

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

政策组合打出上下区间， 预计期债宽幅震荡

观点要点：

- 日前公布的7月份官方制造业PMI为51.2%，低于前值的51.5%。结合高频数据，预计7月份通胀压力不大，生产需求回落，经济增速继续承压。目前来看，积极的财政政策给出T1809合约95.2的阶段性底部，宽松的货币政策给出T1809合约96.5的阶段性顶部。短期内期债难言利好，预计在此区间内震荡调整。
- 当前跨月结束，8月初有500亿逆回购将到期，预计不会继续投放。长期资金的投放伴随着短期资金的回笼，锁短放长后，后期有资金利率小幅回升的风险。
- 短期内流动性进一步宽松的空间有限，积极的财政政策已经打出阶段性底部，监管风险暂时出清；通胀温和，压力不大；生产需求仍见回落，经济增长依然承压，政策调整与经济增速的改善大概率存在时间差。预计经济基本面的预期差将成为下一阶段的主导因素，但仍需考虑降准和海外因素的风险。
- 期现套利方面，7月份1809合约活跃券基差走阔，IRR下行。目前，TF1809合约活跃CTD券180009.IB的IRR在3.4%水平上下；T1809合约活跃CTD券180011.IB的IRR在1.8%水平上下。当前资金利率低位运行，TF1809合约临近交割，IRR水平能够覆盖资金成本，建议考虑期现套利策略。
- 跨期套利方面，7月份TF1809-TF1812跨期价差收窄，T1809-T1812跨期价差扩大。8月份随着主力合约移仓至1812合约，按照历史统计规律，预计跨期价差将上行，建议做多跨期价差。即做多1手1809合约的同时做空1手1812合约。
- 跨品种套利方面，7月份曲线走陡，跨品种价差扩大，目前已处于较高水平，未来继续扩大的空间可能有限。

一、7月期债震荡收涨，料短期内宽幅震荡

7月份多空因素交织，利率下行，曲线走陡，期债宽幅震荡，月末收涨。基本面方面，6月份通胀回升，进口回落，经济增速小幅下滑，社消同比回升，投资同比继续回落，M2和社融同比双双回落，再创新低。监管方面，央行公布资管新规细则，监管节奏放缓，非标限制放松。政策方面，定调稳定的货币政策与积极的财政政策，支持对贷款和产业类信用债的投资。

日前公布的7月份官方制造业PMI为51.2%，低于前值的51.5%。结合高频数据，预计7月份通胀压力不大，生产需求回落，经济增速继续承压。目前来看，积极的财政政策给出T1809合约95.2的阶段底部，宽松的货币政策给出T1809合约96.5的阶段顶部。短期内期债难言利好，预计在此区间内震荡调整。

生产方面，PMI生产指数下滑0.6个百分点至53%，高炉开工率和重点企业粗钢产量均环比回落。产成品库存、原材料库存以及在手订单指数均小幅回升，分别收于47.1%、48.9%以及45.7%，但仍处于收缩区间。生产回落，供给收缩，预计7月份工业增加值增速继续回落。需求方面，新订单指数下滑0.9个百分点至52.3%，其中，新出口订单指数持平前值49.8%，连续两个月落在荣枯线以下；进口指数下滑0.4个百分点至49.6%，继今年2月份后再次落至收缩区间。此外，7月份乘联会汽车销量同比回落12.8%，对社消或有一定拖累。整体看，7月份生产回落，内外需均见收缩，不排除工业增速、社消总额以及进出口数据继续回落的可能。

通胀方面，7月份生产资料价格指数环比下滑，水泥、钢铁、动力煤、棉纱等大宗商品价格均环比回落。PMI主要原材料购进价格指数下滑3.4个百分点至54.3%，采购量指数下滑1.3个百分点至51.5%，出厂价格指数下滑2.8个百分点至50.5%。整体看，7月份工业品量价齐跌，叠加翘尾因素低于前值，预计7月份PPI同比小幅下滑。7月份食用农产品价格指数环比小幅回升，猪肉、蔬菜以及蛋类价格均环比增长；非食品价格则环比有所回落。考虑到翘尾因素走低，预计7月份CPI同比变动不大。当前通胀压力不大。

