

短期下跌风险不大

摘要

- **人民币贬值压力仍存。**4月，代表零售外汇市场的银行结售汇逆差 109.8 亿美元，较上月大幅走扩 48.37 亿美元。其中，银行自身结售汇差逆差基本与 3 月持平，但代客结售汇逆差明显增加，较上月走扩 54.44 亿美元，资金呈现出较强的售汇意愿，人民币贬值压力仍存。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均也有所走扩。近期受贸易摩擦升级影响，人民币有贬值压力，但在央行的逆周期调解下，“破 7”风险不大。近期美国经济数据出现下滑，制造业 PMI 明显低于预期，由 4 月的 52.6 降至 20.6，服务业 PMI 由 4 月的 53 降至 50.9，均逼近警戒线。美国经济下行预期增加，美股也出现回落，可能会对特朗普政府造成制约，贸易摩擦短期可能缓和。
- **流动性展望：**本周公开市场共 1000 亿逆回购到期，央行短期货币政策谨慎中性，一季度货币政策执行报告首次提出，将根据经济增长和价格变化及时预调微调，市场对通胀的预期回升，货币政策需要在经济下行、通胀升温 and 汇率贬值之间寻求平衡，边际转变可能更加频繁。
- **利率展望与策略：**本周关注 PMI 数据。全球经济均有所回落，中美贸易摩擦对双方均有损伤，美国制造业 PMI 和服务业 PMI 数据均显著下滑，美股也出现回落。美元指数周内震荡回落，人民币跌势暂缓，离岸在岸人民币价差也有所收窄。中美 10 年利差收为 99BP，保持在舒适区间。经济难言实质企稳，此时不适合货币政策转向，但对通胀和人民币贬值的担忧制约了货币政策的宽松。短期债市情绪偏谨慎，市场横盘震荡为主，但在基本面复苏之前，债市下跌风险不大。密切关注货币政策的边际转变。操作上，期债短期波段操作，现券择优持有。

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

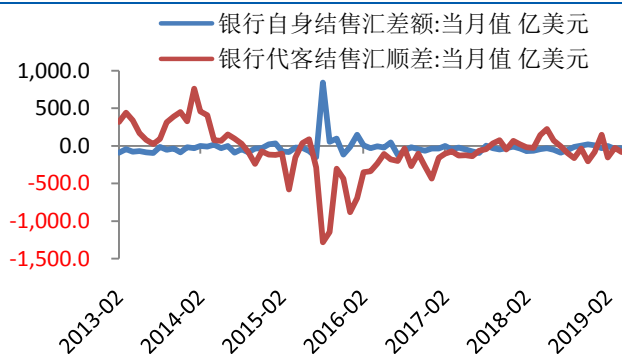
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 人民币贬值压力仍存

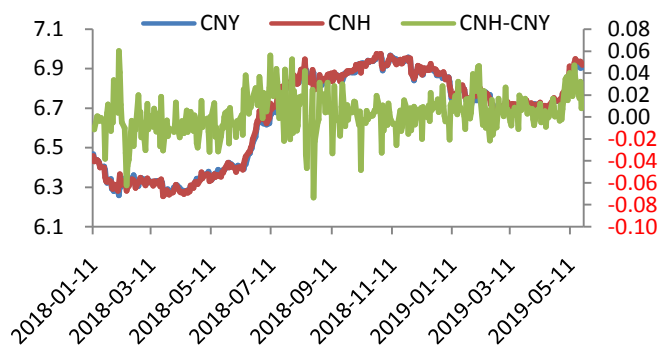
4 月，代表零售外汇市场的银行结售汇逆差 109.8 亿美元，较上月大幅走扩 48.37 亿美元。其中，银行自身结售汇逆差基本与 3 月持平，但代客结售汇逆差明显增加，较上月走扩 54.44 亿美元，资金呈现出较强的售汇意愿，人民币贬值压力仍存。从近期在岸及离岸人民币走势来看，二者均也有所走扩。近期受贸易摩擦升级影响，人民币有贬值压力，但在央行的逆周期调解下，“破 7” 风险不大。近期美国经济数据出现下滑，制造业 PMI 明显低于预期，由 4 月的 52.6 降至 20.6，服务业 PMI 由 4 月的 53 降至 50.9，均逼近警戒线。美国经济下行预期增加，美股也出现回落，可能会对特朗普政府造成制约，贸易摩擦短期可能缓和。

