

2018 周度报告 · 08.27-08.31

## PMI 超预期，债市向上突破难度大

—宏观、股指、国债周评

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 1 股债市场：股指磨底，债市向上突破难度大

日期	美元指数	人民币	WIND商品	南华商品	股指期货			国债期货		
	USDX.FX	USDCNY.IB	CCFI.WI	NH0100.NHF	IC.CFE	IF.CFE	IH.CFE	TS.CFE	T.CFE	TF.CFE
2018-08-31	95.1213	6.83	1166.85	1426.02	4783.40	3321.20	2471.00	99.38	95.12	98.01
2018-08-24	95.1737	6.88	1190.54	1442.45	4809.40	3309.80	2474.60	99.31	94.65	97.65
变化(%)	-0.06%	0.71%	-1.99%	-1.14%	-0.54%	0.34%	-0.15%	0.07%	0.50%	0.36%

进入9月，市场面临的因素较多，一方面，中美贸易战还在发酵，2000亿美元关税对市场情绪的潜在影响或将落地，另一方面，美联储9月加息预期提升，外部影响再度强化，同时，市场对通胀的不确定性有所担忧，而中长期国内外通胀压力不低，都在制约货币政策操作空间。另外，地方债的集中供给也会对利率债造成扰动，短期内流动性影响对债市是不利的，而央行对冲操作则是相对不确定的预期，双宽政策的实际效果还有待观察。多空交织背景下，债市料将维持偏弱震荡格局。

对于当前A股市场来说，无论是估值数据对比还是指数点位的历史位置，下跌空间并不大。相反，未来的长期涨升空间则较为乐观，这是目前市场参与者较为一致的预期。但是，预期与现实却出现反差，一方面是因为去杠杆所带来的资金抽离压力，另一方面，市场情绪尚未完全恢复，市场处于不断磨底状态，建议待市场人气有明显回暖再进行操作。

股债比价来看，短期人民币贬值预期有所下降，市场情绪有望改善，同时股市估值处于历史低位，股市陷入震荡筑底格局，继续大跌的可能性不大，对债市的利好有限；若股市反弹延续，则需要关注股债跷跷板效应对债市产生的冲击。内部结构来看，货币政策延续宽松并保持中性，在美联储加息压力下，短端利率下行空间有限。另外，由于宽信用政策的传导存在时滞，短期经济下行压力依然存在，长端利率或将波动下行，收益率曲线趋平，多十债T空两债TS的跨品种套利策略目前依然有效。

目前由于缺乏直接证伪或证实政策效果的增量信息，难以形成直接向上或向下突破的动力，虽然市场此前的调整对利空已有所反映，但难言完全消化，目前期债处于年内相对高位，且从近期调整低点反弹已有两周时间，要想继续突破需要利多因素进一步发酵，考虑到当前的时间节点和相对位置，做多利率债仍存在安全边际不足的状态。五债、十债加权价格在98、95.2元的位置面临继续上行的较强阻力，如果不能有效突破，可择机做空。

## 2 资金情绪面：资金面维持宽松，边际开始收紧

考虑到月末财政支出力度较大、国库定存释放资金，央行连续暂停逆回购操作，上周净回笼资金 700 亿，其中逆回购到期 1700 亿元，国库定存投放 1000 亿元（利率较 7 月小幅上行 10BP）。货币利率先上后下，月末资金面宽松，R007 均值上行 3BP 至 2.72%，R001 均值下行 18BP 至 2.38%；DR007 均值下行 1BP 至 2.62%，DR001 均值下行 17BP 至 2.34%。

资金面依旧维持宽松，但边际开始收紧。一方面，央行近期显著降低逆回购操作频率，而是通过进行 MLF 操作拉长期限，提高资金成本，同时上调国库现金定存招标利率，引导资金利率上行。另一方面，“宽信用”指向下，补短板政策正在加快推进。根据 8 月 14 日财政部通知，“各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行”。随着 8 月底财政支出对政府债券发行缴款对冲作用的消退，9 月地方债供给压力不容忽视，与此同时，随着积极财政政策的持续落地以及流动性向实体传导渠道的疏通，银行的资产配置行为或将发生变化，从而导致资金面相对收紧，带动短端利率中枢回升。

