

# 成交偏清淡，期债低开窄幅震荡

兴证期货·研发中心

2017年11月20日 星期一

金融研究团队

## 内容提要

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)

### ● 行情回顾

上周五10年期国债期货近交割月T1712合约报92.49元，跌0.03元或0.03%，成交4494手。国债期货主力T1803合约报92.695元，跌0.035元或0.04%，成交35073手。国债期货隔季T1806合约报92.91元，跌0.07元或0.08%，成交55手。5年期国债期货近交割月TF1712合约报96.025元，跌0.095元或0.10%，成交4296手。国债期货主力TF1803合约报96.34元，跌0.08元或0.08%，成交10468手。国债期货隔季TF1806合约报96.46元，跌0.01元或0.01%，成交4手。

上周五货币市场利率多数下跌。银行间同业拆借1天期品种报2.7569%，跌6.07个基点；7天期报3.0259%，跌6.2个基点；14天期报3.9461%，跌39.68个基点；1个月期报4.0693%，跌5.69个基点。银行间质押式回购1天期品种报2.7149%，跌7.24个基点；7天期报2.8805%，跌0.69个基点；14天期报4.0066%，跌15.67个基点；1个月期报4.1320%，涨2.53个基点。

### ● 后市展望及策略建议

上周五国债期货早盘低开后窄幅震荡。现券方面，5年期收益率下行0.04个bp至3.8647%，10年期收益率下行0.25个bp至3.92%，IRS持平。上周五消息面淡静，期债窄幅震荡，成交偏清淡，盘后央行公布资管新规征求意见稿，市场对监管担忧或仍存；央行进行7天期100亿元、14天期100亿元和63天期100亿元逆回购操作，利率持平于前期，净回笼100亿元，同时进行1200亿元国库现金定存招标，中标利率上行，大多数期限资金利率下行，资金面紧势继续缓和。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 【央行和财政部 1200 亿 3 个月期国库现金定存 中标利率 4.60%】

央行和财政部 1200 亿 3 个月期国库现金定存中标利率 4.60%。上次（10 月 16 日）800 亿 3 个月国库现金定存中标利率 4.42%。

### 1.2 【信用债弃发规模回落，下半年净融资增幅已 逾万亿】

今年 10 月底以来，随着负债端压力的渐显，取消发行规模攀升初现端倪，指向二级市场承接能力弱化。与此同时，近期一级市场信用债发行中，不少新债发行利率贴投标上限，同样反映出配置盘的谨慎。

报告认为，由于信用债市场交易活跃度不高，估值反映迟滞，信用利差极易出现“假平稳”，而取消及推迟反映更能反应市场情绪的拐点。尽管这是信用债发行意愿和需求锐减共同作用的结果，但短期来看，市场承接能力的急剧弱化是主导因素。

此外，“弃发潮”发生在信用利差调整之前，表面上与资金利率的收紧相联系，本质上反映的是负债端压力产生的扰动。

18 年信用债到期量或创三年新低

从目前来看，信用债偿还高峰期已过。鉴于此，市场对于信用市场趋于乐观。

数据显示，在连续两年信用债到期偿还量突破 5 万亿之后，2018 年信用债偿还量或出现近万亿降幅。

Wind 资讯统计显示，截至目前，2018 年信用债总偿还量已降至 4.21 万亿元。其中，除 2018 年 3 月、4 月到期偿还量超过 5000 亿元之外，其余月份偿还量均不足 5000 亿。

而最近两年信用债到期偿还量均在 5 万亿以上，其中 2016 年信用债总偿还量为 5.81 万亿元，2017 年升至 5.86 万亿元。

统计显示，截至目前，今年发行并到期的信用债规模为 9549.56 亿元。按此计算，即使计入短期债券，2018 年信用债到期规模大概率创近三年最低。

二级市场方面，国君固收覃汉研报认为，本轮债券熊市中，企业盈利大幅改善，信用溢价压缩，为信用利差保持低位提供了基础。因此，考虑到信用利差后期可能也并不会出现类似 5 月份的大幅走扩的情况，信用债可能更多的表现为跟随利率债下跌的走势，等待信用债最后一跌再入场的机构，可能也很难如愿以偿。

兴业证券唐跃研报分析，制造业去产能去杠杆融资需求不强，加上地方政府和地产融资受限制，不会形成太多的信用债供给压力，且本轮多数企业抗风险能力是较强的，如果信用债需求端没有明显下滑，信用利差在较低的位置可能维持更长的一段时间。

不过，鉴于金融监管的持续推进，部分行业仍面临信用风险。

徐寒飞研报分析，当前并非所有过剩行业信用资质均向好，地产行业的信用风险值得关注。具体来看：

(1) 过剩行业中，采掘和钢铁信用资质整体向好，而有色及化工行业盈利虽有好转，但向现金流及债务保障能力传导偏慢。

(2) 地产行业现金流及盈利情况均堪忧，仅短期债务保障能力尚可。

(3) 弱周期行业中，休闲服务和医药生物信用资质较高。

### **1.3【Shibor 仍延续多数上涨,但短端品种跌幅扩大】**

Shibor 仍延续多数上涨，但短端品种跌幅扩大。隔夜 Shibor 续跌 6.2bp 报 2.7380%，7 天 Shibor 跌 2.1bp 报 2.8850%，14 天期 Shibor 跌 0.30bp 报 3.8460%，1 个月 Shibor 跌 0.37bp 报 4.0307%。

### **1.4【财政部 91 天国债中标利率 3.7644%，50 年国债中标利率 4.37%】**

财政部 91 天记账式贴现国债中标利率 3.7644%，边际中标利率 3.8633%，全场倍数 1.75，边际倍数 1.15；财政部 50 年记账式付息国债中标利率 4.37%，全场倍数 2.23，边际倍数 1.15。

## 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 | 96.024           | 96.363 | 96.46  | -0.339        | -0.097 | 0            | 0     |
| 前值 | 3.6              | 3.69   | 3.49   | -0.3          | -0.05  | -0.21        | -0.25 |
| 变动 | 92.424           | 92.673 | 92.970 | -0.039        | -0.047 | 0.210        | 0.250 |

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  | 3.9156 | 5.2685 | 1.0236 | 4.8111 | 5.412  | -0.564  | 4       |
| 2  | 1700003.IB | 3.8900 | 4.8438 | 1.0244 | 4.5062 | 3.8749 | -0.0821 | 85.76   |
| 3  | 170007.IB  | 3.9600 | 4.4082 | 1.0049 | 4.1071 | 3.8132 | -0.2013 | 9.4     |
| 4  | 150007.IB  | 3.9500 | 4.4164 | 1.0204 | 4.0823 | 3.6304 | -0.034  | 0.8     |
| 5  | 170021.IB  | 3.8600 | 4.926  | 1.0307 | 4.5778 | 3.6094 | 0.0421  | 26.1    |

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 | 4.0876 | 8.7205 | 0.9808 | 7.6937 | 5.6586 | -0.7496 | 1.6     |
| 2  | 160023.IB | 4.0025 | 8.9699 | 0.9772 | 7.9578 | 4.2093 | -0.3467 | 1.9     |
| 3  | 170010.IB | 3.9655 | 9.4685 | 1.0414 | 8.0979 | 3.8581 | -0.0573 | 2.5     |
| 4  | 170025.IB | 3.9200 | 9.9671 | 1.0683 | 8.3652 | 3.5098 | 0.1171  | 24.9    |
| 5  | 170018.IB | 3.9300 | 9.7178 | 1.0481 | 8.1837 | 3.4435 | 0.0824  | 15.8    |

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。