图 1.1.1 银行自身与代客结售汇差额



资料来源：Wind 资讯南华研究

图 1.1.2 在岸及离岸人民币即期走势

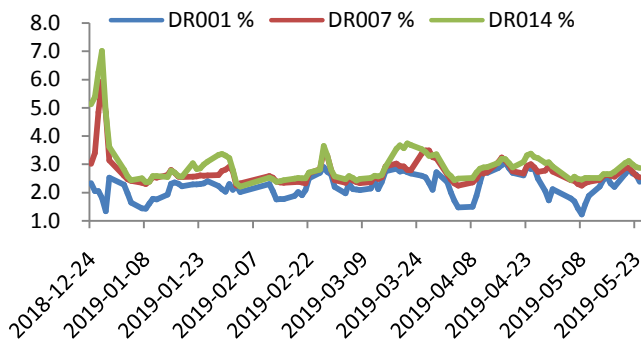


资料来源：Wind 资讯南华研究

二、流动性回顾与展望

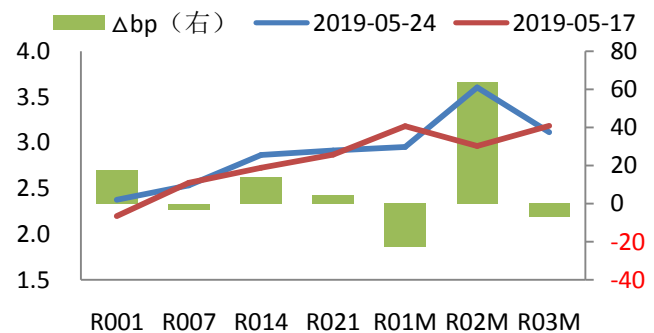
上周五银行间质押回购 DR001、DR007 和 DR014 加权平均分别为 2.38%、2.53% 和 2.87%，7 天稍降，隔夜和 14 天走升。Shibor 利率全数上涨，IRS 也全数上行。资金利率有所抬升。税期影响消退，但资金面也不会过于宽松。

图 2.1 银行间质押式回购利率



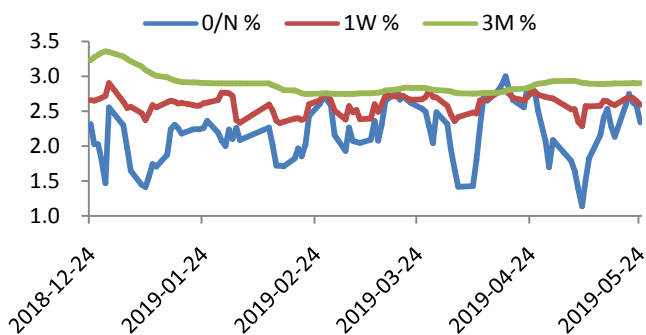
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2 IRS (FR007)



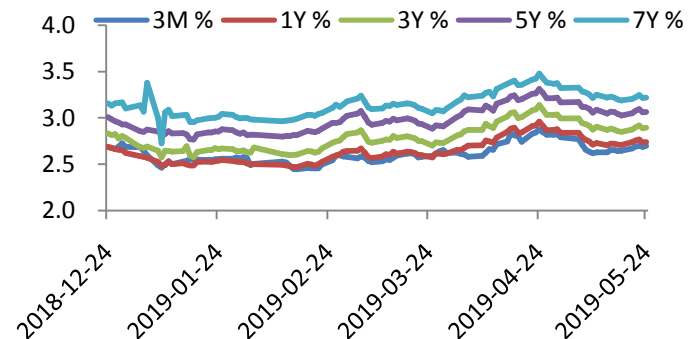
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3 Shibor 利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.4 IRS (FR007)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共无逆回购到期，央行共进行 1000 亿 7 天期逆回购操作，单周实现 1000 亿资金净投放。主要是为对冲税期影响，周初资金面有所收敛，税期影响消退后，资金面开始转松。本周公开市场共 1000 亿逆回购到期，央行短期货币政策谨慎中性，一季度货币政策执行报告首次提出，将根据经济增长和价格变化及时预调微调，市场对通胀的预期回升，货币政策需要在经济下行、通胀升温 and 汇率贬值之间寻求平衡，边际转变可能更加频繁。

