

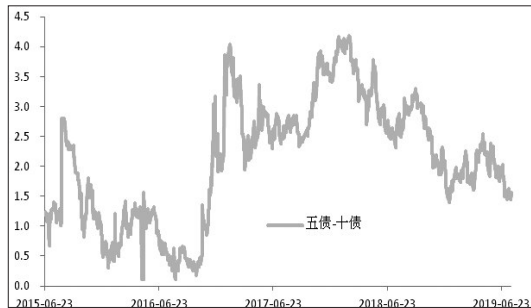
TF 与 T 价差运行至低位

# 趋势行情难现 期债套利正当时

目前 TF 与 T 价差已运行至 1.5 附近,是自 2017 年以来的绝对低位水平,在目前趋势性行情难现的背景下,多五债、空十债的品种间套利是较优选择。

■ 何慧

7月3日以来,债券市场陷入横盘窄幅振荡,TS、TF、T 收盘价的振荡区间幅度分别为 0.27%、0.08%、0.42%。目前长端利率绝对水平较低,即使未来基本面继续支持利率走低,未来长端利率下行空间也比较有限。相比而言,面对不断升温的美联储降息预期和国内基本面的下行压力,央行将会继续维持流动性合理充裕,有望促进中短端利率进一步下行。考虑到目前 TF 与 T 的价差已运行至 1.5 附近,是自 2017 年以来的绝对低位水平,在目前趋势性行情难现的背景下,多五债、空十债的品种间套利成为较优选择。



图为价差走势  
从基本面来看,上周公布的二季度实际 GDP 同



比增长 6.2%,比一季度放缓 0.2 个百分点,国内经济面临下行压力,这是中长期支撑债市偏强的核心变量。从分项数据来看,6 月工业生产和消费数据均出现回升,并且超出市场预期,而且名义 GDP 从一季度的 7.8%回升至 8.2%,短期限限制了债市的进一步上涨空间。考虑到目前内外需求偏弱,且近期国家对于房地产相关政策的调整,会在一定程度拖累房地产投资,下半年国内经济依然会面临较大的下行压力。

7 月是传统税收大月,税期高峰通常出现在每月 15 日前后,而且月中也是地方债等政府债券发行缴款最密集的时候,这两项因素均会推高财政存款,这意味着资金从银行体系流向国库,形成流动性回笼。进入 7 月中下旬,市场面临较大规模的中长期 MLF 资金到期压力,央行自 7 月 15 日开始通过逆回购和 MLF 加大资金投放对冲力度,同时开启 TMLF。随着税期影响的消退以及连续净投放的累积效果显现,进入本周,各类资金价格纷纷回落,ROO1、R007 分别下跌 41.27BP、43.42BP,国内流动性整体仍有望维持宽松。

外部环境不确定性加大全球经济下行压力。7 月 23 日,国际货币基金组织 IMF 公布了新一期全球经济展望,再次下调未来两年全球经济增速,下调 2019 年全球经济增速 0.1 点至 3.2%,并强调当期全球经济增长依然低迷。另外,最新公布的美国 7

月 Markit 制造业 PMI 初值 50,创 2009 年 9 月以来新低,不及预期 51;欧元区 7 月 Markit 制造业 PMI 初值大幅度下滑,从之前的 47.6 下滑至 46.4,且不及预期。

全球货币环境宽松进程加快,多国央行加入降息行列。7 月 18 日,韩国央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 1.5%,这是自 2016 年 9 月以来首次降息。紧随其后,印尼央行也宣布将 7 天逆回购利率下调 25 个基点至 5.75%。随后,南非央行宣布将关键利率下调 25 个基点至 6.5%。当日,乌克兰央行也宣布降息,将主要利率下调 50 个基点。据不完全统计,2019 年以来,全球范围内已经有近 20 家央行采取了降息举措。另外,美欧日降息预期不断攀升,这为我国货币政策腾出了空间。7 月 31 日召开的美联储议息会议是近期市场关注的焦点,警惕预期差对金融市场的影响。另外,需要关注 7 月中央政治局会议对政策方向的定调。

近期,金融委办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》,提出了 11 条金融业对外开放措施。加大对对外开放对债券市场的影响是长期且持续的,从中债登托管量来看,外资持仓的主力仓位是国债,其次是政金债,未来随着便利境外投资者投资国内债市的政策逐步落地,债市有望迎来增量资金。

(作者单位:中辉期货)

## 期债静待方向明朗

■ 李宇霆

本周累计共 9620 亿元资金到期,其中,包含 4600 亿元逆回购和 5020 亿元 MLF 到期。由于上周央行累计净投放 6600 亿元资金,以求缓解市场流动性紧张的情况,因此市场普遍预期央行会维持上周操作方式,增量或等量续作,然而央行减量续作 MLF,同时仅进行 500 亿元逆回购操作,本周资金累计净回笼 4143 亿元。本周期债市场高开低走,如果央行不通过降息打开利率下行空间,仅通过降准和公开市场的操作维持总量流动性平稳,收益率很难出现明显回落。当前经济下滑压力仍大,政府无收紧货币条件,但利率下行动力缺失,短期收益率将在 3.1%—3.2%区间振荡整理。

