

2018年10月8日 星期一

兴证期货·研发中心

内容提要

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

021-20370946

shangfang@xzfutures.co[m](#)

● 行情回顾

9月期债先抑后扬，其中2年期债月涨0.02%收于99.39元，5年期债月跌0.25%收于97.76元，10年期债月跌0.35%收于94.785元；现券方面，主要期限国债收益率上行，其中2Y期上行7bp至3.14%，5Y期上行11bp至3.46%，10Y期上行3bp至3.61%，大多数活跃券基差下行。利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知，意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿，国债一级市场需求偏弱，二是据报道央行8月操作了定向正回购，回收流动性约3000亿元，叠加美联储9月大概率加息，市场谨慎情绪升温，三是资金面较8月边际收紧，四是公布的物价数据和金融数据高于预期，基本面对债市不利；利多因素一是美联储加息靴子落地且央行并未跟随上调OMO操作利率，二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温，银行理财新规落地，三是月底信用债违约事件再现，一定程度上降低市场风险偏好，四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少，预期供给压力边际缓和。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的9月官方和财新PMI显示经济继续走弱，但市场对基建反弹预期较高；从政策面看，央行定向降准100bp和银行理财新规落地，对债市偏利好；从资金面看，10月资金面可能受到缴税扰动但整体资金面或维持偏宽松；从供给端看，10月地方政府债供给压力边际缓和；从需求端看，国债需求或有边际好转的可能性。10月期债可能偏强震荡，但考虑到美债收益率的上行，期债的上行空间有限。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较弱，发行规模小幅减少

2018年9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33009.86亿元，较上月增加824.71亿元，其中地方债供给规模为7485.46亿元，较上月减少1344.24亿元，地方债供给规模或将小幅减少；国债发行规模合计为3246.6亿元，较上月减少448.24亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率但投标倍数约不足2倍，因地方政府专项债的发行加快对国债需求有一定的挤出效应；同业存单供给规模为19964.4亿元，较上月增加2938.8亿元，同业存单利率出现程度不一下行，截止9月30日，1个月同业存单发行利率为2.7316%，3个月同业存单发行利率为2.855%，6个月同业存单发行利率为3.33%，分别较上月底变动-4.17bp、-19.55bp和-34.78bp；政策性银行债供给规模为2313.40亿元，较上月减少321.6亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求相对有所增加。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行



数据来源：Wind，兴证期货研发部

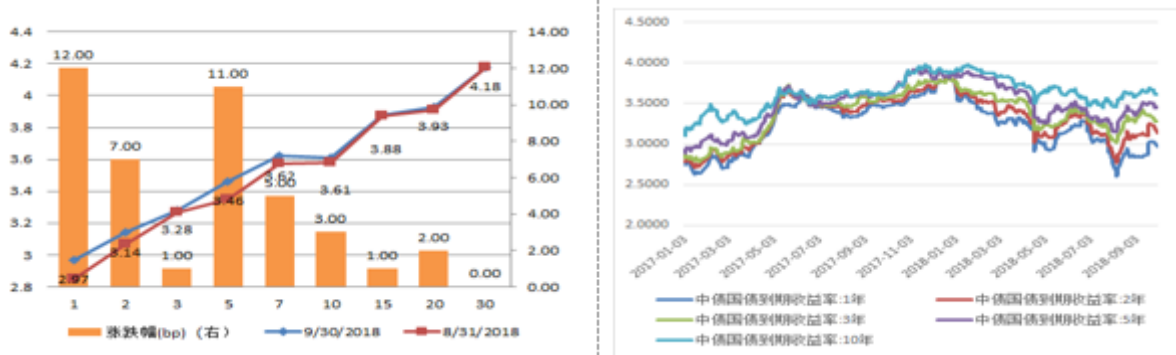
1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现程度不一的上行

9月主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中1年期收益率上行12bp至2.97%，5年期收益率上行11bp至3.46%，10年期收益率上行3bp至3.61%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约9bp，10-5年利差走平约8bp。9月国债收益率先上后下，整体呈现出区间震荡，利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知，要求地方政府债比照国债，意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿，令国债一级市场需求偏弱二是据报道央行8月操作了定向正回购，回收流动性约3000亿元，叠加美联储9月大概率加息，令市场谨慎情绪升温，三是央行仅等量平价续作到期MLF，资金面较8月边际收紧，四是公布的物价数据和金融数据高于预期对债市不利，且投资等经济数据继续走弱迹象暂不明显；利多因素一是美联储9月加息靴子落地且央行并未跟随上调公开市场操作利率，二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温，银行理财新规落地，三是月底信用债违约事件再现，一定程度上降低市场

