

兴证期货·研发中心

2018年7月4日 星期三

金融研究团队

刘文波

从业资格编号: F0286569

投资咨询编号: Z0010856

尚芳

从业资格编号: F3013528

投资咨询编号: Z0013058

高歆月

从业资格编号: F3023194

联系人

尚芳

电话: 021-20370946

邮箱:

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 2018年上半年行情回顾

2018年上半年经济走势呈现韧性,但受中美贸易战影响而面临不确定性,通胀冲高回落,5年期国债期货和10年期国债期货在边际缓和的监管政策和结构性宽松的货币政策的影响下从年初的新低分别趋势性上行约2.8元和4.4元,10年期国债现券收益率从年初4%趋势性下行约52bp触及年内低点3.48%,现券收益率曲线先走陡后走平;5年期国债期货和10年期国债期货日均成交和持仓先降后升;国债期货的交割手数较大幅下降,且老券占比较相对较大,但合约新规规定从1812合约开始剔除发行期限较长的可交割券;国债期货价格合理有效,期现套利机会相对不多,且在利率趋势性下行时,国债期货较好地发挥了价格发现的功能。

● 2018年下半年展望

从宏观基本面来看,2018年下半年宏观经济有一定的下行压力,特别是房地产投资增速和进出口增速有下滑的风险;货币政策维持稳健中性的基调,结构性宽松的操作将在下半年延续,主要通过公开市场操作、MLF操作和定向降准来投放流动性,央行可能会相机抉择是否跟随美联储加息而上调国内公开市场操作利率,资金面大概率维持边际宽松,但阶段性有趋紧压力;资管新规细则等监管政策可能会继续出台,但对市场影响或边际减弱。10年期国债收益率可能在3.2%-3.7%区间运行。

1. 2018 年上半年国债期货行情回顾

1.1 国债期货走势

2018 年上半年 5 年期国债期货和 10 年期国债期货走势大致相同，共分为三个阶段，第一阶段是 2018 年 1 月，央行和银监会等监管机构密集出台 302 号文和 89 号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空，期债出现大幅下跌价格创新低，其中 5 年期债下跌约 0.7 元至 95.635 元，10 年期债下跌约 1.3 元至 91.495；第二阶段是 2018 年 2-4 月，2 月和 3 月份监管处于真空期，而经济边际走弱和通胀预期回落导致基本面对债市由利空转为边际利好，叠加两会前后央行净投放资金和仅跟随美联储加息而上调公开市场操作利率 5bp 令资金面超预期偏宽松、利率债供给压力小而配置需求相对较好、股市大幅回调、中美贸易战令市场风险偏好降低和政治局会议提出扩大内需释放信号偏利好，期债筑底大幅反弹，而在 4 月 17 日央行公布 4 月 25 日定向降准 1% 置换到期的 MLF 净投放约 4000 亿元，央行超预期定向降准强化了市场对资金面维持偏宽松的预期，期债反弹至阶段性高点，其中 5 年期国债期债上涨约 2.245 元至 98.04 元，10 年期债上涨约 3.56 元至 95.345 元；第三阶段是 2017 年 5 月-6 月，在央行定向降准后 4 月底资金面超预期偏紧，叠加前期获利盘止盈、中美贸易战的缓和和 5 月公布的经济数据表明经济仍有韧性导致基本面对债市略偏利空，期债走势先抑后扬，整体呈现底部抬升的区间震荡，央行 6 月 14 日在美联储如期加息后并未跟随上调公开市场操作利率，在 6 月下旬中美贸易战再度升温引发市场避险情绪，央行响应国常会上提出定向降准政策而在 6 月 24 日公布 7 月 5 日定向降准 0.5% 以支持债转股和小微企业融资，叠加股市的连续大幅回调令市场风险偏好降低和“国开行将棚改贷审批权限上收至总行，货币化安置比例可能降低”的消息令期债突破前高，其中 5 年期债上行至 98.39 元，10 年期债上行至 95.875 元。

