


## 不建议追多

### 摘要

- **PMI 超预期。**11月官方制造业PMI录得51.8，环比增长0.2%。非制造业PMI录得54.8，较前月走升0.5%。财新PMI录得51.0，与前值持平。从分项指数来看，新订单指数为53.6，较上月回升0.7%，生产指数为54.3，较上月回升0.9%，显示需求明显回暖。库存方面，原材料库存指数为48.4，较上月回落0.2%，产成品库存录得46.1，较上月持平，说明下游需求转弱，企业去库存效果不佳。分企业类型来看，大型企业回落0.2%至52.9，中型企业回升0.7%至50.5，重回荣枯线以上，小企业回升0.8%至49.8，说明中小企业整体盈利好转。整体来看，需求和企业盈利有所好转，显示经济韧性较强。
- **美国经济平稳增长。**美国10月新房销售5.5万套，环比增长6.2%，明显高于去年同期。11月制造业PMI录得58.2，略低于前值，但明显高于去年同期。10月个人消费支出为13.56亿美元，人均可支配收入为4.45万美元，均高于前值和去年同期。10月PCE物价指数同比增长1.5%，高于前值，但低于去年同期。当周初领和续领失业金人数分别为23.8和195.7万人，续领人数略超前值。当周API原油库存为4765.69万桶，略超前值。美国税改进展顺利，美国民众信心有一定提升，美国经济略有好转，美元指数周内走强，人民币震荡稍降。同时，近期美债收益率明显走升，中国国债收益率有所回落，中美利差明显走窄。
- **流动性展望：**本周公开市场共有7800亿逆回购和1880亿MLF到期，月末时点已过，资金面基本无虞。
- **利率展望与策略：**本周关注外储和通胀数据。外汇方面，人民币震荡稍降，美元开始回升，美国税改进展顺利，但短期对国内债市影响有限。消息方面，周一国开行发行置换债，以短换长，并停止增发170215，以期降低期限利差和国开活跃券的抛压，但对债市利好有限。多家企业取消信用债发行，供给的减少也有利债券的企稳。总体来看，基本面韧性仍在，资金面比预期宽松，监管担忧有所消减，悲观情绪略有消散，短期仍是超跌反弹行情，反转还需等待实质利多。操作上，债市谨慎为主，不建议追多。



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

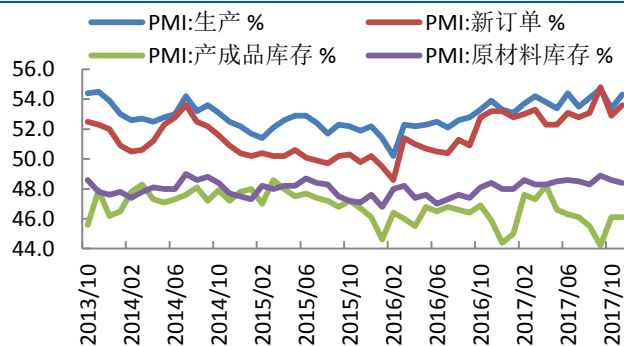
0571-89727506

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 PMI 超预期

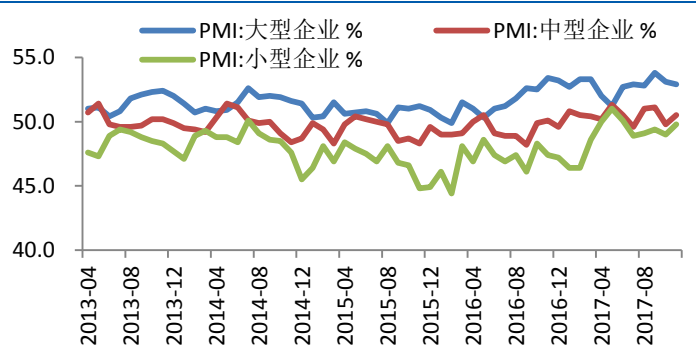
11月官方制造业PMI录得51.8，环比增长0.2%。非制造业PMI录得54.8，较前月走升0.5%。财新PMI录得51.0，与前值持平。从分项指数来看，新订单指数为53.6，较上月回升0.7%，生产指数为54.3，较上月回升0.9%，显示需求明显回暖。库存方面，原材料库存指数为48.4，较上月回落0.2%，产成品库存录得46.1，较上月持平，说明下游需求转弱，企业去库存效果不佳。分企业类型来看，大型企业回落0.2%至52.9，中型企业回升0.7%至50.5，重回荣枯线以上，小企业回升0.8%至49.8，说明中小企业整体盈利好转。整体来看，需求和企业盈利有所好转，显示经济韧性较强。

