


## 建议多单持有

### 摘要

- **PMI 不及预期。**6月官方制造业 PMI 录得 51.5，较上月走低 0.4%，较去年同期走低 0.2%。非制造业 PMI 录得 55.0，较前月走升 0.1%。从分项指数来看，新订单指数为 53.2，较上月回落 0.6%，新出口订单回落 1.4%至 49.8，生产指数为 53.6，较上月回落 0.5%，需求明显下降，新出口订单回落至荣枯线以下。库存方面，原材料库存指数为 48.8，较上月回落 0.8%，产成品库存录得 46.3，较上月回升 0.2%，供给端价格较高，上游挤压下游，造成原材料库存大幅回落。分企业类型来看，大型企业回落 0.2%至 52.9，中型企业回落 1.1%至 49.9，小企业回升 0.2%至 49.8，中小企业均在荣枯线以下。整体来看，PMI 增长不及预期，需求整体下降，中小企业盈利状况明显下滑。
- **流动性展望：**本周公开市场共 5100 亿逆回购到期，年中时点平稳度过，资金面将逐渐转松。
- **利率展望与策略：**本周关注外储和美国非农数据。基本面来看，PMI 不及预期，经济受贸易战和去杠杆影响开始下滑。外汇方面，中美贸易战开打以来，美元指数大幅拉升，人民币明显下挫，已跌破 6.6 大关，但经济韧性决定人民币无大幅贬值基础，不需过分担忧。美债收益率回落，中美利差保持在合理水平，外部压力减小。上周中国人民银行货币政策委员会召开 2018 年第二季度例会，会议将“有效控制宏观杠杆率”改为“把握好结构性去杠杆的力度和节奏”，流动性从“合理稳定”到“合理充裕”，表明央行去杠杆的力度将有所降低，货币政策也开始放松。总体来看，目前货币政策边际转松，加上避险情绪较高，债市短期做多情绪占主导，短期维持震荡偏多行情。操作上，期债多单持有，但不建议追高，现券仍需谨慎选券。



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

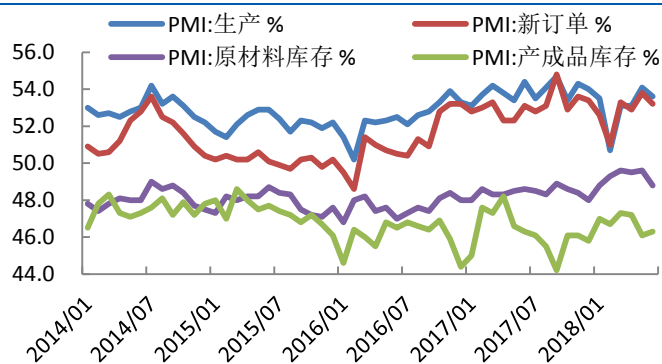
0571-87839252

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 PMI 不及预期

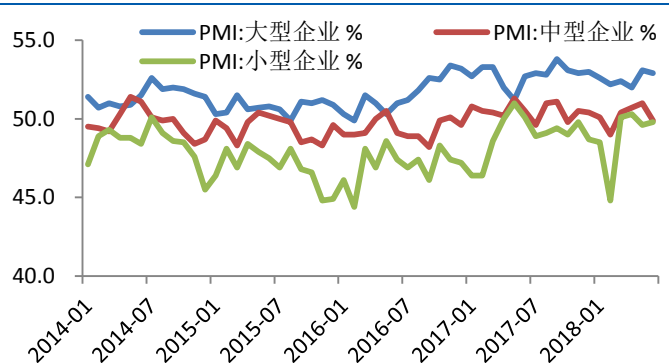
6月官方制造业 PMI 录得 51.5，较上月走低 0.4%，较去年同期走低 0.2%。非制造业 PMI 录得 55.0，较前月走升 0.1%。从分项指数来看，新订单指数为 53.2，较上月回落 0.6%，新出口订单回落 1.4%至 49.8，生产指数为 53.6，较上月回落 0.5%，需求明显下降，新出口订单回落至荣枯线以下。库存方面，原材料库存指数为 48.8，较上月回落 0.8%，产成品库存录得 46.3，较上月回升 0.2%，供给端价格较高，上游挤压下游，造成原材料库存大幅回落。分企业类型来看，大型企业回落 0.2%至 52.9，中型企业回落 1.1%至 49.9，小企业回升 0.2%至 49.8，中小企业均在荣枯线以下。整体来看，PMI 增长不及预期，需求整体下降，中小企业盈利状况明显下滑。

