

# 一级市场略利好，期债高开偏强震荡

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](mailto:shangfang@xzfutures.com)

2017年11月16日 星期四

## 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92.30元，涨0.13元或0.14%，成交10026手。国债期货主力T1803合约报92.43元，涨0.175元或0.19%，成交51001手。国债期货隔季T1806合约报92.665元，涨0.175元或0.19%，成交81手。5年期国债期货近交割月TF1712合约报96.02元，涨0.255元或0.27%，成交9780手。国债期货主力TF1803合约报96.315元，涨0.245元或0.26%，成交16234手。国债期货隔季TF1806合约报96.445元，涨0.33元或0.34%，成交0手。

昨日货币市场利率多数上涨。银行间同业拆借1天期品种报2.8427%，涨3.54个基点；7天期报3.1431%，涨15.29个基点；14天期报3.86%，跌23.74个基点；1个月期报4.0927%，涨2.83个基点。银存间质押式回购1天期品种报2.8505%，涨3.03个基点；7天期报2.9431%，涨0.01个基点；14天期报4.1841%，涨11.94个基点；1个月期报4.2679%，跌1.15个基点。

### ● 后市展望及策略建议

昨日国债期货早盘高开后偏强震荡。现券方面，5年期收益率下行3.23个bp至3.8955%，10年期收益率下行0.25个bp至3.95%，IRS小幅下行。昨日一级市场方面，续发的7年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数较上周有所好转；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2200亿元，隔夜利率小幅下行，其余大多数期限资金利率继续上行，资金面仍偏紧。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 【利率债发行降至四季度新低，流动性呵护连续加码】

利率债（包括国债、地方政府债、央行票据、政策银行债）发行减速，流动性连续呵护。继本月初利率债单周发行逾 3000 亿，创 2 个月新高后，利率债单周发行已连续两周下行，本周已公布发行量 2388.38 亿元，创 6 周新低。与此同时，央行公开市场连续三日净投放过千亿，本周净投放规模已达 4000 亿元。

#### 利率债发行降速

利率债在经历了二季度、三季度的大额发行过后，四季度明显减速。

数据显示，10 月份利率债发行规模 9773.49 亿元，5 月份以来首次单月发行量降至万亿元以下。截至目前，11 月份已公布利率债发行量 7533.40 亿元。

而从单周情况来看，本周利率债已公布发行量 2388.38 亿元，连续两周下滑，并创 10 月份以来新低。

实际上，从二季度开始，利率债发行利率逐步上行。

以政策性银行债发债利率走势为例，Wind 资讯综合统计，其 11 月份发行利率已攀至 4.3967%，创年内高点。

招商证券谢亚轩研报此前分析，发行成本的大幅提高，使得地方政府的发债意愿受到显著影响，地方政府从而调整了地方债的发行节奏。关于地方债发行利率上升，主要原因是，一方面今年债券市场总体利率水平上升；另一方面美联储今年以来两次升息，带动全球市场利率中枢上升，对我国金融市场利率产生一定的向上拉动作用。

面对利率债发行利率抬升的问题，央行已在积极确保流动性平稳。

数据显示，央行公开市场 10 月份累计净投放 8885 亿元，创 21 个月新高。本周已连续三日大额净投放，累计净投放规模达 4000 亿元。

央行周三也表示，是为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等因素影响。

Wind 资讯此前报道，截至 10 月底，央行货币政策工具（SLF、PSL、MLF）余额规模已达 7.01 万亿元，连升 22 个月，且首次突破 7 万亿关口。

平安证券陈骁研报分析，从流动性来看，进入 10 月底以来，央行越来越偏爱释放长期流动性，回笼短期流动性。随着年末时点的临近，央行依然保持“削峰填谷”的操作思路，维护资金面平稳，呵护市场情绪。

对于近期债市出现的调整，市场分析另有原因。

兴业证券唐跃研报早前分析，事实上，资金面和数据并未有大超预期的变化，但投资者情绪仍然脆弱，一方面担忧监管收紧，一方面担心通胀回升。而且偏弱的市场下已经导致前期的抄底资金开始被迫止损。

