

7 月期债震荡走弱，8 月或继续偏弱震荡

2017 年 8 月 2 日 星期三

兴证期货·研究发展部

刘文波

期货从业资格编号：F0286569

投资咨询资格编号：Z0010856

联系人：尚芳

期货从业资格编号：F3013528

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

期债在前半个月偏弱震荡，主要是市场对 7 月资金面预期偏谨慎，后半个月在资金利率受到缴税扰动而上行且市场对于悲观经济预期开始修复，叠加月末银监会表态将落地监管政策，月末期债较大幅下跌，且 7 月期债走势弱于现券。整体来看，期债方面，五年期国债期货主力合约 TF1709 收于 97.34 元，月跌 0.785 元或 0.66%，十年期国债期货主力合约 T1709 收于 94.685 元，月跌 0.77 元或 0.62%；现券方面，5 年期国债收益率上行 7bp 至 3.56%，10 年期国债收益率上行 6bp 至 3.63%。

后市展望及操作建议

从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，国内货币政策保持稳健中性，去杠杆依然是目前的政策重心，银监会后续仍将有监管措施出台，但对市场打击力度或有所缓和，美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，7 月资金面前松后紧，央行维稳资金面态度不变，8 月资金面或有所改善；从供给端看，地方债供给规模增加，国债供给保持较平稳。从需求端看，一级市场需求平稳，关键期限国债获得小幅超额认购，且投标倍数较好。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者在移仓时进行多下空当操作，或做陡收益率曲线（多 TF 空 T（2:1））或在超调时逢低建仓。

1. 现货市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较稳定，地方债发行增加

7月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为29786.38亿元，较上月减少1378.88亿元，其中地方债供给规模为8453.08亿元，较上月大幅增加3322.32亿元，下半年地方债发行规模和速度或将加快；记账式付息国债发行规模合计为2184.2亿元，大部分期限国债发行获得超额认购，中标利率低于二级市场，投标倍数除1年期、2年期和30年期相对较差外，3年期、5年期、7年期和10年期的投标倍数接近4，显示国债需求稳定。

图 1：2015 年来利率债月度供给规模（亿）

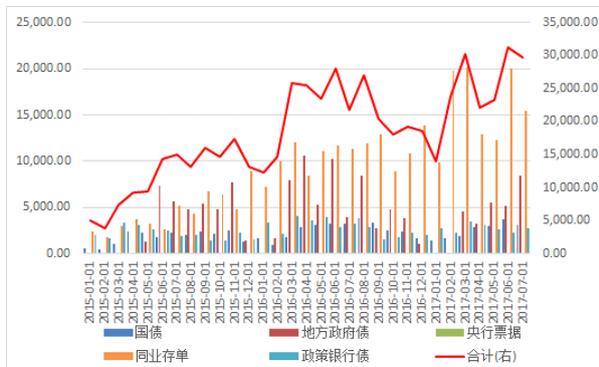


图 2：月度国债一级市场发行

发行起始日	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	中标区间	认购倍数
2017-07-26	17附息国债16	322.80	3.00	3.46	3.3-3.49	3.8594
2017-07-21	17附息国债15	291.50	30.00	4.05	4.05-4.05	1.6982
2017-07-19	17附息国债13	323.30	7.00	3.57	99.87-100	3.7591
2017-07-12	17附息国债14	322.60	5.00	3.47	3.3-3.49	3.5672
2017-07-12	17附息国债12	281.40	2.00	3.62	100.52-100	2.6550
2017-07-05	17附息国债10	321.60	10.00	3.52	99.92-100	4.1731
2017-07-05	17附息国债09	321.00	1.00	3.32	100.41-100	2.2741
合计		2,184.20		3.57		

数据来源：兴证期货研发部，WIND

1.2 国债现券市场：二级市场大多数期限国债收益率上行

7月除1年期国债收益率下行外，其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的上行，长端上行幅度大于短端，收益率曲线继续走陡。主要原因是资金面先偏宽松后偏紧，且市场对经济预期出现一定程度的修复，且在月末最后一天，银监会工作会议表明将落地监管政策，令市场对监管担忧再起，债市震荡偏弱，具体从月度数据来看，1Y期下行6bp至3.40%，3Y期上行了1bp至3.51%，5Y期上行了7bp至3.56%，7Y期上行了4bp至3.66%，10Y期上行了6bp至3.63%，15Y期上行11bp至4.02%，20Y期上行9bp至4.03%。

