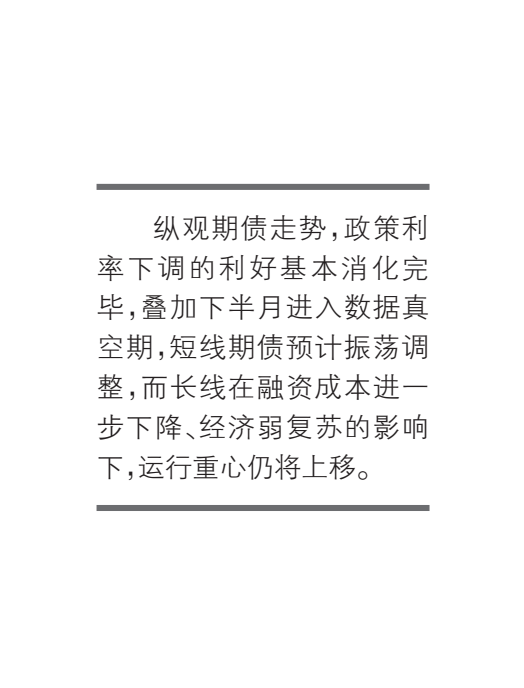


# 资金成本再降 债市长期受益

关注结构性通胀压力



■ 张晨

8月15日盘前,人民银行开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作和20亿元公开市场逆回购操作,中标利率均下降10个基点。现券市场迅速作出反应,10年期国债活跃券到期收益率下行4个基点。国债期货全品种开盘跳涨,2209合约日内最高触及102.15元,达到2020年5月的水平。同日,国家统计局发布7月经济数据,基本符合预期,未对债市造成过大影响。当日,期债合约均保持高位运行,2209合约收于101.94元,上涨0.7%。8月16日,债市热度延续,期债盘中再冲新高,随后回落。8月17日,期债窄幅波动,2209合约收于102.015元。

二季度以来,央行降准、央行利润上缴、财政资金投放等方式向市场投放了大量基础货币。7月,M1同比增速上升0.9个百分点,至6.7%,为2021年4月以来的最高水平;M2同比增速上升0.6个百分点,至12%,为2016年4月以来的最高水平。更进一步,8月15日,MLF和OMO中标利率下调10个基点,远超市场预期,政策利率中枢继今年1月后再次下移,与市场资金利率的利差有所修复,且有望引导



后续调降5年期LPR和信贷利率,从而进一步降低融资成本。

然而,局地疫情反复下,居民和企业主观需求不振。7月,社会融资规模存量同比增速下降0.1个百分点,至10.7%,大幅低于市场预期。当月,新增人民币贷款6790亿元,低于季节性水平,且居民和企业部门的新增贷款均不及往年同期。

总的来说,当前市场流动性充裕,融资成本下降,但融资需求不足,供大于求的环境下,利率受到压制,进而托底债市。今年1—7月,10年期国债期货始终在99.2—101元的区间内宽幅波动,而政策利率下调,国债期货价格势必抬升。

经济恢复基础仍需稳固

7月,制造业PMI下降1.2个百分点,至49%,重回临界点以下。生产、新订单、原材料、从业人员等分类指数出现不同程度的下降,且均处于收缩区间,反映出当前市场需求不足。同时,固定资产投资完成额累计同比增速较6月下降0.4个百分点,至5.7%。其中,制造业投资增速放缓,地产开发投资额进一步收缩,但基建投资仍在发力。

此外,规模以上工业增加值同比增速较6月下降0.1个百分点,至3.8%;社会消费品零售额同比增

速较6月下降0.4个百分点,至2.7%。总体而言,当前经济处于弱复苏阶段,基本面对期债的压制有限。

当前通胀数据处于合理区间

7月,猪肉、鲜菜等食品价格上涨,带动CPI由6月的基本持平转为上涨0.5个百分点,同比涨幅也扩大0.2个百分点。然而,扣除食品和能源价格的核心CPI同比增速则较6月回落0.2个百分点,至0.8%。7月,工业品价格整体下行,PPI由6月的基本持平转为下降1.3个百分点,同比涨幅回落1.9个百分点,至4.2%。整体来看,当前,国内通胀处于合理区间。

