

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

基本面承压， 期债回升空间有限

观点要点：

- 8月上中旬期债大幅回落，下旬止跌回升，当月整体收跌。
- 8月份制造业PMI指数为51.3%，较上月增加0.1个百分点。制造业生产活动继续扩张，需求增速小幅放缓但总体稳定。新出口订单指数较上月回落0.4个百分点至49.4%，连续三个月落在50临界点以下，而进口指数也继续回落0.5个百分点至49.1%，表明在贸易摩擦的影响下，进出口景气度有所下降。8月份高炉开工率、6大发电集团日均耗煤量、重点企业粗钢产量均有所回落，商品房成交面积同比增速回落，乘用车销量同比回落，8月份整体供需偏弱。
- 8月份黑色、化工、金属等原材料价格大幅上涨，流通领域生产资料价格指数整体大涨，工业品价格上涨或带动PPI环比上涨，但考虑到翘尾因素较低的影响，不排除8月份PPI同比增速回落的可能。8月份寿光水灾导致蔬菜价格环比大幅上涨，食用农产品价格指数明显回升。近期房租价格上涨，暑期出行高峰带动旅游价格上涨，预计非食品价格也有所上涨。综上，预计8月份CPI同比增速进一步扩大，PPI同比增速小幅回落。
- 整体来看，当前通胀预期升温，货币政策进一步宽松的空间有限，而财政政策宽松、基建托底以及宽信用等又在一定程度上托底经济增长。基本面承压，国债期货本轮回升空间有限。

一、基本面承压，期债回升空间有限

8月上中旬期债大幅回落，下旬止跌回升，当月整体收跌。8日公布贸易数据，7月份按人民币计的进口同比20.9%，预期12.5%，前值6%；出口同比6%，预期5.6%，前值3.1%。原油和汽车进口金额均大幅增长是进口超预期增长的主要原因，人民币贬值则是出口增长的重要原因。进出口数据超预期增长，当日期债跌幅扩大。9日公布通胀数据，7月份正值暑期出行高峰，旅游价格大幅上涨带动非食品价格上涨，7月CPI同比上涨2.1%，高于预期和前值的1.9%。金属冶炼和压延加工业价格回落带动PPI同比回落0.1个百分点至4.6%，但高于预期的4.3%。通胀超预期，当日期债继续大幅下跌。13日晚间公布金融数据，7月份M2同比8.5%，高于前值的8%；社融累计同比10.3%，小幅低于前值的10.45%。14日公布经济数据，7月工业增加值同比回落0.4个百分点至9.2%，社会消费品零售总额同比回落0.2个百分点至8.8%，固定资产投资完成额累计同比回落0.5个百分点至5.5%。7月份经济数据整体回落，当日期债止跌回升。14日财政部发文要求加快专项债发行进度，供给压力增大，期债继续下跌。下旬阶段性利空出尽，期债开始止跌回升。

8月份制造业PMI指数为51.3%，较上月增加0.1个百分点。其中，生产指数较上月增加0.3个百分点至53.3%，表明制造业生产活动继续扩张；新订单指数较上月小幅回落0.1个百分点至52.2%，表明需求增速小幅放缓但总体稳定。新出口订单指数较上月回落0.4个百分点至49.4%，连续三个月落在50临界点以下，而进口指数也继续回落0.5个百分点至49.1%，表明在贸易摩擦的影响下，进出口景气度有所下降。8月份高炉开工率、6大发电集团日均耗煤量、重点企业粗钢产量均有所回落，商品房成交面积同比增速回落，乘用车销量同比回落，8月份整体供需偏弱。

