

## 2015年7月金融期货月度报告

金融期货

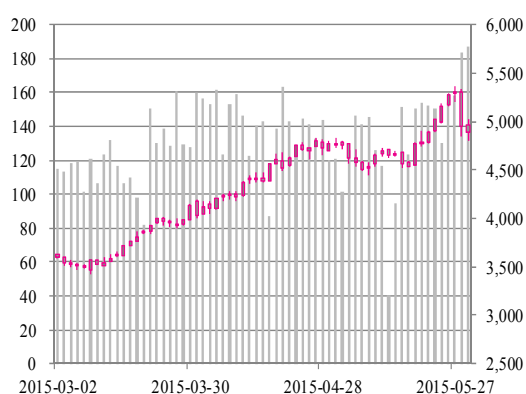
## 期指回调夯实牛市基础，债牛继续需非常规政策

电话：020-81867629

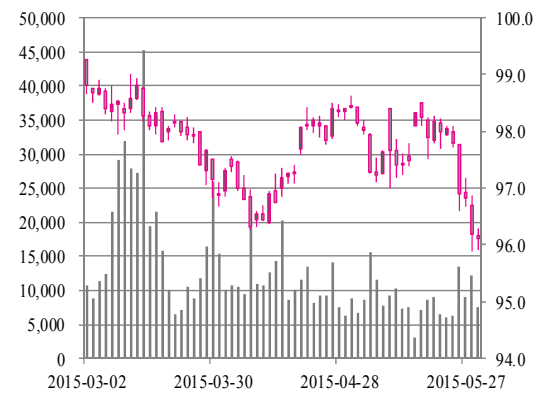
eMail: wangjingjie@futures.gf.com.cn

金融期货策略小组

IF主力合约走势图（万手）



TF主力合约走势图



## 相关专题报告

2015年6月金融期货月报-股指、国债需要新动力

2015年5月金融期货月报-股指或有慢牛需要，国债中期继续看涨

2015年4月金融期货月报-股指行走牛途上，国债调整近尾声

2015年2月金融期货月报-股指多头承压，期债宽松可期

## 要点：

## ■ 股指期货：

股指6月中下旬的大幅杀跌是对前期市场上涨过快的一次修正，不改变我们对股指长期乐观的态度。由于下半年，杠杠资金的入市节奏会有明显放缓，注册制改革渐行渐近，都将给市场带来一定干扰，市场波动会加大，趋势性交易机会或减少，预计股指整体呈现慢牛格局概率大。操作上建议以多头思路为主，逢低做多。

## ■ 国债期货：

基本面仍在底部，政策连续宽松，资金保持平稳，牛市基础暂没有发生根本变化，但是目前市场依旧在震荡整理平台，短期恐难有方向，中长期内，债市牛市延续需要非常规货币政策这一催化剂。操作上，考虑当前期限利差较大，震荡幅度也较小，长端有较好的安全边际，投资者可以在低位建立多单，以时间换空间。

## 上半年行情回顾

### 杠杆推动期指坐上过山车

2015年上半年，受宽松政策和改革预期影响，股指在流动性异常充裕的背景下，一路高歌猛进，在3-5月份步入了疯涨的阶段。市场风格方面，以高弹性的中小盘股指为代表的中证500指数涨幅靠前，而代表低估值的蓝筹指数上证50指数涨幅相对靠后。但是从6月中旬开始，在“去杠杆”的压力下，市场集体开始扭头向下，三大股指期货展开了为期两周的熊式暴跌，期指罕见出现了连续跌停的壮观。暴跌之下，央行紧急出手，在27日推出了“降息+定向降准”组合拳；证监会29日连夜发微博回应暴跌，安抚市场悲观情绪；30日人民日报再度力挺“改革牛”。最终，上半年收官之战股指上演了报复性反弹，三大期指涨幅均超过6%。

### 国债期货宽幅震荡

上半年，国债期货呈现出宽幅震荡的格局，以5年期国债期货加权价格为例，年初的价格为96.80，当前价格为96.20，最高为99.50，最低为95.50。从阶段角度看，在基本面低位、货币政策继续宽松预期下，1-2月国债期货延续了14年以来的牛市，最高上冲至99.50元，之后，随着降准、降息预期的实现、股市飙涨导致的资产转移以及地方债发行开始酝酿，国债期货回调近1个半月，这是上半年的第一次宽幅震荡；接着，随着基本面继续走差，进一步放松的预期再度，国债期货再度回升，不过力度较小，仅持续半个月就开始小幅盘整，之后随着地方债开始正式发行，地方债的负面影响继续发酵，国债期货应声回落至半年内的低点，这是上半年第二次宽幅震荡，振幅有所收窄；六月以来，国债期货对基本面和政策面反应均较弱，维持窄幅震荡的局面，基本处于盘整状态。

