

8 月期债或先扬后抑，整体或偏强

震荡

兴证期货·研发中心

2018 年 8 月 6 日 星期一

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

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

7 月期债先扬后抑，其中 5 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.12% 收于 98.51 元，10 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.03% 收于 95.90 元；现券方面，主要期限国债收益率短降长升，其中 5 年期下行 13bp 至 3.22%，10 年期下行 0bp 至 3.48%，国债期货和现券收益率曲线走陡，大多数活跃券基差先下后上。主要影响因素一方面包括定向降准和央行在公开市场较大幅净投放对冲税期以及政策定调稳健和流动性合理充裕令 7 月资金面宽松且市场预期资金面将继续偏宽松，带动短端收益率不断下行，另一方面在公布的 6 月经济和金融数据偏弱和政策出台市场预期经济下行压力缓和、市场因中美贸易战升级避险情绪升温和政策出台风险偏好有所提升的影响下，长端收益率先下后上。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的 7 月官方和财新 PMI 低于预期，经济开始走弱，但出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，中央经济工作会议定调更加积极的财政政策和稳健的货币政策，资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期偏温；从资金面看，7 月资金面宽松，8 月资金量到期不大，预计资金面继续宽松；从供给端看，7 月利率债供给规模因同业存单大量减少而总规模减少，但 8 月地方债发行规模和速度将增加，供给压力较大；从需求端看，7 月国债投标倍数约为 2 倍需求一般。8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求相对不高，发行规模小幅减少

2018年7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25767.44亿元，较上月减少8021.2亿元，其中地方债供给规模为7569.54亿元，较上月增加2226.3亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3408.6亿元，较上月减少435.9亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数约为2倍，配置需求相对不高；同业存单供给规模为12115.4亿元，较上月大幅减少9921.0亿元，且同业存单发行利率出现较大幅度的下行，7月资金面宽松导致同业存单呈现出量价齐跌的走势，截止7月31日，1个月同业存单发行利率为2.8675%，3个月同业存单发行利率为3.0706%，6个月同业存单发行利率为3.55%，分别较上月底变动-65.03bp、-106.19bp和-70.00bp；政策性银行债供给规模为2673.9亿元，较上月增加109.4亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较上月有所减少。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



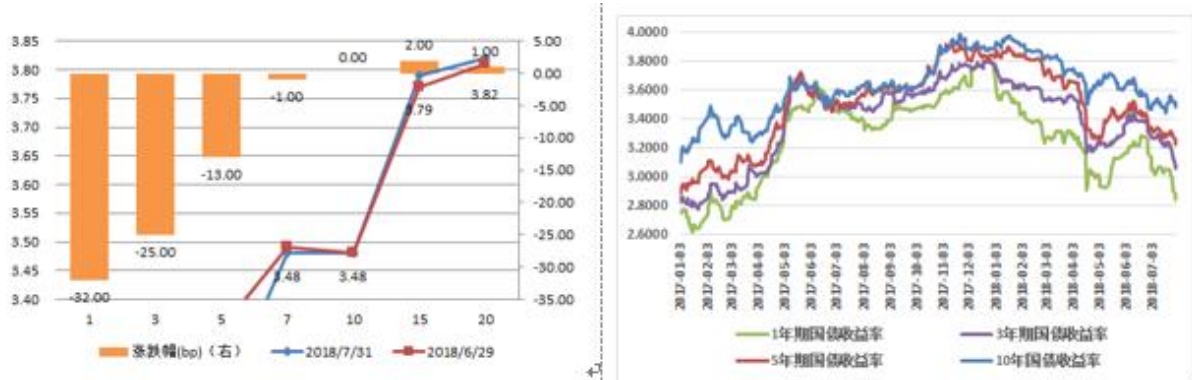
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率短降长升

7月主要期限国债收益率短降长升，其中1年期收益率下行32bp，5年期收益率下行13bp至3.22%，10年期收益率下行0bp至3.48%，收益率曲线较大幅走陡，其中10-1年利差走陡约32bp，10-5年利差走陡约13bp。7月短端国债收益率震荡下行，长端国债收益率先下后上，7月初央行降准预期落地释放约7000亿元资金、月中缴税压力下央行较大幅净投放维稳资金面和月末央行在无MLF到期时超预期投放5020亿元1年期MLF和财政存款投放利好下，资金面持续宽松，个别时间DR007小于公开市场7天期操作利率形成倒挂，7月31日召开的中央政治局工作会议要求管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，市场预期资金面将维持偏宽松，带动短端收益率不断震荡下行；但在公布的6月经济和金融数据偏弱和政策出台市场预期经济下行压力缓和、市场因中美贸易战升级避险情绪升温和政策出台风险偏好有所提升的影响下，长端收益率先下后上，整体小幅上行，现券收益率由平走陡，从月度数据来看，1Y期下行32bp

