

关注中美贸易和谈进展，期债或先抑后扬

兴证期货·研发中心

2018年11月4日 星期一

金融研究团队

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

尚芳

从业资格编号：F3013528

投资咨询编号：Z0013058

高歆月

从业资格编号：F3023194

投资咨询编号：Z0013780

联系人

尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月期债底部较大幅反弹，其中2年期债月涨0.25%收于99.635元，5年期债月涨0.62%收于98.365元，10年期债月涨1.08%收于95.81元；现券方面，主要期限国债收益率出现较大幅下行，其中2Y期下行20bp至2.94%，5Y期下行15bp至3.31%，10Y期下行10bp至3.51%，收益率曲线走陡，大多数活跃券基差下行。10月期债创近3个月新高，主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约7500亿元，同时在缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的PMI和三季度GDP数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的10月官方和财新PMI显示经济正在走弱且下行压力有所增加，但市场对基建反弹预期较高且中美两国贸易摩擦可能缓和，外需预期可能边际好转；从政策面看，关注商业银行理财子公司征求意见稿和个税改革征求意见稿；从资金面看，目前货币政策暂无转向可能，11月资金面可能维持偏宽松；从供给端看，11月供给压力整体继续放缓；从需求端看，国债需求保持平稳或边际增加。关注中美贸易摩擦进展，11月期债可能先抑后扬。

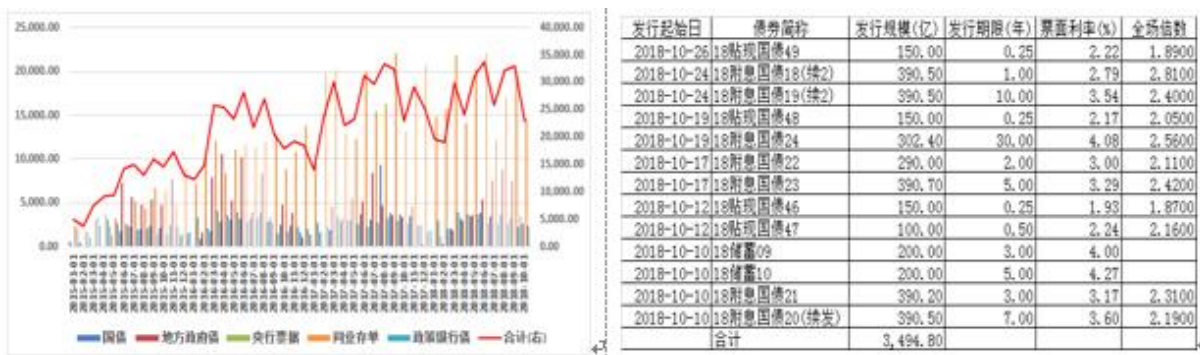
操作上，长期投资者前多持有，短期投资者先多TF空T为主，后多T空TF为主。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求边际增加，发行规模小幅增加

2018年10月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为22992.87亿元，较上月减少10016.99亿元，其中地方债供给规模为2566.87亿元，较上月减少4918.59亿元，地方债供给规模或将继续减少；国债发行规模合计为3494.8亿元，较上月增加248.2亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率且投标倍数约超过2倍，地方债的挤出效应边际减少，国债需求边际增加；同业存单供给规模为14580.5亿元，较上月减少5383.9亿元，同业存单利率短降长升，截止10月31日，1个月同业存单发行利率为2.5528%，3个月同业存单发行利率为2.2436%，6个月同业存单发行利率为3.5125%，分别较上月底变动-20.96bp、26.76bp和38.18bp；政策性银行债供给规模为2350.70亿元，较上月增加37.3亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较好。