图 1: T 主力合约收盘价

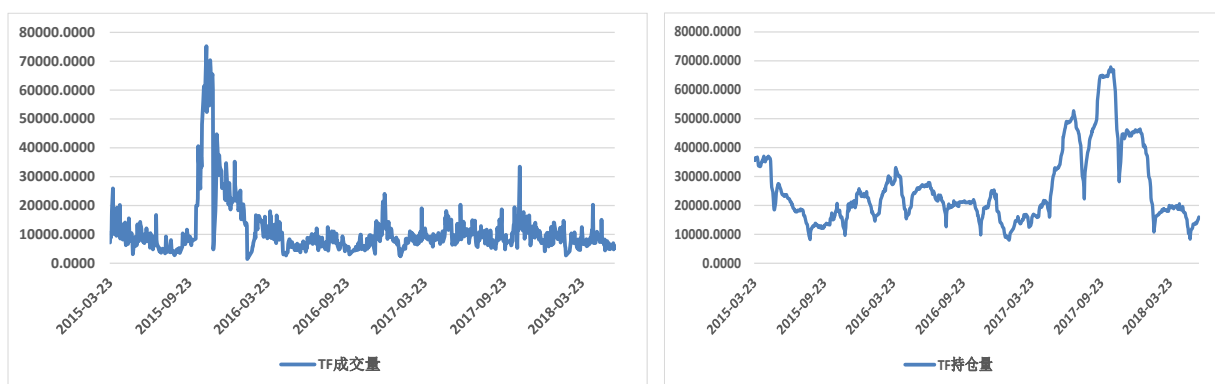


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债期货成交量和持仓量先降后升

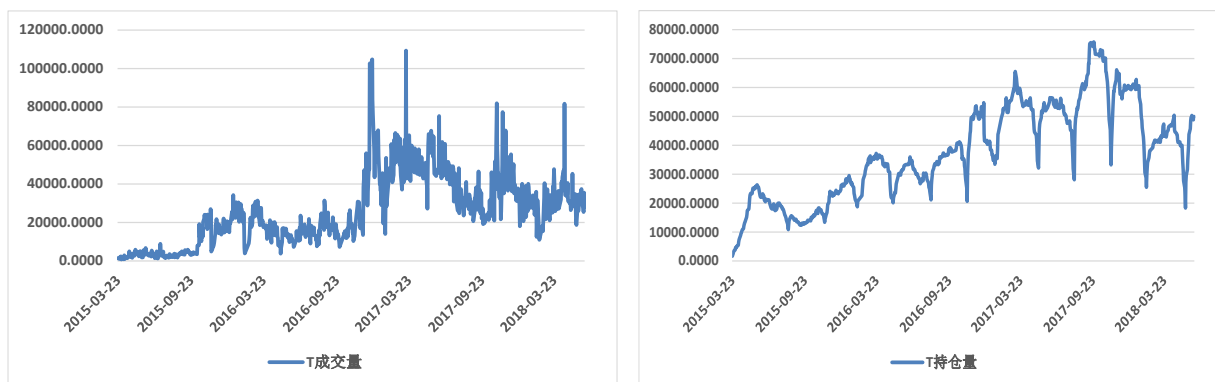
2018 年上半年 5 年期国债期货日均成交约 8923 手，日均持仓约 23416 手，成交持仓比 0.38；10 年期国债期货日均成交约 34677 手，日均持仓约 50094 手，成交持仓比 0.69。在一季度的 2 月和 3 月期债持仓和成交量降幅相对较大，其中 5 年和 10 年期债日均持仓量约为 17919 手和 39104 手，较 1 月下降 53.5%和 29.2%，成交量约为 7872 手和 27579 手，较 1 月下降 18.3%和 11.7%，可能是套保盘和套利盘的减少，二季度国债期货成交量和持仓量稳步回升，截止 6 月 30 日，5 年期国债期货主力合约成交 6607 手，持仓 21448 手，10 年期国债期货主力合约成交 40782 手，持仓 59992 手。

图 2：TF 成交量&TF 持仓量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：T 成交量&T 持仓量



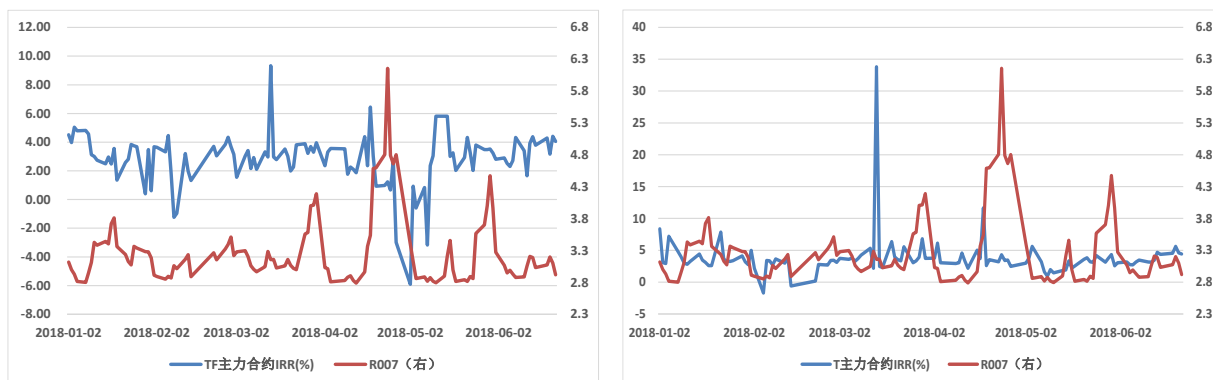
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 期价合理有效，期现套利机会相对不多

2018 年上半年从 5 年期和 10 年期国债期货活跃合约 IRR 走势与 R007 对比来看，在 4 月底

和5月底资金面阶段性紧张，R007较大幅走高，其余时间资金面整体偏宽松，IRR为正且整体上走势相对平稳，只在个别交易日冲高，存在一定的正向套利机会。整体上看，2018年上半年期债价格合理有效，正套和反套机会相对不多。

图4：TF活跃合约IRR&T活跃合约IRR



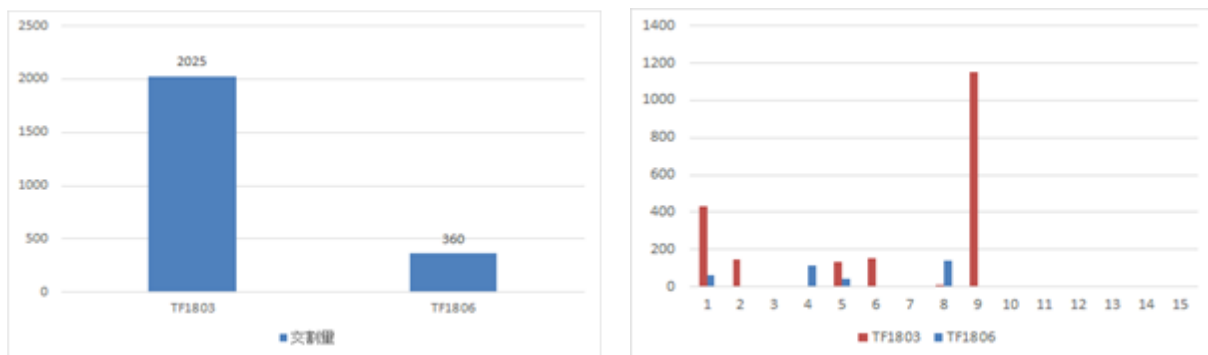
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 交割量较大幅减少，老券交割占比相对较大

