

情绪延续偏暖，期债高开震荡走高

兴证期货·研发中心

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

高歆月

从业资格编号： F3023194

联系人

尚芳

电话： 021-20370946

邮箱： shangfang@xzfutures.com

2017 年 11 月 17 日 星期五

内容提要

● 行情回顾

昨日 10 年期国债期货近交割月 T1712 合约报 92.52 元，涨 0.185 元或 0.20%，成交 9163 手。国债期货主力 T1803 合约报 92.725 元，涨 0.25 元或 0.27%，成交 47756 手。国债期货隔季 T1806 合约报 93.00 元，涨 0.295 元或 0.32%，成交 122 手。5 年期国债期货近交割月 TF1712 合约报 96.125 元，涨 0.11 元或 0.11%，成交 7321 手。国债期货主力 TF1803 合约报 96.435 元，涨 0.125 元或 0.13%，成交 15995 手。国债期货隔季 TF1806 合约报 96.445 元，涨 0.08 元或 0.08%，成交 0 手。

昨日货币市场利率多数下跌。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.8176%，跌 0.71 个基点；7 天期报 3.0879%，跌 4.47 个基点；14 天期报 4.3429%，涨 4.81 个基点；1 个月期报 4.1262%，跌 25.49 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.7873%，跌 3.11 个基点；7 天期报 2.8874%，跌 8.85 个基点；14 天期报 4.1633%，跌 22.27 个基点；1 个月期报 4.1067%，跌 39.33 个基点。

● 后市展望及策略建议

昨日国债期货早盘高开后震荡走高。现券方面，5 年期收益率下行 3.04 个 bp 至 3.8651%，10 年期收益率下行 2.75 个 bp 至 3.9225%，IRS 小幅下行。昨日消息面淡静，期债延续反弹；央行维稳意图较明显，进行 7 天期 1600 亿元、14 天期 1400 亿元和 63 天期 300 亿元逆回购操作，利率持平于前期，净投放 3100 亿元，大多数期限资金利率下行，资金面紧势略缓。操作上，长期投资者轻仓试多，短期投资者多 TF 空 T（2:1）或关注日内波动，仅供参考。

1. 债市要闻

1.1 【国开行首单债券置换招标结果出炉】

国开行首单置换债券（2017 年第十五期债券，代码 170215）中标收益率 4.6720%，全场倍数 9.12，边际倍数 2.21。

1.2 【今年债券违约规模约 120 亿，机构料明年违约压力不大】

据中诚信国际统计，截至 10 月底，2017 年我国公私募市场共有 32 只债券发生违约，规模总计 120.56 亿元。

相较风险事件密集爆发的 2016 年，2017 年的信用风险得到缓释。业内人士多认为，这跟 2017 年我国宏观经济改善，微观层面的企业盈利、现金流改善等密切相关。

近期，10 年期国债收益率逐渐走高，相继突破 3.8%、3.9%，并触及 4% 的点位，引发外界广泛关注。目前市场普遍观点认为，10 年期国债收益率站到 4% 的高位，继续走高的可能性不大。

至于 2018 年债券市场如何？11 月 15 日，由中诚信国际举办的“2018 年债券市场信用风险展望研讨会”上，与会者多认为 2018 年信用风险可能会有所上扬。原因在于 2018 年经济增速可能略有下降，随着 PPI 增速的回落，企业盈利高点已过；同时，随着金融监管政策趋严，整体融资环境可能维持偏紧，都可能引发点状风险事件，不过，2018 年整体违约压力不会很大。

2017 年违约状况有所缓解

2014 年是打破刚性兑付元年，过去几年债券市场违约，经历了逐步增多再到风险释放趋缓的过程。“中诚信国际信用评级有限责任公司董事长闫衍表示。

从数据统计来看，2014 年我国债券市场出现违约以来，近年违约债券只数和规模呈逐年增多态势，到 2016 年达到高峰，不过 2017 年违约状况有所缓解。2016 年全年共计 67 只债券违约，违约金额达到 334 亿元。

中诚信研究院评级与债券部副总经理李诗表示，2013 年我国经济进入“新常态”，经济增速转为中高速，微观主体经营状况经历低潮。尤其是 2015、2016 年，我国工业企业利润、营业收入等增速很低，市场信用风险事件数量逐渐增多。

2016 年违约事件达到高峰。李诗指出，信用违约最初集中在民营企业和中小企业发行的私募债，但是到 2016 年包括央企子公司、地方国有企业等陆续出现违约事件，产业类国企不违约的神话被打破。这主要因经济周期下行，部分过剩产业低迷，导致行业内企业发生违约状况，诸如光伏、煤炭、钢铁等行业违约事件相对较多。

