



“危” “机” 四伏

摘要

上半年,经济尚未企稳,但数据时好时坏,货币政策也在经济、汇率和通胀之间寻求平衡,债市缺乏趋势线行情,上半年整体宽幅震荡。下半年,由于中美贸易摩擦将是个持久的过程,受此影响,经济数据预计保持偏弱态势。分项来看,房地产投资已经初现下行苗头;基建投资在政策支撑下大概率企稳,但预计增速有限;制造业投资受限于内外需双降,恐难有明显改善;出口受贸易摩擦影响较大,外需整体较弱;消费有企稳态势,但独木难支。经济回暖可能还需一定时间,下半年经济预计略弱于上半年。当前监管层对经济下行的容忍度明显上升,大水漫灌托底经济的情形已经不可能出现,货币政策的目标也从“稳增长”向“优化经济结构”转变。货币政策执行报告强调健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,增强调控前瞻性、针对性和有效性,精准把握好调控的度,加强预期引导。下阶段,考虑到通胀和外汇,货币政策可能会保留余地,加上防风险的呼声变大,政策方面对债市不太友好。

整体展望,经济仍有下行压力,但当前宽松的货币政策对经济的贡献有限,且可能推升通胀,因此货币政策大概率维持谨慎中性,政策层面将由以往的“宽货币”转向“宽财政宽信用”。目前市场对经济偏弱的预期反映较为充分,没有伴随宽货币的经济下行对债市利好有限。但与此同时,经济尚未企稳,当前也不适合严监管激烈去杠杆,债市没有转熊的基础,下半年债市可能没有大的趋势行情。G20 峰会开启了中美贸易新一轮的谈判周期,短期利好经济,但谈判大概率会反反复复,经济数据将随之反复磨底,债市也将起起落落,预计国债收益率下半年在 3.0%—3.4% 区间震荡。考虑到明年经济可能逐渐企稳,债市可能随之转熊。策略上,建议中短线操作为主,交易尽量控制在周度到月度级别,期债高抛低吸,现券择优持有,不建议资质下沉。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男

投资咨询从业资格:

Z0013395

0571-87839252

zaisuainan@nawaa.com

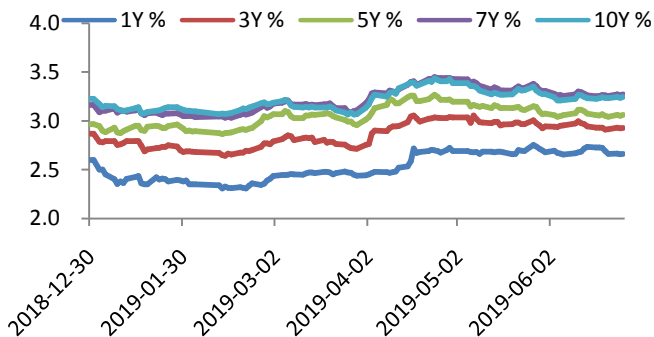
目录

第 1 章	行情回顾.....	3
第 2 章	基本面	4
2.1.	经济依赖政策托底	4
2.2.	通胀基本可控	7
2.3.	信贷缓慢企稳	8
第 3 章	货币政策与宏观审慎政策	9
3.1.	货币政策.....	9
3.2.	宏观审慎政策	11
第 4 章	行情研判.....	13
	免责声明	17

第1章 行情回顾

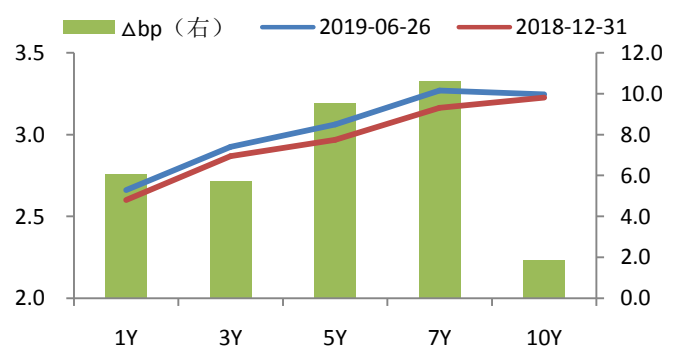
去年年初，经济下行压力不断增加，货币政策边际转松，债市正式进入牛市。今年上半年债市风起云涌，市场对经济的预期不断修正修正再修正，债市行情也上蹿下跳。先是春节后社融大超预期，市场经济预期普遍转向乐观，股市大涨，债市回调。3 月，经济数据下滑，债市小幅反弹。但一季度末，货币政策边际收紧，央行持续回收流动性，加上经济数据向好，导致债市再度调整。五一后，央行降准，经济悲观预期再起，债市开始震荡攀升行情。中间穿插着中美贸易摩擦的时好时坏和银行间流动性分化严重，上半年债市就是一个过山车行情。截至 2019 年 6 月 26 日收盘，国债各关键期限收益率上行幅度在 2 到 11BP 之间，国开债各关键期限收益率波动幅度在-4 到 5BP 之间，10 年期国债收益率在 3.1%-3.4%之间震荡，10 年期国开收益率在 3.5%-3.9%之间震荡。

