

2018年9月3日 星期一

兴证期货·研发中心

内容提要

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

● 行情回顾

8月期债整体较大幅走弱，其中2年期债月涨0.22%收于99.375元，5年期债月跌0.65%收于98.005元，10年期债月跌0.85%收于95.12元；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中5年期上行13bp至3.35%，10年期上行10bp至3.58%，大多数活跃券基差震荡下行。8月上半个月国债期货不断走弱，现券收益率亦较大幅上行，主要原因一是市场通胀预期调高，公布的7月物价和进出口数据对债市偏利空，二是前期获利盘在利空因素影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，四是市场预期资金面难回前期非常宽松的局面，叠加人民币在出现破位贬值，市场担忧货币政策难以进一步宽松；下半个月国债期货触底反弹，现券收益率止升下行，主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分；二是资金面转为趋松，平稳略偏松地跨月，三是无国债供给，四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量，令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的8月官方PMI高于预期，且出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，市场观察前期稳经济政策效果，在遏制地方政府隐性债务增量下预期基建增速难以大幅上行，9月美联储大概率加息，关注届时央行的操作；从资金面看，9月资金面跨季或有扰动但整体仍以偏宽松为主；从供给端看，9月地方政府专项债供给压力较大；从需求端看，9月国债需求或在境外机构带动下边际好转。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较弱，发行规模小幅增加

2018年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32185.14亿元，较上月增加6417.7亿元，其中地方债供给规模为8829.7亿元，较上月增加1260.16亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3694.84亿元，较上月增加286.24亿元，各别期限发行利率高于二级市场收益率且投标倍数约不足2倍，因地方政府专项债的发行加快对国债需求有一定的挤出效应；同业存单供给规模为17025.6亿元，较上月较大幅度增加4910.2亿元，长期限同业存单发行利率止跌上行，截止8月31日，1个月同业存单发行利率为2.7733%，3个月同业存单发行利率为3.0505%，6个月同业存单发行利率为3.7358%，分别较上月底变动-9.42bp、-2.01bp和18.58bp；政策性银行债供给规模为2635.00亿元，较上月减少38.9亿元，发行利率虽低于二级市场收益率，但配置需求相对有所弱化，仅在8月最后一周投标倍数高于4倍。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



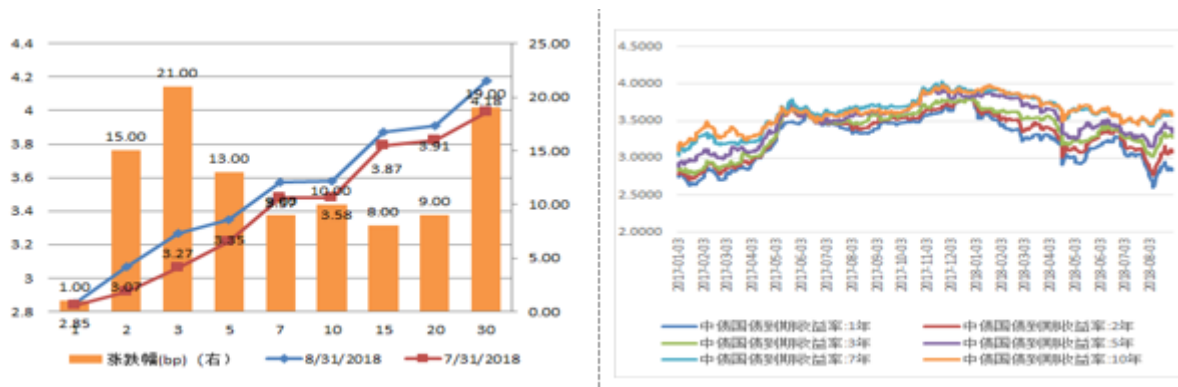
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现程度不一的上行