图 3：2017 年 7 月国债利率期限结构变化

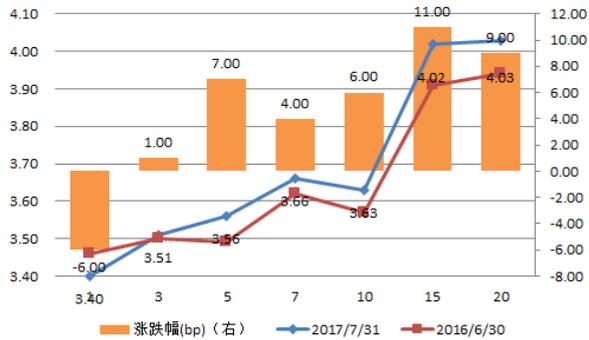


图 4：关键年限国债收益率走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2. 期货市场回顾

2.1 期债较大幅下行

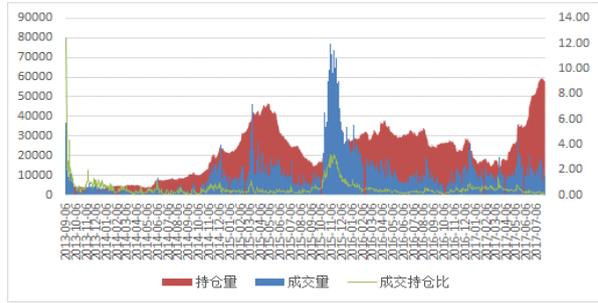
截止到 7 月 31 日收盘，五年期国债期货主力合约 TF1709 收于 97.34 元，月跌 0.785 元或 0.66%；下季合约 TF1712 收于 97.58 元，月跌 0.545 或 0.43%；隔季合约 TF1803 收于 97.84 元，月跌 0.43 或 0.14%；成交方面，主力合约 TF1709 成交量日均 9813 手，三个合约日均成交 11397 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 TF1709 持仓量为 40653 手，三个合约持仓达到 57729 手，较上月底较大幅增加 6770 手。十年期国债期货主力合约 T1709 收于 94.685 元，月跌 0.77 元或 0.62%；下季合约 T1712 收于 94.73 元，月跌 0.625 或 0.50%；隔季合约 T1803 收于 94.765 元，月跌 0.475 或 0.29%；成交方面，主力合约 T1709 成交量日均 40013 手，三个合约日均成交 42546 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 T1709 持仓量为 45109 手，三个合约持仓达到 64133 手，较上月底较大幅增加 6498 手。

整体来看，期债在前半个月偏弱震荡，主要是市场对 7 月资金面预期偏谨慎，后半个月在资金利率受到缴税扰动而上行且市场对于悲观经济预期开始修复，叠加月末银监会表态将落地监管政策，月末期债较大幅下跌，且 7 月期债走势弱于现券。

图 5：5 年期国债期货价格走势



图 6：5 年期国债期货成交与持仓

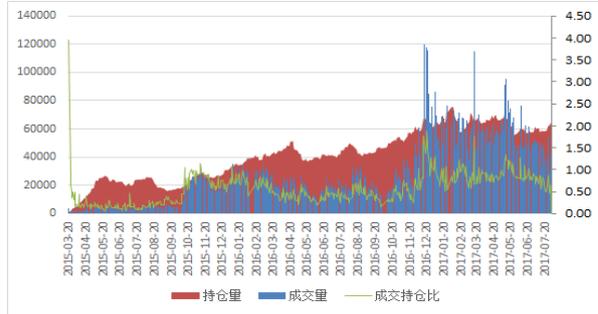


数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 7：10 年期国债期货价格走势



图 8：10 年期国债期货成交与持仓



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.2 期现对比：期现利差负向收窄

从 7 月份的期现利差来看，随着 7 月国债期货价格震荡走低，而现券价格走势强于期货，合约 TF1709 的期现利差较之上个月先负向收窄后转正，合约 T1709 的期现利差较之上个月负向窄幅震荡，7 月期债升水幅度收窄至贴水，即期债价格跌幅大于现券价格跌幅。

