

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

## 资金面由紧略转松，期债下探后回升

2017年8月18日 星期五

### 内容提要

#### ● 行情回顾

昨日 10 年期国债期货近交割月合约 T1709 合约报 95.02 元，跌 0.015 元或 0.02%，成交 4866 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.955 元，涨 0.035 元或 0.04%，成交 28689 手。国债期货 T1803 合约报 94.925 元，跌 0.005 元或 0.01%，成交 125 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.33 元，涨 0.025 元或 0.03%，成交 1412 手。国债期货 TF1712 合约报 97.535 元，跌 0.005 元或 0.01%，成交 6243 手。国债期货 TF1803 合约报 97.65 元，跌 0.03 元或 0.03%，成交 30 手。

虽然月度缴税高峰渐过，但央行公开市场今日投放规模较昨日明显减量，资金面延续紧势，机构轧平头寸仍难度不小，货币市场利率多数上涨。银行间同业拆借 1 天期品种涨 1.8bp 报 2.8557%，7 天期跌 1.06bp 报 3.0271%，14 天期涨 60.62bp 报 4.3000%，1 个月期涨 4.12bp 报 3.9626%。

#### 策略建议

昨日国债期货早盘高开探底后小幅偏弱震荡，午盘跌幅收窄。现券方面，5 年期收益率上行 0.37 个 bp 至 3.5903%，10 年期收益率下行 0.62 个 bp 至 3.5926%，IRS 小幅上行。昨日商品强势上涨，消息面淡静；央行进行 7 天期 600 亿元，14 天期 400 亿元，利率持平于前期，净投放 500 亿元，资金利率先上后下，资金面由紧略转松。

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

## 债市要闻

### 【地方债发行提速达 2.9 万亿，存量置换需“啃硬骨头”】

截至 8 月 16 日，2017 年地方政府债券发行规模达到 2.9 万亿元。

区别于年初较慢的发行进度，近几个月，地方债加快了发行节奏，7 月份形成了月度小高峰，当月发行规模达到 8450 亿元。

其中，尤其以新增债券加快放行为主。新增债券发行规模现在接近 1.2 万亿，最近一个半月发行规模超过上半年整体发行量。相应的，置换债券发行进度放慢。

业内人士表示，随着置换债券接近尾声，剩下的多为城投债等债券品种，债权人较为分散、偿债期限未到等因素，使得置换难度加大。

6 月份以来，地方债发行利率有所下行，进入 8 月份发行利率趋稳。年初以来利率持续上扬的态势宣告终结，当前地方债利率大致回到 5 月份水平。

#### 发行进度加快

今年上半年地方政府债券发行规模约 1.86 万亿元，相较去年同期规模几乎减半。而今年全年地方债预期发行规模约 5 万亿左右，包括 1.63 万亿新增债券，以及 3 万亿左右置换债券。

财政部国库司巡视员娄洪曾表示，上半年地方债发行规模相较去年明显下降，主要有两个原因。一是经过前两年置换债券大规模发行后，2017 年及以后年度剩余的地方政府未置换存量债务将大量减少，今年置换债券预计发行规模较去年明显下降；二是与地方财政部门主动调整地方债发行进度和节奏有关。

年初资金紧张的局面，不仅对地方债发行造成影响，大量企业债也停发。不过，发行紧张的形势得到改观。从月度数据来看，5、6 月份都在加快发行，这两个月发行规模均在 5000 亿元以上，而 7 月份则冲高到 8450 亿元。

资金紧张缓解与利率下行也有关系。如 3 年期国债收益率，从 3 月份初的 2.88%，持续上涨到 5 月底的最高达到 3.67% 的水平。此后，资金成本缓慢下行，8 月份 3 年期国债收益率大致在 3.5% 左右。

除了“基准利率”出现下行，地方债与同期国债收益率的利差也有所收窄。5 月底 6 月初发行的一批地方债，包括四川、广西、湖北、河南，利差上浮了大致 50-73BP；而 7 月底 8 月初，包括河北、山东、广东等省，利差大致上浮了 20-35BP。

曾有地方财政厅债务办相关负责人对 21 世纪经济报道记者表示，5 月份发行了一批地方债，后来眼看着利率下降，“可心疼了”。

东方金诚评级副总监俞春江对 21 世纪经济报道记者表示，2017 年地方政府债券月平均发行利率呈先升后降趋势，得益于近期央行加强公告稳定市

场预期的“削峰填谷”公开市场操作，货币政策维持平衡，7月以来地方政府债券发行利率在基准利率下行的带动下有所下降。

中财-鹏元地方财政投融资研究所执行所长温来成认为，今年上半年地方债发行较为缓慢，要完成全年发行任务，下半年进度需要进一步加快。

#### 置换难度加大

截止到8月16日，半个月左右的时间地方债发行了1990亿元。8月17日，还有几批合计355亿元的地方债——可以预见的8月份发行规模不会太大。

剩下待发行的主要是置换债。截至8月16日，新增债券发行接近1.2万亿，全年还剩下约4300亿元规模；置换债券目前共计发行约1.7万亿，全年3万亿的目标，行程才刚过半。