图 1.1 国债关键期限收益率



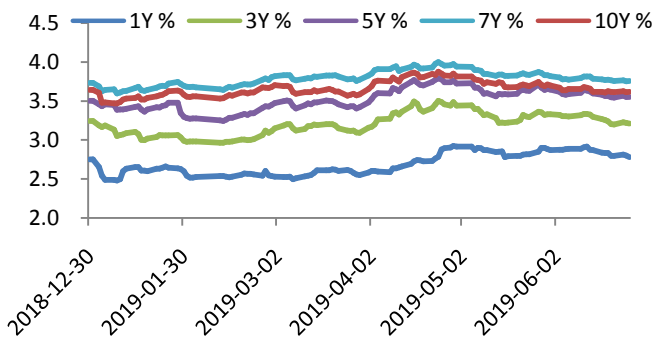
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债关键期限收益率变动



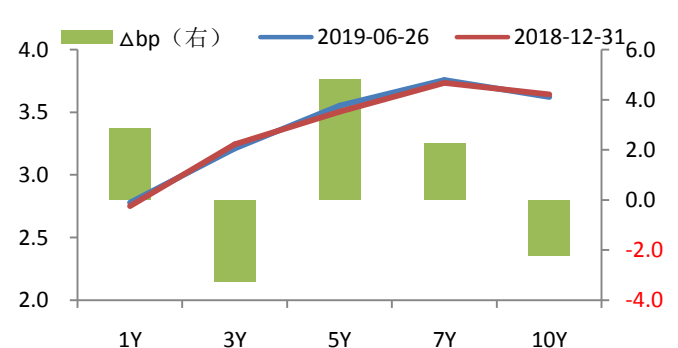
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国开债关键期限收益率变动

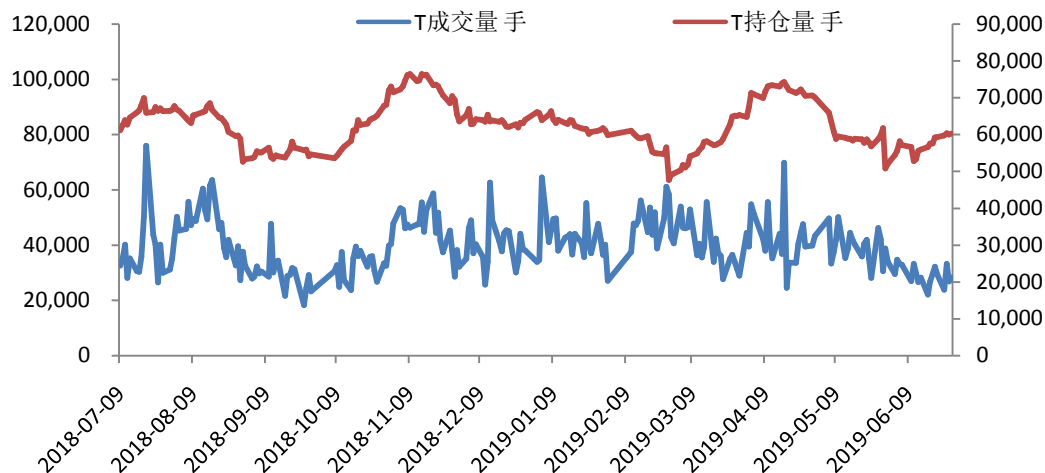


资料来源：Wind 资讯 南华研究

国债期货上半年波动很大，整体宽幅震荡。春节后，社融大涨导致经济预期转向乐观、加上地方债集中发行和货币政策边际收紧，利空叠加使得国债期货明显调整，跌幅达 1.5 元。3 月，经济数据

转差，降准预期回升，国债期货多头择机上攻，基本收复 2 月份跌幅。但 3 月底，降准迟迟不来，加上经济数据偏好，债市迎来第二波调整，国债期货跌幅接近 2.2 元。直到 5 月，降准落地，经济下行得到验证，国债期货震荡走升。成交持仓方面，10 年期合约仍是最活跃的国债期货品种，持仓量较去年变动不大，进入 5 月后成交量有明显下滑，技术上看，近期的上涨缺乏量能支撑。截至 6 月 26 日收盘，上半年 10 年期国债期货结算价约下跌 0.435 元，5 年期国债期货下跌约 0.1 元，基本与年初持平，短期表现稍强于长期。

图 1.5 10 年期国债期货成交与持仓



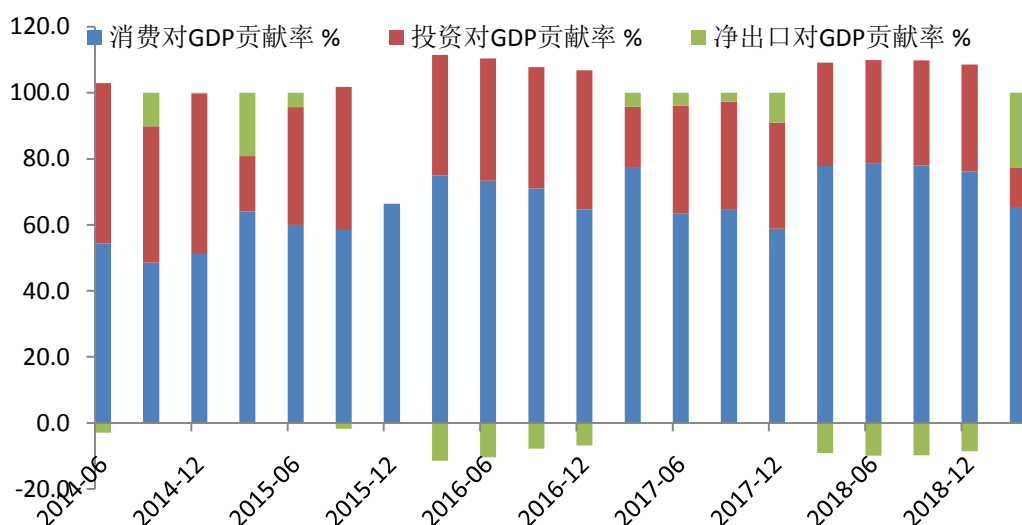
资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 基本面