2018年上半年5年期国债期货共进行了2次交割，分别为TF1803合约和TF1806合约，每次交割手数分别为2025手和360手，每次交割金额分别为199801万元和35068.59万元，从交割时间上可以看出，不同于2017年，TF1803合约和TF1806合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量；10年期国债期货共进行了2次交割，分别为T1803合约和T1806合约，每次交割手数分别为362手和200手，每次交割金额分别为33366.5万元和18960.59万元，从交割时间上可以看出，不同于2017年，T1803合约和T1806合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量。

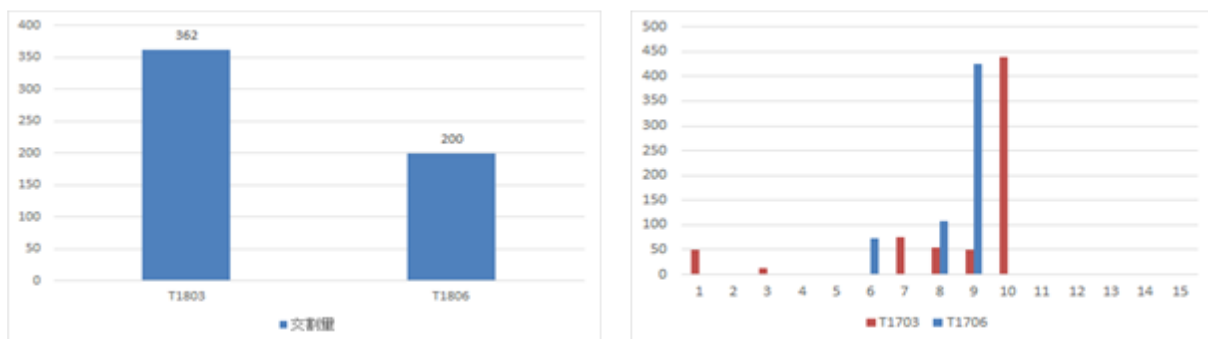
从进行交割的交割券种来看，五年期国债期货进行交割的可交割券分布范围较2017年收窄，共计9只券，其中TF1803合约交割量排名前三的可交割券分别为150026.IB、130011.IB和120015.IB，交割量分别为912、734和290手，占比分别约为45.04%、36.25%和14.32%，且这三只券均为老券，TF1806合约交割券集中在160006.IB上，交割量为326手，占比约为90.56%；十年期国债期货进行交割的可交割券分布范围较2017年不变，共计9只券，其中T1803合约交割券集中在160017.IB上，交割量为288手，占比约为79.56%，T1806合约交割券集中在160023.IB上，交割量为123手，占比约为61.5%，进行交割的券与CTD券的重合度相对较高。中金所公布从1812合约开始，5年期国债期货的可交割券剔除发行期限超过7年的老券，10年期国债期货的可交割券剔除发行期限超过10年的老券，预计从1812合约开始可交割券范围有所收窄，投资者只能在1809合约通过国债期货市场通过交割“卖出”老券。

图 5: TF 历次交割量&TF 历次交割时间



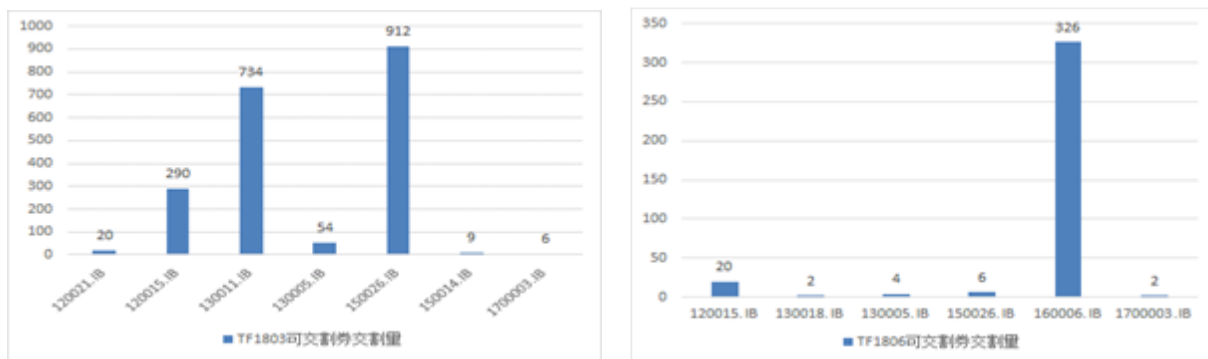
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: T 历次交割量&T 历次交割时间



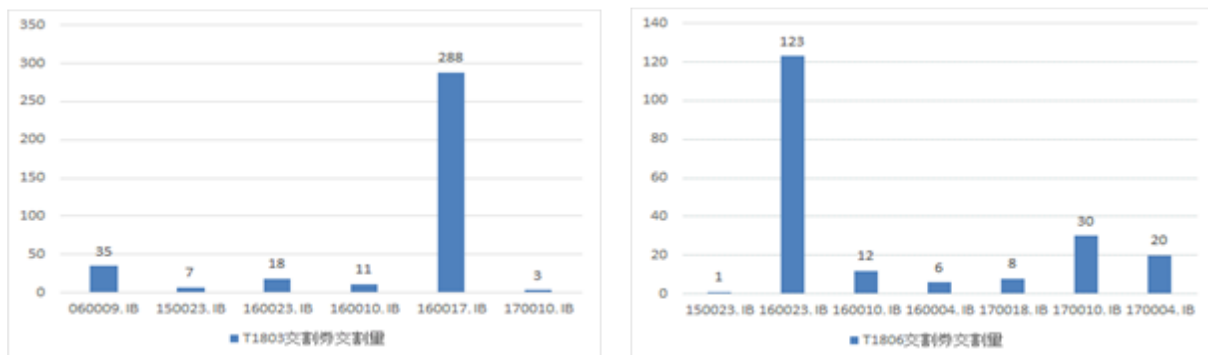
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: TF 历次交割券种