政策方面，7月31日召开政治局会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，当前经济运行稳中有变，外部环境发生明显变化，要抓住主要矛盾，采取针对性强的措施加以解决。会议要求保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策，在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。稳健的货币政策要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。此次表态基本与国常会一致，积极财政政策基本没有预期差，巩固了此前T1809合约95.2的底部位置。

7月份银行间资金利率低位运行，并落至政策利率水平以下，流动性分层现象明显改善。央行于17日开展1500亿3个月国库现金定存，招标利率大幅下降至3.7%。从量上看，适逢税期，央行超量投放以缓解流动性紧张局面；从价上看，跨季以后资金利率落至低位，银行间资金成本已经明显下降，负债压力有所缓解。在供需决定下，此次招标利率下降是合理的，并不能代表货币政策的进一步宽松。考虑到当前去杠杆、抑房价的政策目标，降息的概率不大，短期内流动性进一步宽松的空间有限。

资金方面，央行于26日向满足条件的银行投放5020亿1年期MLF，用于贷款和产业类信用债投资。月底财政资金投放，流动性充裕，公开市场逆回购净

回笼 5300 亿。当前跨月结束，8 月初有 500 亿逆回购将到期，预计不会继续投放。长期资金的投放伴随着短期资金的回笼，锁短放长后，后期有资金利率小幅回升的风险。

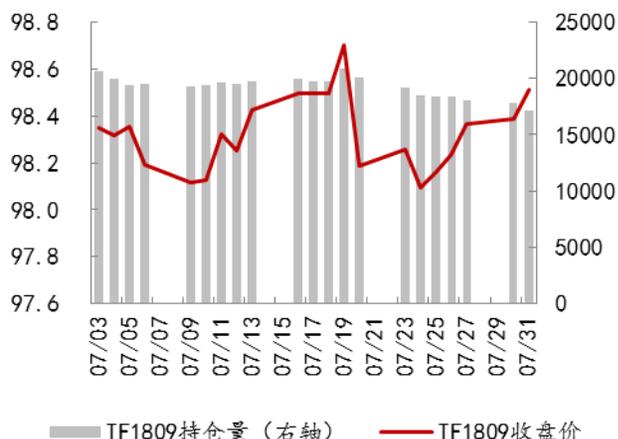
综上所述，短期内流动性进一步宽松的空间有限，积极的财政政策已经打出阶段性底部，监管风险暂时出清；通胀温和，压力不大；生产需求仍见回落，经济增长依然承压，政策调整与经济增速的改善大概率存在时间差。预计经济基本面的预期差将成为下一阶段的主导因素，但仍需考虑降准和海外因素的风险。

图表 1：国债期货 7 月行情

	2018/07/31	2018/06/29	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1809.CFE	98.510	98.390	0.120	0.12%	19,469	6,016
T1809.CFE	95.900	95.875	0.025	0.03%	62,456	36,490
TF1812.CFE	98.650	98.495	0.155	0.16%	1,462	199
T1812.CFE	95.940	96.005	-0.065	-0.07%	2,388	756

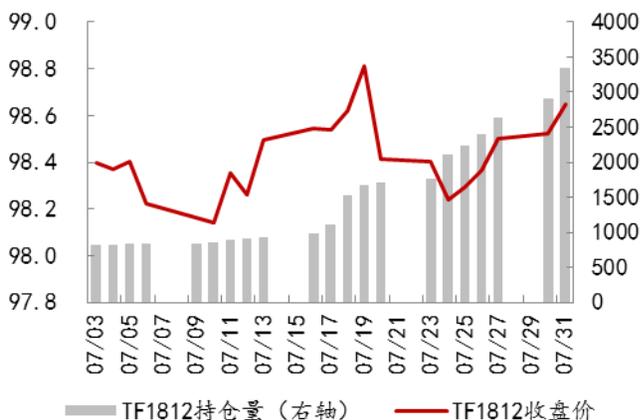
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1809 合约震荡收涨

