

## 多头逢高止盈

### 摘要

- **PMI 不及预期。**7月官方制造业 PMI 录得 51.2，较上月走低 0.3%。非制造业 PMI 录得 54.0，较前月走低 1.0%。从分项指数来看，新订单指数为 52.3，较上月回低 0.9%，生产指数为 53.0，较上月走低 0.6%，需求明显回落带动生产下滑。库存方面，原材料库存指数为 48.9，较上月回升 0.1%，产成品库存录得 47.1，较上月回升 0.8%，需求增长回落导致库存回升。分企业类型来看，大型企业回落 0.5%至 52.4，中型企业与上月持平，小企业回落 0.5%至 49.3，企业盈利状况整体下滑。整体来看，PMI 不及预期，内外需同时下滑，PMI 后续预计仍保持下行趋势。
- **流动性展望：**本周公开市场共 1200 亿国库定存到期，资金面无明显扰动因素，预计维持宽松。。
- **利率展望与策略：**本周关注通胀和信贷数据。外汇方面，上周美元指数再度走升，人民币汇率继续下跌，周五收盘报 6.8313，人民币贬值压力仍存。美债收益率稍有下降，幅度小于我国国债收益率，中美利差再度缩小，截至上周五中美十年期利差已缩小至 0.51，制约我国债券收益率进一步走低。消息方面，二季度政治局会议确认了国常会基调，将稳增长放在首位，财政政策转为宽松，加大基础设施补短板力度，遏制房价上涨，制定了以“财政+基建”为基础的稳增长策略。美国贸易威胁加码，我国对 600 亿美国商品加征关税，贸易摩擦升级，推动避险情绪升温，利多债市。总体来看，短期受异常宽松的资金面和避险因素双重推动，债市再度明显上涨，但后续涨势恐难持久。操作上，期债多头逢高止盈，信用债择优持有。



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

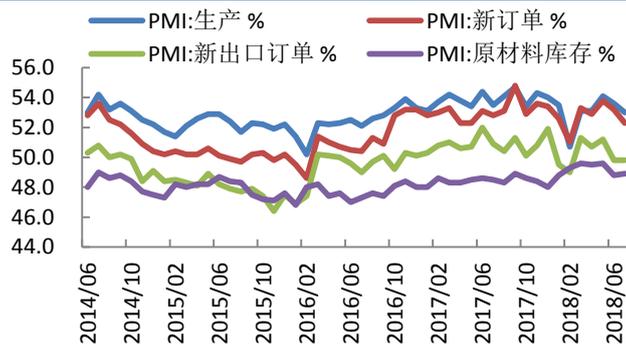
0571-87839252

## 一、经济与海外债市观察

### 1.1 PMI 不及预期

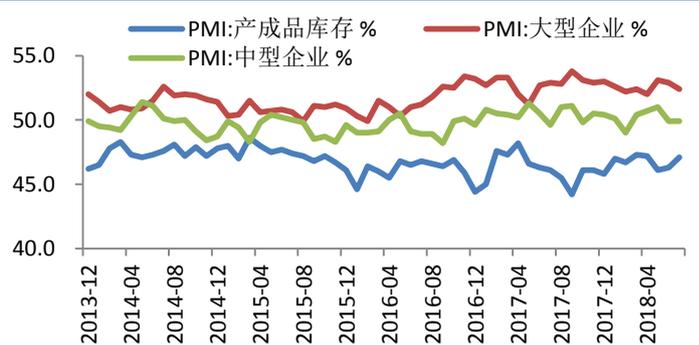
7月官方制造业 PMI 录得 51.2，较上月走低 0.3%。非制造业 PMI 录得 54.0，较上月走低 1.0%。从分项指数来看，新订单指数为 52.3，较上月回低 0.9%，生产指数为 53.0，较上月走低 0.6%，需求明显回落带动生产下滑。库存方面，原材料库存指数为 48.9，较上月回升 0.1%，产成品库存录得 47.1，较上月回升 0.8%，需求增长回落导致库存回升。分企业类型来看，大型企业回落 0.5%至 52.4，中型企业与上月持平，小企业回落 0.5%至 49.3，企业盈利状况整体下滑。整体来看，PMI 不及预期，内外需同时下滑，PMI 后续预计仍保持下行趋势。