至 2.84%，3Y 期下行 25bp 至 3.06%，5Y 期下行 13bp 至 3.22%，7Y 期下行 1bp 至 3.48%，10Y 期下行 0bp 至 3.48%，15Y 期上行 2bp 至 3.79%，20Y 期上行 1bp 至 3.82%。

图 2：5 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先扬后抑，整体略偏强震荡

截止到 7 月 31 日收盘，五年期国债期货主力合约 TF1809 收于 98.51 元，月涨 0.175 或 0.12%；隔季合约 TF1812 收于 98.65 元，月涨 0.285 或 0.16%；下季合约 TF1903 收于 97.62 元，月涨 0.175 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1809 成交量日均 5989 手，三个合约日均成交 6194 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 TF1809 持仓量为 17179 手，三个合约持仓达到 20519 手，较上月底减少 1656 手。十年期国债期货主力合约 TF1809 收于 95.90 元，月涨 0.105 或 0.03%；隔季合约 T1812 收于 95.94 元，月涨 0.01 或 -0.07%；下季合约 T1806 收于 95.55 元，月涨 0.19 或 -0.57%；成交方面，主力合约 T1809 成交量日均 36295 手，三个合约日均成交 37079 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 T1809 持仓量为 59336 手，三个合约持仓达到 66650 手，较上月底增加 5803 手。

7 月期债先扬后抑，7 月上半月在央行定向降准预期落地市场获利盘止盈和央行官员关于汇率问题的回应引发市场对货币政策边际收紧的预期带动期债走弱，后中美贸易战再度升级引发市场避险情绪升温、央行等量平价续作 MLF 和公布的进出口数据不及预期带动期债回升；7 月下半月在公布的金融数据创新低、央行在公开市场上较大幅净投放资金面宽松和央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF 的政策影响下，期债走高创今年新高，后再 7 月 20 日公布的资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期温和，特别是资管新规细则规定公募基金可投资非标令市场风险偏好提高和缓和未来经济下行预期，随后国常会提出“保证融资平台合理融资需求”再度缓和融资平台的融资压力和提升市场风险偏好，期债大幅走弱，但在 7 月 31 日召开的中央经济工作会议要求下半年更加积极的财政政策和稳健的货币政策来稳经济，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，预计资金面继续维持偏宽松和坚持去杠杆大方向不变注重政策的力度和节奏，预计监管政策对市场的影响边际减弱，房地产继续从严监管，坚决遏制房价上涨令股市较大幅调整，市场风险偏好有所降低，期债震荡走高。7 月期债

先扬后抑，盘中创新高，整体略走强。

图 3: TF 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势&T 成交与持仓

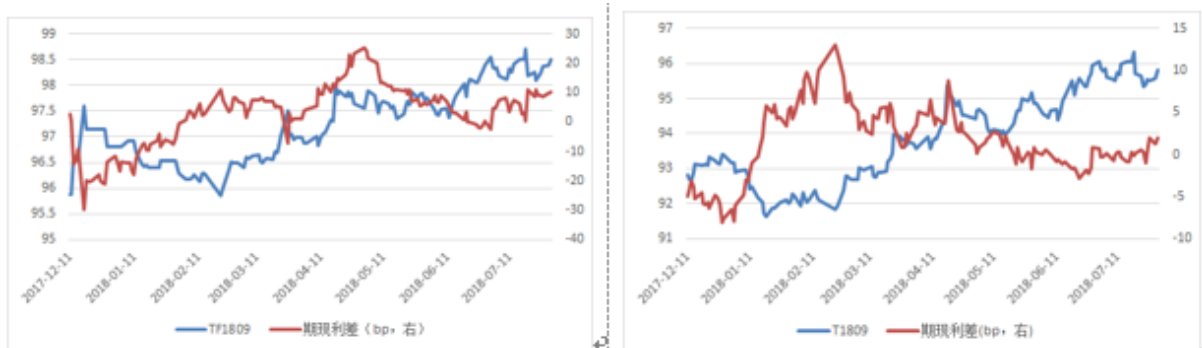


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差震荡上行

从 5 月份的期现利差来看, 5 月前期国债期货价格震荡走高, 现券收益率先下后上, 5 年期债走势弱于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1809 的期现利差较大幅上行至 10.35bp 左右, 合约 T1809 的期现利差由小幅上行至 2.02bp。