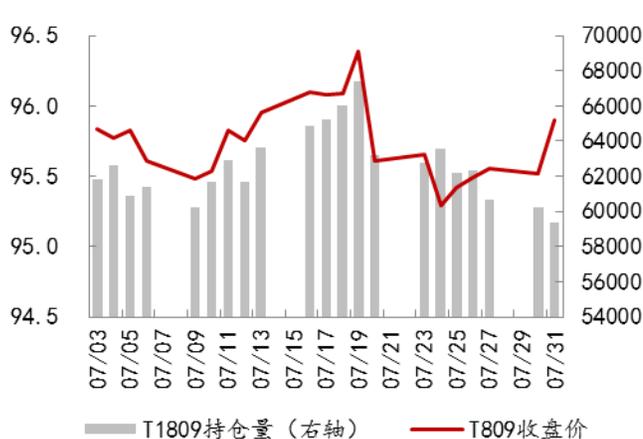


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：TF1812 合约量价齐升

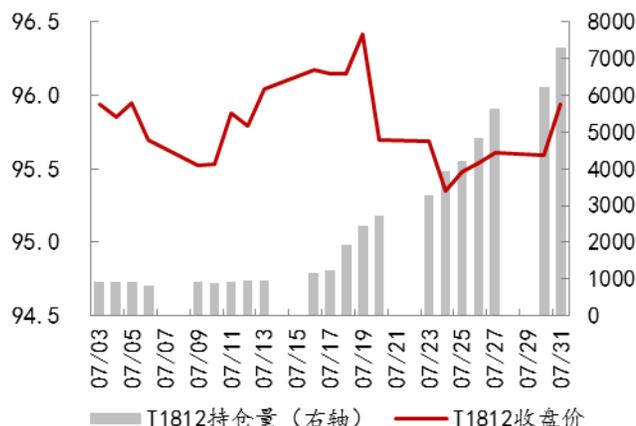


图表 3：T1809 合约小幅收涨



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5：T1812 合约量增价跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

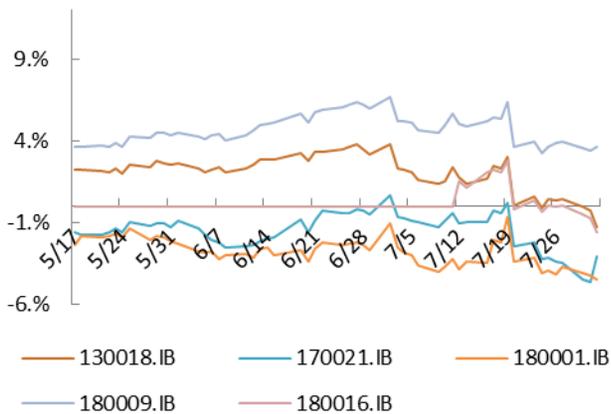
二、策略：建议做多跨期价差

期现套利方面，7月份1809合约活跃券基差走阔，IRR下行。目前，TF1809合约活跃CTD券180009.IB的IRR在3.4%水平上下；T1809合约活跃CTD券180011.IB的IRR在1.8%水平上下。当前资金利率低位运行，TF1809合约临近交割，IRR水平能够覆盖资金成本，建议考虑期现套利策略。

跨期套利方面，7月份TF1809-TF1812跨期价差收窄，T1809-T1812跨期价差扩大。8月份随着主力合约移仓至1812合约，按照历史统计规律，预计跨期价差将上行，建议做多跨期价差。即做多1手1809合约的同时做空1手1812合约。

