

1 月期债先抑后扬, 2 月期债或偏弱

兴证期货·研发中心

2018 年 2 月 5 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

投资咨询编号: Z0013058

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

1 月期债破位下行, 创出新低后底部反弹, 月度五年期国债期货主力合约 TF1803 收于 95.915 元, 月跌 0.655 元或 0.71%, 十年期国债期货主力合约 T1803 收于 91.94 元, 月跌 1.215 或 1.31%, 期债走势弱于现券, 基差走高, 盘中出现反套机会, 主要原因一是年初监管文件密集落地, 包括利空影响较大的 302 号文等, 市场对监管的担忧一直存在; 二是公布的 PMI 等数据显示经济仍呈韧性, 同时市场调高通胀预期, 基本面预期目前仍令债市承压; 三是资金面除在月中因缴税和缴准而紧张外, 其余时间资金面因央行定向降准资金投放和临时准备金动用安排 (CRA) 偏宽松, 令短端现券收益率较大幅下行, 现券收益率曲线走陡; 四是期债创新低和国开债收益率创新高后期债暂缺进一步下行动力, 在最后一周呈现底部反弹。现券方面, 5 年期国债收益率下行 1bp 至 3.83%, 10 年期国债收益率上行 3bp 至 3.91%。

● 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仍呈现韧性, 基本面预期目前令债市承压; 从政策面看, 监管文件密集出台, 18 年金融去杠杆仍将继续, 货币政策为维稳资金面预期, 提前与市场沟通 CRA 和定向降准的政策意图; 从资金面看, 1 月除月中缴税和缴准令资金面偏紧外, 其余时间资金面偏宽松, 2 月随着春节的临近资金面可能趋紧; 从供给端看, 国债供给压力不大; 从需求端看, 月底资金面宽松令一级市场招标情况好转, 国债供需改善, 观察其持续性。操作上, 长期投资者暂观望为主, 短期投资者 TF 跨期套利止盈, T 跨期套利止损, 关注多 TF 空 T 的操作。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求有所好转，国债发行规模缩减

2018年1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19744.6亿元，较上月减少5482.99亿元，其中地方债供给规模为0亿元，较上月减少322.69亿元，1月份为地方债供给真空期；国债发行规模合计为1900亿元，较上月大幅减少549亿元，国债一级市场大多数期限发行利率低于中债估值且低于二级市场收益率，除了1月31日收到资金面宽松影响新发的1年期和10年期国债投标倍数均超过3倍，需求有所好转，观察其持续性；同业存单供给规模为14825.4亿元，较上月减少5930.5亿元，且同业存单发行利率在跨年后月初较大幅下行，后由于月中缴税和缴准的影响而攀升，截止1月31日，1个月同业存单发行利率为4.46%，3个月同业存单发行利率为4.99%，6个月同业存单发行利率为5.05%。

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短降长升

1月主要期限国债收益率涨跌不一，短端收益率出现大幅下行，其中1年期收益率下行幅度超过30个bp，中长端收益率小幅上行，5年期收益率下行1个bp至3.83%，10年期收益率上行3个bp至3.91%，10-1年利差大幅走陡约35个bp，10-5年利差走陡约4个bp，1月第一周跨年后资金面由偏紧转偏宽松，但年初央行和银监会的监管文件密集落地，其中对市场利空影响较大的是规范代持业务的302号文和配套的89号文，并强调监管姓“监”，叠加年初公布的PMI数据好于和国开行重启10年期国开债发行的不利影响，现券收益率短降长升；第二周和第三周市场延续对监管的担忧，并且随着油价的上涨调高通胀预期和货币政策收紧预期，叠加资金面面临月中缴税和缴准而收紧，现券收益率整体上小幅上行，10年期国债收益率盘中超过前高，但国债现券收益率表现出高位钝化，国开债收益率在此阶段继续较大幅上行；第四周在央行1月25日定向降准和临时准备金动用安排（CRA）释放资金令资金面转向偏宽松、国开债达到新高、监管文件暂停公布和美债收益率高位止升企稳的影响下，现券收益率小幅下行。具体从月度数据来看，1Y期下行32bp至3.47%，3Y期下行15bp至3.63%，5Y期下行1bp至3.83%，7Y期上行1bp至3.91%，10Y期上行3bp至3.91%，15Y期上行1bp至4.19%，20Y期上行1bp

