

宽松预期能否摀住国债期货“牛头”

□本报记者 孙翔峰



视觉中国图片

国债期货高位回调

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，国债期货创下年内新高，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度以及“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到款，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

政策调整之下，城投债以及信用债供给可能大幅度增加。郑旭指出，国务院常务会议提到要有效保障在建项目资金需求，督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，短期在“宽货币”逐步向“宽货币+宽信用”转变时，有助于缓解流动性风险，提振市场风险偏好，利好城投债。

多数市场人士认为，国债期货后期或将保持震荡上行趋势。

郑旭表示，在财政政策和货币政策协同下，不搞大水漫灌强刺激，会对社融带来一定修复。不过，严监管仍对修复空间有所限制，因此，下半年期债在经济下行压力仍存、货币政策边际放松、金融市场乱象逐步得到整治后，仍存缓慢上行动力。后期期债走势，还需关注“宽货币”，逐步转向“宽货币+宽信用”对实体经济的提振效果。

曹晓军表示，债券涨势已持续半年，趋势有望延续。第一，上半年固定资产投资、工业增加值和消费增速均有回落态势，经

《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

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领域。”曹晓军表示。

东方金诚宏观分析师王青指出，本次

于‘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。

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。

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，

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受惠企业范围。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

关注做陡利率曲线机会

在当前的市场环境下，做陡利率曲线的套利策略可能成为比较有价值的选择。从现货市场看，7月份收益率有涨有跌，短期限国债收益率下行，中长期国债收益率上行，收益率曲线更加陡峭。5年国债期货主力合约上周调整行情中也明显优于10年期。

中金证券张继强团队在研究报告中指出，近期政策更多是利好短久期债券、中高等级信用债、短期非标等资产，银行理财类资产配置力量长期趋弱的大方向没有变。若此前长债聚集的交易盘撤离，需求转向短久期债券及信用债，而配置盘力量无法续接，叠加风险偏好修复，则长端利率债反而会承压走弱，

油价短期有望维持震荡

□本报记者 孙翔峰

上周，原油期货高位回调。截至上周五，国内SC原油期货主力合约1809收报504.7元/桶，较周初上涨10.7元/桶；布油报收74.39美元/桶，美油报收69.04美元/桶。分析人士认为，EIA库存超预期下降以及中东地缘局势风险发酵引起油价反弹，后市油价或将进一步扩大，可能带来套利机会。

利多因素汇集

也门的Houthi运动组织上周二袭击了红海的沙特船只，沙特宣布所有油轮运输暂时停止通过曼德海峡，而这一海峡是连接红海和印度洋的要道。根据美国能源信息署（EIA）数据，该地区2016年石油运量约为480万桶/天。

“沙特暂停曼德海峡油轮通航，对油市有一定提振作用，但尚不清楚封航的持续时

间，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7

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，因此在此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。

释，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期的资金分配逻辑。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。

可能使目前偏陡的收益率曲线进一步走陡。

在交易策略上，张继强建议关注箱体突破之后的顺势而为，而非理论上胜率更高但实操中意义不大的“高抛低吸”。“10年期债的上行趋势比5年期债更加容易被打破”的关系仍存。如果期待未来突破，考虑久期差异，5年期债比10年期债更容易突破前高。跨品种交易方向仍推荐小陡。

“短期来看，国债期货确定的机会是做陡曲线，也就是做多5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。

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

在国际贸易摩擦不断、国内衍生品市场对外开放的新形势下，为进一步促进金融服务实体经济及风险防控，深化国内石化龙头企业管理人员对金融衍生工具的认识和了解，服务相关企业参与利用衍生品市场，7月27日，大连商品交易所、中国石油和化学工业联合会、北京大学光华管理学院联合举办的“石化产业金融与期货高级管理课程”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。

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年增长长期形成的简单、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义市场经济体系，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的国际影响的价格体系与中国指数，是中国市场做大变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。

完善石化产业链品种体系

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。

开班仪式上，李正强从全球经济格局与人民币国际地位的不对称、国际贸易新秩序建立、价格波动与企业经营稳健性之间的矛盾切入，以《价格发现和风险管理——中外衍生品市场发展启示》为题为题培训学员授课。

学员代表、中石化股份公司财务部副主任张伟表示，这次培训将是一次非常难得的产业金融专业学习和沟通交流、提高自我的机会。“我们中石化曾派学员

参加了第一期衍生品培训，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、石化企业参与化工品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，这次培训对于整个行业企业增强认识、提升市场风险管理能力将起到积极作用。他希望各方共同努力，把本次培训班办成一个产学研相互结合的典范，对我国现代市场体系建设完善和商品期货市场发展起到积极推动作用。

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，石化产业点价贸易逐步兴起，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、为企业提供更完善的化工品期货品种体系的愿望。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，涵盖面广，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管理风险必要性的认识，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熾表示，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较多风险，及早推动乙二醇期货上市交易，是市场当下发展阶段的客观要求，也是市场和产业链上下游企业的愿望。

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。