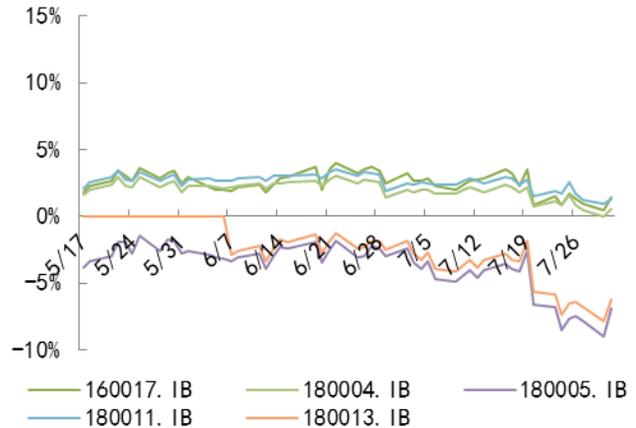
跨品种套利方面，7月份曲线走陡，跨品种价差扩大，目前已处于较高水平，未来继续扩大的空间可能有限。

图表 6: TF1809 合约 IRR 下行



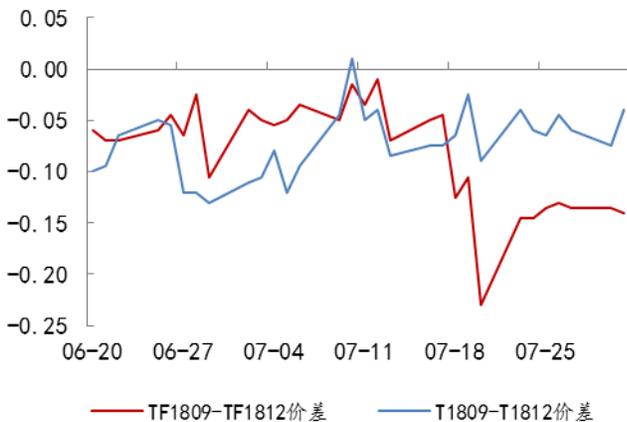
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: T1809 合约 IRR 下行



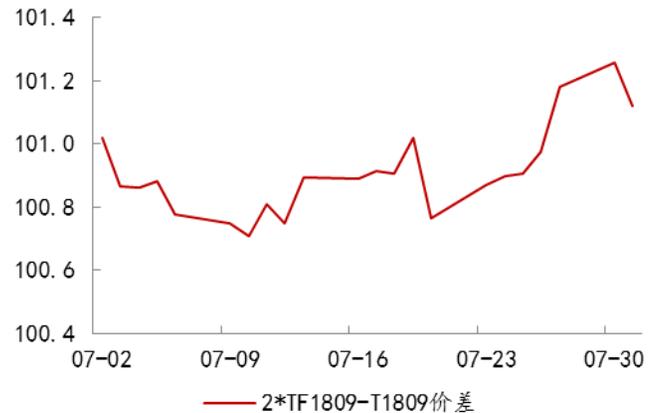
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: TF 跨期价差收窄, T 跨期价差扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 1809 合约跨品种价差大幅上涨



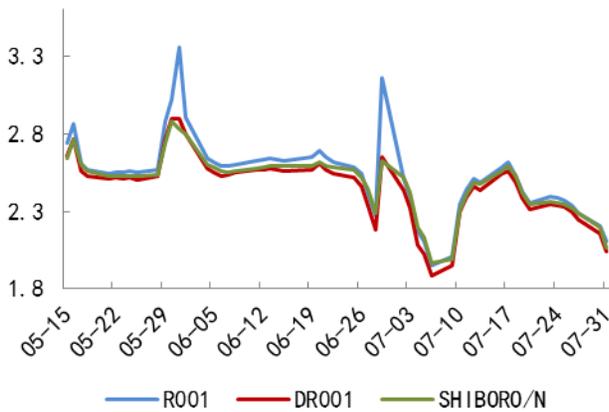
来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、公开市场大额净回笼，资金面宽松

公开市场操作方面，7月份共有12000亿逆回购到期，央行共投放6200亿逆回购，净回笼5800亿；7月13日有3600亿MLF到期，其中有1715亿已于此前降准置换，央行于到期当日续作1885亿1年期MLF；7月23日，央行向满足条件的银行投放5020亿1年期MLF，用于贷款和产业类信用债投资。此外，7月20日有800亿国库现金定存到期，央行于17日开展1500亿3个月国库现金定存，招标利率大幅下降至3.7%。8月份将有500亿逆回购到期，预计不会继续投放；8月15日将有3995亿MLF到期，其中有630亿已于此前被降准释放的资金置换；8月8日将有1200亿国库现金定存到期。

