

宽松预期能否摁住国债期货“牛头”

□本报记者 孙翔峰

经历长达半年持续上涨之后，近期国债期货多头势能有所松动。7月初，国债期货创年内新高，随后受到资管新规细则落地、宏观面释放宽松信号提振金融市场风险偏好等因素影响，出现高位调整。

分析人士认为，货币政策供给端的松动所引发的预期摆动带来了利率债市场的波动行情，后期国债期货走势取决于流动性释放的影响力以及“稳信用”向“宽信用”转变的可能性。交易策略上，多短端空长端，做陡收益率曲线的套利策略更有价值。

7月下旬以来，国债期货多头动能减弱明显。7月20日，国债期货冲高之后大幅回调，当天10年期国债主力合约T1809跌0.75%，创一年半来最大单日跌幅，盘中最大跌逾0.9%。利率债成交活跃，国开10年券180205成交超1100笔。活跃券收益率午后大幅上行，长端10年期国债上行7-8BP，国开债上行5BP左右。随后一周交易日之内，国债期货维持震荡。截至上周五，国债期货10年期主力合约T1809报收95.550，5年期主力合约TF1809报收98.365。

宏观政策成为扰动市场的核心因素。

上周之后，年初以来的货币政策边际放松在流动性紧张局面逐步缓解过程中不断确认。分析人士认为，政策面发生变化，但不会再度出现“大水漫灌”。

华安期货国债期货分析师曹晓军认为，今年以来，实体经济方面则饱受流动性匮乏困扰。小微企业普遍反映没有办法从银行贷款，企业经营融资成本居高不下；信用债市场出现一波违约潮，多只信用债券遭遇评级下调、交易停牌等情况，违约主体以民营企业居多；6月及上半年社会融资规模增量均大幅少于预期，这些都反映出企业面临流动性不足、实体需求疲弱的困境。

“国务院常务会议释放宽松信号，积极财政政策更加积极，稳健货币政策要松紧适度。政策着眼点在于推动资金从金融体系流向实体经济。”曹晓军表示。

东方金诚宏观分析师王青指出，本次

《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》落地，市场判断监管压力明显减轻。23日召开的国务院常务会议提出了“积极财政政策更加积极”、“稳健的货币政策要松紧适度”等内容，也让分析人士对于进一步宽松的预期加强。

“近期国内政策对债市产生了较大影响。首先，资管新规细则内容以及央行态度显示监管政策有所松动；其次，央行释放支持金融机构认购产业债的信号；第三，央行MPA统计口径的松动进一步推升了‘宽信用’预期。政府政策信号释放后，市场对

‘积极的财政政策更积极’的预期也在发酵，利率债将面临一定压力。”东证期货高级研究员章顺表示。

广发期货国债研究员郑旭也表示，近期面对经济下行压力较大、信用违约风险突出等问题，央行进一步采取措施缓解信用违约，支持小微企业发展。从MLF担保品扩大，到央行窗口指导银行购买信用债，再到央行释放5020亿元MLF资金、资管新规的细则好于预期，都可以视为对信用的支撑。此外，宏观政策放松的信号短期有助于提振市场风险偏好，期债因此承压。

郑旭也认为，这说明下半年货币政策的基调不会发生改变，定向降准仍有空间，

政策基调转暖

国务院常务会议强调“不搞‘大水漫灌’式强刺激”，这表明当前货币政策向中性偏松方向微调，仍属对冲严监管效应的“补水”范畴，而包括定向降准、支持小微企业融资等措施，均具有明显的“补短板”特征，不会带动下半年M2和存量社会融资规模增速大幅回升。

王青也认为，这说明下半年货币政策的基调不会发生改变，定向降准仍有空间，

“上半年专项债券发行规模仅为3673.28亿，加之置换债发行量下降，地方债发行规模为14109.13亿，较上年同期下降24%左右。下半年随着专项债发行量大幅升至约1万亿，预计地方政府债发行规模将达到3.8万亿，同比、环比增速均将显著上升。”王青说。

王青也分析，下半年地方债发行提速。

“上半年专项债券发行规模仅为3673.28亿，加之置换债发行量下降，地方债发行规模为14109.13亿，较上年同期下降24%左右。下半年随着专项债发行量大幅升至约1万亿，预计地方政府债发行规模将达到3.8万亿，同比、环比增速均将显著上升。”王青说。

