

# 2017下半年国债期货走势展望

--经济拐点已现，监管去杠杆进行时

分析师： 郭妍芳

从业资格编号： F3024814

E-mail: [guoyf@cifutures.com.cn](mailto:guoyf@cifutures.com.cn)

Tel： 021-80220133



- **上半年行情回顾：**上半年债市为监管去杠杆主导的熊市行情，受一行三会监管政策影响，债券收益率震荡上行，收益率曲线高度平坦化。
- **监管去杠杆成效开始显现：**（1）社融数据收缩，剪刀差持续回落；（2）上清所托管量首次收缩。其中，银行已经开始主动缩减存单和理财发行规模，但同业负债考核仍面临较大压力，非银金融则面临委外赎回压力。
- **监管政策展望：**上半年的监管政策已涉及同业套利主要环节，短期监管细则推出的概率很小，三季度监管面或趋于平静。此外，随着去杠杆进行，非银委外资金回流银行，银行存在债券配置需求。
- **基本面展望：**PPI和工业利润出现下行拐点，工业补库存接近尾声，房地产“销量--新开工--投资”的传导效应显现，汽车销量增速边际回落，均说明经济增长趋缓，不过，零售和出口数据仍较好，为经济提供韧性，下半年经济将温和下行。
- **下半年投资策略：**
  - （1）单边策略：三季度存在阶段性做多机会；
  - （2）期现套利：TF1709和T1709可在当前介入做空期货同时买入现券的组合，获取无风险套利机会；
  - （3）基差交易：TF1709和T1709在移仓时存在做多基差交易机会；
  - （4）跨品种套利：当前收益率曲线高度平坦，多TF-空T跨品种套利的安全边际和盈亏比很高；
  - （5）跨期套利：09合约移仓时由多头主导概率较大，届时存在空T1709-多T1712或空TF1709-多TF1712的跨期套利机会。



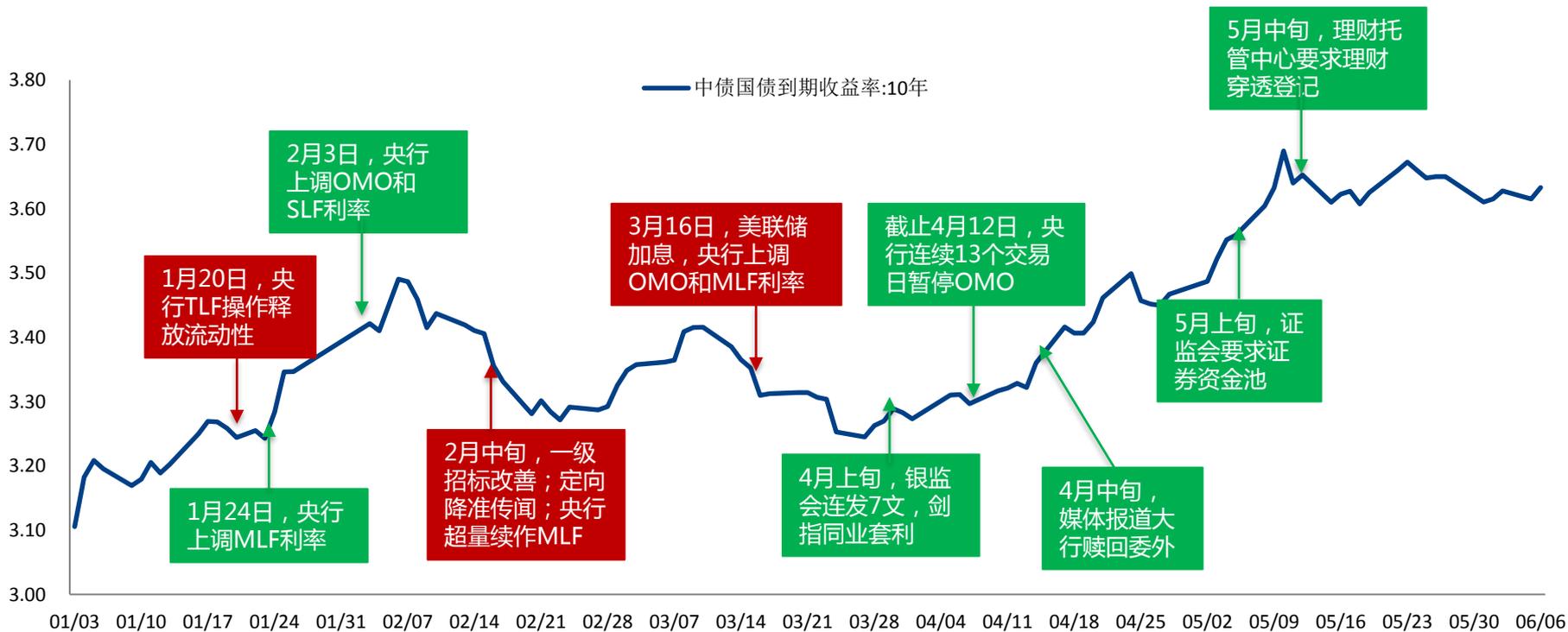
The diagram features a central grey circle on the left containing the text '目录' (Table of Contents) and 'Contents'. A grey line curves from the top of this circle to the right, connecting to four blue circular nodes numbered 1 through 4. Each node is connected to a horizontal grey bar containing the corresponding section title.

- 1 2017年上半年行情回顾
- 2 政策面：监管去杠杆进行时
- 3 基本面：经济增长趋缓
- 4 2017年下半年投资策略

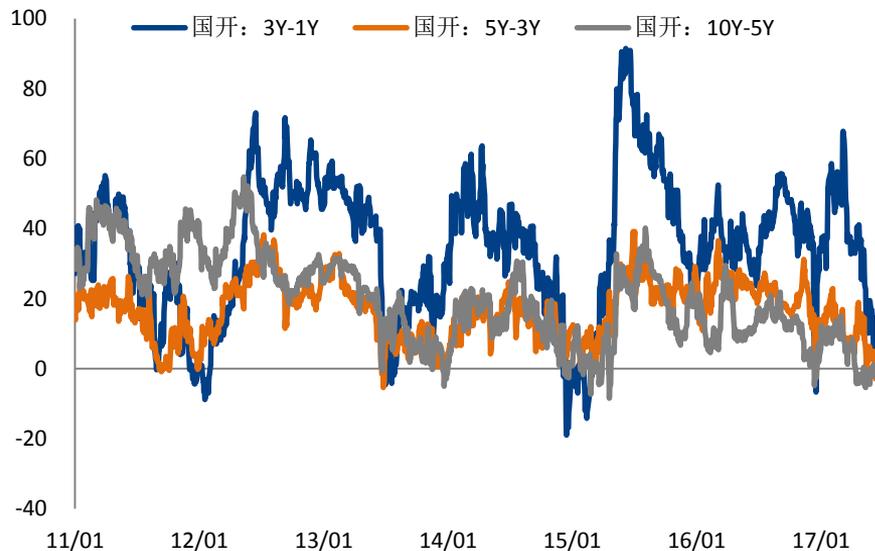
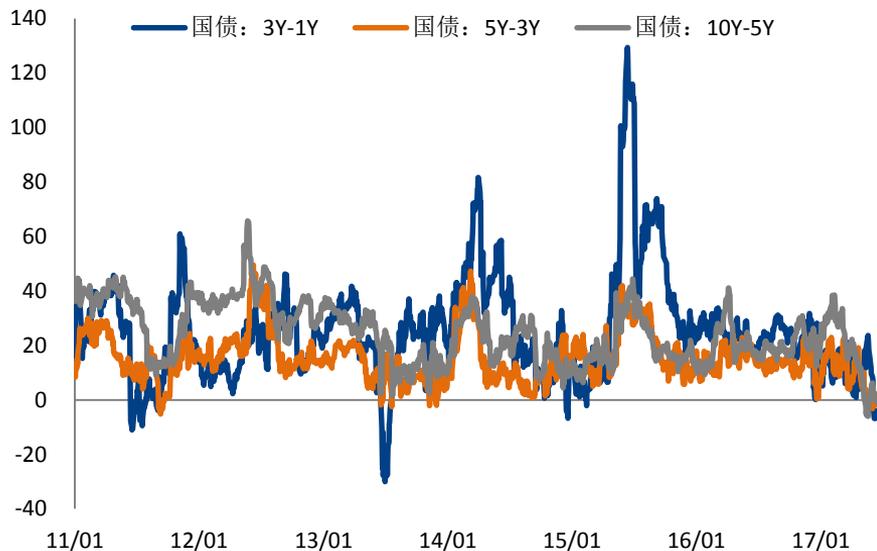
1