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



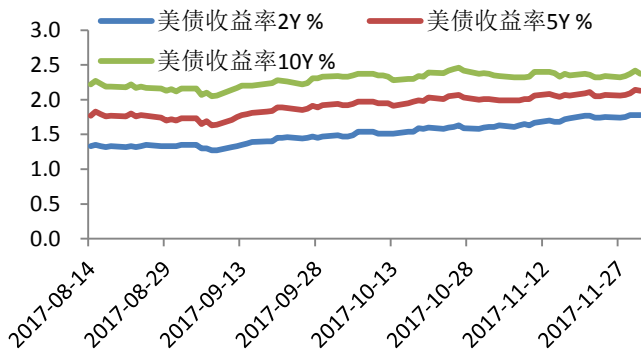
资料来源：Wind 资讯 南华研究

### 1.2 美国经济平稳增长

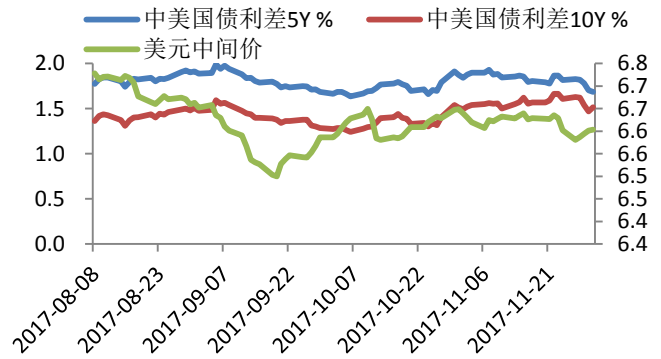
美国10月新房销售5.5万套，环比增长6.2%，明显高于去年同期。11月制造业PMI录得58.2，略低于前值，但明显高于去年同期。10月个人消费支出为13.56亿美元，人均可支配收入为4.45万美元，均高于前值和去年同期。10月PCE物价指数同比增长1.5%，高于前值，但低于去年同期。当周初领和续领失业金人数分别为23.8和195.7万人，续领人数略超前值。当周API原油库存为4765.69万桶，略超前值。美国税改进展顺利，美国民众信心有一定提升，美国经济略有好转，美元指数周内走强，人民币震荡稍降。同时，近期美债收益率明显走升，中国国债收益率有所回落，中美利差明显走窄。