不过,也要注意,央行在二季度货币政策执行报告中提及,疫情受控后,未来消费复苏回暖、新一轮“猪周期”开启,以及能源进口成本攀升等诸多因素叠加驱动下,今年下半年我国CPI运行中枢将较上半年1.7%的水平有所抬升,部分月份的涨幅甚至可能阶段性突破3%,结构性通胀压力加大。

长远来看,全球经济增长动能放缓,部分经济体面临高通胀的挑战,加之疫情反复,国内经济弱势复苏,期债的市场环境相对温暖。此外,融资成本进一步下降也有利于期债价格走高。

(作者单位:银河期货)

## 金融期货大家说

# 我国上市长期、超长期国债期货的意义

■ 葛妍

我国国债期货自2013年正式在中国金融期货交易所上市以来,市场规模持续扩大、品种日益完善。截至目前,我国已经有2年、5年和10年期限的国债期货品种,基本形成了覆盖短中长端的国债期货产品体系。不过,随着利率管理需求的提升,市场对于更长久期国债期货品种的需求逐渐升温。

海外相对成熟的金融市场,如美国、德国、英国等市场均已推出超长期国债期货产品。同时,超长期国债期货品种在国债期货产品体系中的位置也越来越重要。近年来,随着我国超长期债券一、二级市场的快速发展,上市超长期国债期货的时机已经成熟,市场各方都在期待30年期国债期货的上市。

海外长期、超长期国债期货的发展历史		
	合约	上市时间
芝商所(CME Group)	美国长期国债期货	1977年8月
	美国超长期国债期货	2010年1月
欧洲期货交易所(Eurex)	德国超长期国债期货	1998年10月
洲际交易所(ICE)	英国超长期金边国债期货	2014年3月

表为海外长期及超长期国债期货品种

从期货市场来看,海外成熟市场已建立起相对完善的国债期货产品体系,可以覆盖收益率曲线的

短中长以及超长端,能够满足机构对于不同期限债券风险管理的需求。当前,海外金融市场上市的超长期国债期货包括:芝商所(CME Group)推出的经典国债期货和超长期国债期货、欧洲期货交易所(Eurex)推出的德国超长期国债期货,以及洲际交易所(ICE)推出的英国超长期金边国债期货。其中,CME Group的长期和超长期国债期货,交易较为活跃。

海外金融市场推出30年期国债期货的时间相对久远,美国与德国分别在1977年和1998年便挂牌交易长期国债期货和超长期国债期货。他们运行经验丰富,对于长期品种的设置也更为细致。以美国为例,CME Group挂牌将10年以上期限国债期货产品按照长期与超长期进行区分。根据美国商品期货委员会(CFTC)的投资者分类,以养老基金、保险公司和共同基金为主要构成的资产管理类机构,是目前美国超长期国债期货市场最重要的参与者。

我国推出长期、超长期国债期货的影响

超长期国债期货可以为资产配置型机构提供长期利率风险管理工具。同时,超长期国债久期更长,对利率波动更敏感。我国银保机构是超长期债券市场的重要参与者,需要长久期的避险工具以管理利率风险。推出超长期国债期货,将填补我国超长期利率风险管理工具的空白,满足市场机构对于更长期限资产配置和风险管理的需求。

此外,推出超长期国债期货有助于提高超长期国债价格发现效率,进一步完善收益率曲线。相较于10年期国债,更长期限的国债二级市场流动性相对较差。超长期国债期货的上市有助于促进国债现券市场的发展。上市后,交易者通过期现货套利交

易、期货实物交割等方式实现期现货市场联动,促进国债现券市场流动性和交易活跃度的提升。此外,期货价格一定程度上体现了市场对超长期利率走势的预期,可为投资者提供30年期国债的价格参考,进而促进对收益率曲线的完善。

我国推出长期、超长期国债期货的基础

近年来,我国超长期利率债发行规模总体显著扩大。2016年,财政部开始大幅增加30年期国债发行量,并发布30年期国债到期收益率,同时在国内外市场环境推动下,投资者对低风险资产的配置需求也不断提升。

早在2018年,我国就推出了30年期国债期货仿真交易。中金所也多次表态,将加大创新发展力度,进一步丰富产品品种,积极推进上市30年期国债期货。目前,中金所30年期国债期货仿真交易合约代码为“TL”,涨跌幅度为4%,合约标的为面值100万元人民币、票面利率3%的名义超长期国债,可交割券的范围为发行期限不高于30年,合约到期月份首日剩余期限为25—30年的记账式附息国债,交割方式为实物交割。另外,30年期国债期货仿真合约的最小变动价位为0.01元,交割手续费标准为每手5元。同时,限价指令每次最大下单数量为50手,市价指令每次最大下单数量为30手。