风险偏好，四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少，预期供给压力边际缓和。

。从月度数据来看，1Y 期上行 12bp 至 2.97%，2Y 期上行 7bp 至 3.14%，3Y 期上行 1bp 至 3.28%，5Y 期上行 11bp 至 3.46%，7Y 期上行 5bp 至 3.62%，10Y 期上行 3bp 至 3.61%，15Y 期上行 1bp 至 3.88%，20Y 期上行 2bp 至 3.93%，30Y 期上行 0bp 至 4.18%。

图 2：9 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 期货市场行情回顾

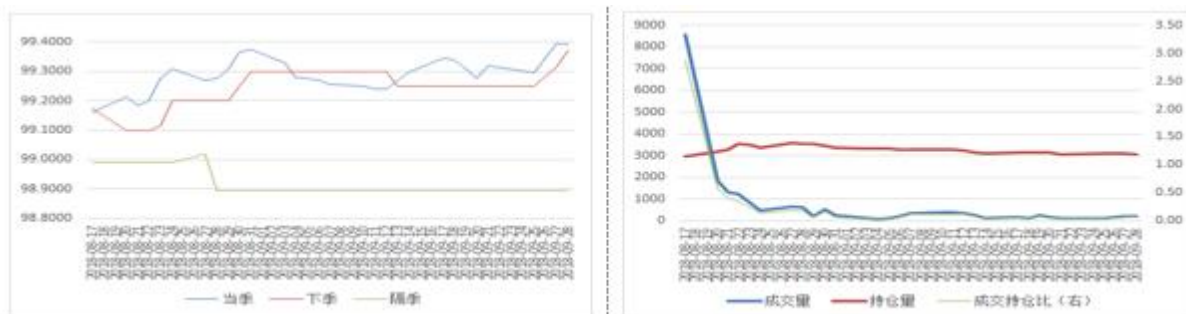
2.1 期债先抑后扬，整体走弱

截止到 9 月 28 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.39 元，月涨 0.05 或 0.02%；下季合约 TS1903 收于 99.37 元，月涨 0.135 或 0.07%；隔季合约 TS1906 收于 98.895 元，月涨 0.05 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1812 成交量日均 209 手，三个合约日均成交 219 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 TS1812 持仓量为 2998 手，三个合约持仓达到 3050 手，较上月底减少 315 手。五年期国债期货主力合约 TF1812 收于 97.76 元，月跌 0.12 或 0.25%；下季合约 TF1903 收于 97.835 元，月涨 0.06 或 0.14%；隔季合约 TF1906 收于 97.54 元，月跌 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1812 成交量日均 5102 手，三个合约日均成交 5105 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 TF1812 持仓量为 19007 手，三个合约持仓达到 19023 手，较上月底增加 4055 手。十年期国债期货主力合约 T1812 收于 94.785 元，月跌 0.215 或 0.35%；下季合约 T1903 收于 94.755 元，月跌 0.425 或 0.52%；隔季合约 T1906 收于 94.29 元，月跌 0.00 或 0.22%；成交方面，主力合约 T1812 成交量日均 29485 手，三个合约日均成交 29519 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 T1812 持仓量为 54407 手，三个合约持仓达到 54611 手，较上月底增加 2185 手。

9 月期债先抑后扬，整体呈区间偏弱震荡，利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知，要求地方政府债比照国债，意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿，令国债一级市场需求偏弱二是据报道央行 8 月操作了定向正回购，回收流动性约 3000 亿元，叠加美联储 9 月大概率加息，令市场谨慎情绪升温，三是央行仅等量平价续作到期 MLF，资金面较 8 月边际收紧，四是公布的物价数据和金融数据高于预期对债市不利，且投资等经济数据继续走弱迹象暂不明显；利多因素一是美联储 9 月加息靴子落地且央行并未跟随上调公开市