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



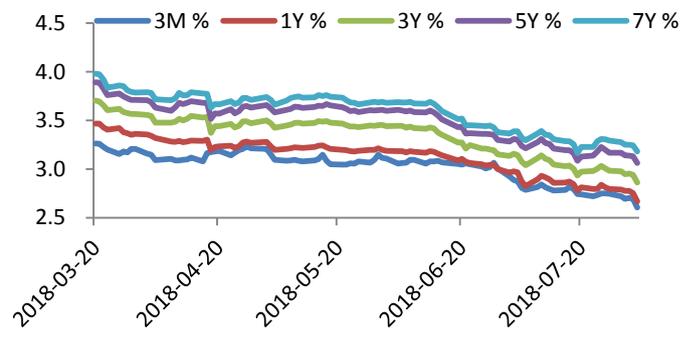
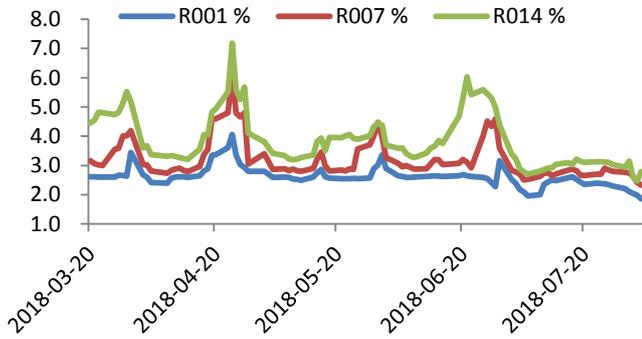
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、流动性回顾与展望

上周五 R001、R007 和 R014 加权平均分别为 1.86%、2.33%和 2.79%，均大幅走低。Shibor 和 IRS 利率均全数走低，周内资金面保持宽松。

图 2.1.1 银行间质押式回购利率

图 2.1.2 IRS (FR007)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

上周公开市场共 2100 亿逆回购到期, 央行周内未进行公开市场操作, 周内共实现 2100 亿资金净回笼。本周公开市场共 1200 亿国库定存到期, 资金面无明显扰动因素, 预计维持宽松。

一级市场, 根据已披露的发行公告统计, 本周利率债发行 2783.89 亿, 加上信用债发行共计 3977.20 亿, 总偿还量 6680.23 亿, 净融资-2703.04 亿。

表 2.1.1 本周利率债发行计划

日期	券种	发行量 (亿)	期限	合计 (亿)
2018.8.6	18 国开 11 (柜台) (预)	68.00	5.0	
	18 农发 08 (增 7)	50.00	5.0	
	18 农发 09 (增 7)	50.00	3.0	
	18 山东债 08	325.91	3.0	
	18 山东债 09	157.28	5.0	
2018.8.7	18 国开 08 (增 14)	96.00	3.0	
	18 国开 09 (增 5)	97.00	1.0	
	18 国开 10 (增 5)	120.00	10.0	
	18 吉林债 04	46.06	5.0	
	18 吉林债 05	50.00	7.0	
	18 吉林债 06	50.00	10.0	
	18 吉林债 07	60.36	5.0	
	18 吉林债 08	2.24	7.0	
2018.8.8	18 付息国债 15 (续发)	290.00	2.0	
	18 付息国债 16 (续发)	410.00	5.0	
2018.8.9	18 国开 06 (增 18)	50.00	7.0	
	18 河南债 04	91.13	5.0	
	18 河南债 05	63.09	5.0	
	18 河南债 06	8.64	5.0	
	18 河南债 07	12.65	5.0	
	18 河南债 08	7.80	5.0	
	18 河南债 09	17.79	5.0	

