

一级市场需求略偏弱，期债冲高回落

2017年9月18日 星期一

内容提要

● 行情回顾

上周五 10 年期国债期货主力 T1712 合约报 95.355 元，涨 0.015 元或 0.02%，成交 29439 手。国债期货下季 T1803 合约报 95.455 元，涨 0.035 元或 0.04%，成交 99 手。国债期货隔季 T1806 合约报 95.10 元，跌 0.335 元或 0.35%，成交 0 手。5 年期国债期货主力 TF1712 合约报 97.69 元，涨 0.00 元或 0.00%，成交 8543 手。国债期货下季 TF1803 合约报 97.84 元，涨 0.005 元或 0.01%，成交 39 手。国债期货隔季 TF1806 合约报 97.82 元，涨 0.04 元或 0.04%，成交 0 手。

上周五资金面收敛，货币市场利率多数上涨。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.7204%，涨 2.47 个基点；7 天期报 3.0483%，涨 4.44 个基点；14 天期报 4.1078%，涨 20.78 个基点；1 个月期报 4.8000%，涨 79.17 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.7133%，涨 2.08 个基点；7 天期报 2.9079%，跌 0.3 个基点；14 天期报 4.0600%，涨 21.49 个基点；1 个月期报 4.5555%，跌 3.2 个基点。

策略建议

上周五国债期货早盘高开后冲高回落，午盘窄幅震荡，尾盘微幅收涨。现券方面，5 年期收益率上行 0.27 个 bp 至 3.5995%，10 年期收益率下行 0.00 个 bp 至 3.5982%，IRS 小幅下行。一级市场方面，招标的 30 年期国债中标利率高于二级市场，投标倍数 2.03，需求略偏弱，盘后公布的金融数据超预期，对债市影响略偏不利；央行进行 7 天期 1200 亿元，14 天期 600 亿元，28 天期 200 亿元逆回购，利率持平于前期，净投放 2000 亿元，大多数期限资金利率小幅下行，市场对跨季资金面担忧仍存。操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者 TF 空 T (2:1) 或前多止盈，仅供参考。

刘文波

投资咨询资格编号：

Z0010856

期货从业资格编号：

F0286569

尚芳

期货从业资格编号：

F3013528

高歆月

期货从业资格编号：

F3023194

联系人：尚芳

shangfang@xzfutures.com

021-20370946

债市要闻

【同业存单再现利率“倒挂”！利率全线突破4%】

到期压力叠加跨季需求，同业存单发行量价齐升。9月以来同业存单公布发行规模1.33万亿元，仅3只发行利率低于4%，高利率占比99.8%，创4月份以来新高。央行驰援流动性背后，银行进入跨季流动性紧张时刻，同业存单1个月发行利率已连续7个交易日超过3个月期发行利率。

同业存单量价齐升

实际上，从上周开始，同业存单开始明显放量。

9月以来，同业存单公布发行规模已达1.33万亿元，发行只数1386只。这其中，发行利率4%（含4%）的同业存单数量高达1383只，占比99.8%。今年以来，同业存单只在2月、3月、6月的发行占比超过99%。

Wind资讯此前统计，本月同业存单到期规模2.33万亿元，创单月到期量历史新高。

9月到期压力下，同业存单量价齐升，但仍难阻净融资告负。

数据显示，本周同业存单已公布发行量5249亿元，虽低于上周7658亿元，不过仍为6月底以来次高。但净融资规模-1087.54亿元，创7月中旬月以来新低。

发行利率方面，Wind资讯综合1个月、3个月、6个月同业存单发行利率显示，上述三个品种发行利率已连续16个交易日超过4%。

值得注意的是，同业存单1个月发行利率已连续7个交易日超过3个月期发行利率。一般而言，银行发行一个月期存单是为了度过季末流动性较为紧张的时点。

同业存单量价齐升同时，信用债发行明显受压制。

Wind资讯统计显示，本周信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具、资产支持证券）已公布发行规模1292.14亿元，创7月中旬以来新低，单周净融资77亿元，创7月中旬以来次低。

利率上行压力下，信用债弃发规模延续8月份以来的上升势头。数据显示，截至目前，9月份信用债弃发规模255.4亿元，超过7月份全月规模。

流动性获“驰援”

面对市场的跨季流动性担忧，央行已有驰援流动性迹象。

Wind资讯统计显示，本周央行公开市场净投放2600亿元，净投放规模创7月下旬以来新高。此前央行公开市场已连续三周净回笼。

而从市场分析来看，当前量价齐升应为短期情况。

招商证券徐寒飞研报分析，上周央行超量续作 2980 亿 MLF，覆盖了本月 MLF 的到期总量，同时央行还重启了 28 天逆回购，这两个操作均与 6 月份相似，尽管量不大，但是对跨季流动性的“呵护”应该是非常明确的。

以同业存单为例，虽然 1 个月期发行利率超过 3 个月期品种，但发行规模明显降低。

中信证券明明研报分析，随着十月重大会议临近，市场对于央行维护资金面稳定有较大信心，随着央行超额续作 MLF，近期资金面相较于八月中下旬的紧张情况逐步缓解，降低了一个月期存单的发行需求，市场对于资金面的宽松预期从季末时点延续到了会议之前。

此外，货币基金新规中针对同业存单的规定收紧，也提升了银行在监管正式落地前发行长周期同业存单的需求。

中信建投黄文涛研报认为，整体来看，9 月份资金面风险已经大幅缓和，相较于 7、8 月份，资金面或将迎来难得的持续平稳期。同时，9 月份特殊时段决定了当前资金面维稳是货币政策的阶段性重心，但中期来看，稳健中性仍然是央行货币政策主基调，随着阶段性维稳目标完成，货币政策配合去杠杆的定位重新强化，资金面易紧难松或仍会是常态。