8月主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中1年期收益率上行1bp，5年期收益率上行13bp至3.35%，10年期收益率上行10bp至3.58%，收益率曲线小幅走陡，其中10-1年利差走陡约9bp，10-5年利差走平约3bp。8月上半个月国债收益率不断走高，其中10年期国债收益率逼近3.7%，主要原因一是随着商品的走强，市场通胀预期调高，公布的7月物价数据和进出口数据高于预期对债市偏利空，二是前期获利盘在发改委降低企业杠杆率和央行持续暂停公开市场操作的影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面利率债供给压力增加，对国债一级市场需求有一定的挤出效应，四是月中由于缴税和政府债券发行的扰动，各期限资金利率出现大幅上行，

虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购，但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面，叠加人民币在月中出现破位贬值，令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松；下半个月国债收益率止升下行，主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分；二是资金面央行进行净投放、在无 MLF 到期时超预期进行 MLF 投放叠加财政存款的投放下变为趋松，平稳略偏松地跨月，带动短端收益率止升下行，三是下半个月国债供给，供给压力边际有所缓和，四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量，令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温，五是长春市政府率先取消了货币化安置购房奖励政策，鼓励实物安置，市场预期棚改货币化安置可能将逐步退出，叠加央行窗口指导暂停房地产信托的利好消息面的刺激。从月度数据来看，1Y 期上行 1bp 至 2.85%，2Y 期上行 15bp 至 3.07%，3Y 期上行 21bp 至 3.27%，5Y 期上行 13bp 至 3.35%，7Y 期上行 9bp 至 3.57%，10Y 期上行 10bp 至 3.58%，15Y 期上行 8bp 至 3.87%，20Y 期上行 9bp 至 3.91%，30Y 期上行 19bp 至 4.18%。

图 2：8 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

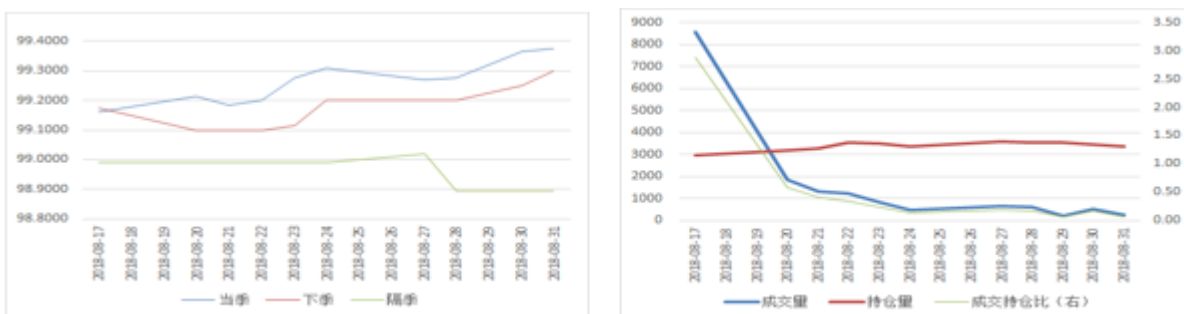
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬，整体较大幅走弱

截止到 8 月 31 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.375 元，月涨 0.22 或 0.22%；下季合约 TF1903 收于 97.695 元，月跌 0.66 或 0.08%；成交方面，主力合约 TS1812 成交量日均 1500 手，三个合约日均成交 1503 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 TS1812 持仓量为 3338 手，三个合约持仓达到 3343 手，较上月底增加 5 手。五年期国债期货近交割月合约 TF1809 收于 97.90 元，月跌 0.55 或 0.62%；主力合约 TF1812 收于 98.005 元，月跌 0.59 或 0.65%；隔季合约 TF1903 收于 97.695 元，月跌 0.66 或 0.08%；成交方面，主力合约 TF1812 成交量日均 4911 手，三个合约日均成交 9058 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 TF1812 持仓量为 14963 手，三个合约持仓达到 17169 手，较上月底减少 3350 手。十年期国债期货近交割月合约 TF1809 收于 95.355 元，月跌 0.475 或 0.57%；主力合约 T1812 收于 95.12 元，月跌 0.755 或 0.85%；隔季合约 T1903 收于 95.255 元，月跌 0.47 或 0.31%；成交方面，主力合约 T1812 成交量日均 25686 手，三个合约日均成交 45724 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 T1812 持仓量为 52382 手，三个合约持仓达到 53294 手，较上月底减少 13356 手。