我国国债期货市场发展已经相对成熟,在银行和保险等金融机构允许入市的环境下,推动30年期国债期货上市的时机已到。超长期国债期货将填补超长期利率风险管理工具空白,进一步丰富国债期货产品体系,更好地满足机构投资者风险和久期管理需求。

(作者期货投资咨询从业证书编号Z0017892)

《《上接1版

参加本届研修班的对外经济贸易大学金融学院金融工程专业教师冯建芬对记者说:“对外经济贸易大学作为大商所高校项目的首批合作院校,开设了6门金融衍生品相关的实务学分课程,我的一个学生参加高校项目后,在就业时选择了期货风险管理公司的场外衍生品部门工作。今年是我第三次参加大商所高校教师研修班,丰富的课程极大地拓宽了我的教学思路,在课程中,我逐渐将重点由原来理论

公式的推导转移到金融工程思维的培养和服务实体经济案例的分析,学生对此非常感兴趣。”

期货日报记者了解到,自2017年启动高校项目以来,大商所已连续举办五届高校教师培训,累计有500余位高校教师参加,推动教师群体将相关知识带进课堂,同高校项目形成良性互动。在大商所的精心培育下,5年来,高校期货人才培育项目在合作模式、课程体系、管理机制等方面不断完善和优化,市场关注度持续提升,累计联合59家期货公司、10

家地方期货业协会,与85所高校合作开展了270余个项目,参与学生人数超1.8万,形成了课程设置科学、师资力量雄厚、理论实践结合的立体化培训体系,在普及期货和衍生品知识的同时,培养并吸引了大批青年人才进入期货行业、进入实体经济。今年,大商所创新性地启动了“young”帆期海——大商所首届大学生衍生品实践大赛,让学生携手实体企业、期货公司打造风险管理方案,来自46所高校及相关机构的46支队伍踊跃参与,决赛即将于9月举行。

## 期权观察

# 隐波逆市下行

■ 牛秋乐 冯世恒

8月17日,两市放量振荡走高,量能连续两日突破万亿元。截至收盘,上证指数涨0.45%,深成指涨1.01%,创业板指涨1.70%。四大指数全线收涨,权重表现稍强。其中,上证50指数涨0.60%,沪深300指数涨0.94%,中证500指数涨0.44%,中证1000指数涨0.06%。此外,股指方面,IH、IF、IC、IM也几乎全线走高。期权方面,标的资产50ETF涨0.57%,华泰柏瑞300ETF(510300)涨0.97%,嘉实沪深300ETF涨1.04%。各品种期权购沽隐波持续走低,整体处于历史均值下方。合成标的升水,购沽持仓小幅增加,期权市场情绪中性偏谨慎。

盘后数据显示,50ETF期权市场活跃度上升,持仓量延续增加态势。8月17日,期权总持仓2916398张,较前一交易日增加119383张。其中,认购持仓1706029张,较前一交易日增加33250张;认沽持仓1210369张,较前一交易日增加86133张。持仓量PCR值为0.7095,较前一交易日增加0.0374。当日,全市场合计成交2293190张,较上一交易日增加609141张。其中,认购成交1292470张,较上一交易日增加356917张;认沽成交1000720张,较前一交易日增加252224张。日成交量PCR值为0.7743,较前一交易日下降0.0258。

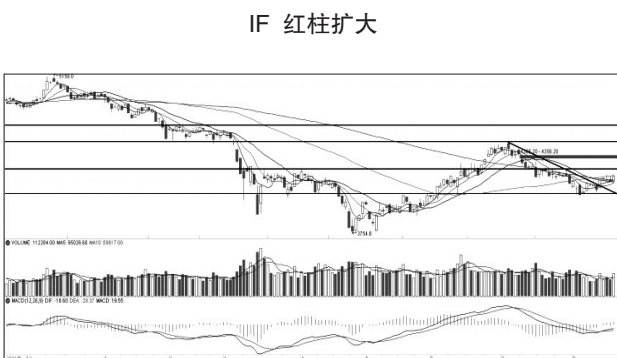
沪深300三个期权品种及中证1000股指期货成交量和持仓量均延续增加势头。其中,沪300ETF期权成交1949208张,持仓2148372张,成交额为11.478亿元;深300ETF期权成交278342张,持仓376942张,成交额为1.415亿元;沪深300股指期货期权成交154088张,持仓211578张,成交额为7.564亿元;中证1000股指期货期权成交54037张,持仓46181张,成交额为3.179亿元。