图 5：TF1809 结算价与期现利差&T1809 结算价与期现利差

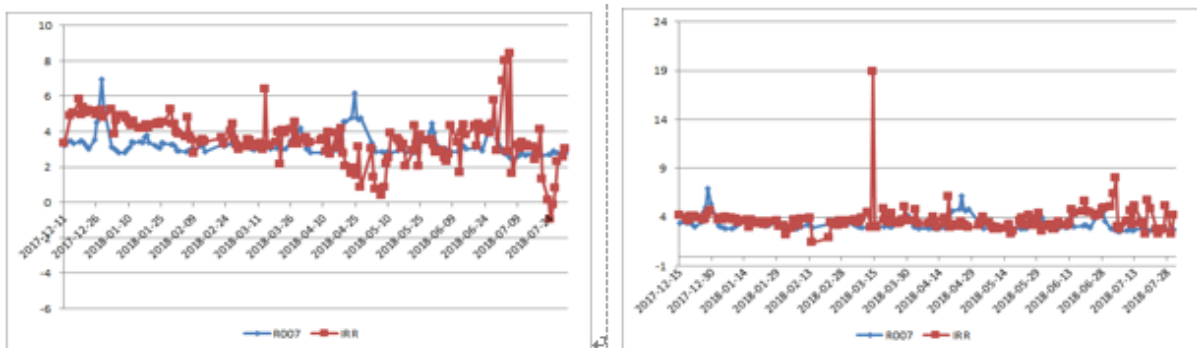


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 7 月份 TF1809 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 高位回落，而 R007 震荡下行，在 7 月初 TF1809 合约存在正套机会；从 7 月份主力合约 T1809 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡回落，而 R007 震荡下行，在 7 月初和 7 月末 T1809 合约存在正向期现套利机会。

图 6：TF1809 活跃 CTD 券 IRR&T1809 活跃 CTD 券 IRR

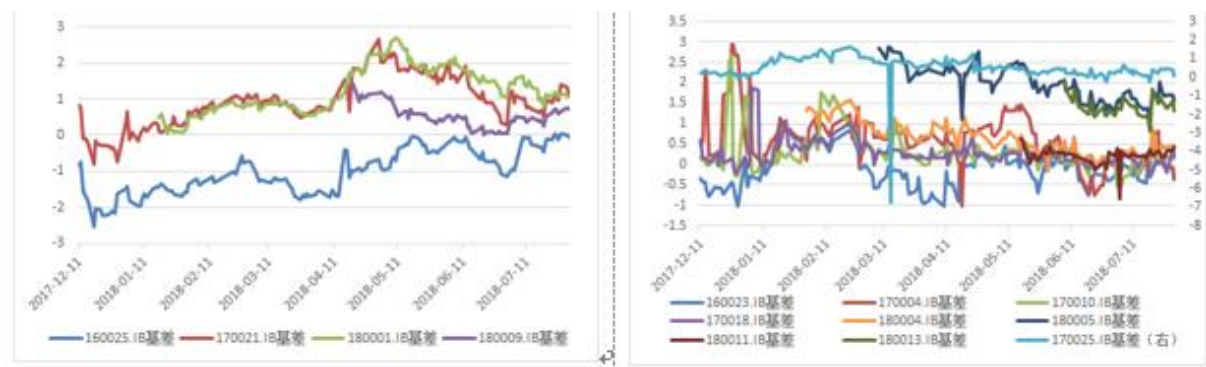


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1809 合约的活跃券 160025.IB、170021.IB、180009.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，180001.IB 基差震荡下行，适宜做空基差；T1809 合约的大多数活跃券基差先上后下，其中 160023.IB、170010.IB、170018.IB、180004.IB、180005.IB 和 180011.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，170004.IB、170025.IB 和 180013.IB 基差震荡下行，适宜做空基差。

图 7: TF1809 活跃券基差走势&T1809 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 7 月国债期货不处于移仓换月阶段, 五年期国债期货价差正向先收窄后走扩, 7 月暂无跨期策略推荐; 十年期国债期货价差正向收窄后窄幅震荡, 7 月暂无跨期策略推荐。

图 8: TF 当季、下季及价差走势&T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

国家统计局公布的 7 月中国官方制造业 PMI 为 51.2%, 较上月下行 0.3%, 低于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看, 生产指数和新订单指数为 53.0% 和 52.3%, 分别比上月下行 0.6% 和 0.9%, 新订单指数延续下行走势, 反映需求继续走弱, 新出口订单指数和进口指数为 49.8% 和 49.6%, 比上月下行 0.0% 和 0.4%, 出口目前来看受到中美贸易战的影响较小, 但进口继续回