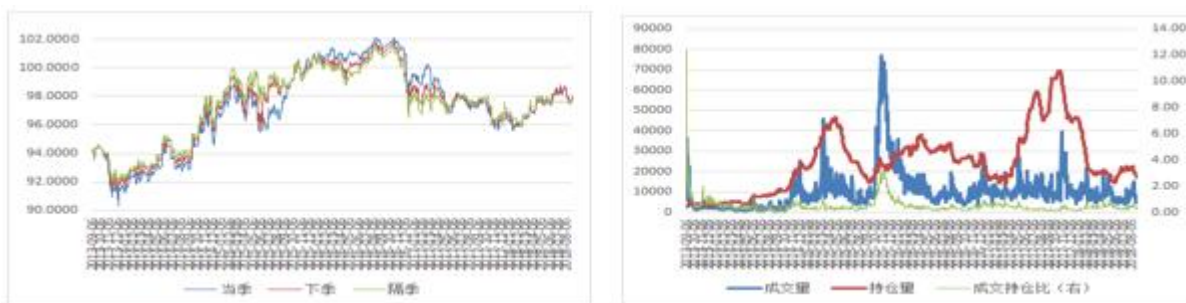
8 月上半个月国债期货不断走弱，跌幅较大，主要原因一是随着商品的走强，市场通胀预期调高，公布的 7 月物价数据和进出口数据高于预期对债市偏利空，二是前期获利盘在发改委降低企业杠杆率和央行持续暂停公开市场操作的影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面利率债供给压力增加，对国债一级市场需求有一定的挤出效应，四是月中由于缴税和政府债券发行的扰动，各期限资金利率出现大幅上行，虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购，但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面，叠加人民币在月中出现破位贬值，令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松；下半个月国债期货触底反弹，主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分；二是资金面央行进行净投放、在无 MLF 到期时超预期进行 MLF 投放叠加财政存款的投放下变为趋松，平稳略偏松地跨月，带动短端收益率止升下行，三是下半个月国债供给，供给压力边际有所缓和，四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量，令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温，五是长春市政府率先取消了货币化安置购房奖励政策，鼓励实物安置，市场预期棚改货币化安置可能将逐步退出，叠加央行窗口指导暂停房地产信托的利好消息面的刺激。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



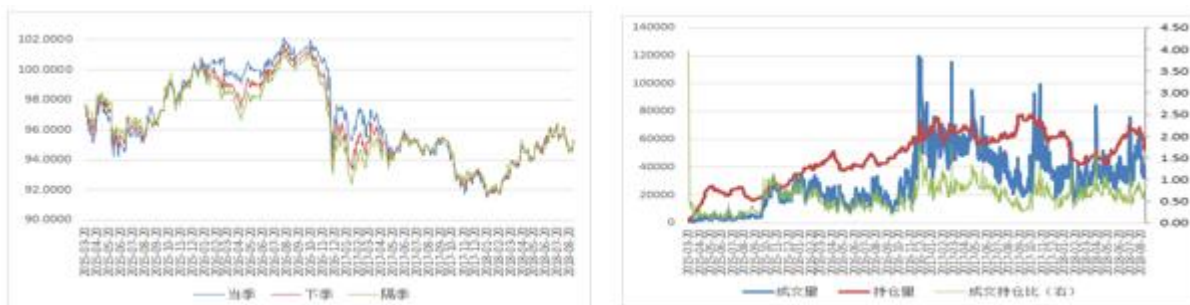
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓

