

2017 年 12 月 4 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

电话：021-20370946

邮箱：

[shangfang@xzfutures.co](mailto:shangfang@xzfutures.com)[m](#)

### ● 行情回顾

11 月期债先抑后扬, 在前三周偏弱震荡, 月末最后两个交易日十年期债大幅上行, 走势明显强于现券, 出现正套机会。主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转, 令债市承压; 二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策, 但美联储 12 月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压, 同时资管新规将银行理财纳入资管产品实行监管, 而市场等待具体的细则落地, 情绪谨慎; 三是资金面在 11 月整体上维持紧平衡; 四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅, 令国开行暂停 10 年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行债券, 表明二级市场利率上行后对一级发行规模起到一定程度抑制, 叠加 11 月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓, 十年期债在最后两个交易日走出较大幅减仓上行的反弹行情。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看, 市场对经济预期好转令债市承压; 从政策面看, 美联储 12 月大概率加息和特朗普税改通过令国内稳健的货币政策可能承压; 从资金面看, 11 月资金面整体上维持紧平衡, 但月底资金面紧势不及预期; 从供给端看, 国债供给在利率上行后规模有所缩减; 从需求端看, 利率上行后需求相对好转, 继续观察供需相对改善是否持续。操作上, 长期投资者暂观望为主, 短期投资者关注反弹带来的正套机会或做陡曲线 (多 TF 空 T (2;1)) 继续止盈。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场供需略有改善，国债发行规模缩减

11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29154.85亿元,较上月增加6235.56亿元,其中地方债供给规模为4540.87亿元,较上月大幅增加1140.08亿元,四季度地方债发行规模和速度或将继续加快;国债发行规模合计为3517.7亿元,较上月小幅减少205.8亿元,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,投标倍数一般,显示国债供需略有改善;同业存单供给规模为18663.6亿元,较上月较大幅度增加5517.8亿元,且同业存单发行利率上行。

图 1: 利率债月度供给规模(亿)(左) & 国债月度一级市场发行(右)

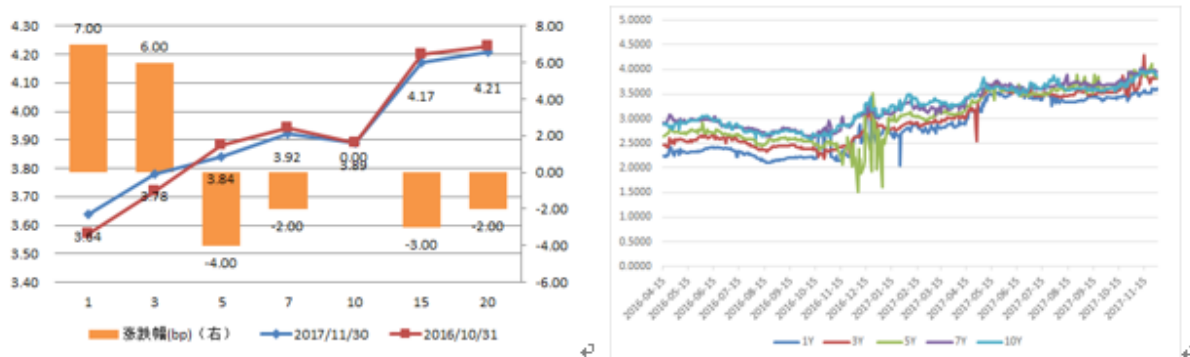


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率涨跌不一

11月主要期限国债收益率涨跌不一,短端收益率出现6-7个bp上行,中长端收益率小幅下行,其中5年期收益率下行4个bp至3.84%,10年期收益率下行0个bp至3.89%,10-1年利差走平,10-5年利差走陡,主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转,令债市承压;二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策,但美联储12月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压,同时资管新规将银行理财纳入资管产品,实行监管,而市场等待具体的细则落地,情绪谨慎;三是资金面在11月整体上维持紧平衡;四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅,令国开行暂停10年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行100亿元债券,表明二级市场收益率上行后对一级发行市场规模起到一定程度的抑制,叠加11月月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓,十年期债在最后两个交易日走出较大幅减仓上行的反弹行情,亦带动现券收益率在月末最后两个交易日出现较大幅下行。具体从月度数据来看,1Y期上行7bp至3.64%,3Y期上行6bp至3.78%,5Y期下行4bp至3.84%,7Y期下行2bp至3.92%,10Y期上行0bp至3.89%,15Y期下行3bp至4.17%,20Y期下行2bp至4.21%。

