

## 资金面紧势稍缓，期债偏弱震荡

2017年8月28日 星期一

### 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 94.475 元，跌 0.04 元或 0.04%，成交 637 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.61 元，跌 0.055 元或 0.06%，成交 24391 手。国债期货 T1803 合约报 94.60 元，跌 0.095 元或 0.10%，成交 70 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.25 元，涨 0.03 元或 0.03%，成交 701 手。国债期货 TF1712 合约报 97.43 元，跌 0.045 元或 0.05%，成交 5262 手。国债期货 TF1803 合约报 97.55 元，跌 0.07 元或 0.07%，成交 31 手。

上周五资金面供需状况和市场情绪均明显缓和，货币市场利率多数下跌。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.8676%，涨 1.04 个基点；7 天期报 3.1385%，涨 10.06 个基点；14 天期报 4.2308%，跌 0.23 个基点；1 个月期报 3.9000%，跌 5.58 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.8525%，跌 0.65 个基点；7 天期报 2.9591%，涨 3.46 个基点；14 天期报 4.1552%，跌 19.84 个基点；1 个月期无成交。

#### 策略建议

上周五国债期货早盘低开后冲高回落，午盘偏弱震荡。现券方面，5 年期收益率上行 0.23 个 bp 至 3.6107%，10 年期收益率上行 0.75 个 bp 至 3.6327%，IRS 微幅下行。上周五消息面偏淡静；央行暂停逆回购操作，净回笼 1300 亿元，除隔夜外，大多数期限资金利率先上后下，资金面整体紧势继续缓和。

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。

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

### 【统计局：供给侧结构性改革成效持续显现，工业利润延续良好增势】

国家统计局工业司何平博士解读 2017 年 7 月份工业企业利润数据称，7 月工业企业利润增速放缓主要受极端高温天气条件下部分企业放假、停产等短期非经济因素影响，总体看，随着供给侧结构性改革持续推进，企业效益同比呈现好转态势，工业利润继续保持较高增速。国有控股企业效益显著回升，石油加工、煤炭和钢铁等行业效益明显提升。

国家统计局 8 月 27 日发布的工业企业财务数据显示，2017 年 1-7 月份，规模以上工业企业利润同比增长 21.2%，增速比 1-6 月份放缓 0.8 个百分点。其中，7 月份利润同比增长 16.5%，增速比 6 月份放缓 2.6 个百分点。利润增速放缓主要受极端高温天气条件下部分企业放假、停产等短期非经济因素影响。总体看，随着供给侧结构性改革持续推进，企业效益同比呈现好转态势，工业利润继续保持较高增速，具体情况如下：

一是降成本成效有所扩大。7 月份，工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为 93.12 元，同比下降 0.29 元，比 6 月份多降 0.11 元。其中，每百元主营业务收入中的成本为 85.9 元，同比下降 0.13 元；每百元主营业务收入中的费用为 7.22 元，同比下降 0.16 元。

二是降低企业杠杆率取得积极进展。7 月末，规模以上工业企业资产负债率为 55.8%，同比下降 0.7 个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为 61.1%，同比下降 0.5 个百分点。

三是工业产成品“去库存”持续推进。7 月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长 8%，增速比 7 月份主营业务收入低 2.1 个百分点；产成品周转天数为 13.7 天，同比减少 0.8 天。

四是企业资金周转持续加快。7 月末，规模以上工业企业应收账款平均回收期为 37.1 天，同比减少 1 天。

五是利润率同比进一步提高。7 月份，规模以上工业企业主营业务收入利润率为 5.97%（因季节因素低于 6 月份），同比提高 0.33 个百分点，增幅比 6 月份加大 0.04 个百分点。

六是国有控股企业效益显著回升。7 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业利润同比增长 34.2%，增速比 6 月份加快 13.5 个百分点；其中，中央企业利润同比增长 8.5%，扭转了 6 月份同比下降 6.5% 的局面。主要归因于石油加工、煤炭和钢铁等行业效益明显提升。

### 【信用债发行量创 9 个月新高，年内投资需避开两大“雷区”】

信用债发行量上行同时，违约隐忧再起。Wind 资讯统计，本月信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具、资产支持证券，下同）已公布发行

规模达 7640.97 亿元，超过 7 月份全月发行规模，续创 2016 年 12 月份以来单月新高。如保持目前发行节奏，8 月信用债有望突破去年 10 月份发行规模。与此同时，债市违约阴影不散，机构提醒市场年内信用债投资要避免两大“雷区”。

#### 一级市场继续放量

短暂回调过后，信用债一级市场发行再度上行。

Wind 资讯统计显示，本周信用债已公布发行规模 2178.6 亿元，创 18 周新高，发行量连续三周上行。

此外，本月信用债已公布发行规模达 7640.97 亿元，超过 7 月份全月发行规模，续创 2016 年 12 月份以来单月新高。如保持目前发行节奏，8 月信用债发行规模有望突破去年 10 月份的发行规模。

天风证券孙彬彬研报分析，从信用利差和等级利差的相对位置来看，信用债的调整似乎并不充分，但如果从贷款利率与债券的比价关系而言，确实具备相当的吸引力。换言之，交易价值不突出，但具备一定配置价值，在当前流动性环境和利率环境继续保持中性的背景下，结合负债成本变化，从票息角度，信用策略可能依然占优，建议继续持有。

#### 违约风险再起

信用债一级市场高位发行同时，违约隐忧再起。

债市违约方面。截至目前，今年以来债券违约规模 205.2 亿元，违约数量 24 只，分别较去年同期下滑 20.2%、50.0%。但同时，信用债违约规模已连续三个月超过去年同期。