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: T 历次交割券种



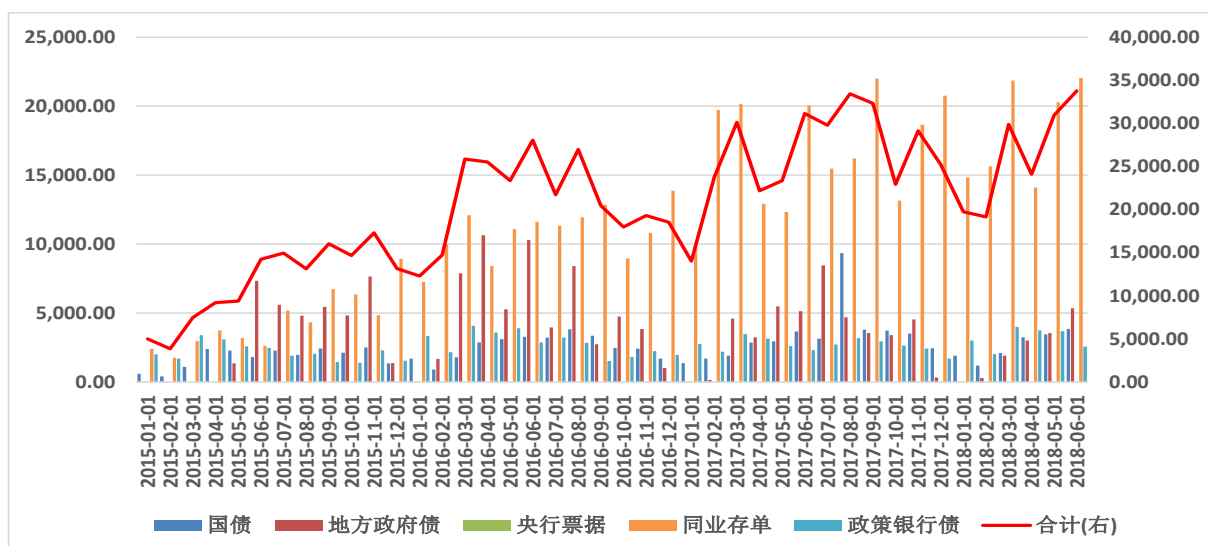
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 2018 年国债现券行情回顾

2.1 国债现券一级市场发行概况

2018 年国债发行规模呈现逐渐增加的走势, 发行利率(票面利率)走势与国债现券二级市场收益率走势基本一致, 上半年记账式付息国债的发行利率低于二级市场收益率, 在一季度国债需求相对较好, 投标倍数接近 4 倍, 二季度国债需求一般, 投标倍数约为 2 倍。截止 6 月 30 日, 2018 年上半年利率债供给发行规模约为 15.76 万亿元, 国债、地方政府债、政策银行债和同业存单占比分别约为 9.99%、8.95%、12.08%和 68.98%, 二季度地方债发行规模和速度均增加。根据财政部的国债发行计划测算, 下半年国债供给压力有所增加, 叠加下半年地方债发行规模的增加和速度的加快, 利率债整体供给压力较大。

图 9: 利率债发行规模



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 国债现券二级市场收益率走势

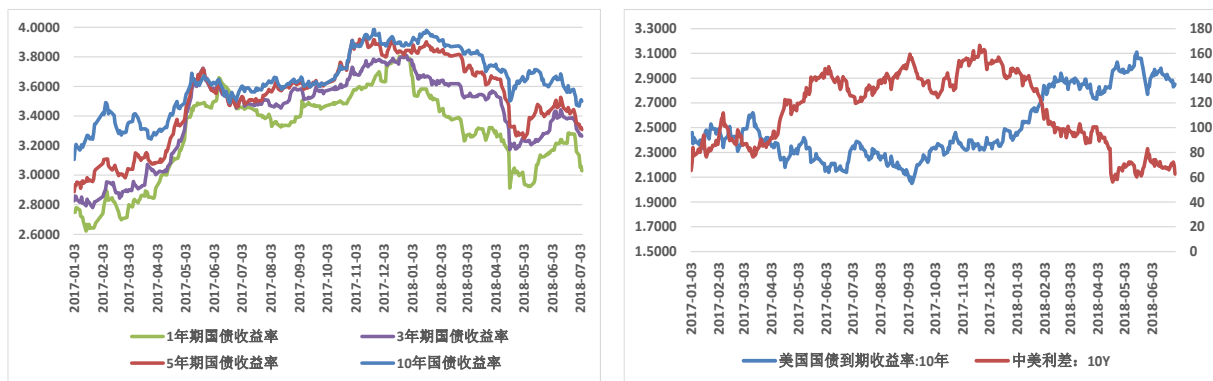
2018年上半年5年期国债收益率和10年期国债收益率走势大致相同，以10年期国债收益率为例，其走势共分为三个阶段，第一阶段是2018年1月，央行和银监会等监管机构密集出台302号文和89号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空，10年期国债收益率上行约10bp至4%附近；第二阶段是2018年2-4月，2月和3月份监管处于真空期，而经济边际走弱和通胀预期回落导致基本面对债市由利空转为边际利好，叠加两会前后央行净投放资金和仅跟随美联储加息而上调公开市场操作利率5bp令资金面超预期偏宽松、利率债供给压力小而配置需求相对较好、股市大幅回调、中美贸易战令市场风险偏好降低和政治局会议提出扩大内需释放信号偏利好，10年期国债收益率从高位回落，而在4月17日央行公布4月25日定向降准1%置换到期的MLF净投放约4000亿元，央行超预期定向降准强化了市场对资金面维持偏宽松的预期，10年期国债收益率下行约50bp至阶段性低点3.5%；第三阶段是2018年5-6月，在央行定向降准后4月底资金面超预期偏紧，叠加前期获利盘止盈、中美贸易战的缓和和5月公布的经济数据表明经济仍有韧性导致基本面对债市略偏利空，10年期国债收益率先上后下，整体呈现以3.6%为中枢的顶部下降的区间震荡，央行6月14日在美联储如期加息后并未跟随上调公开市场操作利率，在6月下旬中美贸易战再度升温引发市场避险情绪，央行响应国常会上提出定向降准政策而在6月24日公布7月5日定向降准0.5%以支持债转股和小微企业融资，叠加股市的连续大幅回调令市场风险偏好降低和“国开行将棚改贷审批权限上收至总行，货币化安置比例可能降低”的消息令10年期国债收益率跌破前期低点至3.4756%。

