

保持波段操作

摘要

- **PMI 不及预期。**7月官方制造业 PMI 录得 51.4，环比下降 0.3%，连续 12 个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 54.5，较前月走低 0.4%。从分项指数来看，新订单指数为 52.8，生产指数为 53.5，均显著回落，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为 48.5，产成品库存指数为 46.1，均较上月稍降，需求和库存同减，应为企业主动去库存。分企业类型来看，大型企业回升 0.2%，中型企业回落 0.9%，小企业回落 1.2%，中小企业均再度跌至荣枯线以下。整体来看，官方 PMI 萎靡，需求不及预期，经济企稳仍有疑虑。
- **流动性展望：**本周公开市场共有 7800 亿逆回购到期，周内逆回购到期量较大，且央行重回净回笼，维持紧平衡意图明显，资金面仍需关注。
- **利率展望与策略：**本周多个重要数据集中公布，依次关注外储、通胀和社融数据。外汇方面，美元指数继续走低，人民币震荡上涨，短期资本外流压力可控，但后续若美元回升，外汇压力将随之而来，继续关注美联储缩表进程。资金面来看，上周四开始资金面明显好转，短期影响流动性的因素已基本消失，但资金到期压力较大，流动性宽松未必能保持。大类资产方面，近期大宗商品疯涨，给债市造成一定压力。总体来看，货币政策保持稳健中性，监管暂时平静，债市保持震荡，等待选择方向。操作上，保持波段操作。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男 助理分析师

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

xuchenxi@nawaa.com

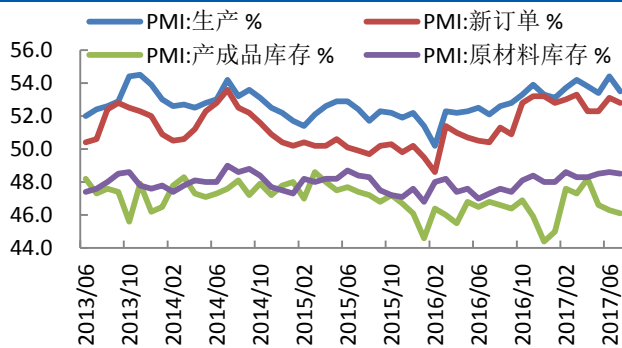
0571-89727506

一、经济与海外债市观察

1.1 PMI 不及预期

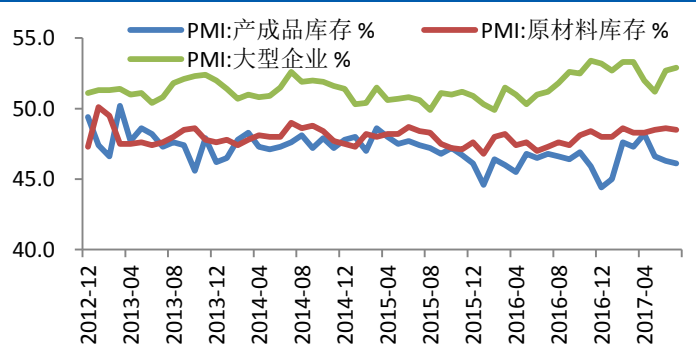
7月官方制造业 PMI 录得 51.4，环比下降 0.3%，连续 12 个月高于荣枯线。非制造业 PMI 录得 54.5，较前月走低 0.4%。从分项指数来看，新订单指数为 52.8，生产指数为 53.5，均显著回落，显示需求有所下降。库存方面，原材料库存指数为 48.5，产成品库存指数为 46.1，均较上月稍降，需求和库存同减，应为企业主动去库存。分企业类型来看，大型企业回升 0.2%，中型企业回落 0.9%，小企业回落 1.2%，中小企业均再度跌至荣枯线以下。整体来看，官方 PMI 萎靡，需求不及预期，经济企稳仍有疑虑。