本周美国公布部分经济数据,整体依然偏弱,美联储 7 月降息已无悬念,全球主要经济体纷纷降息或准备降息,全球货币宽松环境已经打开。具体来看,美国周二和周三晚分别公布 6 月成屋和新屋

销售数据,其中成屋销售为 527 万套、新房销售 57 千套,均逊于市场预期与前值。同时,周四和周五晚将公布耐用订单数据和二季度 GDP 数据,市场预期实际 GDP 环比年化增速 1.8%,远逊于前值的 3.1%。同时,本次美联储降息为预防式降息,大概率延后美国经济衰退时点,考虑到目前美国基准利率在 2.25%—2.5%区间,其向下调整空间有限,因此无论对降息需求还是可操作性来看,市场表现过于乐观,需要谨防美债收益率回升风险。

继上周宏观经济数据密集发布后,市场对三季度经济有了一些乐观预期。但从高频微观数据来看,目前依然处于经济筑底阶段,6 月部分数据表现良好的可持续性仍有待观察。7 月前 20 日耗煤同比增速进一步下降至-18.9%,焦化企业开工率显著下跌,尽管高炉开工率有所回升,但依然处于低位。汽车消费在 6 月超预期回升,但 7 月前两周乘用车零售同比下跌 7%,汽车消费在降价热潮后小幅趋降。30 城商品房成交面积同比增速回落至-1.1%,100 城土

地成交面积仍然同比下滑近两成,预计未来地产投资将稳中趋降。

从资金面来看,尽管本周有累计 9620 亿元资金到期压力,但从上周至本周,央行共计投放超过 1.1 万亿元流动性,使得缴税压力得到缓解,7 天回购利率先抑后扬,整体维持在 3%以下。未来货币政策走向需要等待中央政治局会议及美联储议息会议落地后才能明晰。

总体上,我们依然维持对利率易跌难涨的判断,尤其是 7 月以来受缴税和大量 MLF 到期的双重压力影响,市场资金面偏紧,且非银机构融资难问题依然未得到解决。微观数据整体依然偏弱,7 月大概率仍处于经济筑底阶段,未来市场利率下行可期。但在下调存贷款利率前,向下突破 3%难度仍大。短期期债单边行情机会缺失,将以振荡行情为主。待美联储降息靴子落地后,央行是否跟随美联储象征性下调 TMLF 利率将成为市场焦点。

(作者单位:领睿资产)

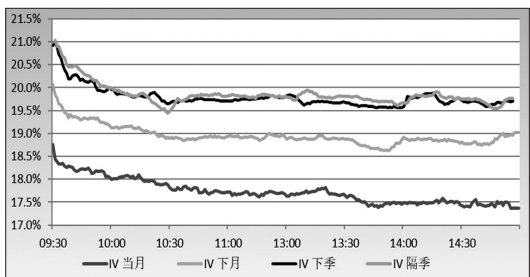
## 隐含波动率连续下行

■ 范林燕

昨日沪深两市振荡上行,上证指数小涨 0.48% 收于 2937.36,深成指涨近 0.9%。科创板上市第四日继续保持活跃态势,换手率平均在 50%左右,日成交额近 300 亿元,其中天准科技涨超 15%。板块方面,银行股表现相对强势,牵动上证 50 指数涨近 0.9%,过去两周白酒板块一直表现颓靡,但在早盘续跌后触底反弹,午后急拉带动沪深指数继续上行。

周四为到期行权交收日,新挂 2020 年 3 月到期合约,近月 7 月摘牌导致期权成交量大幅萎缩 42% 至 177.7 万张,前值 305.3 张。其中,认购期权成交量减少 91 万至 96.6 万张,认沽期权减少 36.5 万至 81.1 万张。当月合约成交占比为 82.6%,相比前一交易日大幅提升,投资者主要集中在 8 月合约上进行交

易。成交 PCR 值 0.84,前值 0.63,认购期权活跃度相比认沽期权大幅减弱。



图为各月份 IV 日内走势

同样因 7 月合约到期,期权持仓量出现每月一次的断崖式下跌,当前持仓 253.8 万张,上周峰值超 400 万张。其中,认购期权相比前一交易日减少 72.9

万至 133 万张,认沽期权减少 39.6 万至 120.5 万张。当月合约持仓占比 63%,持仓量 PCR 值 0.9,认购与认沽期权的持仓水平较为接近。

从各行权价成交分布情况可以看出,成交量主要集中在 2.95/3.0 这两档市值附近合约,其中 8 月 2.95 认购期权达到了 22.3 万张。从持仓量分布来看,当月虚值期权均有不同程度增仓,持仓量在逐步积累。