至 4.23%。

图 2：1 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

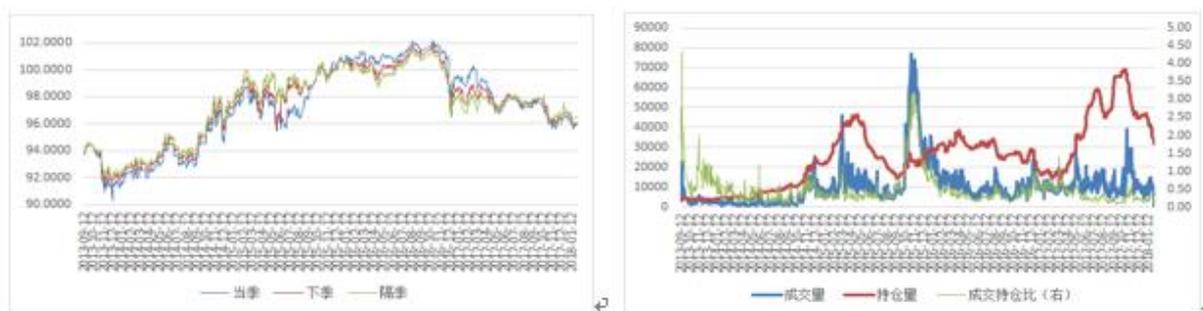
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬

截止到 1 月 31 日收盘，五年期国债期货主力合约 TF1803 收于 95.915 元，月跌 0.655 或 0.71%；下季合约 TF1806 收于 96.06 元，月跌 0.78 或 0.82%；隔季合约 TF1809 收于 96.525 元，月跌 0.675 或 0.29%；成交方面，主力合约 TF1803 成交量日均 9635 手，三个合约日均成交 10081 手；持仓方面截止到 1 月 31 日，主力合约 TF1803 持仓量为 26305 手，三个合约持仓达到 31771 手，较上月底大幅减少 14645 手。十年期国债期货主力合约 T1803 收于 91.94 元，月跌 1.215 或 1.31%；下季合约 T1806 收于 91.975 元，月跌 1.36 或 1.42%；隔季合约 TF1809 收于 92.11 元，月跌 1.285 或 1.4%；成交方面，主力合约 T1803 成交量日均 31244 手，三个合约日均成交 33956 手；持仓方面截止到 1 月 31 日，主力合约 T1803 持仓量为 37962 手，三个合约持仓达到 33956 手，较上月底减少 1896 手。

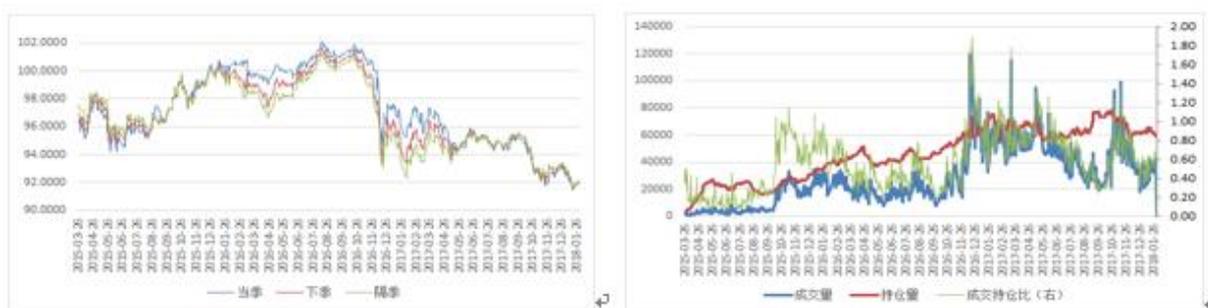
1 月第一周跨年后资金面由偏紧转偏宽松，但年初央行和银监会的监管文件密集落地，其中对市场利空影响较大的是规范代持业务的 302 号文和配套的 89 号文，并强调监管姓“监”，叠加年初公布的 PMI 数据好于和国开行重启 10 年期国开债发行的不利影响，期债跳水走弱，较大幅下跌；第二周和第三周市场延续对监管的担忧，并且随着油价的上涨调高通胀预期和货币政策收紧预期，叠加资金面面临月中缴税和缴准而收紧，10 年期国债收益率盘中小幅超过前高，但国债现券收益率表现出高位钝化，国开债收益率在此阶段继续较大幅上行，期债创出新低，盘中出现反套机会；第四周在央行 1 月 25 日定向降准和临时准备金动用安排（CRA）释放资金令资金面转向偏宽松、国开债达到新高、监管文件暂停公布和美债收益率高位止升企稳的影响下，期债底部反弹。整体上看，期债走势弱于现券，基差走高。