图 1.2.1 美国国债关键期限利率走势

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

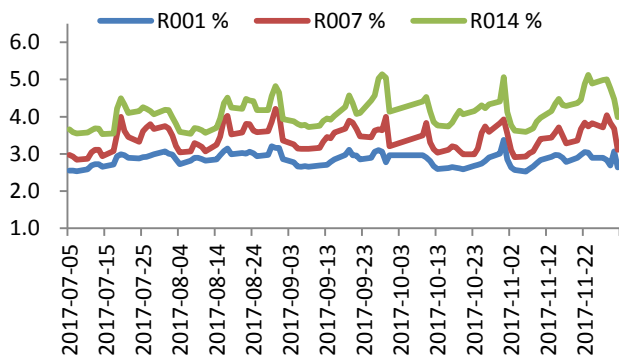


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

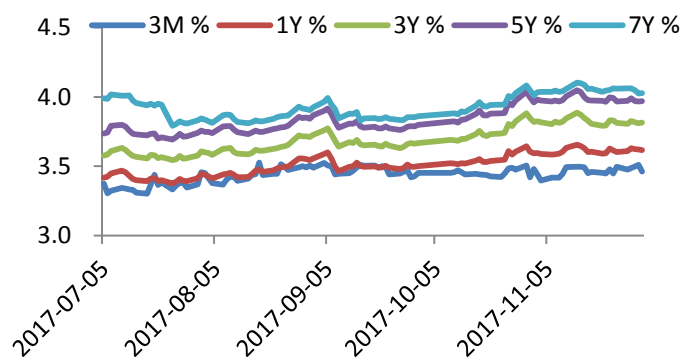
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.64%、3.11% 和 3.98%，较前周均大幅走低。Shibor 短跌长升，隔夜跌幅高达 15.5BP，IRS 涨跌互现。流动性整体不紧，资金面无需担忧。

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 9500 亿逆回购到期，周内央行共开展 5100 亿 7 天期、3600 亿 14 天期和 400 亿 2 月期逆回购，周内共实现 400 亿资金净回笼。本周公开市场共有 7800 亿逆回购和 1880 亿 MLF 到期，月末时点已过，资金面基本无虞。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 696.6 亿，加上信用债发行共计 2956.32 亿，总偿还量 8039.06 亿，净融资-5082.73 亿，债券发行量再次明显下滑，长期来看，供给收缩会给债市一定支撑。

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)
----	----	--------	-------	-------

2017. 12. 5	17 天津债 25	12. 4	3. 0
	17 天津债 26	47. 5	3. 0
	17 天津债 27	6. 0	5. 0
2017. 12. 6	17 附息国债 24 (续发)	260. 0	1. 0
	17 附息国债 25 (续发)	260. 0	10. 0
2017. 12. 8	17 甘肃债 23	7. 7	5. 0
	17 甘肃债 24	3. 0	7. 0
	17 贴现国债 58	100. 0	0. 5
<b>合计</b>			<b>696. 6</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

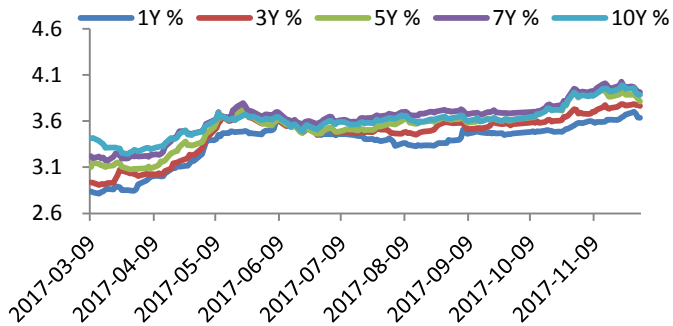
### 三、行情回顾与展望

周内资金面整体尚可, 悲观情绪有所消散, 周内继续超跌反弹行情。全周来看, 国债收益率全数走低, 5 年期国债收益率下行幅度最大, 为 7. 21BP, 3 年期下行幅度最小, 为 0. 28BP; 国开债收益率有涨有跌, 其中 1 年期走升幅度最大, 为 9. 4BP, 3 年期下行幅度最大, 为 3. 05BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1803 收于 92. 98, 周涨 0. 50 (+0. 54%); TF1803 收于 96. 545, 周涨 0. 355 (+0. 37%)。

一级市场方面, 周一财政部续发的 5 年期特别国债中标利率略低于二级市场水平, 全场 2. 68 倍, 需求尚可; 周二增发的 1、3、5、7 年期国开债中标利率均低于中债估值, 中标倍数均在 3 倍以上, 需求旺盛; 周三招标发行的 1、3、5 年期农发债中标利率均低于二级市场水平, 全场 3 倍以上, 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水平, 全场 1-3 倍, 需求一般; 周四增发的 3 年期国开债中标利率明显高于中债估值, 全场 1. 42 倍, 需求不佳; 周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债中标利率超出二级市场, 全场 2. 31 倍, 需求尚可。整体来看, 招标结果分化严重, 周初需求较为旺盛。