图1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



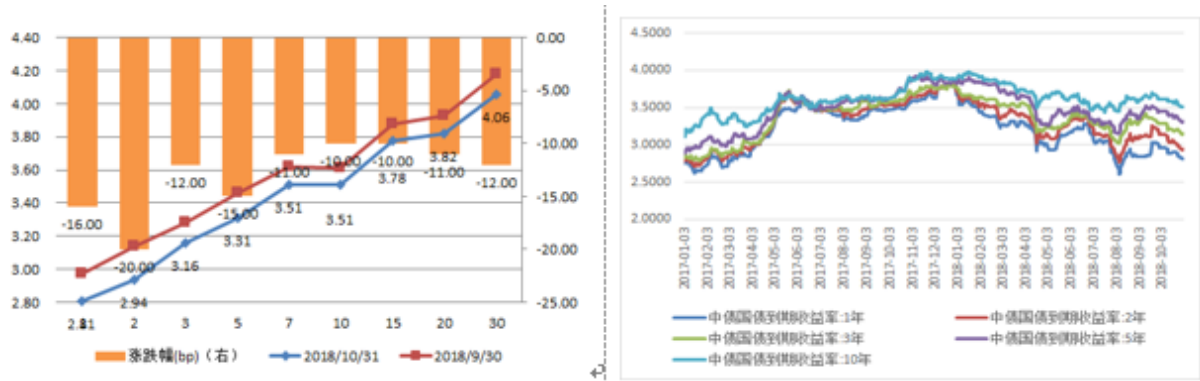
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现较大幅下行

10月主要期限国债收益率出现较大幅度的下行，其中2年期收益率上行20bp至2.94%，5年期收益率下行15bp至3.31%，10年期收益率下行10bp至3.51%，收益率曲线走陡，其中10-1年利差走平约10bp，10-5年利差走陡约5bp。主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，其挤出效应减弱，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约7500亿元，同时同时缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的PMI和三季度GDP数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

从月度数据来看，1Y期下行16bp至2.81%，2Y期下行20bp至2.94%，3Y期下行12bp至3.16%，5Y期下行15bp至3.31%，7Y期下行11bp至3.51%，10Y期下行10bp至3.51%，15Y期下行10bp至3.78%，20Y期下行11bp至3.82%，30Y期下行12bp至4.06%。

图 2：10 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

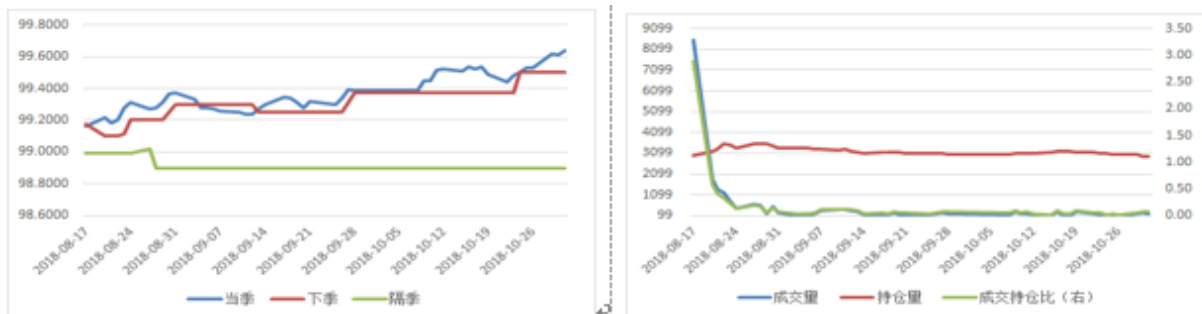
2. 期货市场行情回顾

2.1 国债期货底部较大幅反弹

截止到 10 月 31 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.635 元，月涨 0.235 或 0.25%；下季合约 TS1903 收于 99.505 元，月涨 0.27 或 0.14%；隔季合约 TS1906 收于 98.895 元，月涨 0.235 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1812 成交量日均 165 手，三个合约日均成交 166 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 TS1812 持仓量为 2865 手，三个合约持仓达到 2917 手，较上月底减少 133 手。五年期国债期货主力合约 TF1812 收于 98.365 元，月涨 0.65 或 0.62%；下季合约 TF1903 收于 98.34 元，月涨 0.835 或 0.52%；隔季合约 TF1906 收于 97.54 元，月涨 0.65 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1812 成交量日均 5399 手，三个合约日均成交 5436 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 TF1812 持仓量为 18111 手，三个合约持仓达到 18590 手，较上月底减少 433 手。十年期国债期货主力合约 T1812 收于 95.81 元，月涨 1.14 或 1.08%；下季合约 T1903 收于 95.75 元，月涨 1.075 或 1.05%；隔季合约 T1906 收于 95.205 元，月涨 1.02 或 0.97%；成交方面，主力合约 T1812 成交量日均 32657 手，三个合约日均成交 32907 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 T1812 持仓量为 69539 手，三个合约持仓达到 71993 手，较上月底增加 17382 手。

