

资金面紧势继续缓解，期债低开震荡走弱

2017年9月4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94.59元，涨0.035元或0.04%，成交50手。国债期货主力T1712合约报94.725元，跌0.115元或0.12%，成交20612手。国债期货T1803合约报94.77元，跌0.09元或0.09%，成交32手。5年期国债期货近交割月合约TF1709合约报97.32元，跌0.065元或0.07%，成交12手。国债期货TF1712合约报97.495元，跌0.04元或0.04%，成交5586手。国债期货TF1803合约报97.64元，涨0.00元或0.00%，成交0手。

上周五虽然央行连续两日暂停公开市场操作，但是由于8月末财政集中支出可以对冲地方政府债券发行缴款、央行逆回购到期，资金面明显转松，货币市场利率多数下跌。银行间同业拆借1天期品种报2.8234%，跌5.98个基点；7天期报3.1105%，涨0.91个基点；14天期报3.8765%，涨12.33个基点；1个月期报4.0580%，跌4.2个基点。银行间质押式回购1天期品种报2.7930%，跌9.57个基点；7天期报2.9408%，涨1.05个基点；14天期报3.8661%，跌64.74个基点；1个月期报3.7900%，跌41.57个基点。

策略建议

上周五国债期货早盘低开后偏弱震荡，午盘跌幅有所扩大，尾盘小幅收跌。现券方面，5年期收益率上行0.57个bp至3.6181%，10年期收益率上行0.88个bp至3.6353%，IRS小幅下行。上周五公布的8月财新PMI数据表明目前经济仍有韧性，前日央行公布“9月1日起将同业存单的期限明确为不超过1年，取消2年和3年期同业存单，此前已发行的1年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期”，由于1年及以上存单存续规模很小，对市场不利影响较小；央行暂停逆回购操作，净回笼500亿元，大多数期限资金利率下行，资金面紧势进一步缓解。

操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者多TF空T

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

(2:1)，仅供参考。

债市要闻

【财新中国制造业 PMI 连升 3 月至年内次高】

8 月财新中国制造业 PMI 为 51.6，预期为 51.0，前值为 51.1，连续 2 个月位于枯荣线上方，为 2 月以来最高，显示制造业整体运行良好，且为连续第三个月上升。这一趋势与国家统计局制造业 PMI 接近。8 月统计局制造业 PMI 录得 51.7，比 7 月上升 0.3 个百分点。

调查显示，8 月中国制造商新接业务总量有可观增长，增速为 37 个月以来最高。受访厂商反映，海外需求回升是促使新订单增长的主要动力。月内新增出口销量录得 2010 年 3 月以来的最高增速。

新订单持续增长，使制造商在 8 月扩大生产规模，生产扩张率与 7 月创下的 5 个月最高纪录几乎持平。

8 月制造业用工数量继续下降，降幅较 7 月有所放缓。受访厂商反映，压缩用工是为了提升效率，且员工自愿离职后没有填补空缺。

8 月平均投入成本录得五个月来最大涨幅，受访厂商普遍反映月内原料价格上扬。厂商因此上调产品出厂价格，加价幅度可观，为今年以来最显著。

【上市房企近 8000 亿现金背后，今年地产海内外发债规模已降逾四成】

楼市调控，加剧房企分化。数据显示，上市房企上半年现金规模高达 7748 亿元，但融资规模明显下滑。Wind 资讯统计，今年以来，房企海内外发债规模 4725.18 亿元，较去年同期降逾 44.4%。与此同时，今年前 7 个月国内房地产开发累计银行贷款 1.27 万亿元，同比增速今年首次出现回落。房企分化背景下，中小房企负债率更为突出。

房企融资再度收缩

房企融资规模下滑，二季度以来升势止步。

国内发债方面。继 7 月债券发行规模首度超过去年同期后，8 月份地产企业境内发债规模再度下滑。

Wind 资讯统计，今年以来，地产企业境内累计发债规模 2767.21 亿元，较去年同期的 8212.59 亿元，下挫 66.3%。其中，8 月份发债规模 439.93 亿元，结束环比两连涨，且较去年同期下滑 58.2%。

海外发债方面。Wind 资讯统计，今年以来，地产企业海外累计发债规模已达 279.71 亿美元，发行债券数量 60 只，规模和数量继续超过历年去年规模。

但 8 月份地产企业海外债发行规模 24 亿美元，发行债券数量 7 只，均连续两个月下滑。

信托融资方面。中国信托网早前报道，相对其他资管渠道而言，房地产信

托业务的政策较为宽松，由此产生了不少房地产信托融资需求。

但即使如此，也面临调整。上海证券报报道，7月发行的房地产信托产品的规模达472.7亿元，而同期成立的房地产信托的规模仅为210.2亿元，环比6月份大幅下滑39.16%。

中国证券报援引市场分析认为，在强调控、严监管、融资趋紧下房地产投资将有所放缓。但大幅降低可能性不大，房地产行业仍有结构性机会。

此外，作为房企融资的重要渠道，银行贷款增速亦出现放缓迹象。

数据显示，今年前7个月，国内房地产开发累计银行贷款1.27万亿元，同比去年增速17.5%，增速年内首次出现回落。而广发证券乐加栋研报分析，银行信贷资源多向大中房企倾斜。