8月份黑色、化工、金属等原材料价格大幅上涨，流通领域生产资料价格指数整体大涨，带动制造业PMI主要原材料购进价格指数大幅回升4.4个百分点至58.7%、出厂价格指数大幅回升3.8个百分点至54.3%。工业品价格上涨或带动PPI环比上涨，但考虑到翘尾因素较低的影响，不排除8月份PPI同比增速回落的可能。8月份寿光水灾导致蔬菜价格环比大幅上涨，食用农产品价格指数明显回升。近期房租价格上涨，暑期出行高峰带动旅游价格上涨，预计非食品价格也有所上涨。综上，预计8月份CPI同比增速进一步扩大，PPI同比增速小幅回落。

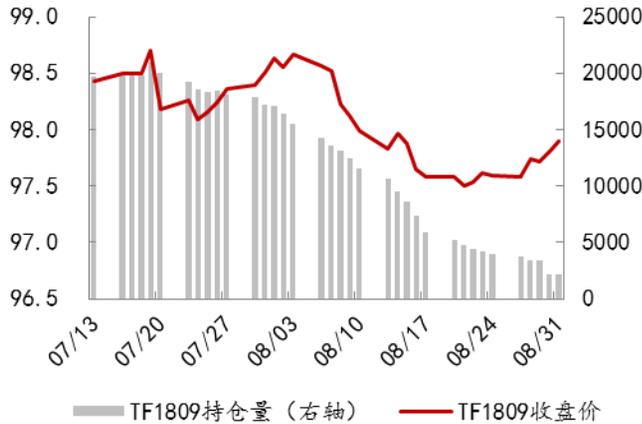
整体来看，当前通胀预期升温，货币政策进一步宽松的空间有限，而财政政策宽松、基建托底以及宽信用等又在一定程度上托底经济增长。基本面承压，国债期货本轮回升空间有限。

图表 1：国债期货 8 月行情

	2018/08/31	2018/07/31	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1809.CFE	97.9	98.51	-0.610	-0.62%	8,409	4,144
T1809.CFE	95.355	95.9	-0.545	-0.57%	24,764	20,033
TS1812.CFE	99.375	/	/	/	3,381	1,500
TF1812.CFE	98.005	98.65	-0.645	-0.65%	12,001	4,911
T1812.CFE	95.12	95.94	-0.820	-0.85%	38,615	25,686

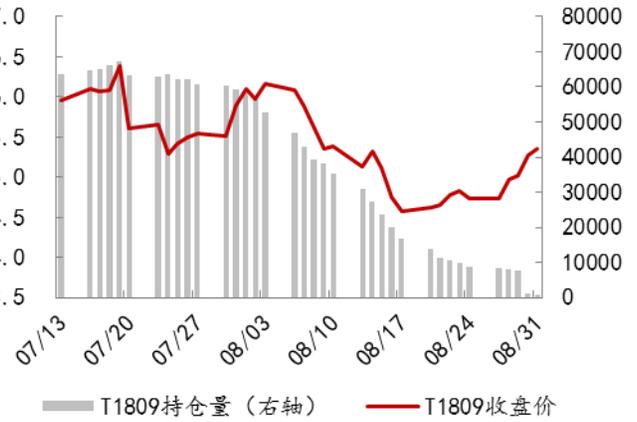
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TF1809 合约



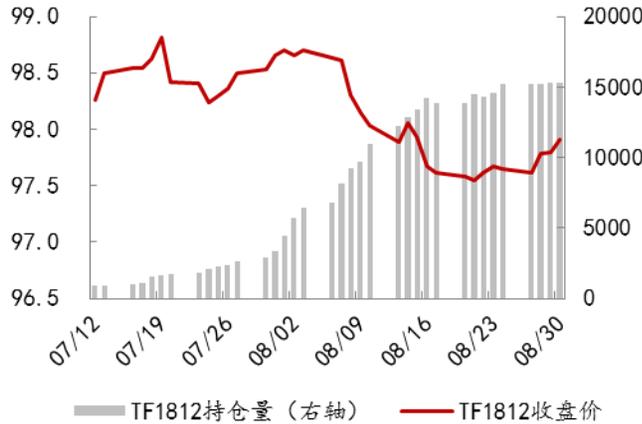
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: T1809 合约