“我国债券违约经历了从无到有的过程，即便 2016 年风险事件较多，相比欧美国家而言，违约绝对水平并不高。”李诗表示。

2018 年关注阶段性风险

与会机构认为，要注意防范 2018 年可能出现的阶段性风险。

黄文涛指出,这段时间强监管、金融去杠杆等政策会持续,央行不会放水,二级市场收益率仍然会比较坚挺,将会给市场发行带来约束,阶段性、技术性违约风险不可小觑。

不过,整体违约风险压力不大。中诚信国际认为,预计 2018 年 GDP 增速整体将略低于 2017 年水平,企业整体经营状况不会好于 2017 年,但大幅恶化的概率也较小。2018 年信用债偿付规模大约为 5.3 万亿-5.5 万亿,整体偿债压力相较 2017 年末明显减轻,2018 年整体融资环境可能继续保持偏紧格局,因此 2018 年债券市场信用风险或高于 2017 年。但考虑到前期风险已经部分释放,企业经营环境与融资环境也不大可能发生显著恶化,预计 2018 年整体违约压力不会很大。

2018 年哪些行业值得重点关注?黄文涛表示,宏观层面来看,企业盈利高点已经出现,随着 PPI 增速的回落,大部分行业盈利会回落,中上游企业恶化程度会大一些。随着供给侧结构性改革覆盖面的扩大,如从煤炭、钢铁行业拓展到有色、化工、造船等行业,这些行业结构分化会加剧,大企业会越来越好,中小企业受到的约束会增加。

2018 年公司债迎来偿付高峰,也值得重点关注。李诗表示,2016 年以前公司债年均偿还量不到 1000 亿元,2017 年偿债规模超过 3000 亿元,2018 年将超过 4300 亿元,其中一半以上为私募债,整体资质不如公募市场。2018 年需要重点关注公司债市场,特别是私募债的违约风险。

此外,随着对地方融资平台融资政策的收紧,平台企业再融资压力加大。“目前唯一没有发生信用风险的债券品种就是城投债。但是大家对城投债的投资思路也在转变,发达地区个别债务率太高的地方我们不投,区县弱平台我们也不投。”11 月 15 日研讨会上有机构债券投资经理如是说。

李诗表示,短期内地方政府与融资平台的依赖关系仍然存在,地方政府对平台公司支持力度依然较大,平台企业整体债务违约的风险仍然较低。但在市场流动性整体保持稳中偏紧格局,以及中央着力规范地方政府融资管理的环境下,平台企业再融资压力加大。

1.3 【Shibor 延续多数上涨】

周四 Shibor 延续多数上涨,隔夜 Shibor 续跌 0.6bp 报 2.80%,7 天 Shibor 持平于上一交易日报 2.8860%,14 天期 Shibor 涨 0.30bp 报 3.8430%,1 个月 Shibor 涨 1.06bp 报 4.0270%。

2. 价差跟踪

表 1：跨品种和跨期价差跟踪表

价差	跨品种价差（TF-T 结算价）			TF 跨期价差（结算价）		T 跨期价差（结算价）	
合约	当季	下季(主力)	隔季	当季-下季	下季-隔季	当季-下季	下季-隔季
现值	3.6	3.69	3.49	-0.3	-0.05	-0.21	-0.25
前值	3.68	3.835	3.66	-0.295	-0.055	-0.14	-0.23
变动	-0.080	-0.145	-0.170	-0.005	0.005	-0.070	-0.020

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 可交割券及 CTD 概况

表 2：TF1803 活跃可交割券

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	久期	IRR	基差	成交量（亿）
1	130005.IB	3.9156	5.2685	1.0236	4.8111	5.412	-0.564	4
2	1700003.IB	3.8900	4.8438	1.0244	4.5062	3.8749	-0.0821	85.76
3	170007.IB	3.9600	4.4082	1.0049	4.1071	3.8132	-0.2013	9.4
4	150007.IB	3.9500	4.4164	1.0204	4.0823	3.6304	-0.034	0.8
5	170021.IB	3.8600	4.926	1.0307	4.5778	3.6094	0.0421	26.1

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：T1803 活跃可交割券

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	久期	IRR	基差	成交量（亿）
1	160017.IB	4.0876	8.7205	0.9808	7.6937	5.6586	-0.7496	1.6
2	160023.IB	4.0025	8.9699	0.9772	7.9578	4.2093	-0.3467	1.9
3	170010.IB	3.9655	9.4685	1.0414	8.0979	3.8581	-0.0573	2.5
4	170025.IB	3.9200	9.9671	1.0683	8.3652	3.5098	0.1171	24.9
5	170018.IB	3.9300	9.7178	1.0481	8.1837	3.4435	0.0824	15.8

数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。本报告清晰准确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。