

兴证期货·研发中心

2017 年 11 月 6 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

高歆月

从业资格编号：F3023194

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10 月期债破位下行，大幅走弱，五年期国债期货主力合约 TF1712 收于 96.065 元，月跌 1.63 元或 1.67%，十年期国债期货主力合约 T1712 收于 92.68 元，月跌 2.535 元或 2.64%，十年期债跌幅大于五年期债，且十年期债先强于现券后弱于现券令最后一周无明显的正套机会，主要原因一是周行长关于 7%GDP 增速的讲话令市场对未来经济预期好转；二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧，央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实，但市场情绪仍偏谨慎；三是国庆节后资金面宽松不及预期，且央行在 2018 年才开始定向降准，政策力度和时间不及预期；四是期债破位下行后引发前期多头止损行为，加剧市场跌幅。现券方面，5 年期国债收益率上行 26bp 至 3.88%，10 年期国债收益率上行 28bp 至 3.89%。

● 后市展望及策略建议

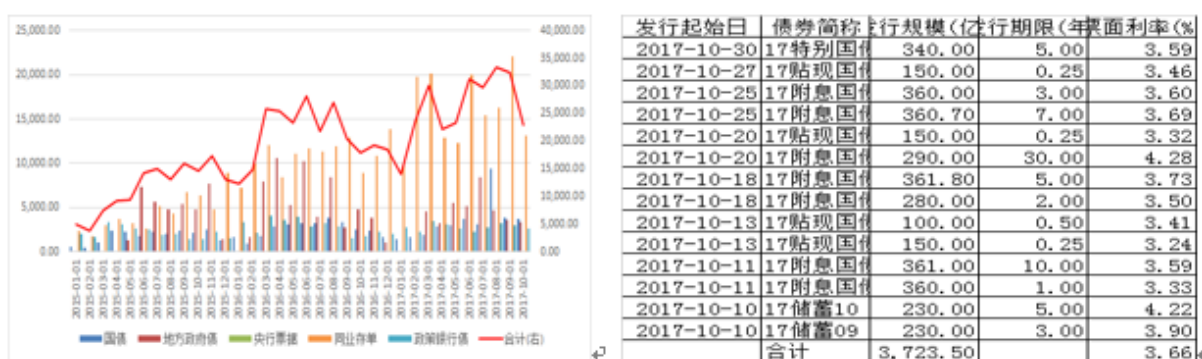
从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济对债市支撑力度仍在，但市场对经济预期好转短期难以证伪令债市承压；从政策面看，十九大后市场对监管担忧加剧，央行虽澄清不实传闻但情绪仍偏谨慎，美联储 12 月大概率加息国内货币政策或承压；从资金面看，10 月资金面比预期略偏紧，央行进行净投放、首次进行 63 天期逆回购和小额超额续作 MLF 表明其维稳意图；从供给端看，国债供给压力有所加大；从需求端看，一级市场需求偏弱，但利率大幅上行后配置需求有所好转。操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者关注跨期套利（T 多当空下和 TF 多下空当）或者做陡曲线（多 TF 空 T（2:1））或日内逢低试多。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求转弱，国债供给压力较大

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 22919.29 亿元，较上月减少 9399.81 亿元，其中地方债供给规模为 3400.79 亿元，较上月减少 155.61 亿元，四季度地方债发行规模和速度或将加快；国债发行规模合计为 3723.5 亿元，较上月小幅减少 70.8 亿元，国债一级市场发行利率与二级市场收益率相差不大，投标倍数较低，显示国债需求相对较弱；同业存单供给规模为 13145.8 亿元，较上月大幅减少 8861.4 亿元，在跨季后同业存单发行量大幅减少。