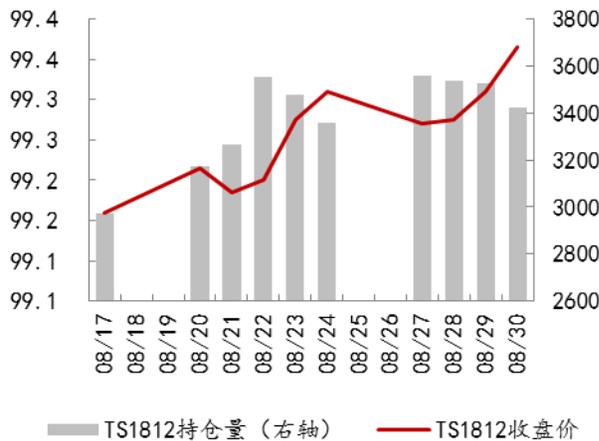


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1812 合约

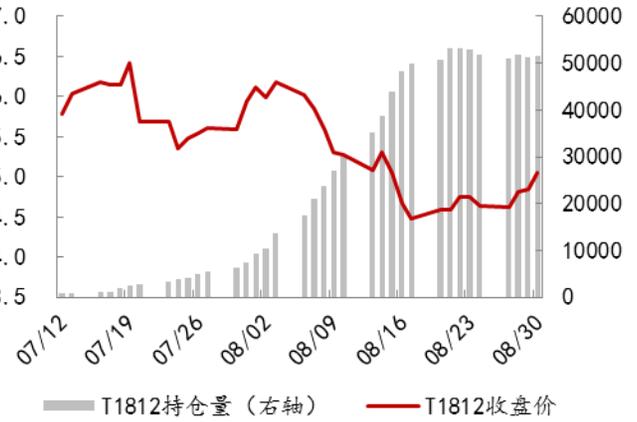


图表 6: TS1812 合约



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1812 合约



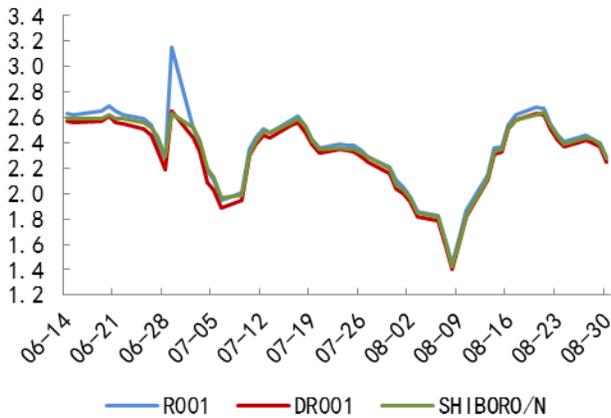
二、公开市场逆回购规模减少，资金面充裕

公开市场操作方面，8 月份共有 3500 亿逆回购到期，央行共投放 3000 亿

逆回购，净回笼 500 亿；8 月 15 日有 3995 亿 MLF 到期，央行于到期当日续作 3830 亿 1 年期 MLF；8 月 24 日为对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，央行开展 1490 亿 1 年期 MLF 操作。此外，8 月 8 日有 1200 亿国库现金定存到期，央行分别于 16 日和 27 日开展 1200 亿和 1000 亿 3 个月国库现金定存。临近月末，财政支出力度加大，近期央行连续暂停公开市场操作，目前已无未到期的逆回购。9 月 7 日将有 2980 亿 MLF 到期，其中有 1215 亿已于此前被降准资金置换。9 月 14 日将有 1000 亿国库现金定存到期。