10 月期债底部较大幅反弹，震荡走高，创近 3 个月新高，主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，其挤出效应减弱，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约 7500 亿元，同时缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的 PMI 和三季度 GDP 数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓



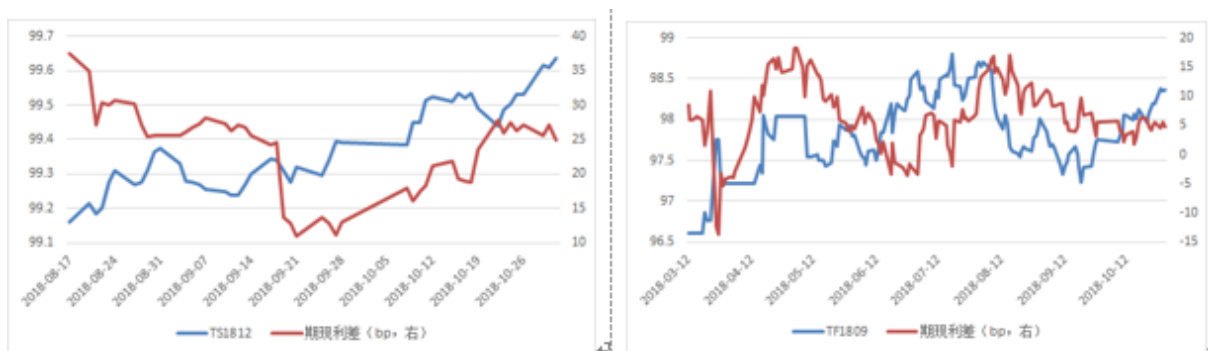
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差走势分化

从 10 月份的期现利差来看, 10 月国债期货价格震荡上行, 现券收益率震荡下行。2 年期现券走势强于期债, 合约 TS1812 合约期现利差震荡上行至约 25bp; 5 年期现券走势先弱于期债后强于期债, 合约 TF1812 的期现利差窄幅区间波动, 先下后上至约 4.78bp; 10 年期债走势略强

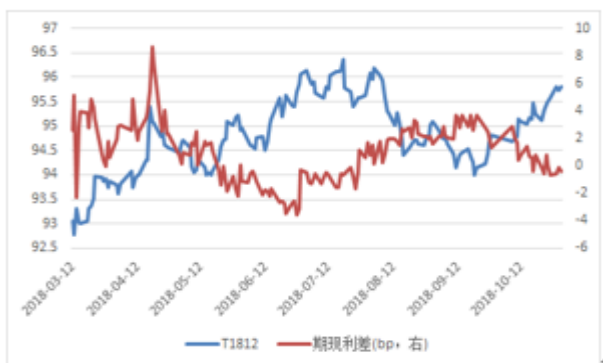
于现券，合约 T1812 的期现利差震荡下行由正转负至约-0.41bp。

图 6：TS1812 结算价与期现利差&TF1812 结算价与期现利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：T1812 结算价与期现利差