#### 四季度配置力量受限

在市场看来，本轮债市调整不同以往，关键在于配置力量的减弱。

天风证券孙彬彬研报认为，本轮利率长债出现较为明显的调整，在于配置力量的相对缺失的背景下，交易盘出现了踩踏。

报告认为，银行负债端压力构成了今年以来债券配置价值较高但配置需求不强的格局。从当下时点情况来看，在交易盘踩踏的影响下利率债绝对点位较高，随着逐步临近年末，配置需求会有季节性好转的需求。

但在时点因素之外，银行负债端的疲弱仍未完全解决，这仍然会是明年债市行情的主线话题。好在金融去杠杆的多项目标也初见成效，后续货币政策是否可能发生边际变化值得关注。

实际上，国内债券尤其是利率债，仍具相当大的吸引力，一个可供佐证的事实是，今年以来，境外机构连续增持中国债券，而利率债则成为重点配置对象。

Wind 资讯统计，截至 10 月底，境外机构持有中国国债规模已达 5591.19 亿元，占国债市场比例达 4.71%，创历史新高。此外，同期境外机构持有中国利率债的规模则达 8737.76 亿元，占持有中国债券的比例达 79.03%。

谢亚轩研报统计，目前境外机构在我国债券市场整体中的占比，由 9 月份的 1.62% 进一步回升至 1.68%，趋势上继续接近 2015 年 7 月份 1.78% 的高点。

申万宏源孟祥娟研报也认为，债券收益率是有锚的，不会无限的上行，最终会回归基本面和资金面。10 月以来的债市大跌明显是交易盘主导的，而对于配置盘来讲，从 10 月的托管情况看，即使在 10 月债市大调整情况下，商业银行逆势增加利率债的配置。随着债券收益率的逐渐走高，债券性价比也在提升，配置盘预计将逐渐入场。

## **1.2 【财政部 7 年期续发国债中标收益率 3.9644%， 全场倍数 3.3】**

财政部 7 年期续发国债中标收益率 3.9644%，边际中标收益率 4.0003%，全场倍数 3.3，边际倍数 1.22。

## **1.3 【Shibor 终结全线上涨，隔夜 Shibor 跌 2.10bp 报 2.8060%】**

周三 Shibor 终结全线上涨，隔夜 Shibor 跌 2.10bp 报 2.8060%，7 天 Shibor 涨 0.95bp 报 2.8860%，14 天期 Shibor 涨 0.70bp 报 3.8400%，1 个月 Shibor 涨 0.20bp 报 4.0164%。

## 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	3.68	3.835	3.66	-0.295	-0.055	-0.14	-0.23
前值	3.595	3.815	3.625	-0.305	-0.045	-0.085	-0.235
变动	0.085	0.020	0.035	0.010	-0.010	-0.055	0.005

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	3.9479	5.2712	1.0236	4.8134	5.53	-0.603	8
2	170014.IB	3.9650	4.6603	1.0187	4.3315	4.104	-0.1931	62
3	170007.IB	4.0000	4.411	1.0049	4.1095	3.955	-0.2461	18.2
4	1700003.IB	3.9200	4.8466	1.0244	4.5087	3.9307	-0.099	65.1
5	170021.IB	3.8950	4.9288	1.0307	4.5802	3.7416	0.0018	47

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	170018.IB	4.0000	9.7205	1.0481	8.1811	4.3819	-0.2018	29.1
2	170010.IB	4.0000	9.4712	1.0414	8.0984	3.8648	-0.0566	1.4
3	160010.IB	4.0800	8.474	0.9928	7.519	3.8252	-0.1887	4
4	160017.IB	4.0375	8.7233	0.9808	7.6989	3.5897	-0.1606	2.2
5	170025.IB	3.9500	9.9699	1.0683	8.3655	3.4331	0.1456	21.6

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。