## 上半年行情回顾

# 1.1 债券收益率受监管政策影响震荡上行

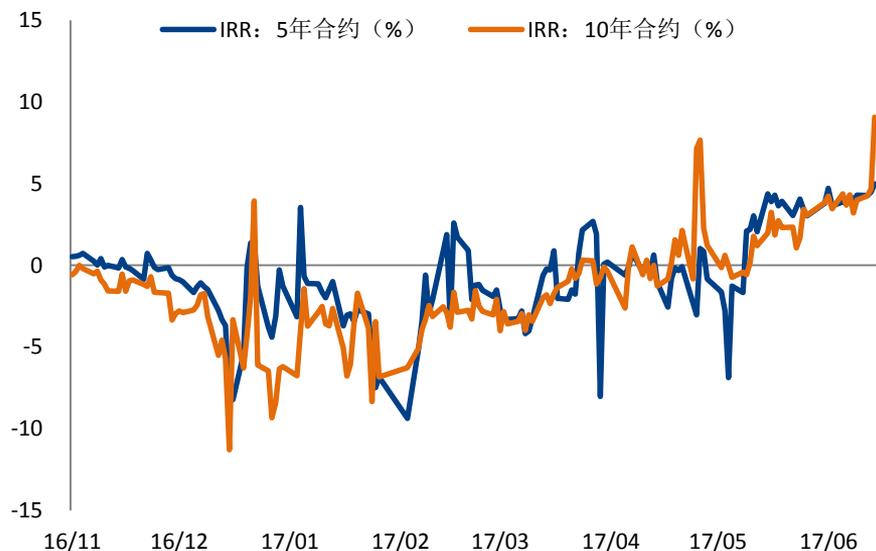
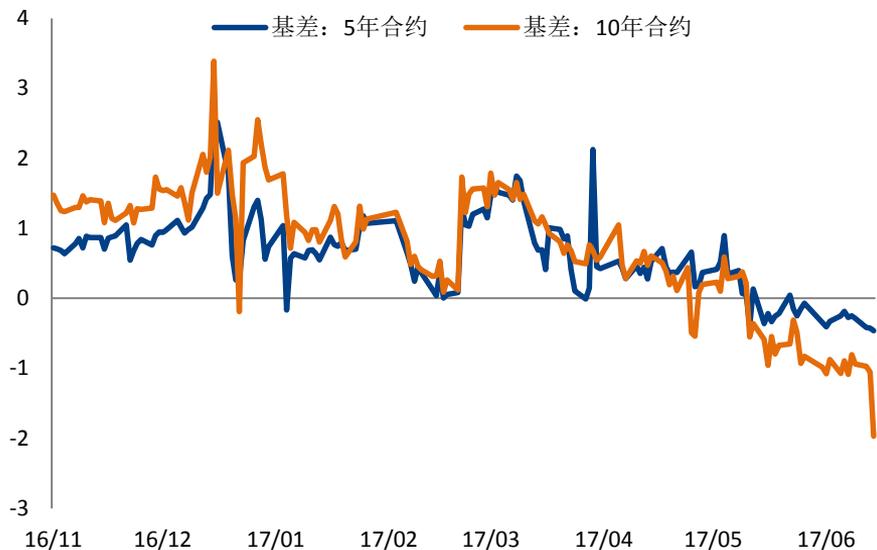


## 1.2 收益率曲线平坦化



- 2017上半年的债市由监管去杠杆主导，这对中短端债券的冲击最明显，导致收益率曲线呈现平坦化特征，长短端利差甚至出现倒挂现象。截至6月14日，国债3Y-1Y、5Y-3Y和10Y-5Y利差分别为-4.2bp、-1.82bp和-0.86bp，国开债3Y-1Y、5Y-3Y和10Y-5Y利差分别为5.08bp、-3.02bp和0.9bp。

## 1.3 期现对比：期债表现好于现券



□ 上半年的去杠杆导致机构配置谨慎，对现券市场冲击明显，但是，伴随经济增长趋缓，市场对债市预期较好，期债跌幅小于现券，这在5月以来的债市调整中表现最明显。截至6月中旬，5年和10年合约相比活跃券均已转为升水，IRR也由负转正。IRR方面，5年和10年合约与活跃券的最小基差降至-0.5和-2左右，最大IRR均升至4.5%左右。

2

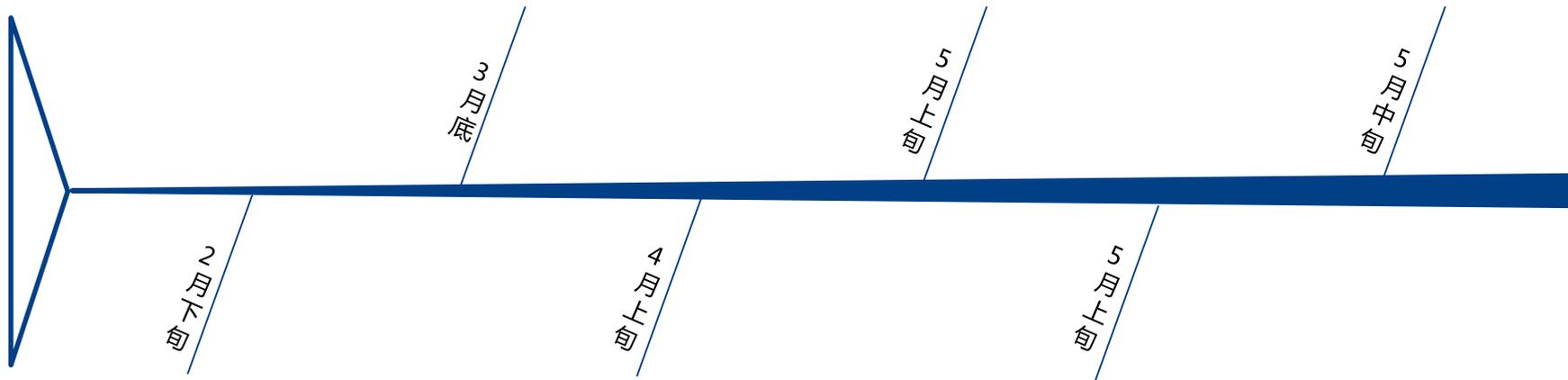
政策面

## 2.1 一行三会密集发布监管政策

广义信贷首次纳入MPA考核

证监会整顿券商资管资金池

银行理财托管中心发布理财产品穿透登记新规



**《关于规范金融机构资管业务的指导意见》**

—一行三会统一监管纳入视野

**银监会7份监管文件**

- CD纳入同业资产、同业负债考核
- 同业融资后进行委外为“同业空转”
- 债券投资穿透至底层资产

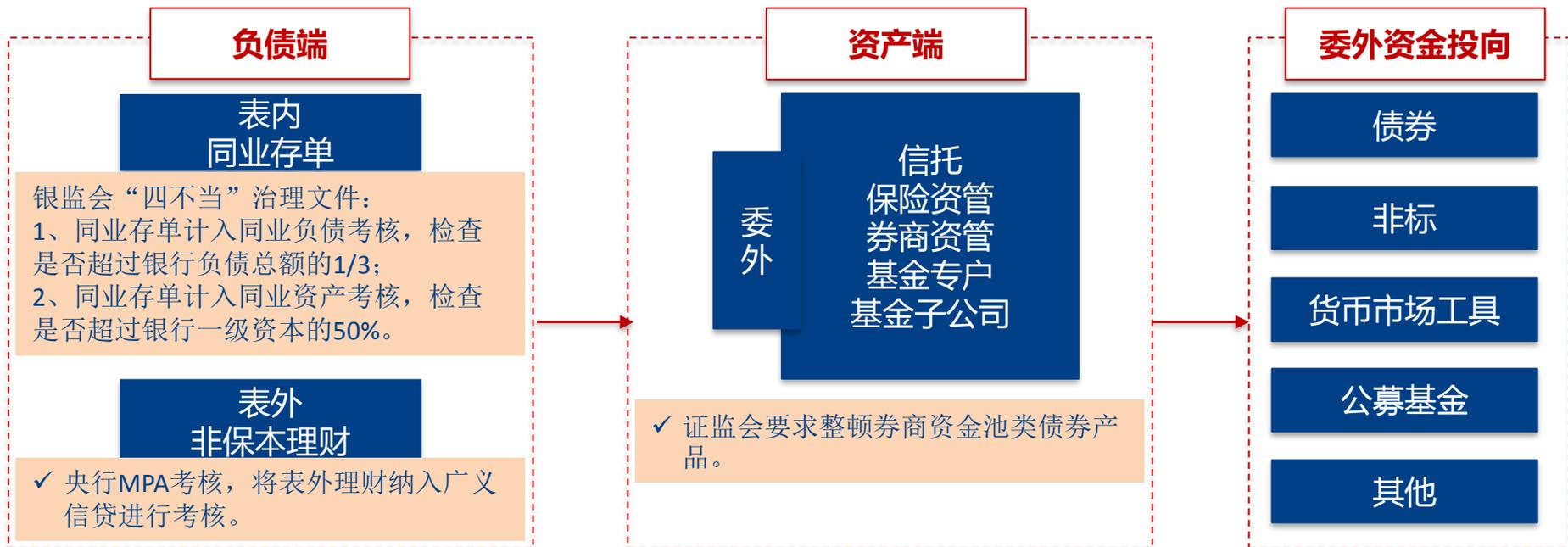
**保监会《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》**