销售下滑加剧房企分化

伴随着融资回落的同时，房地产调控仍未有放松迹象。

Wind资讯统计30大中城市样本数据显示，7月份一线城市商品房成交面积238.16万平方米，创3月份以来新低，较去年同期下降45.5%。

不仅如此，广发证券乐加栋研报统计，8月前24天，跟踪的41城市新房成交同比下滑25.3%，其中一二线城市分别同比下滑52%、23%，23个三四线则同比下滑13%，累计同比降幅则小幅扩大至1.8%，总体成交热度继续下行。

研报认为，当前楼市总体成交热度继续下行，部分热点城市首套房按揭贷款利率基准上浮已成为主流，将对成交持续形成抑制。

销售数据下滑同时，房企分化进一步加重。

乐加栋研报统计上市房企半年报数据显示，目前TOP10房企的市场占有率已进一步攀升至26%，TOP30房企的市场占有率更是攀至41%。行业集中度继续快速提升，调控背景下大房企更具备竞争优势。

西南证券统计龙头房企前7个月数据也显示，碧桂园、万科、中国恒大前7个月销售面积分别达到了3695万平方米、2118万平方米、2915万平方米，同比增速分别为99%、31%、28%。销售金额分别达3339亿元、3127亿元、2883亿元，同比增速分别为123%、44%、56%。其他地产龙头企业今年以来的销售面积和销售额同样增速明显，地产行业“强者恒强”势头明显。

除了销售上的差距外，房企现金流亦分化明显。

乐加栋研报统计，上半年上市房企整体在手现金7748亿元，短期有息负债6140亿元，覆盖率126%。但整体净负债率重新回升，因现金回款不及去年，中小房企负债率更高。

而据中报显示，截至今年6月底，万科持有货币资金1075.6亿元；碧桂园现金余额为1201.3亿元；中国恒大的“现金及现金等值物”亦达1644亿元。

龙头房企现金流充沛的同时，中小房企压力明显。

乐加栋研报分析，上半年上市房企整体净负债率重新回升，主因现金回款不及去年，而中小房企负债率更高。

21 世纪经济报道援引 Wind 数据显示，截至今年年中，128 家房企的长期债务比例为 30.85%，中短期负债比例则接近 7 成，这也意味着，房企的偿债高峰期即将到来。

值得注意的是，中国金融杂志刊登央行研究局局长徐忠文章称，对一、二线城市房地产市场应保持紧调控态势，可考虑在 MPA 中增加房地产广义信贷的偏离度指标。同时，要以市场化为导向改革完善土地制度，要以房地产税为切入点，深化中央与地方财税体制改革。

【资金面紧势进一步缓解，Shibor 多数下跌】

上周五资金面紧势缓解，Shibor 多数下跌。

隔夜 Shibor 跌 1.8bp 报 2.8130%，7 天 Shibor 跌 1.15bp 报 2.8764%，1 个月 Shibo 持平报 3.8920%，3 个月 Shibor 涨 0.13bp 报 4.3741%，1 年 Shibor 跌 0.15bp 报 4.4023%。

央行连续两日暂停公开市场操作。央行今日公告称，8 月末财政集中支出，对冲地方政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素后银行体系流动性总量继续处于较高水平，9 月 1 日不开展公开市场操作。今日有 500 亿逆回购到期，自然净回笼 500 亿。本周累计净回笼 2800 亿。

中国证券报刊文称，马上将进入季末月，同业存单到期量逾 2 万亿、季末 MPA 考核，叠加外围货币环境的影响，将是资金面顺利“通关”需过的三道坎。分析人士指出，在超储率处于低位的背景下，近期央行连续大额回笼资金令机构“人心惶惶”，加之 9 月扰动因素不少，市场流动性预期易紧难松，不过在央行“削峰填谷”的操作基调下，对 9 月流动性不必过于担忧。

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	2.74	2.775	2.81	-0.205	-0.05	-0.17	-0.015
前值	2.83	2.695	2.78	-0.15	-0.105	-0.285	-0.02
变动	-0.090	0.080	0.030	-0.055	0.055	0.115	0.005

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	4.6164	1.0051	4.3177	3.898	-0.204	37.2
2	170014.IB	3.6150	4.8658	1.0197	4.54	3.7952	-0.089	41.4
3	080002.IB	--	5.4959	1.0551	--	--	--	--
4	130005.IB	--	5.4767	1.0247	--	--	--	--
5	150007.IB	--	4.6247	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	3.8291	8.6795	0.9926	7.6199	6.4294	-0.8566	1
2	160017.IB	3.7801	8.9288	0.9803	7.9169	5.6587	-0.7015	3.5
3	170010.IB	3.6505	9.6767	1.0424	8.1846	2.9416	0.1734	23.4
4	170018.IB	3.6295	9.926	1.0492	8.4147	2.6335	0.2595	8.9
5	170013.IB	3.7100	6.811	1.0331	6.123	-0.9959	1.2756	32.6

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。