图 1：利率债月度供给规模（亿）（左）& 国债月度一级市场发行（右）

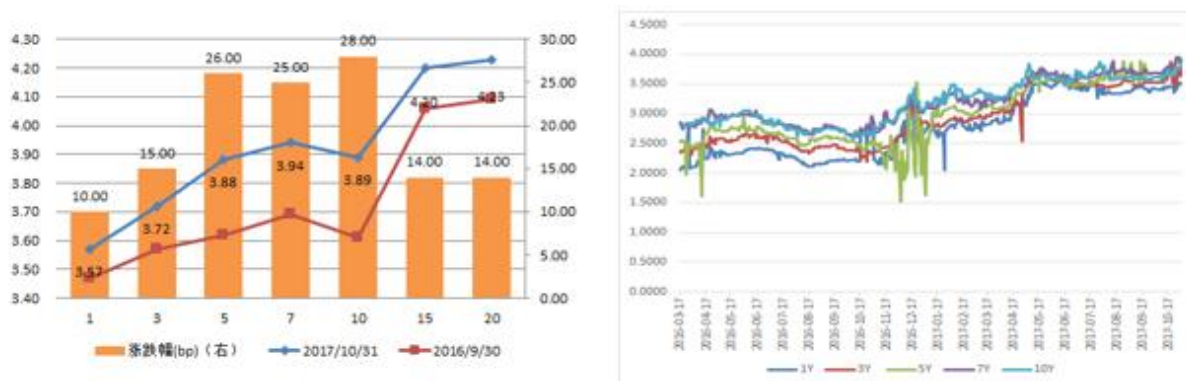


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率大幅上行

10 月主要期限国债收益率大幅上行，曲线走陡，主要原因一是周行长关于 7%GDP 增速的讲话令市场对未来经济预期好转；二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧，央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实，但市场情绪仍偏谨慎；三是国庆节后资金面宽松不及预期，且央行在 2018 年才开始定向降准，政策力度和时间不及预期；四是利率破位上行后引发前期多头止损行为，加剧利率涨幅。具体从月度数据来看，1Y 期上行 10bp 至 3.57%，3Y 期上行 15bp 至 3.72%，5Y 期上行 26bp 至 3.88%，7Y 期上行 25bp 至 3.94%，10Y 期上行 28bp 至 3.89%，15Y 期上行 14bp 至 4.20%，20Y 期上行 14bp 至 4.23%。

图 2：10 月关键期限国债收益率变动（左）&关键期限国债收益率走势（右）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

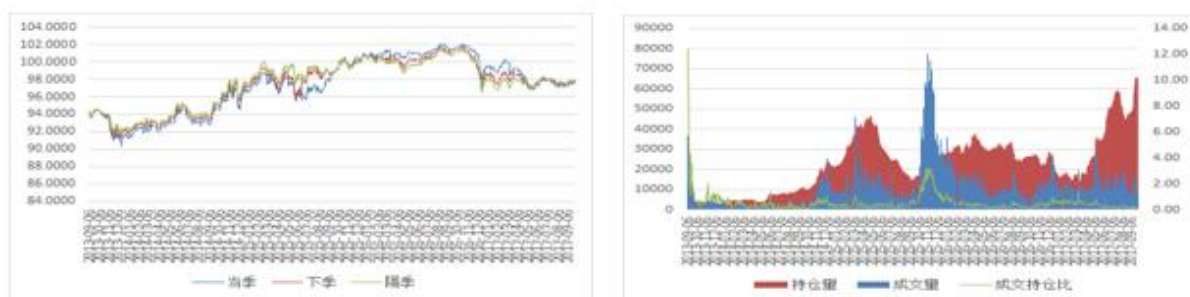
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债大幅走弱

截止到10月31日收盘，五年期国债期货主力合约TF1712收于96.065元，月跌1.63元或1.67%；下季合约TF1803收于96.35元，月跌1.57或1.59%；隔季合约TF1806收于96.165元，月跌1.095或1.69%；成交方面，主力合约TF1712成交量日均12695手，三个合约日均成交13585手；持仓方面截止到10月31日，主力合约TF1712持仓量为56050手，三个合约持仓达到65900手，较上月底小幅增加605手。十年期国债期货主力合约T1712收于92.68元，月跌2.535元或2.64%；下季合约T1803收于92.805元，月跌2.625或2.77%；隔季合约T1806收于92.955元，月跌2.54或2.67%；成交方面，主力合约T1712成交量日均38265手，三个合约日均成交40971手；持仓方面截止到10月31日，主力合约T1712持仓量为59934手，三个合约持仓达到73987手，较上月底小幅增加503手。