## 2.1 一行三会密集发布监管政策（续）

□ 银监会从3月底起密集发布了7份监管文件，导致债市出现上半年幅度最大的一波调整。

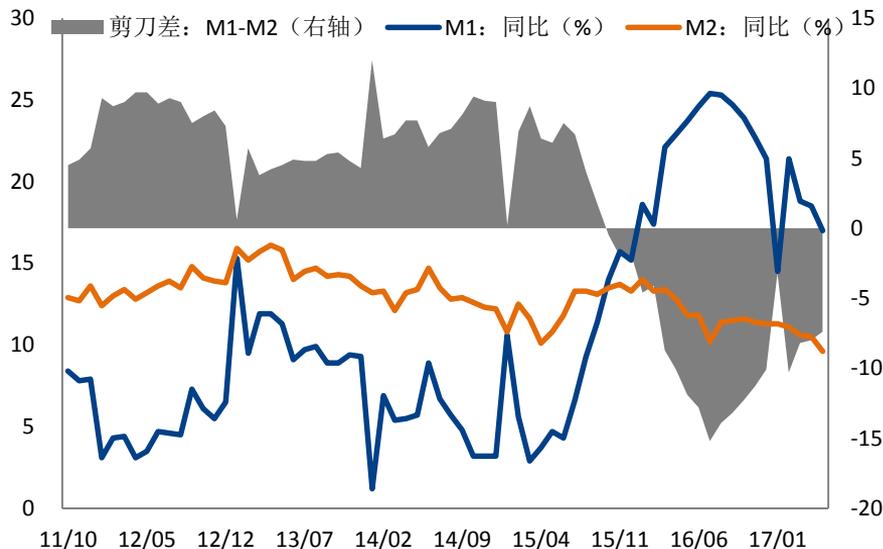
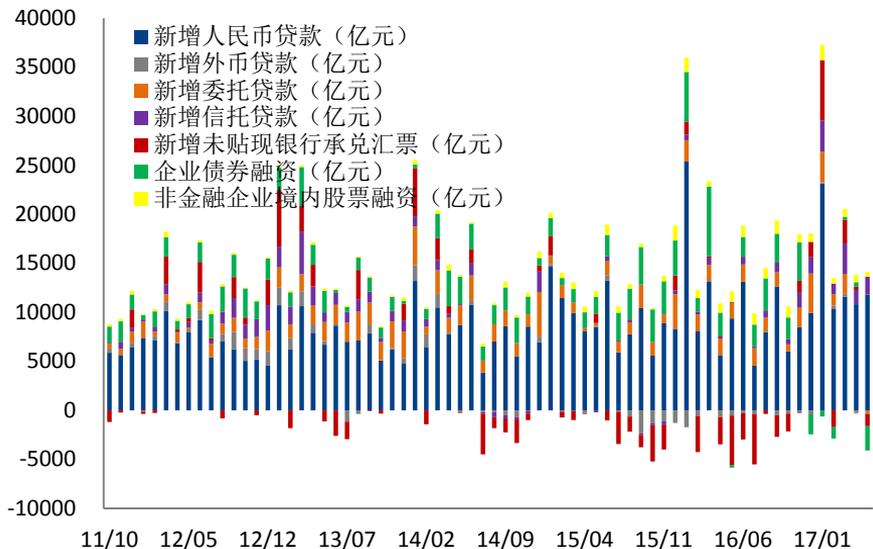
时间	文件名称	是否需自查	后续要求	相关影响
3月29日	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（45号）	现场检查 提交报告	6月12日上报自查报告， 11月30日上报整改和 问责报告	存在影响
3月29日	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》（46号）	现场检查 提交报告	6月12日上报自查报告， 11月30日上报整改和 问责报告	影响同业套利 链条
4月6日	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（53号）	现场检查 提交报告	7月15日上报自查报告	影响同业融资 和同业投资
4月7日	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》（4号）	无	无	无直接影响
4月7日	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》（5号）	现场检查 提交报告	无	影响表外理财
4月10日	《关于银行业风险防控工作的指导意见》（6号）	无	无	无直接影响
4月12日	《关于切实弥补监管短板 提升监管效能的通知》（7号）	无	无	无直接影响

## 2.2 现有监管政策已涉及同业套利核心链条



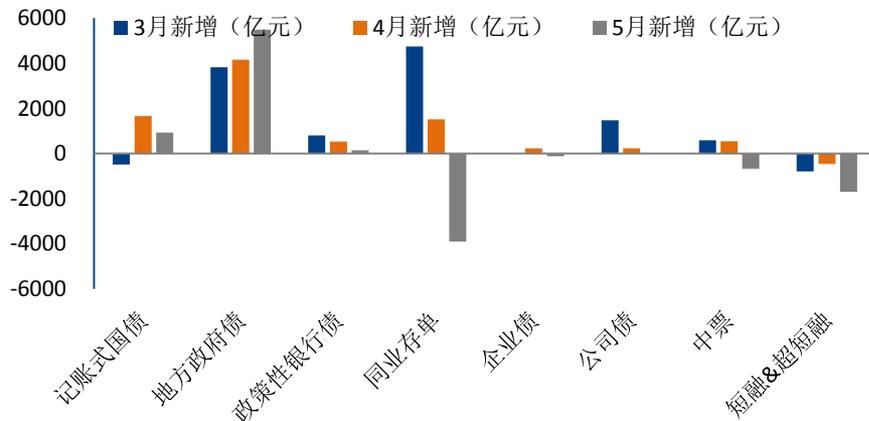
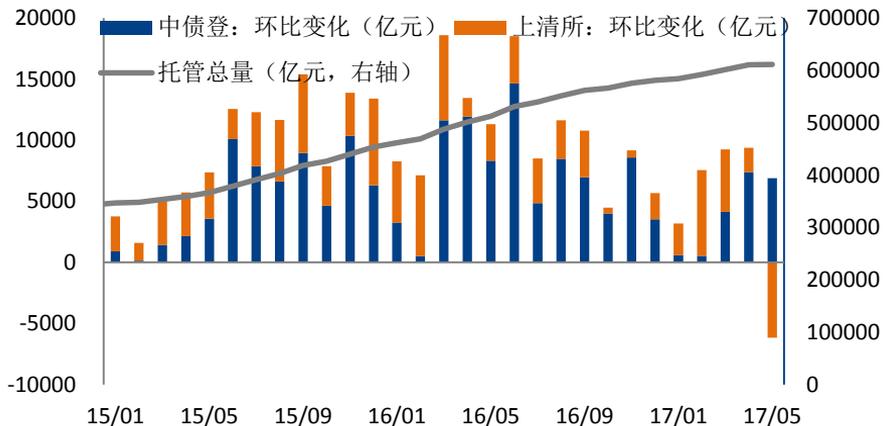
- ✓ 银监会“三套利”治理文件：1.检查“是否存在通过同业存放、卖出回购等方式吸收同业资金，对接投资理财产品、资管计划等”；2.检查“是否通过发行同业存单，甚至自发自购、同业存单互换等方式来进行同业理财投资、委外投资、债市投资”；
- ✓ 银行业理财登记托管中心文件：要求进一步规范银行理财产品穿透登记工作，对于多层嵌套情况，也须按照逐层穿透原则登记至最底层基础资产和负债信息。