中国财政科学研究院金融研究中心主任赵全厚对21世纪经济报道记者表示，置换工作进入收尾阶段，置换难度是在加大。置换债遇到最大的问题在于，剩下待置换的贷款、债券等，还没有到期，之前借款成本较高，债权人是否愿意提前置换还要具体再谈。

根据中央部署，地方债置换给定了一个时间窗口，大致要在2018年上半年完成全部存量债务的置换工作。如果不能在这个时间窗口成功置换，原本由城投公司举借的债务，将不纳入政府债务，仍由原借款人履行偿债责任。

2016年曾有两起城投债试图提前置换，但置换价格未被投资人通过，提前置换未果。此类原来由城投公司替政府举债而发行的城投债，由于涉及到分散的投资人，需要与各投资人充分沟通协商，置换难度较大。

不过，今年资金成本较去年较高，也创造了一定置换条件。有券商固收分析师对21世纪经济报道记者表示，今年利率整体往上走，部分城投债的估值已经跌破100，投资人提前置换的意愿有所提高。

#### 【两期国开债招标结果分化，需求尚可】

国开行5年期固息增发债中标利率4.1377%，投标倍数3.48；国开行7年期固息增发债中标利率4.30%，投标倍数2.64。8月16日，中债5年期、7年期国开债到期收益率分别为4.1920%、4.3023%。

进出口行3年期固息增发债中标利率4.1220%，全场倍数1.96；5年期固息增发债中标利率4.2010%，全场倍数2.69；10年期固息增发债中标利率4.2917%，全场倍数3.37。8月16日，中债3年、5年和10年期进出口行债到期收益率为分别4.1122%、4.2177%和4.3002%。

#### 【连续下调！大公将五洋建设主体信用等级下调至C】

大公国际公告称，因“15五洋债”和“15五洋02”违约，将五洋建设主体信用等级和“15五洋债”、“15五洋02”信用等级从CCC下调至C。

此前，大公国际连续下调五洋建设评级。

德邦证券此前公告称，截至 8 月 14 日，五洋建设未能完成回售资金、付息资金的发放，已构成“15 五洋债”违约，同时也导致“15 五洋 02”交叉违约。15 五洋债和 15 五洋 02 两只债券所涉及债券总额高达 13.6 亿。

**【资金面紧势未消 Shibor 多数上涨，隔夜品种创近 2 个月新高】**

周四（8 月 17 日），资金面紧势未消，Shibor 多数上涨，隔夜品种创近 2 个月新高。

隔夜 Shibor 涨 1.39bp 报 2.8352%，创 6 月 22 日以来新高，7 天 Shibor 涨 1.27bp 报 2.8927%，1 个月 Shibor 涨 0.82bp 报 3.8582%；3 个月 Shibor 涨 0.54bp 报 4.3417%；1 年 Shibor 持平报 4.4%。

央行周四公开市场进行 600 亿 7 天、400 亿 14 天逆回购操作，当日有 500 亿逆回购到期，净投放 500 亿。

市场人士指出，受到税期、逆回购到期等因素影响，短期流动性出现收紧，每月中旬“填谷”式流动性投放如期展开，有助于平抑货币市场波动，后续随着扰动逐步消退，且财政支出力度将加大，本月下旬资金面或有小幅改善。

## 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	2.315	2.6	2.72	-0.21	-0.11	0.075	0.01
前值	2.27	2.62	2.75	-0.235	-0.14	0.115	-0.01
变动	0.045	-0.020	-0.030	0.025	0.030	-0.040	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	130005.IB	3.6209	5.5178	1.0247	4.9768	4.9059	-0.4443	2
2	150026.IB	3.5984	5.1836	1.0022	4.749	4.1361	-0.307	4.4
3	170007.IB	3.6150	4.6575	1.0051	4.3591	3.438	-0.088	50.101
4	170014.IB	3.5800	4.9068	1.0197	4.5814	3.3146	0.0516	64.6
5	120009.IB	3.5740	4.7699	1.0148	4.4123	3.1253	0.0876	4

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	160017.IB	3.6650	8.9699	0.9803	7.9636	3.1792	-0.0775	4.8
2	170010.IB	3.6200	9.7178	1.0424	8.228	2.8589	0.2232	19.75
3	170018.IB	3.5975	9.9671	1.0492	8.4582	2.5273	0.3307	26.2
4	160023.IB	3.5455	9.2192	0.9767	8.1153	0.6143	0.6804	8.4
5	170013.IB	3.6800	6.8521	1.0331	6.1649	-0.3589	1.2593	25.6

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。