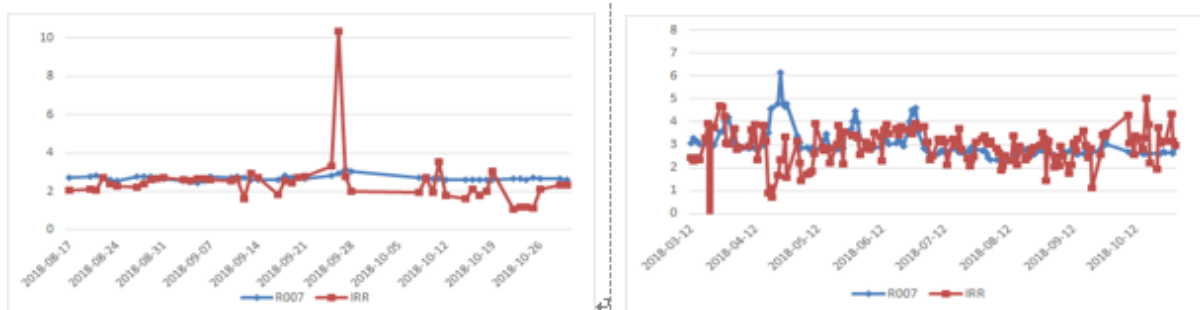


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 期现套利

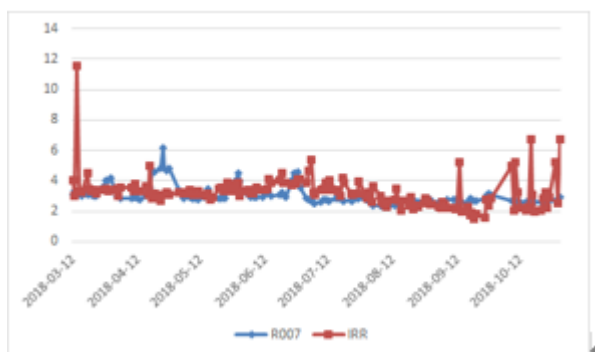
从 10 月份 TS1812 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅震荡，而 R007 震荡小幅下行，暂无明显的正向和反向期现套利机会；从 10 月份主力合约 TF1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 区间波动，而 R007 震荡小幅下行，仅在 0 月 17 日 TF1812 合约有较明显的正向期现套利机会；从 10 月份主力合约 T1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅震荡，而 R007 先下后上，仅在 9 月 13 日 T1812 合约有较明显的正向期现套利机会。

图 8: TS1812 活跃 CTD 券 IRR&TF1812 活跃 CTD 券 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: T1812 活跃 CTD 券 IRR

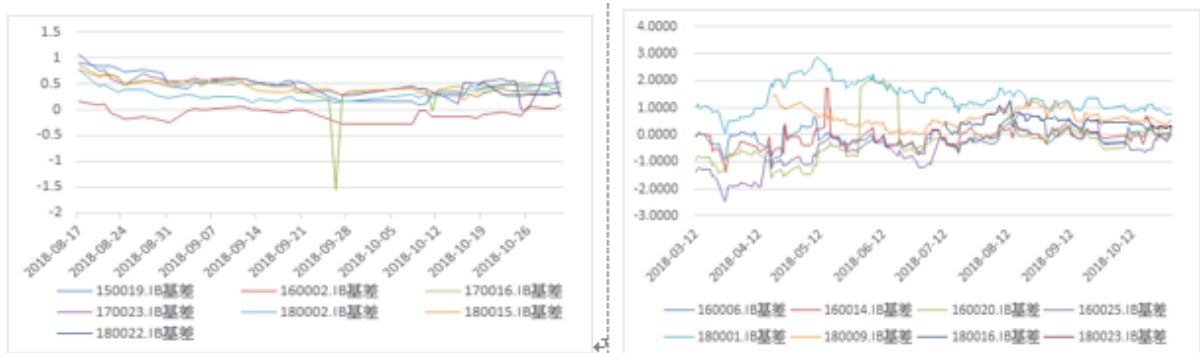


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、170016.IB 和 180002.IB 和基差震荡上行, 适宜做多基差, 170023.IB、180015.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1812 合约的活跃券 160006.IB、160014.IB、160025.IB、160020.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 180009.IB、180001.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下, 其中 170004.IB、170018.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180013.IB、180019.IB 和 180020.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差, 170010.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差。

图 10: TS1812 活跃券基差走势&TF1812 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1812 活跃券基差走势

