

## 内容提要

### ● 行情回顾

上周五 10 年期国债期货近交割月合约 T1709 合约报 94.85 元，涨 0.20 元或 0.21%，成交 6905 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.65 元，涨 0.195 元或 0.21%，成交 29224 手。国债期货 T1803 合约报 94.75 元，涨 0.255 元或 0.27%，成交 435 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.295 元，涨 0.165 元或 0.17%，成交 7313 手。国债期货 TF1712 合约报 97.49 元，涨 0.20 元或 0.21%，成交 8011 手。国债期货 TF1803 合约报 97.67 元，涨 0.165 元或 0.17%，成交 35 手。

上周五流动性延续宽松，货币市场利率多数下跌。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.7958%，跌 1.53 个基点；7 天期报 3.1039%，涨 10.56 个基点；14 天期报 3.6755%，涨 21.02 个基点；1 个月期报 3.8400%，跌 2.27 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.7632%，跌 2.53 个基点；7 天期报 2.8373%，跌 6.58 个基点；14 天期报 3.6094%，跌 5.67 个基点；1 个月期报 3.7900%，跌 0.26 个基点。

### 策略建议

上周五国债期货早盘高开后偏强震荡，午盘涨幅扩大。现券方面，5 年期收益率下行 3.57 个 bp 至 3.5875%，10 年期收益率下行 2.12 个 bp 至 3.6163%，IRS 小幅下行。上周五继续受到避险情绪影响，期债高开高走，近日有关货币市场基金监管新规的进展再度引起市场关注，目前对市场影响有限，上周五晚间公布的二季度货币政策执行报告规定将在 2018 年一季度将同业存单纳入同业负债，对债市影响偏利空；央行进行 7 天期 700 亿元，14 天期 600 亿元，利率持平于前期，净投放 0 亿元，短期限资金利率继续下行。

操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者多 TF 空 T (2:1) 或轻仓做空，仅供参考。

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

## 债市要闻

### 【央行：明年一季度将部分银行同业存单纳入 MPA 考核】

8月11日，央行二季度货币政策执行报告称，下一阶段要加强和改善宏观审慎管理，组织实施好宏观审慎评估，逐步探索将更多金融活动和金融市场纳入宏观审慎管理框架。为了更全面地反映金融机构对同业融资的依赖程度，引导金融机构做好流动性管理，拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。

### 【央行：促进资产管理业务规范健康发展】

央行发布二季度货币政策执行报告称，促进资产管理业务规范健康发展。近年来，在政策推动和市场力量的共同作用下，中国资产管理业务规模不断攀升，银行、信托、证券、基金、保险等金融机构均参与其中，跨行业合作日益密切。截至2016年末，银行表外理财产品资金余额为23.1万亿元；信托公司受托管理的资金信托余额为17.5万亿元；公募基金、私募基金、证券公司资产管理计划、基金及其子公司资产管理计划、保险资产管理计划的规模分别为9.2万亿元、10.2万亿元、17.6万亿元、16.9万亿元、1.7万亿元。剔除交叉持有的因素后，估计各行业金融机构资产管理业务总规模超过60万亿元。同时，互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资产管理业务也十分活跃，以货币市场基金为代表的互联网理财产品因门槛低、收益高、可即时赎回等特点发展迅速。

资产管理业务有效连通了投资与融资，对促进直接融资市场发展、拓宽居民投资渠道、扩展金融机构服务领域、支持实体经济融资需求发挥了积极作用，但资金池操作、产品嵌套、刚性兑付等问题也逐渐显现，市场秩序有待规范，需重点关注以下问题。一是资金池操作存在流动性风险隐患。资产管理机构通过滚动发行、集合运作、分离定价等方式，将募集的低价、短期资金投放到长期的债权或股权项目，以寻求收益最大化。一旦难以募集到后续资金，可能会发生流动性紧张，并通过产品链条向对接的其他资产管理机构传导。二是产品多层嵌套导致风险传递。由于拥有大量资金来源但投资范围基本局限于债权，一些银行理财以信托、证券、基金、保险资产管理产品为通道，将资金投向股权等产品。嵌套产品结构复杂，底数不清，加剧风险传递和市场波动，发生损失时也容易出现责任推诿。三是影子银行面临监管不足。银行表外理财，银信合作、银证合作、银基合作中投向非标准化债权类资产（以下简称“非标”）的产品，保险机构“名股实债”类投资等，具有影子银行特征。这类业务透明度低，容易规避监管要求，实质具有类信贷投资属性，部分投向限制性领域。四是刚性兑付使风险仍停留在金融体系。部

分资产管理产品以自有资金或资金池资金确保预期收益，无法与自身的资产负债业务充分隔离。刚性兑付背离资产管理业务的本质特征，不但使风险在金融体系累积，也抬高了无风险收益率水平，加剧了道德风险。五是部分非金融机构无序开展资产管理业务。例如，将线下私募发行的资产管理产品通过线上分拆向非特定公众销售；向不具有风险识别能力的投资者推介产品；开展虚假误导宣传，未充分揭示投资风险；未采取资金托管等方式保障投资者资金安全，甚至演变为非法集资。

