

警惕回调风险

摘要

- **人民币企稳回升。**5月代表零售外汇市场的银行结售汇顺差91.96亿美元，较上月增加201.76亿美元。其中，银行自身结售汇差额和代客结售汇差额均有负转正，表明企业由4月的售汇意愿转为5月的购汇意愿，说明企业对人民币的贬值预期明显下降。从近期在岸及离岸人民币走势来看，近期在岸离岸人民币双双走升，且离岸涨幅更大，二者价差也明显收窄。主要原因是美联储议息决议“鸽声”嘹亮，美元指数应声下跌，人民币对美元汇率走升，短期汇率压力很小。
- **流动性展望：**本周公开市场无资金到期，季末MPA考核压力下资金面缺口仍存，但央行预计会继续投放资金呵护季末流动性，预计问题不大。。

利率展望与策略：本周关注PMI数据。海外市场，由于美联储议息决议整体偏鸽，市场对7月降息的预期很足，人民币贬值压力明显降低。美债长短期利差已连续1月倒挂，中美10年期国债利差涨超120BP，海外市场对国内债市小幅利多，但目前中外市场分裂严重，国内债市对外部消息反映钝化。目前市场上对下月的经济数据整体偏乐观，加上对月底的G20会议上中美贸易摩擦缓解存在一定期待，短期债市有回调风险。长期来看，在经济彻底企稳之前，债市不会转熊，但牛尾行情操作难度明显加大。操作上，期债暂时观望，警惕回调风险，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

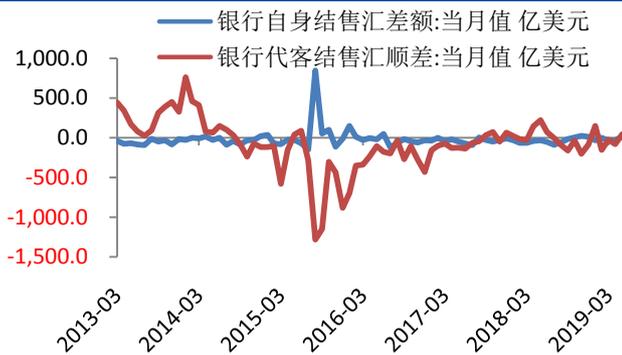
0571-87839252

一、经济与海外债市观察

1.1 人民币企稳回升

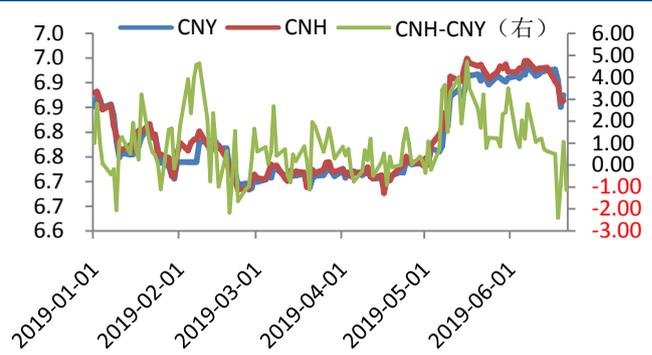
5 月代表零售外汇市场的银行结售汇顺差 91.96 亿美元，较上月增加 201.76 亿美元。其中，银行自身结售汇差额和代客结售汇差额均有负转正，表明企业由 4 月的售汇意愿转为 5 月的购汇意愿，说明企业对人民币的贬值预期明显下降。从近期在岸及离岸人民币走势来看，近期在岸离岸人民币双双走升，且离岸涨幅更大，二者价差也明显收窄。主要原因是美联储议息决议“鸽声”嘹亮，美元指数应声下跌，人民币对美元汇率走升，短期汇率压力很小。

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 在岸与离岸人民币走势



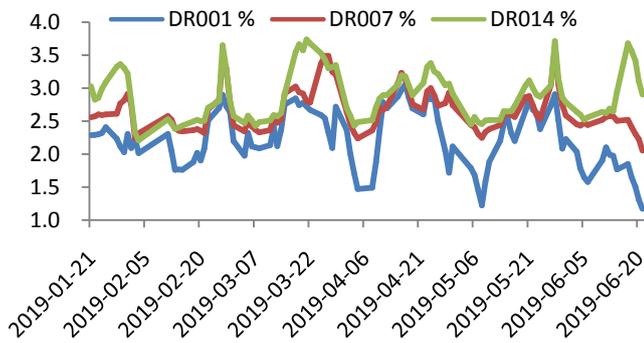
资料来源：Wind 资讯南华研究

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 1.17%、2.05% 和 2.90%，较前周全数小幅走落。Shibor 利率除 2w 外全数下行，Shibor 隔夜利率报 1.112%，达到历史地位。IRS 也全数走低。资金利率整体偏松，为应对季末时点，货币政策边际转松。