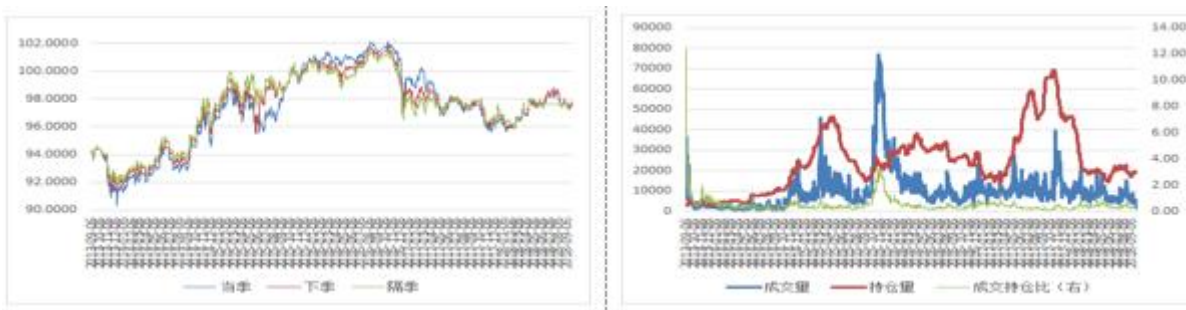
场操作利率，二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温，银行理财新规落地，三是月底信用债违约事件再现，一定程度上降低市场风险偏好，四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少，预期供给压力边际缓和。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



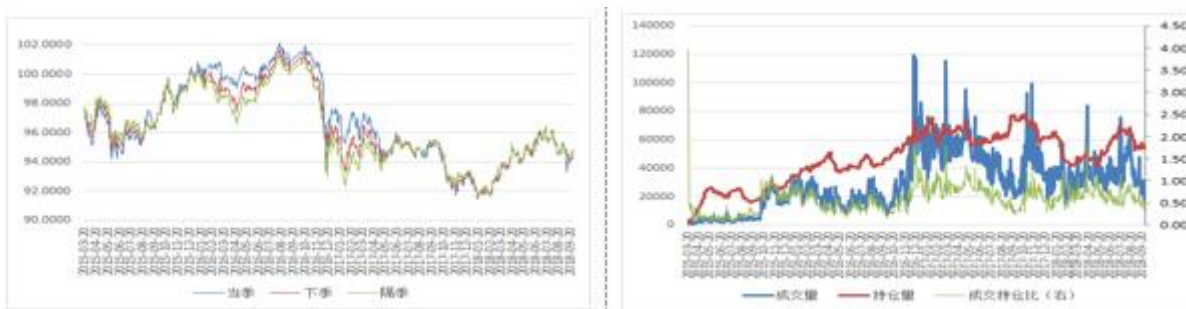
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓



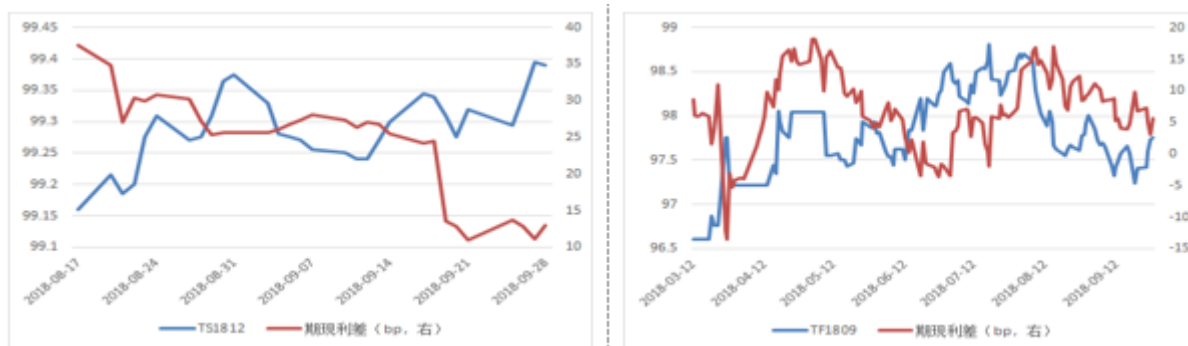
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差震荡下行