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



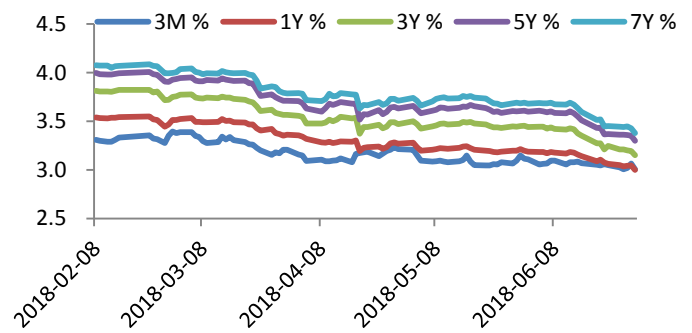
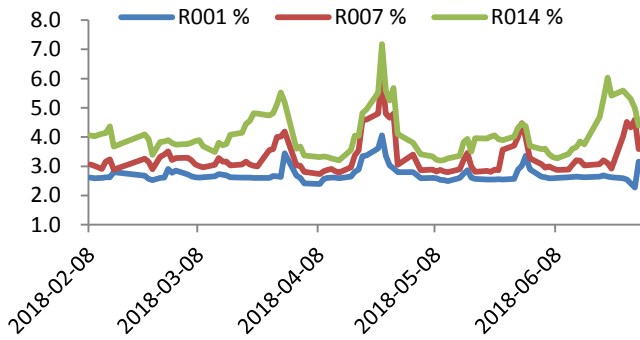
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 3.16%、3.58%和 4.39%，隔夜和 7 天期走升，14 天走低。Shibor 利率短升长降，IRS 全数走低，月底周内资金面整体保持紧平衡。

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 6700 亿逆回购和 500 亿国库定存到期, 央行共进行 3000 亿 7 天期逆回购操作, 周内共实现 4200 亿资金净回笼。本周公开市场共 5100 亿逆回购到期, 年中时点平稳度过, 资金面将逐渐转松。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 2350.72 亿, 加上信用债发行共计 2915.40 亿, 总偿还量 3389.41 亿, 净融资-474.01 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)
2018. 7. 2	18 四川债 06	118.00	3.0	
	18 四川债 07	117.00	5.0	
	18 内蒙古债 13	44.32	5.0	
2018. 7. 3	18 江西债 09	39.29	3.0	
	18 江西债 10	117.20	5.0	
	18 江西债 11	117.20	7.0	
	18 江西债 12	117.20	10.0	
	18 江西债 13	21.23	3.0	
	18 江西债 14	11.40	5.0	
	18 江西债 15	20.90	7.0	
	18 江西债 16	20.90	10.0	
	18 江西债 17	9.50	5.0	
2018. 7. 4	18 付息国债 13(续发)	370.00	7.0	
	18 付息国债 14	370.00	3.0	
2018. 7. 5	18 新疆债 06	150.00	10.0	
	18 宁夏债 02	25.80	3.0	
	18 宁夏债 03	50.00	5.0	
	18 宁夏债 04	38.00	7.0	
	18 宁夏债 05	13.00	10.0	
	18 宁夏债 06	1.58	5.0	
2018. 7. 6	18 山西债 04	39.83	5.0	

18 山西债 05	40.00	7.0
18 山西债 06	100.00	10.0
18 山西债 07	11.17	5.0
18 山西债 08	6.40	5.0
18 山西债 09	15.00	7.0
18 山西债 10	20.00	10.0
18 云南债 08	60.00	3.0
18 云南债 09	112.90	5.0
18 云南债 10	112.90	7.0
18 云南债 11	60.00	10.0

**合计**
**2350.72**

资料来源: Wind 资讯 南华研究

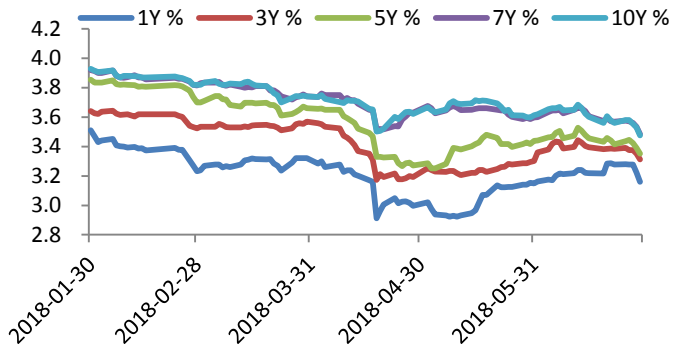
### 三、行情回顾与展望

周内资金利率升高,但尾盘融资难度不大,受股债跷跷板效应影响,国内债市继续走升,现券收益率多数下行。全周来看,国债收益率全数下行,其中 1 年期下行幅度最大,达 11.85BP;国开收益率全数走低,其中 1 年期下行幅度最大,达 22.76BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1809 收于 95.875,周涨 0.315 (+0.33%);TF1809 收于 98.39,周涨 0.265 (+0.27%)。