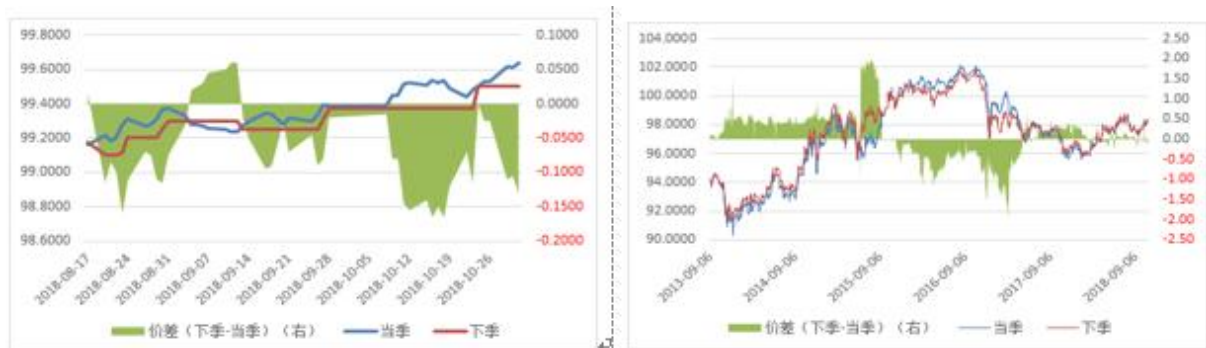


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

10月国债期货不处于移仓换月阶段,两年期债价差负向震荡走扩,无跨期策略推荐,五年期债价差冲高回落,窄幅区间震荡,无跨期策略推荐;十年期债价差冲高回落,窄幅震荡,无跨期策略推荐。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

国家统计局公布的 10 月中国官方制造业 PMI 为 50.2%，较上月下行 0.6%，低于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看,生产指数和新订单指数为 52.0%和 50.8%,分别比上月下行 1.0%和下行 1.2%，新订单指数延续下行走势且环比下滑幅度扩大，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 46.9%和 47.6%，比上月下行 1.1%和 0.9%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 58.0%，较上月下行 1.8%，与国内原材料价格走势一致，为近 3 个月新低。9 月财新 PMI 为 50.1%，较上月上行 0.1%，略高于预期，位于荣枯分界线上。统计局公布的三季度 GDP 为 6.5%。经济下行压力正在显现且压力有所加大。

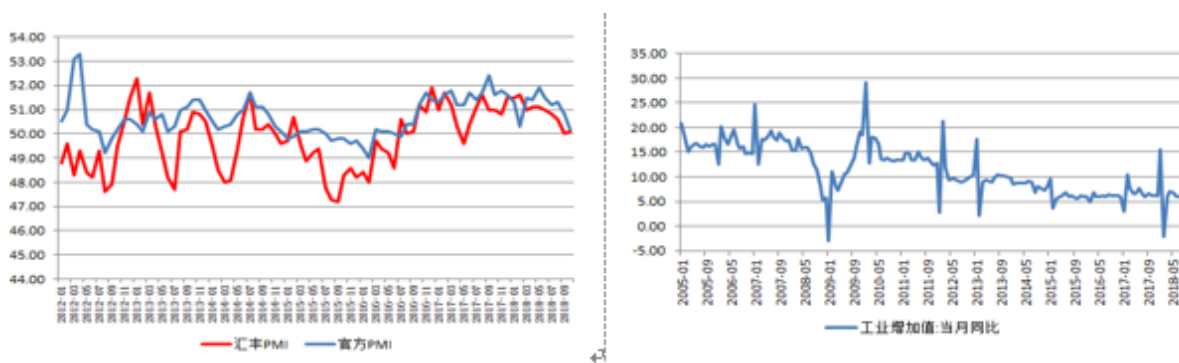
从房地产销售来看，房地产开发投资在 9 月下降 0.2%至 9.9%，商品房销售面积增速小幅下降 1.1%至 2.9%，房地产开发增速继续小幅回落，目前仍在高位，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市

