

债市维稳思路不变，期指宽幅震荡

主要观点

行情回顾。上周国债期货高位震荡。10年期国债期货主力合约 T1909 收盘价报 98.290, 周涨幅 0.33%; 5年期国债期货主力合约 TF1909 收盘价报 99.735, 周涨幅 0.17%; 2年期国债期货主力合约 TS1909 收盘价报 100.210, 周涨幅 0.03%。地产融资再度收紧、科创板新发密集, 上周股指期货低开后维持弱势震荡。沪深 300 期货主力合约 IF1907 收盘价 3799.8, 周跌幅 1.48%; 上证 50 期货主力合约 IH1907 收盘价 2900.2, 周跌幅 1.01%; 中证 500 期货主力合约 IC1907 收盘价 4843.0, 周跌幅 3.05%。

基础市场表现。央行公告称, 受央行逆回购到期和税期等因素影响, 银行体系流动性总量有所下降, 但仍处于合理充裕水平, 7月12日不开展逆回购操作。上周共有 2200 亿元央行逆回购到期, 全部实现净回笼。自 6月24日以来, 央行逆回购已持续 15 个工作日暂停。货币市场利率几乎全线上涨, 资金价格普遍反弹, 尤其是周五 shibor 隔夜大涨 23.7bp。shibor 隔夜周内上涨 79bp 报 2.2350%, 7天 shibor 周内上涨 11bp 报 2.5590%, 14天 shibor 周内上涨 27bp 报 2.3780%。上周共发行地方债 300.34 亿元, 上一周则为 262.55 亿元。经过 6 月份密集发行之后, 7 月以来地方债发行再度放缓。

后市展望。综上所述, 海内外基本面疲弱对长端国债利好, 尤其是但 4、5 月经济数据走弱, 表明经济企稳的动力仍显不足。尽管 6 月社融和信贷均超预期, 但结构仍然较差, 且本周将陆续公布 6 月实体经济数据, 预计实体经济表现仍将放缓, 支撑国债期货上行。央行连续多日未进行公开市场操作, 料 7-8 月央行会降准, 国债期货偏强震荡, 可逢低做多。

期指方面, 美联储鸽派表态、G20 峰会中美重启经贸谈判, 将提振股市情绪, 预计短期股指将上行, 投资者可轻仓做多。但随后股市逻辑回归基本面, 在全球经济下行压力加大、国内 5 月经济数据不及预期的背景下, A 股上市公司即将开始半年报的披露, 预计盈利水平不乐观; 而且重启中美经贸磋商需要诚意和行动, 如果没有平等和相互尊重的具体行动, 贸易谈判结果可能反复, 7 月中旬需要谨防大盘回调, 密切关注贸易消息。长期来看, 随着外资布局 A 股、监管部门将进一步加强制度保障来促进普惠金融发展、以及基建稳健发展, 在 10 月建国 70 周年大庆来临前, 股市有望迎来一波上涨行情。

风险提示。中美贸易摩擦激化, 地缘政治冲突加剧, A 股上市公司半年报披露业绩不及预期

报告日期 2019-7-15

研究所

张楠

金融期货分析师

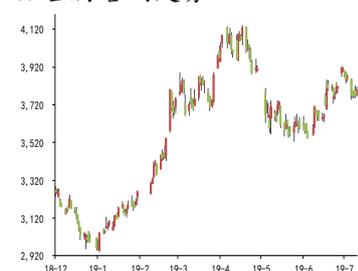
从业资格号: F3048775

电话: 010-84183054

邮件: zhangnan@guodu.cc

主力合约行情走势

T 主力合约走势

IF 主力合约走势


目 录

一、期债行情回顾	4
二、资金面	4
(一) 货币市场	4
(二) 利率债市场	5
三、基本面——海内外基本面疲弱	6
(一) 全球经济下行压力大	6
(二) 国内经济疲弱	7
四、期指行情回顾	9
(一) 期指走势	9
(二) 板块涨跌统计	10
(三) 金融数据	10
五、后市展望	11

