

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

## 资金面仍偏紧，期债高开小幅收涨

2017年8月24日 星期四

### 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 94.68 元，跌 0.07 元或 0.07%，成交 936 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.74 元，涨 0.01 元或 0.01%，成交 32640 手。国债期货 T1803 合约报 94.765 元，跌 0.025 元或 0.03%，成交 74 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.29 元，涨 0.1 元或 0.1%，成交 1139 手。国债期货 TF1712 合约报 97.53 元，涨 0.065 元或 0.07%，成交 11330 手。国债期货 TF1803 合约报 97.65 元，涨 0.055 元或 0.06%，成交 8 手。

昨日特别国债利空出尽但是质押式回购开盘闹乌龙，加上央行公开市场连续多日净回笼，导致资金面延续紧张，货币市场利率多数上涨。DR001 涨 7.88bp 报 2.8711%，DR007 涨 1.65bp 报 2.9104%，DR014 涨 0.55bp 报 4.4335%，DR1M 涨 6.56bp 报 4.1156%。

#### 策略建议

昨日国债期货早盘高开后冲高回落，午盘涨幅收窄。现券方面，5 年期收益率下行 1.32 个 bp 至 3.5903%，10 年期收益率下行 0.49 个 bp 至 3.6152%，IRS 小幅下行。昨日一级方面，上午发行的 3 年期国债，加权中标收益率 3.4865%，与 3.48% 预测均值一致，投标倍数为 2.25 倍；早盘资金面先紧势略有缓解，午盘再度偏紧，期债走势略偏强；央行进行 7 天期 1000 亿元，14 天期 800 亿元，利率持平于前期，净回笼 400 亿元，大多数期限资金利率继续小幅攀升，资金面整体仍偏紧。

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

### 【资管、融租等非标渠道收紧背后：地方债、城投债双提速】

#### 严监管下的城投融资

5月初，财政部曾联合发改委等五部门发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》。6月，财政部再度下发《关于坚决制止以政府购买服务名义违法违规举债》的通知，地方政府融资监管趋严。目前两份文件印发约3月，已对以城投为主体的地方政府融资体系形成重大影响。

从城投融资方式来看，资管及融资租赁机构针对融资平台开展的非标融资活动正趋于减少，城投发债有所增加。从城投评级来看，仅有9家城投公司被调低评级，城投平台信用分化已有所显现。不过城投公司转型依然任重道远。（杨志锦）

地方政府融资结构的变化正在呈现。

21世纪经济报道记者日前调查获悉，在今年5月多部委下发有关规范地方政府融资的文件后，资管及融资租赁机构针对融资平台开展的非标融资活动正在趋于减少。

在业内人士看来，规范地方财政出函以及政府购买行为，正在让原有业务的合规性及风控受到更大挑战，而部分机构也计划逐渐淡出平台融资业务。

另一方面则是地方债务“标准化”效果的提速。记者统计Wind及同花顺iFinD数据发现，今年5月份以来的城投债发行规模同比上升，而被监管层所鼓励的地方政府债的发行规模更是明显加快。

#### “非标转标”趋势

非标式的地方债务版图可能正在缩小。

“我们已经不做地方平台项目了，之前只是集合不做了，目前考虑是通道业务也要暂缓一下。”北京一家中等规模基金子公司投委会成员指出。

监管部门此前采取的一连串举措，或许是导致资管机构淡出地方非标融资业务的原因。

5月3日，财政部曾联合发改委等五部门发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（下称56号文）；次月，财政部再度下发《关于坚决制止以政府购买服务名义违法违规举债》的通知。

“之前有几家券商和基金子公司2015年做的资管地方融资存续项目被监管部门问询了。”上海一家基金子公司部门负责人表示，“目前的环境下，很难针对融资平台开展增量业务。”

“规范政府购买服务之后，以融租名义开展的融资业务难度也在提高。”北京一家融资租赁公司项目经理也坦言。

而据业内人士透露，除地方融资模式遭到进一步钳制外，去年以来的金融强监管也成为非银机构逐步放弃这一领域的主要原因。

“资管逐渐淡出地方债的原因一方面来自于资产端的受限，即担保、出函等操作的合法性正在丧失。”上述基金子公司部门负责人表示，“另一方面资管机构自身也有压力，目前子公司刚刚被要求实施了净资本监管，监管层又不断敦促资管要回归主业，所以地方债可能难以成为业务扩张方向了。”

非标融资的退潮同时，以城投债、地方政府债（下称地方债）为代表的标准化融资管道却在进一步打开。21世纪经济报道记者统计发现，5月份以来的城投债、地方债发行规模均呈现出同、环比增加的趋势。

据同花顺 iFind 数据显示，虽然在 56 号文下发的 5 月份新发城投债（包括企业债、公司债、中期票据及短期融资券）数量仅为 50 只，相比 4 月份的 179 只大幅下降了 72%。

“5 月份的下滑应该和规范行为无关，因为文件层层下达也需要一个时间，而 5 月份可能正好赶上了小月份。”中信证券一位债承项目经理认为。

与之对应的是，6、7 月份城投债发行数量则有相当程度的回升，分别为 140 只和 207 只。而 5 月份至今共发行的城投债数量已达 581 只，包括企业债 252 只，短融券 153 只，中期票据 143 只，公司债 33 只。

