

## 9 月期债走势偏强，10 月或继续

2017 年 10 月 9 日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

高歆月

从业资格号：F3023194

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

### 内容提要

行情回顾：9 月期债走势偏强震荡，其中十年期债涨幅大于五年期债，且五年期债走势强于现券，正向套利机会相对较多，主要原因一是 PMI 数据超预期向好，但 8 月工业增加值和固定资产投资等不及预期，基本面对债市支撑力度在边际上增强，二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准，美国如预期缩表并暗示 12 月可能加息，三是 9 月资金面在央行维稳操作下，虽然处于紧平衡但不及预期。现券方面，5 年期国债收益率上行 1bp 至 3.62%，10 年期国债收益率下行 2bp 至 3.61%。

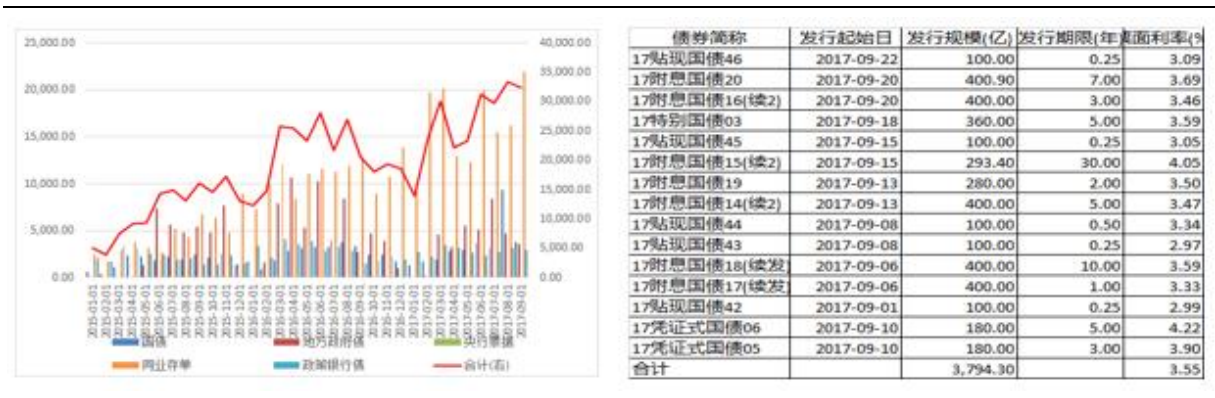
后市展望与操作建议：从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性可持续性存疑，CPI 有小幅上行压力，PPI 大概率震荡走低，基本面对债市支撑力度在边际上有所增强；从政策面看，央行公布自 2018 年起实施定向降准，对普惠金融贷款余额或增量占比 1.5% 的商业银行降准 0.5%，占比达到 10% 的银行可再下调 1%，同时市场对国内监管担忧仍存，国外美联储如预期缩表并暗示 12 月可能加息；从资金面看，9 月资金面在央行维稳下不及预期的紧张；从供给端看，国债供给大幅减少；从需求端看，一级市场需求偏弱，中标利率虽略低于二级市场收益率，但投标倍数不高。操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或关注正套机会。

# 1 现货市场行情回顾

## 1.1 国债现券市场：一级市场需求转弱，国债发行大幅减少

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32319.11亿元,较上月减少1118.55亿元,其中地方债供给规模为3556.41亿元,较上月减少1140.95亿元,四季度地方债发行规模和速度或将加快;国债发行规模合计为3794.3亿元,较上月大幅减少5543亿元,大部分期限国债投标倍数较低,显示一级市场需求有所减弱,中标利率与二级市场相差不大,四季度国债计划发行41只,其中记账式国债22只,供给压力较大;同业存单供给规模为22007.2亿元,较上月大幅增加5796.6亿元。