	18 河南债 10	2.39	5.0
	18 河南债 11	12.23	5.0
	18 河南债 12	14.24	3.0
	18 河南债 13	20.18	5.0
	18 河南债 14	4.02	5.0
	18 河南债 15	17.08	5.0
	18 河南债 16	1.64	5.0
	18 河南债 17	18.98	5.0
	18 河南债 18	3.04	5.0
	18 河南债 19	14.97	5.0
	18 河南债 20	6.40	5.0
	18 河南债 21	7.53	5.0
	18 河南债 22	2.59	5.0
	18 河南债 23	20.59	5.0
	18 河南债 24	1.97	3.0
2018. 8. 10	18 贴现国债 38	100.00	0.5
	18 天津债 16	3.00	5.0
	18 天津债 17	17.00	5.0
	18 天津债 18	22.00	5.0
	18 天津债 19	25.00	5.0
	18 天津债 20	6.00	5.0
	18 天津债 21	15.00	5.0
	18 天津债 22	50.00	5.0
	18 天津债 23	60.00	5.0
	18 天津债 24	20.00	5.0
	18 天津债 25	3.00	5.0
	18 天津债 26	37.29	3.0
	18 天津债 27	8.80	3.0
	18 云南债 12	68.00	5.0
	18 云南债 13	44.00	7.0
	18 云南债 14	23.00	5.0
	18 云南债 15	10.00	5.0
	<b>合计</b>		<b>2783.89</b>

资料来源: Wind 资讯 南华研究

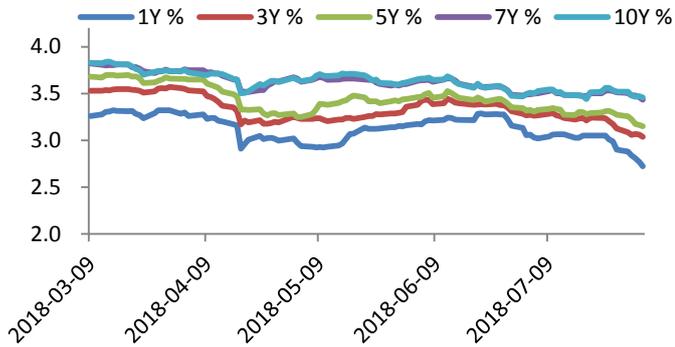
### 三、行情回顾与展望

周内资金面保持宽松,加上避险情绪升温,期债周内大幅走升,现券收益率同步下行。全周来看,国债收益率全数走低,其中1年期下行幅度最大,达17.78BP;国开收益率全数走低,其中1年期下行幅度最大,达20.93BP。截至周五收盘,国债期货主要品种合约T1809收于96.17,周涨0.62(+0.65%);TF1809收于98.67,周涨0.305(+0.31%)。

一级市场方面，周二增发的 1、3、10 年期国开债中标利率均低于二级市场，全场分别为 3.75、3.2 和 1.95 倍，10 年需求较差；周三增发的 5、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；周三财政部增发的 3、7 年期付息国债中标利率均低于二级市场，全场 2-3 倍，需求一般；周四增发的 5、7 年期国开债中标利率均低于二级市场，全场 3-5 倍，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略低于中债估值，全场 2.92 倍。一级市场招标结果显示，政金债需求较为旺盛。