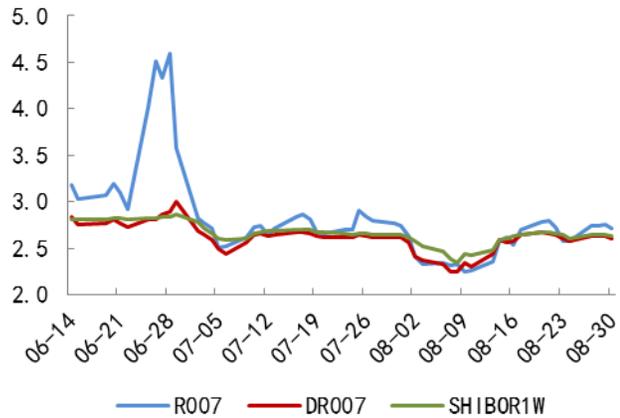
资金方面，8 月初资金利率继续回落，中旬开始逐渐回升。当前资金利率仍在低位运行，但 7 天资金利率中枢已回升至政策利率水平以上。8 月资金平稳跨月，当前资金面较为充裕。央行意外操作 MLF，打破货币政策收紧的疑虑。人民币对美元中间报价重启“逆周期因子”，预计会对未来人民币汇率在合理均衡水平保持基本稳定发挥积极作用。

图表 7：隔夜资金利率



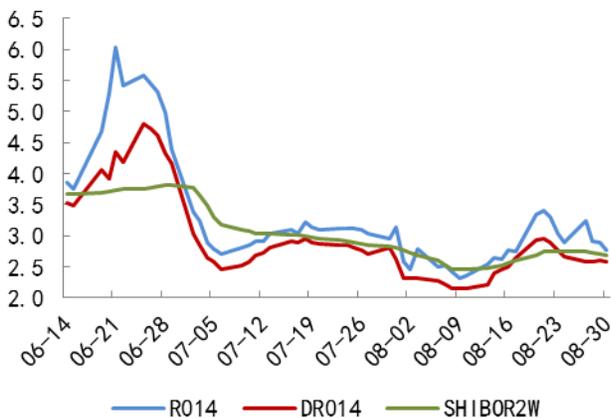
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8：7 天资金利率



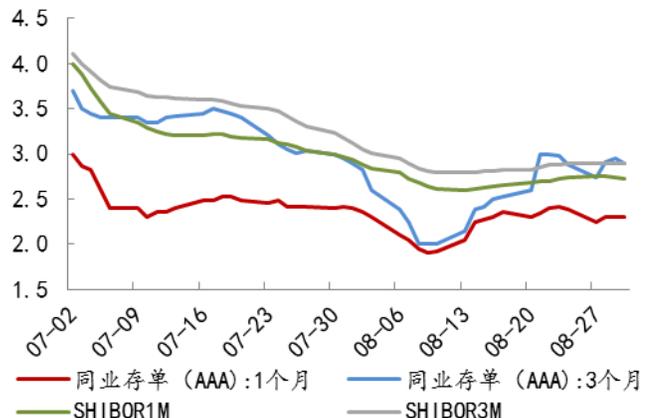
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：14 天资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：中期资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

三、一级市场发行情况较好，二级国债收益率曲线熊平

一级市场方面，8 月份共发行了 2643.1 亿附息式国债、1565 亿国开债、870 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 11：8 月一级市场利率债统计

