


建议逢高试空

摘要

- **PMI 表现不佳。**6月官方制造业 PMI 录得 49.4，较上月持平，保持在荣枯线以下。非制造业 PMI 录得 54.2，较上月走低 0.1%。财新 PMI 降至 49.4，创 5 月新低。从分项指数来看，生产指数走低 0.4%至 51.3，新订单指数走低 0.2%至 49.6，仍处于荣枯线以下，说明整体需求较弱。库存方面，原材料库存走升 0.8%至 48.2，产成品库存保持在 48.1，库存均处于荣枯线以下。分企业类型来看，大型企业回落 0.4%至 49.9，是历史首次降至荣枯线以下，中小型企业景气度均有所回升，但仍保持在荣枯线以下。整体来看，作为经济先行指标的 PMI 表现不佳，市场上经济悲观预期再起，但随着贸易摩擦的缓和与基建补短板的推进，经济可能逐步企稳。
- **流动性展望：**本周公开市场共 2200 亿逆回购和 1885 亿 MLF 到期，资金到期压力较大，但由于银行体系流动性总量充裕，央行大概率继续回收流动性。季末时点超预期的宽松度过，月初资金需求较少，目前银行间流动性非常充裕，但随着央行逐步回收流动性和月中缴税期的临近，流动性将趋于收敛，隔夜利率也将回归正常水平。

利率展望与策略：本周关注通胀和信贷数据。基本面来看，作为经济先行指标的 PMI 表现不佳，市场对经济的悲观预期再起。但随着中美贸易摩擦的缓和，外需将有一定改善，加上稳基建举措继续落实，经济下行趋势将得到控制。目前资金面异常宽松，降准的必要性不强，债市将重新回归基本面。外部环境，海外央行普遍偏鸽，海外债市收益率也屡创新低，加上近期人民币整体平稳，一定程度上有利于外资的流入，小幅利多债市。但目前中外市场分裂严重，国内债市对外部消息反映钝化，市场的主要焦点仍是国内的基本面。近期降准预期对债市的利多已基本被 Price in，债市缺乏进一步上涨的动力。加上市场对经济的预期过于悲观，若数据落地好于预期，则债市大概率回调。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，趋势行情难觅，寻找交易性机会为主。操作上，期债逢高轻仓试空，现券建议调低久期。



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

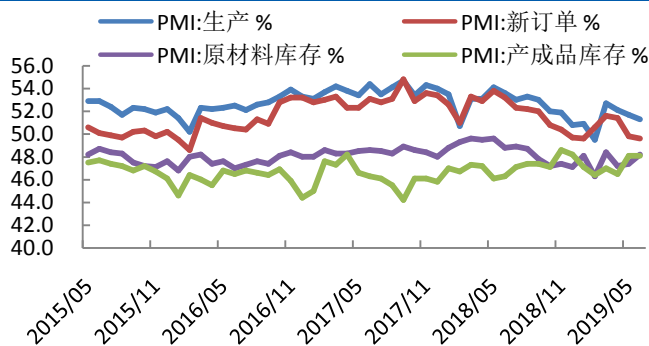
zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

一、基本面：PMI 表现不佳

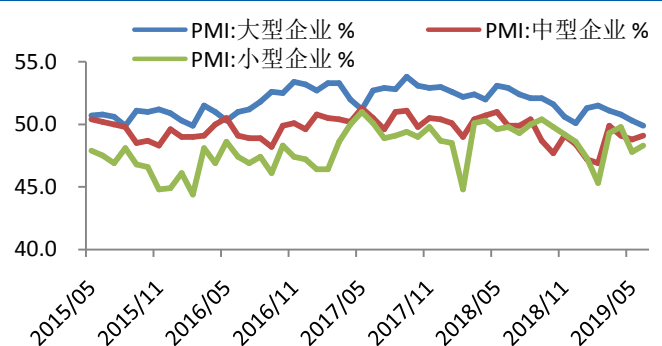
6 月官方制造业 PMI 录得 49.4，较上月持平，保持在荣枯线以下。非制造业 PMI 录得 54.2，较上月走低 0.1%。财新 PMI 降至 49.4，创 5 月新低。从分项指数来看，生产指数走低 0.4% 至 51.3，新订单指数走低 0.2% 至 49.6，仍处于荣枯线以下，说明整体需求较弱。库存方面，原材料库存走升 0.8% 至 48.2，产成品库存保持在 48.1，库存均处于荣枯线以下。分企业类型来看，大型企业回落 0.4% 至 49.9，是历史首次降至荣枯线以下，中小型企业景气度均有所回升，但仍保持在荣枯线以下。整体来看，作为经济先行指标的 PMI 表现不佳，市场上经济悲观预期再起，但随着贸易摩擦的缓和与基建补短板的推进，经济可能逐步企稳。