插图

图 1: TF 主力合约走势.....	4
图 2: TS 主力合约走势.....	4
图 3: T 主力合约走势.....	4
图 4: T 主力合约成交量及持仓量.....	4
图 5: 公开市场操作 (亿元)	5
图 6: SHIBOR 利率走势	5
图 7: 银行间质押式回购利率涨跌 (周)	5
图 8: SHIBOR 利率涨跌 (周)	5
图 9: 地方政府债发行 (月)	5
图 10: 10 年期国债利差 (中美)	5
图 11: 国债收益率走势	6
图 12: 国开债收益率走势	6
图 14: 美国制造业 PMI.....	6
图 15: 美国非农数据	6
图 16: 美元指数	7
图 17: 欧元区 PMI.....	7
图 18: 全球央行降息统计	7
图 8: DR001 走势.....	7
图 19: 制造业 PMI&财新 PMI.....	8
图 20: 制造业 PMI 分项指标.....	8
图 21: 固定资产投资增速	8
图 22: 房地产开工/竣工面积.....	8
图 23: CPI 同比/环比 (%)	9
图 24: PPI 当月同比	9
图 25: 沪深 300 期货主力合约走势	9
图 26: 沪深 300 期货主力合约成交量	9
图 27: 上证 50 期货主力合约走势	9
图 28: 中证 500 期货主力合约走势	9
图 29: 主要指数涨跌幅	10
图 30: 申万指数涨跌幅	10
图 31: 社融规模	10
图 32: 新增人民币贷款	10

一、期债行情回顾

上周美联储降息预期升温，国债期货高位震荡。10年期国债期货主力合约T1909收盘价报98.290，周涨幅0.33%；5年期国债期货主力合约TF1909收盘价报99.735，周涨幅0.17%；2年期国债期货主力合约TS1909收盘价报100.210，周涨幅0.03%。

图 1：TF 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2：TS 主力合约走势



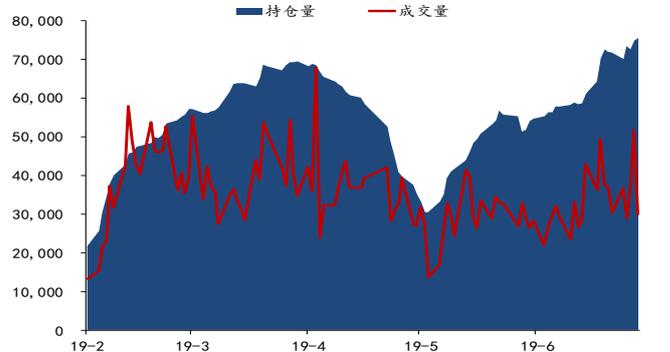
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3：T 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4：T 主力合约成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

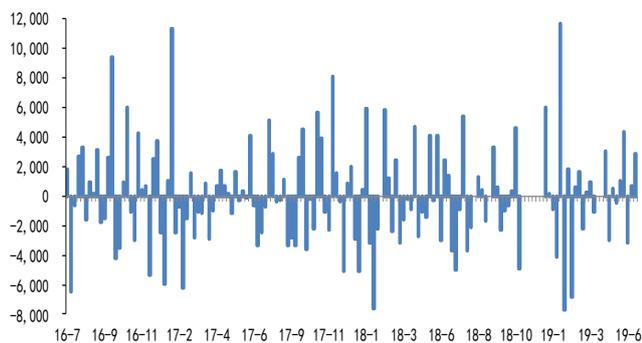
二、资金面

（一）货币市场

央行公告称，受央行逆回购到期和税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降，但仍处于合理充裕水平，7月12日不开展逆回购操作。上周共有2200亿元央行逆回购到期，全部实现净回笼。自6月24日以来，央行逆回购已持续15个工作日暂停。

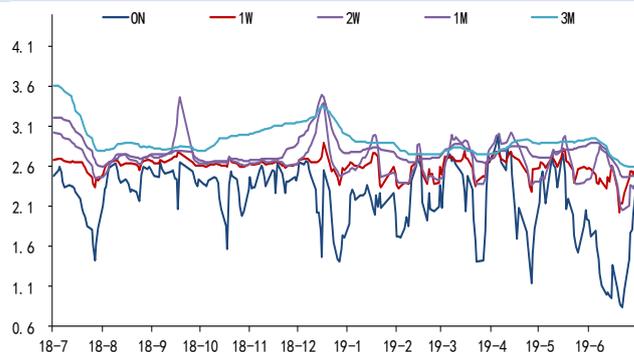
货币市场利率几乎全线上涨，资金价格普遍反弹，尤其是周五shibor隔夜大涨23.7bp。shibor隔夜周内上涨79bp报2.2350%，7天shibor周内上涨11bp报2.5590%，14天shibor周内上涨27bp报2.3780%。