从 9 月份的期现利差来看, 9 月国债期货价格先下后上区间震荡, 现券收益率震荡上行, 2

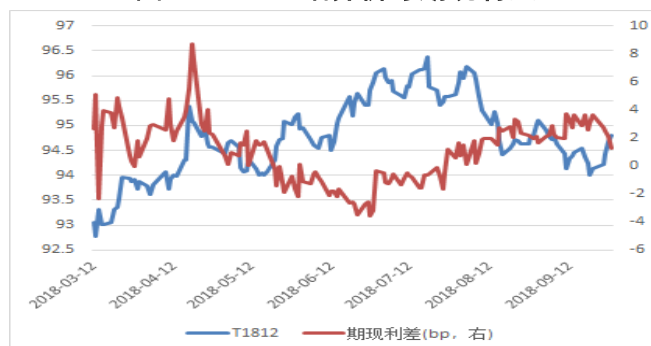
年期债走势强于现券，5 年期债走势强于现券，10 年期债走势略强于现券，合约 TS1812 合约期现利差震荡下行至约 13bp，合约 TF1812 的期现利差震荡下行至约 5.6bp，合约 T1812 的期现利差窄幅震荡至约 1.2bp。

图 6：TS1812 结算价与期现利差&TF1812 结算价与期现利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：T1812 结算价与期现利差

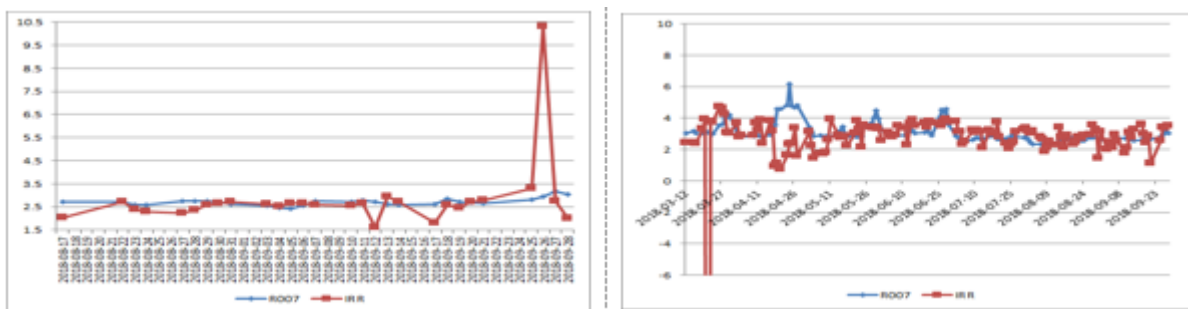


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 期现套利

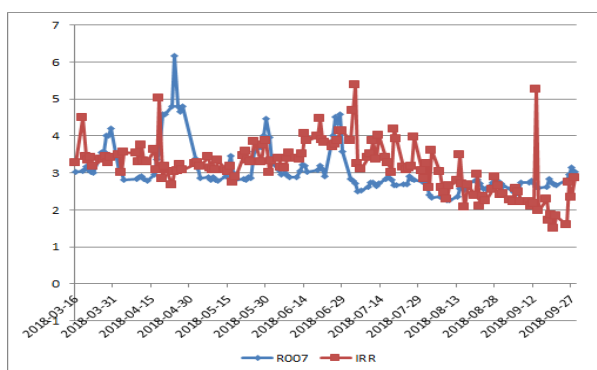
从 9 月份 TS1812 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅震荡，而 R007 先下后上，仅在 9 月 26 日 TS1812 合约有明显的期现套利机会；从 9 月份主力合约 TF1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡上行，而 R007 先下后上，在 9 月 TF1812 合约无明显的正向和反向期现套利机会；从 9 月份主力合约 T1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅震荡，而 R007 先下后上，仅在 9 月 13 日 T1812 合约有较明显的正向期现套利机会。

