

## 下半年利率或高位震荡

2017年8月2日 星期三

兴证期货·研究发展部

兴证期货金融研究团队

刘文波

投资咨询资格编号：Z0010856

期货从业资格编号：F0286569

尚芳

期货从业资格编号：F3013528

高歆月

期货从业资格编号：F3023194

联系人：尚芳

shangfang@xzfutures.com 021-20370946

## 内容提要

## ● 行情回顾

债券市场上半年经历了经济基本面回暖、监管压力超预期加大到基本面回暖势头减弱甚至出现转弱迹象、监管更强调协调而压力缓解和6月资金面紧张不及预期的阶段，利率中枢在1月到5月底前大幅震荡上行，在6月较大幅下行，整体上看，上半年债券收益率曲线呈现平坦化上行的走势。利率债走势在时间上先于信用债，在变动幅度上小于信用债；信用债中的高评级信用债和低评级信用债走势在时间上大致同步，在变动幅度上高评级信用债小于低评级信用债。

## 后市展望

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，经济下行时间可能推后，下半年经济可能比预期运行平稳，物价预计维持在低位，基本面对债市支撑力度可能不及预期；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，监管政策仍将对债市形成利空；从资金面看，央行在公开市场上以对冲为主，资金面仍将维持紧平衡。预计下半年利率可能维持高位震荡。

## 1.债券市场行情回顾

### 1.1 利率债：一级市场需求稳定，二级市场收益率走高，国债期货走弱

上半年利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）一级市场总供给规模约为 14.46 万亿元，同比上涨 11.36%，其中地方债和政策银行债供给规模同比减少，国债和同业存单供给规模同比增加，下半年地方债发行规模可能增加；利率债发行利率先上后下，同业存单发行利率从 16 年 12 月底大幅上行后在 2017 年上半年维持在高位，6 月后开始下行，投标倍数亦先较差后好转，特别是国债在 6 月后获得超额认购。

图 1：2015 年来利率债月度供给规模（亿）

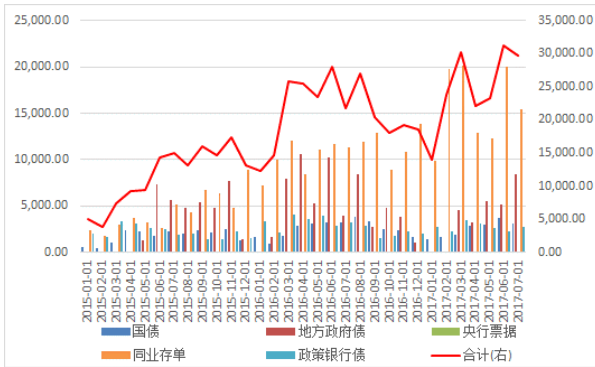


图 2：同业存单发行利率



数据来源：兴证期货研发部，WIND

上半年利率债二级市场收益率震荡走高，其中国债收益率 1 年期上行 71bp 至 3.46%，3 年期上行了 67bp 至 3.50%，5 年期上行了 60bp 至 3.49%，7 年期上行了 58bp 至 3.62%，10 年期上行了 46bp 至 3.57%，15 年期上行 38bp 至 3.91%，20 年期上行 38bp 至 3.94%，收益率曲线先走平后略走陡，整体上看，上半年国债收益率曲线呈现平坦化上行的走势；国开行收益率 1 年期上行 68bp 至 3.87%，3 年期上行了 53bp 至 4.06%，5 年期上行了 48bp 至 4.12%，7 年期上行了 40bp 至 4.21%，10 年期上行了 50bp 至 4.20%，15 年期上行 35bp 至 4.32%，20 年期上行 32bp 至 4.34%，整体上看，上半年国开债收益率曲线呈现平坦化上行的走势。

图 3：关键年限国债收益率走势



图 4：关键年限国开债收益率走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

国债期货上半年震荡走弱，五年期国债期货活跃合约结算价由 99.37 元走低至 97.965 元，下跌 1.4 元，十年期国债期货活跃合约结算价由 97.37 元走低至 95.24 元，下跌 2.13 元；成交方面，五年期国债期货活跃合约上半年成交量日均约 9493 手，十年期国债期货活跃合约上半年成交量日均约 50303 手；持仓方面，五年期国债期货活跃合约 6 月底持仓量为 48679 手，十年期国债期货活跃合约 6 月底持仓量为 52778 手，五年期国债期货持仓量在 6 月上升明显，可能是因为做陡收益率策略持仓和正向期现套利策略持仓增加所致。