2.1. 经济依赖政策托底

上半年，投资艰难寻底，消费有转好迹象，进出口整体偏弱，经济难言企稳。一季度消费对 GDP 的贡献率有所回落，但仍明显高于投资和净出口。

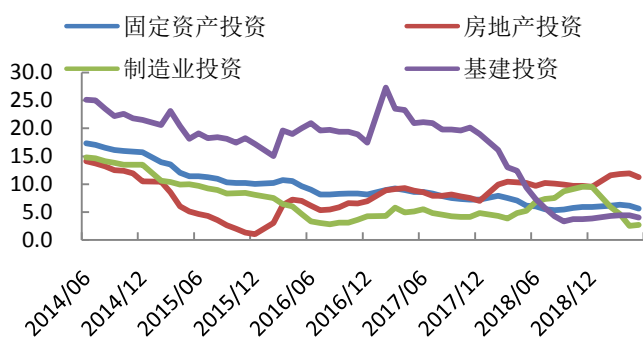
图 2.1.1 投资、消费、净出口对 GDP 累计同比变动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

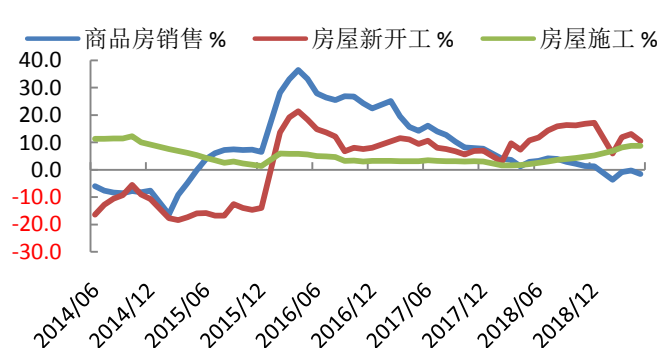
固定资产投资整体表现一般，基建和制造业拖累投资增长。受宽财政政策基建补短板支撑，基建投资自去年 9 月开始低位缓慢爬升，但 5 月份数据重新走低，可能是由于近期货币政策边际收紧叠加财政政策力度降低。基建投资非常依赖于政策支持，6 月初国务院出台政策，专项债可计入重大公益项目资本金，对下半年基建投资有一定帮助，若后续政策继续帮扶，基建有望缓慢企稳回升。房地产投资增速前 4 个月不断走升，超出市场预期，但 5 月开始回落。受棚改退潮影响，房地产销售同比增速已连续 4 月为负，房地产商回款受影响，也导致了土地成交低迷。加上新开工也开始走低，下半年房地产投资不太乐观。今年制造业同比增速连续 3 月大幅走低，5 月开始低位反弹，中美贸易摩擦严重影响外需，进而影响制造业投资，企业中长贷表现不佳暗示企业投资需求不足。若社融改善或贸易摩擦缓解都将利好制造业投资，目前中美重启贸易谈判，摩擦短期有所缓解，但未来大概率仍有反复，经济整体仍需要实质性刺激政策支持。

图 2.1.2 固定资产投资及主要分项走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

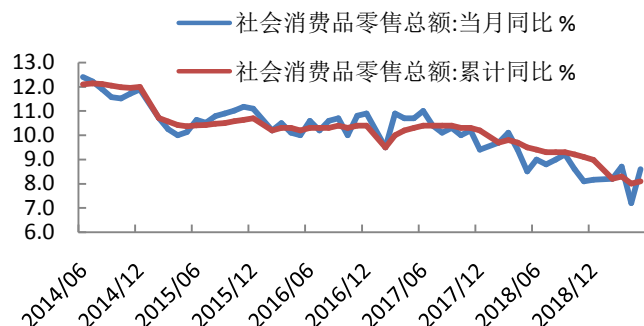
图 2.1.3 房地产销售、施工与新开工



资料来源：Wind 资讯 南华研究

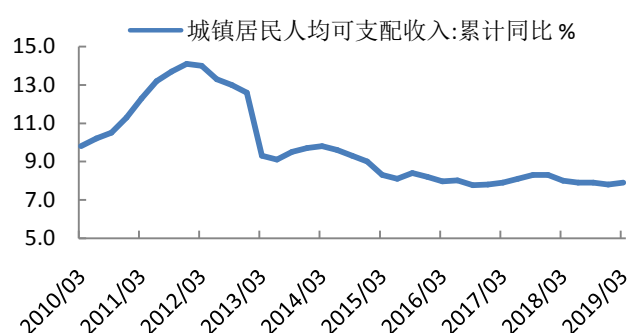
今年消费增速下滑趋势暂缓，有底部企稳迹象。5 月消费数据表现亮眼，主要原因有三，五一假期旅游因素提振、汽车零售开始低位反弹、通胀回升导致价格因素大涨。前瞻地看，汽车类消费止跌回升，减税降费作用也逐渐显现，居民可支配收入有回升迹象，“618 年中购物节”捷报连连，也说明中国消费潜力巨大，下半年消费增速有望回暖。