## 2.3 去杠杆效果明显：社融数据收缩，剪刀差持续回落



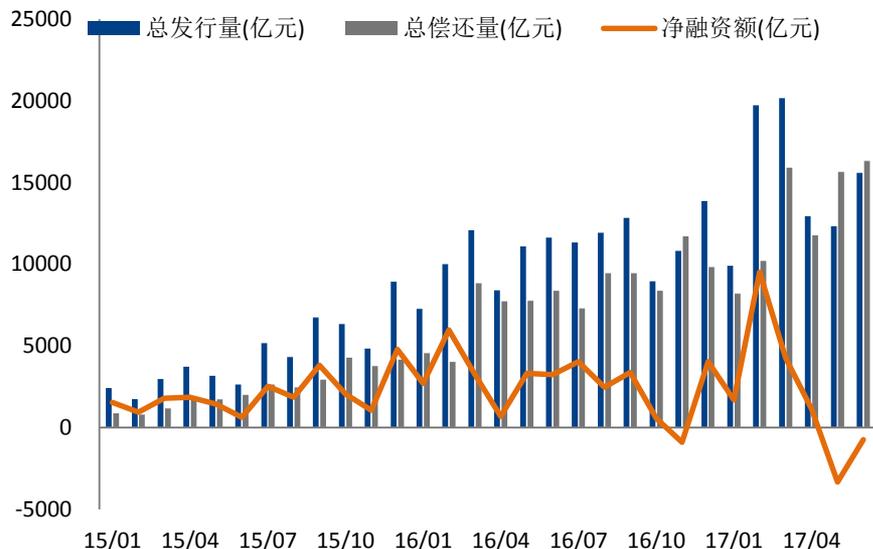
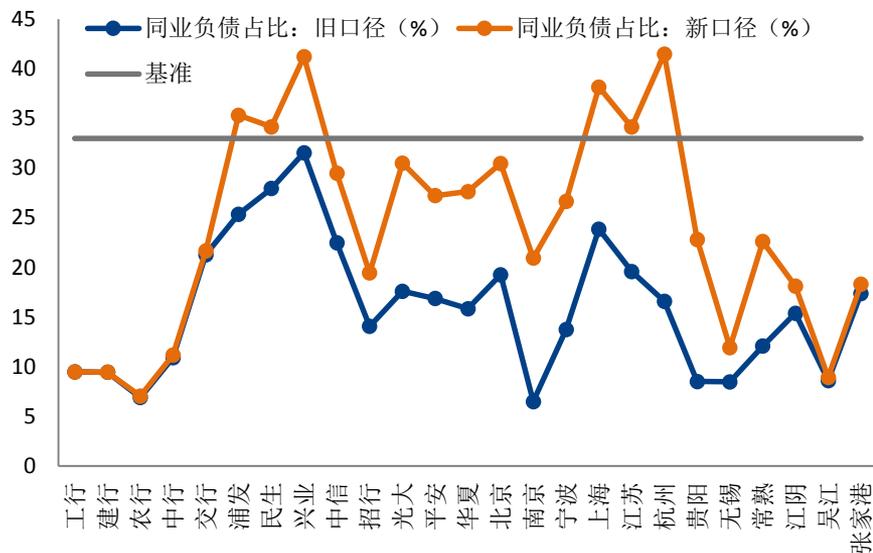
□ 上半年的去杠杆对资金“脱虚向实”有明显促进，这从第二季度的金融数据可以印证。社融数据方面，受委托贷款、承兑汇票等表外融资收缩影响，加之企业债券融资收缩，社会融资规模持续收缩；货币数据方面，M2同比持续下降，M2-M1剪刀差持续收缩，也反映金融体系内部去杠杆、资金回归实体经济。

## 2.3 去杠杆效果明显：上清所托管量收缩，债市杠杆率回落



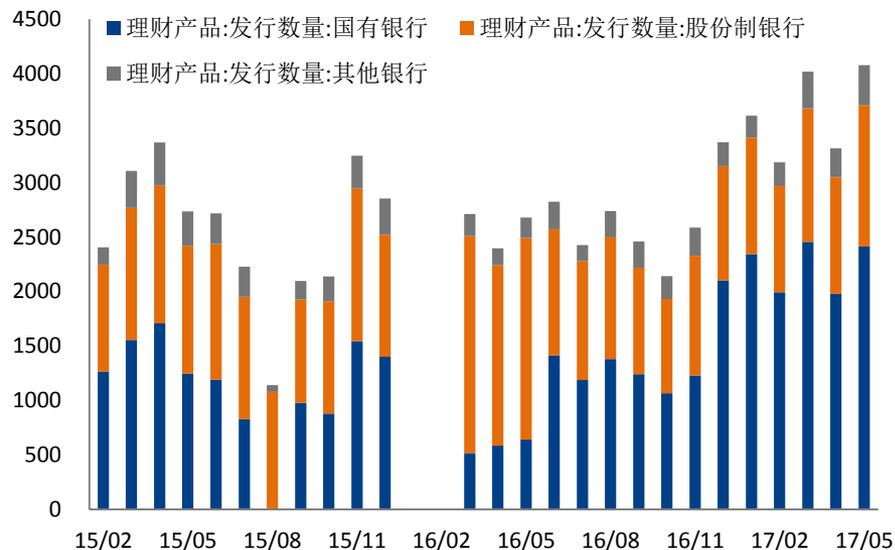
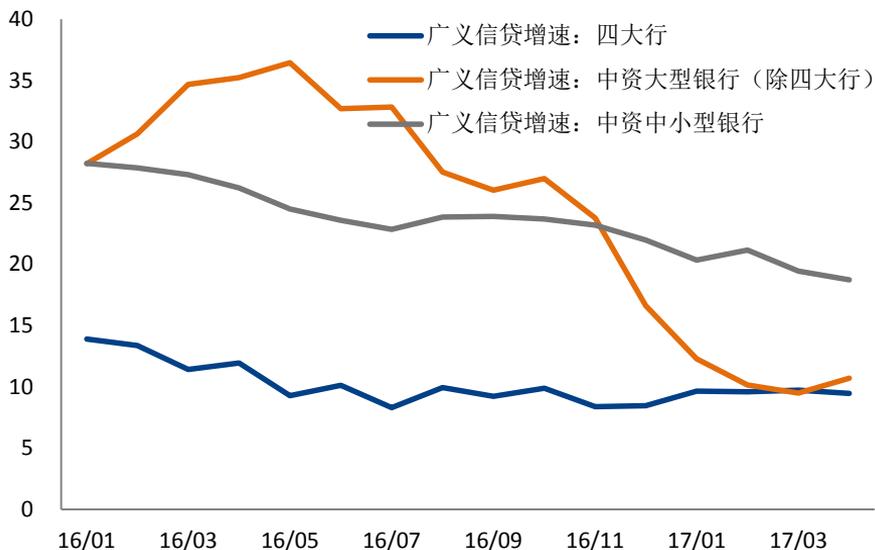
- ❑ 债券托管数据也明显受到去杠杆的冲击，5月上清所托管量出现历史首次下滑（-6170亿），主要受同业存单托管下滑拖累。
- ❑ 债市狭义杠杆率也出现回落，通过对银行间债券托管和逆回购交易拟合，4月银行间市场杠杆率为6.84%，相比年初下降了0.95个百分点。

## 2.4 银行：同业负债考核存在较大压力



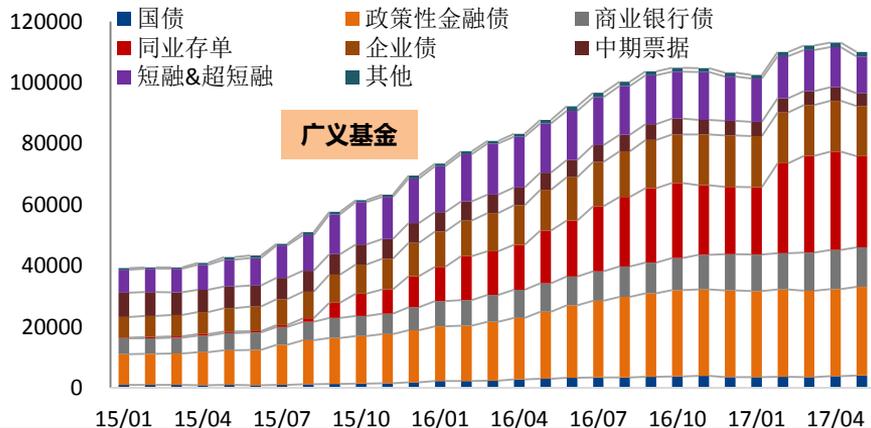
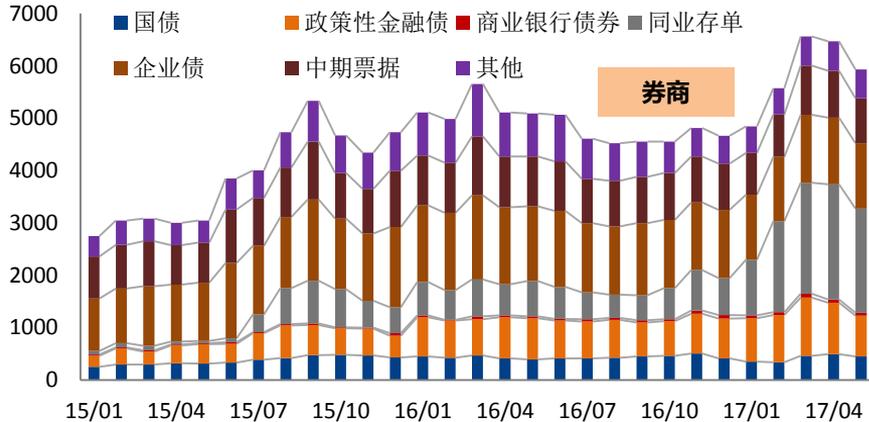
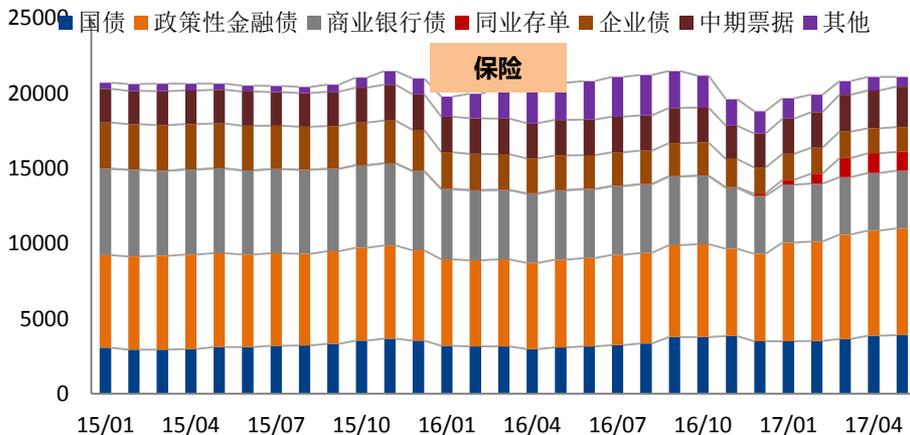
**□ 若同业存单纳入同业负债，则银行负债来源和成本都将面临压力。根据同业存单旧口径（同业存放+同业拆入+卖出回购），所有上市银行均能满足同业负债不超过总负债1/3的要求。但是，如果把同业存单纳入同业负债考核，则除国有行外，绝大部分上市银行都将超标。不过，5月同业存单净融资首次为负值，显示银行已经开始主动调节负债结构，缩表正在进行中。**