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



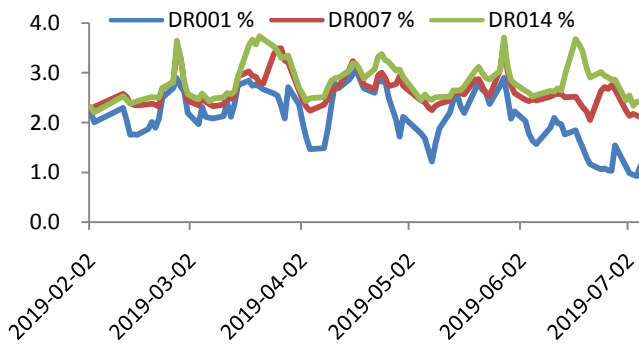
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、流动性回顾与展望

上周五银行间存款机构质押回购 DR001、DR007 和 DR014 加权平均分别为 1.13%、2.11% 和 2.43%，隔夜保持低位，14 天有所回落。Shibor 利率全数下行，隔夜报 1.055%，保持在历史低位。IRS 也全数走低。资金利率极度宽松，SHIBOR 利率和 DR 利率隔夜均连续多日低于 1%，但这种局面不会持续。全银行间质押式回购利率的每日最高价仍保持高位，说明部分机构融资成本较高，流动性结构分层现象仍存。

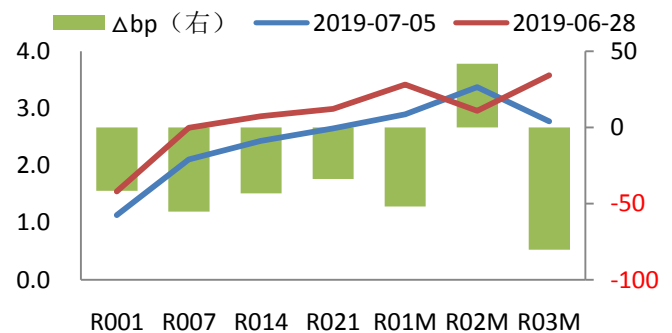
上周公开市场共 3400 亿逆回购到期，央行未进行公开市场操作，单周实现 3400 亿资金净回笼。本周公开市场共 2200 亿逆回购和 1885 亿 MLF 到期，资金到期压力较大，但由于银行体系流动性总量充裕，央行大概率继续回收流动性。季末时点超预期的宽松度过，月初资金需求较少，目前银行间流动性非常充裕，但随着央行逐步回收流动性和月中缴税期的临近，流动性将趋于收敛，隔夜利率也将回归正常水平。

图 2.1 银存间质押式回购利率



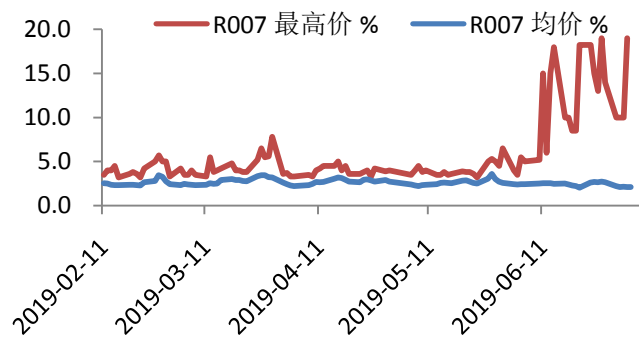
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2 银存间质押回购利率周变动