图 2.1.4 消费增速走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

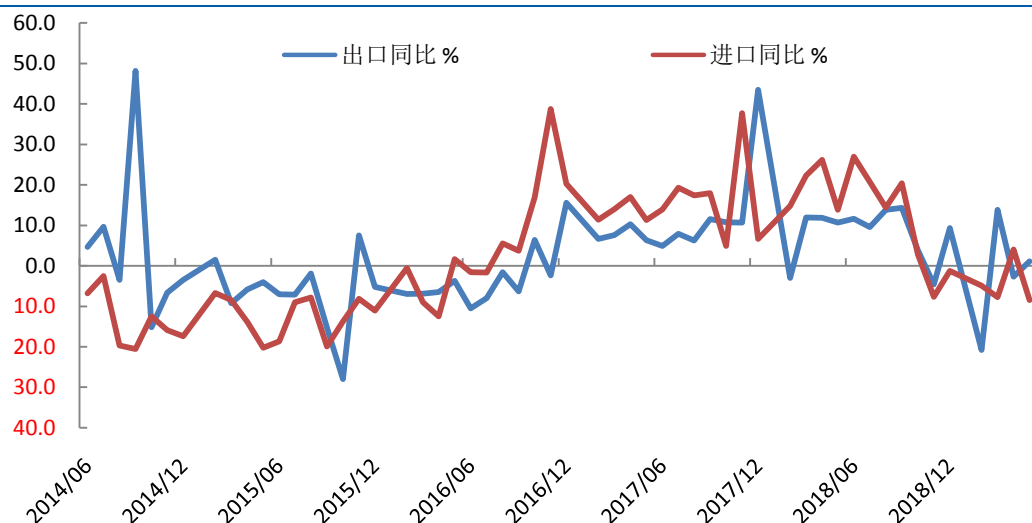
图 2.1.5 人均可支配收入同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

受国际贸易摩擦影响，外需明显下滑，今年出口表现较差。一季度货物与服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达到 22.8%，但主要原因是进口大幅减少，这种趋势很难持续。目前外需整体下滑，贸易保护主义横行，预计下半年的进出口对经济难有显著贡献。

图 2.1.6 进出口同比增速



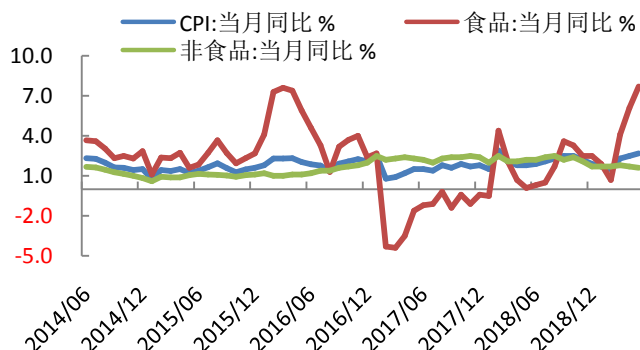
资料来源：Wind 资讯 南华研究

从宏观三驾马车来看，投资增速难言企稳，出口增速也将承压，消费开始回暖，但独木难支，下半年经济预计继续小幅下滑。若贸易摩擦缓解并配合刺激政策，则投资可能企稳，出口也将好转，经济有望企稳。

2.2. 通胀基本可控

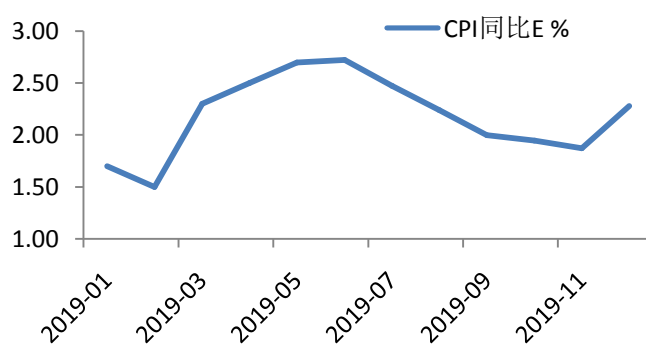
上半年食品价格明显高于去年同期，水果和猪肉价格是拉升通胀的主要因素，非食品项价格保持低位，CPI 如期上涨。下半年，受猪瘟疫情和猪周期影响，猪肉价格大概率继续走升，非食品项受房价、车价以及 PPI 回落影响涨价压力不大，但还需关注油价变化。预计 CPI 继续温和走升，若无新的超预期的涨价因素，年内“破 3”概率不大，整体可控。以历史趋势模拟来看，CPI 将在 6 月份达到年度高点，随后开始回落，全年基本 3% 以下运行。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