图 2: 11 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

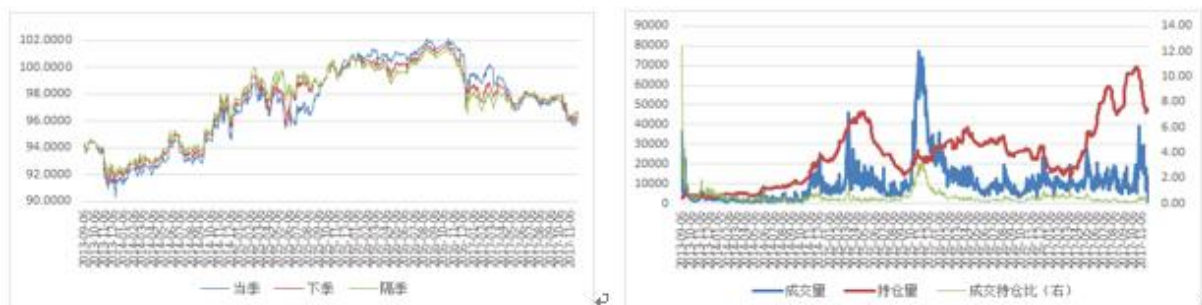
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债先抑后扬

截止到 11 月 30 日收盘, 五年期国债期货近交割月合约 TF1712 收于 96.365 元, 月涨 0.29 元或 0.31%; 主力合约 TF1803 收于 96.58 元, 月涨 0.175 或 0.24%; 隔季合约 TF1806 收于 96.695 元, 月涨 0.00 或 0.55%; 成交方面, 主力合约 TF1803 成交量日均 10410 手, 三个合约日均成交 18265 手; 持仓方面截止到 11 月 30 日, 主力合约 TF1803 持仓量为 46007 手, 三个合约持仓达到 47727 手, 较上月底大幅减少 18173 手。十年期国债期货近交割月合约 T1712 收于 92.60 元, 月跌 0.13 元或 0.09%; 主力合约 T1803 收于 93.04 元, 月涨 0.14 或 0.25%; 隔季合约 T1806 收于 93.285 元, 月涨 0.22 或 0.36%; 成交方面, 主力合约 T1803 成交量日均 39009 手, 三个合约日均成交 56575 手; 持仓方面截止到 11 月 30 日, 主力合约 T1803 持仓量为 60117 手, 三个合约持仓达到 62685 手, 较上月底较大幅减少 11302 手。

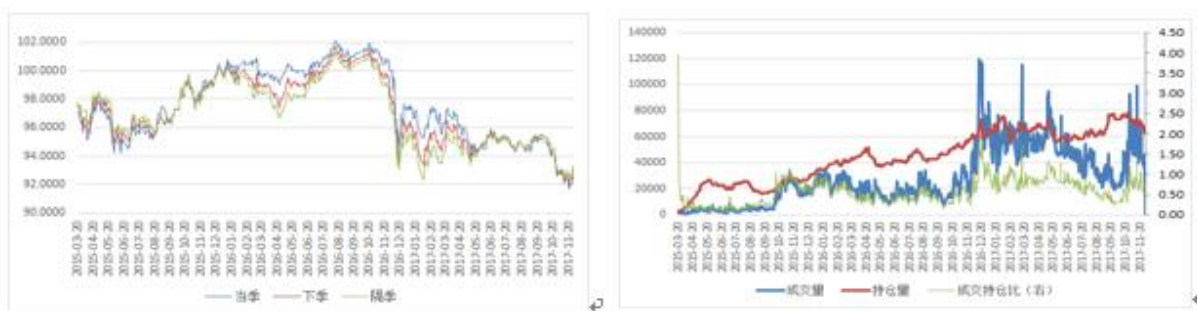
11 月期债先抑后扬, 在前三周偏弱震荡, 月末最后两个交易日十年期债上行接近 1 元, 走势明显强于现券, 出现正套机会。主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转, 令债市承压; 二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策, 但美联储 12 月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压, 同时资管新规将银行理财纳入资管产品, 实行监管, 而市场等待具体的细则落地, 情绪谨慎; 三是资金面在 11 月整体上维持紧平衡; 四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅, 令国开行暂停 10 年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行 100 亿元债券, 表明二级市场收益率上行后对一级发行市场规模起到一定程度的抑制, 叠加 11 月月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓, 十年期债在最后两个交易日走出较大减仓上行的反弹行情。

图 3: 11 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

图 4: T 价格走势 (左) & T 成交与持仓 (右)