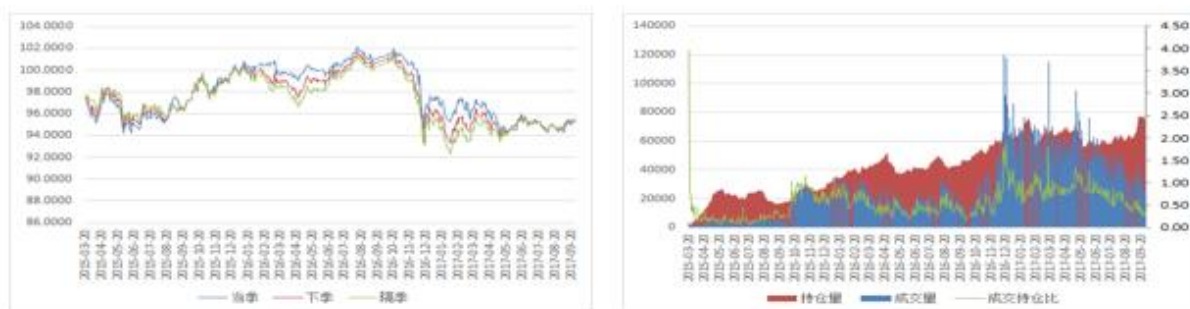
10月期债破位下行，大幅走弱，其中十年期债跌幅大于五年期债，且十年期债先强于现券后弱于现券令后一周无明显的正套机会，主要原因一是周行长关于7%GDP增速的讲话令市场对未来经济预期好转；二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧，央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实，但市场情绪仍偏谨慎；三是国庆节后资金面宽松不及预期，且央行在2018年才开始定向降准，政策力度和时间不及预期；四是期债破位下行后引发前期多头止损行为，加剧市场跌幅。

图 3: 10 月关键期限国债收益率变动 (左) & 关键期限国债收益率走势 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势 (左) & T 成交与持仓 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差由负转正

从 10 月份的期现利差来看, 随着 10 月国债期货价格大幅走弱, 而现券价格走势稍强于期货, 合约 TF1712 的期现利差较之上个月由负转正, 合约 T1712 的期现利差较之上个月亦由负略转正, 10 月期债正套机会相对减少, 即期债价格跌幅大于现券价格跌幅。

图 5: TF1712 结算价与期现利差 (左) & T1712 结算价与期现利差 (右)

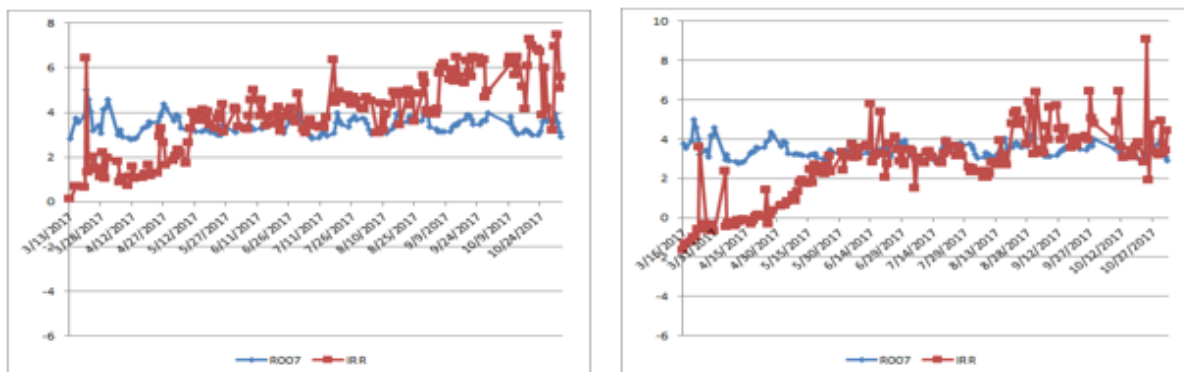


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 10 月份 TF1712 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 探底回升, 而 R007 冲高回落, 在 10 月份 TF1712 合约有较多的正向期现套利机会; 从 10 月份主力合约 T1712 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 冲高回落, 而 R007 亦冲高回落, 在 10 月上半个月 T1712 有正向期现套利机会。

图 6: TF1712 活跃 CTD 券 IRR (左) & T1712 活跃 CTD 券 IRR (右)