落至景气区间以下，原材料购进价格为 54.3%，较上月大幅下行 3.2%，与国内原材料价格走势一致。7 月财新制造业 PMI 为 50.8%，较上月下行 0.2%，持平于市场预期，从已经公布的数据来看，7 月官方 PMI 和财新 PMI 均走弱，经济下行压力开始显现。

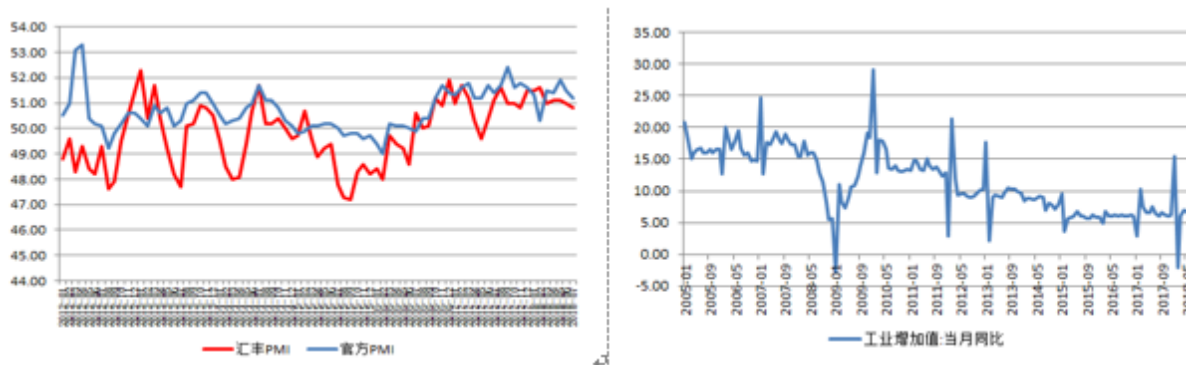
从房地产销售来看，房地产开发投资在 6 月回落 0.5%至 9.7%，商品房销售面积增速小幅反弹 0.4%至 3.3%，房地产开发增速延续回落，前期土地增值费增速影响减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资会继续回落；6 月份基建投资增速维持 0%，基建增速维持低位，但中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板的力度”，预计基建投资增速大概率低位反弹；6 月份制造业投资增速继续回升 1.6%至 6.8%；社零增速止跌上行 0.5%至 9.0%，消费增速小幅走强；出口增速下季 0.9%至 11.2%，进口增速下降 11.9%至 14.1%，进出口走弱且低于预期，贸易顺差正向增加。

通胀方面，6 月份 CPI 较上月上行 0.1%至 1.9%，符

合市场预期，猪肉价格下降速度趋缓，鲜菜价格上升速度亦趋缓，PPI 较上月上行 0.6%至 4.7%，略高于预期，蔬菜价格增速正向继续小幅回落 0.7%至 9.3%，猪肉价格下行速度减少 3.9%至 -12.8%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 7 月 PPI 同比增速或小幅回落，CPI 同比或小幅上行。

2018 年 6 月新增贷款 16787.34 亿元，较上月增加约 5391.16 亿元，企业债融资为 1319.78 亿元，较上月增加约 1717.08 亿元，企业债发行小幅增加，委托贷款为 -1642.12 亿元，较上月减少 71.79 亿元，信托贷款为 -1642.13 亿元，较上月减少 719.49 亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响而大幅减少，银行承兑汇票为 -3650.25，较上月大幅减少 1909.61 亿元，受到政策影响非标融资规模大幅减少，表内信贷新增规模小于非标的减少；M2 同比为 8.0%，较上月下降 0.3%，M1 较上月上行 0.6%至 6.6%，导致 M1-M2 的剪刀差为正但小幅收窄。7 月 20 日公布的资管新规执行细则中规定“公募基金可投资非标”，预计非标规模下降速度趋缓，社融可能会逐渐回升。预计 7 月社融增速或小幅下滑，新增人民币贷款或下滑，M2 增速或小幅回升。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



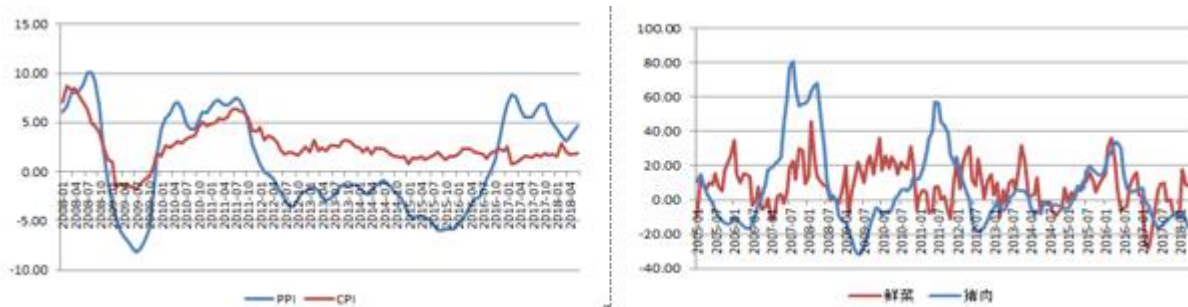
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