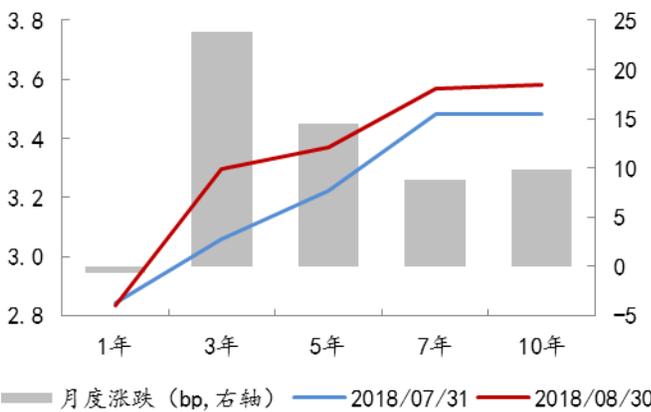
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	一级市场 发行利率	一级-二级 利差 (bp)	全场 倍数	边际 倍数
180013X2. IB	18 附息国债 13(续 2)	2018/8/1	410	7	3.45	3.48	-2.58	2.25	1.37
180014X. IB	18 附息国债 14(续发)	2018/8/1	411	3	3.04	3.07	-3.45	2.02	3.21
180015X. IB	18 附息国债 15(续发)	2018/8/8	290.1	2	2.83	2.79	3.72	2.17	1.3
180016X. IB	18 附息国债 16(续发)	2018/8/8	410	5	3.13	3.21	-7.25	1.89	1.34
180018. IB	18 附息国债 18	2018/8/15	410	1	2.79	2.84	-5.00	1.84	1.95
180019. IB	18 附息国债 19	2018/8/15	410	10	3.54	3.58	-4.29	1.97	1.93
180017X. IB	18 附息国债 17(续发)	2018/8/17	302	30	4.22	4.23	-0.18	1.7	2.26
180204Z18. IB	18 国开 04(增 18)	2018/8/2	60	5	3.70	3.85	-14.77	4.12	3.59
180206Z17. IB	18 国开 06(增 17)	2018/8/2	50	7	4.07	4.14	-7.30	3.48	1.2
180208Z14. IB	18 国开 08(增 14)	2018/8/7	96	3	3.30	3.46	-15.67	2.36	1.31
180209Z5. IB	18 国开 09(增 5)	2018/8/7	97	1	2.47	2.68	-21.35	2.87	1.15
180210Z5. IB	18 国开 10(增 5)	2018/8/7	120	10	3.98	4.05	-7.40	3.91	1.67
180206Z18. IB	18 国开 06(增 18)	2018/8/9	50	7	4.11	4.14	-3.51	3.67	1.35
180211. IB	18 国开 11	2018/8/9	68	5	3.76	3.82	-6.00	2.93	1.52
180206Z19. IB	18 国开 06(增 19)	2018/8/14	50	7	4.20	4.17	3.10	2.17	1.14
180208Z15. IB	18 国开 08(增 15)	2018/8/14	80	3	3.69	3.64	4.54	3.36	1.35
180209Z6. IB	18 国开 09(增 6)	2018/8/14	50	1	3.05	3.10	-4.22	4.34	2.22
180210Z6. IB	18 国开 10(增 6)	2018/8/14	120	10	4.15	4.11	3.56	3.28	8.21
180211Z. IB	18 国开 11(增发)	2018/8/14	80	5	3.91	3.87	3.81	2.79	4.7
180208Z16. IB	18 国开 08(增 16)	2018/8/21	112	3	3.83	3.85	-2.33	4.38	1.07
180209Z7. IB	18 国开 09(增 7)	2018/8/21	90	1	3.25	3.30	-5.20	3.39	5.05
180211Z2. IB	18 国开 11(增 2)	2018/8/21	92	5	4.03	4.01	1.49	2.61	2.77
180206Z20. IB	18 国开 06(增 20)	2018/8/23	50	7	4.25	4.26	-1.59	5.72	9.02
180210Z7. IB	18 国开 10(增 7)	2018/8/23	120	10	4.19	4.21	-1.62	2.72	1.57
180208Z17. IB	18 国开 08(增 17)	2018/8/28	70	3	3.75	3.77	-1.26	2.33	1.25
180209Z8. IB	18 国开 09(增 8)	2018/8/28	40	1	3.12	3.16	-3.97	2.92	1.07
180211Z3. IB	18 国开 11(增 3)	2018/8/28	70	5	3.96	3.97	-1.03	2.8	1.05
180401Z27. IB	18 农发 01(增 27)	2018/8/1	40	7	4.11	4.15	-3.94	3.22	1.25
180406Z12. IB	18 农发 06(增 12)	2018/8/1	70	10	4.20	4.25	-4.67	2.75	1.24
180408Z6. IB	18 农发 08(增 6)	2018/8/1	40	5	3.78	3.85	-6.97	3.04	3.86
180408Z7. IB	18 农发 08(增 7)	2018/8/6	50	5	3.66	3.73	-6.78	2.88	7.89
180409Z7. IB	18 农发 09(增 7)	2018/8/6	50	3	3.42	3.48	-5.45	3.73	1.95
180401Z28. IB	18 农发 01(增 28)	2018/8/8	40	7	4.04	4.09	-4.79	3.91	1.25
180406Z13. IB	18 农发 06(增 13)	2018/8/8	60	10	4.20	4.26	-6.03	3.65	2.85
180407Z6. IB	18 农发 07(增 6)	2018/8/8	40	1	2.50	2.72	-21.95	3.2	3.76
180408Z8. IB	18 农发 08(增 8)	2018/8/13	50	5	3.92	3.99	-6.72	4.53	1.47
180409Z8. IB	18 农发 09(增 8)	2018/8/13	50	3	3.71	3.77	-5.49	5.92	2.22
180401Z29. IB	18 农发 01(增 29)	2018/8/15	40	7	4.19	4.22	-2.33	5.39	1.3