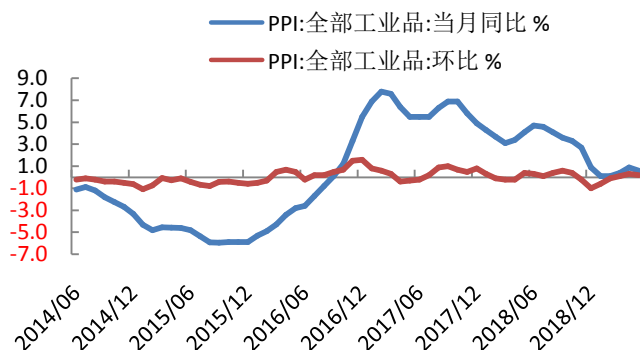
图 2.2.2 CPI 走势预测



资料来源：Wind 资讯 南华研究

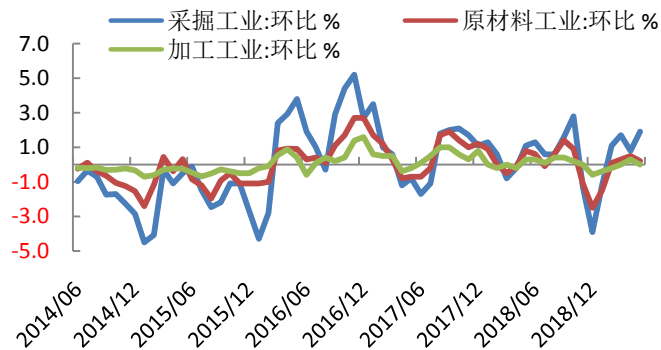
上半年大宗商品价格没有明显上涨，加上去年基数较高，今年 PPI 同比明显回落。分行业来看，上游采掘类工业较热，下游加工行业偏冷，内外需放缓对 PPI 有一定压制。制造业和基建投资拖累需求，目前上下游分化较为严重，若经济下行和贸易摩擦不能缓解，中下游的下行压力可能传导到上游行业，加上去年下半年的基数偏高，预计 PPI 同比将继续回落。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 分项环比

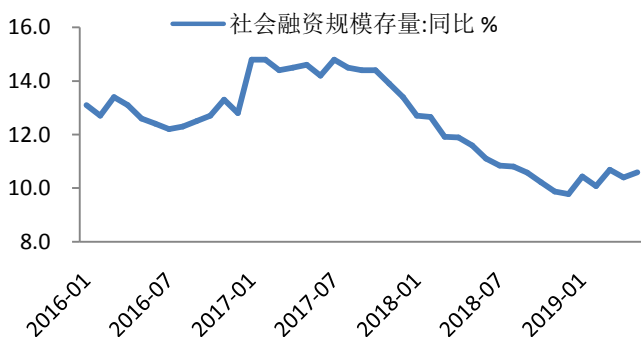


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3. 信贷缓慢企稳

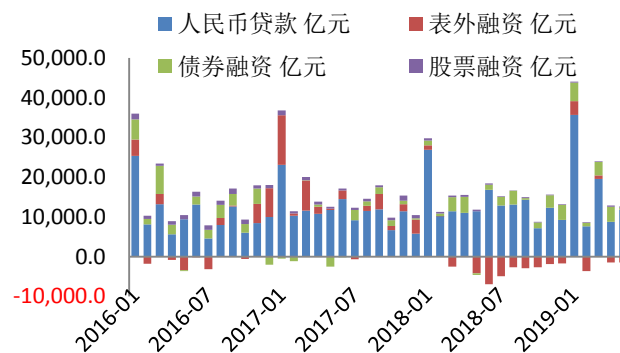
上半年，表外融资整体萎缩幅度有收窄趋势，社融增长仍主要依靠人民币贷款和债券融资，1-5月社融增量整体较去年同期有明显增长，政策逐步发挥作用。从贷款结构来看，新增居民中长期贷款继续扩张，是支持贷款的主要力量。新增企业中长贷明显下滑，主要原因有三：首先，受经济下行和中美贸易摩擦影响，内外需均有回落，企业融资需求不足；其次，信用风险问题仍存，部分企业融资成本很高，也制约了其融资意愿；最后，包商银行风险事件的后续冲击，使得中小银行流动性存在一定问题，或将对中小企业融资产生阶段性影响。表外融资方面，由于去杠杆已经取得了明显成效，目前金融杠杆率并不高，表外融资继续萎缩的幅度也在放缓，对社融的拖累将逐步降低。直接融资方面，监管层仍有发行专项债托底基建的意愿，后续地方专项债供给继续放量，企业债券融资可能继续回升，债券融资对社融仍有拉升。今年上半年社会融资余额增速虽尚不及去年同期，但已现回升趋势，加上表外融资拖累的降低和债券融资的拉升，社融预计缓慢企稳。

图 2.3.1 社会融资余额同比增速



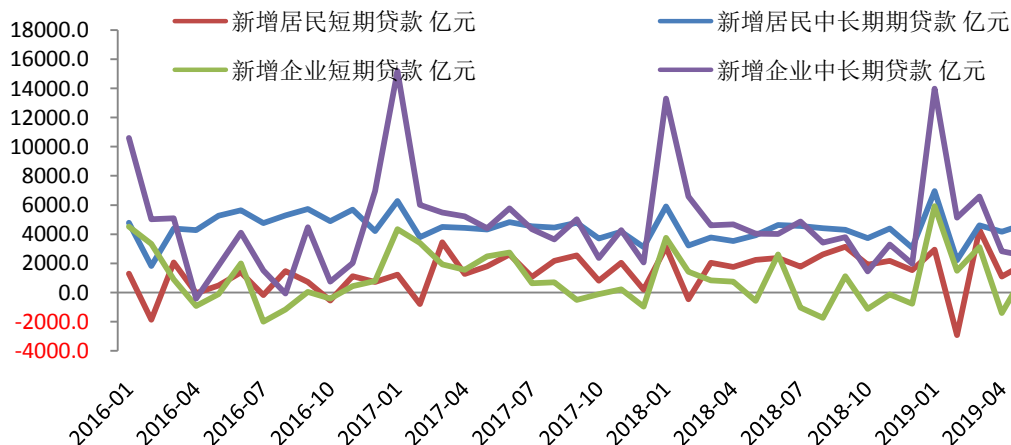
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2 信贷、表外融资与直接融资