一级市场方面,周二增发的 3、5、7、10 年期国开债中标利率均低于二级市场,全场 2-5 倍,需求较好;周三增发的 7、10 年期农发债中标利率均低于中债估值,全场分别为 4.75 和 6.28 倍,需求旺盛;周四招标发行的 2 年期绿色农发债中标利率低于中债估值,全场 4.75 倍,需求旺盛;周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债中标利率均超出中债估值,全场 2.18 倍,需求一般。一级市场招标结果显示,国债和国开需求不佳,农发需求旺盛。

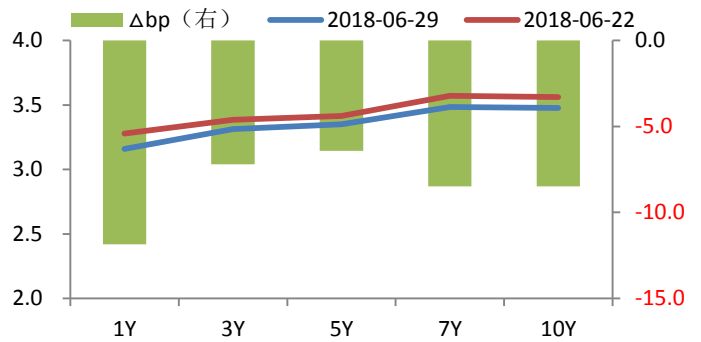
本周关注外储和美国非农数据。基本面来看,PMI 不及预期,经济受贸易战和去杠杆影响开始下滑。外汇方面,中美贸易战开打以来,美元指数大幅拉升,人民币明显下挫,已跌破 6.6 大关,但经济韧性决定人民币无大幅贬值基础,不需过分担忧。美债收益率回落,中美利差保持在合理水平,外部压力减小。上周中国人民银行货币政策委员会召开 2018 年第二季度例会,会议将“有效控制宏观杠杆率”改为“把握好结构性去杠杆的力度和节奏”,流动性从“合理稳定”到“合理充裕”,表明央行去杠杆的力度将有所降低,货币政策也开始放松。总体来看,目前货币政策边际转松,加上避险情绪较高,债市短期做多情绪占主导,短期维持震荡偏多行情。操作上,期货多单持有,但不建议追高,现券仍需谨慎选券。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



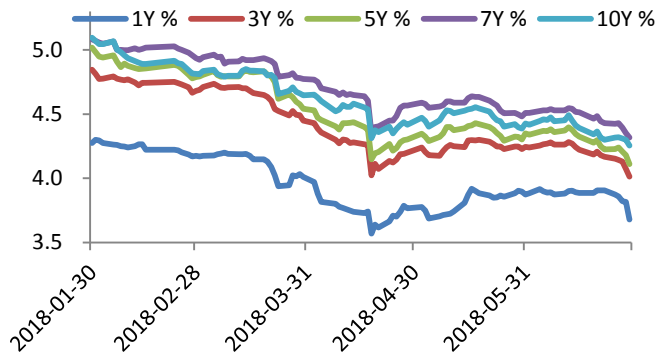
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



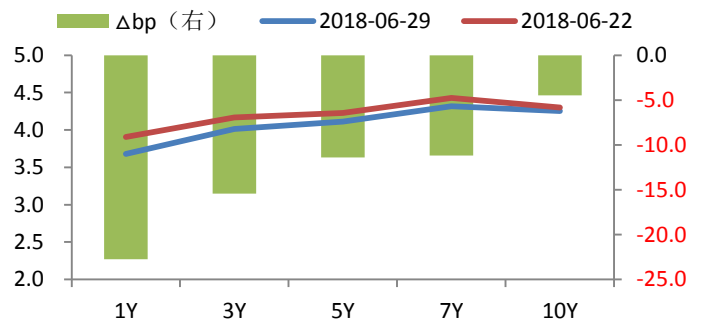
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