图 5：公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6：SHIBOR 利率走势



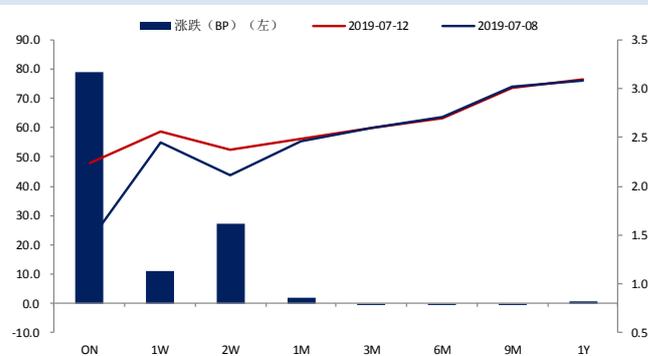
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7：银行间质押式回购利率涨跌（周）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8：SHIBOR 利率涨跌（周）



数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）利率债市场

上周共发行地方债 300.34 亿元，上一周则为 262.55 亿元。经过 6 月份密集发行之后，7 月以来地方债发行再度放缓。

随着多个省份密集发布新一批重点项目建设计划，涉及规模达数万亿元，地方债放量发行。财政部直属的中国财政科学研究院金融研究室主任赵全厚接受彭博专访时表示，今年下半年提高地方政府债券发行额度的可能性越来越大，全国财政预算也有可能报全国人大常委会审议调整。赵全厚表示，预计今年中国政府的杠杆率将继续提高至 38%-40%，截至去年年底这一杠杆率为 37%。因此下半年地方债供给压力较大。

图 9：地方政府债发行（月）

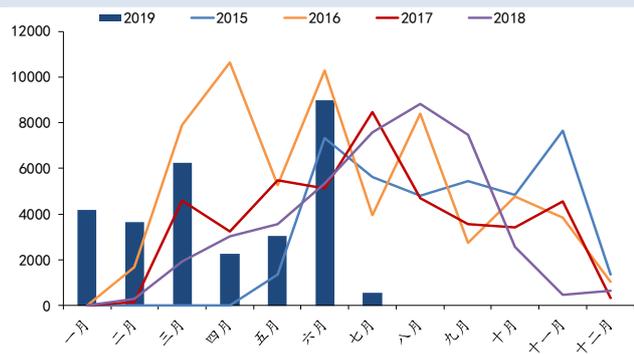
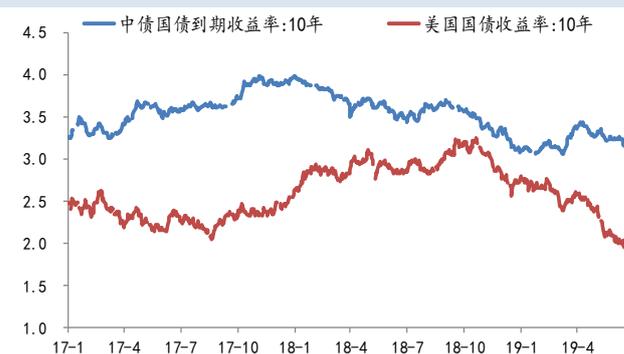
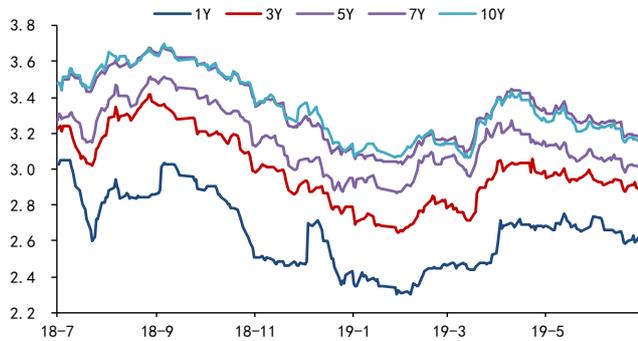


