

8 月期债略偏强震荡，9 月或偏弱震荡

2017 年 9 月 4 日 星期一

兴证期货·研究发展部

兴证期货金融研究团队

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

内容提要

● 行情回顾

8 月期债在经济数据由强转弱，物价略不及预期，监管政策由预期转向逐步落地，商品价格较大幅走高对债市情绪影响偏负面，抬高未来 CPI 预期，同时资金面从 8 月中下旬超预期偏紧叠加央行连续净回笼，国债一级市场需求转弱的共同影响下，呈现先震荡走弱后反弹的走势，五年期国债期货主力合约移仓 TF1712，收于 97.715 元，月跌 0.05 或 0.03%，十年期国债期货主力合约移仓 T1712，收于 94.85 元，月涨 0.06 或 0.13%；现券方面，5 年期国债收益率上行 5bp 至 3.61%，10 年期国债收益率上行 0bp 至 3.63%。

后市展望及操作建议

从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，CPI 维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，央行公布“将拟于 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。”并在 8 月 31 日“决定自 2017 年 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。”，同时货币基金新规落地，限制定制货基，提取风险准备金控制扩张速度，国外美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，9 月资金面或整体比 8 月略偏紧，资金利率可能维持在高位；从供给端看，国债供给有所增加，且 8 月份信用债取消发行规模同比扩大。从需求端看，一级市场需求转弱，中标利率持平或高于二级市场收益率，且投标倍数降低。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

1. 现货市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求转弱，国债发行增加

8月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为33437.65亿元，较上月增加3651.27亿元，其中地方债供给规模为4697.35亿元，较上月大幅减少3755.73亿元，下半年地方债发行规模和速度或将加快；国债发行规模合计为9337.3亿元，较上月大幅增加，大部分期限国债投标倍数较低，显示一级市场需求有所减弱，中标利率与二级市场相差不大。

图 1：2015 年来利率债月度供给规模（亿）

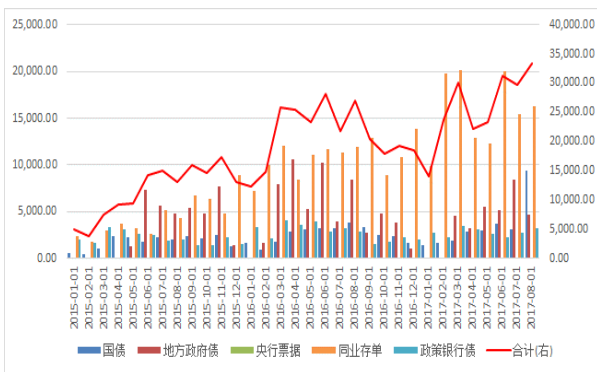


图 2：月度国债一级市场发行

发行起始日	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)
2017-08-31	WI171701		1.00	3.33
2017-08-31	WI171810		10.00	3.59
2017-08-25	17贴现国债41	100.40	0.25	2.90
2017-08-29	17特别国债02	2,000.00	10.00	3.62
2017-08-29	17特别国债01	4,000.00	7.00	3.60
2017-08-23	17附息国债16	360.00	3.00	3.46
2017-08-18	17贴现国债40	100.00	0.25	2.81
2017-08-18	17附息国债15	286.30	30.00	4.05
2017-08-16	17附息国债13	360.00	7.00	3.57
2017-08-11	17贴现国债39	100.00	0.50	3.22
2017-08-11	17贴现国债38	100.00	0.25	2.81
2017-08-09	17附息国债14	363.50	5.00	3.47
2017-08-09	17附息国债12	282.50	2.00	3.62
2017-08-04	17贴现国债37	100.00	0.25	2.92
2017-08-02	17附息国债18	360.70	10.00	3.59
2017-08-02	17附息国债17	363.90	1.00	3.33
2017-08-10	17储蓄08	230.00	5.00	4.22
2017-08-10	17储蓄07	230.00	3.00	3.90
	合计	9,337.30		3.58

