

建议控制仓位

摘要

- **PMI 继续回落。**11 月官方制造业 PMI 录得 50.0，较上月走低 0.2%，再创 16 年 9 月以来新低。非制造业 PMI 录得 53.4，较前月走低 0.5%，同样创 16 年 9 月以来新低。从分项指数来看，生产指数走低 0.1%至 51.9，新订单指数走低 0.4%至 50.4，需求全面下滑。库存方面，原材料指数库存走升 0.2%至 47.4，产成品库存走升 1.5%至 48.6，需求下滑但库存明显走升，去库存压力加大。分企业类型来看，大型企业回落 1.0%至 50.6，中型企业大幅回升 1.4%至 49.1，小型企业回落 0.6%至 49.2，中小型企业仍在荣枯线以下，但中型企业景气度有所回升，料主要因为监管部门近期出台政策支持中小企业融资，银行会更倾向于选择经营状况良好的中型企业作为代表。整体来看，PMI 继续回落，预示经济仍将继续走低。
- **流动性展望：**本周共 1855 亿 MLF 到期，央行“锁短放长”态度明确，但整体偏松格局不变，月末时点平稳度过，资金面短期预期转松。
- **利率展望与策略：**本周国内无重要数据公布，关注美国非农数据。基本面来看，PMI 继续回落，基本面预计仍将下滑，小幅利好债市。美联储主席鲍威尔发表了鸽派声明，随后美联储会议纪要释放了美联储将谨慎加息的信号，投资者普遍认为，在通胀温和和产出缺口稳定的预期下，预计美联储不会被迫激进地收紧政策。消息出来后美元指数明显走低，全周小幅下滑，人民币震荡微涨。G20 中美贸易谈判达成共识，中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施，并争取通过贸易协商取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。总体来看，货币政策大趋势偏松，经济短期表现不佳，债市中期看多，但短期可能因避险情绪下降带来回调风险，建议多头控制仓位；信用债在政策支持下将继续转好，选择经营盘面较好的低等级信用债更能获得超额收益，确定性较高的可适当加杠杆。操作上，期债建议控制仓位，信用债择优持有。

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

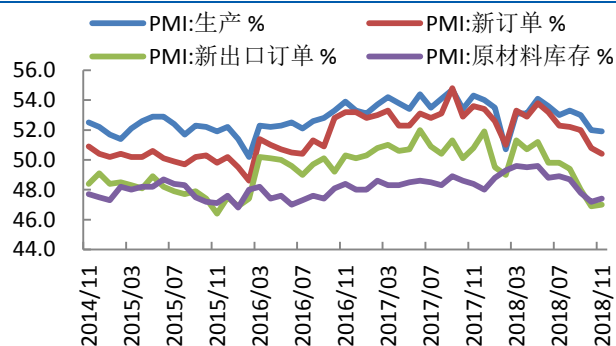
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 继续回落

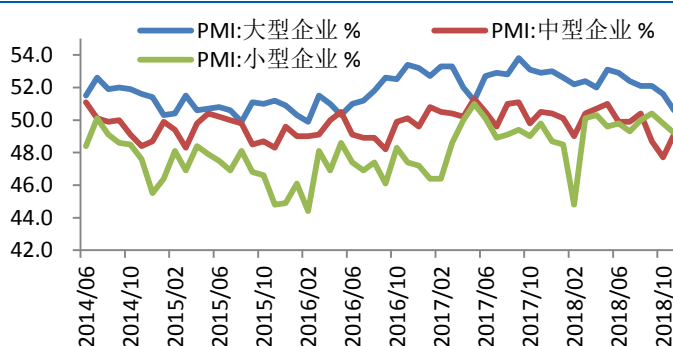
11 月官方制造业 PMI 录得 50.0，较上月走低 0.2%，再创 16 年 9 月以来新低。非制造业 PMI 录得 53.4，较前月走低 0.5%，同样创 16 年 9 月以来新低。从分项指数来看，生产指数走低 0.1%至 51.9，新订单指数走低 0.4%至 50.4，需求全面下滑。库存方面，原材料指数库存走升 0.2%至 47.4，产成品库存走升 1.5%至 48.6，需求下滑但库存明显走升，去库存压力加大。分企业类型来看，大型企业回落 1.0%至 50.6，中型企业大幅回升 1.4%至 49.1，小型企业回落 0.6%至 49.2，中小型企业仍在荣枯线以下，但中型企业景气度有所回升，料主要因为监管部门近期出台政策支撑中小企业融资，银行会更倾向于选择经营状况良好的中型企业作为代表。整体来看，PMI 继续回落，预示经济仍将继续走低。