## 2.4 银行：主动缩减理财规模，表外理财纳入MPA考核压力消减



□ 根据央行信贷收支表估算不同银行的表内广义信贷增速，可以发现，2016年10月以来，广义信贷增速处于高位的股份行和城商行已主动缩减广义信贷增速，这在中资大型银行上反映最明显。理财方面，银行也开始控制理财产品发行数量。从这个角度看，综合表内信贷和表外理财后，银行广义信贷增速超过基准线的压力在缓解，后期MPA考核对银行的制约或逐步消减。

## 2.5 非银金融：整体减持债券，信用债遭抛售



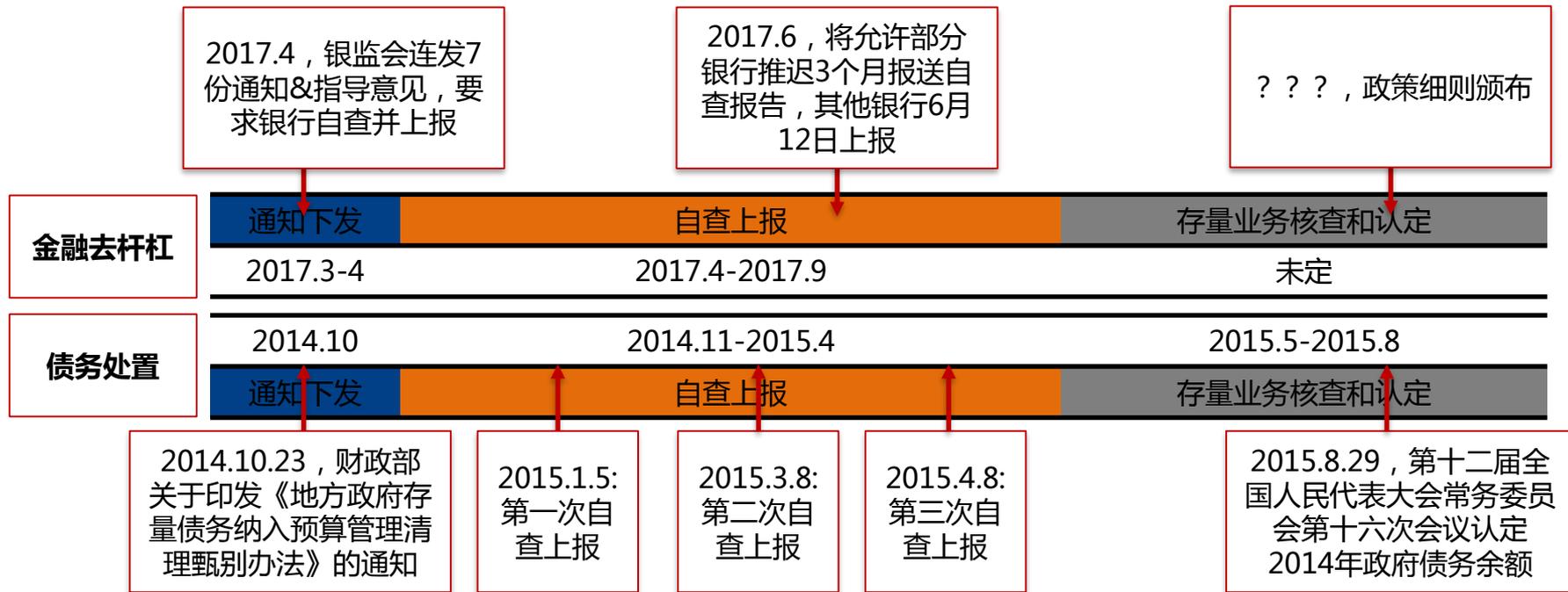
□ 非银金融方面，主要机构均有减持债券的操作，主要减持信用债。其中，广义基金大幅减持同业存单、短融和超短融，保险持仓变化较小，券商主要减持金融债和同业存单。非银机构大幅减持信用债，或与金融监管深化、资金回笼压力大有关，同时投资风险偏好也相应降低。

## 2.5 非银金融：同业套利监管强化，委外赎回压力增加

单位：万亿	管理规模	主动管理占比	被动管理占比	银行资金占比	委外规模	主动委外规模	被动委外规模（通道）
信托	17.46	34.31%	65.69%	23.51%	4.10	1.41	2.70
券商定向资管计划	14.69	15.56%	84.44%	85.00%	12.49	1.94	10.54
券商集合资管计划	2.19	15.56%	84.44%	51.80%	1.13	0.18	0.96
基金专户	5.1	76.30%	23.70%	61.00%	3.11	2.37	0.74
基金子公司	10.5	37.30%	62.70%	63.20%	6.64	2.48	4.16
保险	13.4	35.82%	64.18%	23.10%	3.10	1.11	1.99
总和	63.34	——	——	——	30.57	9.49	21.08

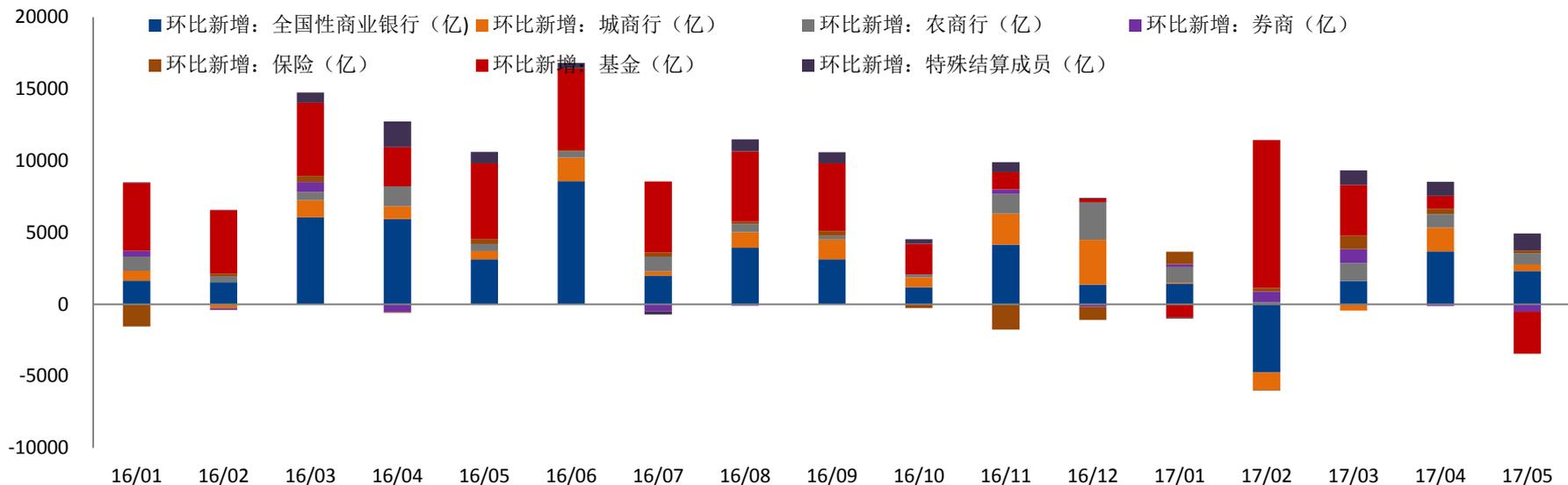
❑ 银监会46号文要求对“三套利”进行检查，矛头直指银行委外。根据2016年数据，6大类资管计划承接的委外规模总计约30亿元，其中主动委外9.49亿元，被动委外21.08亿。根据银行理财投向，债券投资超过70%，随着同业监管细则落地，非银金融债委外赎回压力下势必抛售债券，对债市形成利空。