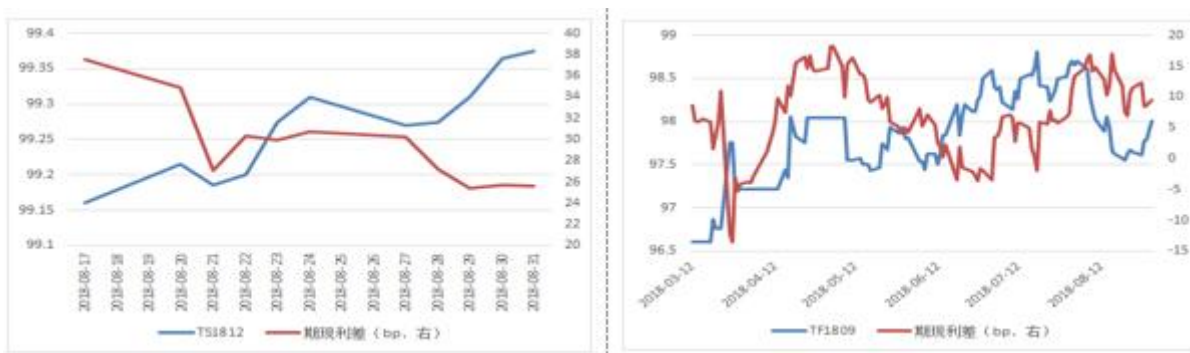


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现对比：期现利差走势有所分化

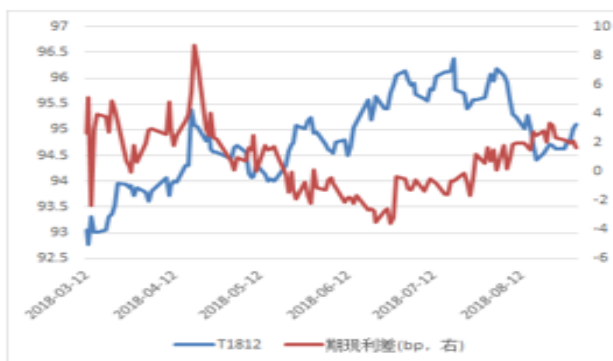
从 8 月份的期现利差来看，8 月前期国债期货价格较大幅走低，现券收益率先较大幅上行后小幅下行，2 年期债走势弱于现券，5 年期债走势略弱于现券，10 年期债走势略弱于现券，合约 TS1812 合约期现利差震荡下行至约 25bp，合约 TF1812 的期现利差先上后下至约 9.5bp，合约 T1812 的期现利差先上后下窄幅震荡至约 1.6bp。

图 6：TS1812 结算价与期现利差&TF1812 结算价与期现利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：T1812 结算价与期现利差