图 8：TS1812 活跃 CTD 券 IRR&TF1812 活跃 CTD 券 IRR



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9: T1812 活跃 CTD 券 IRR



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

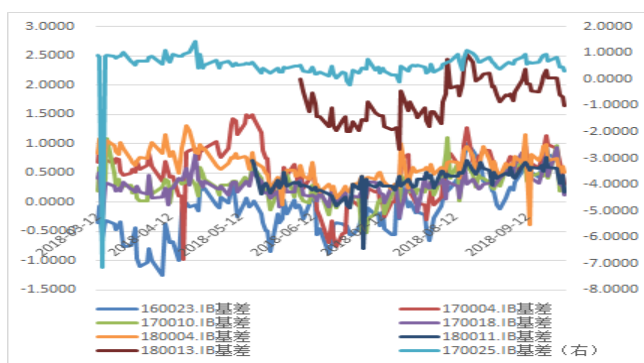
TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB 基、170016.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 基差震荡下行，适宜做空基差；TF1812 的活跃券 160025.IB、160020.IB、180009.IB、180001.IB 和 180016.IB 基差震荡下行，适宜做空基差，160014.IB 基差震荡上行，适宜做多基差；T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下，其中、170004.IB、170010.IB、170018.IB、170025.IB、180011.IB 和 180013.IB 基差震荡下行，适宜做空基差，160023.IB 和 180004.IB 基差震荡上行，适宜做多基差。

图 10: TS1812 活跃券基差走势&TF1812 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: T1812 活跃券基差走势

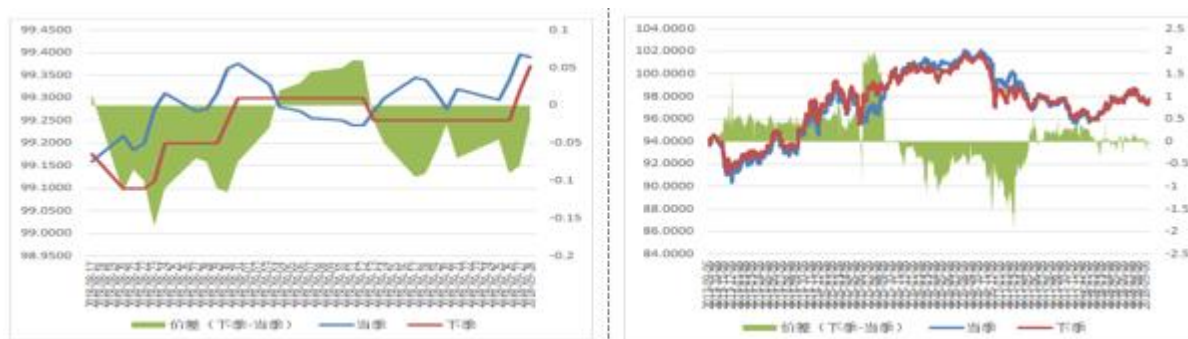


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨期价差

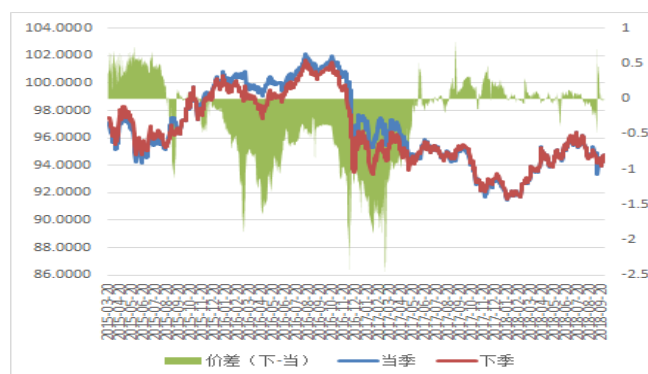
9 月国债期货处于移仓换月阶段，五年期债价差正向先走扩后收窄，推荐的多下空当跨期策略止盈；十年期债价差先由正转负后负向走扩，推荐的多下空当跨期策略止损。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: T 当季、下季及价差走势



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

国家统计局公布的 9 月中国官方制造业 PMI 为 50.8%，较上月下行 0.5%。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.0%和 52.0%，分别比上月下行 0.3%和下行 0.2%，新订单指数延续下行走势，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 48.0%和 48.5%，比上月下行 1.4%和 0.6%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 59.8%，较上月继续上行 1.1%，与国内原材料价格走势一致，其中黑色、石油加工等上游原材料购进价格指数位于 63.0%以上的高位运行区间。9 月财新 PMI 为 50%，较上月下行 0.6%，延续下行趋势且位于荣枯分界线上，经济下行压力正在显现。