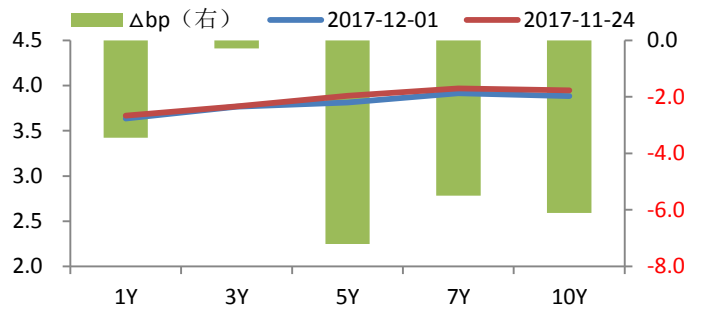
本周关注外储和通胀数据。外汇方面, 人民币震荡稍降, 美元开始回升, 美国税改进展顺利, 但短期对国内债市影响有限。消息方面, 周一国开发行置换债, 以短换长, 并停止增发 170215, 以期降低期限利差和国开活跃券的抛压, 加上多家企业取消信用债发行, 供给的收缩对债市情绪有一定帮助。资金方面, 月末时点已过, 央行将会适时回收部分流动性, 资金面大概维持略松的局面, 短期仍偏利多。总体来看, 基本面韧性仍在, 资金面比预期宽松, 监管担忧有所消减, 悲观情绪略有消散, 短期仍是超跌反弹行情, 反转还需等待实质利多。操作上, 债市谨慎为主, 请勿追多。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



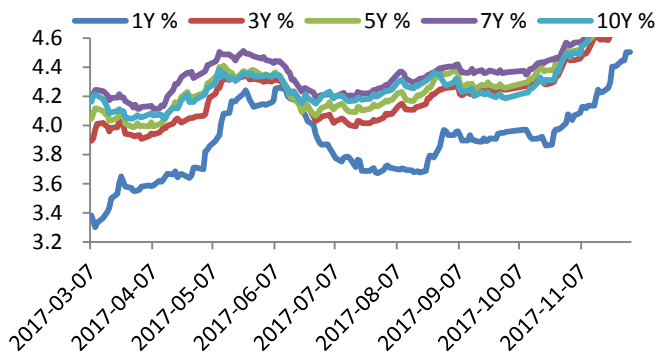
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



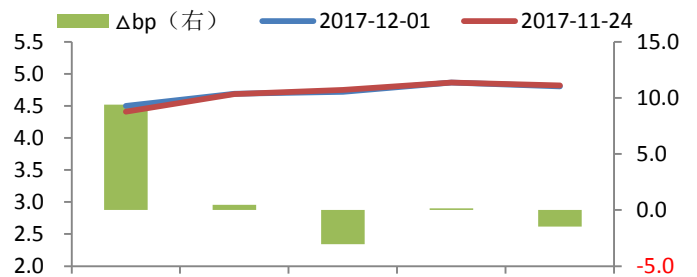
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



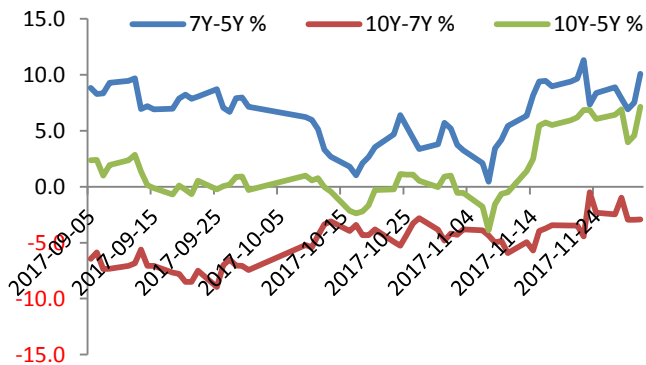
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