图 9：TF1709 期货结算价与期现利差

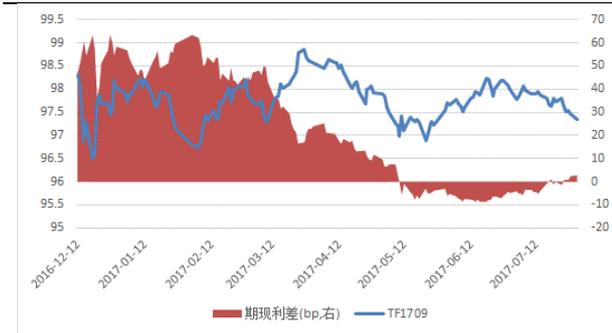
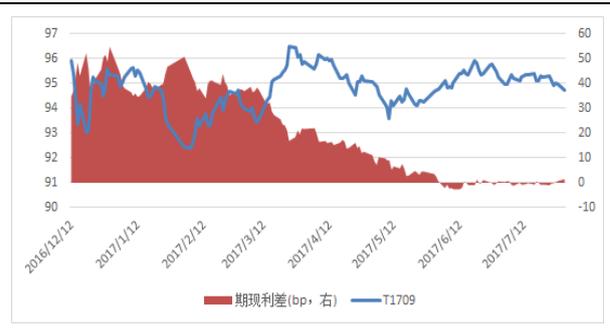


图 10：T1709 期货结算价与期现利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

注：期现利差=期货价格对应标准券的收益率-5年期国债收益率

2.3 期现套利机会

根据活跃 CTD 券的价格可以推算出期货的理论价格，与期货的实际价格做对比，如果二者相差比较大，就有期现套利的机会。但是在实物操作中，更加倾向于利用 CTD 券的 IRR 来判断期现套利机会，当 IRR 明显大于融资成本（如 R007）时，就有期现套利的机会（买现券，抛期货）。

从 7 月份 TF1709 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅波动，而 R007 震荡走高，在 7 月份上半个月有较明显的正向期现套利机会；从 7 月份主力合约 T1709 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 波动范围较大，而 R007 震荡走高，在 7 月下旬有较明显的正向期现套利机会。

图 11：近期 TF1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

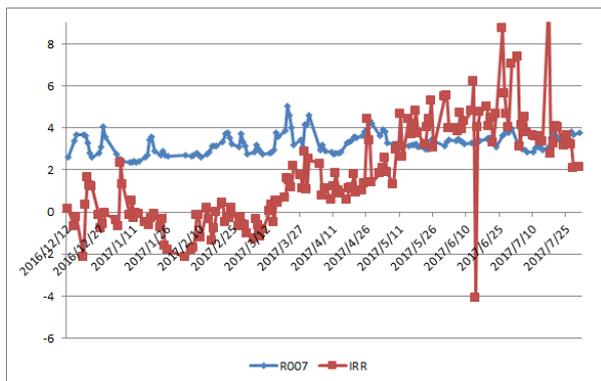
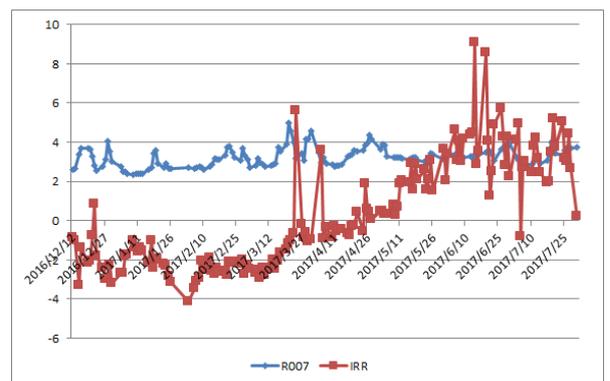


图 12：近期 T1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.4 活跃券基差走势

TF1709 合约的活跃券为 170007.IB、170010.IB 和 160021.IB,在 7 月基差震荡走高,可以做多基差在高位平仓; T1709 合约的活跃券选定为 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170004.IB、17006.IB、170010.IB 和 170013.IB,在 7 月可以做多 160010.IB 和 160023.IB 的基差在高位平仓。