## 2.6 参照债务置换，监管细则短期推出概率低



- 本轮金融去杠杆与2015年债务处置政策类似，均采用“通知下发” -- “自查上报” -- “存量业务认定”方式。考虑到债务处置从通知下发到最终认定历时11个月，且银监会允许部分银行推迟上报、三季度将举行十九大，监管细则落地的概率很小，去杠杆对债市的冲击短期或维持平静。

## 2.7 委外资金回流银行，银行存在债券配置需求

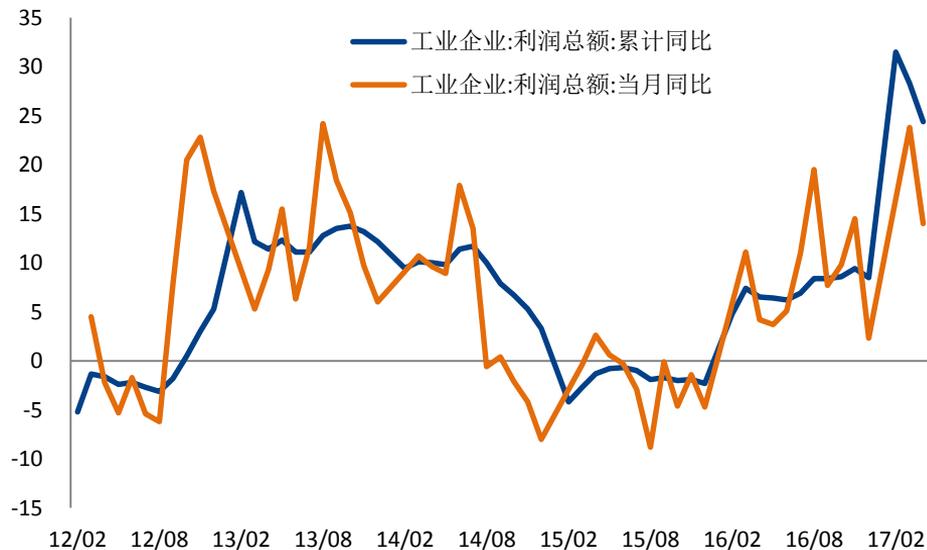
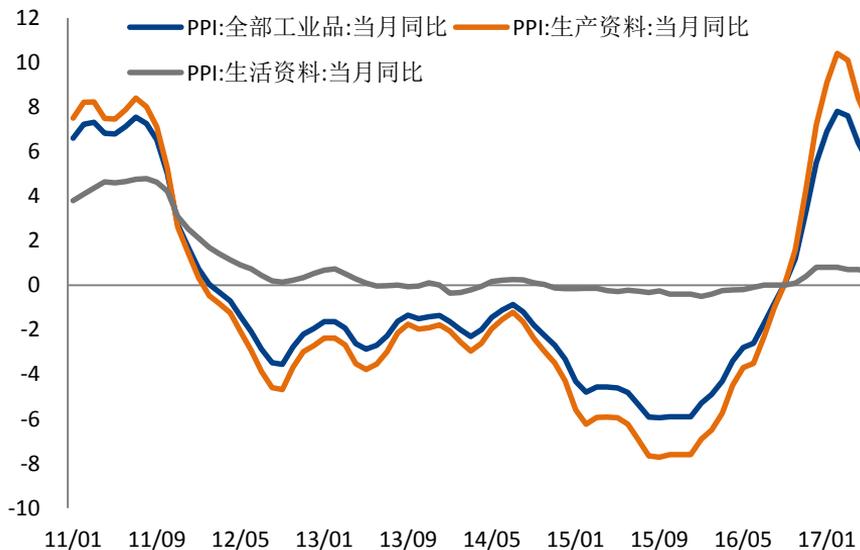


理论上，随着金融去杠杆推进，委外资金从非银金融机构回流到银行，此时银行将面临资金再配置问题，债券市场仍存在配置力量。从托管量数据来看，从2017年3月开始，基金、券商和保险的债券托管新增量持续下降，但银行则维持增仓，相当于非银部门减少的债券持仓，转由银行部门来增持。

3

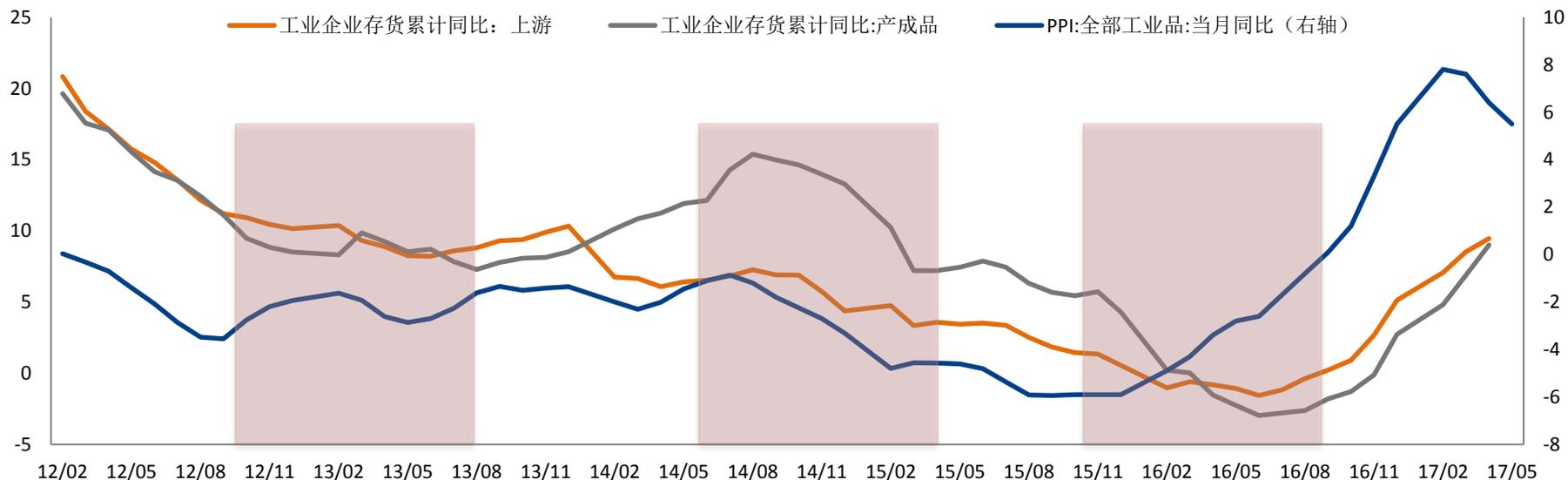
基本面

## 3.1 PPI趋势性下降，工业企业利润增速回落



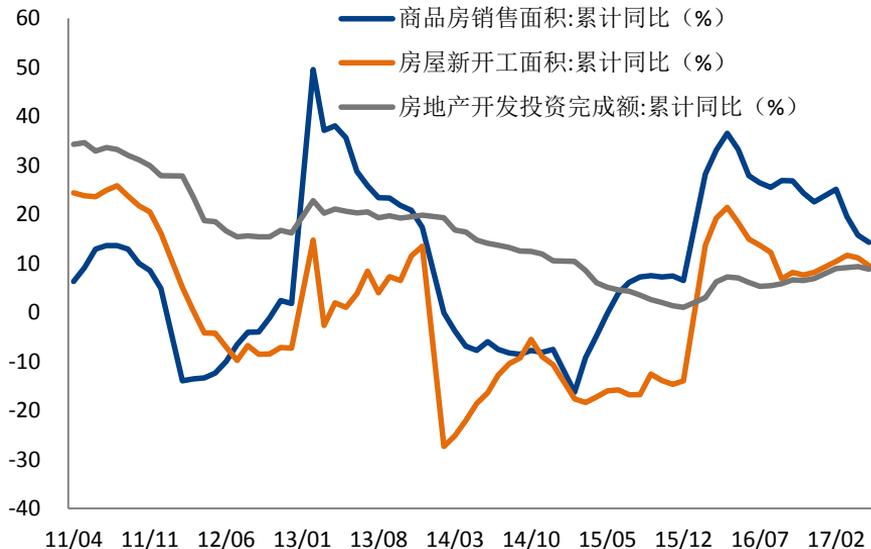
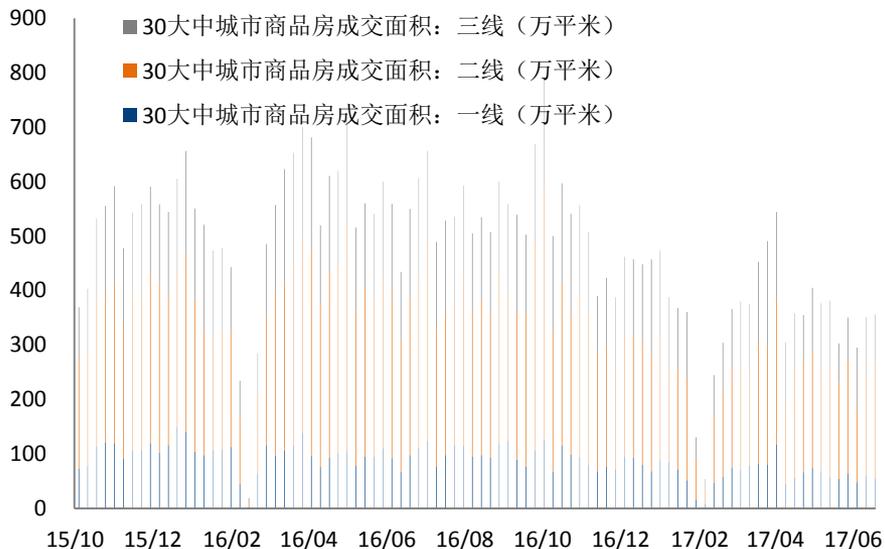
**□ 2016年下半年以来的经济复苏中，PPI的持续上涨对于上游工业利润改善、工业补库存具有重要作用。不过，受生产资料价格指数拖累，PPI同比已经从3月份开始持续回落。受PPI下降影响，工业企业利润增速也随之回落，或制约企业的补库意愿。**