图 10：10 年期国债利差（中美）

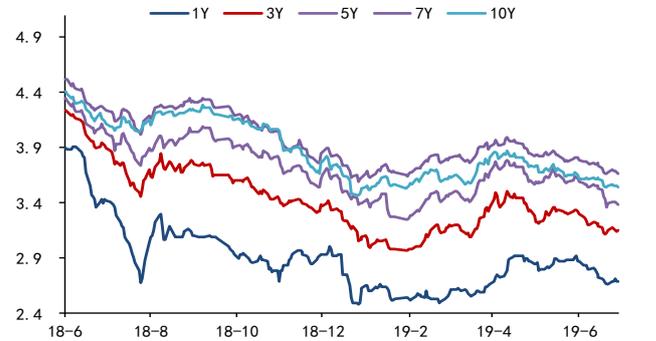


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11: 国债收益率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

数据来源: Wind、国都期货研究所

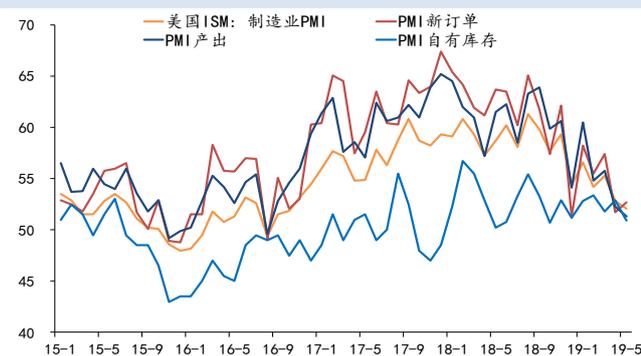
图 12: 国开债收益率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

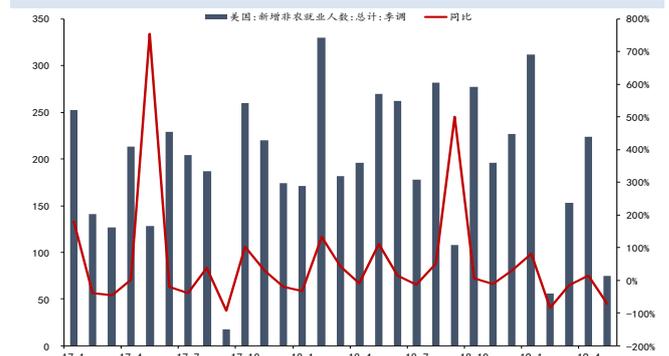
三、基本面——海内外基本面疲弱

(一) 全球经济下行压力大

进入2019年,全球经济下行压力加大。全球制造业创下2012年以来最疲软表现,美国、欧元区等大型经济体制造业PMI全线下滑,欧元区PMI不断下挫,目前在47.70左右徘徊,反弹受阻;德国作为欧洲经济火车头,制造业PMI连续19个月下滑,进入6月后略有回暖,但仍在45.40的低位。因此进入5月以后,出于对经济前景和贸易争端的担忧,全球主要经济体开启一轮降息潮,包括新西兰、马来西亚、菲律宾、澳大利亚和印度。

图 14: 美国制造业 PMI


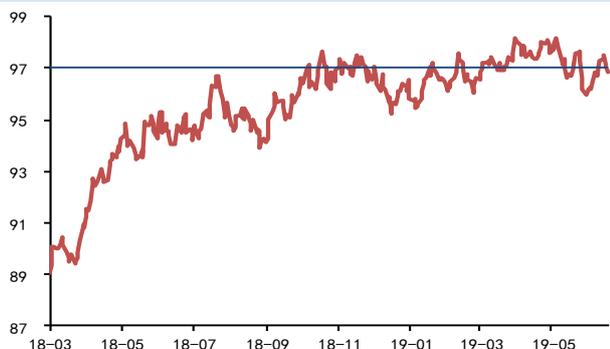
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15: 美国非农数据