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涨跌不一

9月除1年和5年期国债收益率上行外,其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的下行,长端下行幅度大于短端,收益率曲线继续走平。主要原因一是PMI数据超宇期向好,但8月工业增加值和固定资产投资等不及预期,基本面对债市支撑力度在边际上增强,二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准,美国如预期缩表并暗示12月可能加息,三是9月资金面在央行维稳操作下,虽然处于紧平衡但不及预期,但在下半个月国债需求有所偏弱,债市继续小幅震荡。具体从月度数据来看,1Y期上行8bp至3.47%,3Y期下行1bp至3.57%,5Y期上行1bp至3.62%,7Y期下行1bp至3.69%,10Y期下行2bp至3.61%,15Y期下行5bp至4.06%,20Y期下行5bp至4.09%。

图 2：9 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

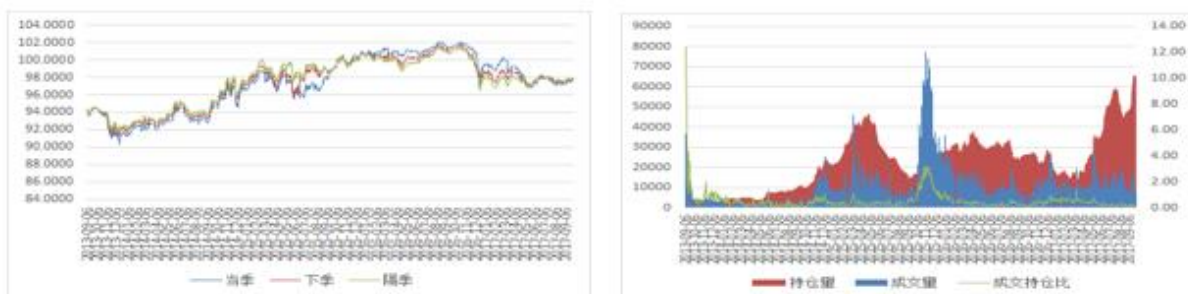
## 2 期货市场回顾

### 2.1 期债偏强震荡

截止到 9 月 29 日收盘，五年期国债期货交割月合约 TF1709 收于 97.21 元，月涨 0.05 元或 -0.18%；主力合约 TF1712 收于 97.695 元，月涨 0.16 或 0.15%；隔季合约 TF1803 收于 97.91 元，月涨 0.29 或 0.28%；成交方面，主力合约 TF1712 成交量日均 9200 手，三个合约日均成交 9258 手；持仓方面截止到 9 月 29 日，主力合约 TF1712 持仓量为 64470 手，三个合约持仓达到 65392 手，较上月底较大幅增加 17105 手。十年期国债期货交割月合约 T1709 收于 94.35 元，月涨 0.25 元或 -0.22%；主力合约 T1712 收于 95.19 元，月涨 0.37 或 0.36%；隔季合约 T1803 收于 95.45 元，月涨 0.59 或 0.62%；成交方面，主力合约 T1712 成交量日均 29052 手，三个合约日均成交 29215 手；持仓方面截止到 9 月 29 日，主力合约 T1712 持仓量为 71544 手，三个合约持仓达到 73541 手，较上月底增加 10788 手。

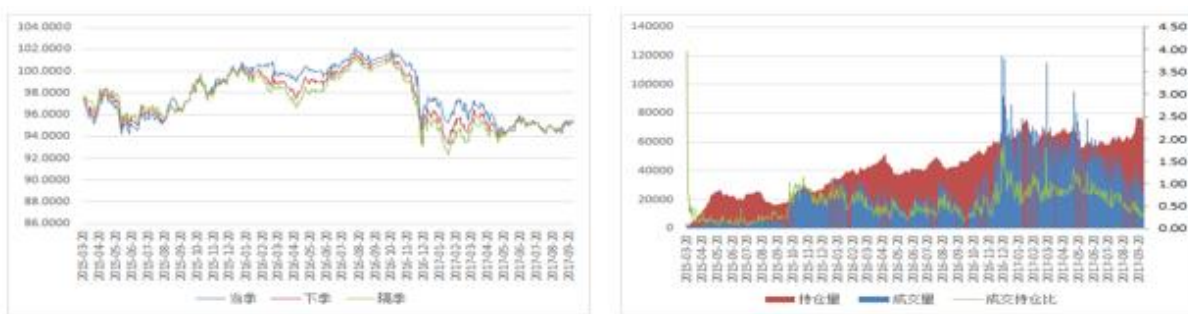
期债走势偏强震荡，其中十年期债涨幅大于五年期债，且五年期债走势强于现券，正向套利机会相对较多，主要原因一是 PMI 数据超宇期向好，但 8 月工业增加值和固定资产投资等不及预期，基本面对债市支撑力度在边际上增强，二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准，美国如预期缩表并暗示 12 月可能加息，三是 9 月资金面在央行维稳操作下，虽然处于紧平衡但不及预期。