数据来源：兴证期货研发部，WIND

1.2 国债现券市场：二级市场大多数期限国债收益率上行

7月除1年期国债收益率下行外，其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的上行，长端上行幅度大于短端，收益率曲线继续走陡。主要原因是资金面超预期偏紧，一级市场发行利率走高和认购倍数走低表明需求转弱，叠加7月经济数据回落和物价数据略不及预期，监管政策逐步落地，大多数期限国债收益率震荡小幅走高，特别是长期国债上行幅度约10bp。具体从月度数据来看，1Y期下行1bp至3.39%，3Y期上行7bp至3.58%，5Y期上行5bp至3.61%，7Y期上行4bp至3.70%，10Y期上行0bp至3.63%，15Y期上行9bp至4.11%，20Y期上行11bp至4.14%。

图 3：2017 年 8 月国债利率期限结构变化

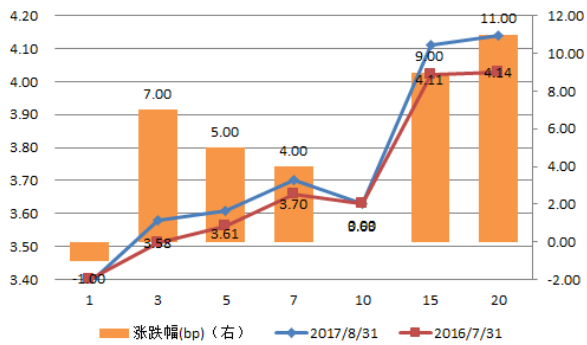
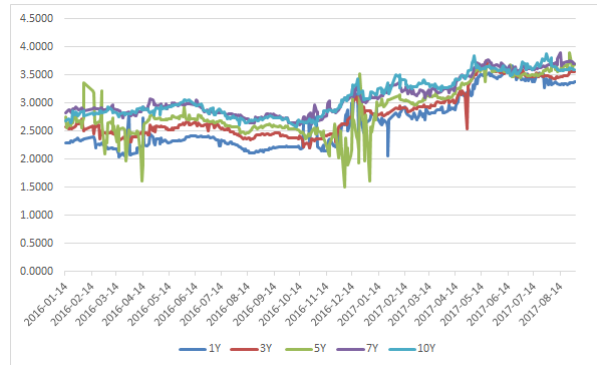


图 4：关键年限国债收益率走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2. 期货市场回顾

2.1 期债整体略偏强震荡

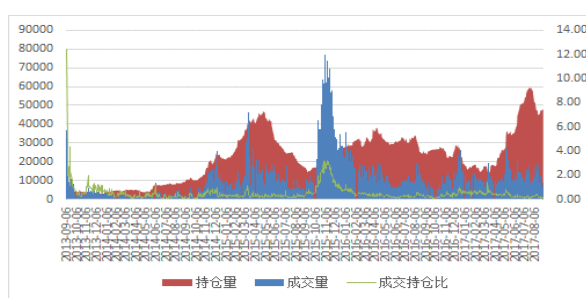
截止到 8 月 31 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1709 收于 97.385 元，月涨 0.055 元或 0.05%；主力合约 TF1712 收于 97.715 元，月跌 0.05 或 0.03%；隔季合约 TF1803 收于 97.64 元，月跌 0.015 或 0.02%；成交方面，主力合约 TF1712 成交量日均 7010 手，三个合约日均成交 11949 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 TF1712 持仓量为 46411 手，三个合约持仓达到 48287 手，较上月底较大幅减少 9442 手。十年期国债期货近交割月合约 T1709 收于 94.56 元，月跌 0.155 元或 0.13%；主力合约 T1712 收于 94.85 元，月涨 0.06 或 0.13%；隔季合约 T1803 收于 94.86 元，月涨 0.055 或 0.10%；成交方面，主力合约 T1712 成交量日均 25874 手，三个合约日均成交 37212 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 T1712 持仓量为 59774 手，三个合约持仓达到 62753 手，较上月底较小幅减少 1380 手。

整体来看，期债走势先偏弱震荡后反弹，月度来看五年期债和十年期债有所分化，五年略偏弱震荡，十年略偏强震荡，主要原因一是公布的经济数据由强转弱，7 月 CPI 和 PPI 略不及预期，二是监管政策由预期转向逐步落地，三是商品价格较大幅走高对债市情绪影响偏负面，抬高未来 CPI 预期，四是资金面从 8 月中下旬超预期偏紧叠加央行连续净回笼，国债一级市场需求转弱，8 月期债走势强于现券，导致大多数活跃券基差走低，会存在阶段性的正套机会。