图 1：银行间质押式回购利率

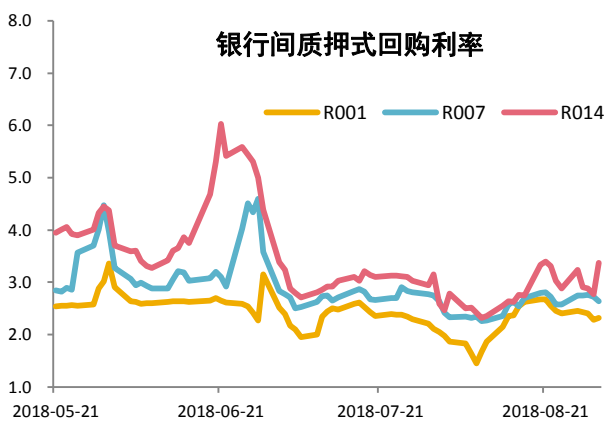
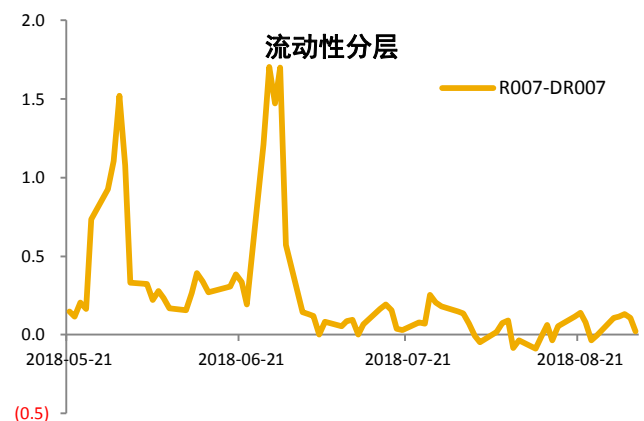
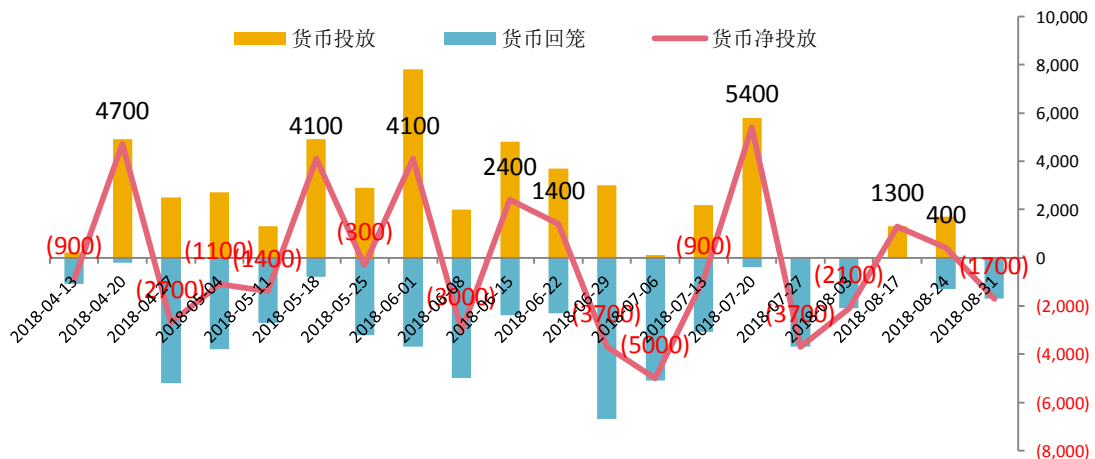


图 2：R007-DR007



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 3：公开市场净投放



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 3 经济政策面：通胀成为债市主要矛盾的概率在上升

从基本面来看，近期有两个热点，一是汇率，二是通胀。随着中美货币政策、基本面逐步拉开差距，6月以来美元兑人民币汇率呈现快速贬值趋势。8月3日，央行将远期售汇业务外汇风险准备金率从0调至20%，8月24日，外汇交易中心宣布重启“逆周期因子”，汇率维稳逻辑下，国内利率将受到制约。另外，近期一线城市房租大幅上涨，基建投资加码抬升部分商品期货价格创新高，猪瘟疫情推升猪价上涨，寿光水灾加剧蔬菜价格上涨，夏粮减产以及贸易战引发市场对粮食涨价担忧，国内通胀预期持续升温，对债市产生明显压制。从中债利率和美元指数的相关性来看，通胀成为债市主要矛盾的概率正在上升。

中国8月官方制造业和非制造业PMI双双超出预期。中国8月官方制造业PMI为51.3，预期51.0，前值51.2；8月官方非制造业PMI为54.2，预期53.7，前值54。收益率反弹压力有限，关注8月其他经济数据表现。

图4：官方制造业PMI

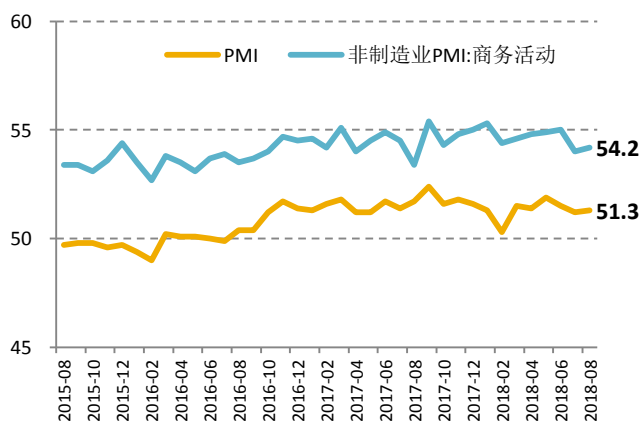
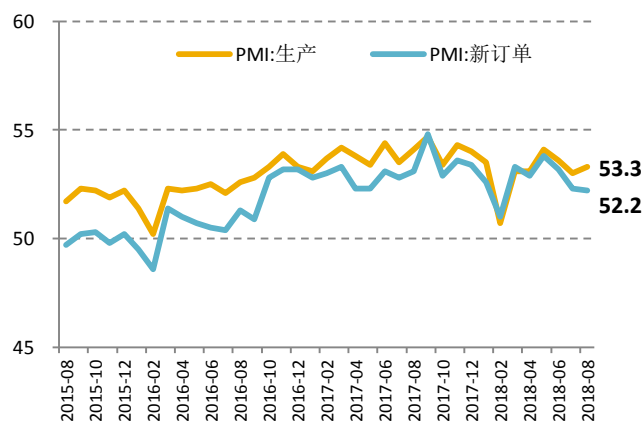


图5：生产和需求



数据来源：wind, 中辉期货研发部

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688