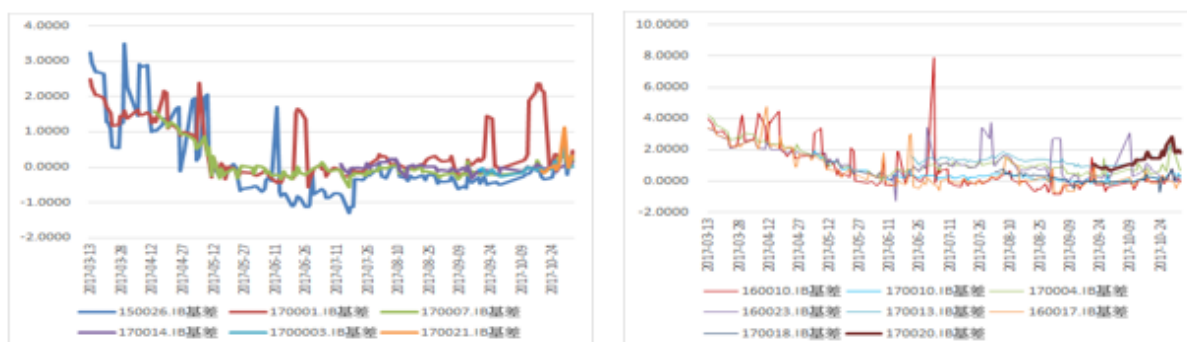


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 和 170021.IB 的基差震荡走高, 适宜做多基差; T1712 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB、170018.IB 和 170020.IB 的基差震荡走高, 适宜做多基差, 160023.IB 的基差小幅走低, 适宜做空基差。

图 7: TF1712 活跃券基差走势 (左) & T1712 活跃券基差走势 (右)

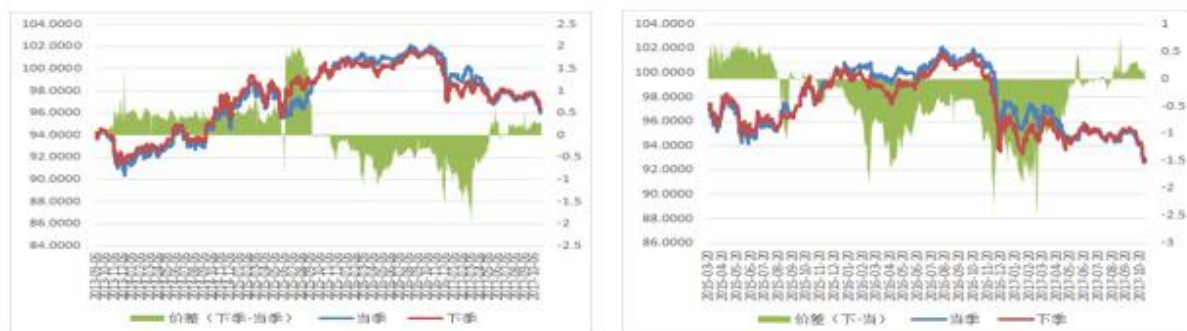


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 10 月份，国债期货不处于移仓换月阶段，五年期债和十年期债跨期价差先震荡走高后再走低，10 月下旬期债开始进行移仓换月，推荐 TF 多下季空当季和 T 多当季空下季操作。

图 8：TF 当季、下季及价差走势（左）&T 当季、下季及价差走势（右）



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

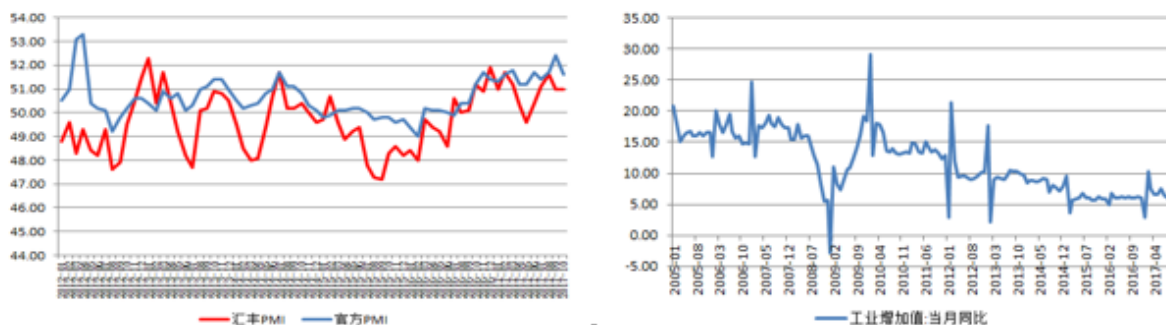
2017 年 10 月财新中国制造业 PMI 为 51.0%，持平于上月，国家统计局公布的 10 月中国官方制造业 PMI 为 51.6%，比上月回落 0.8%，制造业延续扩张的发展态势。从分类指数看，生产指数为 53.4%，比上月回落 1.3%，表明制造业生产继续保持增长，增速有所放缓；新订单指数为 52.9%，比上月回落 1.9%，表明制造业市场需求增幅有所收窄；原材料库存指数为 48.6%，比上月下降 0.3%，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从已经公布的数据来看，官方 PMI 不及预期，短期经济韧性可持续性存疑。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 9 月小幅回升，商品房销售面积增速继续放缓，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或将震荡回落；9 月份基建投资增速小幅回落至 15.88%，目前基建对经济支撑力度仍在；9 月份制造业投资增速放缓至 4.2%，从投资角度来看，9 月投资数据回落，经济韧性可持续性存疑；消费增速出现小幅回升至 10.3%；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速反弹至 8.1%，贸易顺差小幅减少，后续出口仍有继续回落的压力。