## 基本面分析

### 实体经济企稳仍需观察

从数据方面来看，国内经济自去年开始一直不断向下探底。进出口、消费和投资三大马车表现均显得差强人意。一季度，受到外围经济复苏的不确定性以及国内春节因素扰动，进出口数据大幅波动，叠加人力成本的增加，我国传统出口企业优势不断丧失，盈利环境也不断承压。到了二季度，随着人民币升值压力的缓解以及欧美经济的复苏，出口出现一定好转，但是进口方面依然在较弱水平运行，国内需求尚未提振，进出口的好转在下半年仍面临较大压力。消费方面，内需需求以及物价水平均在较低水平，两者在上半年均未出现大幅波动。分项来看，我国消费热点逐步由传统向在线消费、电子器材等新兴消费点转移，不过在国民收入减少的背景下新兴消费点的培养成长能否带动国内需求的回升仍然面临较大的不确定性。投资数据方面，今年的固定资产投资整体趋势向下，主要原因在于内需疲弱之下的房地产投资和制造业投资不断失速下滑，而被寄予厚望的基建投资在一季度起到了一定的托底经济作用，但是在2季度，由于缺乏资金投入，其一度也出现下滑。因此，二季度的投资数据表现并不如一季度。展望下半年，近期在政策支持下的房地产销售数据出现回暖迹象，制造业方面也出现弱势企稳的信号，但是考虑房地产的中长期行业拐点以及巨大的去库存压力，销售数据回暖难带动企业购地新开工的意愿，房地产投资数据仍有向下的空间。而对于基建方面，资金的来源是决定其对经济支撑力度的重要因素，宽松的财政举措加上地方债务置换的推广，基建不断加码有望支撑投资数据端企稳。整体而言，在政策的积极呵护之下，宏观经济在二季度已出现弱势企稳的迹象，不过未来经济下行压力犹存，企稳基础仍有待夯实。

### 资金利率将继续维持低位

2015年以来，资金利率从年初较高的水平一路下行，1天回购最多回落至1%附近，并持续稳定在低位。6月底，在年中效应、MLF续作量较少、IPO大量发行下，资金利率略有反弹，不过我们认为在宽松的货币政策下，资金利率仍有望在下半年维持在低位。

从政策上看，自从14年11月降息后，2015年我国进入了宽松货币周期。公开市场操作方面，春节以后央行仍进行逆回购，并降低逆回购利率，之后随着资金利率的下行，央行暂停了逆回购，不过，6月底，资金利率小幅回升下，央行再度开始逆回购，显示央行对资金利率的呵护。同时，2月降准、3月降息、4月降准、5月再度降息，6月底，在市场预期央行货币政策可能转向之时，央行八年来首次双降（降息和定向降准），货币政策仍然维持在较为宽松的层面。下半年，货币政策不会转向，但是可能会进入观察期，如果经济仍在底部，不排除进一步降准降息的可能性；同时，央行将继续对市场流动性进行管理，资金利率不会出现大幅回升的局面。影响流动性的因素主要是IPO的持续每两周的发行、外汇占款再度下降等，这需要投资者注意。

总体来看，我们认为当前货币政策仍在宽松阶段，不会很快转向，不过一旦经济企稳，需要重新衡量货币政策的宽松程度。资金利率方面，宽松的货币政策对资金面的平稳有较大支撑，中短期内实体经济对资金的需求也难回升，未来资金利率仍难以出现大幅反弹。

## 投资逻辑

### 期指回调夯实牛市基础

股指本轮反弹，改变了A股市场长期以来的存量资金博弈。无论是新增A股开户数、两融余额还是场外信托配资，各路资金蜂拥而至，推动股指加速上涨。6月中下旬，股指经历了由清理场外配资引发的疯狂杀跌。暴跌之后，市场担忧牛市是否会受到杠杠资金离场而终结？的确，对于下半年股市的流动性而言，在监管层收紧场外杠杠资金后，未来增量资金入市节奏较二季度会有明显放缓，但除去这部分资金外，增量资金的来源还有很多。

首先，宽松政策将在下半年持续发力。2015年的政府工作报告在年初就确定了财政政策和货币政策宽松的总基调。在社会融资成本高企，外汇占款趋势减少以及经济疲弱等因素的推动下，宽松的货币政策和积极的财政政策具有明显的必要性和迫切性。其次，从大类资产配置的角度来看，目前经济仍难有起色，相比其他类型的投资，无论是房地产还是银行理财产品的收益率仍处于下降通道，股市对居民的吸引力犹存。6月29日《基本养老保险基金投资管理办法》开始向社会公开征求意见。根据办法，养老基金限于境内投资。养老基金投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于基金资产净值的30%。据测算，未来养老金也有望给市场提供万亿增量资金。最后，海外资金配置A股的比例将加大。7月1日，内地与香港基金互认正式实施；下半年深港通也有望启动，这都将吸引更多境外投资者参与A股市场。因此，从股市流动性来看，预计下半年市场资金面仍较充裕，无需过于担心场外配资的撤离。

