

2018 周度报告 · 06.25-06.29

## 货币基调转松，股债齐头并进

—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

### 摘要：

近期市场关注的主要风险点有三个，一是信用风险，二是人民币贬值对市场的冲击，三为中美贸易摩擦升温。

首先，信用风险的担忧在央行纪要发布后有所缓解，去杠杆的节奏和力度会有边际的改善。

其次，人民币贬值压力对于股市冲击的传导路径，一般是担忧贬值压力限制央行的货币政策空间，但从二季度货币政策纪要来看，汇率首次未被提及，可见目前人民币贬值还在央行的可控区间，不会带来相应的限制压力。

最后，在中美贸易摩擦方面，周五将是特朗普对中国第一组 340 亿产品加征 25% 关税的时点，预计加税将大概率落地，仍会对市场有短期冲击，而中美双方将在随后再度进入磋商环节。美国主要的诉求还是一个更加开放的中国市场，加征关税只是手段而不是目的。

### 6 月经济下行压力确认、政策延续边际放松，债市整体走强。

(1) 经济数据：5 月社融、经济金融、进出口数据均走弱，6 月制造业 PMI 小幅回落、中小企业指数均处荣枯线下方，显示内外需趋弱、国内信用收缩对经济增长带来的下行压力仍在延续。

(2) 政策方面：6 月政策“多管齐下”，以避免违约引发信用风险急剧扩散或形成流动性风险，预计政策放松仍处初期，继续关注后期政策进一步放松的可能。

(3) 其他：国开行总行回收棚改项目的合同审批权限，18 年棚改货币化比例大概率走低，三四线城市销量面临回落压力，对后期土地出让收入、房地产开发投资增速影响均偏负面。此外，美方在中美贸易问题上态度出现反复，中美经贸谈判进程可能有所长期化。

从基本面来看，6 月 PMI 回落并呈现量缩价涨、库存回升的局面，发电耗煤增速下行，地产汽车需求回落，叠加住建部整治地产乱象行动、国开行总行上收棚改融资审批权等地产调控政策，供需双弱格局延续。

从货币政策来看，央行再度定向降准，央行对于货币政策的基调边际转松，同时去掉“有效控制宏观杠杆率”的表述改为“把握好结构性去杠杆的力度和节奏”，流动性有望保持合理充裕，短端利率下行有助于打开长端下行空间。

## 1 经济基本面：6月PMI下行，双需疲软供给承压

6月官方制造业PMI为51.5，预期51.6，前值51.9；官方非制造业PMI55.0，预期54.8，前值54.9。

6月制造业PMI下行原因的主要有三：(1)历史角度来看6月PMI多数低于5月水平，与6月极端过热天气增多，制造型企业生产进度减慢相关。(2)5月以来公布的数据，工业增加值、消费以及基建投资增速均有所下行表明内需处于不足状态，6月PMI生产分项下行也印证这一点。(3)贸易战6月再次升级，对外需拉动经济的作用力产生负面的影响。从具体的分项看，在13个分项中，仅有4个分项有所上行，其他分析均有所下降，下行分项中以新出口订单降幅最大。

图1：官方PMI

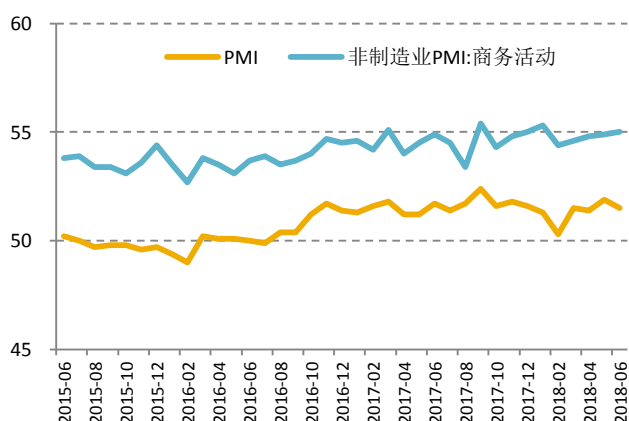
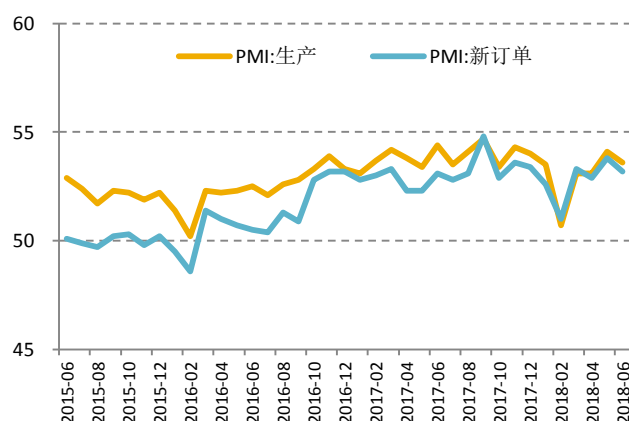