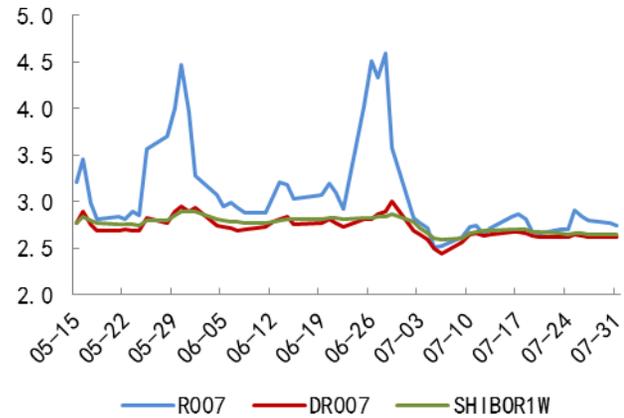
资金方面，7月份银行间资金利率低位运行，并落至政策利率水平以下，流动性分层现象明显改善，短期内流动性进一步宽松的空间有限。月底财政资金投放，流动性充裕，长期资金的投放伴随着短期资金的回笼，锁短放长后，后期有资金利率小幅回升的风险。

图表 10：隔夜资金利率



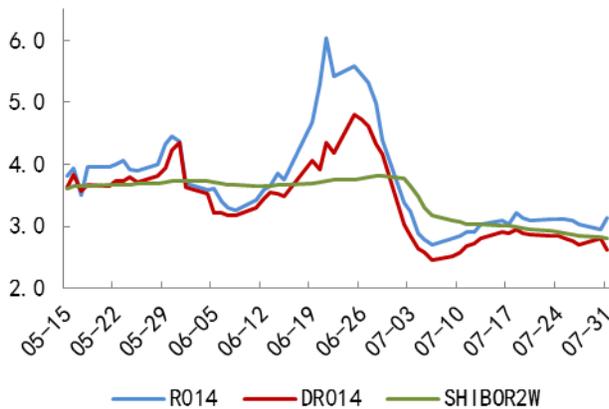
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11：7天资金利率



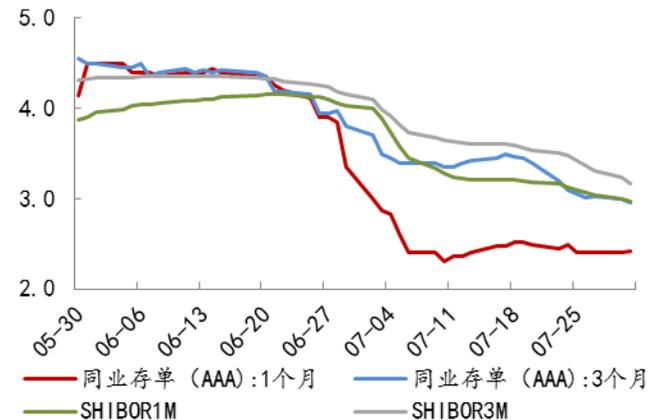
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12：14天资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：中期资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况较好，二级国债收益率曲线牛陡

一级市场方面，7月份共发行了2447.6亿附息式国债、1713.9亿国开债、

300 亿进出口债、580 亿农发债。一级市场发行利率多数低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数较高，发行情况较好。