场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资将会继续回落；9月份基建投资增速下行0.9%至3.3%，基建增速延续下滑但下行幅度放缓，前期中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板的力度”，且在10月底地方政府专项债基本发行完成，考虑到专项债主要对接基建投资，预计基建投资增速大概率低位反弹，但反弹幅度目前市场存在分歧；9月份制造业投资增速继续回升1.2%至8.7%，制造业投资增速延续小幅反弹走势，对固定资产投资增速形成支撑；社零增速上行0.2%至9.2%，消费增速继续小幅反弹；出口增速上行5.4%至14.5%，进口增速下行5.6%至14.3%，进出口增速明显高于预期，与9月PMI数据中的进出口订单回落走势分化，贸易顺差正向小幅增加，考虑到贸易摩擦的压力目前暂未显现，未来进出口承压较大。

通胀方面，9月份CPI较上月上行0.2%至2.5%，与市场预期一致，猪肉价格同比增速上行2.5%至-2.4%，鲜菜价格增速较大幅上行10.3%至14.6%，观察其可持续性，PPI较上月继续下行0.5%至3.6%，猪价仍可能是2018年拉动CPI的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对CPI的正向拉动作用可能将减弱，预计10月PPI同比增速或继续小幅回落，CPI同比或小幅回落。

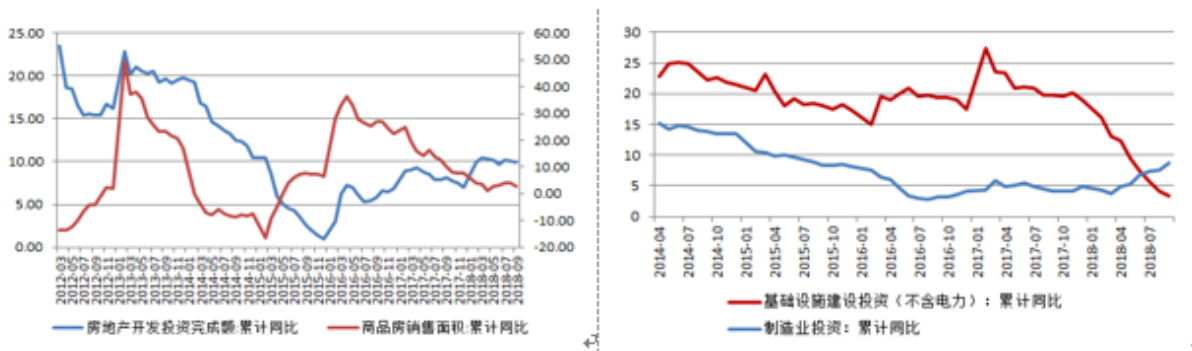
2018年9月新增人民币贷款14341.00亿元，较上月增加约1201.00亿元，企业债融资为487.38亿元，较上月减少约2809.81亿元，可能是由于地方政府专项债的大量集中发行对企业债发行有挤出效应，委托贷款为-1432.32亿元，较上月减少225.70亿元，信托贷款为-908.57亿元，较上月减少220.08亿元，银行承兑汇票为-547.33亿元，较上月增加约231.40亿元，目前看宽信用政策效果暂未显现，央行公布从9月开始将地方政府专项债纳入社融规模统计范围，新口径下社融整体表现好于预期，但以原口径计算的社融规模偏低；M2同比为8.3%，较上月上行0.1%，M1较上月上行0.1%至4.0%，M1-M2的剪刀差为正且保持不变。预计10月社融增速或小幅回升，新增人民币贷款或小幅增加，M2增速或小幅上行。

