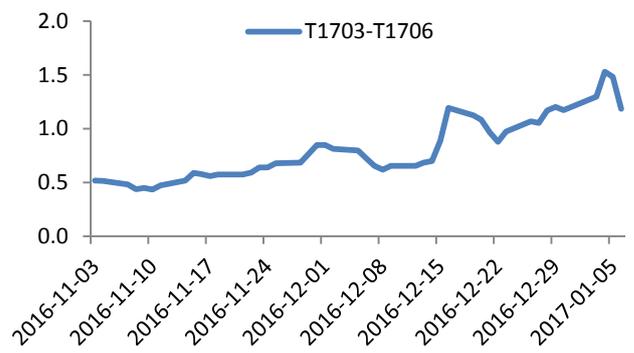
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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](http://www.nanhua.net)