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

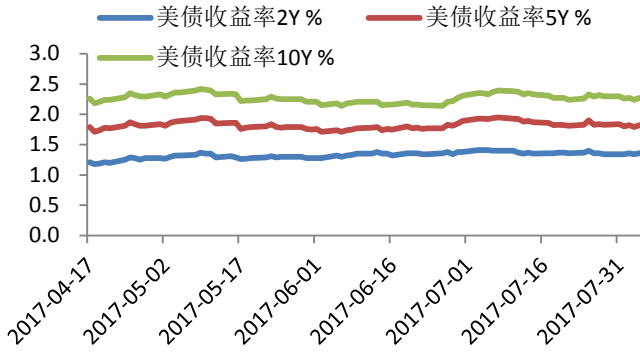


资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 美国经济整体平稳

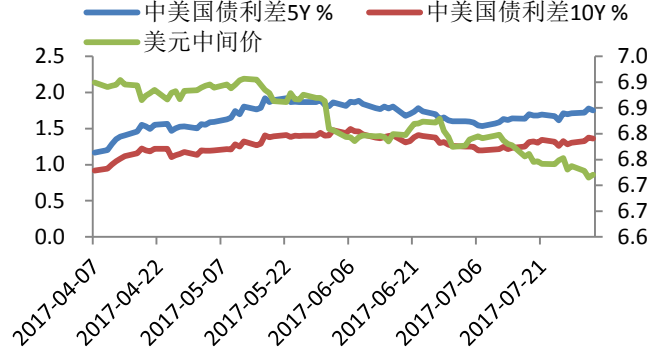
美国 7 月非农新增就业人数为 20.9 万人，低于前值和去年同期，但略超预期。7 月 ADP 就业人数环比上涨 0.1%，低于前值和去年同期。7 月制造业 PMI 录得 56.3，略低于前值，但明显高于去年同期；非制造业 PMI 录得 53.9，明显低于去年同期。7 月制造业新增订单环比上涨 6.7%，明显超出预期。6 月个人可支配收入为 4.41 万亿美元，季调个人消费支出为 13.3 万亿美元，均高于去年同期。6 月核心 PCE 物价指数同比录得 1.5%，略低于去年同期。6 月成屋销售折指数为 110.2，明显高于前值和去年同期。6 月建造支出为 12057.88 亿美元，略高于去年同期。当周初领失业金和续领失业金人数分别为 24 万和 196.8 万，7 月季调失业率为 4.3%，明显低于去年同期。周内原油 API 录得 5056.17 万桶，基本与前值持平。美国经济基本平稳，美元指数继续走低，人民币汇率小幅走升。同时，近期美债收益率有涨有跌，中国国债收益率小幅走升，中美利差走扩。

图 1.2.1 美国国债关键期限利率走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2.2 中美国债利差及汇率走势