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



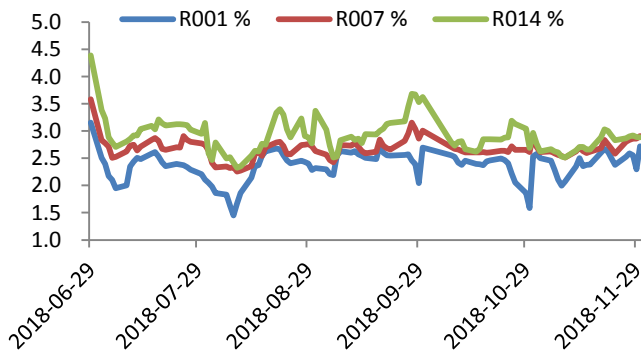
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

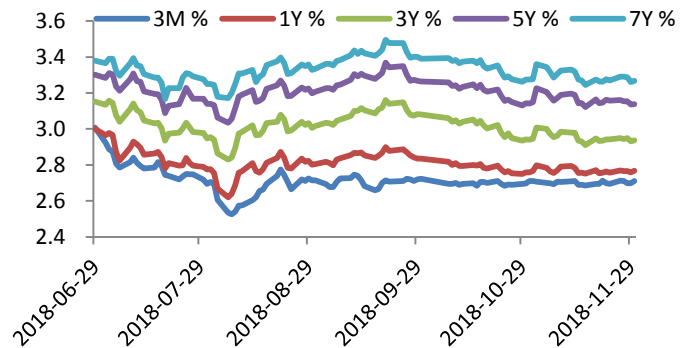
上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.72%、2.91%和 2.88%，均明显走升。Shibor 多数走升，隔夜利率走升 28.6BP，利率互换有升有降，资金面整体收敛。

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 1000 亿国库定存到期, 央行连续 26 个交易日未进行逆回购操作, 周内实现 1000 亿资金净回笼。本周共 1855 亿 MLF 到期, 央行“锁短放长”态度明确, 但整体偏松格局不变, 月末时点平稳度过, 资金面短期预期转松。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 1410 亿, 加上信用债发行共计 3210.44 亿, 总偿还量 6548.50 亿, 净融资-3338.06 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)
2018.12.3	18 农发 10 (增 3)	50.00	1.0	
2018.12.4	18 国开 10 (增 20)	80.00	10.0	
	18 国开 11 (增 16)	80.00	5.0	
	18 国开 12 (增 12)	80.00	3.0	
	18 国开 14 (增 6)	60.00	7.0	
2018.12.5	18 附息国债 21 (续 2)	480.00	3.0	
	18 附息国债 28	480.00	7.0	
2018.12.7	18 贴现国债 57	100.00	0.5	
合计				1410

