

短期逢高减仓

摘要

- 非农不及预期。**美国5月非农数据录得7.5万人，明显不及前值和预期。5月ISM制造业指数收为52.1，低于前值和预期，新订单和就业指数高于前值；ISM非制造业指数录得56.9，较前值走升1.4%。4月耐用品订单环比终值收得-2.1%，与前值持平。5月ADP就业人数增长2.7万人，不及前值和预期。5月失业率为3.6%，较前值持平。当周API原油库存意外增加355万桶，明显超出预期。当周初领和续领失业金人数分别为21.8和168.2万人，基本持平于前值。数据显示美非农数据较差，美元指数周内大幅回落，人民币小幅震荡。同时，近期美债收益率和中国国债收益率长端均走低，中美利差保持高位，美债长短期利差倒挂幅度收为19BP，经济衰退预期仍在。
- 流动性展望：**资金面开始转松后央行就开始回笼资金，主要是由于汇率贬值和通胀回升制约货币政策宽松，预计货币政策保持稳健中性。本周公开市场共2100亿逆回购到期，本周资金面扰动因素较少，预计流动性变动不大。
- 利率展望与策略：**本周依次关注社融、M2、通胀、投资消费数据。海外市场，全球经济预期下滑，中美贸易摩擦对双方均有损伤，美国非农数据明显低于预期，美债收益率不断走低，长短期利差持续倒挂，也助涨了经济衰退预期，避险情绪继续走升。美元指数周内明显回落，人民币汇率窄幅震荡，中美10年利差收为112BP，保持在较高点位。短期，基本面和资金面支撑债市，但通胀是债市最大的风险点，短期若通胀数据大涨，债市可能回调。长期来看，在货币政策转向之前，债市不会转熊，长线投资者可逢回调适当买入，关注物价数据和货币政策边际变化。操作上，期债适量减仓，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 非农不及预期

美国 5 月非农数据录得 7.5 万人, 明显不及前值和预期。5 月 ISM 制造业指数收为 52.1, 低于前值和预期, 新订单和就业指数高于前值; ISM 非制造业指数录得 56.9, 较前值走升 1.4%。4 月耐用品订单环比终值收得-2.1%, 与前值持平。5 月 ADP 就业人数增长 2.7 万人, 不及前值和预期。5 月失业率为 3.6%, 较前值持平。当周 API 原油库存意外增加 355 万桶, 明显超出预期。当周初领和续领失业金人数分别为 21.8 和 168.2 万人, 基本持平于前值。数据显示美非农数据较差, 美元指数周内大幅回落, 人民币小幅震荡。同时, 近期美债收益率和中国国债收益率长端均走低, 中美利差保持高位, 美债长短期利差倒挂幅度收为 19BP, 经济衰退预期仍在。

图 1.1.1 美国国债关键期限利率走势

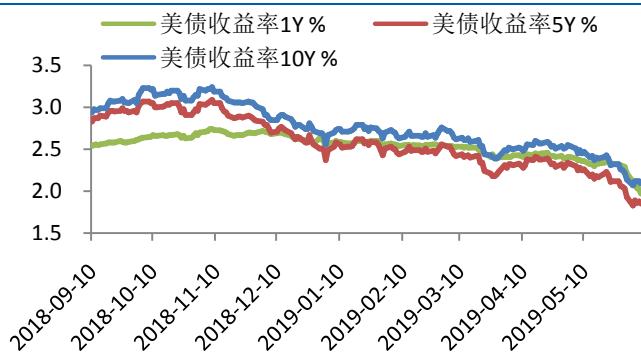


图 1.1.2 中美国债利差及汇率走势

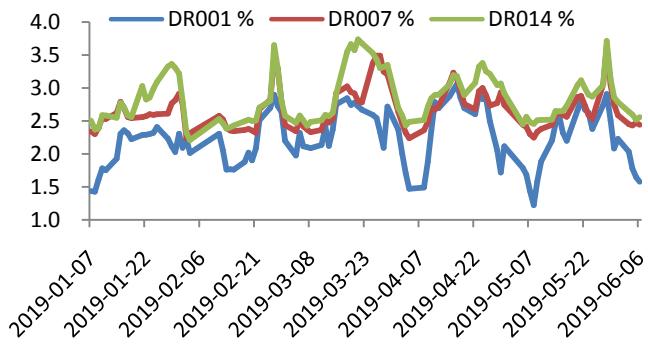


资料来源: Wind 资讯 南华研究

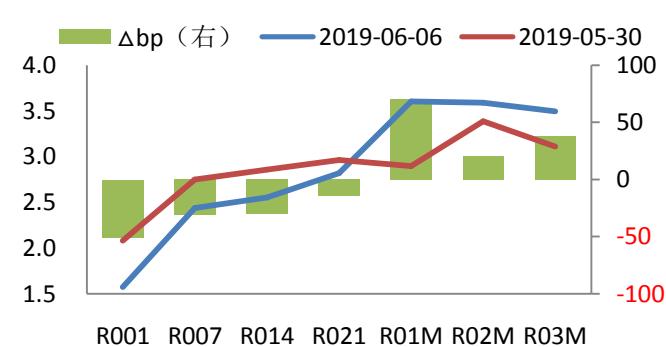
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