当然，下半年股市也会面临一定因素干扰，尤其是新股注册制改革渐行渐近。今年从4月份开始，IPO的发行节奏明显加快，由之前每月核发一批增加到核发两批。IPO提速或是在为注册制将要推行做演习，考验市场对新股批量发行的承受能力。从6月份发行的IPO来看，中国核电和国泰君安两大重量级新股，的确给市场造成了较大影响。未来注册制一旦实施，市场扩容的速度将非常快，市场将面临巨大的供给压力。

从市场风格来看，股指经过上半年过山车的行情，各大指数的估值水平都有不同程度的回落。沪深300和上证50的估值水平较低分别为16.55倍和12.35倍，几乎回落到4月中上旬的水平。中证500估值水平仍然较高为61.84倍，与5月初的水平相当。急跌后，低估值的蓝筹股或已经调整到较安全的水平，有补涨需求；而成长股随着估值水平的下降，投资价值也开始提升。

总的来看，考虑到经济企稳仍需观察，货币政策仍将宽松，财政政策仍将积极，本轮牛市的驱动因素没有发生改变。下半年股市流动性在大类资产配置以及海外资金流入的背景下，仍将处于宽松的局面。虽然杠杠资金的入市节奏较上半年会有明显放缓，但这有利于股指步入更健康的慢牛格局。

#### 债牛寄希望于非常规政策

年初，期债的中期（月度）行情趋势较为明显，而近期，国债期货并没有明显的趋势，以区间震荡为主，与之前相比，震荡区间明显收窄。短期来看，市场对基本面和常规货币政策的反应越来越弱，地方债对国债的压力也逐渐被市场消化，债期或将继续盘整；中长期看，在基本面无明显改善的情况下，期债仍有做多机会。

#### 短期仍或继续盘整寻找方向

近期，国债期货无论对基本面还是政策面等利好消息的反应越来越弱，对地方债以及存贷比取消等利空消息也没有明显反应，整体依旧处于震荡整理平台，短期或继续寻找方向。

近期货币政策的力度在加大，但是市场对这一明显的利多反应较为平淡。上周四，央行在连续9周暂停公开市场操作后，进行了7天350亿元逆回购操作，中标利率2.7%；本周二，央行继续进行7天500亿元逆回购，中标利率下行至2.5%。逆回购的重启与当前资金面略上行有关，央行有意维持短期资金面的稳定。上周五，央行加量续作MLF，并将期限延长至6个月，利率也下行至3.35%，进一步为市场提供了中期的流动性。同时，在逆回购、以及加量MLF以后，市场曾预期降息降准将推后，不过央行意外的在周六宣布降息25BP和定向降准50BP，这是自2008年以来央行首次实施双降，为市场提供长期流动性。央行分别为市场注入短期资金、中期资金以及长期资金意味着央行货币政策仍在宽松区间，同时，货币政策无论是力度还是频率，可谓超出市场预期，但是国债期货仅表现为日内冲高后回落，说明市场对常规的货币政策反应已经逐渐“疲劳”，未来常规货币政策对市场影响也将较为有限。

地方债务发行是上半年最为重要的利空因素。国债期货连续两次调整都与地方债发行有一定关系：第一次调整源于市场对利率债供需失衡较为担心；第二次调整则源于地方债发行规则制定后的调整。当前，央行在宽松货币予以支持，投资者也会依据市场情况调整其资金分配额度，供需失衡对债市的影响渐小。同时，地方债发行规则对国债收益率的影响也渐弱。地方债发行要与国债收益率挂钩，这使得地方债发行利率低于市场预期的收益率。对投资者而言，无疑提升国债收益率是更好的选择。但是随着各地地方债发行利率相继确定，如果国债收益率发生大幅波动，势必影响地方债的发行利率，导致不同地区地方债收益率相差较大，这种情况应该是较难出现。因此，从地方债定价角度看，国债收益率短期亦难大幅波动。

#### 趋势性机会或仍在多头

基本面方面，从6月中旬宏观和金融数据公布，到近期汇丰PMI预览值以及工业企业利润数据公布，这些数据说明无论是制造业还是工业企业，微观经济依旧乏善可陈，经济下行风险仍较大。

当前，我国工业增加值仍在6%附近，投资增速依旧在下行趋势中，尤其是地产投资和制造业，短期难以回暖。虽然地产销售增速上升，但一方面考虑到其统计数据多为一二线城市，而三、四线城市分化严重，另一方面考虑地产商拿地意愿和新开工均没有太大亮点，地产短期内仍难发生实质性好转。同时，虽然上半年基建对缓解投资下行有较大帮助，但是受制于资金，基建拉动难以持续。整体看，投资对经济的拉动作用在减弱，未来仍需要政策支持。从宏观金融数据上看，新增人民币贷款和社融数据仍在较低的位置，显示社会需求不足。虽然降准降息等政策相继出炉，市场投资热情依旧较为不足，未来经济大概率仍为L型走势。