180406Z14. IB	18 农发 06(增 14)	2018/8/15	60	10	4.31	4.33	-2.27	4.48	26.75
180407Z7. IB	18 农发 07(增 7)	2018/8/15	40	1	2.98	3.11	-13.06	4.08	1.07
180408Z9. IB	18 农发 08(增 9)	2018/8/27	50	5	4.00	4.04	-3.91	2.67	1.32
180409Z9. IB	18 农发 09(增 9)	2018/8/27	50	3	3.74	3.78	-3.90	2.72	1.33
180401Z30. IB	18 农发 01(增 30)	2018/8/29	40	7	4.30	4.34	-3.83	3.84	1.48
180406Z15. IB	18 农发 06(增 15)	2018/8/29	60	10	4.38	4.40	-2.10	2.36	50
180407Z8. IB	18 农发 07(增 8)	2018/8/29	40	1	3.00	3.17	-16.95	3.34	1.12

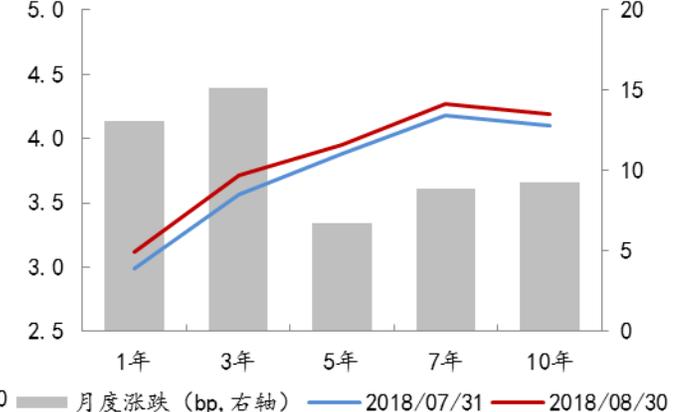
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二级市场方面, 8月初利率继续快速下行, 于9日触及底部, 随后迅速上行, 并于下半月企稳, 月底小幅回落。国债关键期限到期收益率曲线全线上行, 曲线小幅走平; 国开债关键期限到期收益率曲线全线上行, 曲线小幅走平; AAA企业债关键期限到期收益率全线上行; AAA企业债-国债 信用利差于上月延续收窄, 其后随着利率上行而快速走扩。