图 10：2018 年上半年 10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 5 年和 10 年国债收益率走势&中美利差

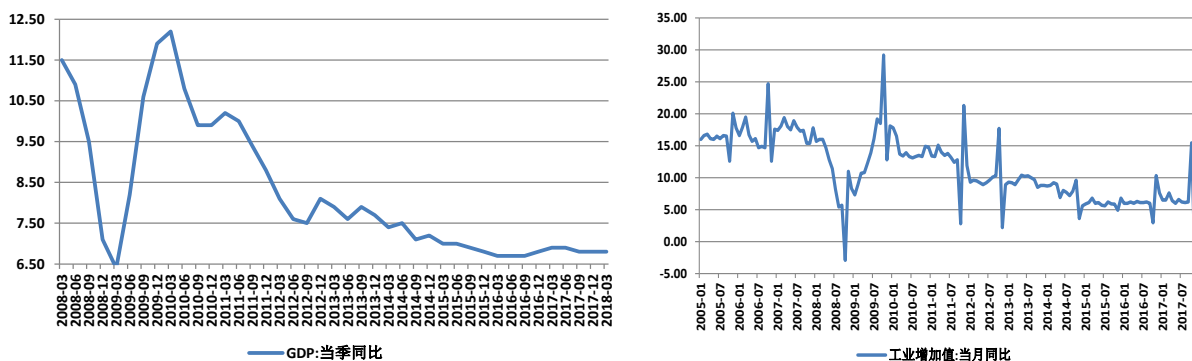


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 上半年经济韧性但基建增速低位，通胀中枢上升 0.5%

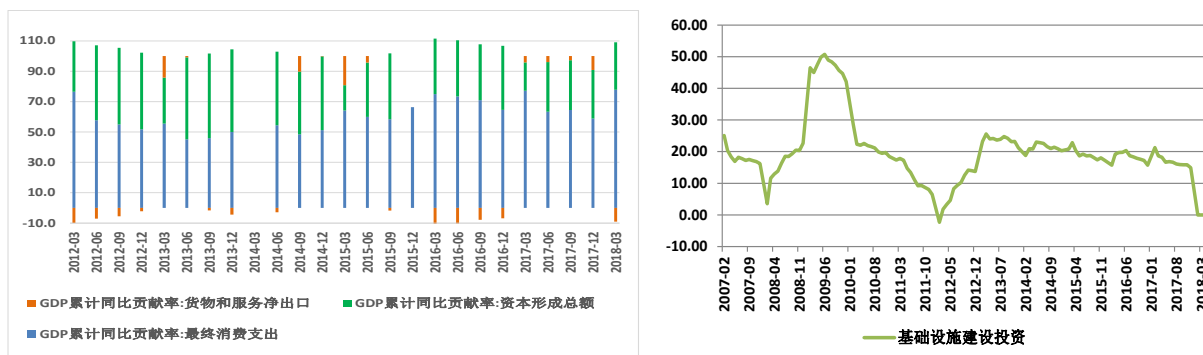
2018 年一季度 GDP 同比增速为 6.8%，持平于 2017 年四季度，整体上呈现出韧性；从 GDP 的贡献率来看，一季度进出口贡献率由正值转为负值，消费对经济的贡献率继续提高，上半年消费增速由约 10% 下行至 5 月份的 8.5%，投资增速中基建和房地产增速占比较重，基建增速在 18 年维持 0% 的低增速，一个原因可能是 92 号文要求在 18 年 3 月 31 日之前清退不合规的 PPP 项目，而 PPP 项目主要以基建为主，另一个原因可能是地方政府融资平台的融资渠道受限；上半年房地产投资维持在高位，主要原因是土地购置费高增速的滞后影响，制造业增速有所反弹但幅度相对较小；上半年进出口增速稍有下行，贸易顺差收窄，中美贸易战目前主要是预期影响，实际影响暂时有限。