资料来源：Wind 资讯 南华研究

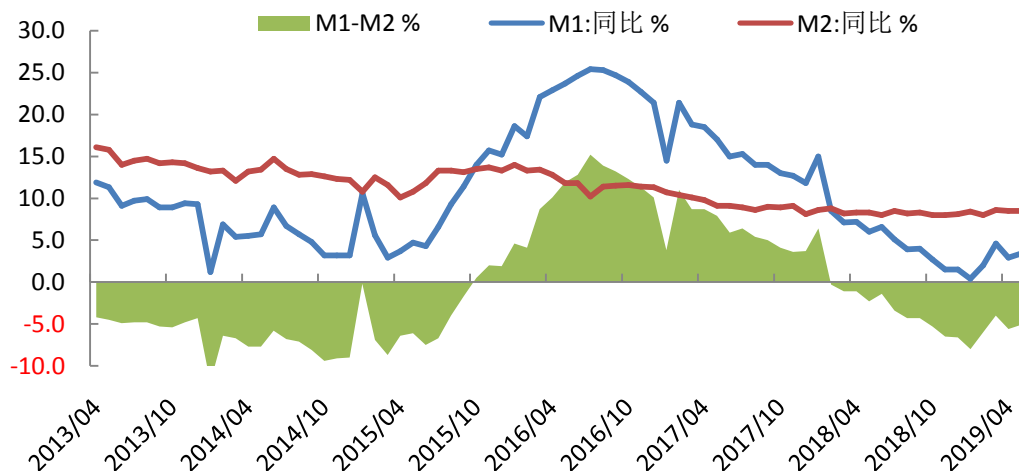
图 2.3.3 贷款结构变化



资料来源：Wind 资讯 南华研究

M1 增速触底回升，但仍明显低于去年同期，M2 增速低位企稳，M1 与 M2 剪刀差不断收窄。整体来看，社融拖累因素略有好转，信贷大概率缓慢企稳。

图 2.3.4 M1、M2 增速变动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

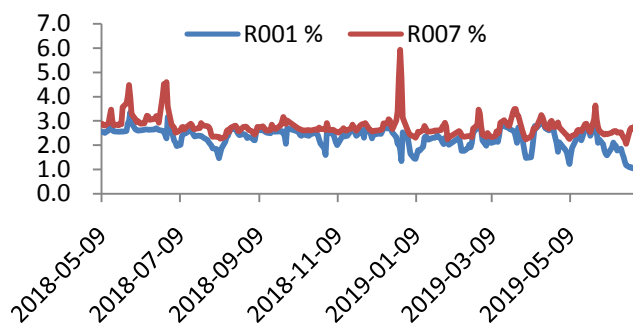
第3章 货币政策与宏观审慎政策

3.1. 货币政策

2019 年一季度的货币政策执行报告强调了货币政策的力度把握应当适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，注重保持货币信贷合理增长、优化信贷结构和防范金融风险之间的平衡。本次报告表明货币政策力度和经济走势相匹配是推动经济高质量发展的保证。和去年四季度的报告相比，去掉了“经济仍面临下行压力”的措辞，暗示货币政策重心从稳增长开始向结构优化偏移。未来将继续把经济高质量发展和货币政策松紧适度联系在一起，突出为供给侧结构性改革与高质量发展营造适宜的货币金融环境。政策工具方面，仍是以定向降准、MLF/TMLF、公开市场操作为主，但在量的把控上更为谨慎和精准。上半年的货币政策整体是稳健中性的态度，更加注重预期引导和特定问题精准解决，边际上的转变更加频繁。

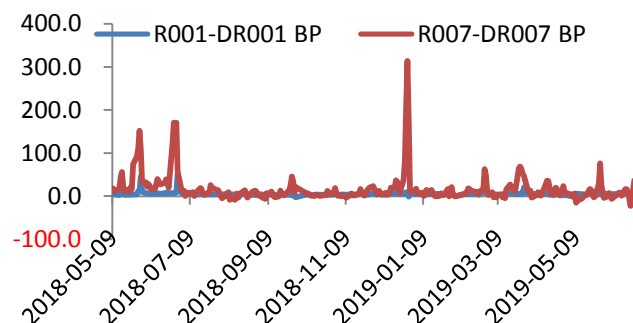
春节前，央行通过定向降准和 TMLF 等手段释放资金约 2 万亿。春节后到 3 月底，央行通过 MLF 和公开市场操作，基本回笼全部节前投放资金。由于信贷数据较好，货币政策开始边际收紧。包商银行事件之后，为了缓解中小银行和非银机构的流动性问题并平稳度过季末时点，央行大量投放流动性，当前银行间流动性总量较高，但跨季时点之后，预计央行将回收流动性。上半年资金利率中枢较去年小幅下滑，但资金利率波动幅度明显增加。

3.1.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

综合考虑调控需要和货币政策框架转型等要求，央行强化公开市场操作对短端利率的有效调节，第一季度，保持货币市场基准性利率平稳运行。春节和季末等时点也没有出现大的波动，精准调控非常有效。1 月，降准置换部分 MLF，扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面。5 月，对中小银行实行较低存款准备金率，确立“三档两优”的存款准备金率新框架。“三档”是指根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等，将存款准备金率设为三个基准档：第一档是大型银行存款准备金率，目前为 13.5%，体现防范系统性风险和维护金融稳定的要求；第二档是中型银行存款准备金率，较第一档略低，目前为 11.5%；第三档是小型银行存款准备金率，目前为 8%。“两优”是指在三个基准档的基础上还有两项优惠：一是第一档和第二档银行达到政策考核标准的，可享受 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠；二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受 1 个百分点存款准备金率优惠。享受“两优”后，金融机构实际的存款准备金率水平要比基准档更低一些。