图 3: TF 价格走势（左）&T 成交与持仓（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）

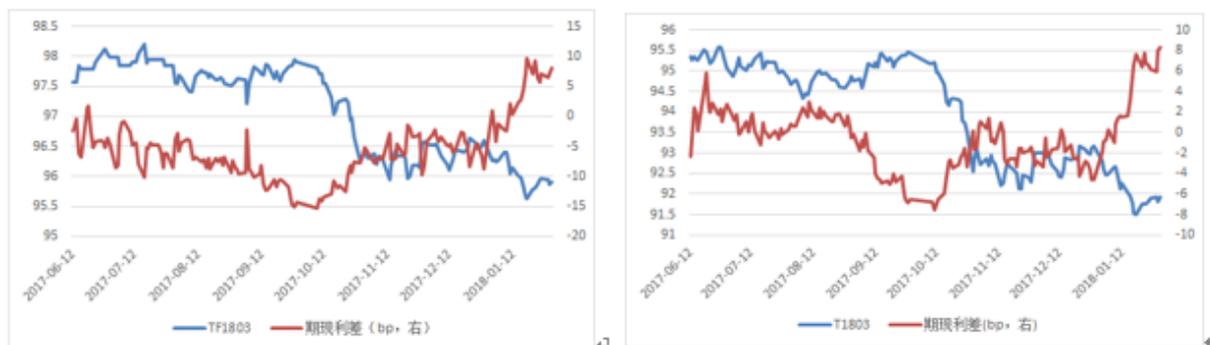


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比：期现利差正向扩大

从 1 月份的期现利差来看，随着 1 月国债期货价格先抑后扬，而现券价格走势强于期货，合约 TF1803 的期现利差由负转正，且正向不断走扩，合约 T1803 的期现利差由负转正，且正向不断扩大，1 月盘中出现反套机会，主要是因为 1 月初监管政策的密集发布，国债现券收益率上行幅度有限，呈现出一定的高位钝化现象，但国开债收益率大幅上行，期债更多地反映国开债的走势。

图 5: TF1803 结算价与期现利差 (左) & T1803 结算价与期现利差 (右)