基本面短期难改善、难反转，是我们依旧看多国债期货的最主要理由。同时，在当前货币政策宽松的条件下，资金面和政策面也并不利空。但是，实际上，市场暂时并没有对这些因素有反应，而是依旧我行我素的震荡。未来，牛市延续下去需要其他动力。

在一波行情中，需要不同的推动力。从前期的推动力看，基本面恶化推动了2014年牛市的第一步（1-3月），货币政策放松预期以及定向宽松是牛市的第二步（4-5月），基本面企稳和反转预期导致了牛市第一波调整（6-8月），基本面再次恶化以及常规货币政策宽松导致了牛市第二波上攻（9-11月），宽松政策的落地和基本面企稳预期导致了牛市的深度调整和震荡，这也是从去年12月一直到当前近半年来的调整的主因，期间国债期货实际上是处于宽幅震荡的行情。考虑到市场对疲软的基本面和传统的货币政策已经麻木，未来，牛市的延续需要进一步的刺激，这将由非常规货币政策主导，这些政策主要是类似于QE，通过央行直接或者间接购买长端国债，压低无风险利率，引导利率下行，降低实体经济融资成本。相反，如果在类似的政策出台前，经济企稳并出现好转，则债市恐从牛转熊，不过我们认为这种可能性在当前经济环境下，如果没有货币政策进一步刺激，很难发生。

因此，整体上，我们认为当前基本面和政策面依旧支持债市牛市的延续，如果未来出现趋势性机会，上涨的概率依旧高于下跌。不过，如果经济意外持续好转，债市亦恐从牛转熊，这也是投资者需要注意的。

## 操作建议

### 股指期货

股指6月中下旬的大幅杀跌是对前期市场上涨过快的一次修正，不改变我们对股指长期乐观的态度。由于下半年，杠杠资金的入市节奏会有明显放缓，注册制改革渐行渐近，都将给市场带来一定干扰，市场波动会加大，趋势性交易机会或减少，预计股指整体呈现慢牛格局概率大。操作上建议以多头思路为主，逢低做多。

### 国债期货

基本面仍在底部，政策连续宽松，资金保持平稳，牛市基础暂没有发生根本变化，但是目前市场依旧在震荡整理平台，短期恐难有方向，中长期内，债市牛市延续需要非常规货币政策这一催化剂。操作上，考虑当前期限利差较大，震荡幅度也较小，长端有较好的安全边际，投资者可以在低位建立多单，以时间换空间。

## 风险提示

- 1、股指风险来自于监管层的态度以及注册制落地超预期。
- 2、国债风险源自于基本面意外好转以及债务置换引发的市场情绪转弱。

图表附录

图1 IF主力连续合约价格走势和成交量变化

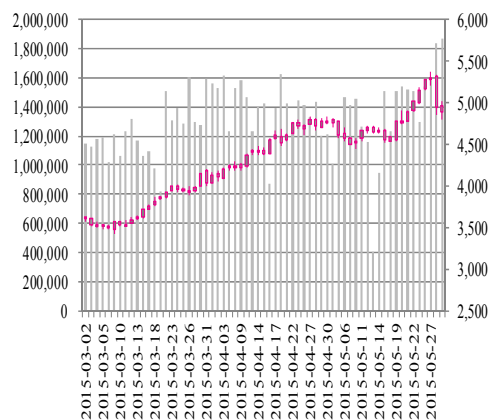
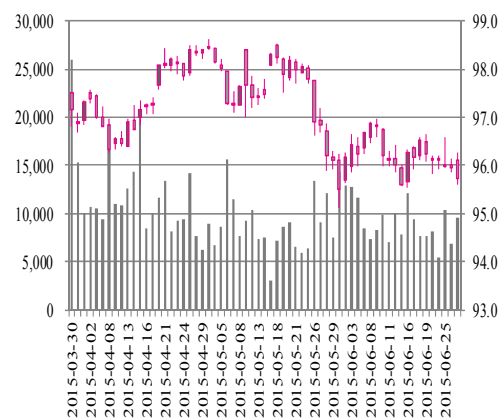