图 12: GDP 增速&工业增加值增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

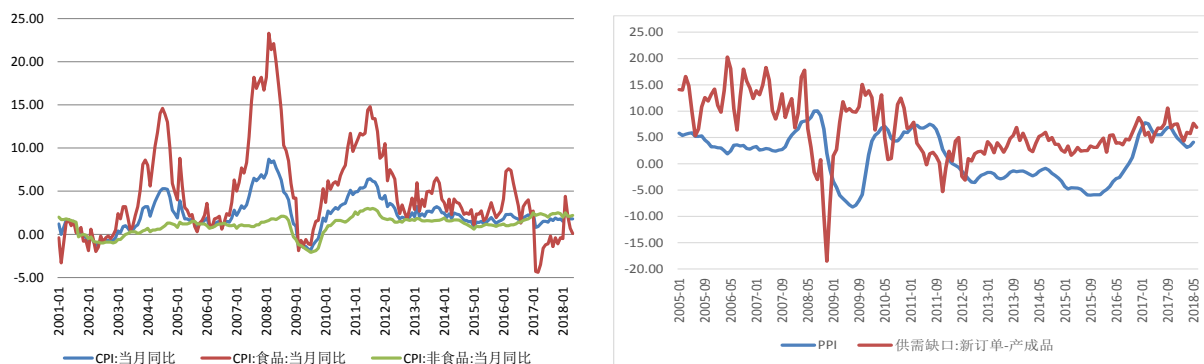
图 13: GDP 累计同比贡献率&基建增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年 1 月-5 月 CPI 同比增速均值在 2.02%，较 2017 年上行约 0.5%，主要是因为食品价格增速冲高后回落，春节期间食品增速大幅走高带动 CPI 增速冲高，后随着春节效应消退，食品增速大幅回落带动 CPI 增速回落，非食品增速相对较平稳在 2.2%左右，其中原油价格大幅走高，使得非食品价格整体维持在较高增速。PPI 增速受高基数影响下行，但同时受到原油价格和部分大宗商品价格支撑而下行幅度相对有限。

图 14: CPI&PPI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 货币政策结构性宽松，监管政策负面影响边际减弱

央行在 1 月 25 日实施了定向降准，且央行建立临时准备金动用安排(CRA)维稳春节期间资金面；美联储 3 月 22 日如期加息，议息会议结果显示加息三次，但支持加息四次的票数增加，央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp，上调幅度低于市场预期；4 月 17 日央行公布 4 月 25 日定向降准 1%置换到期的 MLF，净投放约 4000 亿元，央行超预期以长期限低成本资金来置换 1 年期高成本（MLF 操作利率为 3.3%）资金，显示其边际宽松和维稳资金面未来预期的意图，且在中美贸易战较为激烈的时点公布定向降准，可能是考虑到贸易战对未来经济带来的不利影响；央行在 6 月 1 日公布扩大 MLF 担保品范围，新纳入的担保品主要包括符合普惠金融的小微企业、

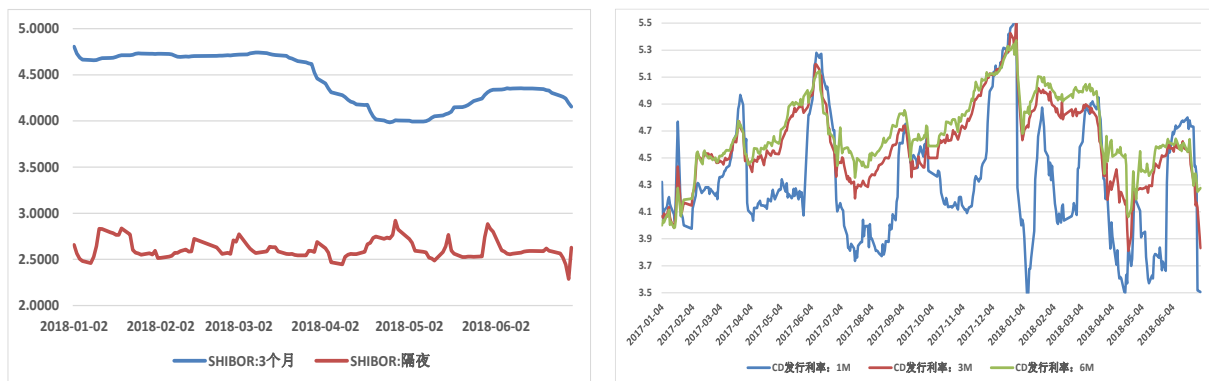
绿色和三农金融债及其贷款，另外还加入中低评级信用债；美联储 6 月 14 日如期加息，议息结果显示今年加息三次和四次概率相差不大，央行超预期并未跟随上调公开市场操作利率；央行在 6 月 24 日公布 7 月 5 日定向降准 0.5% 以支持债转股和小微企业融资。从后两次定向降准的时点和力度来看，相较于 2017 年，2018 年上半年货币政策呈现结构性宽松，且央行在二季度货币政策执行报告中指出保证流动性的合理充裕，市场对货币政策预期偏利好债市。

2018 年年初监管政策较超预期的密集发布，其中包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的 302 号文和《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》的 89 号文，随后银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法》（征求意见稿）、《商业银行委托贷款管理办法》和《进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，突出监管姓“监”，并且多家银行收到罚单，市场对监管的担忧较重；3 月两会期间监管处于真空期，央行新行长和新党委书记上任，同时中国银监会和保监会合并为中国银保监会，同时将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行，银保监会会长任央行党委书记，金融监管机构的改革有利于金融监管政策的制定和协调，4 月 27 日市场等待已久的资管新规落地，相较于去年 11 月公布的征求意见稿，新规过渡期延长至 2020 年底且净值化管理标准放宽，整体看公布的新规略偏温和；央行在 5 月 25 日公布《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长，整体看公布的新规略偏温和，同时公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，其中对货基 T+0 赎回进行一定的约束，对货币基金延续监管，利于机构负债端成本的降低。从 3 月份后监管政策发布的频率和政策实施的力度来看，边际有所好转，对市场负面影响边际减弱。