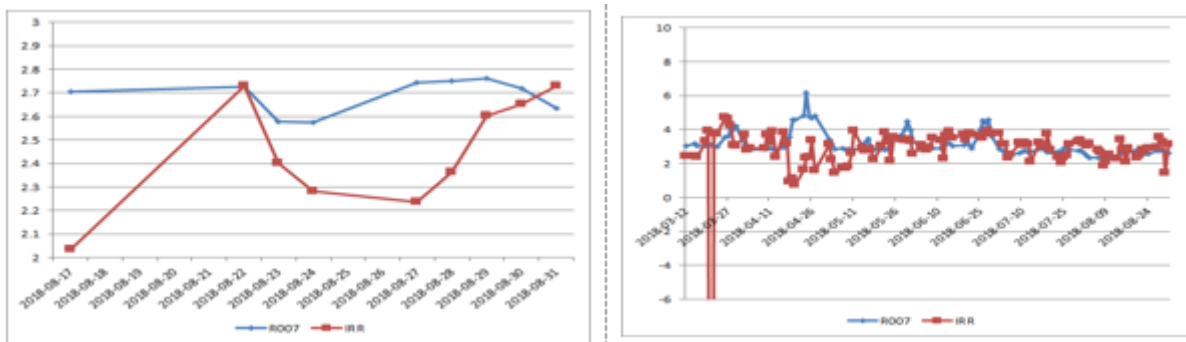


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 期现套利

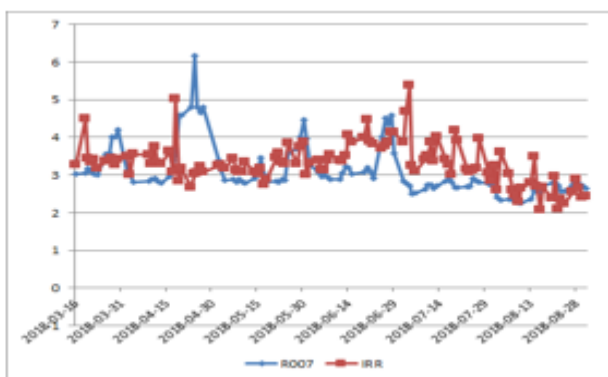
从8月份TS1812 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先下后上，而 R007 先上后下，在8月TS1812 合约无明显的正套和反套期现套利机会；从8月份主力合约TF1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先下后上，而 R007 先上后下，在8月TF1812 合约无明显的正向和反向期现套利机会；从8月份主力合约T1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先上后下，而 R007 先上后下，在8月T1812 合约无明显的正向和反向期现套利机会。

图 8: TS1812 活跃 CTD 券 IRR&TF1812 活跃 CTD 券 IRR



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9: T1812 活跃 CTD 券 IRR



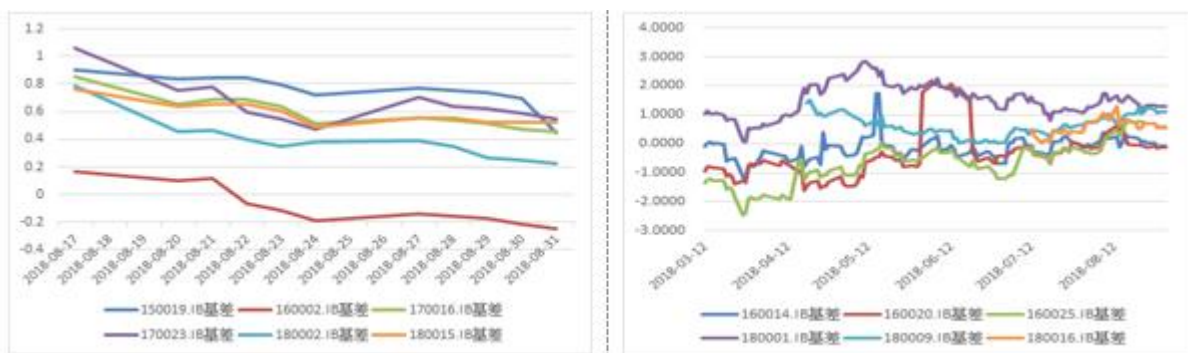
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB 基、170016.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 基差震荡下行，适宜做空基差；TF1812 的活跃券 160025.IB、160020.IB、180009.IB

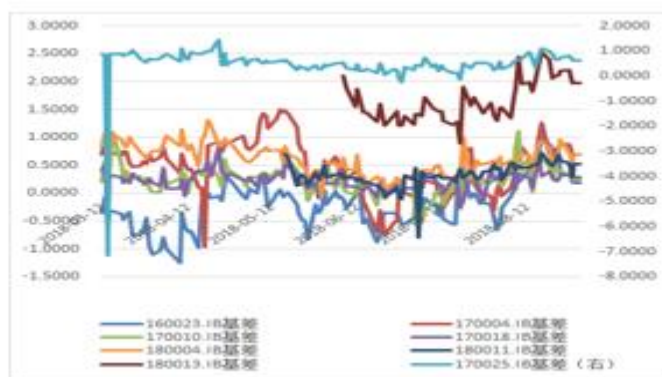
基差震荡下行，适宜做空基差，180001.IB 和 180016.IB 基差震荡上行，适宜做多基差；T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下，其中 160023.IB、170004.IB、170010.IB、170018.IB、170025.IB 和 180013.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，180004.IB 和 180011.IB 基差震荡下行，适宜做空基差。