图 14：制造业 PMI&工业增加值



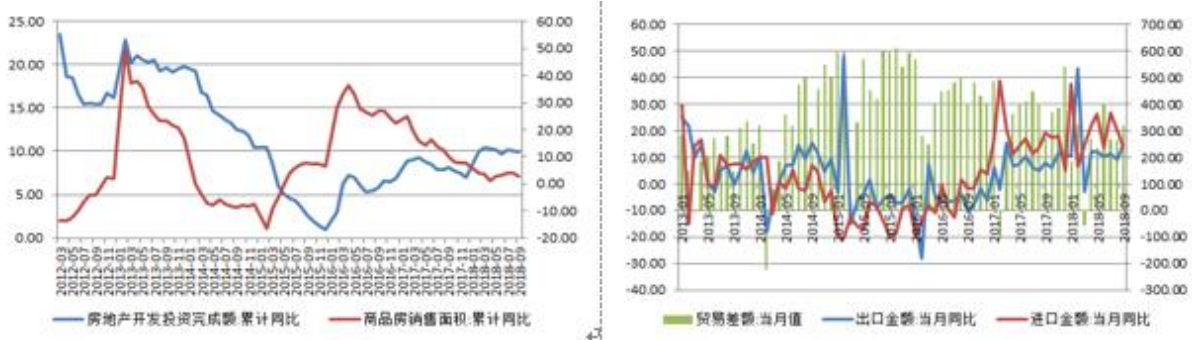
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



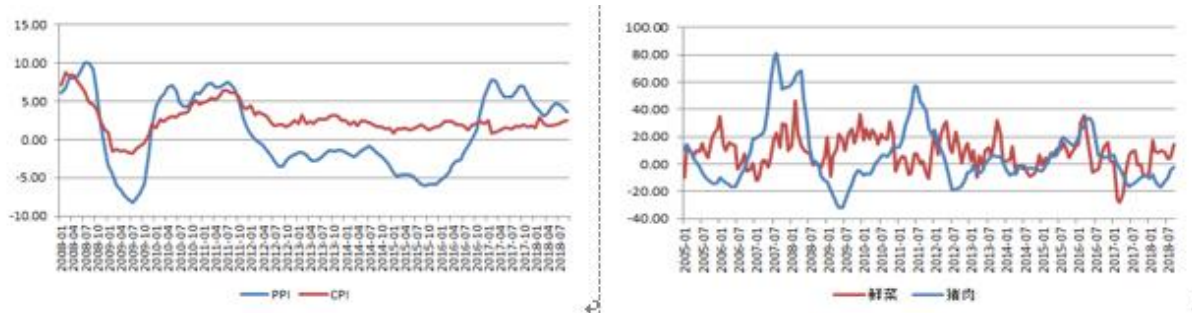
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



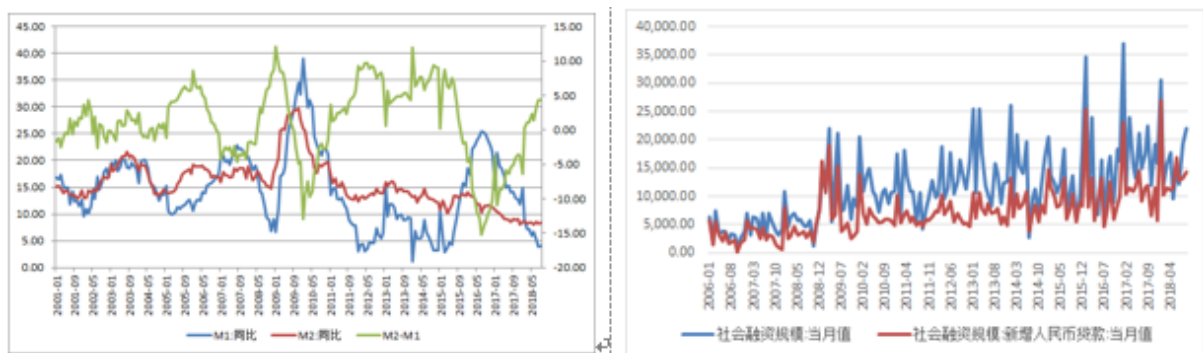
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