通胀方面，9 月份 CPI 为 1.6%，较上月下行 0.2%，与预期相符，PPI 超预期走高至 6.9%，较上月上行 0.6%，蔬菜价格增速由正转负，猪肉价格继续下行，但下行速度延续放缓，猪价和鲜菜价格是 CPI 维持低位的主要原因，而从 10 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 10 月 PPI 同比或转为下行，环比或较大幅度下行，10 月 CPI 或小幅回升。

2017 年 9 月新增贷款 11885 亿元，较上月小幅增加 419 亿元，债券融资为 1562 亿元，比上月小幅增加 398 亿元，信用债供给压力不大；M2 同比止跌回升至 9.2%，较上月增加 0.3%，M1 持平于上月为 14.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。预计 10 月社融增速或有所走低，M2 或持平。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



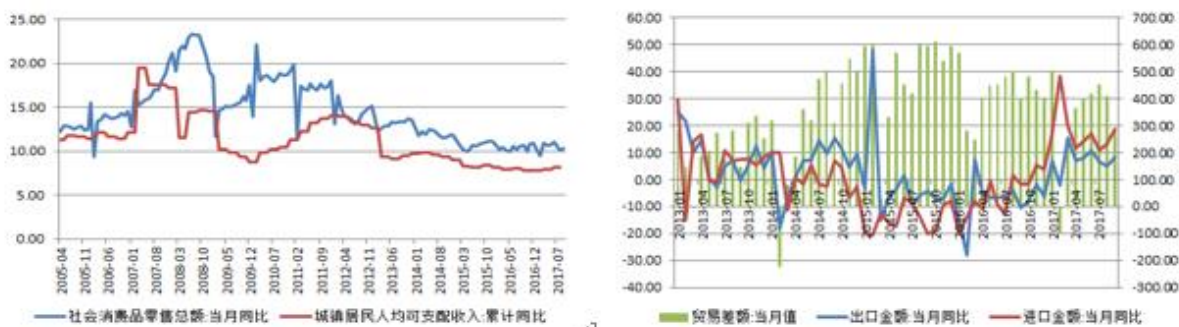
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：房地产投资与商品房销售面积增速（左）&基建与制造业投资增速（右）



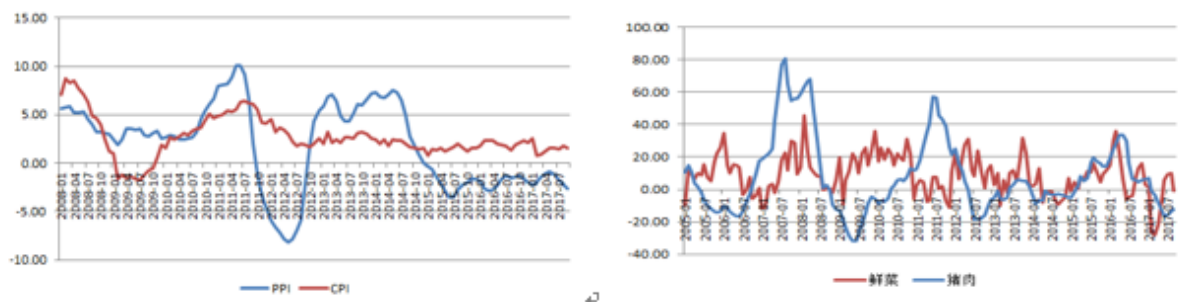
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：消费与居民可支配收入增速（左）&进出口增速与贸易差额（右）