图 5：5 年期国债期货活跃合约价格走势



图 6：10 年期国债期货活跃合约价格走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 7：5 年期国债期货活跃合约成交量

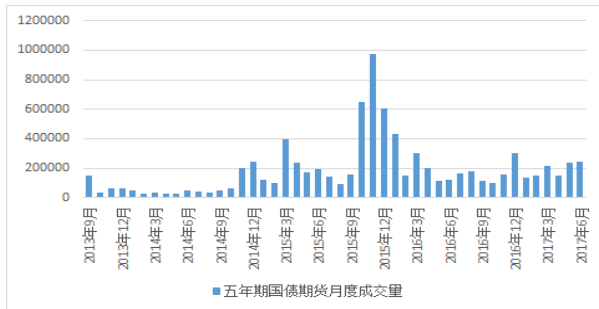
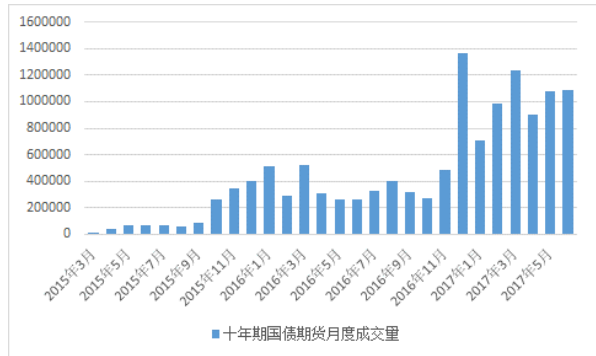


图 8：10 年期国债期货活跃合约成交量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 1.2 信用债：收益率震荡走高，信用利差先走扩后收窄

上半年信用债二级市场收益率震荡走高，其中 AAA 级中短票收益率 1 年期上行 54bp 至 4.41%，3 年期上行 56bp 至 4.45%，5 年期上行 68bp 至 4.59%，AA 级中短票收益率 1 年期上行 39bp 至 4.77%，3 年期上行 51bp 至 4.95%，5 年期上行 86bp 至 5.36%，短期限中短票收益率高评级比低评级上行阶段上行地少，下行阶段下行地多；AAA 级企业债收益率 1 年期上行 54bp 至 4.41%，3 年期上行 57bp 至 4.45%，5 年期上行 70bp 至 4.59%，AA 级企业债收益率 1 年期上行 34bp 至 4.77%，3 年期上行 46bp 至 4.95%，5 年期上行 80bp 至 5.36%，短期限中短票收益率高评级比低评级上行阶段上行地少，下行阶段下行地多。整体上看，上半年高评级信用债变动幅度小于低评级信用债。

图 9：中短票到期收益率



图 10：中短票信用利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 11: 企业债到期收益率



图 12: 企业债信用利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

综上所述，债券市场上半年经历了经济基本面回暖、监管压力超预期加大到基本面回暖势头减弱甚至出现转弱迹象、监管更强调协调而压力缓解和 6 月资金面紧势不及预期的阶段，利率中枢在 1 月到 5 月底前大幅震荡上行，在 6 月较大幅下行，整体上看，上半年债券收益率曲线呈现平坦化上行的走势。利率债走势在时间上先于信用债，在变动幅度上小于信用债；信用债中的高评级信用债和低评级信用债走势在时间上大致同步，在变动幅度上高评级信用债小于低评级信用债。