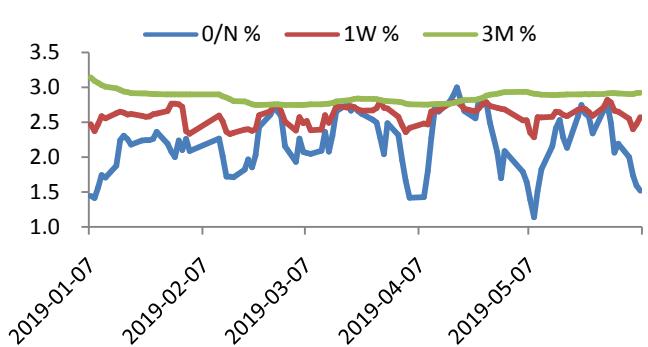
上周五银行间质押回购 DR001、DR007 和 DR014 加权平均分别为 1.58%、2.44% 和 2.56%, 较前周全数走低。Shibor 利率涨跌互现, IRS 全数走低。资金利率整体偏松, 货币政策保持稳健。

图 2.1 银行间质押式回购利率


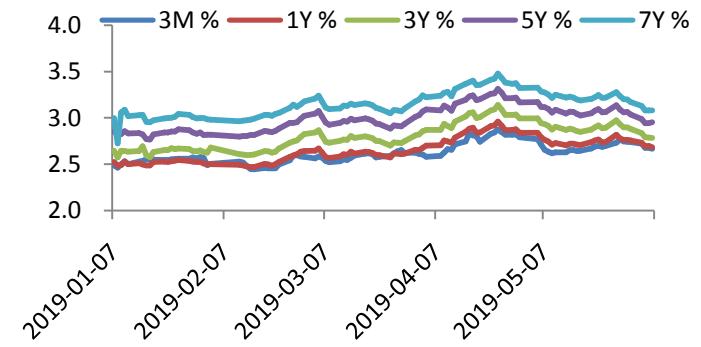
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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 5300 亿逆回购和 4630 亿 MLF 到期, 央行共进行 2100 亿 7 天期逆回购和 5000 亿一年期 MLF 操作, 单周实现 2830 亿资金净回笼。资金面开始转松后央行就开始回笼资金, 主要是由于汇率贬值和通胀回升制约货币政策宽松, 预计货币政策保持稳健中性。本周公开市场共 2100 亿逆回购到期, 本周资金面扰动因素较少, 预计流动性变动不大。

三、行情回顾与展望

一级市场, 上周 (6.3-6.9) 债券总发行量 6021.52 亿元, 较前一周减少 159.28 亿元; 总发行只数 686 只, 较前一周增加 78 只; 总偿还量 6291.78 亿元, 较前一周增加 1510.02 亿元。上周债券净融资额为 -270.26 亿元, 较前一周减少 1669.31 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 3 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

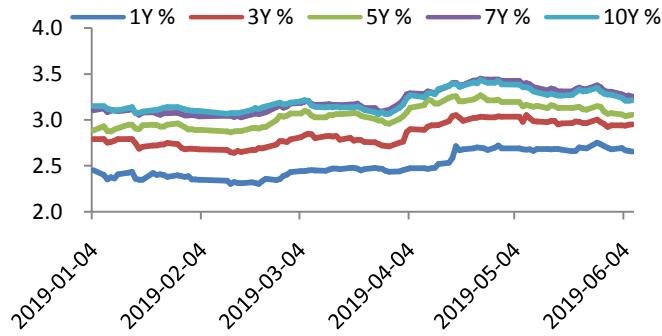
利率均低于中债估值，全场 3 倍左右，需求尚可；周三，财政部招标发行了 3、7 年期附息国债，中标利率均低于中债估值，全场不足 3 倍，需求不佳；周三，农发行招标发行了 1、7、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3-6 倍，需求旺盛；周四，口行招标发行了 1、3、5、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍左右，需求尚可；周四，国开行招标发行了 5、10 年期固息债，中标利率均低于中债估值，全场 3 倍以上，需求旺盛。上周一级市场招标结果显示，短期政金债需求旺盛，其余需求有所回落。