2.5 资金面整体边际宽松，但阶段性有所趋紧

2018 年在金融去杠杆监管基调下，M2 增速中枢小幅下行，但受到前述监管政策控制非标（委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票）和资管新规公布的影响，社融增速较大幅下行，导致社融和 M2 缺口由正转负，融资需求规模的收缩和增速的降幅大于 M2，同时外汇占款变动不大，央行通过定向降准向市场投放资金，导致资金面整体偏宽松，资金利率仅在月底和季末时点出现阶段性冲高，跨月后又快速大幅回落，DR007 在 2.68%-3.1% 区间内运行，均值为 2.8%，较 2017 年下行 10bp，市场分层现象仍然存在，银行和非银机构的资金成本相差相对较大，但 R007 与 DR007 的利差在资金面偏宽松阶段较 2017 年收窄，利差均值下行 2bp 约为 48bp，影响资金面的另一重要因素是财政存款，而财政存款的收支存在季节性因素，财政收入一般在在季度后一个月出现高峰，财政支出一般在季月较高，特别是在 12 月支出规模更大，即在季度月出现高峰，财政存款的支出会增加市场货币供应量，央行会在公开市场操作时考虑财政收支的季节效应。2018 年资金面整体较 2017 年边际宽松，shibor3M 从高位回落后走势平稳，同业存单发行利率仅在季月冲高，跨月后发行利率大幅回落，整体上同业存单发行利率中枢回落。

图 18: shibor3M&CD 发行利率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 主要机构持有国债规模

2018 年上半年商业银行持有国债规模相对去年四季度变动不大, 但商业银行持有国债占国债总规模比重在上半年小幅下降, 而从商业银行、保险机构、基金和证券公司持有占比来看, 保险机构和证券公司有所增持, 商业银行和基金有所减持。

图 19: 商业银行持有国债占比&主要机构持有国债规模



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

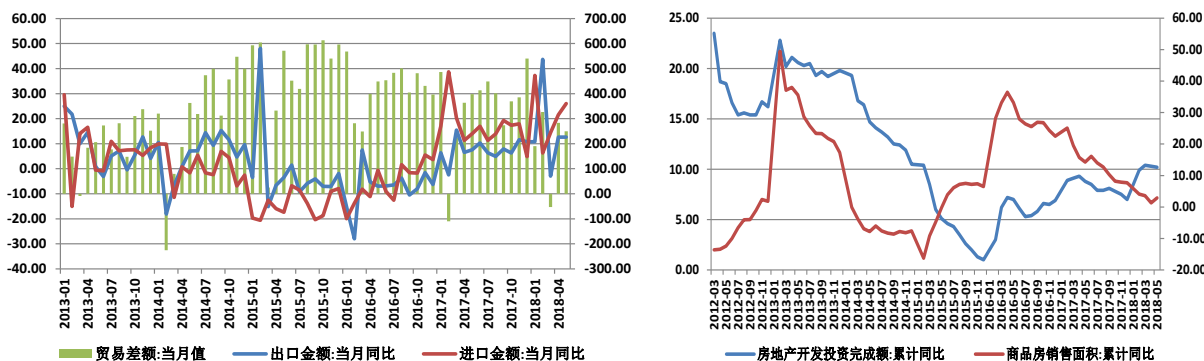
3. 2018 年下半年展望

3.1 基本面

2018 年下半年宏观经济中进出口增速可能受到中美贸易战的负面影响而有一定的下行压力; 投资中的制造业投资可能会延续小幅反弹, 但房地产投资增速面临高位回落的风险, 一是因为房地产企业和地方政府在国内外融资渠道受限, 二是国开行将棚改贷审批权限上收至总行

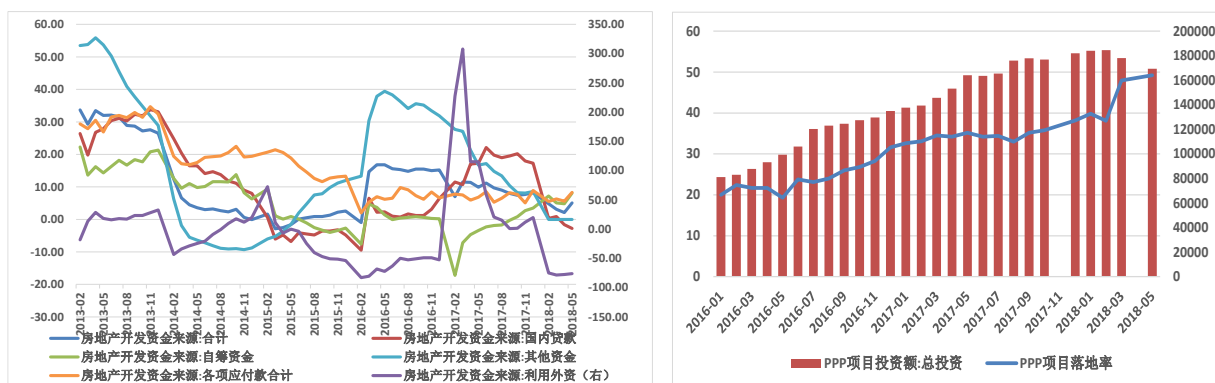
后三四线城市房地产增速将受到较大不利影响，三是上半年房地产投资增速维持高位时前期土地购置费高增的滞后效应，下半年其对房地产增速的支撑力度将减弱，而基建增速可能继续维持在低位，反弹幅度相对有限，主要是非标融资的萎缩会导致地方政府融资平台的非标融资渠道受限叠加地方融资平台本身受到监管的限制而融资能力较弱；消费增速在下半年或止跌企稳，对 GDP 的贡献率可能进一步提高，同时国内信用风险的暴露亦对经济又负面影响，整体来看，经济在下半年有下行压力，国内主要以扩大内需为主。