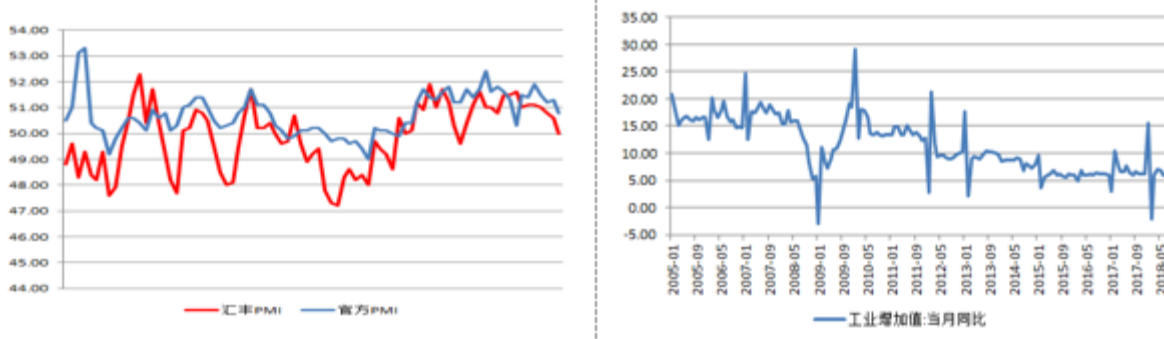
从房地产销售来看，房地产开发投资在 8 月下降 0.1%至 10.1%，商品房销售面积增速小幅下降 0.2%至 4.0%，房地产开发增速小幅回落，目前仍在高位，前期土地增值费增速影响将减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资将会回落；8 月份基建投资增速下行 1.5%至 4.2%，基建增速延续下滑，但中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整

上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板力度”，且在近期发改委再次强调基建对经济下行的对冲作用，市场预计基建投资增速大概率低位反弹，且反弹幅度较前期预期有所提高；8月份制造业投资增速继续回升0.2%至7.5%，制造业投资增速延续小幅反弹走势；社零增速上行0.2%至9.0%，消费增速超预期有所反弹；出口增速下行2.3%至9.8%，进口增速下行7.4%至19.9%，进出口增速走低但高于预期，贸易顺差正向略微减少，中美贸易摩擦的影响暂未显现。

通胀方面，8月份CPI较上月上行0.2%至2.3%，高于市场预期，创近1年半高点，猪肉价格下降速度进一步趋缓，鲜菜价格因寿光洪水等事件影响而价格走高，PPI较上月下行0.5%至4.1%，蔬菜价格增速正向继续小幅反弹0.5%至4.3%，猪肉价格下行速度减少4.7%至-4.9%，猪价仍可能是2018年拉动CPI的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对CPI的正向拉动作用可能减弱，预计9月PPI同比增速或继续小幅回落，CPI同比或小幅回落。

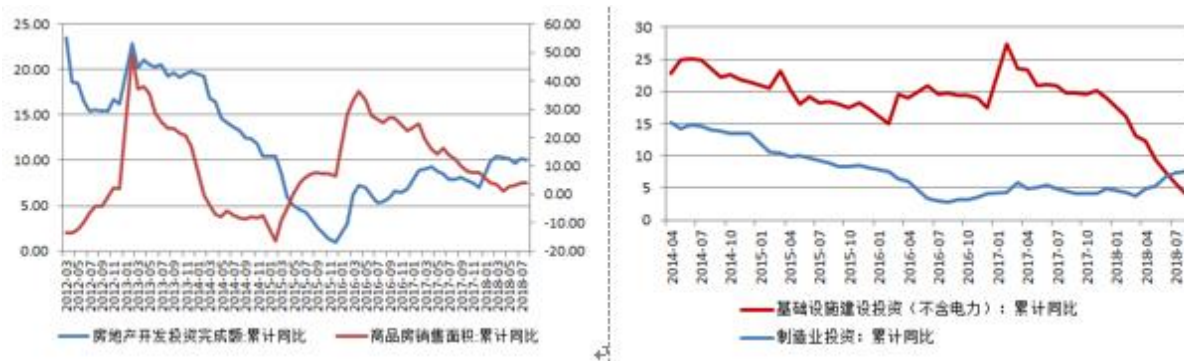
2018年8月新增人民币贷款13140.00亿元，较上月增加约278.85亿元，企业债融资为3376.50亿元，较上月增加约1191.76亿元，企业债发行较大幅度增加，委托贷款为-1206.63亿元，较上月减少256.14亿元，信托贷款为-688.48亿元，较上月增加503.43亿元，银行承兑汇票为-778.74亿元，较上月增加约1965.05亿元，在资管新规细则对非标投资有所放松后，8月非标融资中信托贷款和银行承兑汇票虽仍然下行，但下行速度放缓，叠加企业债增幅较大，虽表内信贷规模低于预期，但社融整体表现好于预期；M2同比为8.2%，较上月下降0.3%，M2下行而社融止跌企稳，M1较上月下行1.2%至3.9%，M1-M2的剪刀差为正且小幅走扩。7月20日公布的资管新规执行细则中规定“公募基金可投资非标”，非标规模下降速度或继续趋缓，社融可能会逐渐回升。预计9月社融增速或继续小幅回升，新增人民币贷款或小幅下滑，M2增速或小幅上行。