数据来源: Wind、国都期货研究所

全球来看,美国经济仍然较为强劲,制造业PMI仍然保持在荣枯线以上,但是5月美国新增非农就业仅 7.5 万人,大幅低于预期,而且美股、美债收益率大跌,均显示美国在全球经济疲软的外忧下难以独善其身。因此进入六月之后美联储在货币政策的立场上,明显转向“鸽派”。尽管美国6月非农业新增职位22.4万个,远高于市场预期的16万个,美联储主席鲍威尔在周三国会听证会上暗示,美联储准备实施十年来的首次降息,他表示

6月就业报告没有改变美联储的看法。同日公布的美联储最新会议纪要显示许多官员认为降息理由增强。

图 16: 美元指数


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17: 欧元区 PMI


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18: 全球央行降息统计

国家	降息决策
印度	印度在2月打响了全球降息第一枪, 之后4个月内已降息三次, 关键贷款利率共下调了75bp至5.75%
新西兰	5月8日, 新西兰宣布降息25bp至1.5%, 为新西兰历史上最低水平, 这是新西兰2016年11月以来的首次降息, 拉开发达国家降息序幕
马来西亚	5月7日, 马来西亚将隔夜政策利率下调25bp至3%, 这是2016年7月以来首次下调, 打响东盟降息第一枪
菲律宾	5月9日, 菲律宾央行结束了2018年的一路加息, 宣布降息25bp至4.5%, 这是2012年10月以来首次降息; 同时, 在三季度前降准200bp
澳大利亚	6月4日, 澳大利亚降息25个基点至1.25%, 这是澳大利亚近三年来的首次降息, 降至历史低位

数据来源: Wind、国都期货研究所

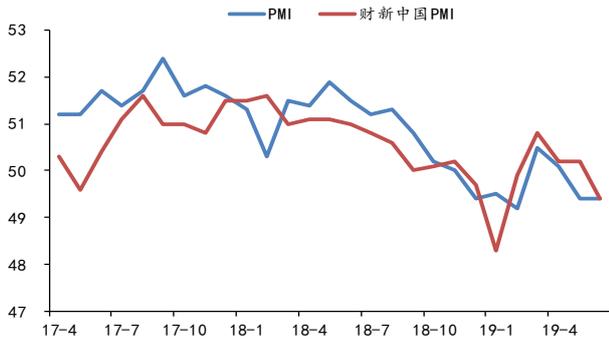
(二) 国内经济疲弱

生产端, 制造业PMI再跌破荣枯线。中国5月官方制造业PMI 49.4, 低于预期的49.9, 较前值的50.1回落, 创3个月新低。6月份制造PMI仍然为49.4%, 处于荣枯线以下。生产总体保持扩张, 6月份生产指数为51.3%, 虽比上月回落0.4个百分点, 但继续保持在扩张区间。产业转型升级继续推进, 高技术制造业、装备制造业和消费品行业的生产指数为55.6%、53.3%和52.2%, 环比均有所上升, 且分别高于制造业总体4.3、2.0和0.9个百分点, 生产景气度稳中有升。但是市场订单增长动力偏弱, 新订单指数连续两个月处于收缩区间。

投资高位回落, 房地产开发投资增速回落。1-5月房地产开发投资同比增长11.2%, 增幅缩小0.6个百分点。分区域看, 中部、西部地区房地产开发投资增速依然具有韧性, 东部、东北地区增速回落。**开工增速放缓, 竣工依旧低迷。**1-5月, 房屋新开工面积79784万平方米, 增长10.5%, 增速

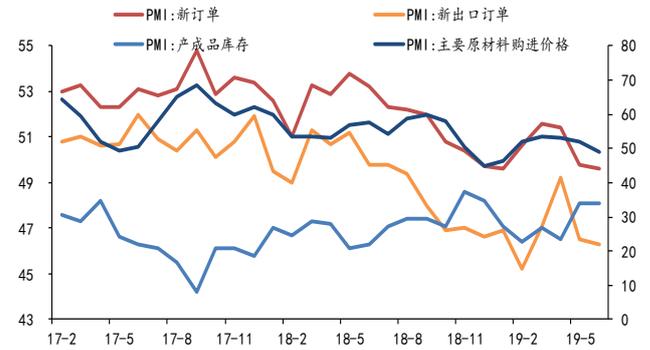
回落2.6个百分点。受库存新开工增速依然在相对高位，但受到销售疲软和融资端的影响，新开工增速放缓。1-5月，房屋竣工面积26707万平方米，下降12.4%，降幅扩大2.1个百分点。竣工增速降为今年以来新低，或由融资环境整治影响部分房企资金情况所致。