图表 14：7 月一级市场利率债统计

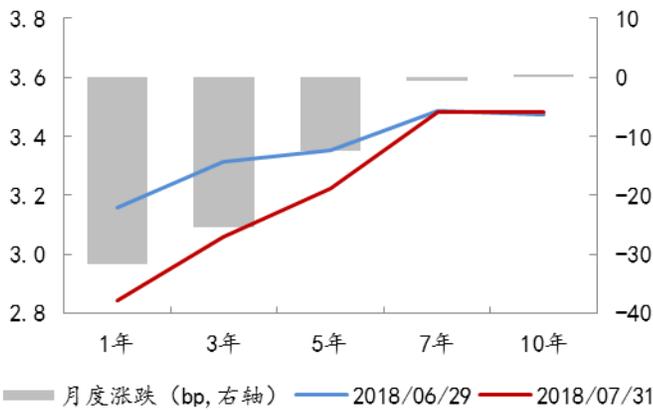
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	一级市场 发行利率	一级-二级 利差 (bp)	全场 倍数	边际 倍数
180013X.IB	18 付息国债 13(续发)	2018/7/4	370.1	7	3.47	3.49	-1.6	2.0	/
180014.IB	18 付息国债 14	2018/7/4	371	3	3.24	3.27	-2.7	2.0	/
180015.IB	18 付息国债 15	2018/7/11	290.5	2	3.14	3.16	-1.7	2.2	11.8
180016.IB	18 付息国债 16	2018/7/11	371.9	5	3.30	3.34	-4.4	2.2	8.0
180010X2.IB	18 付息国债 10(续 2)	2018/7/18	370.1	1	3.03	3.03	0.7	2.3	1.4
180011X2.IB	18 付息国债 11(续 2)	2018/7/18	370	10	3.43	3.48	-4.7	2.5	4.8
180017.IB	18 付息国债 17	2018/7/20	304	30	3.97	3.93	4.2	1.7	1.3
180204Z14.IB	18 国开 04(增 14)	2018/7/3	80.3	5	3.95	4.09	-13.3	4.0	1.1
180206Z13.IB	18 国开 06(增 13)	2018/7/3	50.3	7	4.15	4.29	-13.7	3.9	1.1
180208Z9.IB	18 国开 08(增 9)	2018/7/3	70	3	3.84	3.97	-13.4	4.7	1.1
180209.IB	18 国开 09	2018/7/3	93	1	3.32	3.55	-23.0	5.3	2.6
180210.IB	18 国开 10	2018/7/3	130.3	10	4.04	4.21	-17.5	5.2	3.8
180204Z15.IB	18 国开 04(增 15)	2018/7/10	80	5	4.00	4.08	-8.4	3.2	5.6
180206Z14.IB	18 国开 06(增 14)	2018/7/10	50	7	4.21	4.27	-5.9	2.8	6.0
180210Z.IB	18 国开 10(增发)	2018/7/10	150	10	4.11	4.21	-10.3	2.4	2.2
180208Z10.IB	18 国开 08(增 10)	2018/7/12	80	3	3.83	3.94	-10.7	3.3	6.5
180209Z.IB	18 国开 09(增发)	2018/7/12	50	1	3.24	3.40	-16.2	3.5	2.5
180208Z11.IB	18 国开 08(增 11)	2018/7/17	111	3	3.77	3.87	-10.8	3.5	1.0
180209Z2.IB	18 国开 09(增 2)	2018/7/17	99	1	3.20	3.41	-20.4	3.7	1.4
180210Z2.IB	18 国开 10(增 2)	2018/7/17	150	10	4.05	4.10	-5.0	2.1	1.3
180204Z16.IB	18 国开 04(增 16)	2018/7/19	80	5	3.76	3.97	-20.4	4.2	1.1
180206Z15.IB	18 国开 06(增 15)	2018/7/19	50	7	4.10	4.20	-10.0	5.3	10.6
180204Z17.IB	18 国开 04(增 17)	2018/7/24	60	5	3.87	3.93	-5.4	4.1	10.2
180209Z3.IB	18 国开 09(增 3)	2018/7/24	50	1	3.01	3.22	-21.5	3.8	4.2
180210Z3.IB	18 国开 10(增 3)	2018/7/24	150	10	4.12	4.10	1.9	2.0	1.8
180206Z16.IB	18 国开 06(增 16)	2018/7/26	50	7	4.20	4.25	-4.8	2.9	2.6
180208Z12.IB	18 国开 08(增 12)	2018/7/26	80	3	3.61	3.76	-15.4	3.0	1.3
180305Z3.IB	18 进出 05(增 3)	2018/7/5	40	1	3.25	3.52	-27.3	3.9	1.0
180309Z.IB	18 进出 09(增发)	2018/7/5	30	5	4.04	4.19	-14.8	6.0	8.1
180310Z8.IB	18 进出 10(增 8)	2018/7/5	30	10	4.20	4.30	-10.2	5.7	1.0
180305Z4.IB	18 进出 05(增 4)	2018/7/12	40	1	3.26	3.45	-19.0	2.6	1.5
180309Z2.IB	18 进出 09(增 2)	2018/7/12	30	5	4.01	4.11	-10.6	4.9	1.3
180310Z9.IB	18 进出 10(增 9)	2018/7/12	30	10	4.26	4.31	-5.4	3.6	3.3
180305Z5.IB	18 进出 05(增 5)	2018/7/19	40	1	3.19	3.46	-26.8	3.6	4.1
180309Z3.IB	18 进出 09(增 3)	2018/7/19	30	5	3.95	4.01	-5.6	3.6	6.4
180310Z10.IB	18 进出 10(增 10)	2018/7/19	30	10	4.21	4.25	-3.4	3.9	2.8
180401Z23.IB	18 农发 01(增 23)	2018/7/4	40	7	4.22	4.28	-6.0	3.4	9.6