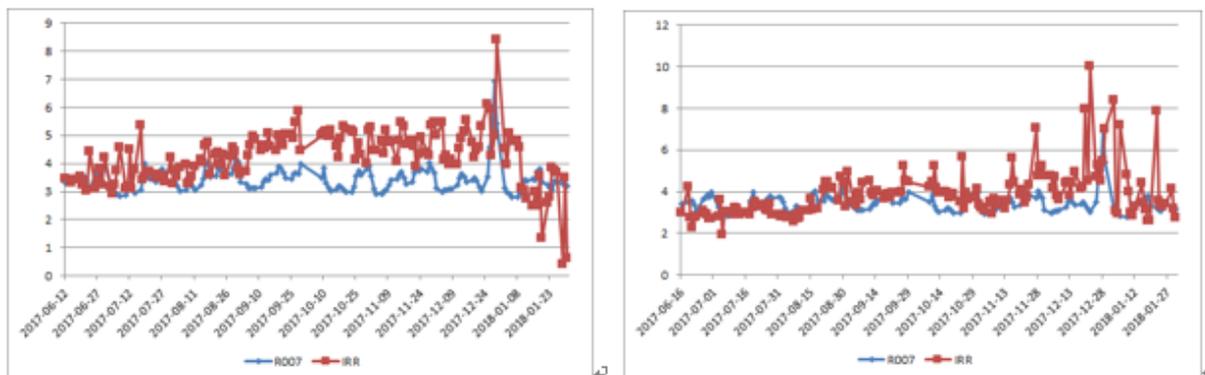


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 1 月份 TF1803 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 出现较大幅度下行, 而 R007 区间震荡, 在 1 月份 TF1803 合约无正套和反套机会; 从 1 月份主力合约 T1803 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 出现较大幅度下行, 而 R007 区间震荡, 在 1 月 T1803 有较多的无明显的正向期现套利机会, 盘中出现非 CTD 券的反套机会。

图 6: TF1803 活跃 CTD 券 IRR (左) & T1803 活跃 CTD 券 IRR (右)

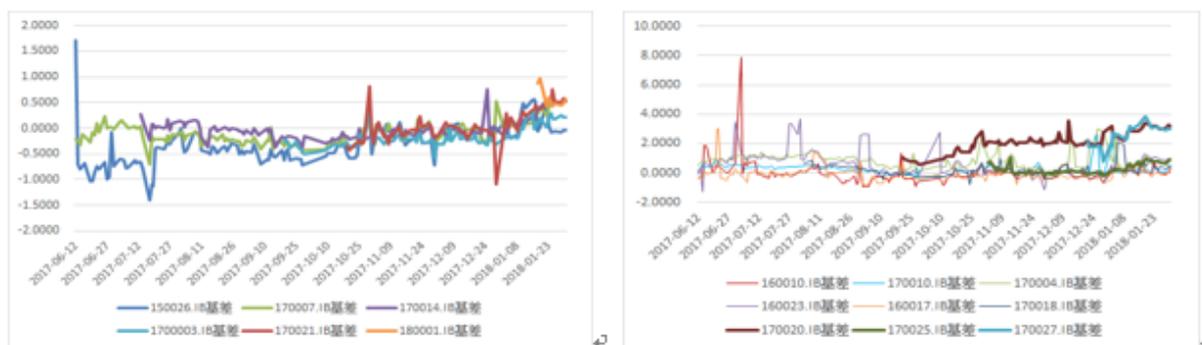


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB、170021.IB 和 180001.IB 的基差上行, 适宜做多基差; T1803 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170010.IB、170013.IB、170018.IB、170020.IB、170025.IB 和 170027.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 170004.IB 的基差先上后下。

图 7: TF1803 活跃券基差走势 (左) & T1803 活跃券基差走势 (右)

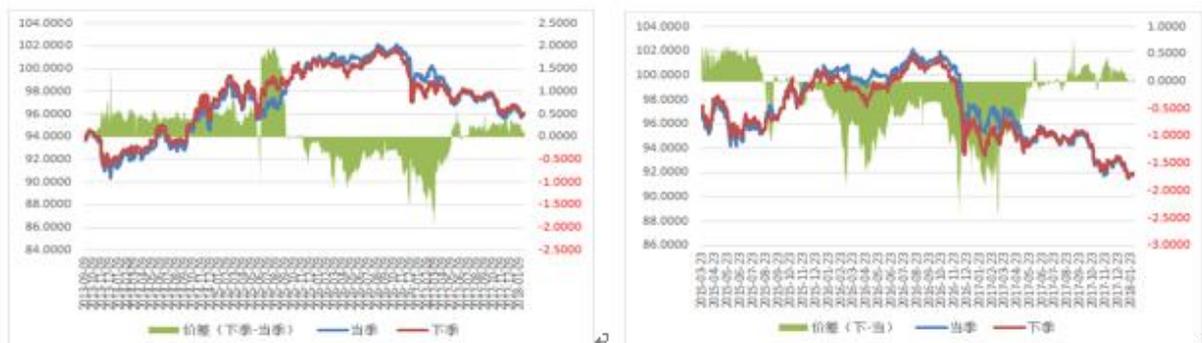


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 1 月份下旬, 国债期货处于移仓换月阶段, 比较明显的是五年期国债期货空头先移仓, 跨期价差正向收窄, 十年期国债期货跨期价差负向收窄后走扩, 变动不大。

