

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

监管担忧加剧叠加资金面偏紧，期债大幅走弱

2017年10月26日 星期四

内容提要

● 行情回顾

昨日10年期国债期货主力T1712合约报93.575元，跌0.535元或0.57%，成交46180手。国债期货下季T1803合约报93.71元，跌0.54元或0.57%，成交3115手。国债期货隔季T1806合约报93.905元，跌0.50元或0.53%，成交61手。5年期国债期货主力TF1712合约报96.65元，跌0.315元或0.32%，成交12794手。国债期货下季TF1803合约报96.93元，跌0.305元或0.31%，成交510手。国债期货隔季TF1806合约报97.355元，涨0.495元或0.51%，成交0手。

昨日资金面较上日有所收敛，货币市场利率多数上涨，尤其是7天和14天跨月品种需求旺盛，利率上行比较明显。银行间同业拆借1天期品种报2.6776%，涨2.56个基点；7天期报3.0913%，涨13.95个基点；14天期报4.0635%，跌20.31个基点；1个月期报4.0968%，涨0.82个基点。银存间质押式回购1天期品种报2.6691%，涨3.63个基点；7天期报2.9286%，涨14.41个基点；14天期报4.1717%，涨15.89个基点；1个月期报3.9000%，跌15个基点。

策略建议

昨日国债期货早盘低开低走，午盘跌幅扩大，尾盘大幅收跌。现券方面，5年期收益率上行5.53个bp至3.766%，10年期收益率上行5.48个bp至3.7768%，再创新高，IRS较大上行。昨日一级市场方面，3年期续发国债中标利率为3.6%，投标倍数2.0，7年期续发国债中标利率3.7714%，投标倍数2.72，中标利率持平于二级市场，需求较弱；同时同业负债占比降低的传言令市场对监管担忧加剧，期债和现券价格均出现较大跌幅，央行早间回应称传言不属实；央行进行7天期1000亿元和14天期600亿元逆回购操作，净投放0亿元，资金面偏紧。操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者暂观望为主或多TF空T(2:1)，仅供参考。

债市要闻

【再遭抛售！期债大跌，10 年国债收益率刷新 3 年新高】

周三（10 月 25 日），国内债市再遭抛售，国债期货收盘大跌，银行间现券同步走弱，收益率急升 5-6bp。分析称，流动性趋紧、监管忧虑、美债收益率升破关键点位等多重利空因素冲击下，债市再陷剧烈调整。

国债期货低开低走，午后跌势加剧，10 年国债期货主力 T1712 收盘跌 0.52%，创上市以来最大单日跌幅。

5 年国债期货主力 TF1712 收盘跌 0.32%，创上市以来新低。

银行间现券同步走软，收益率大幅上行 5-6bp，10 年国债活跃券 170018 收益率上行 6bp，刷新近 3 年高位至 3.7850%，创 2014 年 12 月以来新高。10 年国开活跃券 170215 收益率上行 5.5bp 报 4.3750%，创 2017 年 5 月以来新高。

银行间市场资金面方面，今日资金面较前两日趋紧，银存间质押式回购利率午后扩大涨幅，跨月品种涨幅尤甚。Shibor 多数上行，隔夜品种大涨 3bp。央行今日进行 1000 亿 7 天、600 亿 14 天逆回购操作，当日有 1600 亿逆回购到期，完全对冲当日到期量，结束连续六日净投放。交易员指出，公开市场结束持续多日的大额净投放，表明阶段性维稳已结束，恐很快转向净回笼。

海外市场方面，周二美国 10 年期国债收益率亦涨破 2.4% 关键阻力位，触及 2.412%，创出 5 月 11 日以来的最高水平。两年期美债收益率涨 2.1 个基点，报 1.589%，触及九年高位。

交易员称，公开市场结束连续 6 日净投放，流动性有收紧迹象，此外，有传言称，银行同业负债占比将进一步收紧（上限从三分之一调整到 25%），监管忧虑加剧，以及美债收益率大涨，债市再陷弱势。

一级市场方面，上午招标的财政部两期国债中标利率与中债估值相当，需求不佳。财政部 3 年期续发国债中标收益率 3.6%，投标倍数 2.0；7 年期续发国债中标收益率 3.7714%，投标倍数 2.72。

下午招标的农发行三期债招标结果分化。农发行 1 年期固息增发债中标收益率 3.8351%，投标倍数 2.3；7 年期固息增发债中标收益率 4.4651%，投标倍数 3.86；10 年期固息增发债中标收益率 4.5073%，投标倍数 2.8。中债农发行债到期收益率数据显示，1 年、7 年和 10 年农发债最新到期收益率分别为 3.8926%、4.4672%、4.4626%。