债券供给增加

王青进一步表示，随着国务院常务会议本次提出要疏通货币信贷政策传导机制，进一步加大减税降费力度和惠及企业范围。这意味着，年初以来“紧信用”局面有望获得缓解，包括民营企业在内的企业融资环境和利润水平将会有所改善，这将有利于防范信用违约风险的大范围扩散。

值得注意的是，随着信用风险逐步缓

解，一部分配置资金有望向信用债转移。华创证券资产管理部总经理屈庆指出，由于资管新规及其配套细则的出台将显著改变前者的资金分配逻辑。首先，存量资金将继续增强对于非标的配置需求，从而挤压债市资金；其次，在债市内部前期由于极低的风险偏好，资金都集中在利率债和高等级信用债，未来将向中低评级的信用债分流。



视觉中国图片

国债期货高位回调

虽然市场大幅调整，但多位机构交易人士表示，对宏观政策调整有足够预期，因此在国债期货回调过程中损失有限。

“我们在仓位和策略上都做了足够的风险预案，7月20日团队按预案执行后当日损失不多，而且此前团队收益比较多，整体影响有限。”一家大型金融机构的交易人士告诉记者。

上海六禾投资有限公司固定收益投资经理万欣在接受采访时也表示，因在跌破预期支撑线之后加仓，公司国债期货投资在上周仍取得了正收益。

但更多的是为了支持小微企业的发展以及缓和信用风险。

“总体来看，政策并未出现较大改变或者转向，变化的只是政策节奏，最好的预期是从去杠杆微调为适度稳定杠杆。当前的政策更多是针对前期政策的微调，避免经济出现快速下滑，避免市场发生由信用风险导致的系统性风险，缓和持续去杠杆带来的阵痛。”郑旭表示。

在此背景下，赵俊贵认为，国内石化企业首先要转变观念，改变近30年增长时期形成的简单、低成本、高速扩张发展模式，重新树立把行业做强、技术做精、专业做细的科学精神和专业精神；要加快建设完善现代社会主经济体系，在我国经济由高速增长转向高质量增长的新形势下，要注重协同发展、产融结合配套发展；要加强合作交流，推进行业国际化，包括市场结构的国际化；要进一步提高中国石化行业可持续生产、发展的能力。

赵俊贵进一步表示，当前，我国石化产业发展迅速，市场潜力巨大。发挥中国体制优势和市场优势，加快建设中国特色石化原料市场，逐步形成有中国特色和国际影响的价格体系与中国指数，是中国市场做大做强的重要指标和方向，因此中国化工行业衍生品市场发展恰逢其时。

石化期货品种体系逐步完善 为产业新一轮变革保驾护航

□本报记者 马爽

参加了第一期衍生品培训班，培训后大家普遍反映培训班老师水准高，收获很多，对期货市场、石化企业参与化工业品种期货市场的必要性有了更深刻的认识，对提升企业风控水平起到积极作用”。他说，石化是我国国民经济中最大的行业之一，也是重要的基础性行业，但在产业与金融结合上，特别是与衍生品市场结合发展方面，在怎样利用期货市场价格发现和保值避险功能方面，行业还处于起步阶段，这次培训在京开班。

衍生品发展恰逢其时

中国石油和化学工业联合会副会长赵俊贵在开班仪式上致辞时表示，当前，国内石化产业正处于历史性交汇期，既面临千载难逢的机遇，又面临着严峻挑战，行业正迎来新一轮产业变革。今年是我国改革开放的第40年，中国石化行业也在这个过程中完成了上半场“量”的积累，下半场最主要是“提质增效”，推动从“量”到“质”的发展。

据了解，多年来，大商所先后上市了线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）三个塑料期货品种，与郑商所的甲醇和精对苯二甲酸（PTA）、上期所的石油沥青一起，初步构建起石化期货品种体系，市场运行效率不断提升。今年上半年，大商所三个塑料期货品种共成交0.58亿手（单边，下同）、成交额2.45万亿元、年日均持仓70.68万手。2017年，参与大商所石化品种交易的现货企业有1000多家，石化产业链贸易逐步兴起，经初步估计，超过40%的塑料现货贸易通过期货市场进行套期保值交易。