图 10: TS1812 活跃券基差走势&TF1812 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: T1812 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

8 月国债期货处于移仓换月阶段，五年期债价差正向先走扩后收窄，推荐的多下空当跨期策略止盈；十年期债价差先由正转负后负向走扩，推荐的多下空当跨期策略止损。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 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 8 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%，较上月上行 0.1%。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.3%和 52.2%，分别比上月上行 0.3%和下行 0.1%，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 49.4%和 49.1%，比上月下行 0.4%和 0.5%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 58.7%，较上月大幅上行 4.4%，与国内原材料价格走势一致，其中黑色、化工、纺织、金属制品等主要原材料购进价格指数位于 60.0%以上的高位运行区间。

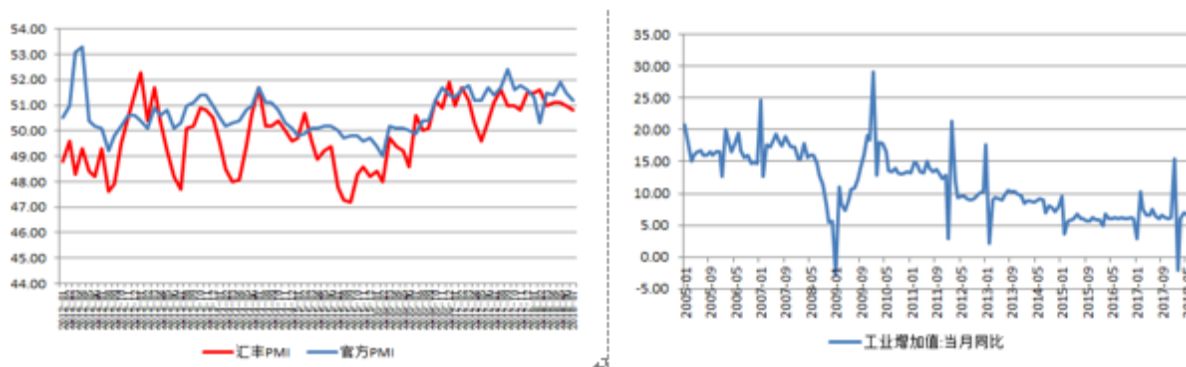
从房地产销售来看，房地产开发投资在 7 月上升 0.5%至 10.2%，商品房销售面积增速小幅反弹 0.9%至 4.2%，房地产开发增速小幅反弹，前期土地增值费增速影响将减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资会回落；7 月份基建投资增速下行 1.6%至 5.7%，基建增

速延续下滑，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；7月份制造业投资增速继续回升0.5%至7.3%，制造业投资增速延续反弹；社零增速下行0.2%至8.8%，消费增速走弱；出口增速上行1.0%至12.2%，进口增速上行13.2%至27.3%，进出口增速走高且高于预期，贸易顺差正向减少，中美贸易摩擦的影响暂未显现。

通胀方面，7月份CPI较上月上行0.2%至2.1%，高于市场预期，猪肉价格下降速度进一步趋缓，鲜菜价格上升速度亦进一步趋缓，近期寿光洪水等事件令市场对通胀预期高企，PPI较上月下行0.1%至4.6%，蔬菜价格增速正向继续小幅回落5.5%至3.8%，猪肉价格下行速度减少3.2%至-9.6%，猪价和鲜菜价格仍可能是2018年拉动CPI的因素，预计8月PPI同比增速或继续小幅回落，CPI同比或小幅上行。