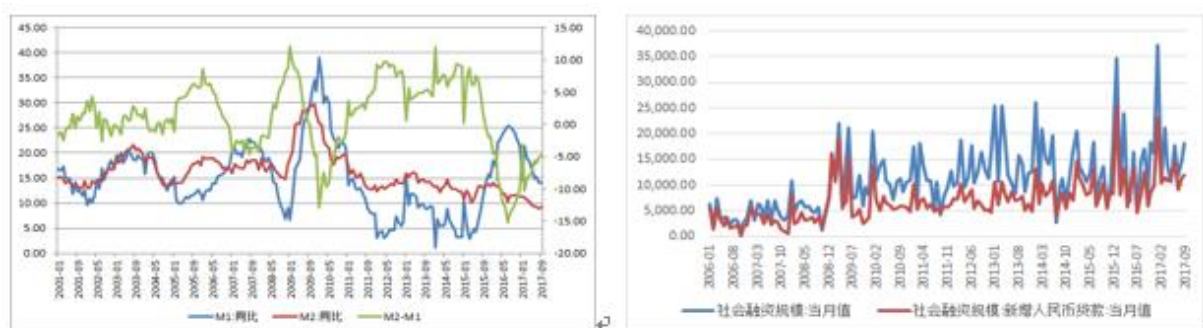
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: PPI 与 CPI 增速 (左) & 鲜菜与猪肉增速 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: M1 与 M2 增速 (左) & 社融与人民币贷款增速 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

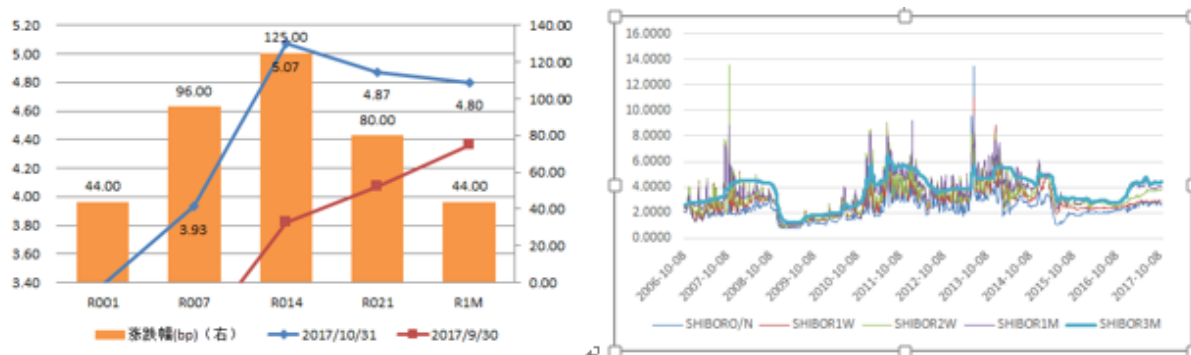
3.2 货币政策和监管政策

国内货币政策的基调目前仍是稳健, 维持流动性的“不紧不松”, 且央行公布在 2018 年进行定向降准, 市场对流动性预期有所好转, 但由于超储率目前较低, 资金面仍将呈现阶段性紧张; 银监会在十九大召开期间表明国内监管趋严, 令市场对监管担忧加剧, 市场传闻 2018 年将同业负债占比由 1/3 下调至 1/4, 央行虽澄清消息不实但市场反应平淡表明对未来监管预期不乐观; 国外特朗普税改计划提升美国经济和通胀预期, 美联储 12 月加息几无悬念, 国内货币政策将承压。

3.3 资金利率: 10 月资金面宽松不及预期, 11 月或小幅回落

10 月节后资金面宽松不及预期, 且由于缴税延后, 在 10 月最后一周资金面再度紧张, 虽然央行首次进行 63 天逆回购操作且进行净投放, 但资金面仍整体上偏紧。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 44bp 至 3.38%, 7 天上行 96bp 至 3.93%, 14 天上行 125bp 至 5.07%, 1M 上行 44bp 至 4.8%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 20bp 至 2.74%, 7 天下行 8bp 至 2.89%, 14 天上行 3bp 至 3.85%, 1M 下行 4bp 至 4.03%, 3M 上行 4bp 至 4.4%。11 月份有 16860 亿元公开市场操作到期, 其中有 3960 亿元 MLF 到期, 央行进行 4040 亿元 MLF 投放进行超额对冲, 公开市场到期压力较大, 预计央行将在 OMO 上进行对冲操作, 11 月资金利率可能回落。

图 14：关键期限质押式回购利率变动（左）&关键期限 shibor 走势（右）



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。