图2 TF主力连续合约价格走势和成交量变化



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图3 IH主力连续合约价格走势和成交量变化

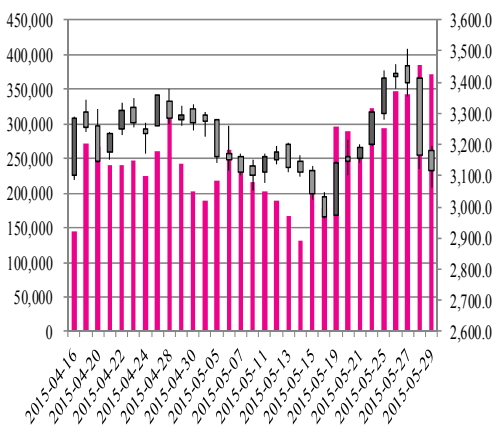
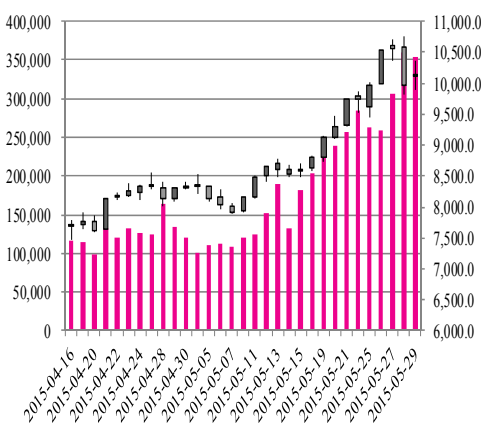


图4 IC主力连续合约价格走势和成交量变化



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图5 T主力连续合约价格走势和成交量变化

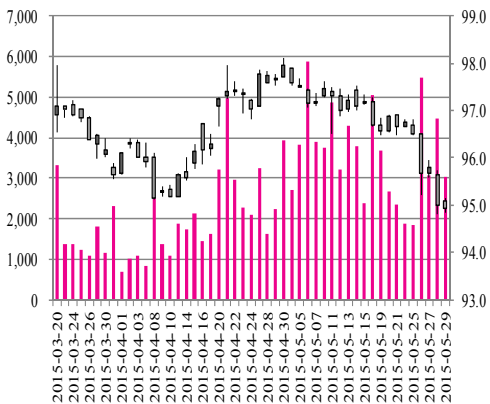
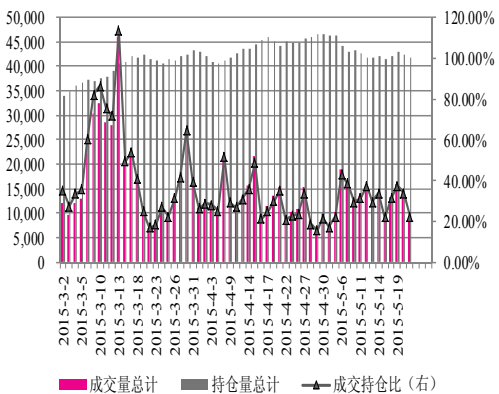


图6 TF成交持仓比



■ 成交量总计 ■ 持仓量总计 ▲ 成交持仓比(右)

来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图7 银行间关键期限国债收益率走势

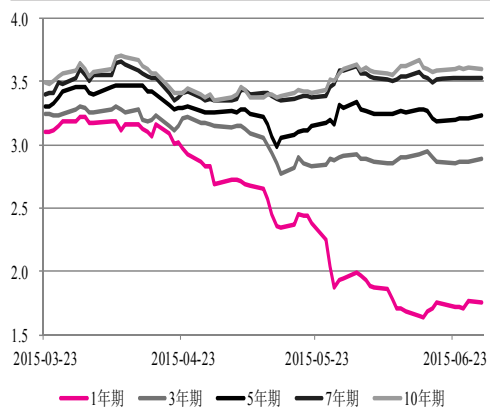
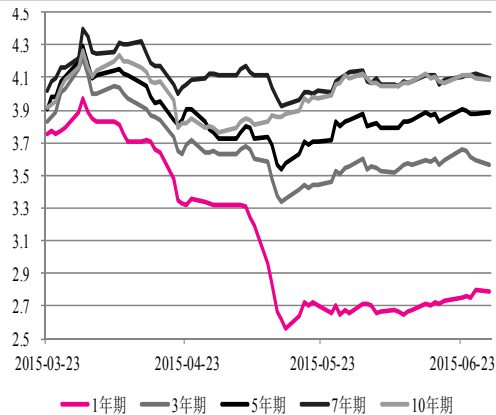