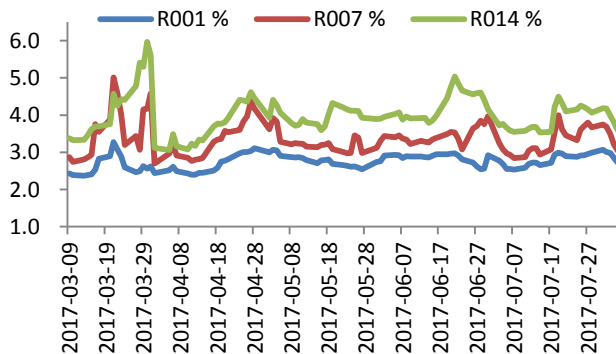


资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

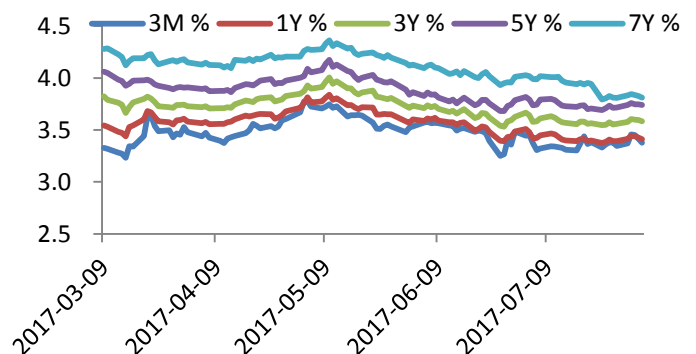
周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 2.72%、3.04% 和 3.59%，均明显走低。Shibor 利率短跌长涨，IRS 虽仍在走升，但周内资金面明显转松。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共有 7500 亿逆回购到期，周内央行共开展 5000 亿 7 天期、2100 亿 14 天期逆回购操作，不考虑 MLF，周内共实现资金净回笼 400 亿。本周公开市场共有 7800 亿逆回购到期，周内逆回购到期量较大，且央行重回净回笼，维持紧平衡意图明显，资金面仍需关注。

一级市场，根据已披露的发行公告统计，本周利率债发行 2572 亿，加上信用债发行共计 4744.71 亿，总偿还量 6443.47 亿，净融资-1698.47 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量(亿)	期限(年)	合计(亿)
2017.8.7	17 农发 07(增 12)	40.00	3.00	
	17 农发 09(增 14)	40.00	5.00	
	17 山东债 09	362.00	7.00	
	17 山东债 10	15.00	7.00	
2017.8.8	17 国开 01(增 18)	40.00	7.00	
	17 国开 05(增 17)	50.00	3.00	
	17 国开 06(增 15)	70.00	5.00	
	17 国开 10(增 18)	140.00	10.00	
2017.8.9	17 付息国债 12(续 2)	280.00	2.00	
	17 付息国债 14(续发)	360.00	5.00	
	17 农发 04(增 17)	30.00	7.00	
	17 农发 05(增 26)	40.00	10.00	
	17 农发 10(增 2)	40.00	1.00	
2017.8.10	17 储蓄 07	230.00	3.00	
	17 储蓄 08	230.00	5.00	
	17 云南债 14	51.30	3.00	
	17 云南债 15	42.00	5.00	
	17 云南债 16	66.90	7.00	
	17 云南债 17	65.00	10.00	
	17 云南债 18	29.80	5.00	
	17 云南债 19	25.00	7.00	
2017.8.11	17 贴现国债 39	100.00	0.50	
	17 湖北债 09	15.00	3.00	
	17 湖北债 10	60.00	10.00	
	17 湖北债 11	50.00	3.00	
	17 湖北债 12	67.00	5.00	
	17 湖北债 13	33.00	7.00	
合计				2572.00

资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、行情回顾与展望

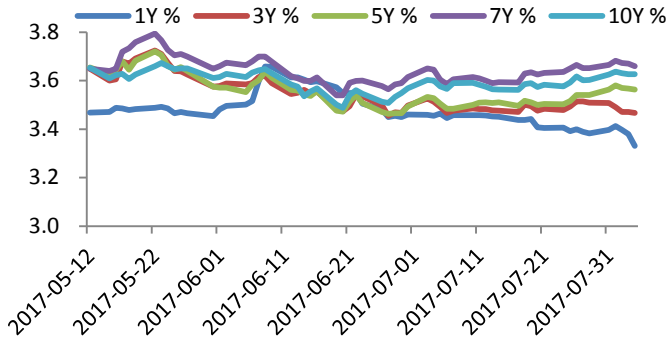
周初资金面偏紧,周末有所缓解,期债震荡稍降。全周来看,国债收益率有涨有跌,5、7、10年期走升,1、3年期走低,收益率曲线继续走陡;国开债收益率全部走升。截至周五收盘,国债期货主要品种合约 T1709 收于 94.740,周跌 0.22(-0.23%);TF1709 收于 97.335,周跌 0.12(-0.12%)。

一级市场方面,周一招标发行的3、5年期农发债中标利率均低于二级市场,全场4倍以上,需求旺盛;周二招标发行的1、5、10年期国开债中标利率均低于二级市场,

全场 2-5 倍；周三续发的 1、10 年期付息国债中标利率低于二级市场水平，其中十年期国债需求旺盛，中标倍数为 4.04 倍；周三增发的 1、7、10 年期农发债中标利率均低于二级市场，全场 3 倍以上，需求旺盛；周四招标发行的 3、5、10 年期口行债中标利率接近或低于中债估值，全场 2-4 倍；周四招标发行的 3、7 年期国开债中标利率均低于二级市场，全场 2-4 倍。一级市场整体需求尚可。