图 3: TF 价格走势 (左) & TF 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)

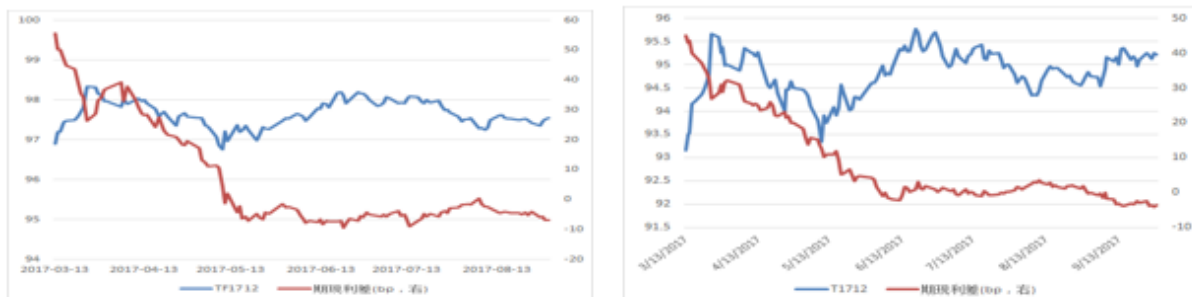


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差继续负向走扩

从 9 月份的期现利差来看, 随着 9 月国债期货价格震荡走高, 而现券价格走势继续弱于期货, 合约 TF1712 的期现利差较之上个月继续负向扩大, 合约 T1712 的期现利差较之上个月也负向走扩, 9 月期债升水幅度有所扩大, 即期债价格涨幅大于现券价格涨幅。

图 5: TF1712 结算价与期现利差 (左) & T1712 结算价与期现利差 (右)

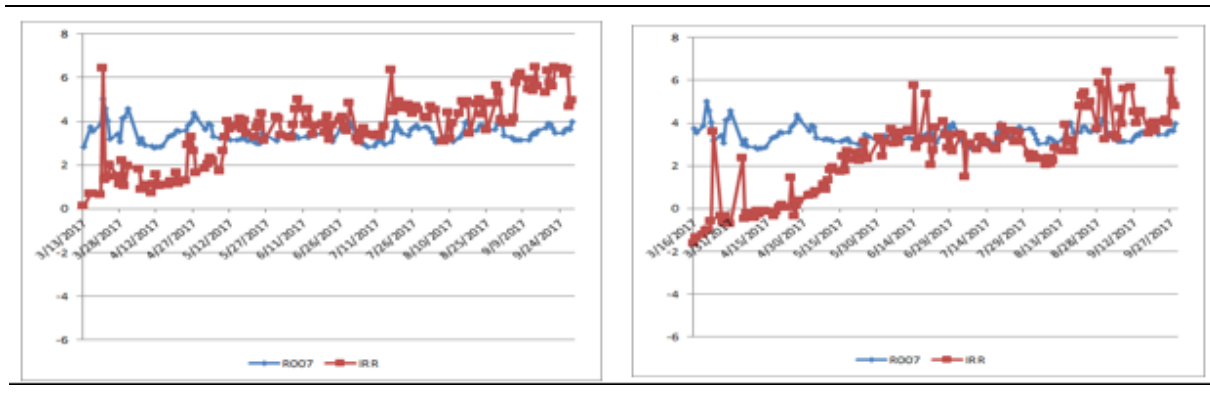


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利机会

从9月份TF1712合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先走高后回落，而R007震荡走高，在9月份TF1712合约有较多的正向期现套利机会；从9月份主力合约T1712活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR震荡走高，而R007也震荡走高，在9月下半个月T1712有正向期现套利机会。