申万宏源孟祥娟研报分析，下半年央行仍将在稳健中性的货币政策基调下，通过“削峰填谷”操作稳定市场对资金面利率的预期，央行的持续灵活操作和市场预期的逐步稳定，将令资金面利率整体较上半年有所下降。

【银监会王兆星：部分银行仍存速度情节、规模情节】

9 月 15 日，2017 年金融街论坛在京召开。银监会副主席王兆星称，要把深化改革作为金融发展的稳定动力和内生保障，随着经济发展与创新步伐的加快，改革的复杂程度加大，在支持供给侧改革过程中，要不断推进金融业自身的改革和发展。对银行业行业，服务实体经济是光荣使命，深化改革是基本动力，防范金融风险是主体责任。

“最根本的路径是要不断深化改革，来提升金融服务实体经济的能力，以更加有效的提升金融资源的配置，并通过有效监管提升金融安全。”王兆星称。

在如何提升银行业服务实体经济方面，王兆星表示，要以支持供给侧改革为主线继续提升银行业服务实体经济的能力。一是继续优化信贷资源配置，大力支持去产能，既要有效识别、稳妥有序退出僵尸企业，同时也要杜绝一刀切的抽贷、断贷，银监会还将进一步推广和完善债权人委员会机制，不断探索支持实体经济的新方式和新途径。

二是严格把握住房的居住型属性，按照分类调控原则，银行业金融机构应落实差别化住房信贷政策，支持居民自住和进城人员的住房需要，同时支持

房屋租赁发展和棚户区改造的金融需求。

三是积极稳妥开展市场化债转股，深入推进去杠杆。四是加强服务收费监管，有效降低企业的融资成本。小微企业融资难、融资贵仍然是阻碍发展的主要困难，银行业金融机构应优化资源配置、改革服务，以缓解小微企业融资难、融资贵问题。五是扎实推进普惠金融服务，不断完善服务短板，

此外，王兆星称，切实防控和化解金融风险，是巩固银行业服务实体经济的基础。二季度末，银行业金融机构资产总额达到 243 万亿元，在一定程度上，我国银行业也有了较为厚实的底子，但一些银行的管理体系还不够完善、公司治理结构还不够完全有效，面临的风险隐患还有不少。银监会将继续开展以下几方面工作：一是有效防范重点领域风险，包括过剩产能行业、房地产、地方政府融资平台公司等方面的风险；二是坚持落实穿透式监管，稳妥有序治理银行业乱象，银行业委托贷款、同业资产和负债的余额都出现萎缩；三是强化协调配合，有效弥补监管短板，银监会已着手完善一系列监管制度，将合理把握政策的出台节奏，密切跟踪市场反应；四是进一步深化体制机制改革，增强银行业服务实体经济的能力和活力

“当前一些银行的速度情节、规模情节还存在，专业化管理能力还有待加强，防范风险能力还有待提升，要解决这些深层次问题还要加大体制机制改革，要加强服务实体经济的意识，银行业金融机构要破除求大图快的发展意识，提升服务客户的内涵发展意识，健全法人治理，改善公司治理结构，规范股权管理，不断提高董事会、监事会的履职能力，同时银监会也将督促金融机构强化绩效考核机制改革。”王兆星称。

【流动性维持紧平衡，Shibor 多数上涨】

周五（9月15日），央行大额净投放资金不改流动性维持紧平衡，Shibor 多数上涨，短端品种延续上涨，长端品种也出现上涨。隔夜 Shibor 涨 1.48bp 报 2.6958%，7 天 Shibor 涨 0.81bp 报 2.8320%，14 天期 Shibor 涨 0.88bp 报 3.7218%，1 个月 Shibor 涨 1.49bp 报 3.9510%。

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(主力)	下季	隔季	当季-下季	下季-隔季	当季-下季	下季-隔季
现值	2.35	2.415	2.345	-0.145	0.055	-0.08	-0.015
前值	2.54	2.595	2.535	-0.155	0.065	-0.1	0.005
变动	-0.190	-0.180	-0.190	0.010	-0.010	0.020	-0.020

数据来源：WIND，兴证期货

可交割券及 CTD 概况

表 2：TF1712 活跃可交割券（5 年期）

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	3.6000	5.4384	1.0247	4.9853	5.5587	-0.4963	2
2	150026.IB	3.6028	5.1041	1.0022	4.6694	5.0197	-0.4404	4
3	170014.IB	3.6304	4.8274	1.0197	4.5015	4.8061	-0.321	83.5
4	150014.IB	3.5950	4.8164	1.0126	4.5044	4.2031	-0.2109	2
5	150007.IB	3.6200	4.5863	1.0215	4.255	4.0667	-0.138	0.4

数据来源：WIND，兴证期货

表 3：T1712 活跃可交割券（10 年期）

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	3.6550	8.8904	0.9803	7.8846	4.5424	-0.3679	3
2	170010.IB	3.6125	9.6384	1.0424	8.1491	4.1804	-0.1477	15.6
3	160010.IB	3.6606	8.6411	0.9926	7.59	4.1256	-0.2368	1.5
4	170018.IB	3.5975	9.8877	1.0492	8.3788	4.0083	-0.1114	65.3
5	150023.IB	3.6424	8.0877	0.9993	7.1282	2.3674	0.178	3.3

数据来源：WIND，兴证期货

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。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

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。