图 5：5 年期国债期货价格走势



图 6：5 年期国债期货成交与持仓



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 7：10 年期国债期货价格走势

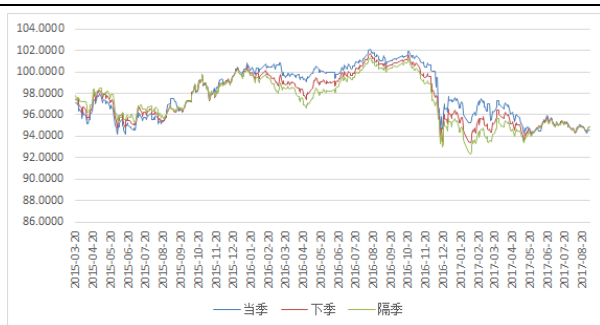
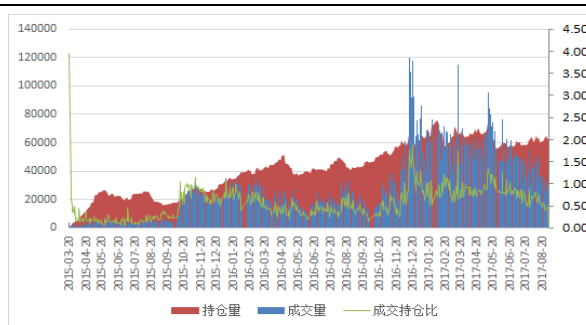


图 8：10 年期国债期货成交与持仓



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.2 期现对比：期现利差负向有所扩大

从 8 月份的期现利差来看，随着 8 月国债期货价格先下后上，而现券价格走势弱于期货，合约 TF1712 的期现利差较之上个月负向扩大，合约 T1712 的期现利差较之上个月小幅收窄，8 月期债升水幅度有所扩大，即期债价格涨幅大于现券价格涨幅。

图 9: TF1712 期货结算价与期现利差

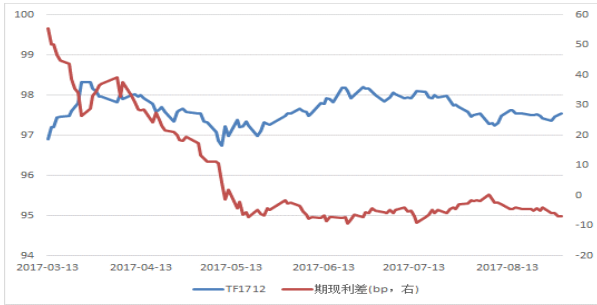
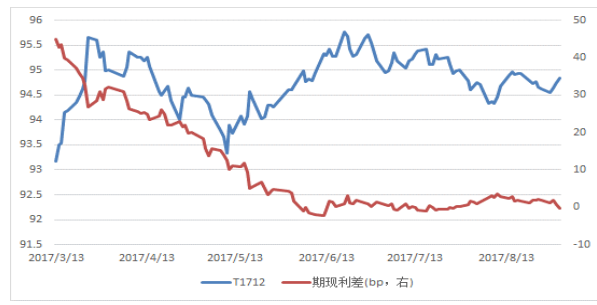


图 10: T1712 期货结算价与期现利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

注：期现利差=期货价格对应标准券的收益率-5年期国债收益率

2.3 期现套利机会

根据活跃 CTD 券的价格可以推算出期货的理论价格，与期货的实际价格做对比，如果二者相差比较大，就有期现套利的机会。但是在实物操作中，更加倾向于利用 CTD 券的 IRR 来判断期现套利机会，当 IRR 明显大于融资成本（如 R007）时，就有期现套利的机会（买现券，抛期货）。

从 8 月份 TF1712 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡走高，而 R007 也震荡走高，在 8 月份 TF1712 合约有正向期现套利机会；从 8 月份主力合约 T1712 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 波动范围较大，而 R007 震荡走高，在 8 月上半个月 T1712 有正向期现套利机会。