图6: TF1712 活跃 CTD 券 IRR (左) &T1712 活跃 CTD 券 IRR (右)

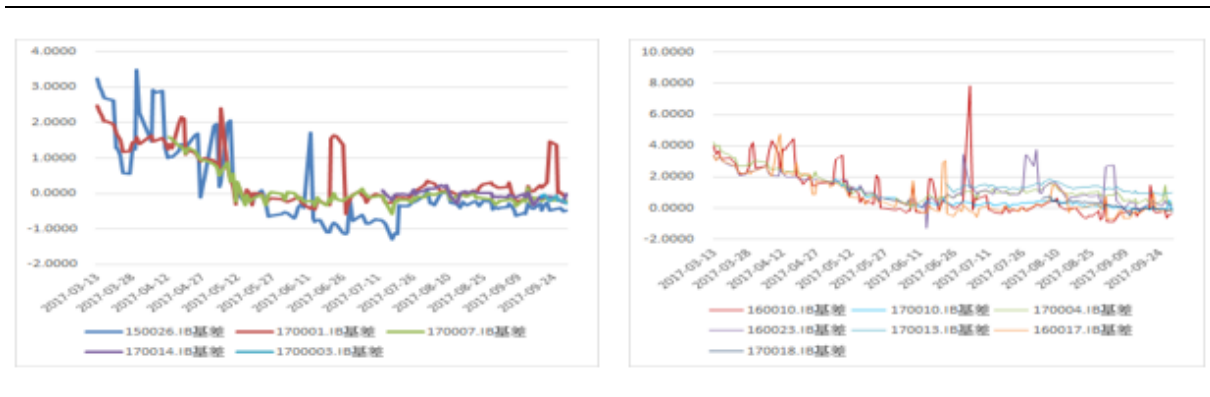


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差走势

TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、1700003.IB 的基差震荡走低，适宜做空基差，170007.IB 和 170014.IB 的基差微幅走高；T1712 合约的活跃券 160010.IB 和 160023.IB、160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB 和 170018.IB 的基差走低，适宜做空基差。

图7: TF1712 活跃券基差走势 (左) &T1712 活跃券基差走势 (右)