## 2. 后市分析及展望

### 2.1 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，经济下行时间可能推后，下半年经济可能比预期运行平稳。

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 13: 中国制造业 PMI

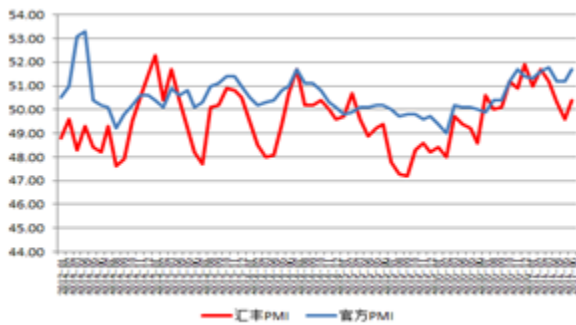
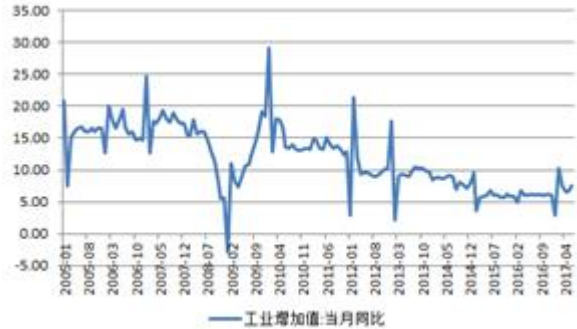


图 14: 工业增加值



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 15: 房地产投资与商品房销售



图 16: 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 17: 消费增速

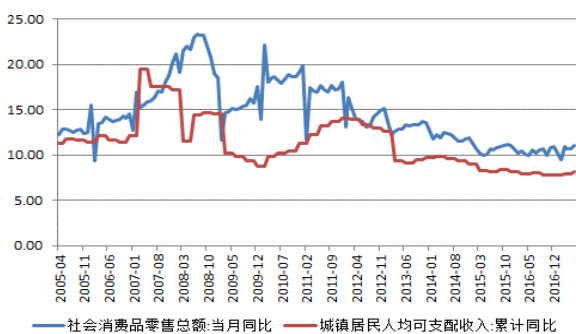
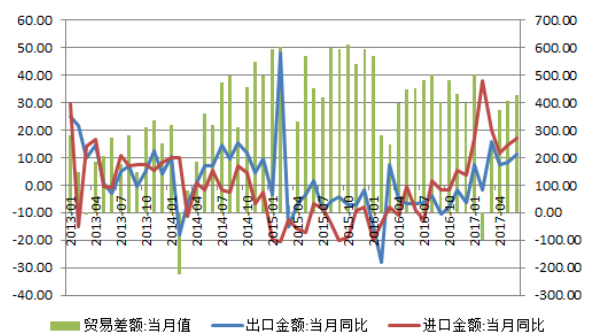


图 18: 进出口增速



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, 预计下半年物价水平 CPI 预计维持低位, PPI 下行速度和幅度可能减缓。

图 19: CPI 与 PPI

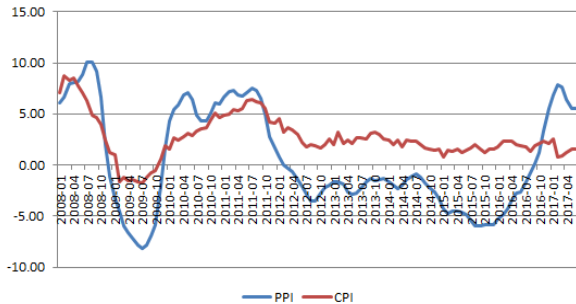
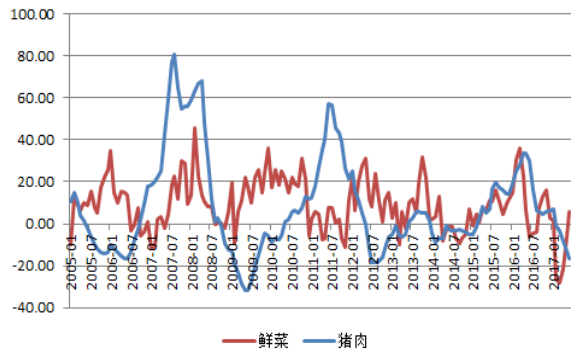