图8 国开行金融债到期收益率走势



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图9 国债和金融债期限利差走势

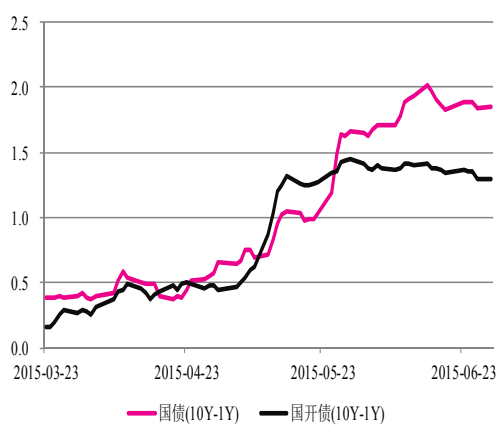
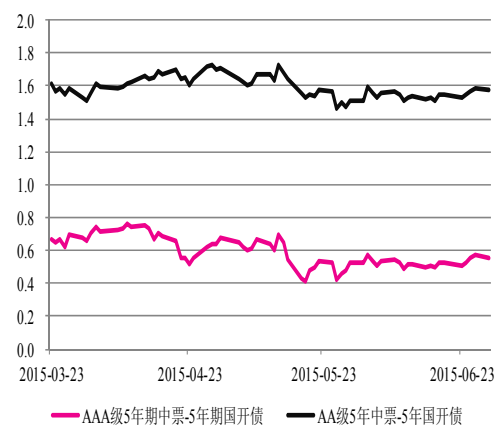


图10 信用利差走势



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图11 银行间质押式回购利率

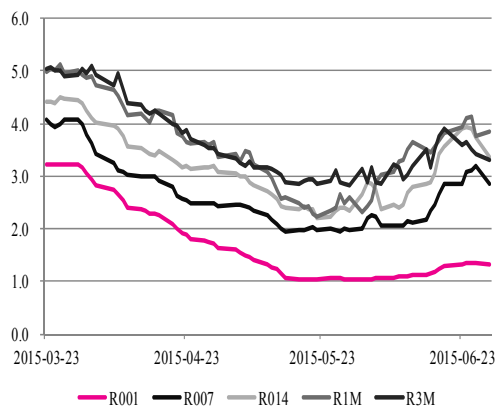
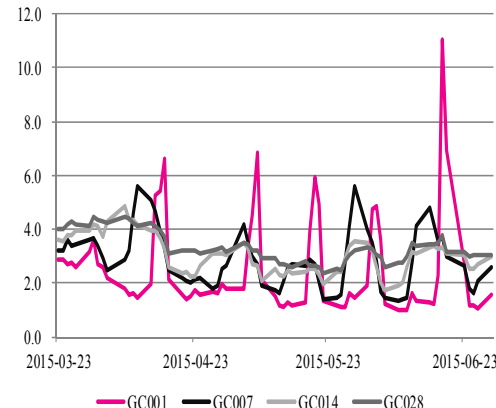


图12 交易所回购利率



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图13 银行间短期拆借利率

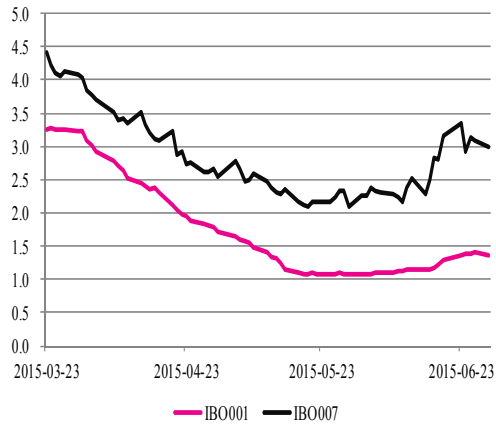
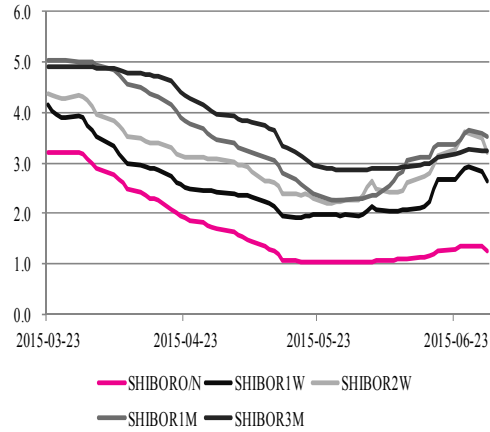


图14 SHIBOR



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图15 CPI与PPI同比

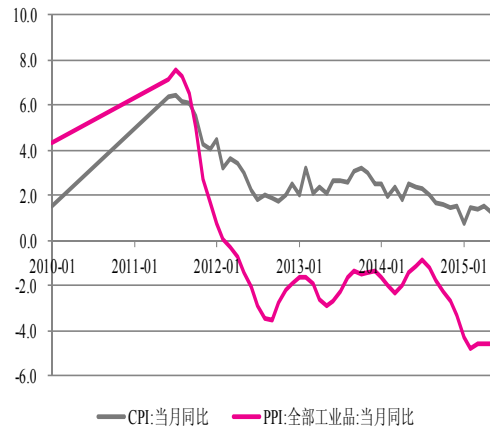
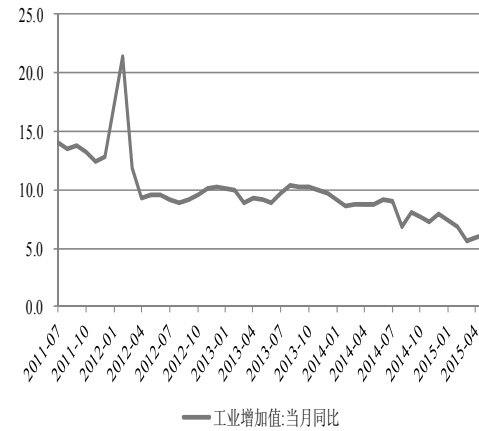