对资产管理业务快速发展过程中暴露出的突出风险和问题，要注意到资产管理业务不是债权债务关系，坚持有的放矢的问题导向，厘清资产管理业务的本质属性，逐步引导其回归“受人之托、代客理财、投资者风险自担”的本质。当前，应从统一同类产品的监管差异入手，建立有效的资产管理业务监管制度。一是分类统一标准规制，逐步消除套利空间。建立资产管理业务的宏观审慎政策框架，完善政策工具，从宏观、逆周期、跨市场的角度加强监测、评估和调节。强化功能监管和穿透式监管，同类产品适用同一标准，消除套利空间，有效遏制产品嵌套导致的风险传递。二是引导资产管理业务回归本源，有序打破刚性兑付。资产管理业务投资产生的收益和风险均应由投资者享有和承担，委托人只收取相应的管理费用。资产管理机构不得承诺保本保收益，避免误导投资者，要加强投资者适当性管理和投资者教育，强化“卖者尽责、买者自负”的投资理念。加强资产管理业务与自营业务之间的风险隔离，严格受托人责任。逐步减少预期收益型产品的发行，向净值型产品转型。三是加强流动性风险管控，控制杠杆水平。强化单独管理、单独建账、单独核算要求，使产品期限与所投资资产存续期相匹配。鼓励金融机构设立具有独立法人地位的子公司专门开展资产管理业务。建立健全独立托管制度，充分隔离不同资产管理产品之间以及资产管理机构自有资金和受托管理资金之间的风险。统一同类产品的杠杆率，合理控制股票市场、债券市场杠杆水平，抑制资产泡沫。四是消除多层嵌套，抑制通道业务。对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。限制层层委托下的嵌套行为，强化受托机构的主动管理职责，防止其为委托机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。对基于主动管理、以资产配置和组合管理为目的的运作形式，给出合理空间。五是加强“非标”业务管理，防范影子银行风险。继续将银行表外理财产品纳入广义信贷范围，引导金融机构加强对表外业务风险的管理。

规范银行信贷资产及其收益权转让业务。控制并逐步缩减“非标”投资规模，加强投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。六是建立综合统计制度，为穿透式监管提供基础。加快建设覆盖全面、标准统一、信息共享的综合统计体系，逐支产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息、终止信息，实

现对底层投资资产和最终投资者的穿透识别，及时、准确掌握行业全貌，完整反映风险状况。

**【资金面趋松，Shibor 涨跌不一，短期品种续跌】**

上周五资金面趋松，Shibor 涨跌不一，短期品种续跌。

隔夜 Shibor 跌 0.70bp 报 2.79%，7 天 Shibor 跌 0.42bp 报 2.8725%，1 个月 Shibor 涨跌 0.64bp 报 3.8627%；3 个月 Shibor 涨 1.12bp 报 4.2979%；1 年 Shibor 持平报 4.3985%。

央行今日公开市场进行 700 亿 7 天、600 亿 14 天逆回购操作，当日有 1300 亿逆回购到期，完全对冲当日到期量。

经济参考报刊文称，基于此前表态和目前市场情况，业内人士认为，今年整体的货币政策将保持“不松不紧”的节奏，去杠杆和防风险仍将是政策重要的考量因素。从市场流动性角度来看，8 月资金面面临压力较小，整体资金面保持稳定状态是大概率事件。央行仍将维持稳健中性的货币政策，进行“削峰填谷”的平滑操作。

**价差跟踪**

表 1：跨品种和跨期价差跟踪表

价差	跨品种价差 (TF-T 结算价)			TF 跨期价差 (结算价)		T 跨期价差 (结算价)	
	当季(主力)	下季	隔季	当季-下季	下季-隔季	当季-下季	下季-隔季
现值	2.455	2.81	2.935	-0.195	-0.185	0.16	-0.06
前值	2.48	2.835	3.01	-0.16	-0.215	0.195	-0.04
变动	-0.025	-0.025	-0.075	-0.035	0.030	-0.035	-0.020

数据来源：WIND，兴证期货

## 可交割券及 CTD 概况

表 2: TF1712 活跃可交割券 (5 年期)

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	久期	IRR	基差	成交量 (亿)
1	150026.IB	3.6000	5.2	1.0022	4.7654	3.9599	-0.2644	3.4
2	170014.IB	3.6250	4.9233	1.0197	4.5975	3.757	-0.0915	55.1
3	170007.IB	3.6500	4.674	1.0051	4.3753	3.7269	-0.1862	55.4
4	170001.IB	3.6000	4.4247	0.9954	4.1469	2.7192	0.0655	1.2
5	080002.IB	--	5.5534	1.0551	--	--	--	--

数据来源: WIND, 兴证期货

表 3: T1712 活跃可交割券 (10 年期)

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	久期	IRR	基差	成交量 (亿)
1	170018.IB	3.6400	9.9836	1.0492	8.4715	2.8096	0.2563	32
2	160010.IB	3.7000	8.737	0.9926	7.6839	2.7524	0.1079	0.3
3	170010.IB	3.6300	9.7342	1.0424	8.2437	2.309	0.4177	35.2
4	170004.IB	3.5500	9.5041	1.0318	8.1925	0.0514	1.1193	7
5	170013.IB	3.6600	6.8685	1.0331	6.1818	-1.3305	1.6512	22.3

数据来源: WIND, 兴证期货

### 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。