图 20: 进出口增速&房地产投资增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

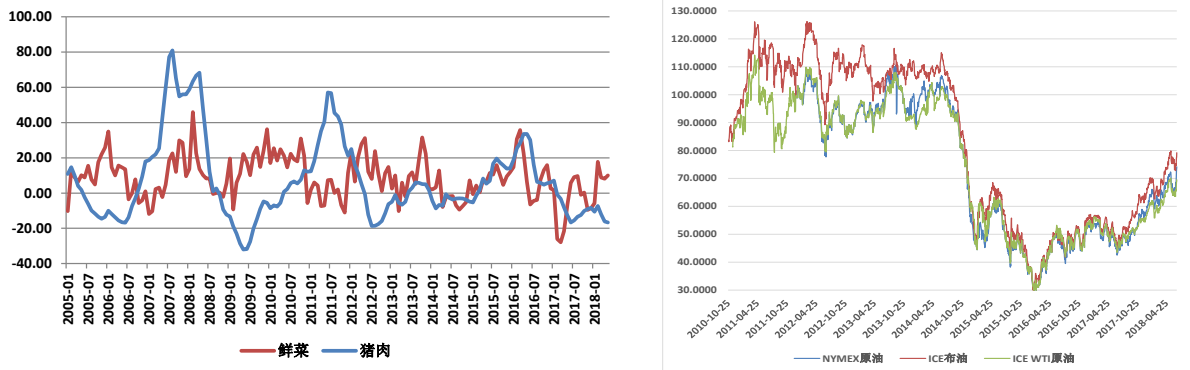
图 21: 房地产企业资金来源&PPP 项目投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

通胀方面，18 年下半年 CPI 在非食品价格和食品价格可能走高的影响下，其中枢水平可能会有所抬升至 2% 附近，但预计对货币政策压力不大；PPI 可能从底部有所反弹，但反弹幅度相对有限，下半年通胀水平整体上较上半年有一定的上行压力。

图 22：食品价格&原油价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

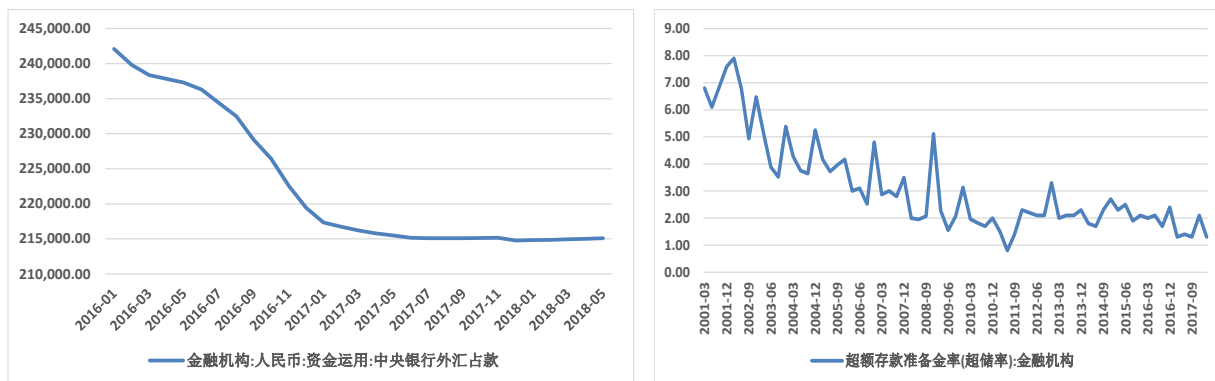
3.2 货币政策延续结构性宽松，监管政策边际影响可能减弱

下半年央行可能延续结构性宽松货币政策，定向降准置换 MLF 可能会在 10 月份或者 11 月再度出现，考虑到美联储在 9 月和 12 月加息可能性较高，届时央行可能会相机抉择跟随上调公开市场操作利率 5bp 或暂不跟随，央行继续健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控体系，实施稳健中性的货币政策，但如果贸易战升级或者不利国内经济的其他事件出现，不排除央行采取更多的结构性宽松的货币政策来维稳经济；18 年下半年监管政策将保持连续性，但主要集中在非标融资和资管新规的细则落地上，对市场的负面影响或边际减弱。

3.3 资金面整体延续偏宽松，但阶段性仍会有趋紧压力

2018 年下半年资金面整体上延续上半年的边际宽松，在 M2 增速可能维持止跌企稳，而社融增速相对 M2 来说下行压力更大，也就是说融资需求可能继续萎缩，外汇占款在下半年有一定的下行压力，金融机构超储率可能会呈现区间震荡，央行继续通过公开市场操作和 MLF、以及定向精准来投放资金量，而 18 年下半年预计美联储将加息 2 次，央行可能继续跟随上调公开市场操作利率或并不跟随，资金利率的均值仍有下行空间，但资金面季节性和阶段性有趋紧压力，但从上半年央行操作来看，其维稳意图较明显，持续性的资金偏紧概率较小，在同业存单和银行理财监管较严的情况下，银行对存款的会继续增加对存款的竞争。

图 23: 外汇占款&超储率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 利率可能在 3.2%-3.7% 区间运行

2018 年下半年经济面临一定的下行压力，特别是房地产增速可能存在高位回落的风险，受中美贸易战影响进出口增速可能存在下行压力；货币政策维持稳健中性的基调，结构性宽松的操作将在下半年延续，主要通过公开市场操作、MLF 操作和定向降准来投放流动性，央行可能会相机抉择是否跟随美联储加息而上调国内公开市场操作利率，资金面大概率维持边际宽松，但阶段性有趋紧压力；资管新规细则等监管政策可能会继续出台，但对市场影响或边际减弱。10 年期国债收益率可能在 3.2%-3.7% 区间运行。

2018 年下半年债券市场风险可能是国内经济下行不及预期、防风险的监管政策力度超预期和国外货币政策收紧对国内货币政策带来的压力。

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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。