呼吁早日上市乙二醇期货

参训学员还表达了希望交易所及早上市乙二醇期货、为企业提供更为完善的化工品种期货品种体系的意愿。江苏国望高科纤维有限公司总经理杨玉琴说，这次课程内容安排丰富，涵盖范围广泛，且与聚酯企业十分契合。通过这次培训，加深了企业对于通过衍生品市场监管风险必要性的认识，希望乙二醇期货尽快上市，为下游企业增加有效风险管理工具，提高企业抗风险能力。

远大能源化工总经理戴煜敏表示，商品交易客观存在着远期、期货、期权、互换的不同形态和发展阶段，目前乙二醇市场自发形成了电子盘市场和远期纸货交易市场，但此类市场存在着信用安全等问题。

“短期来看，国债期货确定的机会是做陡曲线，也就是做多年期国债期货，做空10年期国债期货。5年期国债和10年期国债的利差处在历史中低水平位置，从历史数据看利差还是有扩大的可能。”万欣说。

大商所党委书记、理事长李正强表示，推动石化行业做大做强需要多方力量的共同参与。石化产业是大商所服务实体经济、服务国家战略的重要领域，作为目前世界上最大的合成树脂期货市场，大商所将坚定不移的和石化联合会及整个石化行业合作，面向整个石化产业链做好市场服务。

大商所将积极推动石化产业链品种体系的丰富完善，为产业企业提供有效的风险管理工具；同时，大商所将继续通过支持企业开展场外衍生品业务试点，举办年度塑料产业大会、组织产业链调研及EDP培训、培育产融基地，把风险管理理念、风险管理技能向化工产业企业传递，更好的服务石化产业和实体经济发展。

据悉，早在2013年，大商所就开始对乙二醇等主要液体化工品种进行研究。从调研情况来看，我国乙二醇现货市场供需影响因素复杂，进口依赖度很高，价格波动幅度较大，相关企业参与期货市场套保需求较为强烈，尽快上市乙二醇期货非常必要。乙二醇期货上市后，将与大商所已上市的众多化工期货品种形成完整的避险链条，为市场各方提供反映国内供需变化的“中国价格”，为广大石化企业提供从原料到产成品的全方位避险工具。

此外，记者在开班仪式现场了解到，本次培训是大商所与有关部门联合举办的第六期、石化产业第二期，石化龙头企业参与、学习的热情很高。据介绍，第三期培训已在筹备中，中石油、中石化、中海油等龙头企业报名踊跃。

油价短期有望维持震荡

目前来看，对油价更多是脉冲性影响。”华泰期货能源策略总监兼首席原油研究员潘翔表示。

库存数据也有利于原油多头。EIA周三公布的数据显示，截至7月20日当周，美国商业原油库存减少614.7万桶至4.04937亿桶，低于去年同期，低于5年同期均值水平；库欣地区原油库存减少112.7万桶至2373.1万桶；汽油库存减少232.8万桶至2.33504亿桶；馏分油库存减少10.1万桶至1.2121亿桶。

分析人士认为，油价先是受到美国石油学会（API）库存的全面下降提振。此外，EIA库存下降超出预期也为油价上涨添了“一把火”，但涨势到底能持续多久，还有待继续观察、追踪。

不过，中粮期货原油分析师张峥对中国证券报记者表示，EIA原油库存下降的主力部分来自于西海岸（PADD5）地区，该地区原油库存长期相对波动较大，如果库存下降主要由此地区推动，对于油价上涨的推动力

有限。

张峥还指出，美欧之间贸易纠纷缓和，有利于改善全球需求预期，对于油价也具有一部分支撑作用。

后市有望维持震荡

对于油价后市，多位分析师维持震荡判断。张峥认为，目前全球原油基本面相对平稳，供需对于油价影响有限。无论是美国还是OPEC产油国，都希望把原油价格维持在70-80美元/桶。因此，在中东地缘局势以及全球贸易形势不再发生重大变化之前，油价有望持续维持在这一区间。不过，2018年下半年的油价高波动率将呈现常态化。

新纪元期货原油分析师张伟伟指出：“近一年来，支撑国际原油持续走强的主要推动力是OPEC主动减产带来的全球原油库存下降，同时，地缘局势因素对行情也带来了推波助澜的作用。进入2018年下半年，原油基本面将发生较大变化，OPEC+决定从