三、行情回顾与展望

一级市场，上周 (5.20-5.26) 债券总发行量 9669.79 亿元，较前一周减少 104.66 亿元；总发行只数 990 只，较前一周增加 65 只；总偿还量 6036.69 亿元，较前一周减少 2913.19 亿元。上周债券净融资额为 3633.09 亿元，较前一周增加 2808.52 亿元。

具体利率债发行结果如下，周一，农发行招标发行了 3、5 年期固息债，中标利率均低

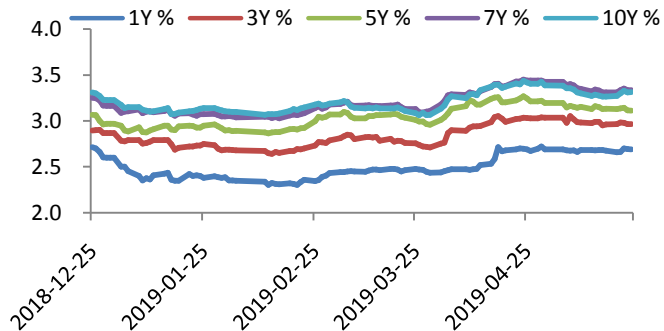
于中债估值，全场 4 倍以上，需求旺盛；周二，国开行招标发行了 3、7 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍左右，需求尚可；周三，财政部招标发行了 1、10 年期附息国债，中标利率均低于中债估值，全场不足 3 倍，需求尚可；周三，农发行招标发行了 1、7、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3-6 倍，1 年期需求非常旺盛；周四，国开行招标发行了 5、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍左右，需求尚可；周五，财政部招标发行了 3 月期贴现国债，中标利率低于中债估值，全场 2.79 倍，需求尚可。上周一级市场招标结果显示，短期政金债需求旺盛，其余需求有所回落。

二级市场来看，市场交投情绪尚可，国债期货震荡上升，现券收益率多数走升。全周来看，国债收益率除 5 年起外全数上行，其中 10 年期上行幅度最大，为 4.6BP，5 年期下行幅度为 2.32BP；国开债收益率全数走升，其中 3 年期上行幅度最大，为 7.0BPP，7 年期上行幅度最小，为 1.47BP。截至上周五收盘，国债期货主力品种合约 T1909 收于 96.77，较前周结算价下跌 0.10%；TF1906 收于 98.955，较前周结算价上涨 0.02%；TS1906 收于 99.89，较前周结算价下跌 0.02%。

本周关注 PMI 数据。全球经济均有所回落，中美贸易摩擦对双方均有损伤，美国制造业 PMI 和服务业 PMI 数据均显著下滑，美股也出现回落。美元指数周内震荡回落，人民币跌势暂缓，离岸在岸人民币价差也有所收窄。中美 10 年利差收为 99BP，保持在舒适区间。经济难言实质企稳，此时不适合货币政策转向，但对通胀和人民币贬值的担忧制约了货币政策的宽松。短期债市情绪偏谨慎，市场横盘震荡为主，但在基本面复苏之前，债市下跌风险不大。密切关注货币政策的边际转变。操作上，期债短期波段操作，现券择优持有。

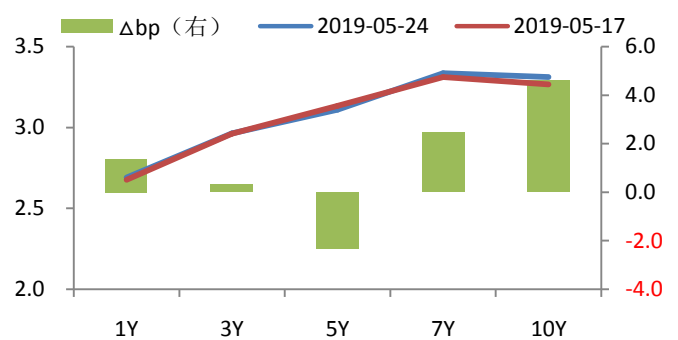
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