图 19: 制造业 PMI&财新 PMI



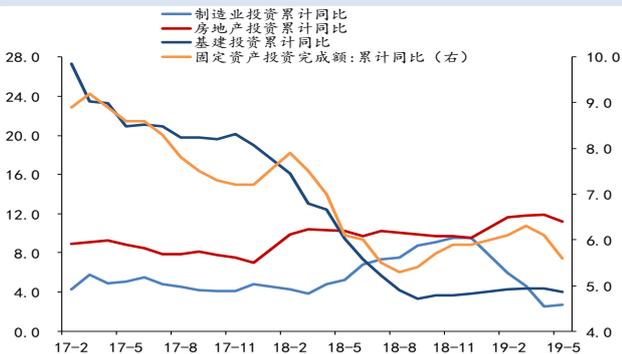
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20: 制造业 PMI 分项指标



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21: 固定资产投资增速



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22: 房地产开工/竣工面积

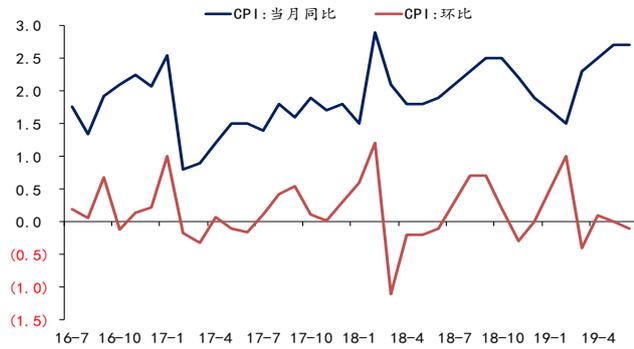


数据来源: Wind、国都期货研究所

通胀抬升，但整体温和可控。6月CPI同比上涨2.7%（预期2.7%，前值2.7%）；PPI同比上涨0.0%（预期0.2%，前值0.6%）。

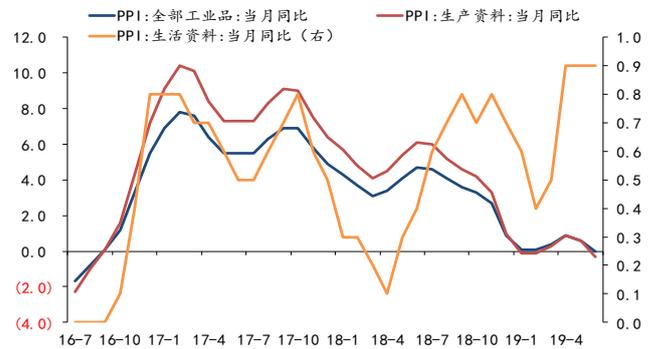
6月CPI上涨2.7%，其中食品价格影响CPI约1.58个百分点，鲜果和猪肉是主要因素。鲜果涨价主因极端天气拖累库存、产量和运输，预计后续涨幅受限。供应偏紧推高6月猪价，三季度开始猪价可能出现较大幅度的上涨。PPI进入下行通道，需关注其对企业盈利的影响。6月PPI涨幅缩窄主受生产资料拖累，反映内外需均走弱。6月PPI同比上涨0.0%，涨幅较5月回落0.6个百分点。上游采掘业和原材料环比增速大幅回落，在国际油价下跌情况下，石化产业链降价明显。