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

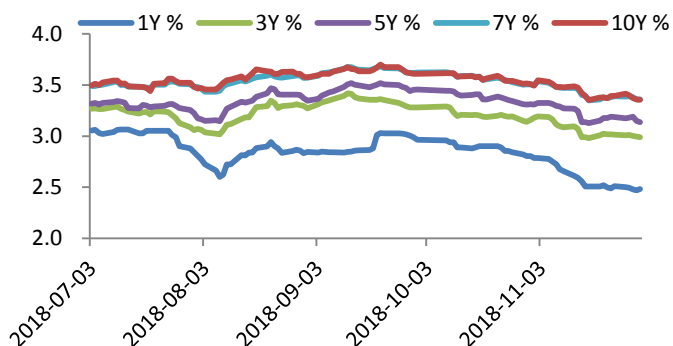
短期资金面有所收紧, 国债期货横盘震荡。全周来看, 国债收益率全数走低, 其中 5 年期下行幅度最大, 为 5.0BP; 国开债收益率除 3 年期外全数下行, 其中 7 年期下行幅度最大, 为 4.43BP。截至周五收盘, 国债期货主要品种合约 T1903 收于 96.68, 较前周结算价上涨 0.01%; TF1903 收于 97.785, 较前周结算价上涨 0.04%; TS1903 收于 99.965, 较前周结算价下跌 0.01%。

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水平, 全场 3 年期中标倍数接近 5 倍, 需求旺盛; 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水平, 全场 2 倍左右, 需求一般; 周三增发的 5 年期 (剩余 3 月) 农发债中标利率为 0.9962%, 全场 3.16 倍, 需求尚可; 周四增发的 3、5 年期口行债中标利率均低于中债估值,

全场不足 3 倍，需求有所回落；周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债中标利率低于预期，全场 2.41 倍，需求尚可。一级市场招标结果显示，利率债打新热情整体有所回落。

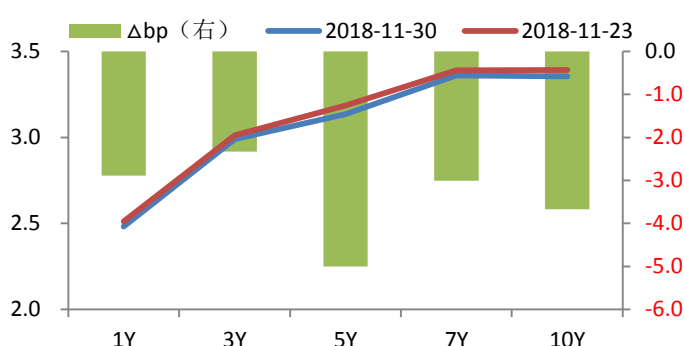
本周国内无重要数据公布，关注美国非农数据。基本面来看，PMI 继续回落，基本面预计仍将下滑，小幅利好债市。美联储主席鲍威尔发表了鸽派声明，随后美联储会议纪要释放了美联储将谨慎加息的信号，投资者普遍认为，在通胀温和和产出缺口稳定的预期下，预计美联储不会被迫激进地收紧政策。消息出来后美元指数明显走低，全周小幅下滑，人民币震荡微涨。G20 中美贸易谈判达成共识，中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施，并争取通过贸易协商取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。总体来看，货币政策大趋势偏松，经济短期表现不佳，债市中期看多，但短期可能因避险情绪下降带来回调风险，建议多头控制仓位；信用债在政策支持下将继续转好，选择经营盘面较好的低等级信用债更能获得超额收益，确定性较高的可适当加杠杆。操作上，期债建议控制仓位，信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



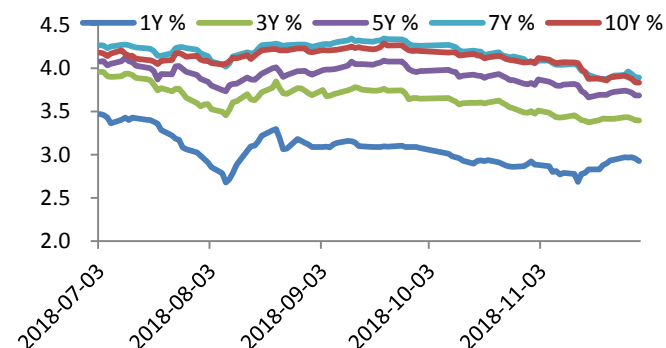
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