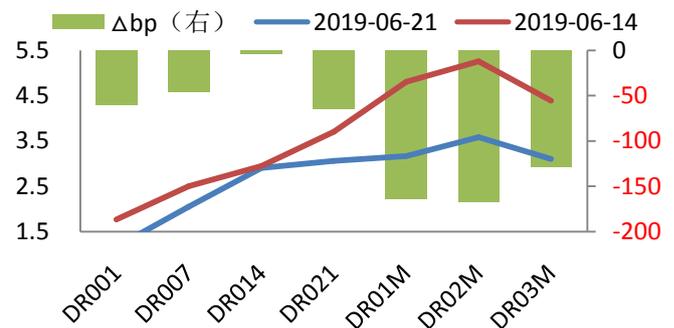
上周公开市场共 550 亿逆回购和 2000 亿 MLF 到期，央行共进行 3400 亿 14 天期逆回购和 2400 亿 MLF 操作，单周实现 3250 亿资金净投放。央行持续投放跨季流动性，稳定季末资金的态度很明确。本周公开市场无资金到期，季末 MPA 考核压力下资金面缺口仍存，但央行预计会继续投放资金呵护季末流动性，预计问题不大。

图 2.1 银行间质押式回购利率



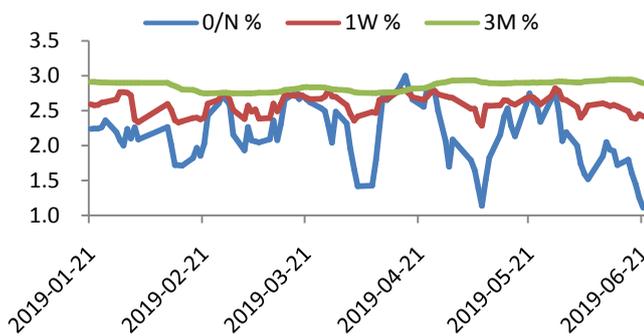
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2 银行间质押回购利率周变动



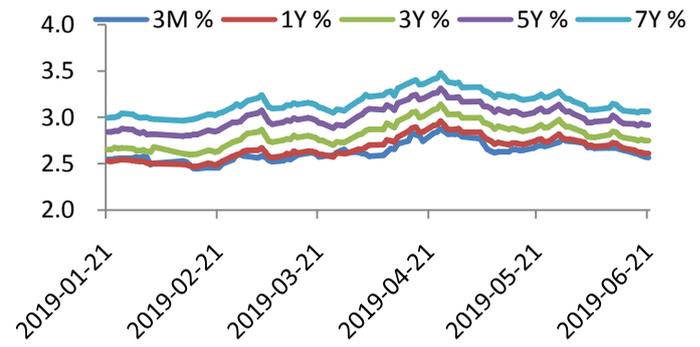
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

三、行情回顾与展望

一级市场, 上周 (6.17-6.23) 债券总发行量 14814.2 亿元, 较前一周大幅增加 3089.39 亿元; 总发行只数 1260 只, 较前一周增加 192 只; 总偿还量 6630.81 亿元, 较前一周减少 2819.0 亿元。上周债券净融资额为 8183.38 亿元, 较前一周增长 5908.38 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 3-7 倍, 3 年期需求非常旺盛; 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 倍以上, 需求旺盛; 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 3 倍以上, 需求旺盛; 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 3-7 倍, 1 年期需求非常旺盛; 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 2-4 倍, 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 倍左右, 需求尚可; 周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债和 50 年期超长期附息国债, 50

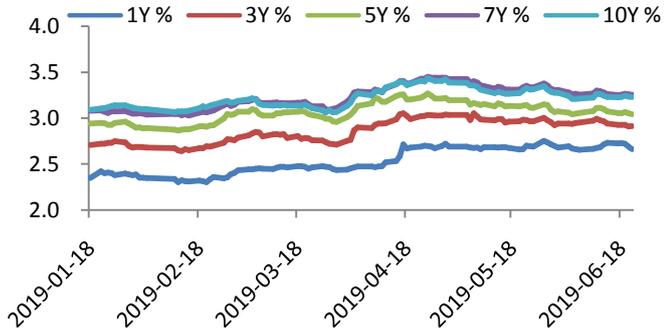
年期中标利率明显超出二级市场，全场分别为 4.91 和 1.56 倍，超长期国债需求不佳。上周一级市场招标结果显示，利率债短端需求旺盛，中长端变动不大。