图2：生产与需求



数据来源：wind, 中辉期货研发部

**双需指数均下落，生产动力亦不足。**6月制造业PMI新订单指数及新出口订单指数分别较5月下行达0.6和1.4，双需指数均有所下行与我们的判断相符。内需方面来看：5月消费、基建投资以及工业增加值均有所下降，表明内需确相对疲软。外需方面：受贸易战影响，出口对经济拉动作用不断被削弱，反映在新出口订单指数下至50的荣枯线之下。受需求走软的影响，生产的动力也有所下行，6月PMI生产的分项收于53.6，较5月下行0.6个百分点。

**生产放缓库存承压，PPI短期上行有动力。**6月PMI产成品库存收于46.3，虽然依旧位于荣枯线之下，但较5月上行0.2。产成品库存的低位上行表明在目前双需疲软情况下，企业补库更多是被动补库，这与5月工业企业库存增加的表现相一致。而原材库存大幅下行，与生产分项下行趋势相符，需求不足，生产动力减弱，库存承压。价格指数均有所回升，对PPI短期上行有所支撑。但6月之后PPI的基数效应有所下降，后期有下行的可能。

## 2 资金情绪面：货币政策基调边际转松

央行二季度例会纪要缓解了市场的担忧情绪。首先在对国内外经济的表述中，着重强调了我国“贸易依存度显著下降，应对外部冲击的能力增强”，结合后文提到的“加强形势预判和前瞻性预调微调”，可见在中美贸易摩擦升温的背景下，央行货币政策可能会随着形势的发展而做出前瞻性的调整。其次，在对未来货币政策的表述上，“稳健中性”的货币政策变为“稳健的货币政策保持中性”，增加“松紧适度”的描述。货币政策委员（6月27日）再次确认了国务院常务会议（6月20日）确定的流动性基调由“合理稳定”改变为“合理充裕”。联系今年以来央行3次定向降准，而且公开市场投放货币力度也没有减少，这些都印证货币政策从中性偏紧转向了中性偏松。

6月央行共实施逆回购操作14300亿元。其中7天期9200亿元、14天期2700亿元、28天期量2400亿

元；有 16400 亿元逆回购到期，逆回购净回笼 2100 亿元。此外，6 月央行开展了 1000 亿元 3M 国库现金定存操作、发放了 605 亿元 PSL；并在扩大 MLF 担保品范围的基础上分两次进行了 6630 亿元 MLF 操作，对冲 2595 亿元到期量后释放了 4035 亿元增量资金。