图16 工业增加值同比



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图17 货币供应量M2及其同比

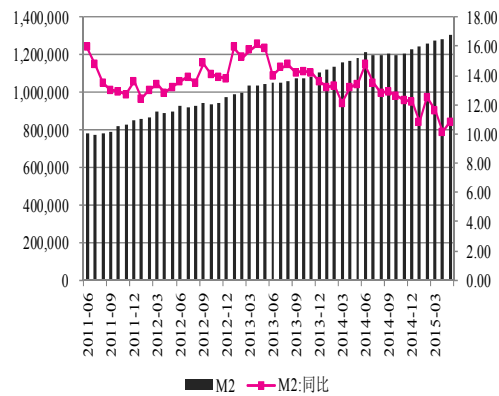
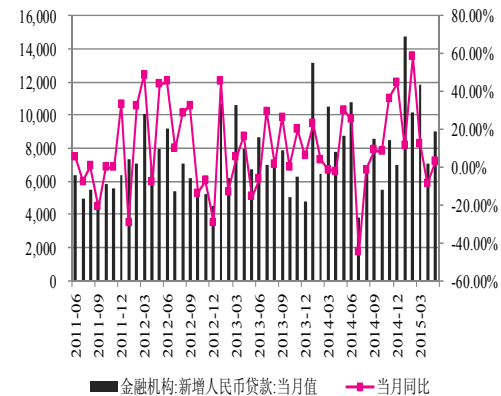


图18 新增人民币贷款及其同比



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心



图19 外汇占款余额及其同比

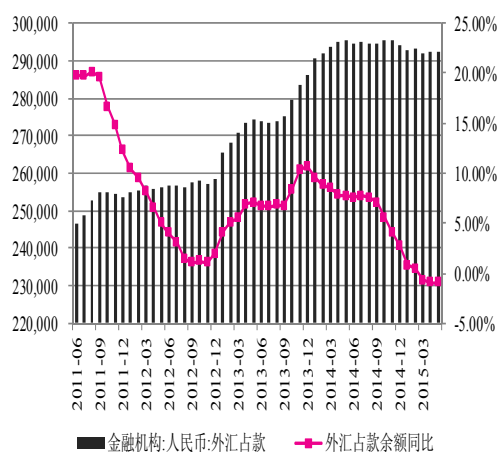
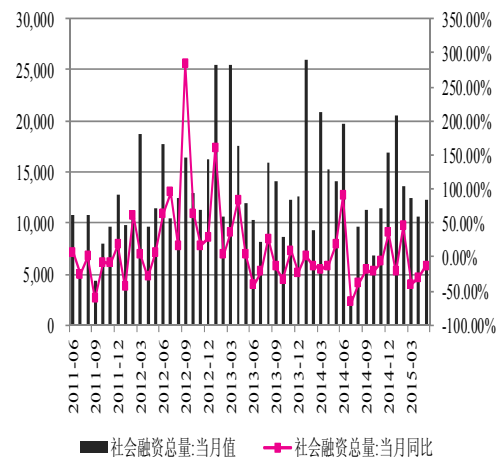


图20 社会融资总量当月值及其同比



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图21 新增人民币存款：财政存款

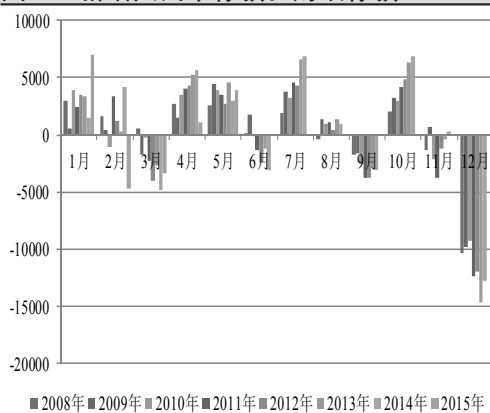
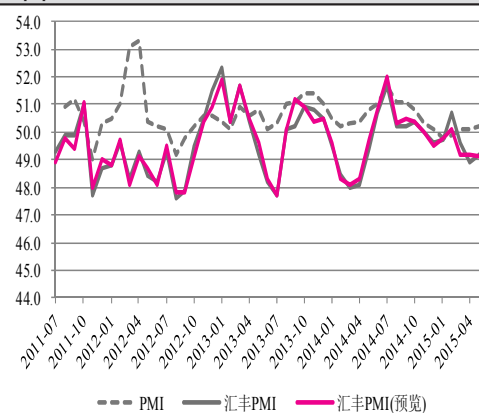