二级市场，市场情绪冷清，多数机构在等待月底的 G20 会议，债市整体震荡。全周来看，国债收益率除 10 年期基本持平外，其余全数下行，其中 1 年期上行幅度最大，为 7.3BP，近期短端利率下行较多，收益率曲线走陡；国开债收益率全数下行，其中 3 年期下行幅度最大，为 9.91BP，同样是短端下行幅度超过长端。截至上周五收盘，国债期货主力品种合约 T1909 收于 97.475，较前周结算价下跌 0.10%；TF1909 收于 99.39，较前周结算价持平；TS1909 收于 100.12，较前周结算价上涨 0.02%。周内现券表现强于期货，基差走扩。

本周关注 PMI 数据。海外市场，由于美联储议息决议整体偏鸽，市场对 7 月降息的预期很足，人民币贬值压力明显降低。美债长短期利差已连续 1 月倒挂，中美 10 年期国债利差涨超 120BP，海外市场对国内债市小幅利多，但目前中外市场分裂严重，国内债市对外部消息反映钝化。目前市场上对下月的经济数据整体偏乐观，加上对月底的 G20 会议上中美贸易摩擦缓解存在一定期待，短期债市有回调风险。长期来看，在经济彻底企稳之前，债市不会转熊，但牛尾行情操作难度明显加大。操作上，期债暂时观望，警惕回调风险，现券择优持有。

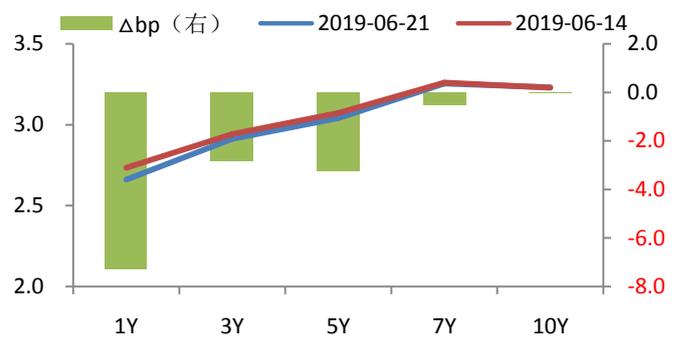
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



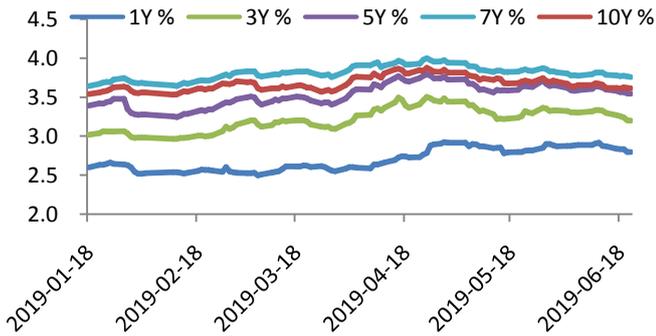
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



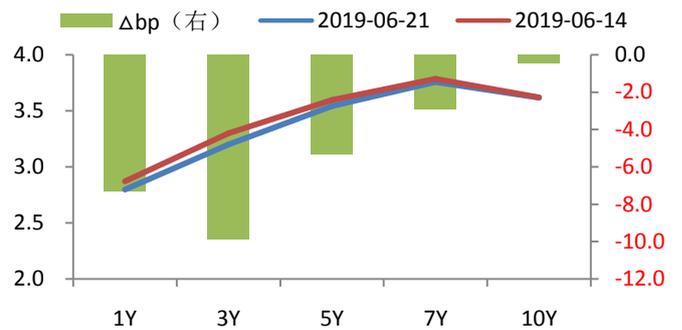
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