表 3.1 货币政策操作

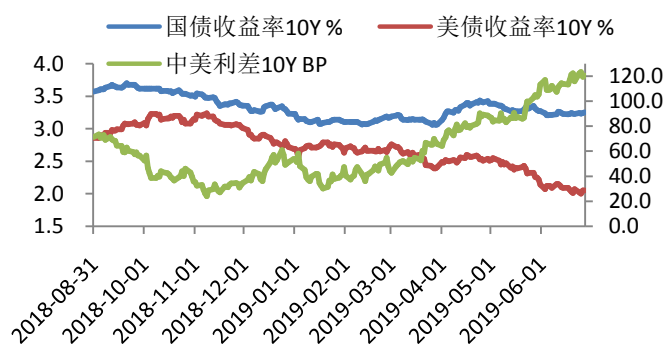
日期	政策操作
2019.1.2	将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。扩大了普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，利于中小企业融资
2019.1.15	为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2019.1.23	央行进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%
2019.1.24	央行招标发行国库现金定存，1M 利率 3.30%
2019.1.25	下调金融机构存款准备金率 0.5%
2019.2.20	央行创设央行票据互换工具（CBS），并首次操作，1Y 费率为 0.25%，帮助银行发行永续债
	央行发行票据，1Y 利率 2.45%
2019.4.17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.4.24	央行进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%

2019.5.14	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.5.15	对中小银行实行较低存款准备金率，本次定向降准是专门针对县域农商行的定向降准，具体分 3 次实施
2019.5.30	央行招标发行国库现金定存，3M 利率 4.01%
2019.6.6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.6.19	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%

资料来源：根据新闻整理

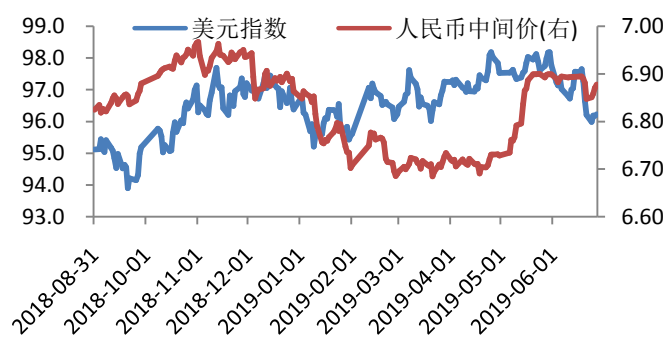
今年以来，经济企稳预期在不断被打破和重建，货币政策边际转换更加迅速和频繁，国内 10 年利率基本在 3.1–3.4% 之间波动。与此同时，海外市场不断出现经济衰退的预期，美债长短期利差持续倒挂，也加深了经济衰退的担忧，美债收益率在经济转弱的逻辑下走出了一波大牛市，由年初的 2.7% 降到了近期的 2.0%，中美 10 年利差也一路扩大到 120BP 上下，利于外资流入。美联储不断转鸽，由去年低的年内加息 2 次变成了年内降息 1–2 次，转变不可谓不迅猛。美联储由加息周期转向降息周期，人民币没有大的贬值基础。由于中美金融、经济周期的不同步、两国央行逆周期调节反向而行，导致中美国债走势相关度明显下降，目前我国货币政策相对独立，受海外制约较少，国内货币政策暂无跟随海外降息的意向，也无必要。

图 3.1.3 中美 10Y 利差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

下半年流动性展望，货币政策非常宽松的局面已经很难出现，央行会在缴税期和季末等时点进行流动性的精准投放，平稳度过后会回收资金。当前管理层对经济下行的容忍度明显上升，大水漫灌刺激经济的情形已经不可能出现，货币政策的目标也从“稳增长”向“优化经济结构”转变。下阶段，货币政策保持松紧适度，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，增强调控前瞻性、针对性和有效性，精准把握好调控的度，加强预期引导。

3.2. 宏观审慎政策

按照党中央、国务院决策部署，中国人民银行会同相关部门，充分借鉴国际经验，立足我国金融

行业发展和监管实践，制定了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》（以下简称《指导意见》）。2018 年 11 月 27 日，人民银行、银保监会、证监会联合发布《指导意见》，标志着我国系统重要性金融机构监管框架的初步建立。《指导意见》发布后，人民银行正会同相关部门，抓紧开展相关配套政策的制定工作，拟逐步出台银行业、证券业、保险业系统重要性金融机构的评估方法和附加监管要求。

自2019年第一季度评估时起，将小微企业贷款考核口径调整为与普惠金融定向降准口径一致。调整信贷节奏相关分项，督促金融机构把握好政策的“度”，避免信贷投放大起大落。进一步加大MPA对民营和小微企业等领域的鼓励引导，充分发挥宏观审慎评估的逆周期调节和结构引导作用。适当增加同业负债占比考核弹性，促进金融机构多渠道补充资金，缓解企业融资难融资贵问题。