图 3：银行间质押式回购利率

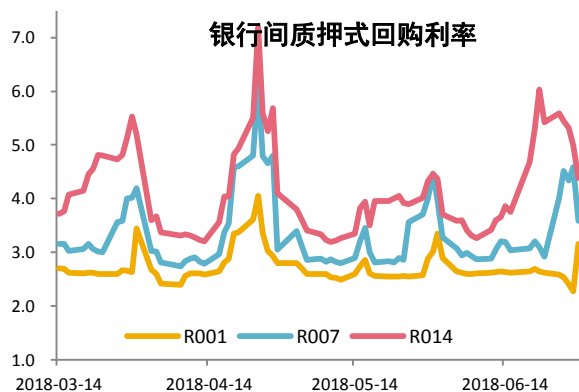
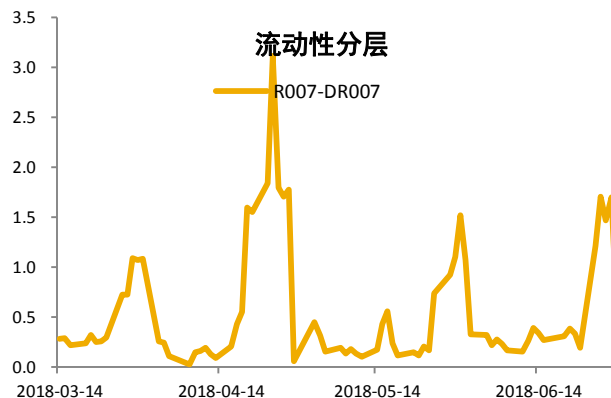
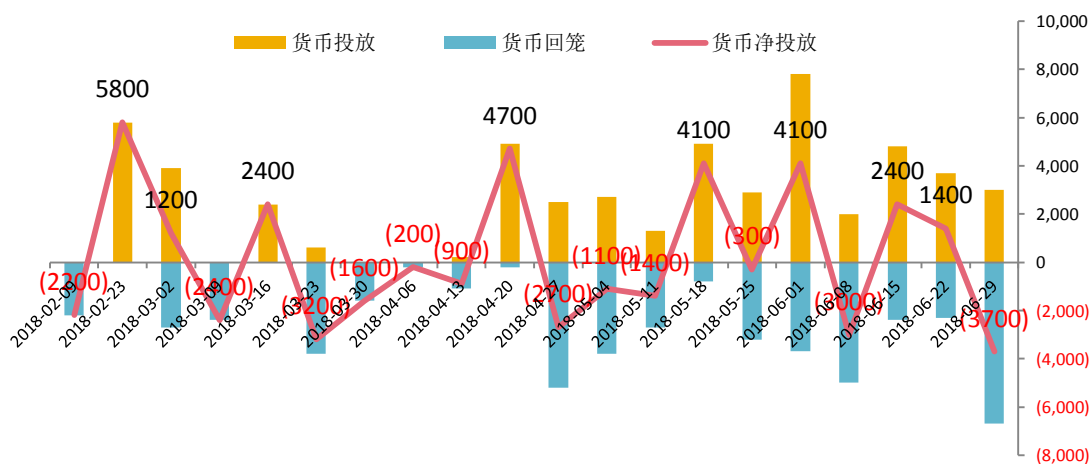


图 4：R007-DR007



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 5：公开市场净投放



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 3 股债市场：货币基调转松，股债齐头并进

股指期货：三大股指周内先抑后扬，其中 IF、IH 分别下跌 2.66%、3.98%；IC 则小幅上涨 1.46%。

央行货币政策委员会关于流动性定调措辞改为“适度充裕”，这意味着过去一直坚持的偏紧政策方针大转向，货币政策开始转向宽松为当前经济下行压力提供流动性支持，瞬间点燃市场做多热情。市场经过不断创出新低后，下行空间有限，今日市场迎来绝地大反击，整体表现较为强势。短期内出现可操作价值的投资机会，但仓位依旧不宜盲目加大。市场情绪有望回暖，七月行情值得期待。

国债期货：本周国债期货整体呈现上涨走势，周一国债期货跟随现货收跌，随后在国开行收紧棚改审批和央行货币政策委员会例会传递松货币信号等利好的刺激下，国债期货连涨四日。五债、十债周度分别上涨 0.27%、0.33%，其中，十债主力合约 T1809 由 95.5 涨至 95.875，盘中冲高至 96.16 元。

6月债市收官大涨，国债期货创14个月新高，基本面和货币政策预计中期利好利率债走牛，需要注意的是，短期经济数据韧性还在，宏观经济数据回落压力在下半年将逐步体现，而非一蹴而就，下半年利率债波段操作凸显重要。近几周内，利率债快速上涨，积聚了获利盘较多，一旦风险偏好阶段性转向权益，利率债或有一些调整，但是总体调整空间不会很大。

## 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