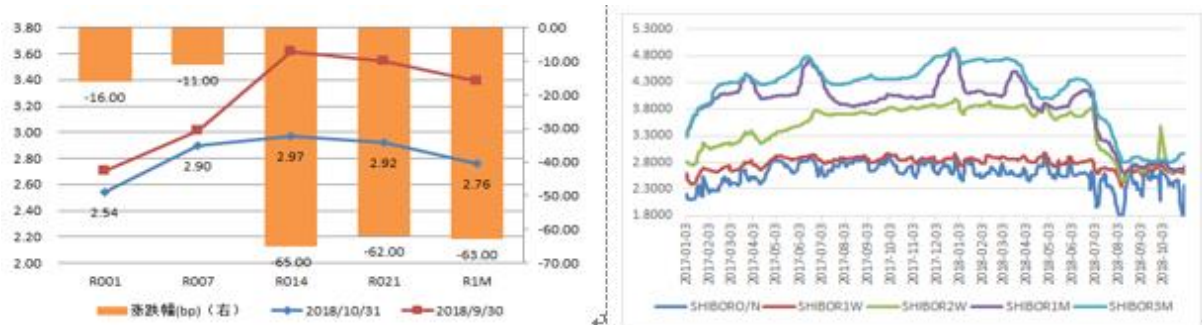
10月7日央行宣布在10月15日定向降准1%，释放约7500亿元的增量资金，是年内第4次定向降准；10月19日中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》；10月20日财政部、国家税务总局会同有关部门起草的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，旨在通过降低居民税负提高其消费能力；10月22日，央行提供1500亿元再贷款与再贴现额度，并引导设立民营企业债务融资工具，意在改善恶化的民企融资环境，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放；10月31日，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出由于今年以来基础设施投资增速回落较多，提出了基建补短板的10项配套政策措施，其中强调了确保专项债券发行收入重点用于在建项目和补短板重大项目，同时合理保障融资平台公司正常融资需求，要规范有序推进政府和社会资本合作项目（PPP）。10月政策面主要集中在稳增长。

3.3 资金利率：10月资金面平稳偏宽松，预计11月维持偏宽松

10月资金面平稳偏宽松，上半个月在跨节和跨季后资金面转为宽松，下半个月在央行10月7日公布10月15日进行定向降准1%净投放约7500亿元和10月缴税期持续较大净投放的呵护下，资金面平稳偏宽松度过缴税期，仅在月末最后一天大多数期限资金利率较大幅上行，特别是隔夜资金利率大幅上行，其中隔夜质押式回购资金利率上行约96bp。从质押式回购利率来看，隔夜下行16bp至2.54%，7天下行11bp至2.9%，14天下行65bp至2.97%，1M下行63bp至2.76%；从shibor利率变动来看，月度隔夜下行28bp至2.37%，7天下行5bp至2.72%，14天下行74bp至2.73%，1M下行11bp至2.69%，3M上行11bp至2.96%。10月份有5800亿元逆回购操作到期，央行进行5200亿元投放，净回笼600亿元，10月份有4980亿元MLF到期，央行定向降准置换465亿元，净回笼4515亿元，10月份有1500亿元国库现金定存到期，9月央行在公开市场上净回笼6615亿元（包括国库现金定存），央行在10月7日公布10月15日定向降准1%，净投放7500亿元，对冲缴税带来的冲击；11月公开市场有7235亿元资金量到期，

其中包括 4035 亿元 1 年期 MLF 到期、2200 亿元国库现金定存到期和 1000 亿元 7 天期逆回购到期，到期压力较大，预计资金面会有扰动，但央行《二季度货币政策执行报告》中明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，资金面可能整体维持偏宽松。

图 19：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：11 月期债可能先抑后扬

从经济基本面的来看，公布的 10 月官方和财新 PMI 显示经济正在走弱且下行压力有所增加，但对基建反弹预期较高且中美两国贸易摩擦可能缓和，外需预期可能边际好转；从政策面看，关注商业银行理财子公司征求意见稿和个税改革征求意见稿；从资金面看，目前货币政策暂无转向可能，11 月资金面可能维持偏宽松；从供给端看，11 月供给压力整体继续放缓；从需求端看，国债需求保持平稳或边际增加。关注中美贸易摩擦进展，11 月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者先多 TF 空 T 为主，后多 T 空 TF 为主。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。