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

2018 年 1 月财新中国制造业 PMI 为 51.5%, 与上月持平, 符合预期, 国家统计局公布的 1 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%, 预期 51.6%, 较上月下行 0.3%, 制造业延续稳步扩张态势。从官方制造业 PMI 的分类指数看, 生产指数、新订单指数分别为 53.5%和 52.6%, 比上个月回落 0.5%和 0.8%, 供给和需求有所放缓, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 59.7%和 51.8%, 分别比上月回落 2.5%和 2.6%, 并明显低于去年同期, 新出口订单指数为 49.5%, 比上

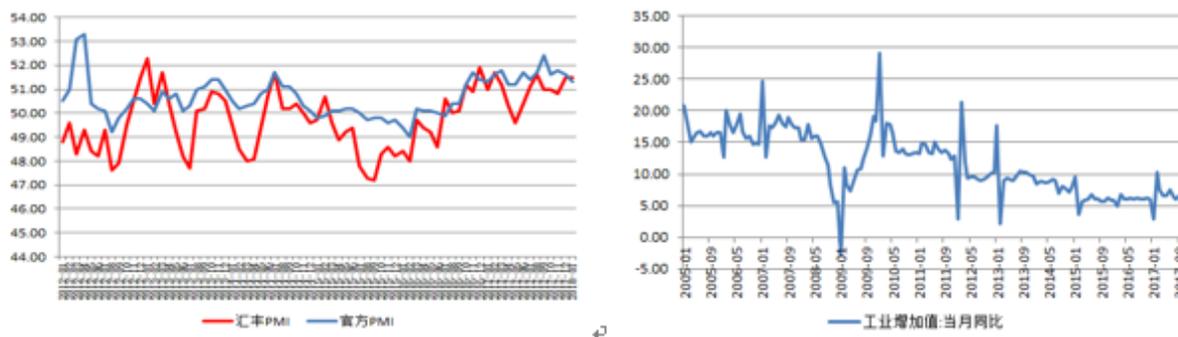
月回落 2.4%，进口指数为 50.4%，比上月回落 0.8%，受与圣诞、新年相关的国外市场需求提前释放等因素影响，出口有所放缓。从已经公布的数据来看，官方 PMI 低于预期，而财新 PMI 数据与预期相符，两者出现背离，但都处于扩张区间，2018 年 1 月经济仍表现韧性。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 12 月继续下行，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；12 月份基建投资增速继续小幅回落至 14.93%，目前基建对经济支撑力度在逐渐减弱；12 月份制造业投资增速止跌反弹至 4.8%，从投资角度来看，12 月房地产和基建投资增速延续小幅下行走势，但制造业投资开始反弹，整体投资增速或小幅下行；消费增速降至 9.4%，观察其下滑的持续性；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速小幅回落至 10.9%，进口增速大幅回落至 4.5%，贸易顺差较大幅增加，受到基数的影响，进出口增速可能会小幅放缓。

通胀方面，12 月份 CPI 为 1.8%，较上月上行 0.1%，略低于预期，PPI 回落至 4.9%，较上月回落 0.9%，与预期相差不大，蔬菜价格增速负向收窄，叠加年初天气，蔬菜价格对 CPI 的拖累可能会转变成拉动，猪肉价格下行速度延续放缓，猪价和鲜菜价格可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而从 2018 年 1 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 2018 年 1 月 PPI 同比继续下行，考虑到油价上涨，环比或小幅下行，2018 年 1 月 CPI 或小幅回升。