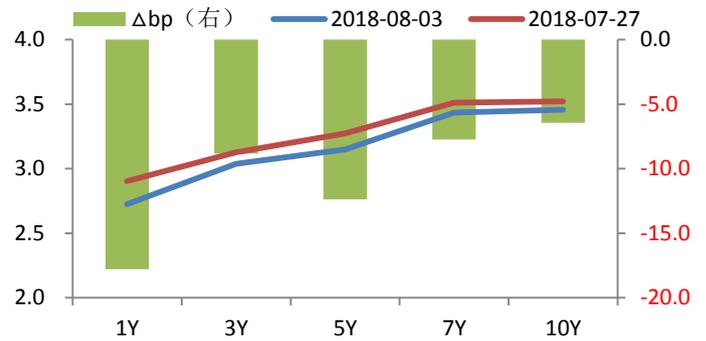
本周关注通胀和信贷数据。外汇方面，上周美元指数再度走升，人民币汇率继续下跌，周五收盘报 6.8313，人民币贬值压力仍存。美债收益率稍有下降，幅度小于我国国债收益率，中美利差再度缩小，截至上周五中美十年期利差已缩小至 0.51，制约我国债券收益率进一步走低。消息方面，二季度政治局会议确认了国常会基调，将稳增长放在首位，财政政策转为宽松，加大基础设施补短板力度，遏制房价上涨，制定了以“财政+基建”为基础的稳增长策略。美国贸易威胁加码，我国对 600 亿美国商品加征关税，贸易摩擦升级，推动避险情绪升温，利多债市。总体来看，短期受异常宽松的资金面和避险因素双重推动，债市再度明显上涨，但后续涨势恐难持久。操作上，期债多头逢高止盈，信用债择优持有。

图 3.1.1 国债关键期限利率走势



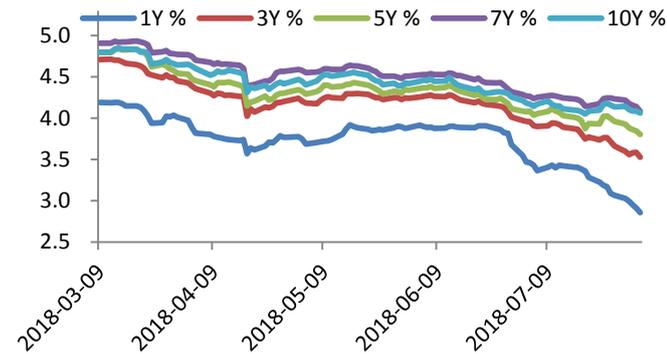
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 国债利率曲线周变化



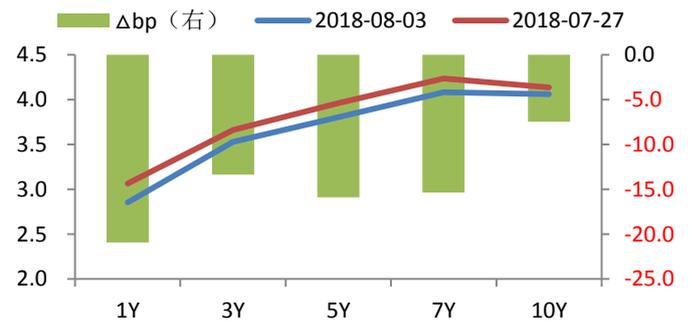
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.3 国开债关键期限利率走势



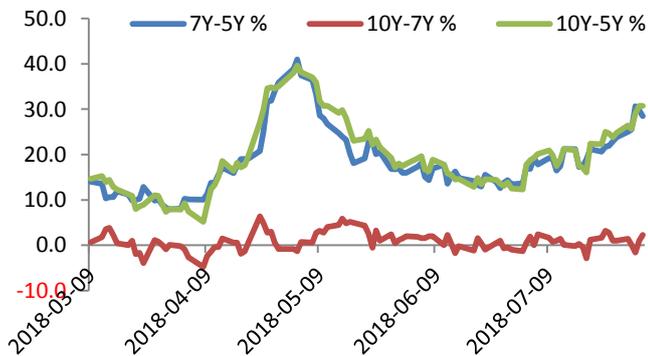
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 国开债利率曲线周变化



