

市场情绪仍偏弱，期债低开冲高回落

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24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91.775元，跌0.035元或0.04%，成交1283手。国债期货主力T1803合约报92.105元，跌0.015元或0.02%，成交48063手。国债期货隔季T1806合约报92.40元，跌0.03元或0.03%，成交47手。5年期国债期货近交割月TF1712合约报95.635元，跌0.02元或0.02%，成交1000手。国债期货主力TF1803合约报96.00元，跌0.02元或0.02%，成交9737手。国债期货隔季TF1806合约报96.635元，涨0.235元或0.24%，成交0手。

昨日货币市场利率多数上行。银行间同业拆借1天期品种报2.8197%，跌0.65个基点；7天期报3.0864%，涨0.92个基点。银行间质押式回购1天期品种报2.8122%，跌1.9个基点；7天期报2.904%，涨0.73个基点。

● 后市展望及策略建议

昨日国债期货早盘低开后震荡走高，午盘转涨为跌，尾盘小幅收跌。现券方面，5年期收益率上行0.01个bp至3.9164%，10年期收益率上行0.01个bp至3.9851%，IRS小幅下行。昨日进出口行推迟发行100亿元的债券，市场对监管仍有担忧，情绪略偏弱；央行进行7天期1400亿元、14天期1200亿元和63天期100亿元逆回购操作，利率持平于前期，净投放1000亿元，大多数期限资金利率上行，隔夜略下，资金面紧势略缓。操作上，长期投资者暂观望为主，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 【进出口行：推迟 11 月 23 日债券发行计划，总额 100 亿】

11 月 22 日晚间，进出口行公告称，推迟原定于 11 月 23 日招标的至多 100 亿元三期金融债，后续发行计划待公告。

1.2 【11 月地产海外债发行规模超 30 亿美元，创 4 个月新高】

房企发债现回升势头。Wind 资讯统计显示，截至目前，今年地产海外债发行数量已达 74 只，实际发行规模超过 366.58 亿美元，较去年全年增幅达 276.4%。与此同时，下半年以来国内地产债已发行 1825.02 亿元，较上半年增长 213.71 亿元，增幅 13.3%。

房企发债回升

房企融资意愿依旧强烈。

Wind 资讯统计显示，截至目前，11 月房企海外计划发债规模 35.5 亿美元，债券数量 9 只，重回下半年以来高点。

值得注意的是，11 月份万科也发行了一笔 10 亿美元海外债，票面利率 3.975%。2013 年万科曾通过旗下子公司发行海外债，当时发行利率为 2.625%。

自此，今年房企海外发债规模进一步攀升。统计显示，今年地产海外债发行数量已达 74 只，实际发行规模超过 366.58 亿美元，继续刷新历史高位，且较过去两年发行总和增逾 99.4%。

地产海外债发行攀升同时，国内地产债发行也出现回升迹象。

Wind 资讯统计显示，今年以来，国内地产债发行规模 3436.33 亿元，较去年同期降幅 64.6%。但下半年以来，地产债发行有明显回升趋势。截至目前，下半年地产债发行规模 1825.02 亿元，较上半年增长 213.71 亿元，增幅 13.3%，且较去年同期降幅亦收窄至 55.3%。

另外，从数据来看，房企发债同时，发行利率也明显上行。

地产海外债方面，11 月份发行的债券中，有 5 只债券的发行利率突破 7%，其中两只债券发行利率已超过 8%。

国内发债方面，Wind 资讯统计，11 月份发行的可供查询利率的 21 只债券中，仅有一只地产债利率在 5% 以下，其余 20 只利率均超过 5%，其中有 10 只利率突破 6%。

中信证券明明研报此前分析，由于海外发债成本较高，而且多数海外发债房地产企业的业务主要仍在国内，海外募集的资金仍要换回国内，同时叠加美元加息、人民币处于贬值预期中的经济形势，所以国内债券市场发行通畅的时候，房地产企业更倾向于选择国内市场。但是从企业自身资本市场运作发展而言，部分房地产企业会选择拓宽香港及海外的资本市场的融资渠道。因而房地产企业仍将保持以国内为主，海外为辅的多元融资渠道并举的步调。