其中 8 月以来，已出现三起信用债违约，涉及两家发行人。

值得注意的是，与去年信用债违约多集中在国企领域不同，今年出现的债市违约多集中在民企。

以五洋债为例，8 月 15 日，因五洋建设未能完成回售和付息资金的发放，已构成“15 五洋债”违约，同时导致“15 五洋 02”交叉违约。本次违约事件涉及两期债券本息金额合计约 14.2 亿元。

中金公司分析，本次违约事件是公司债融资收紧的背景下，再融资风险暴露的典型案列。低资质民企再融资风险恐有暴露风险。

报告分析，2016 年末以来，公司债发行量大幅下降，虽然 2017 年 7 月开始有所回升，但从 8 月的情况来看，伴随市场调整，又开始出现放缓态势。随着 2015 年发行的部分公司债到期或进入回售期，公司债净融资额较前两年大幅下降。从投资者角度来看，目前新增的配置资金有限，风险偏好较去年也有明显回落，低资质民企发行难度增加显而易见。

#### 年内投资要避免两大“雷区”

今年以来，信用债二级市场走势震荡。从机构分析来看，两类信用债面临风险。

第一类是部分公司债品种。华创证券屈庆研报此前分析，部分公司债信用品种面临风险，具体来看：

首先，非上市公司发行的私募产业债是目前存量最大的公司债品种之一，也是重点提示信用风险。这类债券具有信息披露差、财务真实性欠佳、体量小抗风险能力弱等特点，需要重视。

其次，前几年通过借壳上市的公司很多，这类公司普遍业绩承诺压力大。为实现业绩承诺，只有通过不断资产重组做大做强，而配套再融资受监管影响很大。因此，业绩承诺压力大、资本运作频繁的上市公司也需要警惕。

另外，选择私募债发行的城投企业多是信用资质偏弱的城投企业，报告认为近期财政部一系列发文会使得这类公司短期流动性压力加大。

报告总结，整体而言，下半年信用利差仍有走扩压力，建议短久期低杠杆高等级，考虑到后期信用债的供给压力依然不小，因此建议放缓配置节奏。

第二类则是低资质民企所发债券。山西证券郭瑞研报认为，公司债券发生违约与自身经营管理有很大关系，但也受到债券市场融资环境一定影响，融资渠道受限使得很多民营企业周转困难。

报告分析，今年以来融资成本中枢上移，导致一部分发行人在债券市场融资受阻，有的资质较差的主体就很可能发生债务违约事件。因此要警惕融资环境恶化对民营企业融资的影响，尽量避开负债较重、资质不高的民营企业。

不过，也有机构分析，信用债仍有机会。国开证券水兵研报分析，对于信用债而言，未来高等级品种的性价比较高，究其原因至少有以下两点。

一是7月经济数据走弱，后续如果经济下行压力逐步显现，叠加金融监管依然从严导致再融资风险，高等级品种更受青睐。

二是二季度货币政策执行报告强调，要切实发挥债券市场在提高直接融资比重、防范化解金融风险、优化资源配置方面的作用等，央行对债券市场呵护态度较明显，高等级品种在防范风险等方面表现更好。

此外，中信明明研报分析，对于下半年信用市场最大不确定性可能来源于环保督查执行的力度。报告分析，如果说去年供给侧改革引发了“煤飞色舞”、“绝代双焦”等行情近似于黑天鹅，那环保督查政策的执行弹性，也许会成为大家有所预期的“灰犀牛”。

#### **【Shibor 连续三日全线上涨】**

上周五（8月25日），Shibor连续三日全线上涨。

隔夜 Shibor 涨 0.71bp 报 2.8550%，7 天 Shibor 涨 0.58bp 报 2.9098%，1 个月 Shibor 涨 0.33bp 报 3.8872%，3 个月 Shibor 涨 0.7bp 报 4.3689%，1 年 Shibor 涨 0.17bp 报 4.4068%。

央行连续两日暂停公开市场操作。央行称，考虑到财政支出、地方国库现金管理商业银行定期存款操作、金融机构法定准备金退缴等因素将投放流动性，对冲央行逆回购到期后银行体系流动性处于适中水平，8月25日不开展公开市场操作。今日有1300亿逆回购到期。按逆回购口径计算，本周累计净回笼3300亿。

市场人士指出，8月仅余5个交易日，预计8月财政集中支出的影响可能维持至月底，随着机构跨月需求逐渐得到满足，资金面紧势有望逐步缓解。

## 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	2.765	2.81	2.925	-0.185	-0.11	-0.14	0.005
前值	2.765	2.81	2.925	-0.195	-0.145	-0.15	-0.03
变动	0.000	0.000	0.000	0.010	0.035	0.010	0.035

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	170007.IB	3.6500	4.6356	1.0051	4.3369	3.5916	-0.1266	37.8
2	170014.IB	3.6100	4.8849	1.0197	4.5592	3.4186	0.0175	28.3
3	080002.IB	--	5.5151	1.0551	--	--	--	--
4	130005.IB	--	5.4959	1.0247	--	--	--	--
5	150007.IB	--	4.6438	1.0215	--	--	--	--

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	3.7983	8.6986	0.9926	7.6406	5.0182	-0.5274	2.4
2	170010.IB	3.6650	9.6959	1.0424	8.2027	2.9609	0.1808	28.6
3	170018.IB	3.6300	9.9452	1.0492	8.4339	2.2871	0.3812	12.2
4	160023.IB	3.5775	9.1973	0.9767	8.0916	0.1749	0.7561	6
5	170004.IB	3.5709	9.4658	1.0318	8.1528	0.0285	0.9987	4

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。