图22 PMI



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图23 固定资产投资累计完成额及其同比

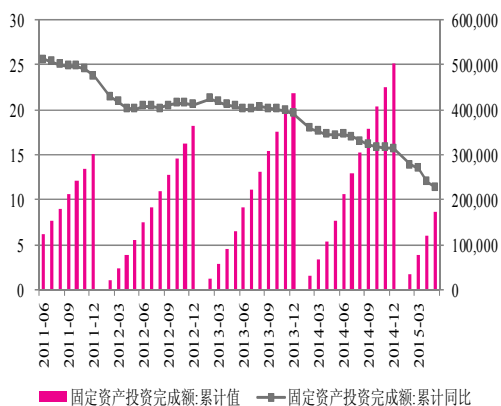
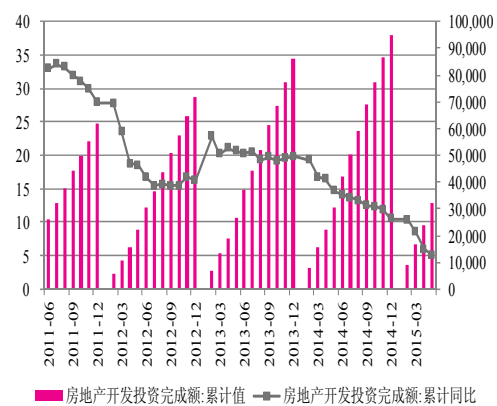


图24 房地产开发投资累计完成额及其同比



来源：Wind资讯 广发期货发展研究中心

图25 融资买入额及其占A股成交额比重

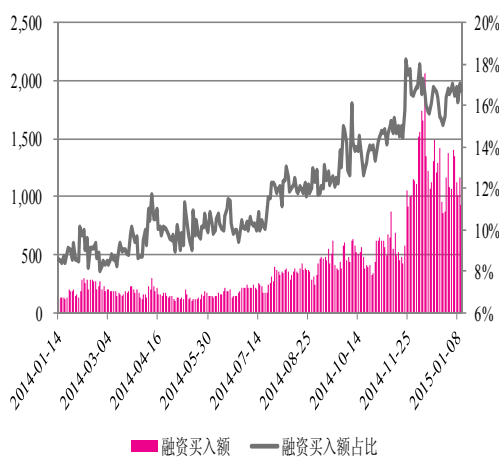
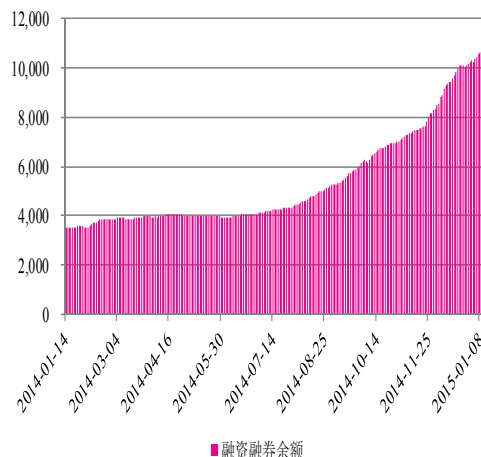


图26 两融余额及其占A股总市值比例



来源：Wind资讯广发期货发展研究中心

表1 2014-2015年月度公开市场操作汇总

	货币净投放	央票发行	央票兑付	正回购	正回购到期	逆回购	逆回购到期	国库现金净定存
2014年1月	4900	0	0	0	0	5250	750	400
2014年2月	-6980	0	0	2680	0	0	4500	200
2014年3月	-2860	0	0	6020	3460	0	0	-300
2014年4月	110	0	0	8410	8420	0	0	100
2014年5月	2040	0	400	3990	5230	0	0	400
2014年6月	2540	0	230	2180	3990	0	0	500
2014年7月	1790	0	200	1390	2480	0	0	500
2014年8月	1100	0	10	1600	2090	0	0	600
2014年9月	-60	0	0	1390	1330	0	0	-500
2014年10月	-740	0	400	1400	1260	0	0	-1000
2014年11月	-50	0	0	1150	1600	0	0	-500
2014年12月	1550	0	0	0	350	0	0	1200
2015年1月	1050	0	0	0	0	1550	500	0
2015年2月	1030	0	0	0	0	3980	2450	-500
2015年3月	-2980	0	0	0	0	2400	4480	-900
2015年4月	-500	0	0	0	0	800	1300	0
2015年5月	0	0	0	0	0	0	0	0

来源：Wind资讯广发期货发展研究中心