2018年7月新增贷款12861.15亿元，较上月减少约3926.19亿元，企业债融资为2237.39亿元，较上月增加约824.77亿元，企业债发行继续小幅增加，委托贷款为-950.48亿元，较上月增加691.63亿元，信托贷款为-1191.91亿元，较上月增加431.46亿元，银行承兑汇票为-2743.78，较上月增加约905.46亿元，受到政策影响非标融资规模大幅减少，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票受到资管新规细则中对非标监管的边际放松影响，下行幅度放缓，表内信贷规模虽高于预期，但社融增速不及预期；M2同比为8.5%，较上月上升0.5%，M2上行速度高于社融上升速度，M1较上月下行1.5%至5.1%，导致M1-M2的剪刀差为正且小幅走扩。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继续趋缓，社融可能会逐渐回升。预计8月社融增速或企稳，新增人民币贷款或下滑，M2增速或小幅下行。

图 14: 制造业 PMI&工业增加值



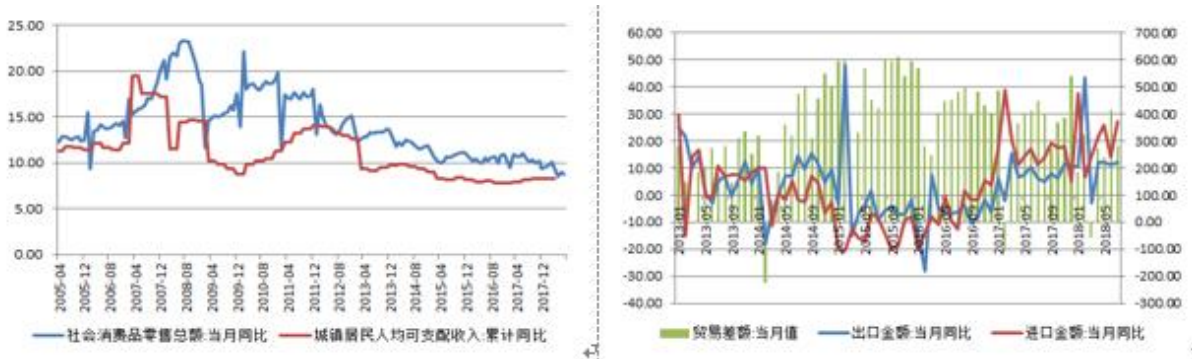
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 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



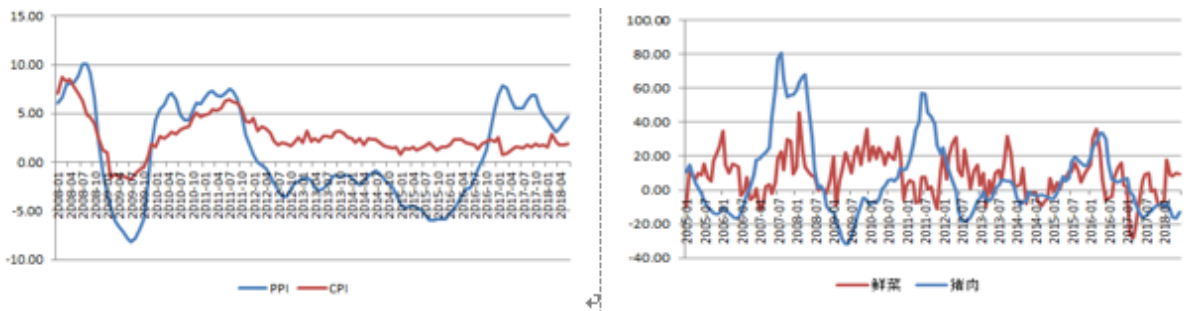
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