图 11:近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

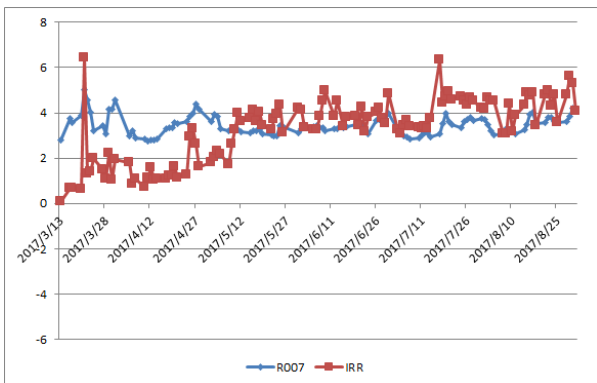
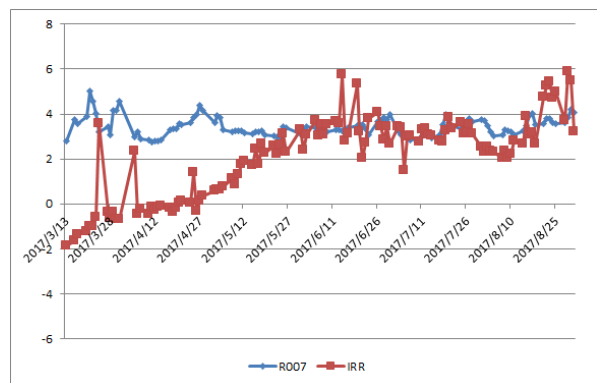


图 12:近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.4 活跃券基差走势

TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、170007.IB 和 170014.IB 的基差震荡走低,适宜做空基差;T1712 合约的活跃券 160010.IB 和 160023.IB 基差先收窄后跳升,适宜先做空基差然后及时止盈,160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB 和 170018.IB 的基差震荡走低,适宜做空基差。

图 13: TF1712 活跃券基差走势

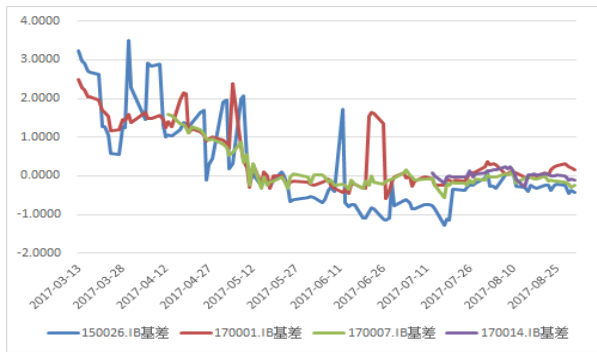
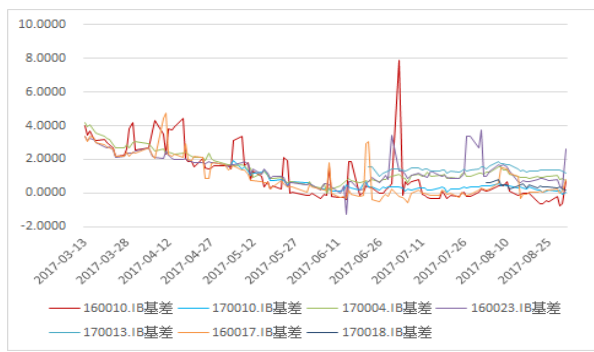


图 14: T1712 活跃券基差走势



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

2.5 跨期价差分析

在 8 月份, 国债期货完成移仓换月, 五年期债主力合约切换为 TF1712 合约, 推荐的多下空当策略止盈; 十年期债主力合约切换为 T1712 合约, 推荐的多下空当策略止盈。

图 15: TF 当季、下季及二者价差走势

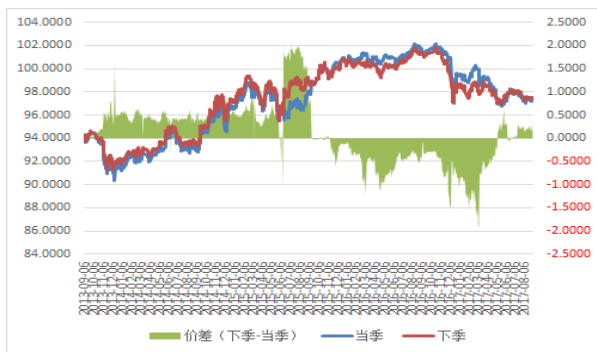
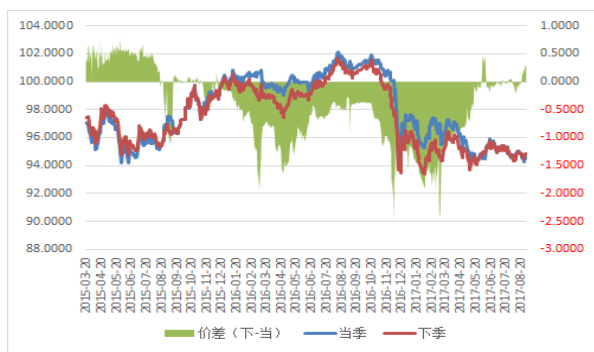