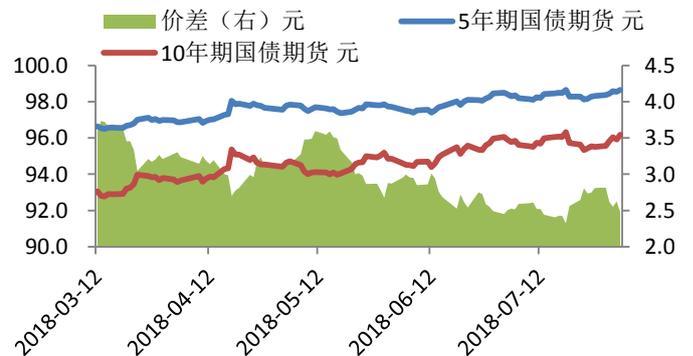
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.5 国债期限利差



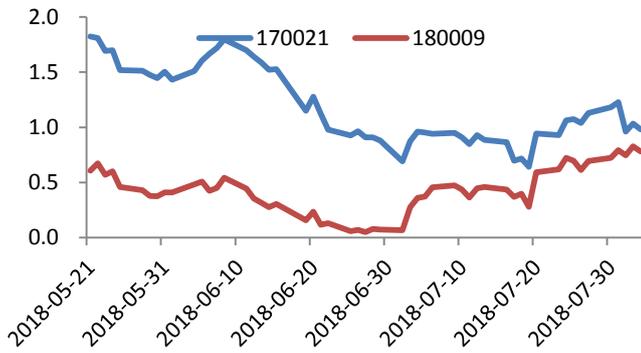
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.6 国债期货走势



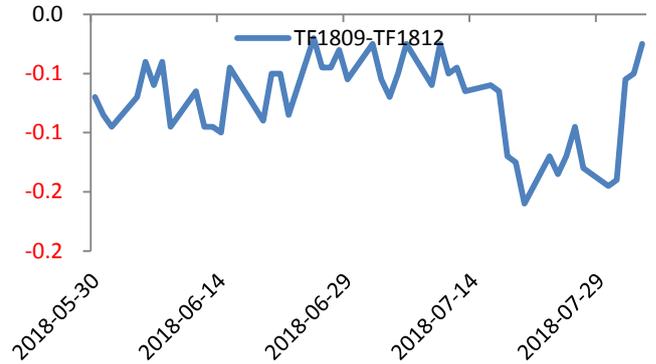
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.7 TF1809 活跃 CTD 券基差



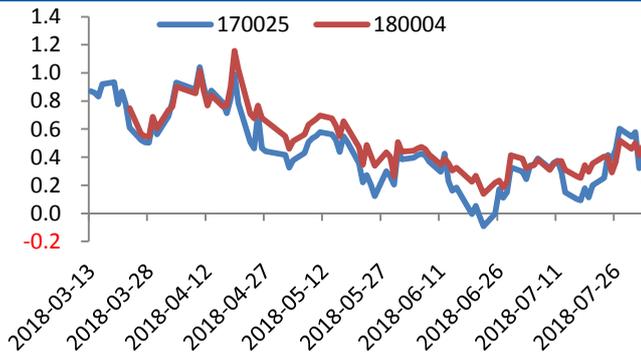
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.8 5 年期国债期货跨期价差



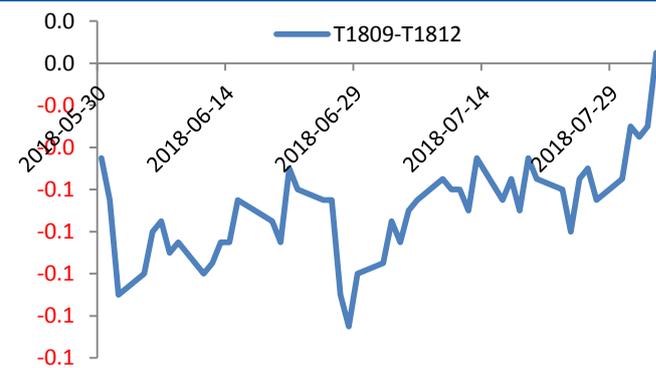
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.9 T1809 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、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

### 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

**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

**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](http://www.nanhua.net)