图表 12: 国债收益率曲线熊平



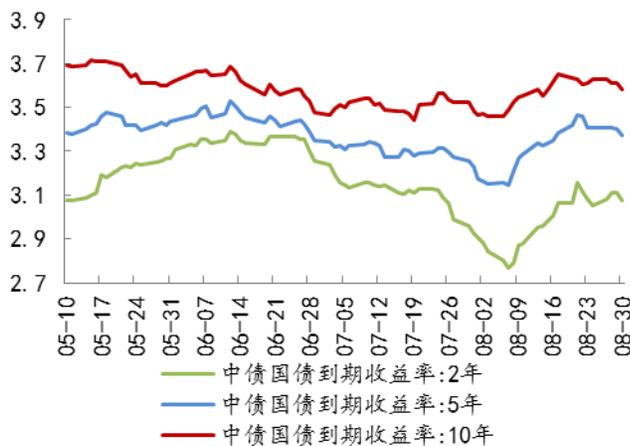
图表 13: 国开债收益率曲线上行



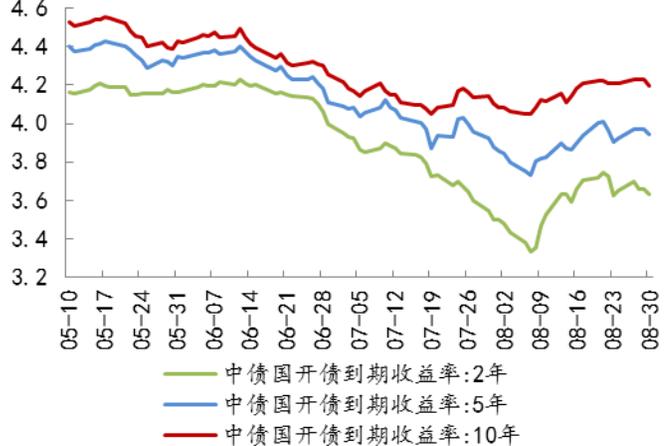
来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 8月国债利率先降后升



图表 15: 8月国开债利率先降后升

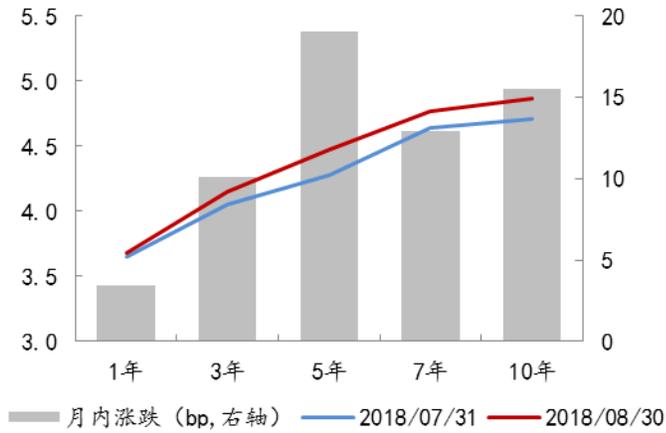


来源: Wind, 东兴期货研发中心

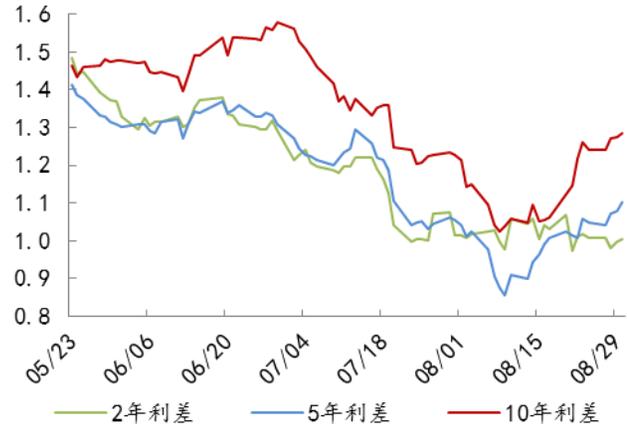
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: AAA企业债关键期限收益率全线上行

图表 17: AAA企业债-国债 信用利差扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心



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。