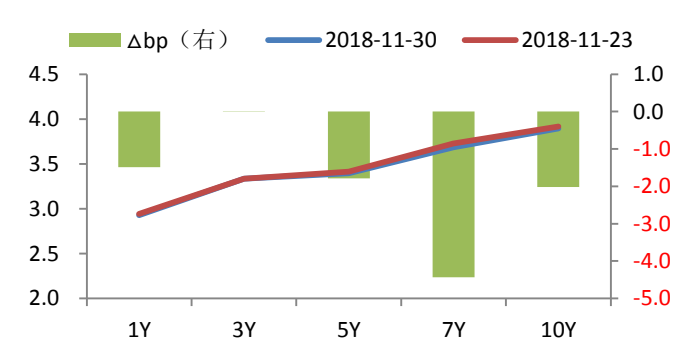
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



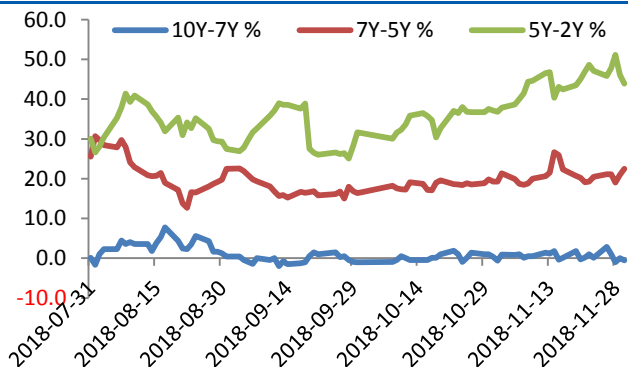
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



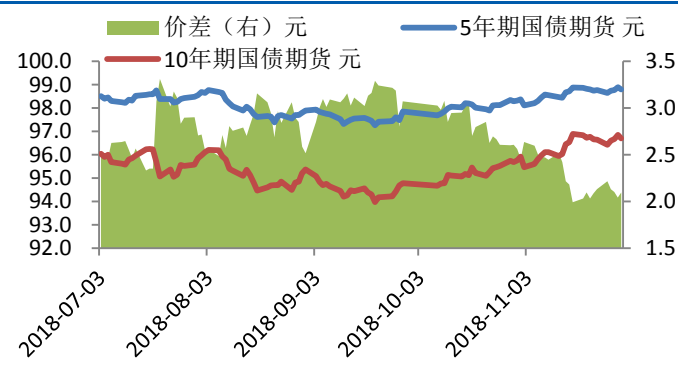
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



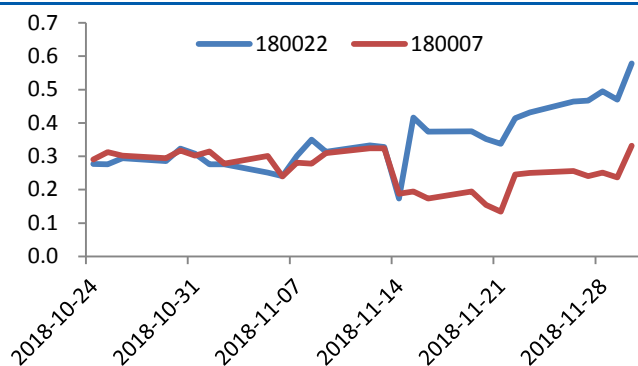
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