2017 年 12 月新增贷款 5769.49 亿元，较上月大幅减少约 5659 亿元，债券融资为 341.11 亿元，比上月小幅减少约 577 亿元，信用债供给压力较小；M2 同比为 8.2%，再创历史新低，较上月下行 0.9%，M1 较上月下行 0.9% 至 11.8%，导致 M1-M2 的剪刀差不变。预计 1 月社融增速或走高，特别是新增人民币贷款或走高，但其中的新增委托贷款和信托贷款受政策影响可能走低，M2 或小幅上行。

图 9：制造业 PMI（左） & 工业增加值（右）



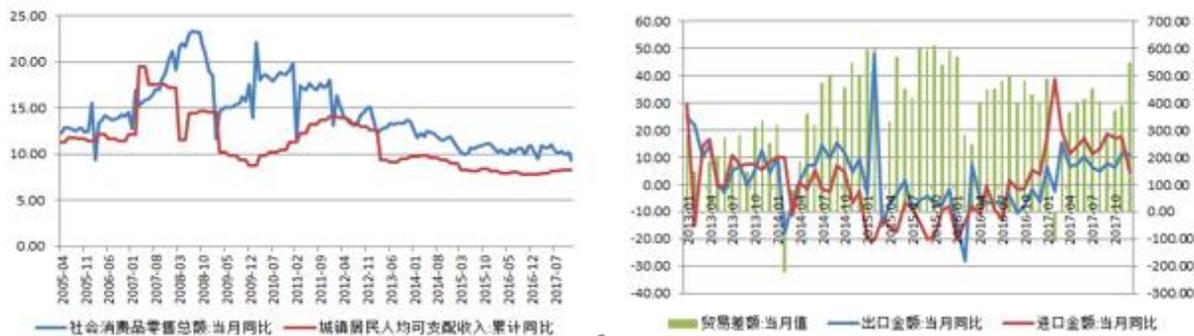
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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)



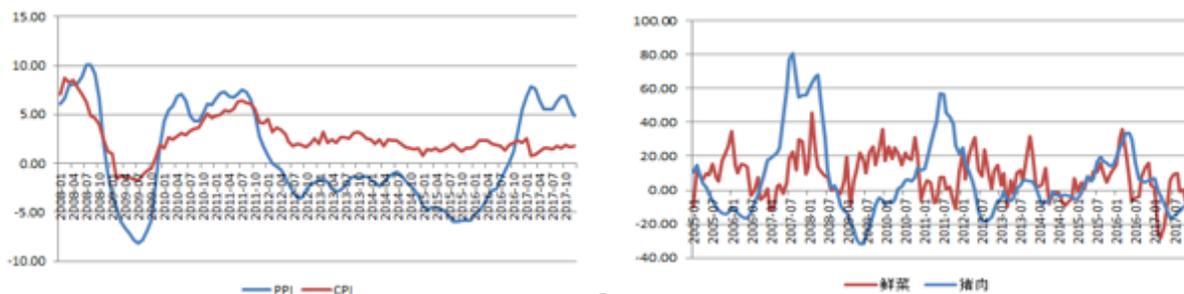
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



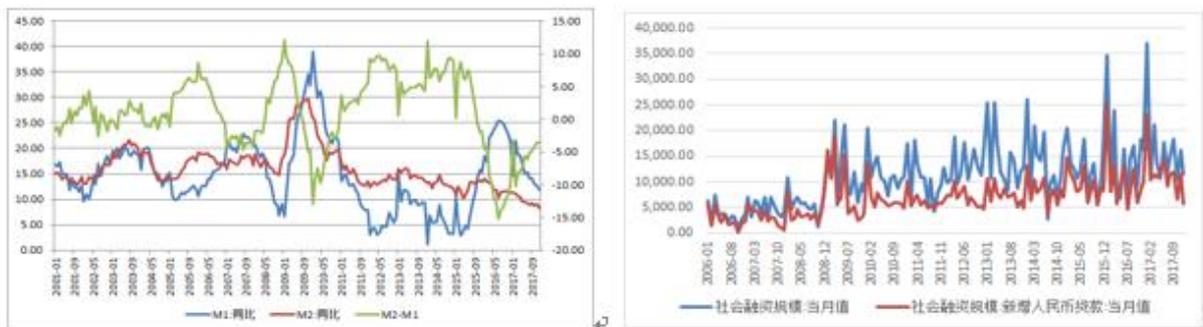
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