二级市场来看，国债期货周内大幅走升，现券收益率也明显回落。全周来看，国债收益率除 3 年期外全数下行，其中 10 年期下行幅度最大，为 6.14BP，3 年期上行幅度为 2.88BP；国开债收益率除 1 年期稍涨外全数下行，其中 5 年期下行幅度最大，为 6.66BP。截至上周五收盘，国债期货主力品种合约 T1909 收于 97.47，较前周结算价上涨 0.56%；TF1909 收于 99.29，较前周结算价上涨 0.25%；TS1909 收于 100.045，较前周结算价上涨 0.15%。

本周依次关注社融、M2、通胀、投资消费数据。海外市场，全球经济预期下滑，中美贸易摩擦对双方均有损伤，美国非农数据明显低于预期，美债收益率不断走低，长短期利差持续倒挂，也助涨了经济衰退预期，避险情绪继续走升。美元指数周内明显回落，人民币汇率窄幅震荡，中美 10 年利差收为 112BP，保持在较高点位。短期，基本面和资金面支撑债市，但通胀是债市最大的风险点，短期若通胀数据大涨，债市可能回调。长期来看，在货币政策转向之前，债市不会转熊，长线投资者可逢回调适当买入，关注物价数据和货币政策边际变化。操作上，期债适量减仓，现券择优持有。

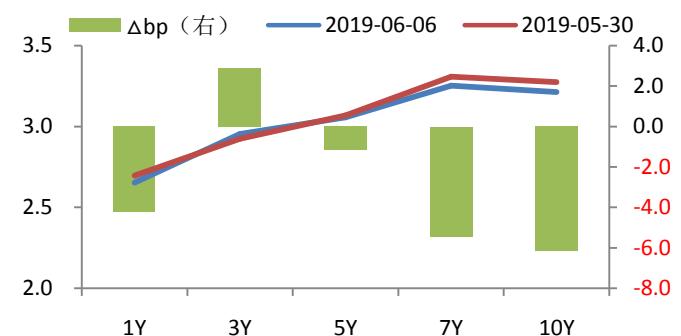
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



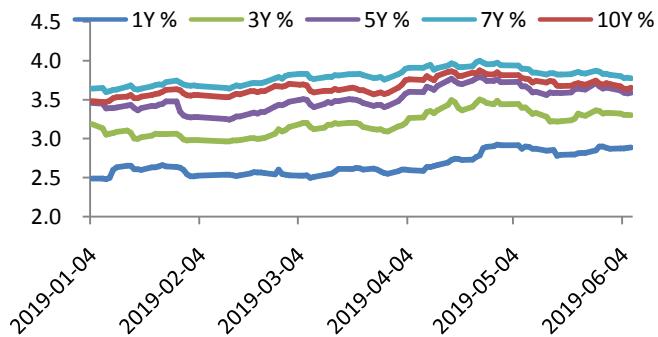
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



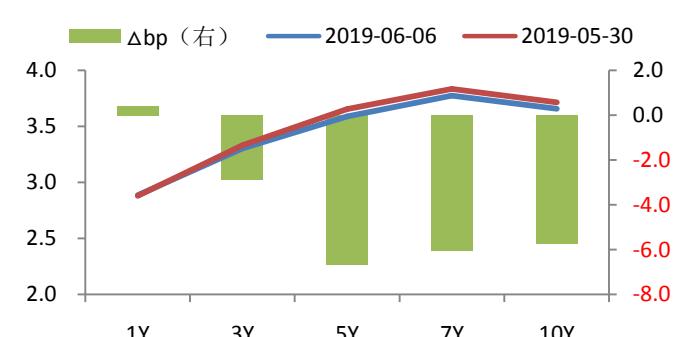
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



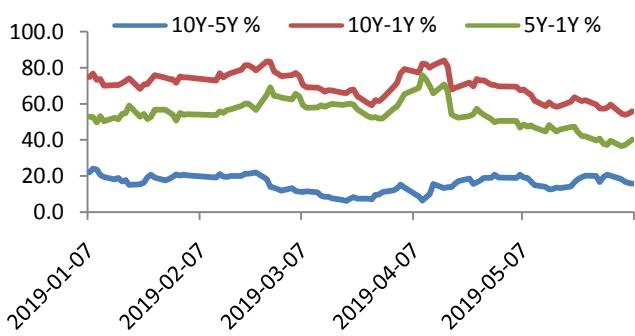
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



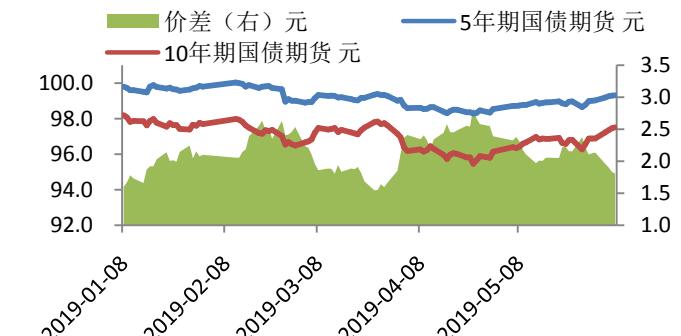
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