2019年1月25日，中国人民银行创设央行票据互换工具（CBS），支持银行发行永续债补充资本。同日，中国银保监会发布文件允许保险资金投资银行资本补充债券（含永续债）。随后，国务院、银保监会等部门多次下发文件支持民企融资。2月25日，银保监会表示对票据融资的流向、用途进一步进行摸排、调查。5月24日，包商银行由于严重信用风险被央行和银保监会接管，中小银行的流动性风险问题被放上台面。受此影响，同业存单发行规模明显下滑，中小银行和中小券商融资难度加大，银行间流动性分层问题不断加剧。此后，央行多次出台政策，引导头部券商向中小非银机构提供流动性。6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金。从上半年出台的相关政策文件可以看出，宏观工作重点仍放在支持民企融资、维护经济增长上，但同时也严格控制各金融机构的风险，各部门齐心协力谨慎细致的进行金融机构监管，力求事先引导控制。

上半年，一般公共预算支出进度为近年来最高，其中基建类财政支出亦保持高速增长，政策已推动多渠道盘活存量资金，专项债可计入资本金也增加了财政发力的空间。未来将会有更多工具和手段进行多方位的逆周期政策。当前的政策目标变得非常复杂与多元，监管政策可能也会根据实际情况进行相应调整。长期政策目标已经从单纯的“稳经济”转向在控通胀、稳汇率、保经济之间寻求政策平衡点，同时也要严格防控中小银行和非银的流动性风险。

表 3.2 宏观审慎政策梳理

日期	政策
2019.1.4	为更好服务企业开展境外经营，推动企业持续提升合规管理水平，发展改革委、外交部、商务部、人民银行、国资委、外汇局、全国工商联共同制定了《企业境外经营合规管理指引》。
2019.1.25	为支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（CBS）。央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标
2019.1.25	中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，为服务实体经济，防范化解金融风险，扩大保险资金配置空间，允许保险资金投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券，政策性银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。
2019.2.1	为完善合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度，进一步扩大资本市场高水平对外开放，促进资本市场稳定健康发展，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见。

2019.2.11	央行、银保监会、证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》。意见表示，适当放宽“三农”专项金融债券的发行条件，适度提高涉农贷款不良容忍度。
2019.2.14	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出实施差异化货币信贷支持政策；合理调整商业银行宏观审慎评估参数，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放；完善普惠金融定向降准政策。
2019.2.25	银保监会发布《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制；公平精准有效开展民营企业授信业务；着力提升民营企业信贷服务效率；从实际出发帮助遭遇风险事件的民营企业融资纾困。
2019.2.25	银保监会：正对票据套利加强检查，一旦发现完全出于逃避监管、完全套利、没有流向实体经济的资金，将采取严格处罚。
2019.2.26	银保监会发布《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》，要求保险公司建立权责明晰的中介渠道业务管理制度体系，加强对合作中介渠道主体的管理，完善中介渠道业务合规监督。
2019.4.30	为促进商业银行准确评估信用风险，真实反映资产质量，中国银行保险监督管理委员会起草了《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。
2019.5.7	中国银保监会发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》，以便进一步提升保险资金服务实体经济质效，丰富保险资金运用管理工具，完善市场信用风险分散、分担机制。
2019.6.10	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。

资料来源：根据新闻整理

第4章 行情研判

上半年，经济整体尚未企稳，但数据时好时坏使得经济预期转变较快，货币政策也在经济、汇率和通胀之间寻求平衡，债市缺乏趋势性行情，上半年整体宽幅震荡。下半年，经济方面，由于中美贸易摩擦将是个持久的过程，经济数据预计保持偏弱态势。分项来看，房地产投资已经初现下行苗头；基建投资在政策支撑下大概率企稳，但预计增速有限；制造业投资受限于内外需双降，恐难有明显改善；出口受贸易摩擦影响较大，外需整体较弱；消费有企稳态势，但独木难支。经济回暖可能还需一定时间，下半年可能略弱于上半年。政策方面，考虑到中外各方面因素，货币政策可能不会更加宽松，降准次数和规模肯定不及去年，加上防风险的呼声变大，政策方面对债市影响中性。若中小银行信用风险加剧，质押式回购和同业资产将受到明显冲击，偏低等级信用债将受到更大冲击。但同业资产的萎缩也预示着高等级资产的减少，中期利好利率债和高等级信用债。海外方面，中美利差处于历史高位，且美联储将步入降息周期，中美利差或进一步走扩，当前环境有利于外资流入，5月份外资流入速度明显加快也验证了这一猜想，海外因素利多债市，但影响可能偏中短期。

整体展望，经济仍有下行压力，但当前宽松的货币政策对经济的贡献有限，且可能推升通胀，因此货币政策大概率维持谨慎中性。目前市场对经济偏弱的预期反映较为充分，没有伴随宽货币的经济下行对债市利好有限。但经济尚未企稳，当前也不适合严监管激烈去杠杆，债市没有转熊的基础，下

半年债市可能没有大的趋势行情。G20 峰会开启了中美贸易新一轮的谈判周期，短期利好经济，但谈判大概率会反反复复，经济数据将随之反复磨底，债市也将起起落落，预计国债收益率下半年在 3.0%–3.4% 区间震荡。预计明年经济将逐渐企稳，债市开始转熊。策略上，中短线操作为主，交易尽量控制在周度到月度级别，期债高抛低吸，现券择优持有，不建议资质下沉。

风险警示：若通胀超预期或汇率明显贬值，货币政策可能收紧，债市或提前转熊。

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

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

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

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

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

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

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

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

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

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
电话：0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

辽宁省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

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

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：0755-82777909

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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net