图 13: TF 活跃券基差走势

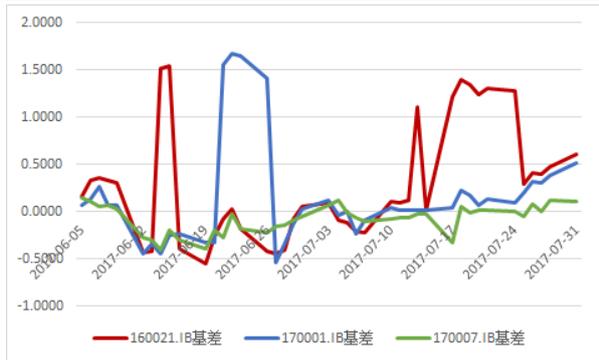
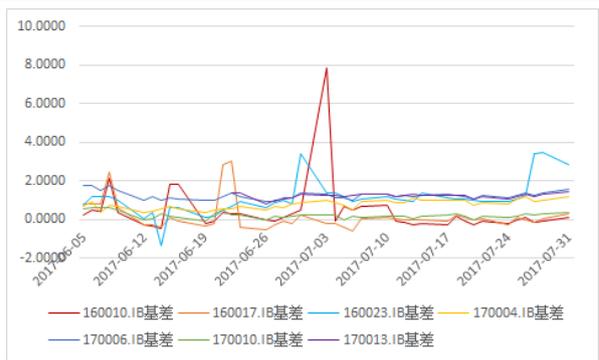


图 14: T 活跃券基差走势



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

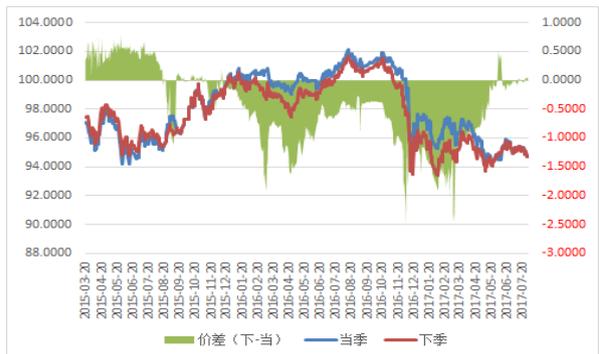
2.5 跨期价差分析

在 7 月份, TF1712-TF1709 的跨期价差正向走扩, 7 月中下旬国债期货处于移仓换月阶段, 推荐多下季空当季跨期套利; T1712-T1709 的跨期价差由负转正, 偏窄幅震荡, 7 月中下旬国债期货处于移仓换月阶段, 推荐多下季空当季跨期套利。

图 15: TF 当季、下季及二者价差走势



图 16: T 当季、下季及二者价差走势



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

2017年7月份，中国官方制造业PMI为51.4%，较上月下行0.3%，不及预期但位于荣枯线上方。官方PMI数据分项来看，生产指数和新订单指数为53.5%和52.8%，分别比上月回落0.9%和0.3%，供需持续扩张，但增速减缓，两者差值明显缩小，供需关系有所改善；新出口订单指数和进口指数为50.9%和51.1%，分别比上月回落1.1%和0.1%，进出口保持增长，但涨幅收窄；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为57.9%和52.7%，分别比上月上升7.5%和3.6%，其中，黑色金属冶炼及压延加工业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数攀升至高位景气区间，均为今年高点。7月财新PMI为51.1%，较上月上行0.7%，创四个月新高，制造业连续两月出现改善，这与官方制造业PMI不同，促进财新中国制造业PMI回升的是新业务总量的加速增长，7月新订单指数录得五个月以来最显著。受访厂商普遍反映，市况好转，海外需求强劲。从已经公布的数据来看，短期经济表现出韧性，但可持续性依然待观察。

从房地产销售来看，房地产开发投资在6月继续小幅回落，商品房销售面积反弹，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或震荡回落；6月份基建投资增速略有反弹，表明目前基建对经济支撑力度仍在；6月份制造业投资增速继续反弹，从投资角度来看，短期经济确实表现出韧性；消费增速在连续持平后出现小幅反弹，人均可支配收入同步反弹；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，进出口增速维持在较高位置，贸易顺差继续小幅增加。

图 17：中国制造业 PMI

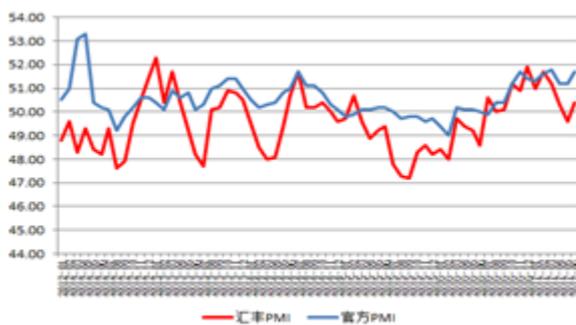
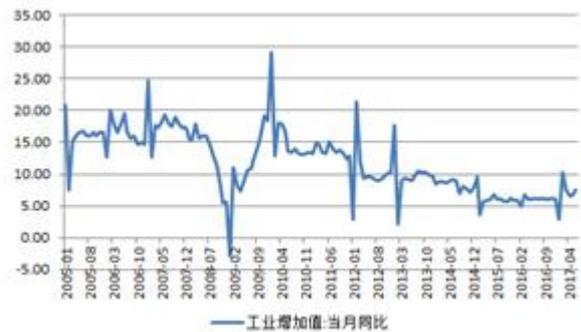