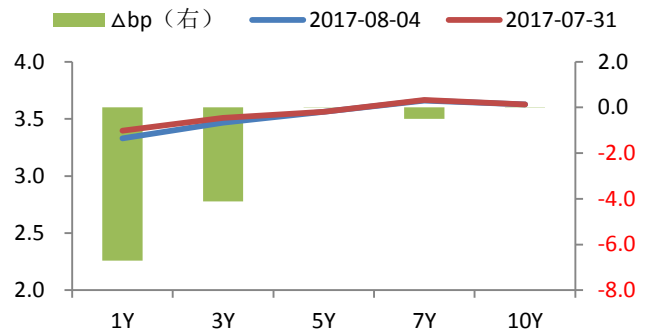
本周多个重要数据集中公布，依次关注外储、通胀和社融数据。外汇方面，美元指数继续走低，人民币震荡上涨，短期资本外流压力可控，但后续若美元回升，外汇压力将随之而来，继续关注美联储缩表进程。资金面来看，上周四开始资金面明显好转，短期影响流动性的因素已基本消失，但资金到期压力较大，流动性宽松未必能保持。大类资产方面，近期大宗商品疯涨，给债市造成一定压力。总体来看，货币政策保持稳健中性，监管暂时平静，债市保持震荡，等待选择方向。操作上，保持波段操作。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



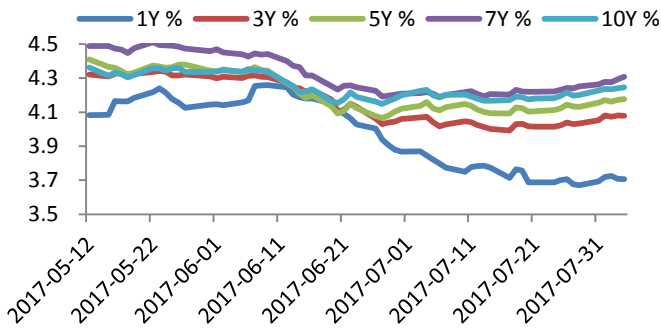
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



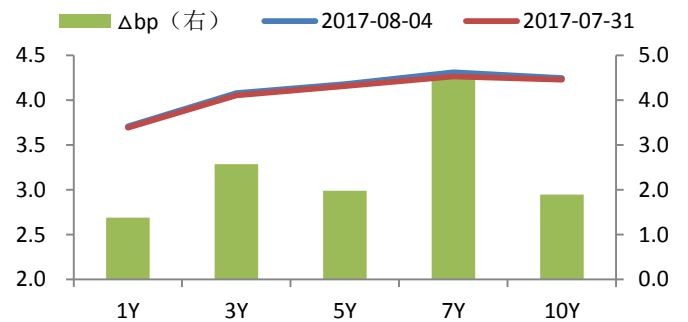
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



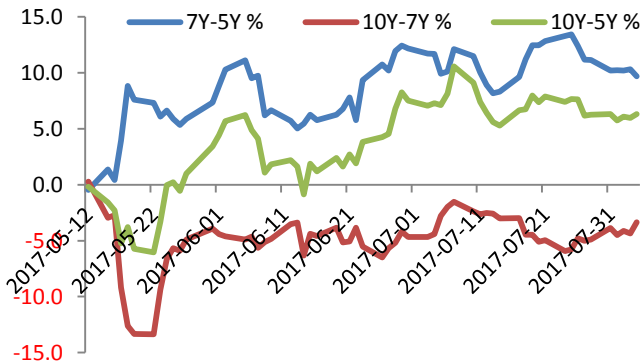
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