这一数量已较 2016 年同期的 493 只出现上升；但具体到分布类型上也有一定的结构调整，例如 5 月份至今以中期票据体现的城投债数量达 143 只，而在去年同期只有 14 只，增长超过 10 倍；而体现为公司债的城投债则由去年的 84 只缩水至 33 只。

“在地方政府融资不断规范后，地方债务可能继政府债务置换后再一次呈现出‘非标转标’的趋势。”汇金系一家券商固收研究员认为，“上一次是《预算法》之下的存量处置，这一次则可能是监管施压下市场的自然选择。”

#### 地方债发行提速

地方政府债发行的提速则成为地方债务标准化的另一个横切面。

5 月份以来，共有 30 个省份在交易所平台发行地方债，共发行地方债 314 只，总规模约为 1.78 万亿元。其中，四川、广东、广西三省区地方债发行规模分列一、二、三位，规模分别达到 1307.7 亿元，1114.8 亿元和 1057 亿元。

而自 5-7 月份以来，地方政府债的月发行规模分别达 0.31 万亿、0.45 万亿和 0.81 万亿元；呈加速递增状态。

事实上，地方债的扩容也与监管层的鼓励措施有关。

今年 5 月份，交易所向承销商发起动员，鼓励其承销地方债发行。并为此组建专题工作领导小组，协调促进地方债的发行。

“市场监管部门的鼓励是一方面，地方政府债务额度是有规划和管制的，但阶段性的提速意味着这一时期的省级财政融资需求正在上升。”前述债承

人士表示，“但这将进一步促使政府债务‘信用归信用、利率归利率’。”

有城投人士认为，城投债、地方债发行的增多也有来自基本面的原因。

“目前地方融资的提速背后也和基建需求提升有关。”东北地区一位区县级融资平台负责人表示，“在经济下行压力仍然存在的情况下，地方债所支持的基建仍然是一些地区 GDP 的重要支撑。”

然而，基建领域的增长效率也被部分专家所质疑。

“很多基础设施投资跟地方政府融资平台是密切相关的，但融资平台的投资回报率在稳步下降，投资回报率相当低。”清华大学经管学院副院长白重恩表示，“这似乎告诉我们，基础设施投资给我们带来的回报也是相对较低的。”

值得一提的是，目前部分城市正在重新调整自身的基础设施建设规划。据 21 世纪经济报道记者获悉，华北某三线城市日前就根据中央精神对其城市轨道交通项目规划进行了“收缩”。

而政策层面对基建融资支持的转向是否会对城投债的发行带来影响，也被业内人士所关注。“目前没有迹象显示政府正在降温基建投入，有也大概率是结构性或是局部的，对城投债的供给影响应该也相对有限。”上述债承人士认为。

#### **【农发行三期债招标结果分化，7 年品种定位偏高】**

农发行 1 年期固息增发债中标利率 3.6979%，投标倍数 2.47；7 年期固息增发债中标利率 4.3810%，投标倍数 3.58；10 年期固息增发债中标利率 4.3388%，投标倍数 3.17。8 月 22 日，中债 1 年期、7 年期和 10 年期农发行债到期收益率分别为 3.7550%、4.3623%和 4.3479%。

#### **【公开市场连续净回笼，Shibor 再度全线上涨】**

周三（8 月 23 日），公开市场连续净回笼，Shibor 再度全线上涨。

隔夜 Shibor 涨 2.82bp 报 2.8453%，7 天 Shibor 涨 0.43bp 报 2.9028%，1 个月 Shibor 涨 0.45bp 报 3.8757%；3 个月 Shibor 涨 0.66bp 报 4.3571%；1 年 Shibor 涨 0.09bp 报 4.4041%。

央行公告称，考虑到临近月末财政支出可一定程度对冲央行逆回购到期等因素，为维护银行体系流动性基本稳定，8 月 23 日以利率招标方式开展了 1800 亿元逆回购操作，其中 7 天期 1000 亿、14 天期 800 亿。当日有 2200 亿逆回购到期，净回笼 400 亿，连续三日净回笼。

## 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	2.58	2.78	2.875	-0.26	-0.105	-0.06	-0.01
前值	2.44	2.735	2.805	-0.275	-0.13	0.02	-0.06
变动	0.140	0.045	0.070	0.015	0.025	-0.080	0.050

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	3.6100	5.1671	1.0022	4.7324	4.3802	-0.3631	1.2
2	150007.IB	3.6350	4.6493	1.0215	4.3179	3.6937	-0.0561	0.8
3	170007.IB	3.6200	4.6411	1.0051	4.3426	3.5332	-0.1125	55
4	170014.IB	3.5875	4.8904	1.0197	4.5649	3.4445	0.0092	33.1
5	170001.IB	3.5649	4.3918	0.9954	4.1143	2.3982	0.1537	3

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	160010.IB	3.7975	8.7041	0.9926	7.6462	5.4647	-0.6629	2.4
2	170010.IB	3.6595	9.7014	1.0424	8.2086	3.2984	0.0831	34.4
3	170018.IB	3.6165	9.9507	1.0492	8.4404	2.4063	0.3513	30.5
4	170004.IB	3.5656	9.4712	1.0318	8.1586	0.4157	0.9007	4
5	170013.IB	3.6925	6.8356	1.0331	6.1481	-0.9084	1.3616	30.1

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。