当前,各品种期权隐含波动率持续走弱。50ETF期权主力平值购沽隐含波动率为16.72%,沪300ETF期权主力平值购沽为16.85%,深300ETF期权主力平值购沽为17.04%,沪深300指数期权近月平值购沽为16.71%,中证1000指数期权近月平值购沽为18.7%。各期权主力合约波动率微笑曲线显示,认购及认沽隐含波动率在15%—30%,处于历史均值下方。

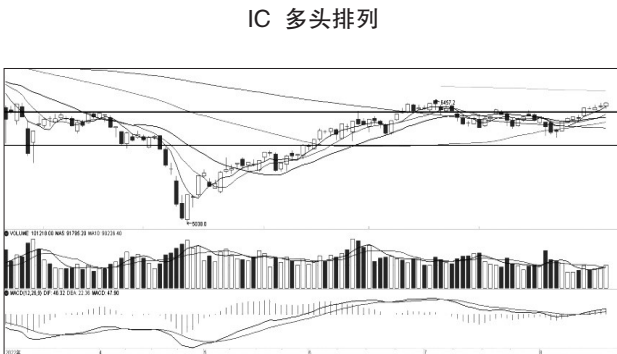
操作策略上,短线市场有所回暖,权重走强,期权隐含波动率则逆市走低,建议构建价差策略,防范Vega风险。中长线来看,将延续成长风格,权重偏振荡运行,建议构建备兑策略或卖出宽跨式策略,以增厚利润为主。对于中证1000指数则可采取更为积极主动的策略,构建卖出看跌或合成多头策略。

(作者单位:方正中期期货)

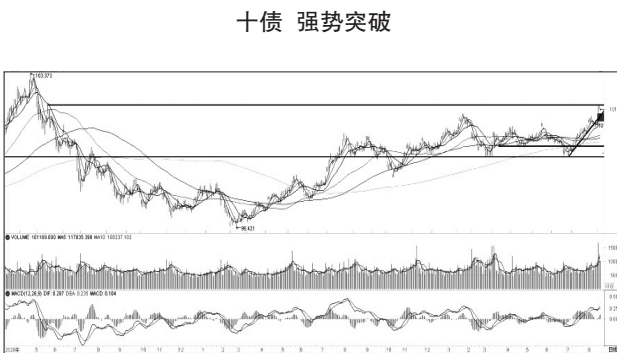
## 技术复盘



IF加权上周四收出一根中阳线,并突破压力线,自7月5日开启的回调宣告结束。均线方面,MA5、MA10拐头向上,且MA5与MA20形成金叉,MA10与MA20也即将形成金叉,表明短期反弹趋势不改,但上方依然受到MA60的压制。指标方面,MACD红柱逐步扩大,且DIF与DEA继续向零轴靠近,表明IF加权指标得到了充分修复,反弹仍有动力。整体上看,IF加权重心不断抬升,短期继续走强的概率较大。



IC加权短期上节节奏保持良好,离4月底以来的反弹高点仅一步之遥,表现较为强势。均线方面,MA10与MA20形成金叉后,均线系统再度多头排列,且价格沿MA5上行,上涨趋势未改。指标方面,MACD连续录得5个红柱,且DIF与DEA站在零轴上方,表明IC加权短期上行仍有动力。整体上看,IC加权将延续上涨走势,短期关注年线附近的压力情况。



十债加权周一大幅高开并突破年内高点,之后两日有所调整,但整体表现强势。均线方面,MA5重新拐头向上,且与MA10再度形成金叉,均线系统多头排列。指标方面,MACD红柱持续扩大,DIF与DEA运行于零轴之上,表明十债加权上行动力犹存。整体上看,十债加权属于受到事件驱动的强势突破,但短期受阻于2020年5月22日的重要压力位,后市重点关注该位置的突破情况,若有效突破,则有望测试103.37的历史高位。

(招商期货 于虎山)