图 14：制造业 PMI&工业增加值



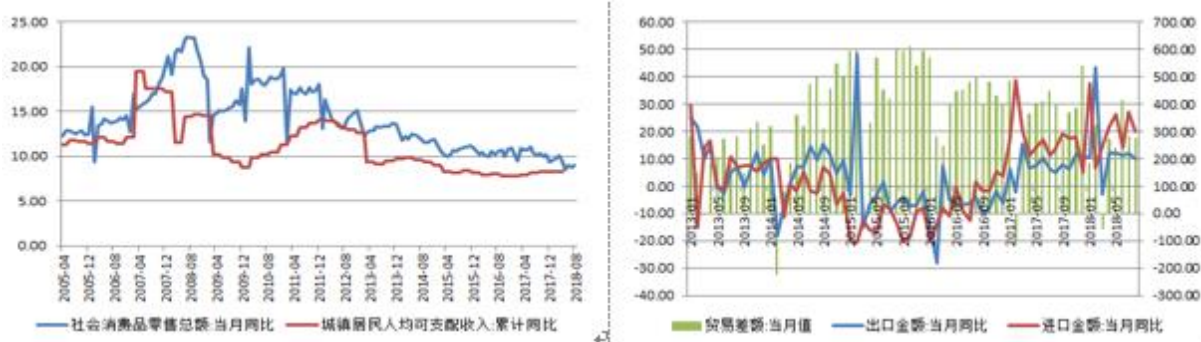
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



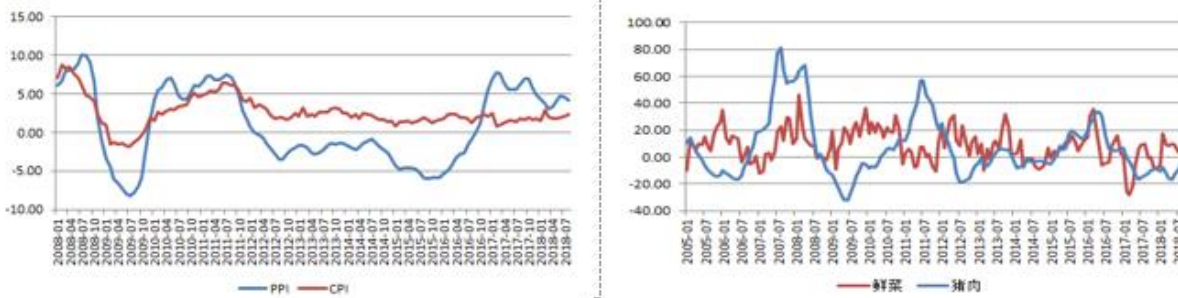
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