图 18：工业增加值



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 19: 房地产投资与商品房销售

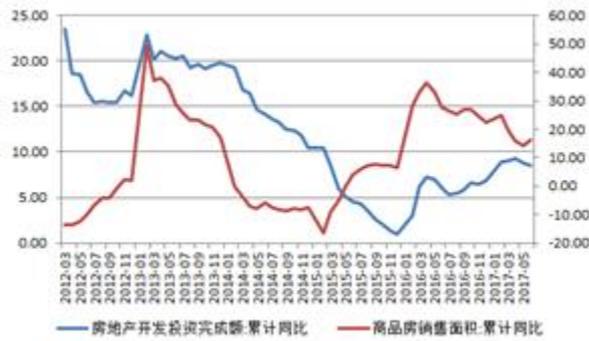
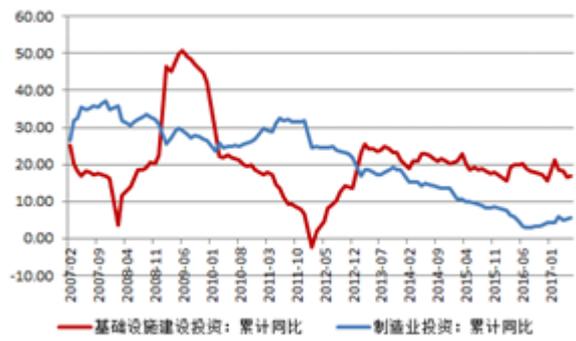


图 20: 基建投资增速与制造业投资增速

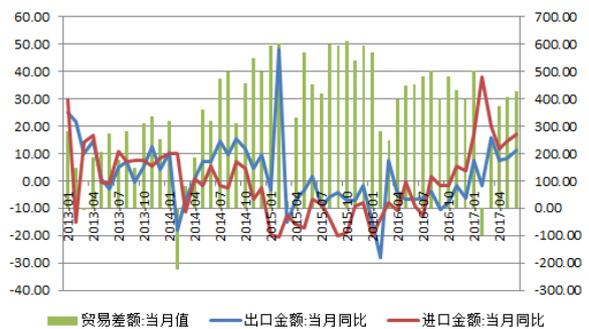


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 21: 消费增速



图 22: 进出口增速



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

通胀方面, 6 月份 CPI 为 1.5%, 持平于上月, PPI 为 5.5%, 持平于上月, 蔬菜价格探底回升, 猪肉价格继续下行, 猪价是 CPI 维持低位的主要原因, 而从 7 月 PMI 数据中的购进价格指数来看, 预计 7 月 PPI 或小幅上升, 6 月 CPI 或微幅上行。

图 23: CPI 与 PPI

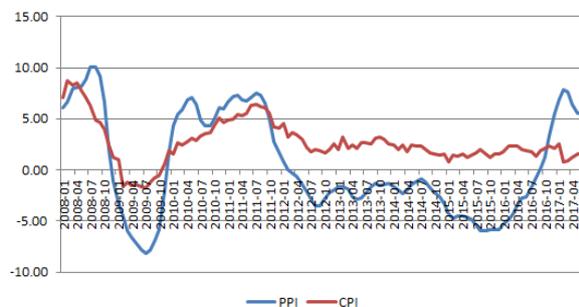
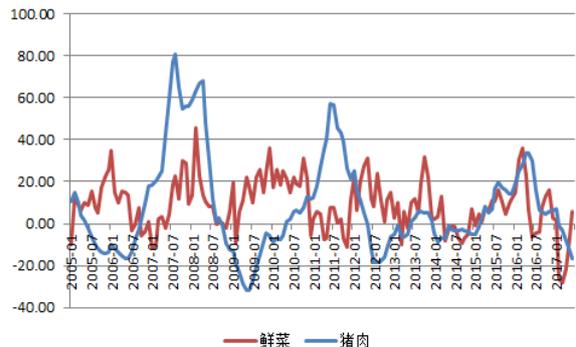