180406Z8. IB	18 农发 06(增 8)	2018/7/4	70	10	4.25	4.29	-3.7	3.4	4.0
180409Z4. IB	18 农发 09(增 4)	2018/7/4	40	3	3.96	4.02	-5.7	2.6	4.7
180401Z24. IB	18 农发 01(增 24)	2018/7/11	40	7	4.22	4.30	-7.6	3.3	2.3
180406Z9. IB	18 农发 06(增 9)	2018/7/11	60	10	4.27	4.33	-6.3	3.2	3.0
180409Z5. IB	18 农发 09(增 5)	2018/7/11	40	3	3.90	3.97	-6.8	4.9	4.5
180401Z25. IB	18 农发 01(增 25)	2018/7/18	40	7	4.17	4.25	-8.9	3.2	1.5
180406Z10. IB	18 农发 06(增 10)	2018/7/18	60	10	4.20	4.25	-4.2	3.6	102.3
180409Z6. IB	18 农发 09(增 6)	2018/7/18	40	3	3.75	3.90	-14.8	5.3	1.2
180401Z26. IB	18 农发 01(增 26)	2018/7/25	40	7	4.22	4.26	-4.3	2.6	3.3
180406Z11. IB	18 农发 06(增 11)	2018/7/25	70	10	4.31	4.34	-3.1	2.9	1.6
180408Z5. IB	18 农发 08(增 5)	2018/7/25	40	5	3.94	4.03	-9.5	4.2	1.3

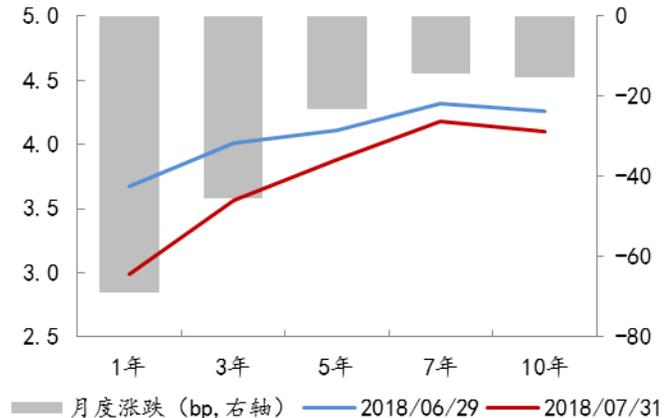
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二级市场方面, 7 月份国债关键期限到期收益率曲线陡峭, 5 年国债收益率下行 12.58BP, 十年国债收益率小幅上行 0.56BP。国开债关键期限到期收益率曲线全线下行, 曲线走陡。AAA 企业债关键期限到期收益率全线下行, 曲线走陡。AAA 企业债-国债 信用利差大幅收窄。