## 3.2 工业补库存接近尾声



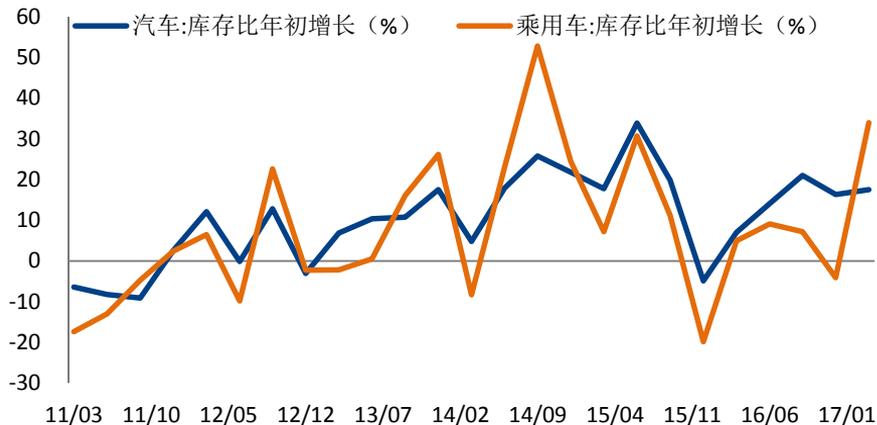
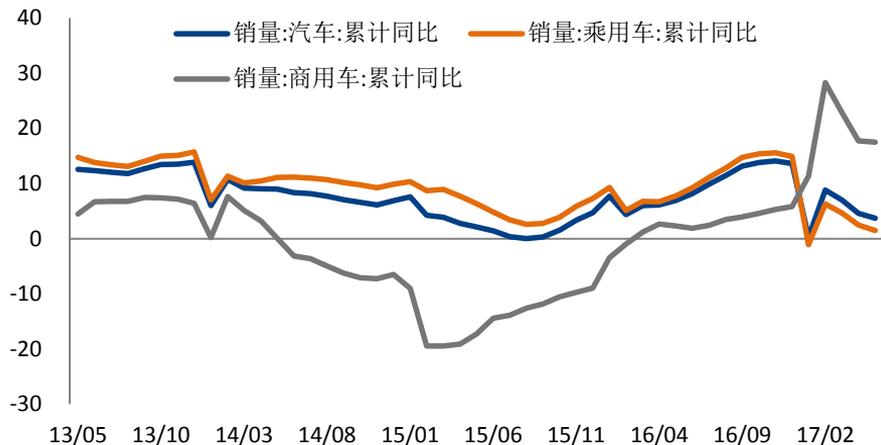
□ 如前文所述，PPI与工业利润和工业补库存存在内在勾稽关系，PPI的下降将压缩工业利润，削减企业补库意愿。根据以往规律，PPI出现拐点后，工业企业存货增速也将在3-6月内出现拐点，从这个角度，当前工业补库存已接近尾声，下半年将出现拐点。

### 3.3 房地产“销量--新开工--投资”传导效应显现，对经济形成拖累



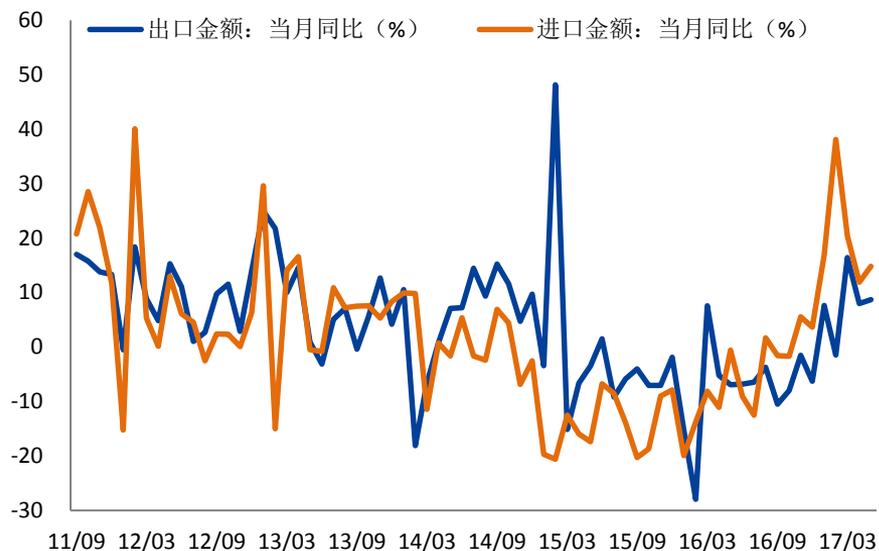
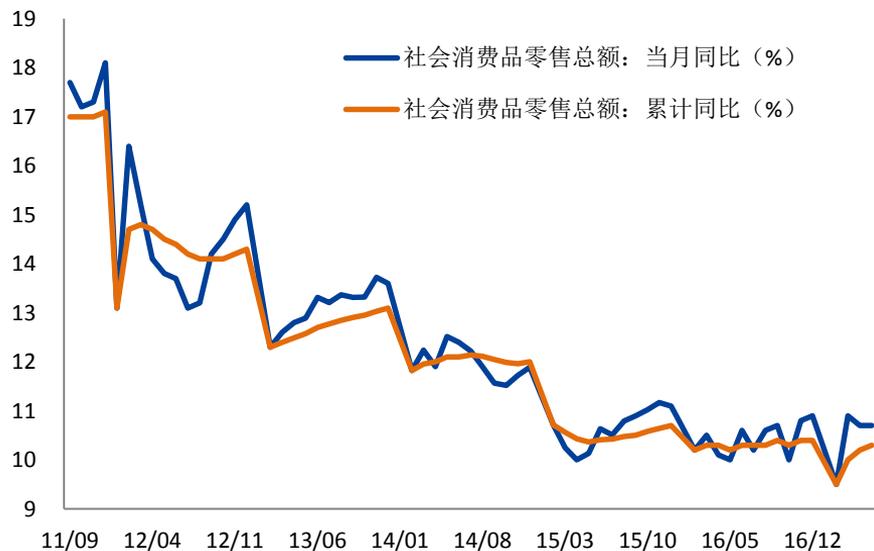
自2016年楼市调控以来，房地产销量呈现下降趋势。根据资金来源销售领先于新开工、新开工领先于投资的特点，房地产新开工同比和投资同比分别在4月和5月出现年内首降，后期大概率将延续下行态势。随着销售和投资全面转弱，楼市调控背景下房地产板块对经济的拖累效应也将逐渐显现。