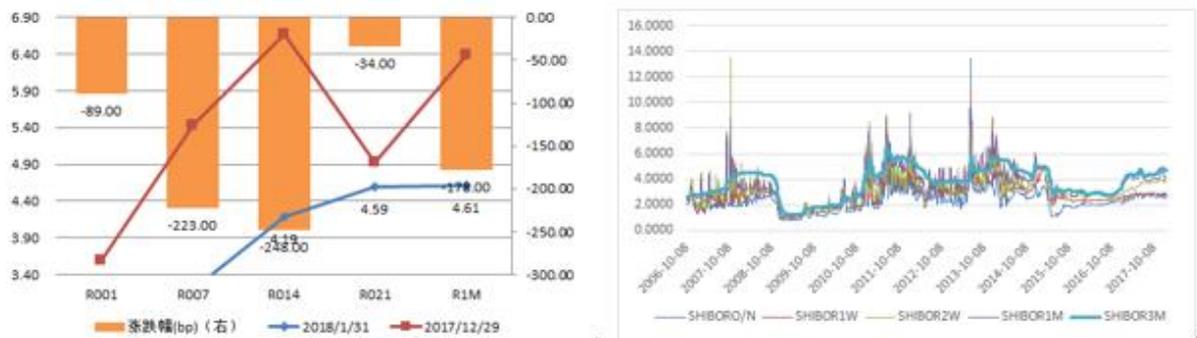
3.2 货币政策和监管政策

2018 年年初监管政策较超预期的密集发布, 其中包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的 302 号文和《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》的 89 号文, 89 号文是证监会落实 302 号文而下发的内容更加细化的配套文件, 随后银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法》(征求意见稿)、《商业银行委托贷款管理办法》和《进一步深化整治银行业市场乱象的通知》, 突出监管姓“监”, 并且多家银行收到罚单, 市场对监管的担忧一直存在, 预期 2 月份前期的资管新规征求意见稿的细则可能会落地; 货币政策目前定调仍是稳健中性, 央行在 1 月 25 日实施了定向降准, 并为维稳春节期间的资金面, 央行建立临时准备金动用安排(CRA), 但受到年初油价上涨、寒冷天气等原因市场通胀预期调高, 市场增加了对货币政策收紧的预期。

3.3 资金利率: 1 月资金面偏宽松, 2 月资金利率可能先下后上

1 月月初资金面在跨年后由紧转偏宽松, 资金利率较大幅下行, 1 月月中受到缴税和缴准的影响资金面偏紧, 1 月 25 日在央行普惠定向降准投放资金、临时准备金动用安排 (CRA) 和财政存款的投放, 资金面持续偏宽松, 在月底资金面亦呈现略超预期的宽松。从质押式回购利率来看, 隔夜下行 89bp 至 2.7%, 7 天下行 223bp 至 3.19%, 14 天下行 248bp 至 4.19%, 1M 下行 178bp 至 4.61%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 25bp 至 2.59%, 7 天下行 12bp 至 2.83%, 14 天下行 13bp 至 3.86%, 1M 下行 81bp 至 4.13%, 3M 下行 18bp 至 4.73%。1 月份有 28000 亿元公开市场操作到期, 央行进行 20100 亿元投放, 净回笼 7900 亿元, 1 月份有 2895 亿元 MLF 到期, 央行进行 3980 亿元 MLF 投放进行超额对冲, 1 月份有 800 亿元国库现金定存到期, 央行进行了 800 亿元国库现金定存, 中标利率较上期上升 10 个 bp, 2 月公开市场有 7535 亿元资金量到期, 其中包括 800 亿元国库现金定存到期和 2435 亿元 1 年期 MLF 到期, 到期压力较大且春节期间现金需求增加, 但央行已经进行临时准备金动用安排 (CRA) 来维稳资金面, 预计 2 月份资金面可能随着春节的临近由偏宽松转为偏紧。

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。