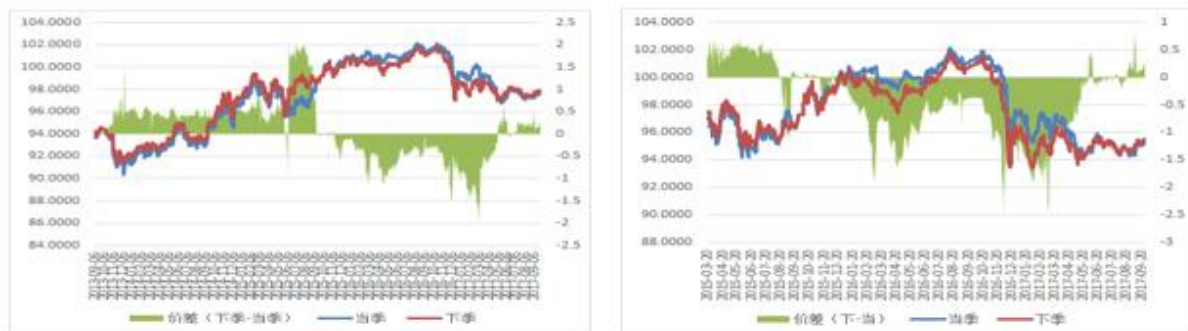


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差分析

在 9 月份，国债期货不处于移仓换月阶段，五年期债和十年期债跨期价差先震荡走高后再次走低，由于期债不处于移仓换月阶段，暂无跨期策略推荐。

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

2017 年 9 月财新中国制造业 PMI 为 51.0%，为今年 6 月以来低点，低于 8 月 0.6%，预期为 51.5%，但仍然连续第四个月超过 50.0% 临界值，显示制造业扩张速度继续放缓，与官方制造业 PMI 并不一致，国家统计局公布的 9 月制造业 PMI 为 52.4%，比 8 月上升 0.7%。从财新数据来看，9 月新订单增速降至三个月来最低，部分受访厂商表示，市况改善有助促进销售，另一些厂商则反映，客户需求疲弱，影响了新业务增长，与新订单类似，产出增速降至 6 月以来最低点，9 月制造业企业平均成本负担大幅加速上升为九个月来最显著，许多受访厂商表示，这与原料成本上涨有关，制造业产品出厂价格也因此加速上升。从已经公布的数据来看，短期经济韧性可持续存疑。

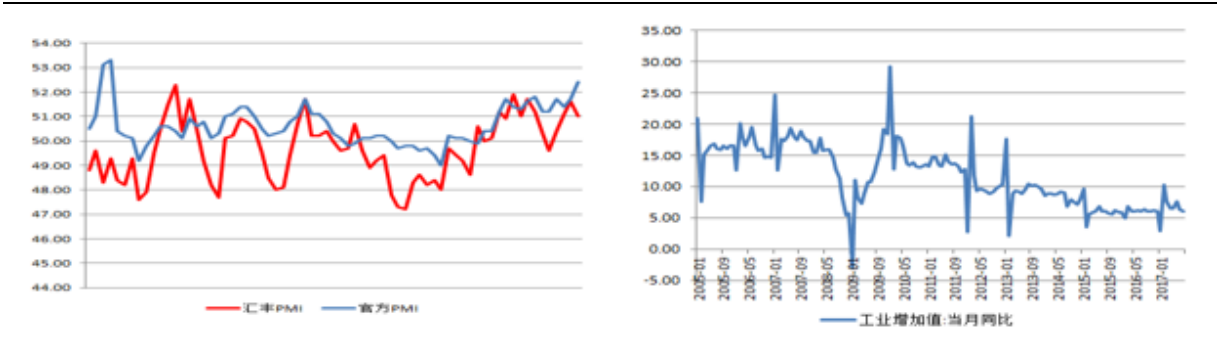
从房地产销售来看，房地产开发投资在 8 月持平，商品房销售面积增速继续放缓，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或将震荡回落；8 月份基建投资增速小幅回落至 16.09%，目前基建对经济支撑力度仍在；8 月份制造业投资增速放缓至 4.5%，从投资角度来看，8 月投资数据回落，经济韧性可持续性存疑；消费增速出现小幅回落至 10.1%；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏放缓，出口增速继续较大幅度回落至 5.6%，贸易顺差小幅增加，后续出口仍有继续回落的压力。

通胀方面，8 月份 CPI 为 1.8%，较上月上行 0.4%，略超市场预期，PPI 为 6.3%，较上月上行 0.8%，超出市场预期，蔬菜价格继续回升，速度有所放缓，猪肉价格继续下行，但下行速度延续放缓，猪价是 CPI 维持低位的主要原因，而从 9 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 9 月 PPI 同比或转为下行，环比或较大幅度下行，9 月 CPI 或小幅上行。

2017 年 8 月新增贷款 11466 亿元，较上月增加 2314 亿元，债券融资为 1063 亿元，比上

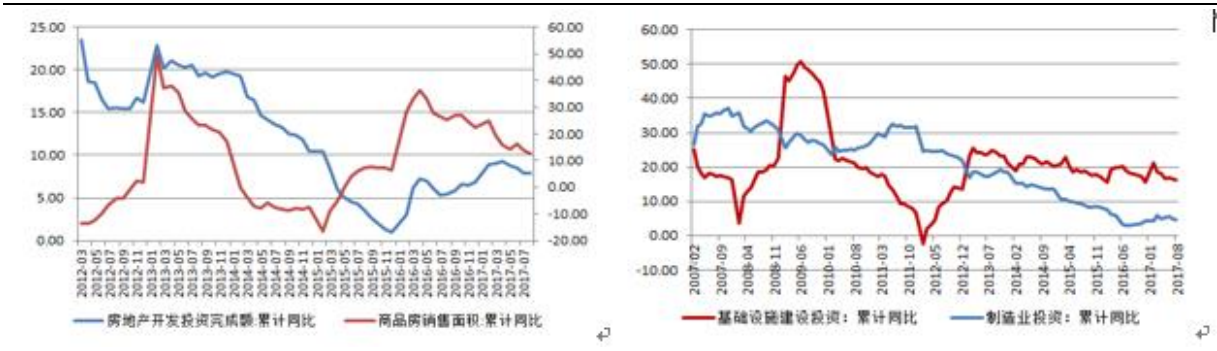
月减少 1505 亿元，信用债发行规模有所收窄；M2 同比增 8.9%，较上月继续小幅减少 0.3%，M1 小幅上升 1.3%至 14.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