图 20: 蔬菜与猪肉价格同比



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 21: M1 与 M2 增速

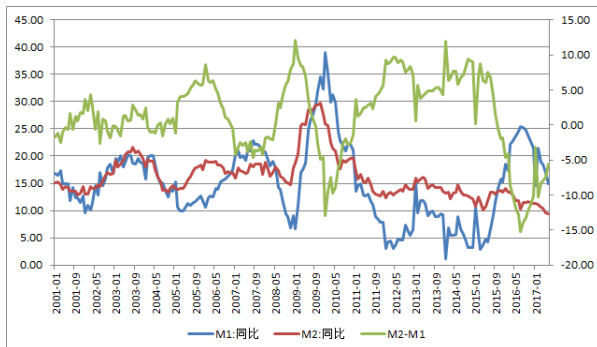
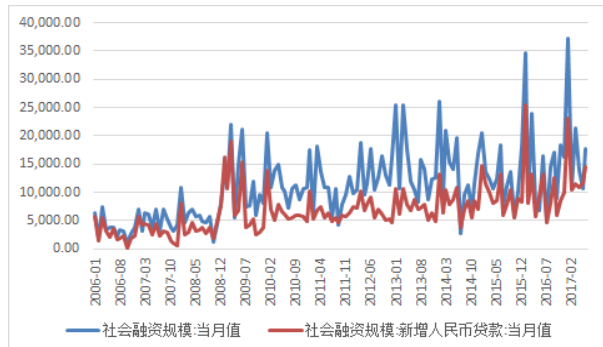


图 22: 社融规模及新增人民币贷款



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2.2 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，存在一定的不确定性。

## 2.3 资金面：下半年资金面维持紧平衡

上半年资金利率中枢水平震荡上行，在 4 月和 5 月由于强监管超预期导致资金利率阶段性冲高。从存款类机构质押式回购利率（DR）和 shibor 来看，长期限资金利率上

行幅度大于短期限资金利率，主要与央行除了应对季度资金预期紧张而在公开市场上投放较长期限，如 28 天和 MLF 外，其他大多数时间进行 7 天期和 14 天期短期限资金投放，同时 R-DR 的利差水平走扩，表明非银机构较存款类机构资金成本上行幅度更大。下半年包括国库定存到期内共有 50485 亿元资金量到期，其中有 21385 亿元 MLF 到期，预计央行会进行对冲操作为主，资金利率可能在月末、季末和缴税等时点呈现阶段性紧张，其他时点预计围绕中枢水平震荡。

图 23: 质押式回购 (DR) 利率月度变动

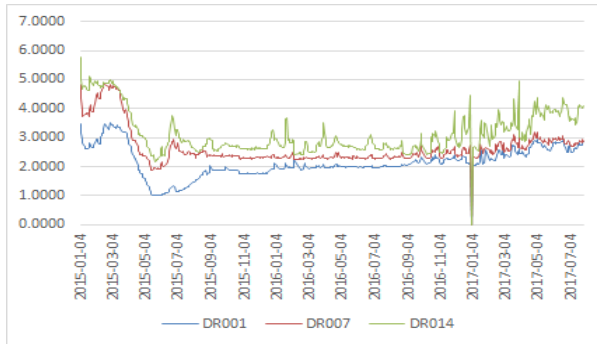
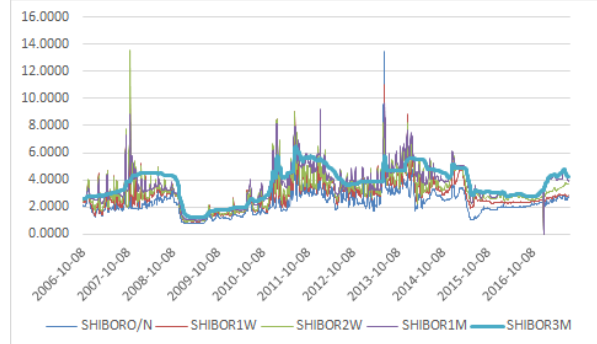


图 24: 关键期限 shibor 走势



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，经济下行时间可能推后，下半年经济可能比预期运行平稳，物价预计维持在低位，基本面对债市支撑力度可能不及预期；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，监管政策仍将对债市形成利空；从资金面看，央行在公开市场上以对冲为主，资金面仍将维持紧平衡。预计下半年利率可能维持高位震荡。



## 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惟一因素。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。