周一以来,期权市场隐含波动率(IV)连日下行,昨日再度大跌近 1.5 个百分点,当前各月份 IV 值分别收于 17.4%、19.0%、19.7%、19.8%。上周五 8 月期权 IV 值收于 22.1%,至今已下跌 4.7 个百分点,做空波动率策略收益颇丰。

方向性操作建议上,中长期来看股市将表现为振荡上行,投资者可继续逢低卖出认沽期权,长期持有赚取期权时间价值。(作者单位:永安期货)

## 融资趋紧 房地产行业何去何从

■ 陈炳宜

7 月以来,监管层对地产行业融资进行了全方位收紧:首先,多家信托公司收到银监窗口指导,要求控制地产信托业务规模;其次,一些地产贷款过快的城商行受到约谈,对贷款过多的房企给予一定限制。近期,国家发改委发文要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。总体来看,监管层对开发商融资逐步趋严,本文将从政策、资金链两个方面来剖析对房地产行业的影响。

多种融资渠道受限,拿地扩张意愿将收缩。近期监管层面呈现两方面特征:一方面,相比较以往地产调控,本次调控更全面,无论是表内信托融资、表内银行贷款还是海外债券发行都全方位“兼顾”;另一方面,在总量和结构上做到了相互结合、相互补充,体现在开发商拿地前融资进行了“余额限制”;结构方面是“因城施策”针对不同城市具体情况采取不同措施,比如西安、苏州等地。相比较其他融资渠道,信托融资限制对地产行业影响较大,预计开发商土地购置需求将难以出现明显改善。

短期不宜盲目悲观,地产投资仍有支撑。开发商拿地的资金主要有股权和债权两大块组成,信托贷款占比则超过了五成,部分公司达到七成。开发商在拿地之后向银行抵押贷款,回流的资金一部分用于偿还拿地的债权融资,一部分用于建安工程,在建筑进度达标后便可向居民进行预售,最后资金全部回笼。不难发现,只要能拿到地,建筑、安装、按揭等后续一系列投融资行为就能够进行下去。考虑到本次信托融资更多的是侧重“余额管控,增量限制”,所以短期拿地将更多的是边际上转弱。从近期公布的数据来看,地产投资依然处于高位增长,当前库存处于历史低位,在销售“超预期”的背景下,补库意愿有所增强,无论是投资还是销售都是有一定的支撑作用。

政策大幅调整有限,仍以区间调控为主。当前政策的重心还是以区间管理为主,既不会让房价过度涨,也不会让房价过度跌。区间管理的核心就是预期管理,而稳地价就是预期管理的具体体现。限制信托融资的目的其实就是稳地价、稳地价也相当于间接稳房价,从而稳住了投资预期。另外,从近期媒体的报道来看,监管层有“月度观察、季度评价、年度考核”的说法,其含义就是在跟踪月度数据的基础上,每季结束后做相应的调控,最后在年度进行总结与考核。本轮监管举措大都是在 7 月上旬公布,因此接下来则进入政策“观察期”,新一轮地产政策将根据三季度表现给予调整。

综合来看,当前地产调控总体思路还是以“稳”为主,虽然信托融资受到了总量限制、增量管控的约束,但更多体现在拿地边际变化上的影响,后续变化需进一步观望。短期投资者无需过度悲观,预计年内地产投资增速有望维持 10%附近,对商品需求依然有支撑。(作者单位:东海期货)

IF 区间整理



IF 主力合约经历 6 月中旬到 7 月的反弹后,近日围绕 3780 区间整理,于 3720 附近企稳。成交持仓保持温和收缩状态;期价重新收复均线系统获支撑;MACD 指标快慢线在零轴上死叉后呈现黏合,负柱状线呈现收缩态势;RSI 指标运行于 50 轴上方再次金叉。从指标看,期价维持区间振荡后的企稳反弹状态。从图形形态看,若突破 3845 有望展开新的主升走势。操作上,可以逢回调参与多单。

IC 二次寻底



IC 主力合约继续围绕 4800 附近振荡,但从持仓量上看,市场关注度有所衰减,做多意愿较为低落。形态上,二次筑底形态构筑中;MACD 指标快慢线在零轴下方再度死叉黏合,负柱状线呈现收敛状态;RSI 指标在 50 轴下方再度金叉;长期均线压制期价,短期均线走平。综合看,阶段性构筑底的概率较大。操作上,在 4540 不跌破前提下,可以逢回调参与多单。

十债 多单持有



十债日线在年内呈现扩张喇叭口状态,从 4 月下旬期价见低 95.805 以来,呈振荡上行格局,且 7 月初放量突破中期压力线,站稳于 98 元整数关以上。成交较为温和,持仓量维持高位,显示多空双方对未来走势分化较大,多方暂时处于优势地位。MACD 强势区死叉下行,RSI 强势区死叉。均线多头排列,20 日均线支撑有效。综合看,高位强势振荡格局延续。操作上,低位多单可以继续持有,重点关注 97.8 一线支撑力。(中原期货 刘培洋 李卫红)