图 16: T 当季、下季及二者价差走势



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

2017年8月份,中国官方制造业PMI为51.7%,较上月上行0.3%,超出市场预期,表明经济韧性仍强。官方PMI数据分项来看,生产指数和新订单指数为54.1%和53.1%,分别比上月上升0.6%和0.3%,供需持续扩张,但供给增速大于需求;新出口订单指数和进口指数为50.4%和51.4%,分别比上月回落0.5%和上升0.3%,出口增速继续放缓,可能与美国等复苏放缓有关;主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为65.3%和57.4%,分别比上月上升7.4%和4.7%,表明原材料端价格上涨比产品端上涨更为显著,主要原因是环保限产导致市场对原材料价格上涨的预期,可持续需观察。8月财新PMI为51.6%,较上月上行0.5%,连续第三个月上升,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。从已经公布的数据来看,短期经济表现出韧性,但可持续性依然待观察。

从房地产销售来看,房地产开发投资在7月继续回落,商品房销售面积增速放缓,严控地产政策影响将逐步显现,房地产投资增速或震荡回落;7月份基建投资增速小幅回落,目前基建对经济支撑力度仍在;7月份制造业投资增速放缓,从投资角度来看,短期经济仍表现出韧性;消费增速出现小幅回落;受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏放缓,进出口增速出现较大幅度回落,贸易顺差继续小幅增加。

图 17: 中国制造业 PMI

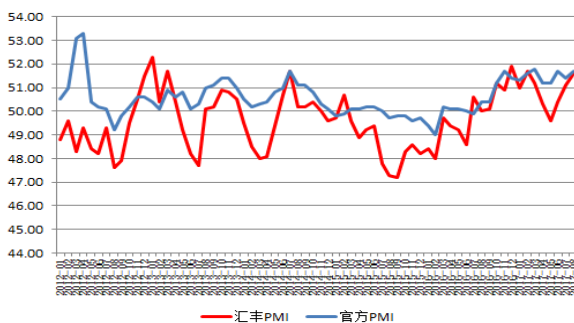


图 18: 工业增加值



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 19: 房地产投资与商品房销售

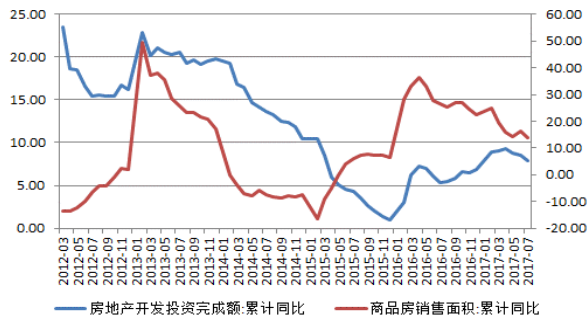
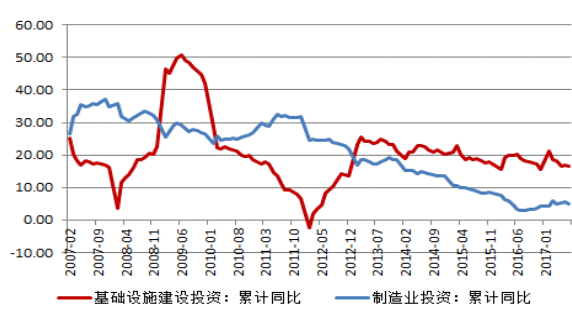