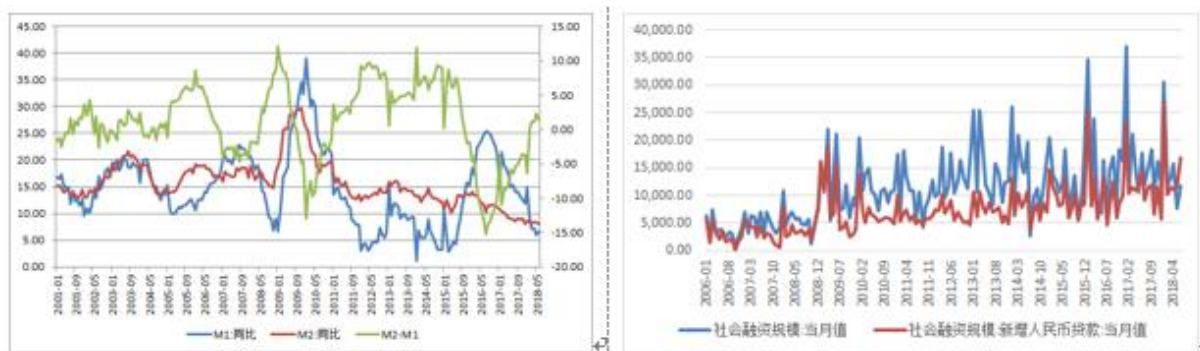
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

7月5日央行定向降准0.5%落地,释放约7000亿元资金,以支持债转股和小微企业融资,7月31日召开的中央政治局工作会议要求“更加积极的财政政策和稳健的货币政策”和“把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕”,货币政策由“稳健中性”变为“稳健”,且要保持流动性的合理充裕,预计货币政策对债市继续偏利好影响;7月20日央行发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》,资管新规执行细则落地较预期略偏宽松,其中对债市影响不利影响较大的是公募基金可投非标,同日银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》,银行理财征求意见稿也较预期略偏宽松,中央政治局工作会议明确去杠杆大方向不变但更注重政策的力度和节奏,监管政策对市场的影响边际减弱。

3.3 资金利率: 7月资金面维持偏宽松, 预计8月继续宽松

7月初资金面宽松,月中缴税时点央行进行较大净投放进行对冲,资金面维持偏宽松,月末尽管央行在公开市场暂停操作回笼资金但由于财政存款的较大投放,资金面依然维持宽松,轻松跨月。从质押式回购利率来看,隔夜下行105bp至2.11%,7天下行83bp至2.75%,14天下行124bp至3.15%,1M下行124bp至3.26%;从shibor利率变动来看,月度隔夜下行56bp至2.07%,7天下行21bp至2.65%,14天下行102bp至2.81%,1M下行106bp至2.97%,3M下行99bp至3.17%。7月份有12000亿元逆回购操作到期,央行进行6200亿元投放,净回笼5800亿元,7月份有3600亿元MLF到期,央行进行6905亿元MLF投放,由于前期定向降准置换了1715亿元的MLF,故央行对MLF进行超额平价投放,7月份有800亿元国库现金定存到期,央行进行了1500亿元国库现金定存,中标利率大幅下行103bp,8月公开市场有5065亿元资金量到期,其中包括3365亿元1年期MLF到期和1200亿元国库现金定存到期,到期压力不大,且在7月31日召开的中央经济工作会议明确提出要“把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕”,预计8月资金面继续维持宽松。

图 14：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡

从经济基本面来看，公布的 7 月官方和财新 PMI 低于预期，经济开始走弱，但出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，中央经济工作会议定调更加积极的财政政策和稳健的货币政策，资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期偏温和且规定公募可投资非标；从资金面看，7 月资金面宽松，8 月资金量到期不大，预计资金面继续偏宽松；从供给端看，7 月利率债供给规模因同业存单大量减少而总规模减少，但 8 月地方债发行规模和速度将增加，供给压力较大；从需求端看，7 月国债投标倍数约为 2 倍需求一般。8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

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。