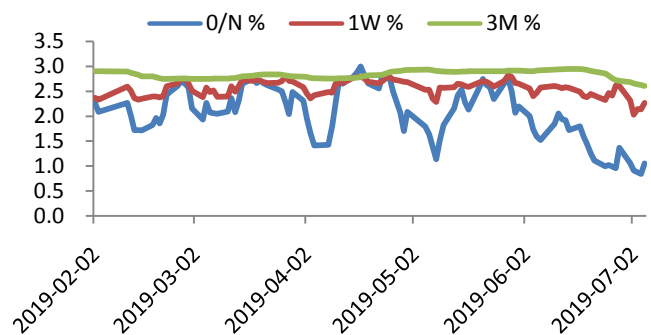
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.3 全银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.4 Shibor 利率



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(7.1-7.7)债券总发行量 7232.41 亿元, 较前一周减少 1164.44 亿元; 总发行只数 828 只, 较前一周增加 4 只; 总偿还量 2039.37 亿元, 较前一周减少 4963.59 亿元。上周债券净融资额为 5193.04 亿元, 较前一周增长 3800.85 亿元。近两周债券发行量偏少, 但接下来发行量将逐渐增多, 关注供给压力。

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 6 倍以上, 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 4 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 3-8 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 2-5 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 倍以上, 需求旺盛; 周五财政部招标发行的 3 月期贴现国债, 中标利率低于二级市场, 全场 3.11 倍, 需

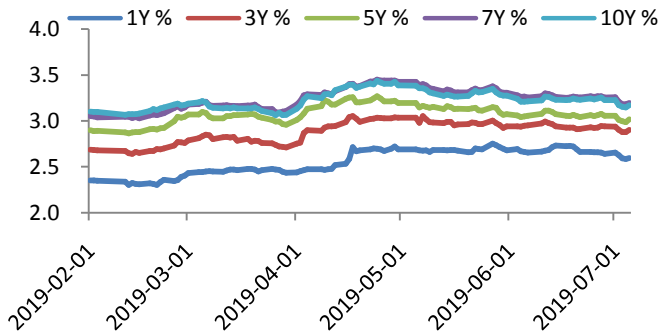
求旺盛。上周一级市场招标结果显示，整体需求明显改善。

二级市场，受表现较差的 PMI 和明显增加到降准预期影响，债市周初明显走强，现券收益率明显走低。全周来看，国债收益率全数下行，其中 7 年期下行幅度最大，为 5.99BP；国开债收益率全数下行，其中 5 年期下行幅度最大，为 13.55BP。截至上周五收盘，国债期货主力品种合约 T1909 收于 98.04，较前周结算价上涨 0.51%；TF1909 收于 99.63，较前周结算价上涨 0.24%；TS1909 收于 100.195，较前周结算价上涨 0.07%。

本周关注通胀和信贷数据。基本面来看，作为经济先行指标的 PMI 表现不佳，市场对经济的悲观预期再起。但随着中美贸易摩擦的缓和，外需将有一定改善，加上稳基建举措继续落实，经济下行趋势将得到控制。目前资金面异常宽松，降准的必要性不强，债市将重新回归基本面。外部环境，海外央行普遍偏鸽，海外债市收益率也屡创新低，加上近期人民币整体平稳，一定程度上有利于外资的流入，小幅利多债市。但目前中外市场分裂严重，国内债市对外部消息反映钝化，市场的主要焦点仍是国内的基本面。近期降准预期对债市的利多已基本被 Price in，债市缺乏进一步上涨的动力。加上市场对经济的预期过于悲观，若数据落地好于预期，则债市大概率回调。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，趋势行情难觅，寻找交易性机会为主。操作上，期债逢高轻仓试空，现券建议调低久期。