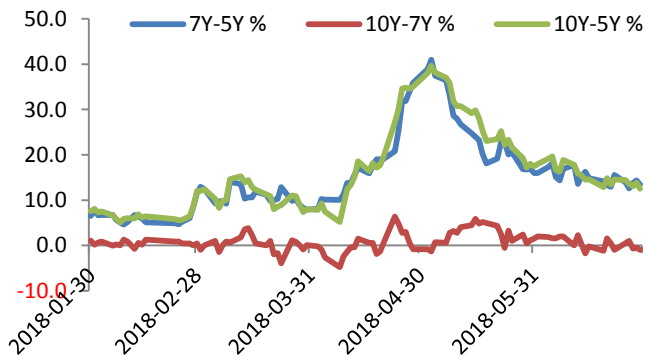
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



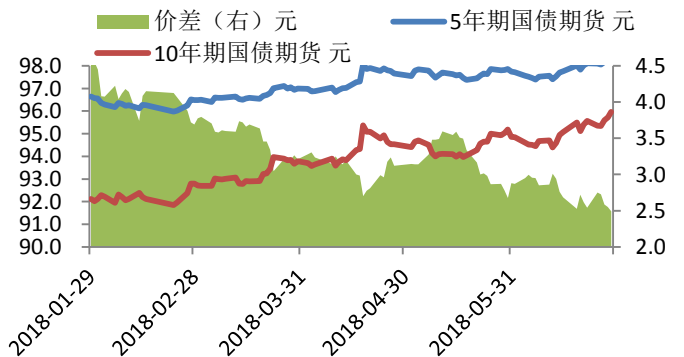
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



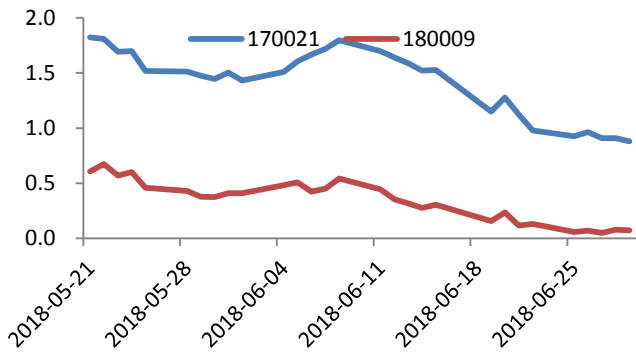
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



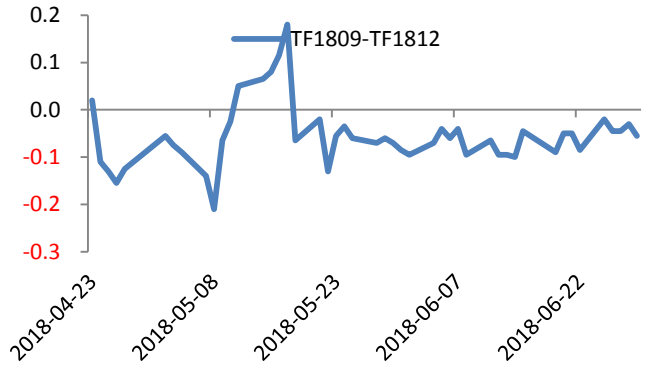
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1809 活跃 CTD 券基差



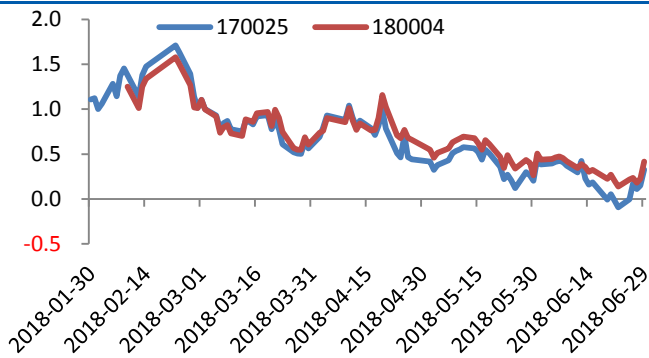
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



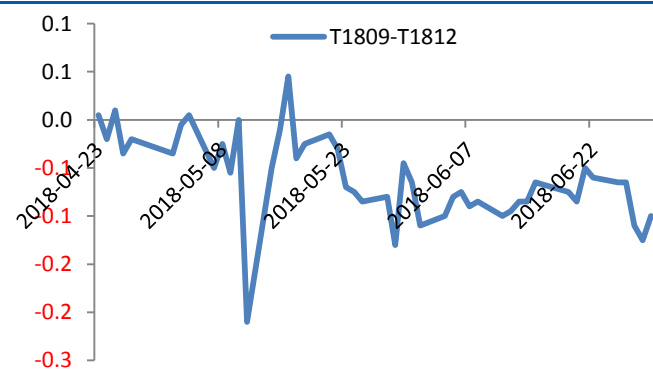
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1809 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

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室  
电话: 025-86209875



## 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)