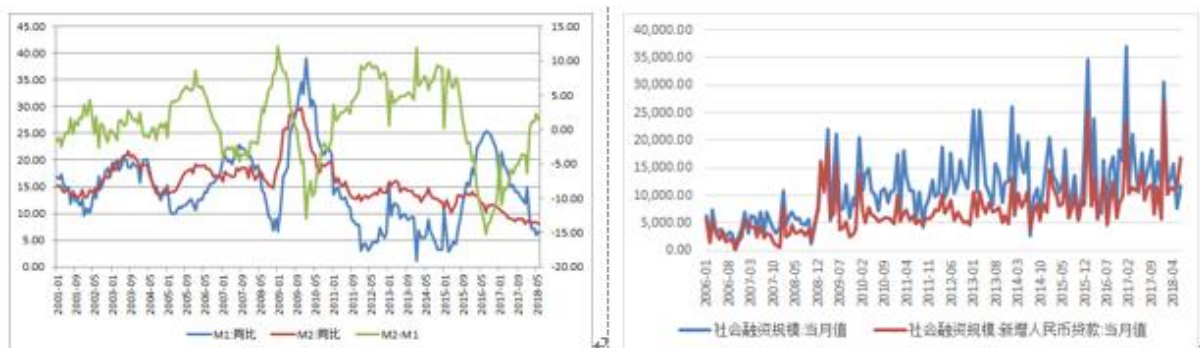
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 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 18: 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

8月10日央行公布了《二季度货币政策执行报告》强调稳健货币政策要“保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门”，“优化融资结构和信贷结构，疏通货币信贷政策传导机制”，在专栏中论证了“目前银行体系流动性是合理充裕的”，令市场预期8月初非常宽松的资金面有边际收紧的压力，且央行目前重视“宽信用”政策的传导，8月18日银保监会下发《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，目的在于配合央行进一步疏通货币政策的传导机制，满足实体经济有效融资需求；8月14日财政部下发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，明确提出“加快专项债券发行进度，今年地方政府债券发行进度打破季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行”，政策出台后，地方政府专项债发行规模和速度明显加快，一方面地方政府专项债大多数对应基建投资项目，市场预期基建投资增速将触底反弹，二是地方政府专项债的发行对国债和政策银行债有一定的挤出效应，特别是在地方政府债券风险权重有可能降至0的情况下。整体来看，8月出台的政策在于落实中央政治局工作会议关于“稳经济”的目标，但同时严控地方政府隐性债务仍是积极财政政策的前提条件，遏制房价上涨仍令市场风险偏好偏低。

3.3 资金利率：8月资金面边际略趋紧，预计9月维持偏宽松为主

主

8月月初资金面宽松，月中缴税时点、受财政部政策影响地方政府专项债发行速度和规模增加和人民币破位贬值的扰动，资金面趋紧，月末尽管央行在公开市场暂停操作但由于财政存款的投放，资金面依然维持偏宽松，轻松跨月。从质押式回购利率来看，隔夜上行21bp至2.32%，7天下行12bp至2.63%，14天上行22bp至3.37%，1M下行63bp至2.63%；从shibor利率变动来看，月度隔夜上行24bp至2.31%，7天下行2bp至2.63%，14天下行13bp至2.68%，1M下行25bp至2.72%，3M下行28bp至2.89%。8月份有3500亿元逆回购操作到期，央行进

行 3000 亿元投放，净回笼 500 亿元，8 月份有 4625 亿元 MLF 到期，央行进行 5320 亿元 MLF 投放，净投放 695 亿元，8 月份有 1200 亿元国库现金定存到期，央行进行了 2200 亿元国库现金定存，在 8 月 27 日进行的 1000 亿元国库现金定存中标利率随行就市上行 10bp，8 月央行在公开市场上净投放 2455 亿元（包括国库现金定存）；9 月公开市场有 2765 亿元资金量到期，其中包括 1765 亿元 1 年期 MLF 到期和 1000 亿元国库现金定存到期，到期压力不大，且在央行《二季度货币政策执行报告》中明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，预计 9 月资金面维持偏宽松。

图 19：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：9 月期债可能有继续博弈反弹的空间

从经济基本面来看，公布的 8 月官方 PMI 高于预期，且出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，市场观察前期稳经济政策效果，在遏制地方政府隐性债务增量下预期基建增速难以大幅上行，9 月美联储大概率加息，关注届时央行的操作；从资金面看，9 月资金面跨季或有扰动但整体仍以偏宽松为主；从供给端看，9 月地方政府专项债供给压力较大；从需求端看，9 月国债需求或在境外机构带动下边际好转。预计在多空因素交织的情况下，期债区间震荡，操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

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。