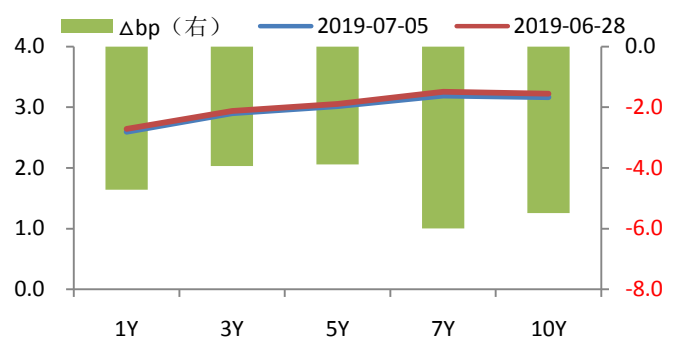
盘面回顾

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



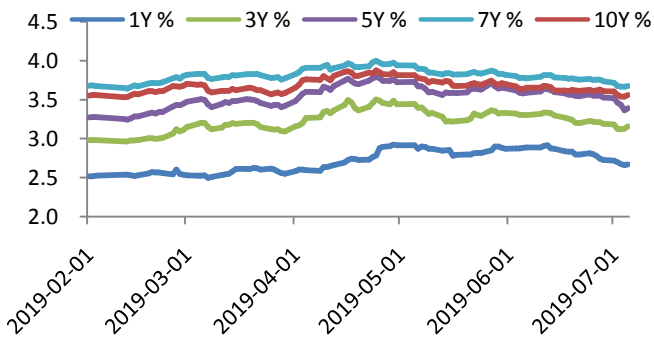
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



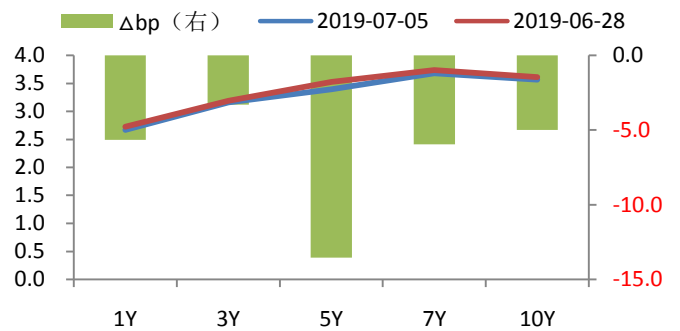
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



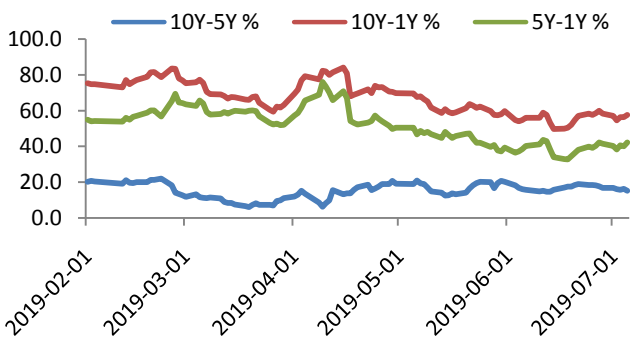
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



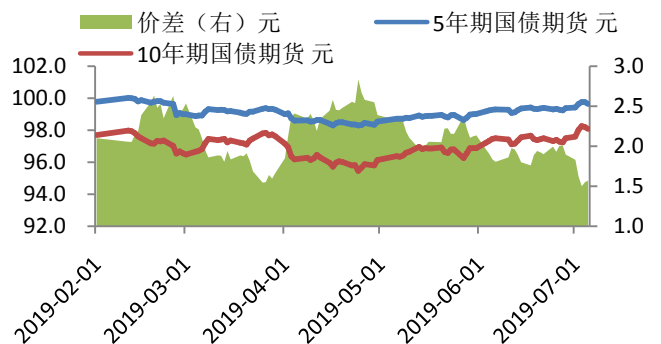
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

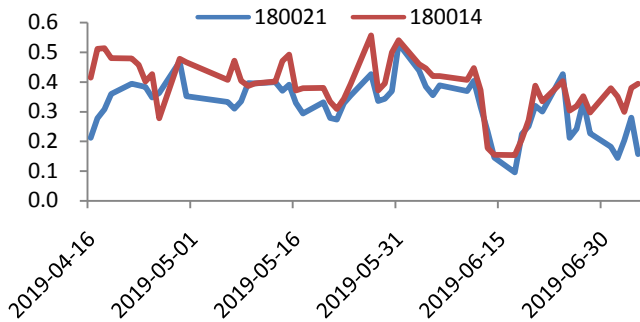
图 3.1.6 国债期货走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