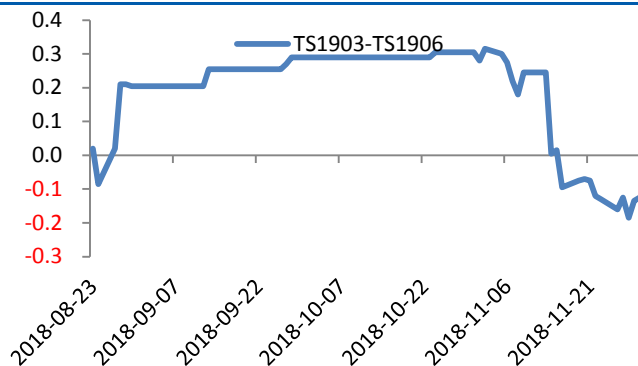
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TS1903 活跃 CTD 券基差



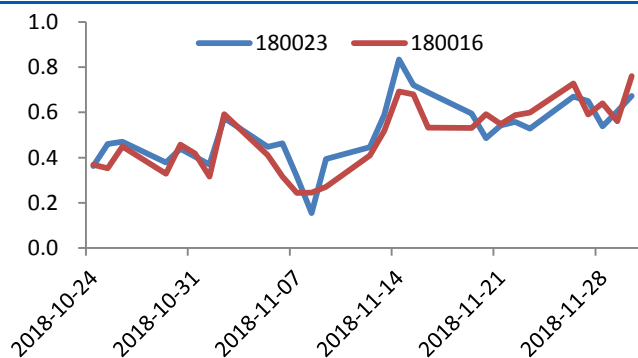
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



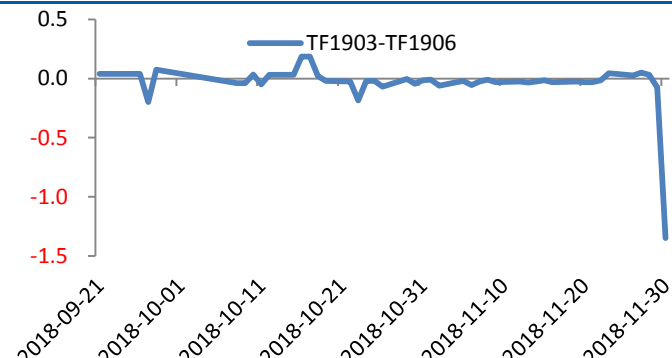
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1903 活跃 CTD 券基差



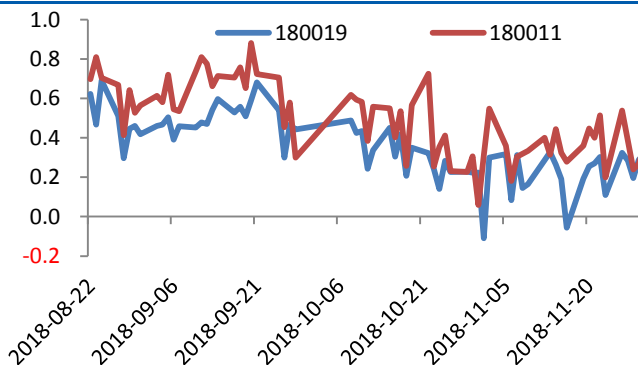
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



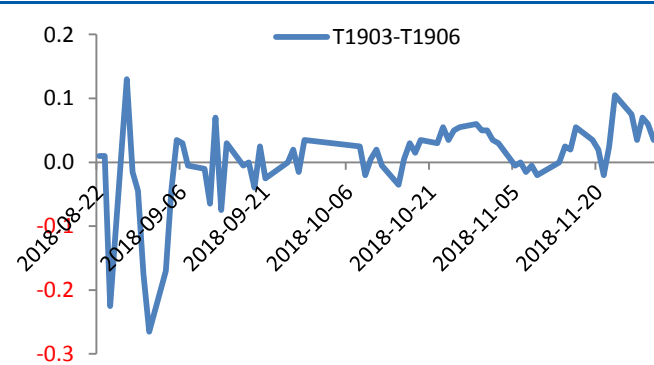
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1903 活跃 CTD 券基差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.12 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

济南营业部

山东省济南市历下区泺源大街 102 号向恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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