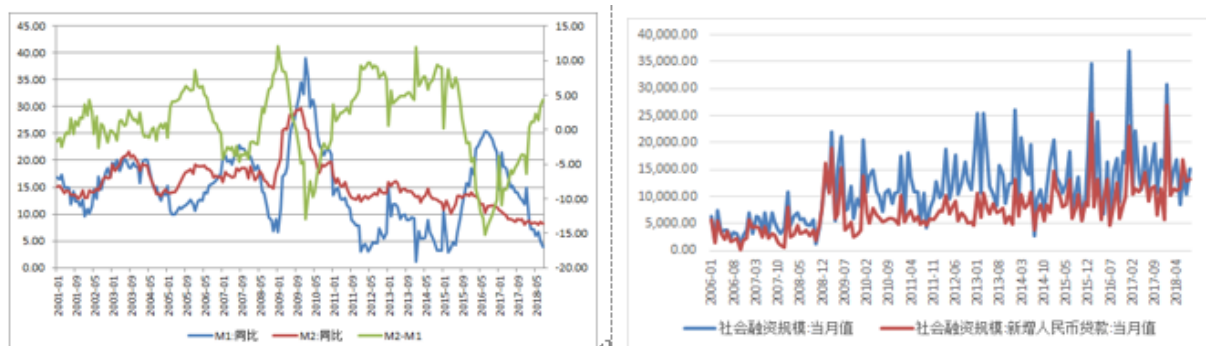
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

9 月上旬银保监会发布关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知,要求地方政府债比照国债,不再受投资于本行承销的债券不应超过当只债券发行量的 20% 限制;据外媒报道央行 8 月操作了定向正回购,回收流动性约 3000 亿元;9 月 27 日美联储如期加息,靴子落地,并且首次删除“货币政策立场仍然宽松”的表述,央行并未跟随上调公开市场操作利率,同时在前一日国务院会议强调完善定向降准,9 月底陕西略阳县财政局印发的《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》明确表示,隐性债务不可能再进行债券置换,化解方案不得再作争取财政资金和债券置换的计划安排,虽然在财政部发文后地方政府专项债发行速度和规模加快,且从投标倍数可以看出认购热情较高,但严控地方政府隐性债务仍是前提条件。

3.3 资金利率: 9 月资金面边际收紧, 预计 10 月维持偏宽松

9 月资金面受缴税、地方政府专项债发行速度和规模增加和 8 月央行正回购回笼资金影响,资金面边际收紧,月末尽管央行在公开市场暂停操作回但由于财政存款的投放,资金面相对平稳跨季和跨节。从质押式回购利率来看,隔夜上行 38bp 至 2.70%, 7 天上行 38bp 至 3.01%, 14 天上行 25bp 至 3.62%, 1M 上行 76bp 至 3.39%;从 shibor 利率变动来看,月度隔夜上行 34bp 至 2.65%, 7 天上行 14bp 至 2.77%, 14 天上行 79bp 至 3.47%, 1M 上行 8bp 至 2.80%, 3M 下行 4bp 至 2.85%。9 月份有 5600 亿元逆回购操作到期,央行进行 7200 亿元投放,净投放 1600 亿元,9 月份有 6400 亿元 MLF 到期,央行进行 6600 亿元 MLF 投放,净投放 200 亿元,9 月份有 1000 亿元国库现金定存到期,央行进行了 1200 亿元国库现金定存,在 9 月 21 日进行的 1200 亿元国库现金定存中标利率随行就市下行 9bp,9 月央行在公开市场上净投放 4450 亿元(包括国库现金定存),特别是在 9 月 17 日央行超预期进行 2650 亿元 MLF 操作,提前对冲政府债券发行和缴税带来的冲击;10 月公开市场有 7615 亿元资金量到期,其中包括 4515 亿元 1 年期 MLF 到期、1500 亿元国库现金定存到期和 1600 亿元 14 天期逆回购到期,到期压力较大,央行已经在 10 月 7 日宣布在 10 月 15 日定向降准 100bp 置换到期的 MLF,净投放约 7500 亿元,考

虑到 10 月是传统的缴税大月，预计资金面会有扰动，但央行《二季度货币政策执行报告》中明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，资金面可能仅阶段性趋紧，整体维持偏宽松。

图 19：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：10 月期债可能反弹，但幅度有限

从经济基本面来看，公布的 9 月官方和财新 PMI 显示经济继续走弱，但市场对基建反弹预期较高；从政策面看，央行定向降准 100bp 和银行理财新规落地，对债市偏利好；从资金面看，10 月资金面可能受到缴税扰动但整体资金面或维持偏宽松；从供给端看，10 月地方政府债供给压力边际缓和；从需求端看，国债需求或有边际好转的可能性。10 月期债可能偏强震荡，但考虑到美债收益率的上行，期债的上行空间有限。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

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。