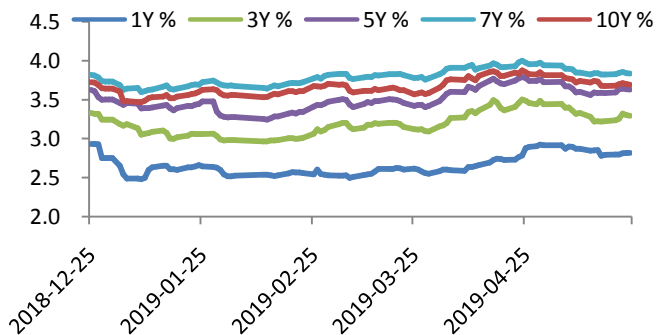
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



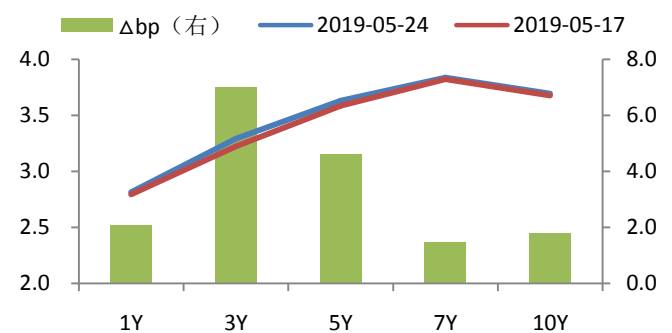
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



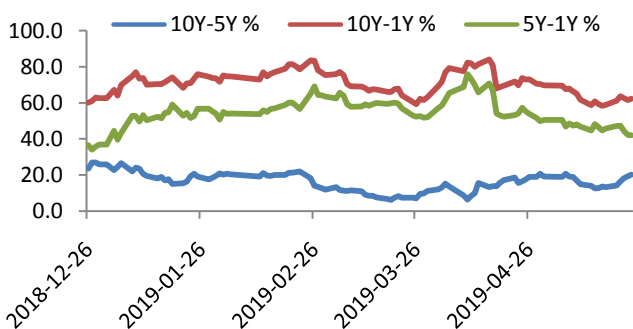
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



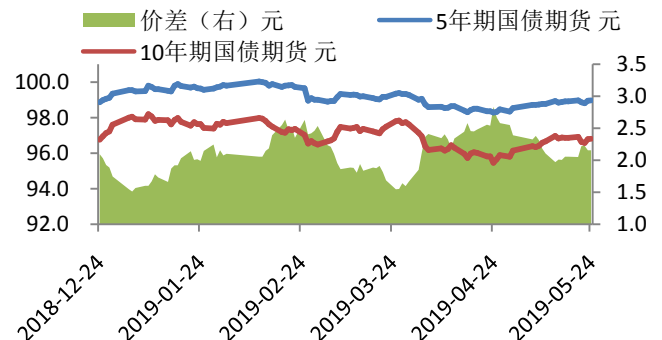
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

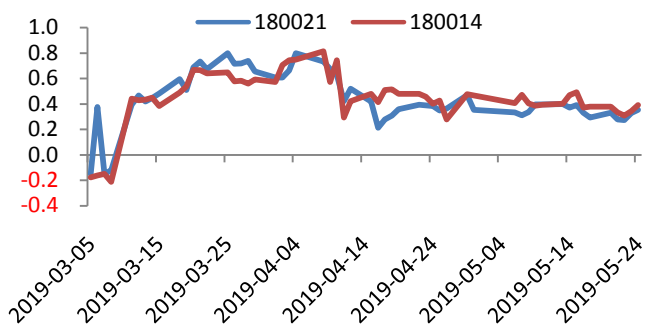
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