华创债券称，在流动性和监管趋紧的预期主导下，市场情绪明显偏悲观，即使短期流动性宽松也难以有效提振市场。后期随着缴税截止日的临近，对资金面的负面影响也将进一步加大，资金面易紧难松。

根据会议期间金融监管趋严的表态,后续金融监管政策也将迎来密集出台期,债市的调整仍未结束,最后一跌尚在进行中,在利空因素尚未充分释放的背景下,建议机构控制杠杆和久期,多看少动。

国君固收认为,本轮熊市与历史上的熊市不同之处在于,前三轮(09、11、13)大熊市中债市都遵循一个主线逻辑,而这一轮熊市却没有,更像是多主线逻辑的熊市综合体。这或许就是这一轮熊市与之前三轮大熊市最大的不同之处。

过去三年大牛市中顺周期因素太多导致债市的过度繁荣与乐观,当这些顺周期因素同时发生改变时,积累的矛盾就会集体爆发引发市场大跌,虽然说债市很难重演去年四季度的“债灾”,但确实不能过度小看这一轮熊市的跌幅与持续时间。

中信固收表示,目前利空因素占得上风,年内债市将出现一波调整,投资者应当注意年底前的债市风险。从机会来看,如果年底前利空集中兑现,则明年一季度可能存在较好机会。考虑到央行年底的加息的可能性,将十年期国债到期收益率的顶部中枢上调至3.8%。

招商证券固收徐寒飞则指出,9月以来国开10-5利差再现倒挂,且持续时间及最低点均刷新历史之最,本质是预期抢跑后,重创脆弱的围观结构的结果。

首先,预期抢跑削弱配置力度体现在两点,其一,超储率偏低背景下,资金偏紧预期难言改善。其二,经济数据走强担忧持续发酵(本轮期限利差低点位于经济数据公布的前一日)。其次,我们曾在报告中多次提及,今年以来非银机构负债端压力颇大,抵御资金波动渐弱,而配置机构受监管遏制,进场意愿降低。因而预期抢跑后,扰动微观结构,极易造成下跌的自我实现。所以即便预期兑现,市场情绪仍旧偏弱。不过值得庆幸的是,10-5利差昭示的最悲观时刻可能已经过去,超调后所酝酿的机会也在加大。危中见机,谨慎中仍需保留一份乐观。

【财政部两期国债中标利率与中债估值相当,需求不佳】

财政部两期国债中标利率与中债估值相当,需求不佳。财政部3年期续发国债中标收益率3.6%,投标倍数2.0;7年期续发国债中标收益率3.7714%,投标倍数2.72。中债国债到期收益率数据显示,3年、7年期国债最新到期收益率分别为3.6124%、3.7748%。

【Shibor多数上涨,隔夜Shibor涨3bp报2.6640%】

周三(10月25日),公开市场结束连续净投放,Shibor多数上涨,隔夜Shibor涨3bp报2.6640%,7天Shibor涨2.51bp报2.8594%,14天期Shibor涨0.7bp报3.8020%,1个月Shibor涨0.02bp报4.0188%。

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	3.02	3.145	2.57	-0.28	0.385	-0.155	-0.19
前值	2.855	2.985	2.455	-0.27	0.375	-0.14	-0.155
变动	0.165	0.160	0.115	-0.010	0.010	-0.015	-0.035

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	3.7275	5.3288	1.0247	4.874	3.8828	-0.0495	8
2	170021.IB	3.7624	4.9863	1.0323	4.6389	3.2254	0.0667	30.5
3	1700003.IB	3.7450	4.9041	1.0257	4.5678	2.3614	0.1626	20.6
4	170007.IB	3.8000	4.4685	1.0051	4.1686	2.2108	0.1239	57.8
5	170014.IB	3.7600	4.7178	1.0197	4.3908	2.0584	0.1863	47.2

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	170018.IB	3.7775	9.7781	1.0492	8.2556	1.8764	0.2233	32.7
2	170010.IB	3.7900	9.5288	1.0424	8.0262	1.7377	0.2419	5.6
3	160023.IB	3.8000	9.0301	0.9767	7.912	1.2951	0.2009	5.9
4	160010.IB	3.8226	8.5315	0.9926	7.4723	-0.0359	0.3875	4.6
5	170013.IB	3.7850	6.663	1.0331	5.9732	-11.6135	1.9962	24.2

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。