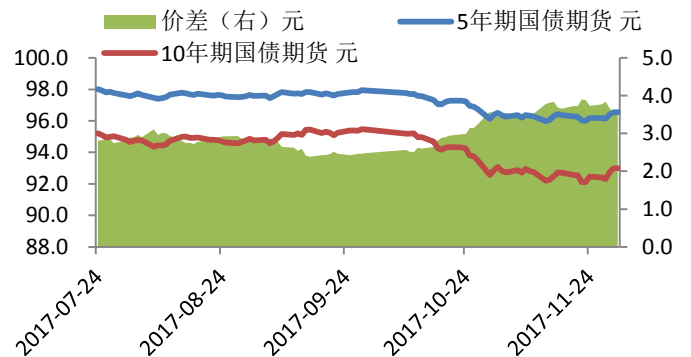
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



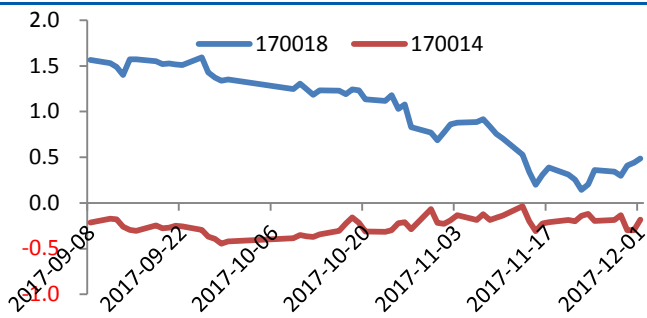
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



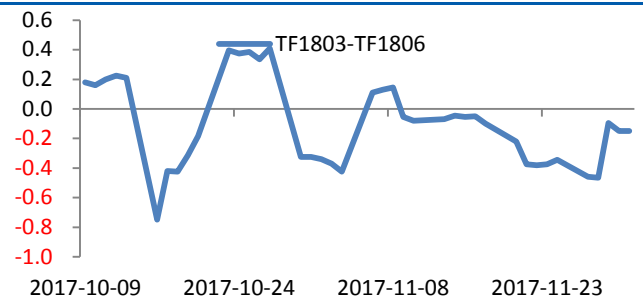
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1712 活跃 CTD 券基差



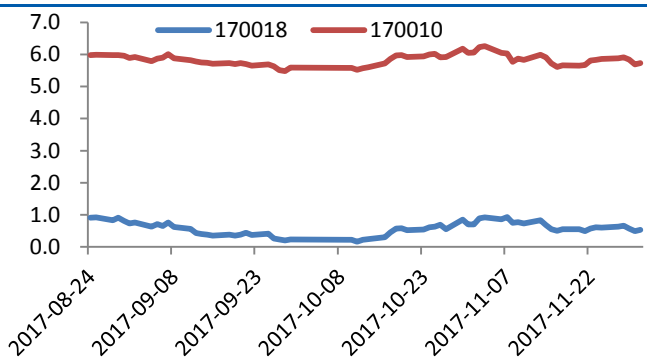
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



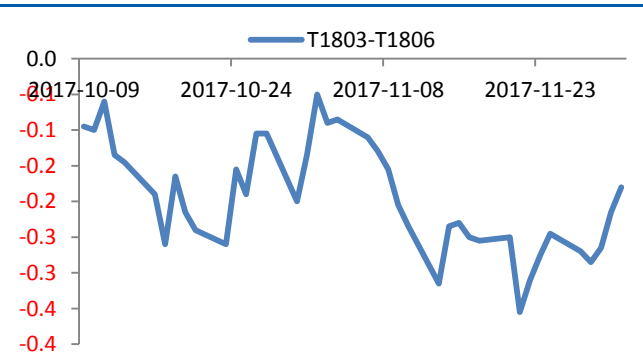
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1712 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](http://www.nanhua.net)