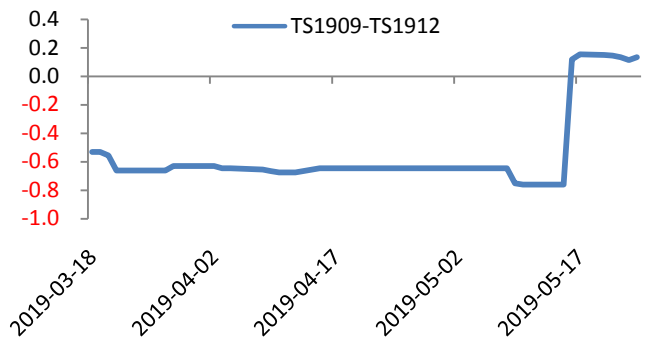
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1909 活跃 CTD 券基差



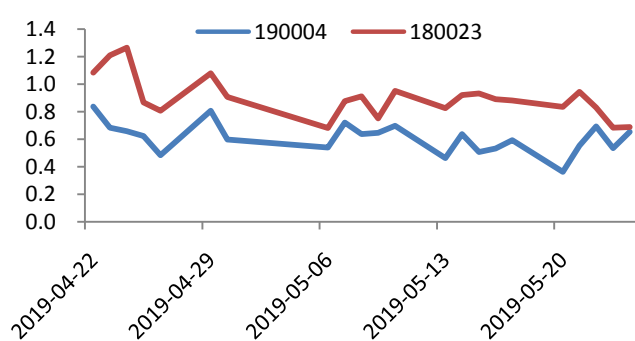
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



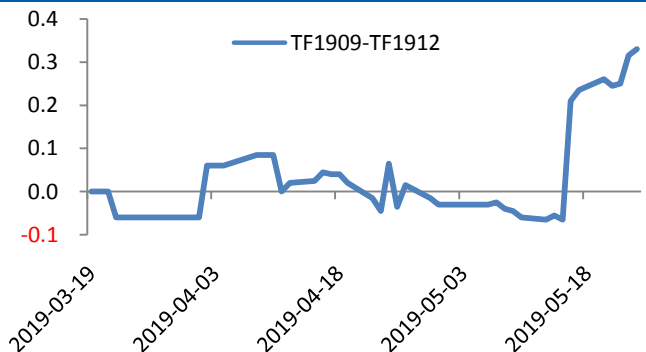
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1909 活跃 CTD 券基差



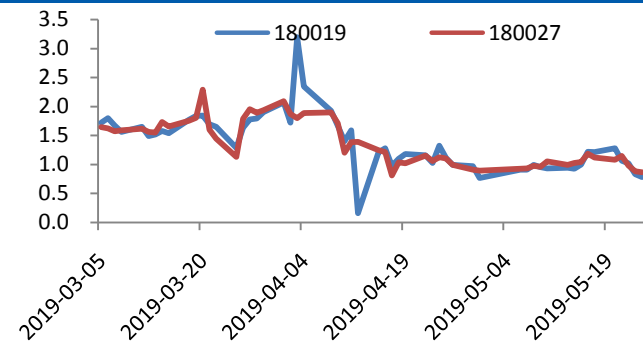
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



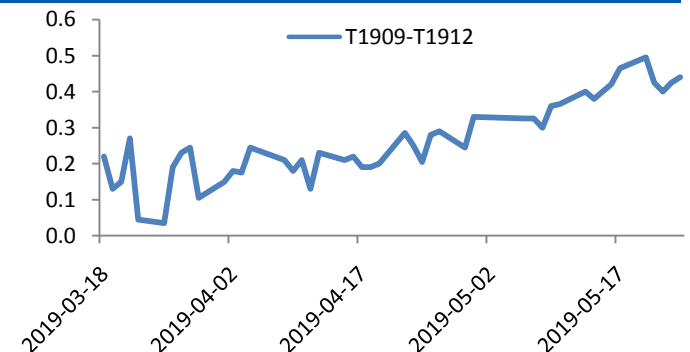
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.11 T1906 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

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

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

浙江分公司

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

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

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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

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