图 24: 蔬菜与猪肉价格同比



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

2017年6月新增贷款14474亿元，较上月增加2694亿元，债券融资由负向收窄为-169亿元，比上月增加2344亿元，监管趋缓令信用债发行开始恢复正常；M2同比增9.4%，较上月小幅减少0.2%，M1下降幅度相对更大，导致M1-M2的剪刀差有所缩小。

图 25: M1 与 M2 增速

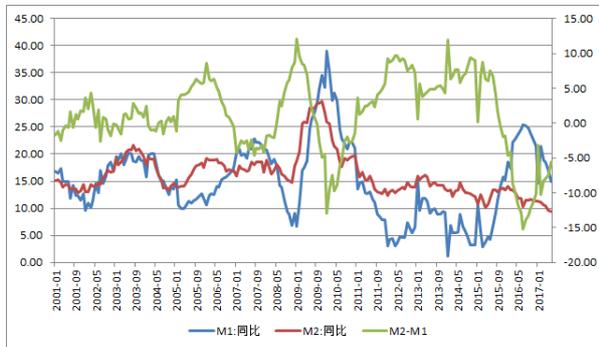
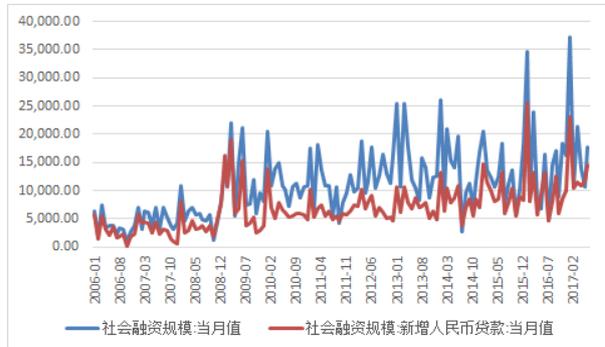


图 26: 社融规模及新增人民币贷款



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 政策面：去杠杆，防风险，银监会加强监管

国内货币政策的基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”；监管政策仍将继续，但也会兼顾政策协调，下半年银监会的相关监管政策将落地，但相比4月和5月的超预期强监管，下半年监管力度或相较有所缓和；国外主要经济体货币政策倾向于逐步收紧，对国内货币政策仍形成压力，美联储在9月缩表可能是大概率事件，而12月是否继续加息可能取决于美国经济和通胀水平。

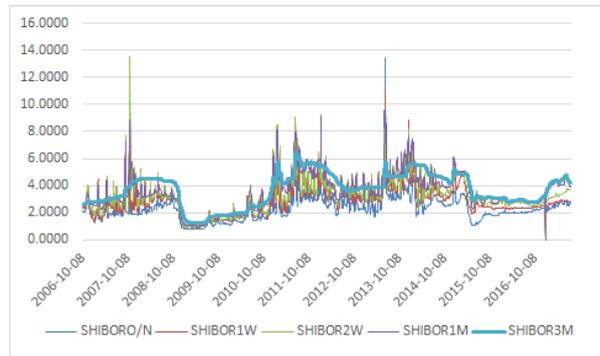
3.3 资金面：7月资金面前松后紧，8月或有所改善

7月资金面呈现先偏宽松后偏紧的走势，主要是因为7月下旬面临缴税扰动以及7月底的缴准、月末时点等因素的扰动，资金利率先下后上，央行7月在公开市场上进行了4725亿元的净投放，其中有3600亿元的1年期MLF投放，利率均持平于前期，表明央行维稳资金面态度，保持货币政策中性。从质押式回购利率来看，月度除隔夜和14天期外，其余关键期限回购利率均出现下行，期中7天下行幅度最大；从shibor来看，短期限（隔夜和7天）shibor利率震荡上行，长期限（1M和3M）shibor利率小幅下行。8月份有14875亿元公开市场操作到期，其中有2875亿元MLF到期，预计央行将在OMO上进行对冲操作，8月资金面或将改善，资金利率可能高位回落。

图 27：质押式回购利率月度变动



图 28：关键期限 shibor 走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

综上所述，从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，国内货币政策保持稳健中性，去杠杆依然是目前的政策重心，银监会后续仍将有监管措施出台，但对市场打击力度或有所缓和，美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，7 月资金面松后紧，央行维稳资金面态度不变，8 月资金面或有所改善；从供给端看，地方债供给规模增加，国债供给保持较平稳。从需求端看，一级市场需求平稳，关键期限国债获得小幅超额认购，且投标倍数较好。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者在移仓时进行多下空当操作，或做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。