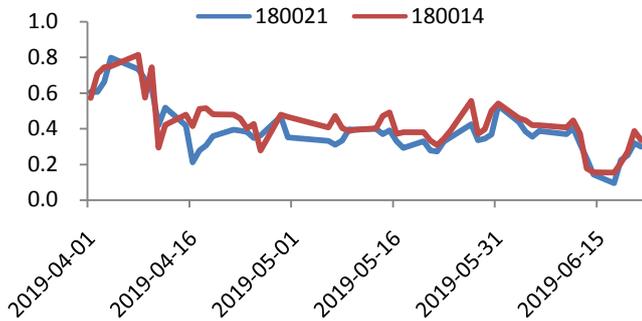
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

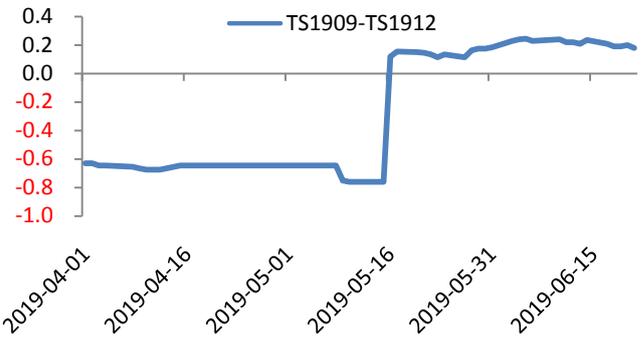
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1909 活跃 CTD 券基差



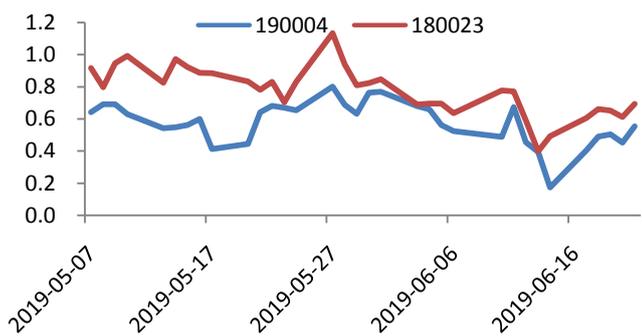
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



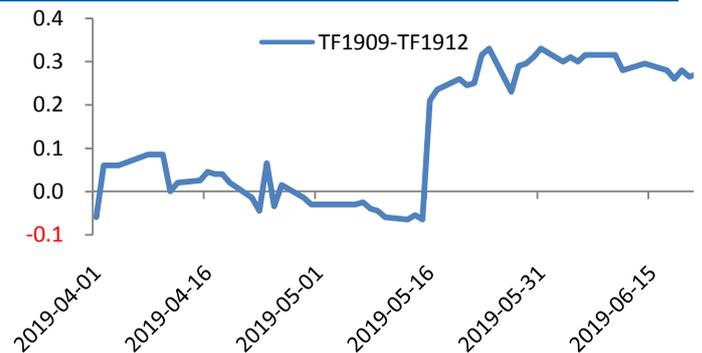
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1909 活跃 CTD 券基差



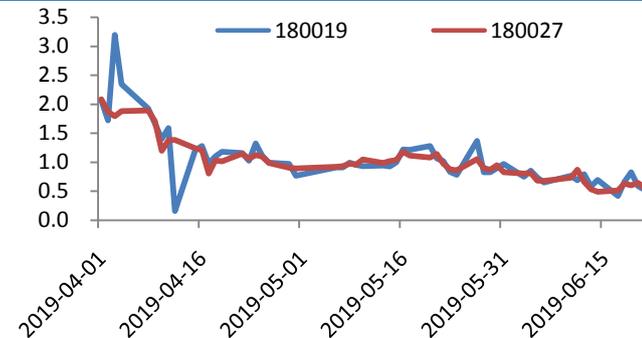
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



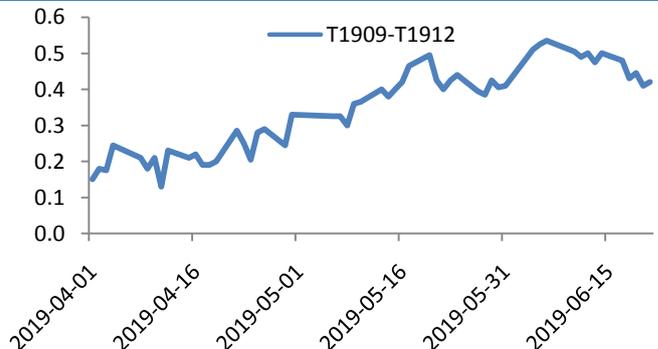
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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

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

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