图 20: 基建投资增速与制造业投资增速



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 21: 消费增速

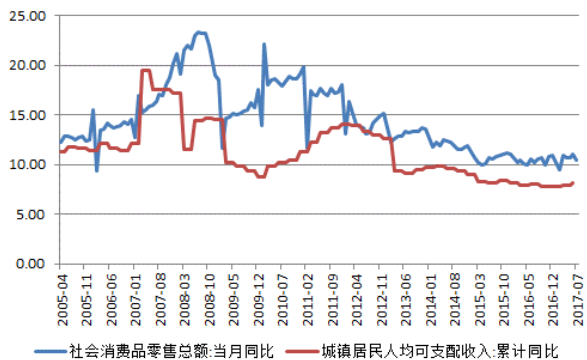
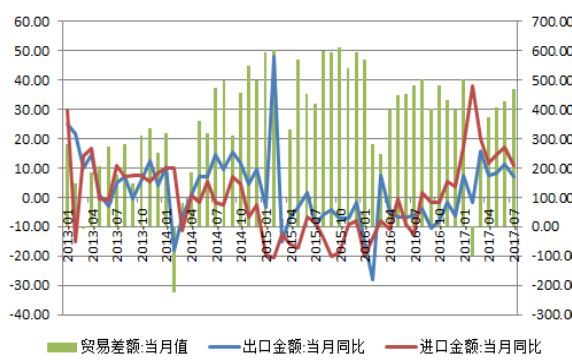


图 22: 进出口增速



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

通胀方面, 7 月份 CPI 为 1.4%, 较上月下行 0.1%, 略超市场预期, PPI 为 5.5%, 持平于上月, 略不及市场预期, 蔬菜价格继续回升, 速度有所放缓, 猪肉价格继续下行, 但下行速度开始放缓, 猪价是 CPI 维持低位的主要原因, 而从 8 月 PMI 数据中的购进价格指数来看, 预计 8 月 PPI 同比或反弹, 环比或较大幅度上行, 8 月 CPI 或小幅上行。

图 23: CPI 与 PPI

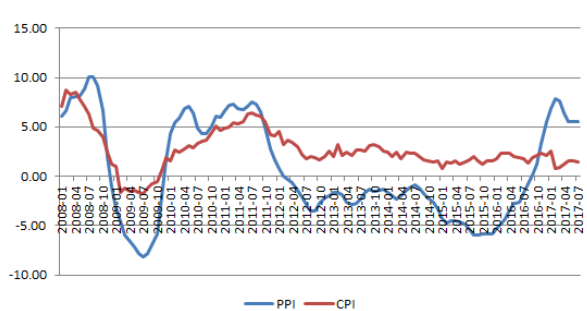
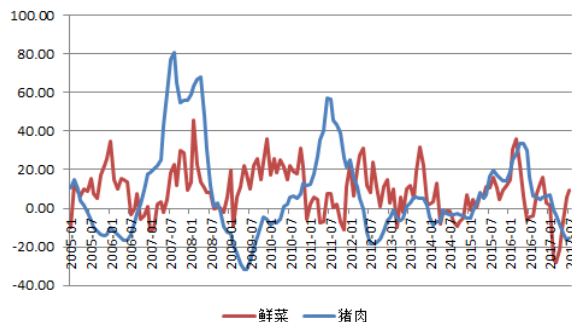


图 24: 蔬菜与猪肉价格同比



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

2017年7月新增贷款9152亿元，较上月减少5322亿元，债券融资为2840亿元，比上月增加3088亿元，信用债发行开始恢复正常，融资规模转正；M2同比增9.2%，较上月继续小幅减少0.2%，M1小幅上升0.3%至15.3%，导致M1-M2的剪刀差有所扩大。

图 25: M1 与 M2 增速

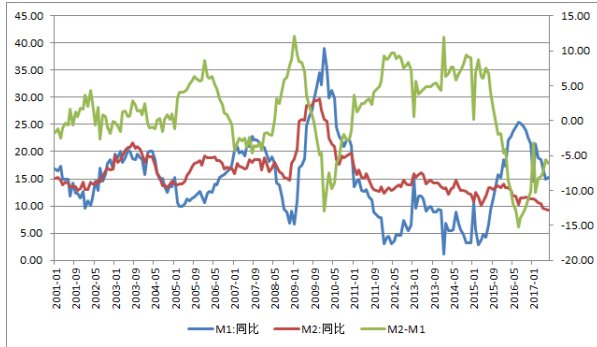
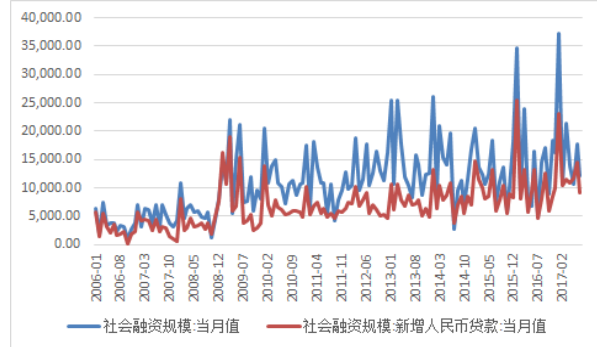