图表 15: 国债收益率曲线陡峭

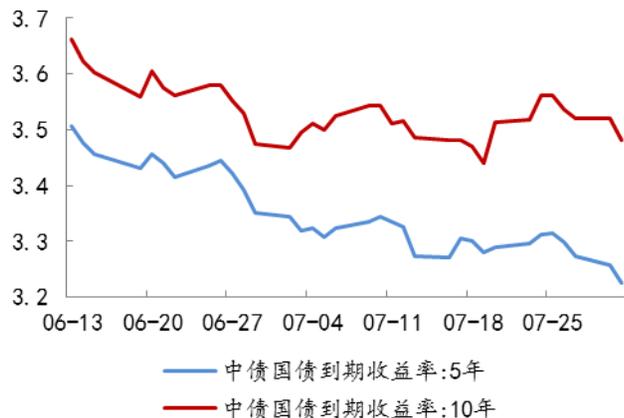


图表 16: 国开债收益率曲线陡峭



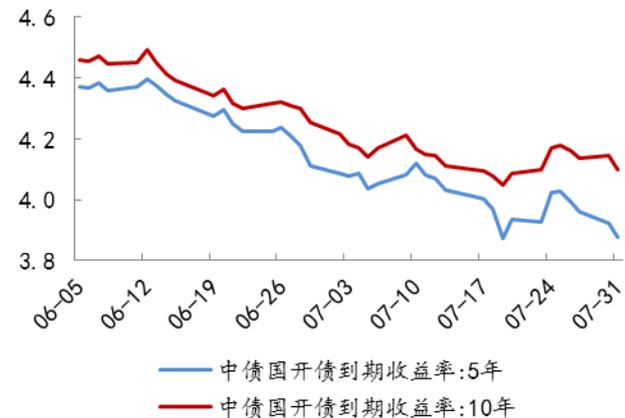
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 5 年期国债到期收益率大幅下行



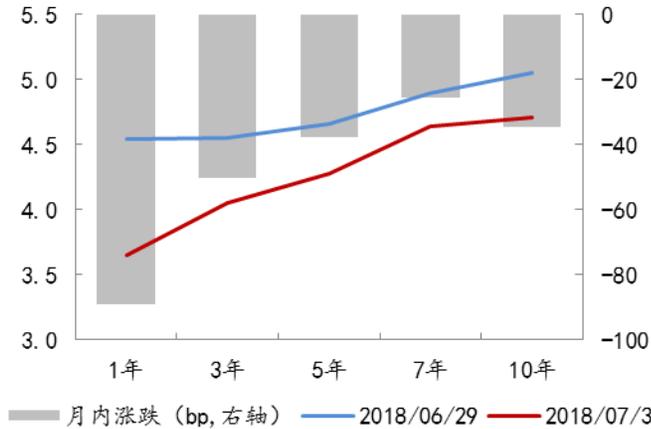
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 国开债到期收益率下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

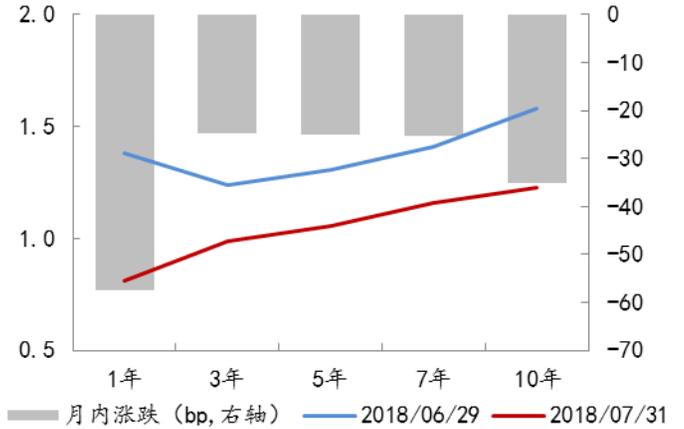
图表 19：AAA 企业债关键期限收益率全线下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：AAA 企业债-国债 信用利差大幅收窄



来源：Wind，东兴期货研发中心

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。