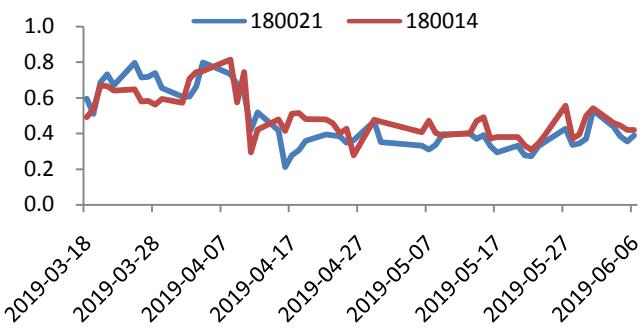
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

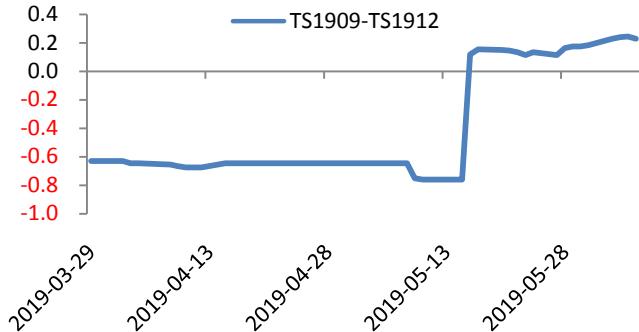
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1909 活跃 CTD 券基差



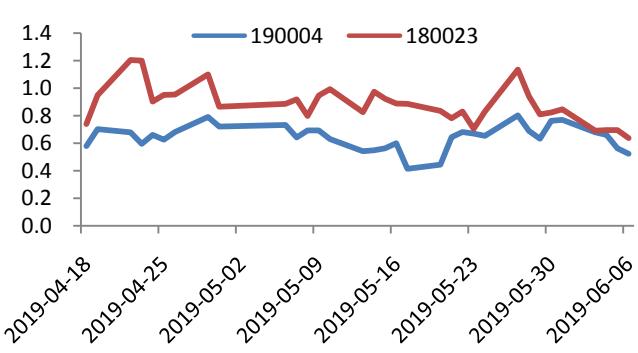
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



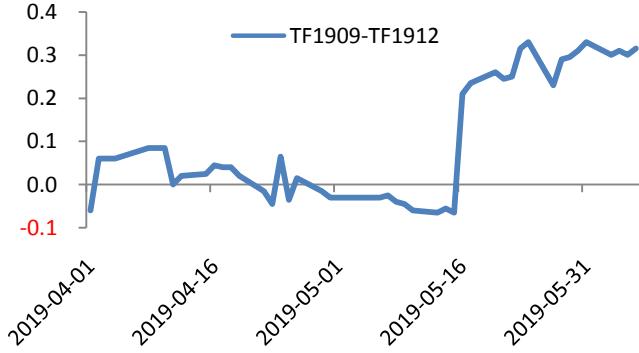
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1909 活跃 CTD 券基差



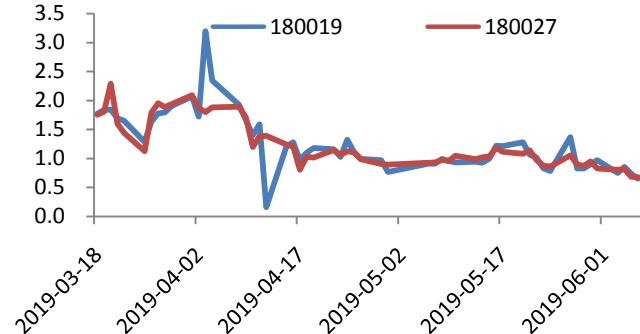
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



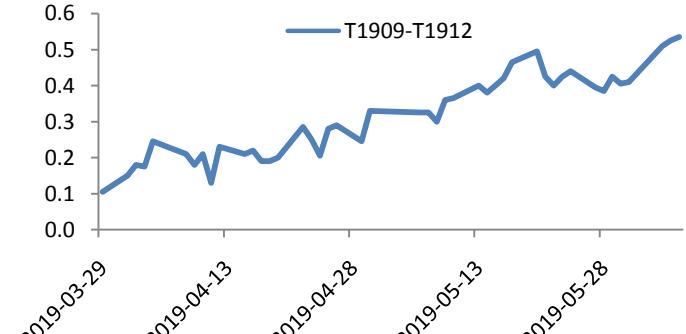
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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 檐 B801、B802、B608、B609 室永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：010-63161286 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 檐 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 檐 2909 室
电话：0512-87660825

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和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