### 3.4 汽车销售增速持续回落，库存累积



**□ 作为16年经济复苏的重要推动力，汽车销售17年以来持续走弱，原因在于汽车购置税优惠力度减弱，这对乘用车影响最明显。库存方面，年初以来汽车库存持续上升，经销商库存则呈现下滑趋势，也显示汽车消费趋弱，对经济形成拖累。**

### 3.5 消费和出口提供韧性，经济下行速度温和

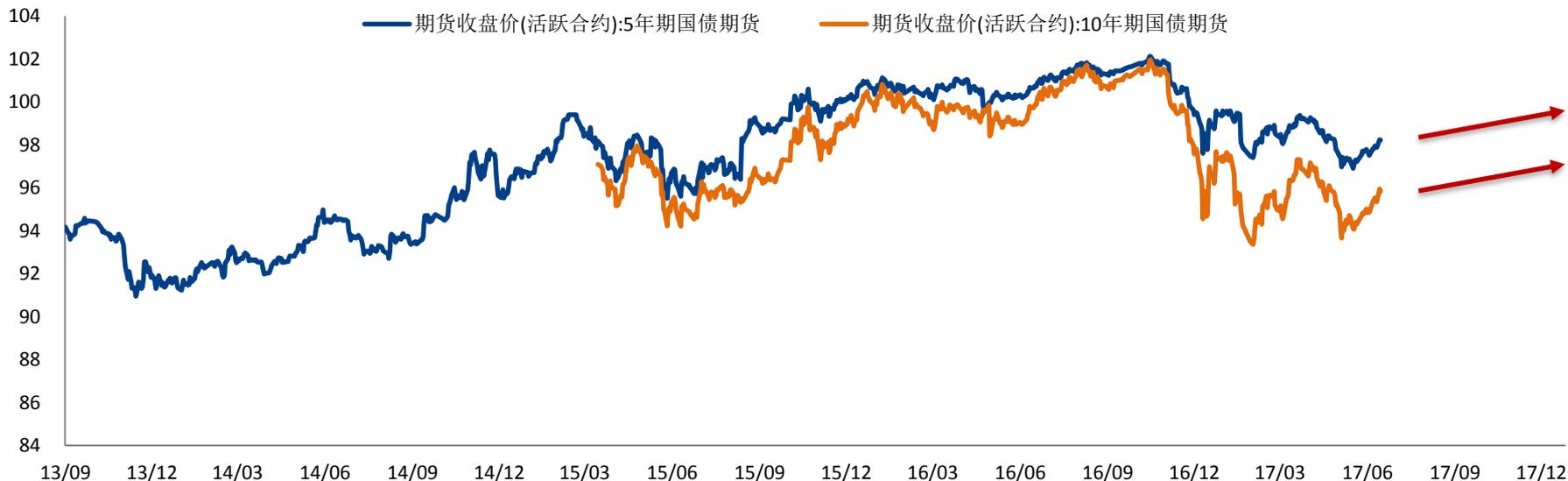


□ 2017年以来社会消费品零售增速始终维持平稳运行，无明显下跌，考虑到基数，年内回落概率较小。同时，随着美国等海外经济体经济复苏，外需相对比较强劲，出口形势边际改善，下半年会维持偏强格局。在消费和出口的支撑下，经济增长韧性较强，下半年超预期下滑的概率较小。

4

下半年投资策略

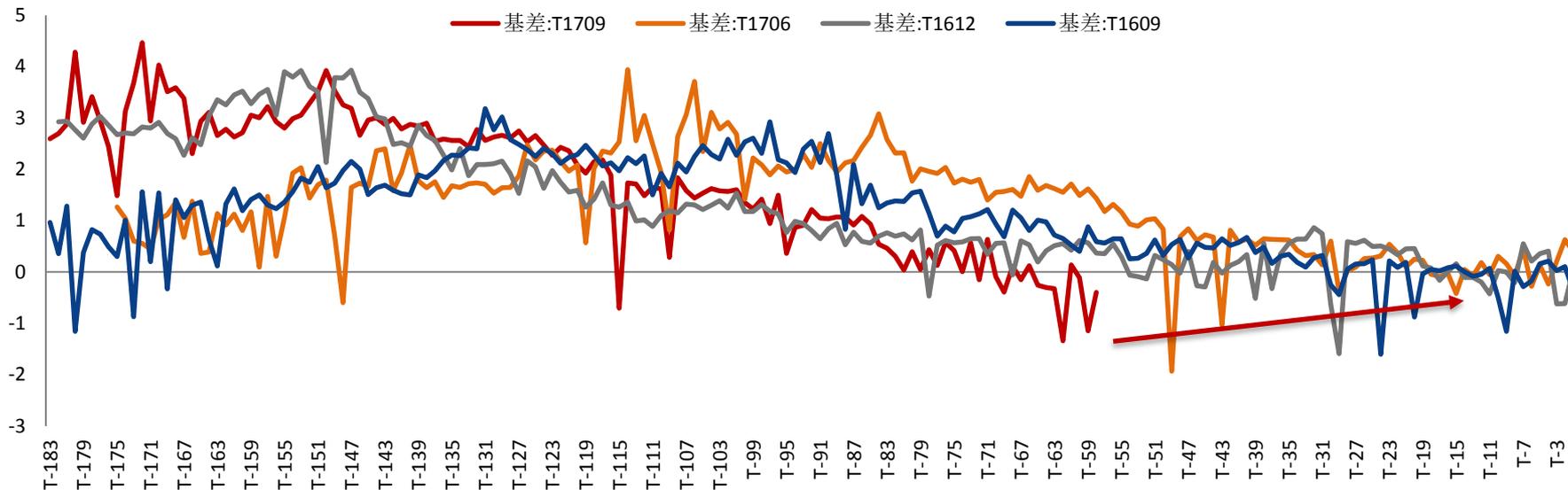
## 4.1 单边策略：期债存在阶段性做多机会



- 根据前文所述，监管政策方面，上半年的监管措施已经涵盖影响债市的主要领域，考虑到短期监管细则推出概率较低，三季度监管消息或相对平静。经济方面，当前经济拐点已经出现，下半年随着经济进一步回落，基本面对债市的利多因素将逐步体现。此外，虽然货币政策宽松时代已经结束，但考虑到经济趋势性走弱，下半年货币政策进一步收紧概率很小。整体上，债券市场环境较上半年有明显改善，期债存在做多机会。



## 4.3 基差交易策略：09合约存在做多基差机会



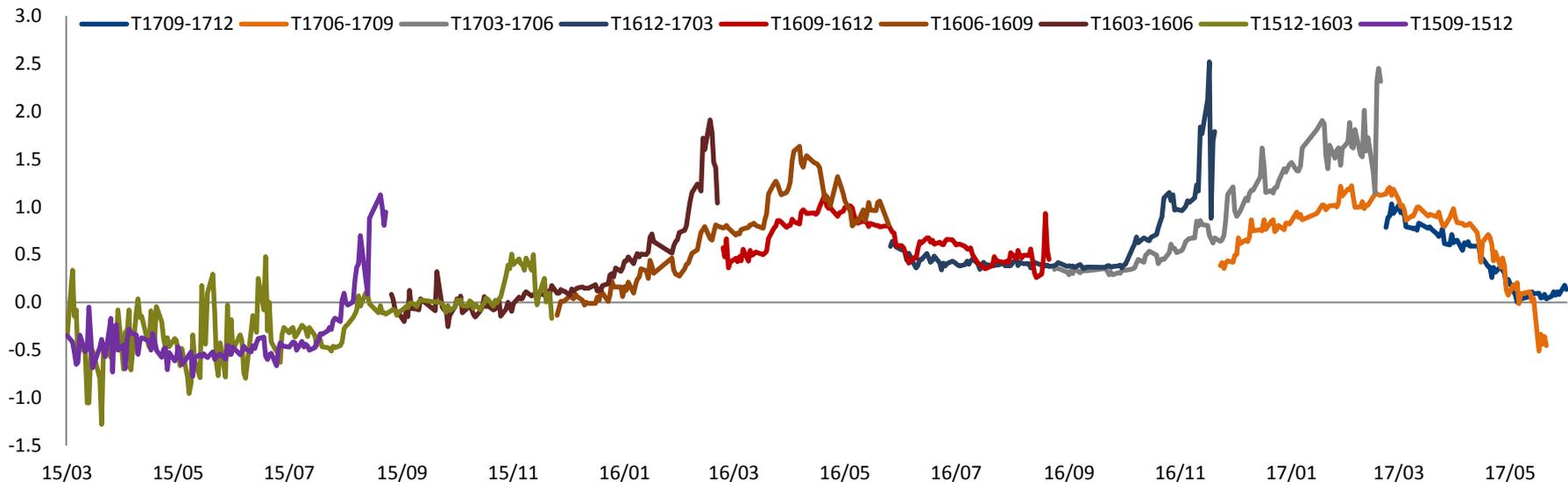
- 基差交易机会主要来自于临近交割时期货价格向CTD券靠拢、基差收敛至0。近期期货表现好于现券市场，导致09合约基差转为负数，这样，后期09合约临近交割时，基差将缩小至零值，存在做多基差的机会。不过，随着交割临近，当季合约流动性随之下降，可能存在期货端难以平仓的风险，因此需高度注意合约的流动性变化。

## 4.4 跨品种策略：多TF空T



- 当前的收益率曲线已经高度平坦化，期限利差处在历史低位，货币政策的轻微放松或基本面下行，都将引起期限利差走阔。近期“财政部开展国债做市支持操作、健全国债收益率曲线”的消息，也反映政策当局已经开始有意识修复倒挂的收益率曲线。基于此，下半年期限利差将大概率修复和走阔，多TF-空T跨品种套利无论安全边际还是盈亏比都很高。

## 4.5 跨期策略：空近月多远月



- 跨期套利机会主要出现在换季移仓期间，方向取决于IRR水平，若 $IRR > 0$ ，多头将主导移仓，近月-远月跨期价差下降；反之，跨期价差扩大。近期期货表现持续好于现券，导致IRR转正，1709合约移仓时由多头主导概率较大，届时存在空T1709-多T1712或空TF1709-多TF1712的跨期套利机会。不过，跨期套利和移仓并行，因此需高度把握移仓合约的流动性变化。

# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网址：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add：11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,  
315040 , China

Tel：400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386