开始增加原油日产量，但没有制定具体的执行方案，且下半年增产的目标是将减产执行率重返100%，预计带来的实际增量不会太大，中短期利空影响相对有限。但长期来看，OPEC将会逐步退出减产协议，最终原油生产恢复到正常水平，这将长期压制油价上行空间。”

兴业期货投资咨询部量化总监贾舒畅表示，虽然油价维持震荡行情，但布油和美油之间的价差将进一步扩大，可以通过买入布油做空美油进行套利。

贾舒畅表示，8月之后，库欣地区库存订单将进一步减少，美湾地区需求也将进一步下降，最终导致该地区库存上升，给市场带来负面影响。此外，美国中期选举临近，平抑油价的政治压力越来越大，美国总统特朗普的政府或考虑动用美国战略石油储备。

此外，中粮期货原油分析师张峥对中国证券报记者表示，EIA原油库存下降的主力部分来自于西海岸（PADD5）地区，该地区原油库存长期相对波动较大，如果库存下降主要由此地区推动，对于油价上涨的推动力

有限。

张峥还指出，美欧之间贸易纠纷缓和，有利于改善全球需求预期，对于油价也具有一部分支撑作用。

后市有望维持震荡

对于油价后市，多位分析师维持震荡判断。张峥认为，目前全球原油基本面相对平稳，供需对于油价影响有限。无论是美国还是OPEC产油国，都希望把原油价格维持在70-80美元/桶。因此，在中东地缘局势以及全球贸易形势不再发生重大变化之前，油价有望持续维持在这一区间。不过，2018年下半年的油价高波动率将呈现常态化。

新纪元期货原油分析师张伟伟指出：“近一年来，支撑国际原油持续走强的主要推动力是OPEC主动减产带来的全球原油库存下降，同时，地缘局势因素对行情也带来了推波助澜的作用。进入2018年下半年，原油基本面将发生较大变化，OPEC+决定从

开始增加原油日产量，但没有制定具体的执行方案，且下半年增产的目标是将减产执行率重返100%，预计带来的实际增量不会太大，中短期利空影响相对有限。但长期来看，OPEC将会逐步退出减产协议，最终原油生产恢复到正常水平，这将长期压制油价上行空间。”

兴业期货投资咨询部量化总监贾舒畅表示，虽然油价维持震荡行情，但布油和美油之间的价差将进一步扩大，可以通过买入布油做空美油进行套利。

贾舒畅表示，8月之后，库欣地区库存

订单将进一步减少，美湾地区需求也将

进一步下降，最终导致该地区库存上升，

给市场带来负面影响。此外，美国中期选

举临近，平抑油价的政治压力越来越大，

美国总统特朗普的政府或考虑动用美

国战略石油储备。

此外，中粮期货原油分析师张峥对中国

证券报记者表示，EIA原油库存下降的主力

部分来自于西海岸（PADD5）地区，该地区

原油库存长期相对波动较大，如果库存下

降主要由此地区推动，对于油价上涨的推力

度有限。

张峥还指出，美欧之间贸易纠纷缓和，

有利于改善全球需求预期，对于油价也具

有一部分支撑作用。

对于油价后市，多位分析师维持震荡判断。张峥认为，目前全球原油基本面相对平稳，供需对于油价影响有限。无论是美国还是OPEC产油国，都希望把原油价格维持在70-80美元/桶。因此，在中东地缘局势以及全球贸易形势不再发生重大变化之前，油价有望持续维持在这一区间。不过，2018年下半年的油价高波动率将呈现常态化。

新纪元期货原油分析师张伟伟指出：

“近一年来，支撑国际原油持续走强的主要

推动力是OPEC主动减产带来的全球原油

库存下降，同时，地缘局势因素对行情也带

来了推波助澜的作用。进入2018年下半年，原

油基本面将发生较大变化，OPEC+决定从

开始增加原油日产量，但没有制定具体的

执行方案，且下半年增产的目标是将减产执

行率重返100%，预计带来的实际增量不会

太大，中短期利空影响相对有限。但长期看

来，OPEC将会逐步退出减产协议，最终原

油生产恢复到正常水平，这将长期压制油价

上行空间。”

兴业期货投资咨询部量化总监贾舒畅

表示，虽然油价维持震荡行情，但布油和美

油之间的价差将进一步扩大，可以通过买入

布油做空美油进行套利。

贾舒畅表示，8月之后，库欣地区库存