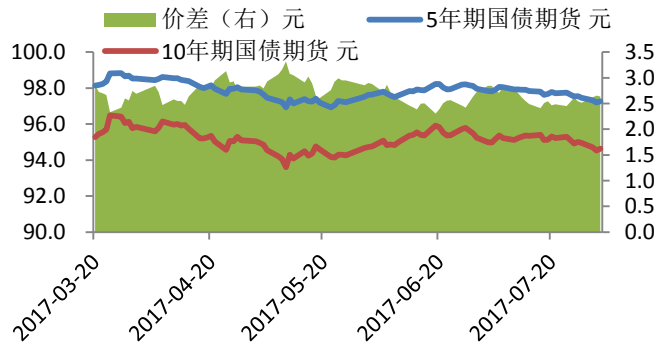
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



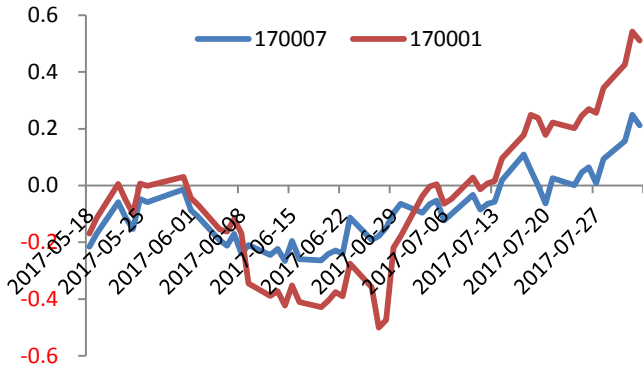
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



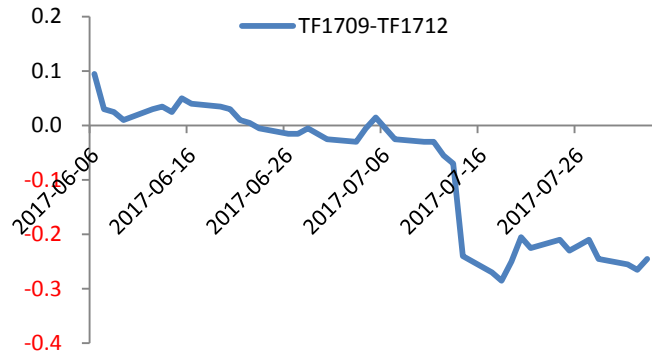
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1709 活跃 CTD 券基差



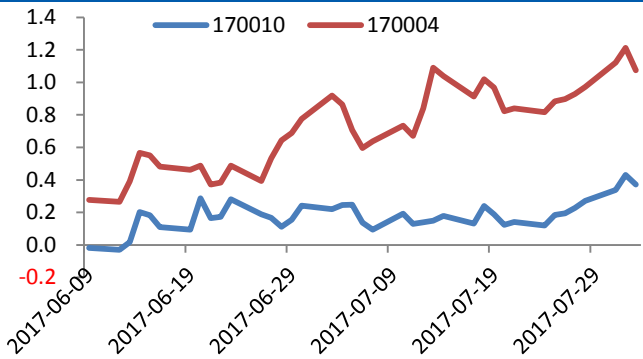
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



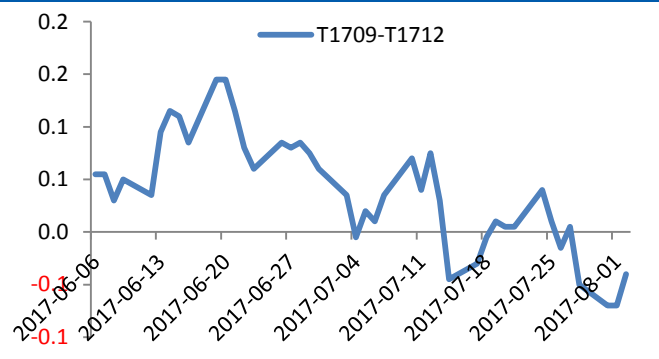
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1709 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
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、804、810、811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

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 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

广州市天河区花城大道68号2008房、2009房
电话: 020-38809869

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

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心1号楼301、302、312、313室
电话: 0573-80703000

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

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