图 23: CPI 同比/环比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24: PPI 当月同比



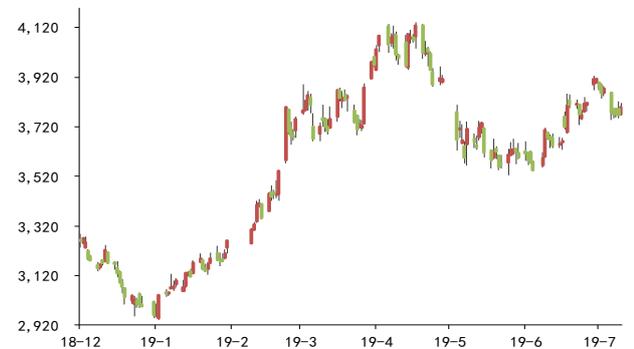
数据来源: Wind、国都期货研究所

四、期指行情回顾

(一) 期指走势

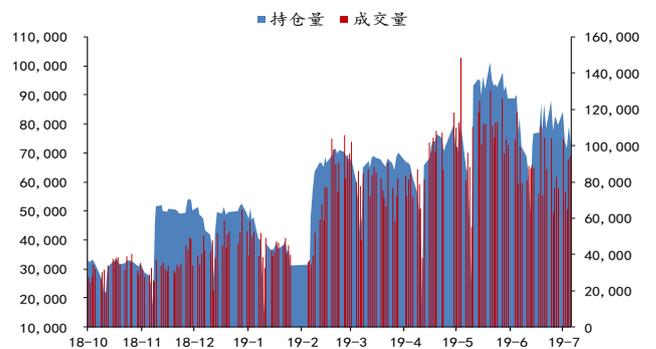
地产融资再度收紧、科创板新发密集，上周股指期货低开后维持弱势震荡。沪深300期货主力合约IF1907收盘价3799.8，周跌幅1.48%；上证50期货主力合约IH1907收盘价2900.2，周跌幅1.01%；中证500期货主力合约IC1907收盘价4843.0，周跌幅3.05%。

图 25: 沪深 300 期货主力合约走势



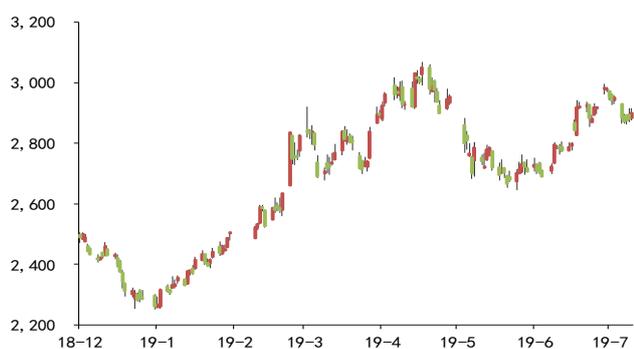
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26: 沪深 300 期货主力合约成交量



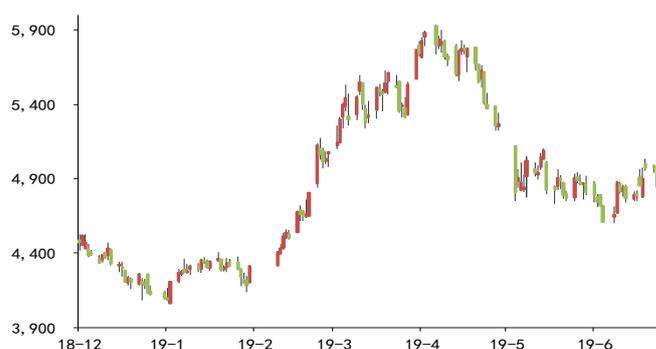
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27: 上证 50 期货主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28: 中证 500 期货主力合约走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 板块涨跌统计