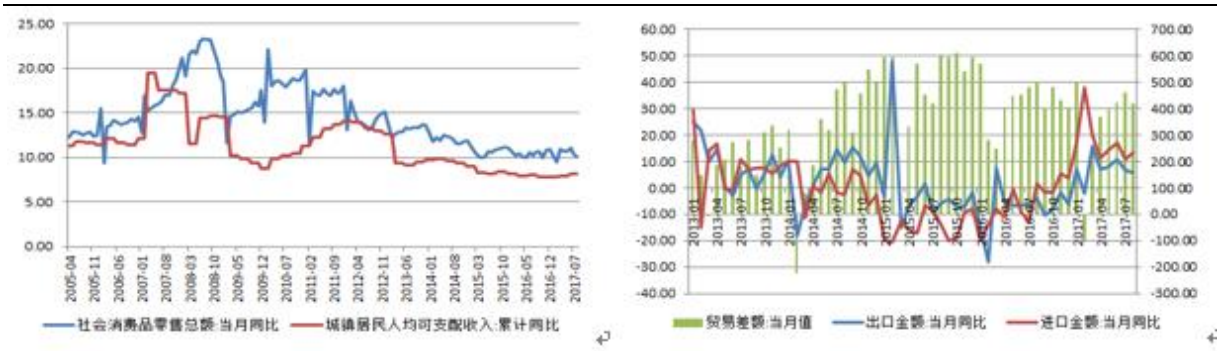
数据来源：WIND，兴证期货研发部

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）



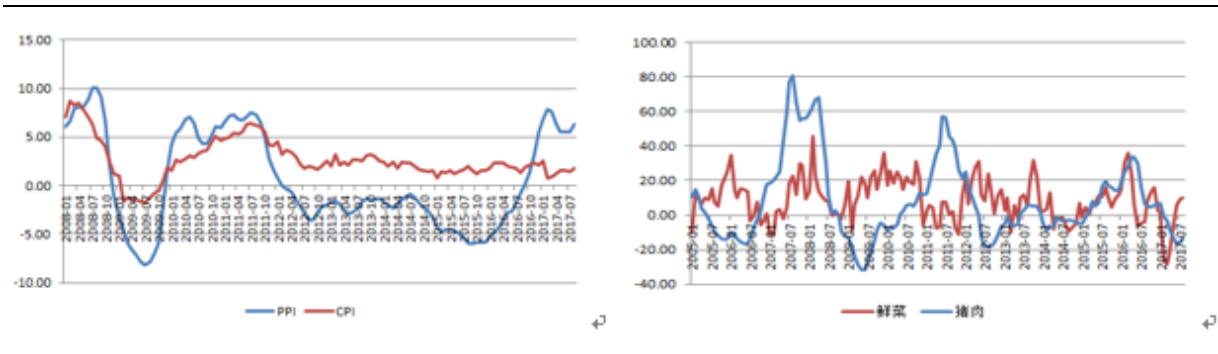
数据来源：WIND，兴证期货研发部

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）



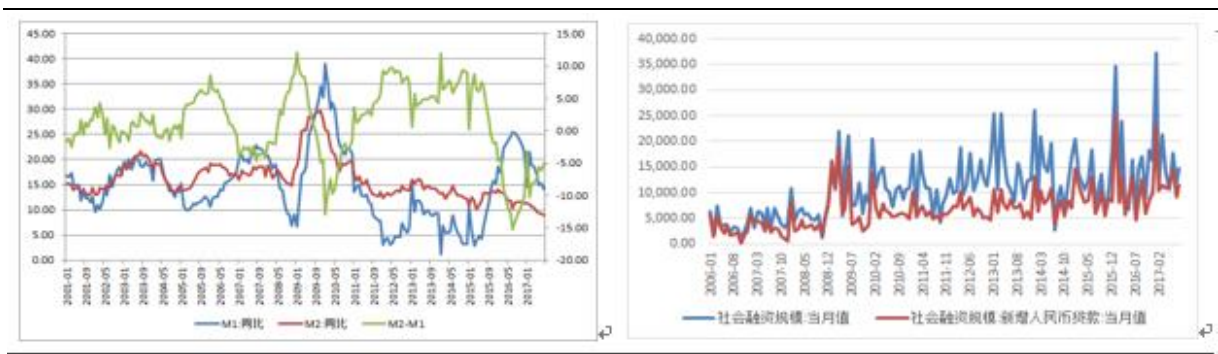
数据来源：WIND，兴证期货研发部

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 政策面: 去杠杆, 防风险, 监管或将继续

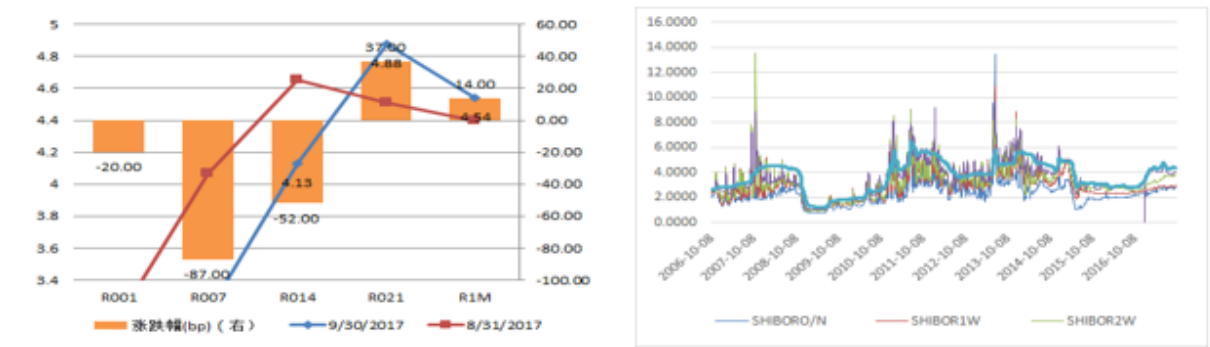
国内货币政策的基调目前仍是稳健, 维持流动性的“不紧不松”, 且央行公布在 2018 年进行定向降准, 市场对流动性预期有所好转, 但由于超储率目前较低, 资金面仍将呈现阶段性紧张; 央行二季度货币政策执行报告公布的同时存单监管政策落地后, 国内监管政策暂处于“真空期”, 预计与十九大召开在即维稳有关, 但十九大之后可能会出台相关的监管政策, 市场对监管政策仍存担忧; 国外美联储如预期缩表, 并暗示 12 月可能加息, 国内货币政策或承压。

### 3.3 资金面: 央行维稳 9 月资金面, 10 月或小幅回落

9 月资金面在央行维稳下, 在跨季和跨节下并不及预期的紧张, 且央行公布从 2018 年开始进行定向降准, 市场对资金面的预期有所好转。从质押式回购利率来看, 隔夜下行 20bp 至 2.96%, 7 天下行 87bp 至 3.20%, 14 天下行 52bp 至 4.13%, 1M 上行 14bp 至 4.54%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 11bp, 7 天上行 8bp, 14 天上行 9bp, 1M 上行 18bp, 而 3M 下行 1bp。10 月份有 9195 亿元公开市场操作到期, 其中有 4395 亿元 MLF 到期, 公开市场到期压力大, 预计央行将在 OMO 上进行对冲操作, 10 月资金利率可能小幅回落。



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。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。