图 26: 社融规模及新增人民币贷款



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 政策面：去杠杆，防风险，下半年监管将继续

国内货币政策的基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”，由于超储率较低，资金面仍将呈现阶段性紧张；央行在二季度货币政策执行报告中公布“将拟于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。”并且在8月31日公告，“决定自2017年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。”，同业存单纳入同业负债监管落地，由于距离正式考核有接近半年的时间整改且1年及以上期限存单本身发行量很小，目前对市场负面影响不大，但中长期看会对债市需求带来不利影响；国外主要经济体货币政策倾向于逐步收紧，目前处于观望期，对国内货币政策仍形成压力，关注美联储9月缩表，而12月是否继续加息可能取决于美国经济和通胀水平。

3.3 资金面：8月资金面超预期偏紧，9月或维持高位

8月资金面在中下旬超预期偏紧，主要原因是在超储率处于1%附近低位，外汇占款改善有限和央行维持资金面紧平衡的政策基调下，由于缴税、缴准、地方债发行和央行持续净回笼等带来扰动，资金利率在较长时间维持高位，超出市场预期，特别是8月中下旬R007-DR007利差维持在20-30bp左右的高位，显示非银资金成本更高。从质押式回购利率来看，隔夜上行18bp至3.16%，7天上行46bp至4.07%，14天上行47bp至4.65%，1M上行36bp至4.4%；从shibor利率变动来看，月度隔夜和14天期上行2bp左右，7天和1M变化不大，而3M大幅上行10bp。9月份有7930亿元公开市场操作到期，其中有2830亿元MLF到期，预计央行将在OMO上进行对冲操作，9月资金利率可能维持高位。

图 27：质押式回购利率月度变动

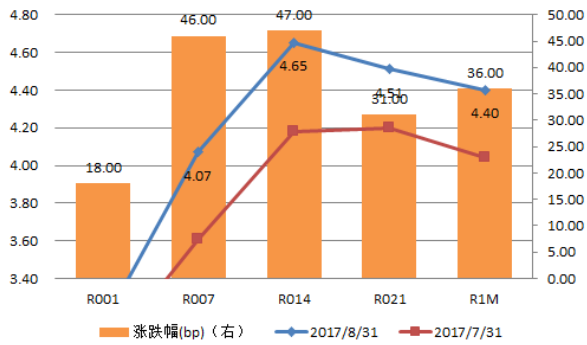
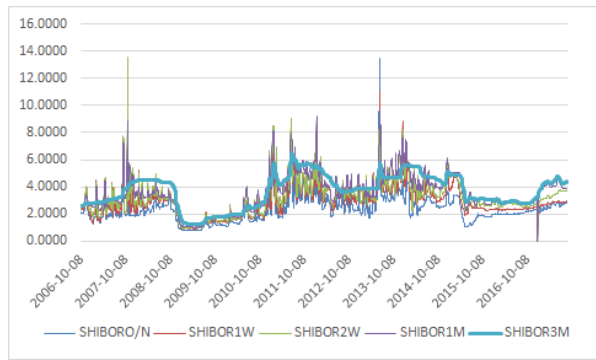


图 28：关键期限 shibor 走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

综上所述，从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价绝对值维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，央行公布“将拟于 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。”并且在 8 月 31 日公告，“决定自 2017 年 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。”同时货币基金新规落地，限制定制货基，提取风险准备金控制扩张速度，国外美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，8 月资金面在中下旬超预期偏紧，9 月资金面或整体比 8 月略偏紧，资金利率可能维持在高位；从供给端看，国债供给有所增加，且 8 月份信用债取消发行规模同比扩大。从需求端看，一级市场需求转弱，中标利率持平或高于二级市场收益率，且投标倍数降低。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

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。