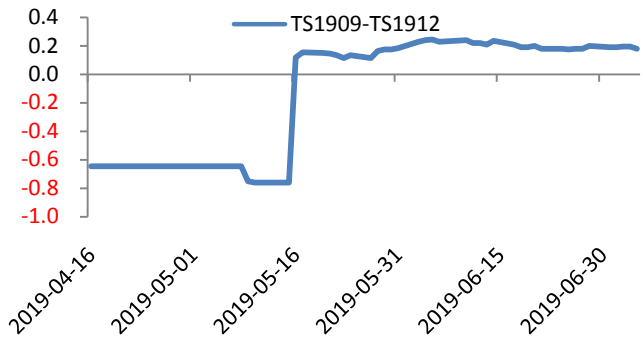
基差与跨期价差

图 3.1.7 TS1909 活跃 CTD 券基差



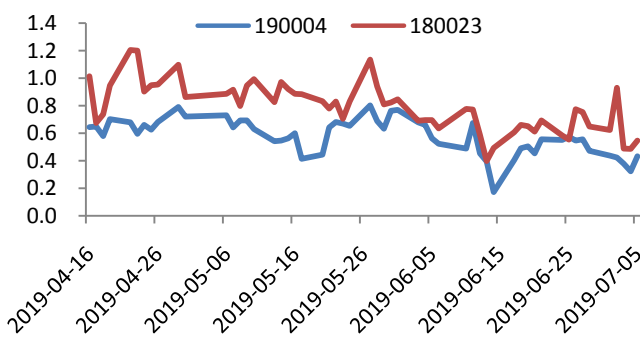
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 2 年期国债期货跨期价差



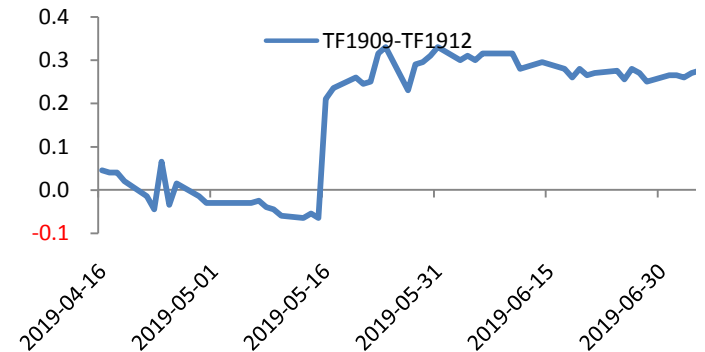
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 TF1909 活跃 CTD 券基差



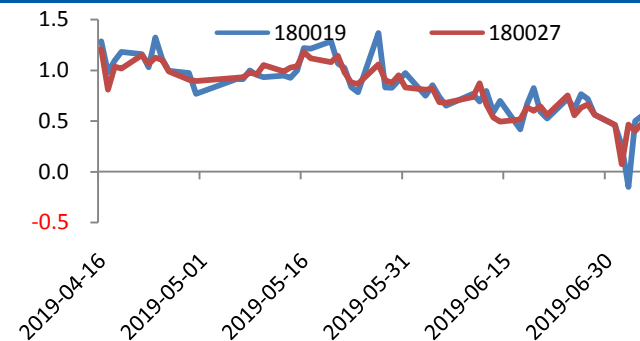
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.10 5 年期国债期货跨期价差



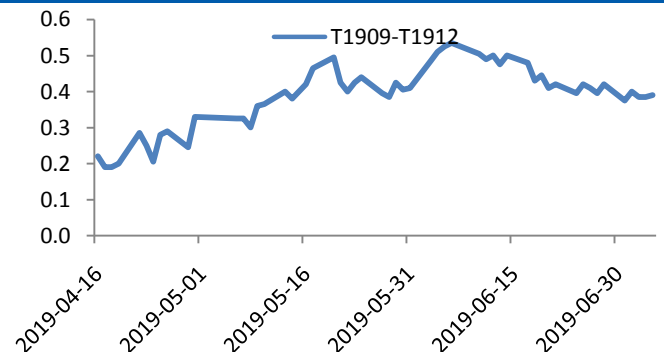
资料来源: Wind 资讯 南华研究

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