18 年地产债到期规模翻番

房企积极融资，与资金压力不无关系。

国海证券代鹏举 10 月研报认为，今年上半年筹资净现金流虽然较去年同期几乎翻上一番，但是融资结构有了巨大变化。主要原因一是从去年年末债券收益率出现了大幅上行，AAA 信用债发行利率一度超过贷款基准利率，由于发债成本变高许多企业不仅仅是房企取消或延迟了债券发行计划，有些转向传统的银行信贷融资；二是地产行业自去年年末融资政策收紧。去年 10 月，上海和深圳交易所同时提高了房企发行公司债的门槛，只有符合一定资格的房企才能发行公司债。

研报统计显示，今年年中，房企销售回款同比增长 15.96%，较去年同期有较大幅度的下滑，房企的经营性净现金流也由去年二季度以来的流入转为上半年的流出 544 亿元，而去年同期流入 434 亿元。

研报认为，房企长期偿债能力已经开始出现下滑。

平安证券陈骁研报提醒，房企融资难度不断上升，融资成本明显提高，中小房企在资金实力、品牌和规模上均处于劣势，需警惕其资金链问题，注意排雷。

Wind 资讯此前报道，今年，房地产企业偿债规模首次突破 1000 亿关口，达 1007.30 亿元。其中下半年地产企业债券到期规模 521.49 亿元。

虽然受益于前期市场销售热潮，短期企业偿债压力仍可承受。不过，从 2018 年开始，其偿债规模将迎来四连涨。数据显示，当前地产企业债券余额规模已达 2.185 万亿元。而 2018 年—2021 年间，地产企业债券到期规模将达 1.698 万亿元。其中 2018 年到期规模 2069.71 亿元，较今年翻番。

光大证券张文朗、黄文静研报分析，今年房企传统融资模式大幅收紧。其中，穿透式监管下，除了信托仍在增长，券商资管和基金子公司通道大幅收缩，私募资管禁投热点城市。政策收紧加上利率高企，今年房企债市融资同比锐减 80%，而股市三季度融资规模同比锐减 95%。

报告认为，当前房企融资钱少钱也贵，大量拿地难持续，房地产投资也继续面临下行压力。

1.3 【资金面较前两日有所转松，Shibor 终结全线上 涨】

周四资金面较前两日有所转松，Shibor 终结全线上涨，隔夜转跌。隔夜 Shibor 跌 0.6bp 报 2.8030%，7 天 Shibor 涨 0.3bp 报 2.8710%，14 天期 Shibor 涨 1bp 报 3.87%，1 个月 Shibor 涨 0.12bp 报 4.0388%。

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)	
	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	3.83	3.88	3.98	-0.37	-0.375	-0.32	-0.275
前值	3.845	3.9	3.97	-0.365	-0.38	-0.31	-0.31
变动	-0.015	-0.020	0.010	-0.005	0.005	-0.010	0.035

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	3.9354	5.2493	1.0236	4.7917	4.3734	-0.2255	4
2	170014.IB	4.0000	4.6384	1.0187	4.3093	3.5625	-0.0176	30.2
3	1700003.IB	3.9650	4.8247	1.0244	4.4864	3.5386	0.0261	31.4
4	170007.IB	4.0300	4.389	1.0049	4.0873	3.3221	-0.0414	17.2
5	170021.IB	3.8800	4.9068	1.0307	4.5584	2.466	0.3831	13.5

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	4.0950	8.7014	0.9808	7.6741	3.7494	-0.1891	7.3
2	160023.IB	4.0600	8.9507	0.9772	7.9358	3.5369	-0.1393	2.8
3	170010.IB	4.0300	9.4493	1.0414	8.0745	3.3923	0.0859	6.6
4	160010.IB	4.1066	8.4521	0.9928	7.4959	3.2022	-0.0028	2
5	170018.IB	4.0000	9.6986	1.0481	8.1592	3.1355	0.1719	20.9

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。