主要指数中，上周中证500跌幅最大，周跌幅3.59%，其次是中小板综和深证综指，上证综指周跌幅2.67%。申万指数中，申万小盘指数跌3.7628%，周跌幅最大。

图 29：主要指数涨跌幅

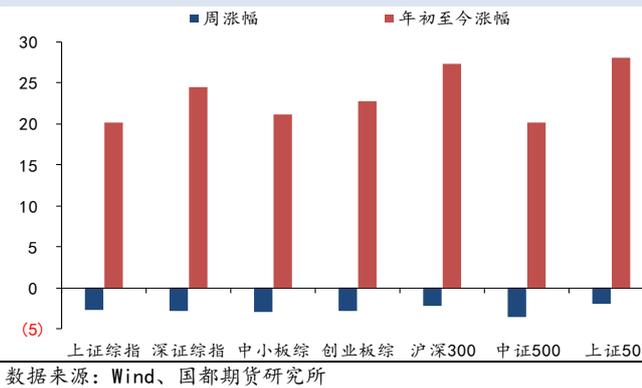
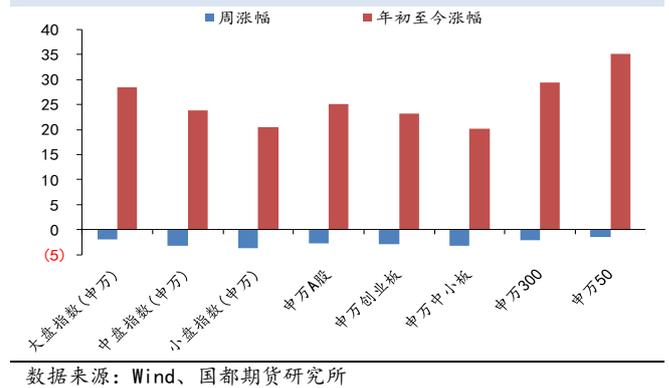


图 30：申万指数涨跌幅



(三) 金融数据

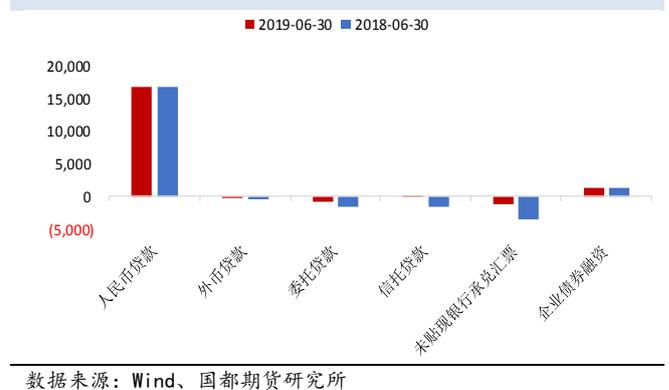
6月M2同比增长8.5%，预期8.6%，前值8.5%；6月新增人民币贷款为1.66万亿元，前值1.18万亿元；6月社会融资规模增量为2.26万亿元，前值为1.4万亿元，远超市场预期。

从结构看，贷款和专项债是社融的主要支撑；贷款总量1.66万亿，高于近三年的均值。企业中长期贷款总额与占比都显著低于季节性，贷款总额主要靠风险偏低的居民部门贷款与企业部门短期贷款支撑，表明银行体系的风险偏好依然偏低。表外贷款增量环比5月下，其中委托贷款与未贴现银行承兑票据继续大幅负增长。目前多家信托公司于近期收到银监窗口指导，要求控制地产信托业务。未来房企前端融资、信托融资将有所收紧。

图 31：社融规模



图 32：新增人民币贷款



五、后市展望

综上所述，海内外基本面疲弱对长端国债利好，尤其是但4、5月经济数据走弱，表明经济企稳的动力仍显不足。尽管6月社融和信贷均超预期，但结构仍然较差，且本周将陆续公布6月实体经济数据，预计实体经济表现仍将放缓，支撑国债期货上行。央行连续多日未进行公开市场操作，料7-8月央行会降准，国债期货偏强震荡，可逢低做多。

期指方面，美联储鸽派表态、G20峰会中美重启经贸谈判，将提振股市情绪，预计短期股指将上行，投资者可轻仓做多。但随后股市逻辑回归基本面，在全球经济下行压力加大、国内5月经济数据不及预期的背景下，A股上市公司即将开始半年报的披露，预计盈利水平不乐观；而且重启中美经贸磋商需要诚意和行动，如果没有平等和相互尊重的具体行动，贸易谈判结果可能反复，7月中旬需要谨防大盘回调，密切关注贸易消息。长期来看，随着外资布局A股、监管部门将进一步加强制度保障来促进普惠金融发展、以及基建稳健发展，在10月建国70周年大庆来临前，股市有望迎来一波上涨行情。

分析师简介

张楠，国都期货研究所金融期货分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士学历，清华经济管理学院经济与金融学士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。