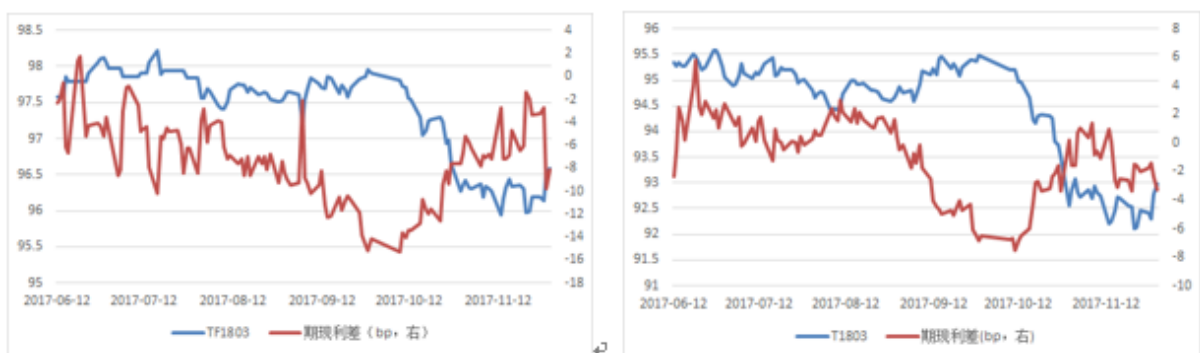


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差波动相对较大

从 11 月份的期现利差来看, 随着 11 月国债期货价格先抑后扬, 而现券价格走势先强于期债后弱于期债。合约 TF1803 的期现利差较之上个月负向收窄后走阔, 合约 T1803 的期现利差较之上个月由负转正后再度转负, 11 月期债正套机会在最后两个交易日明显。

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

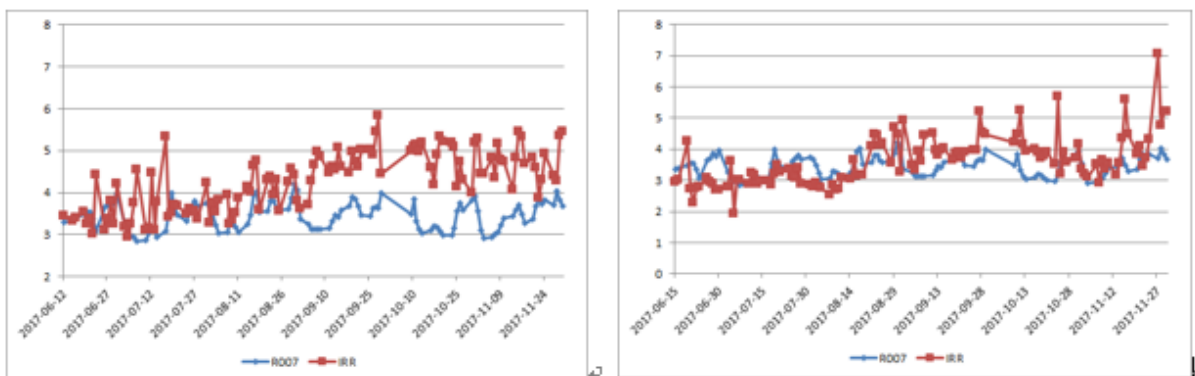


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从 11 月份 TF1803 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡上行, 而 R007 区间震荡, 在 11 月份 TF1803 合约有较多的正向期现套利机会; 从 11 月份主力合约 T1803 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡上行, 而 R007 区间震荡, 在 11 月 T1803 有较多的正向期现套利机会。

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

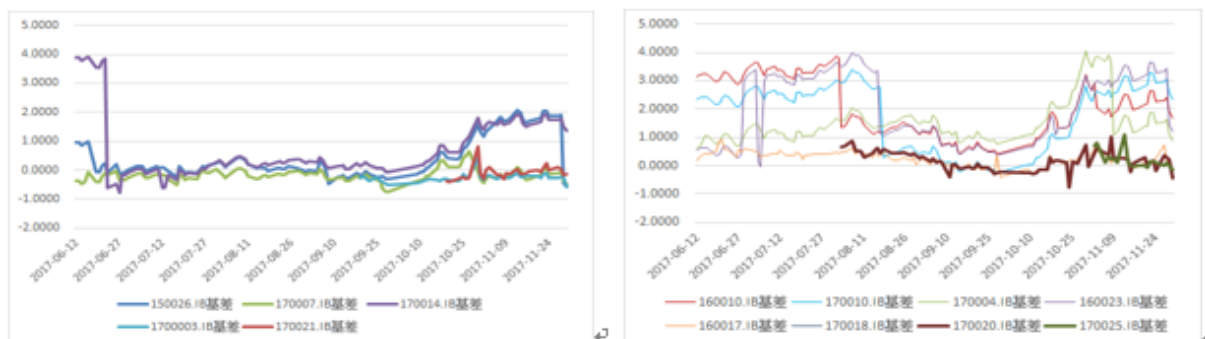


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 和 170021.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1803 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170025.IB、170018.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差, 170020.IB 略有上行, 适宜做多基差。

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

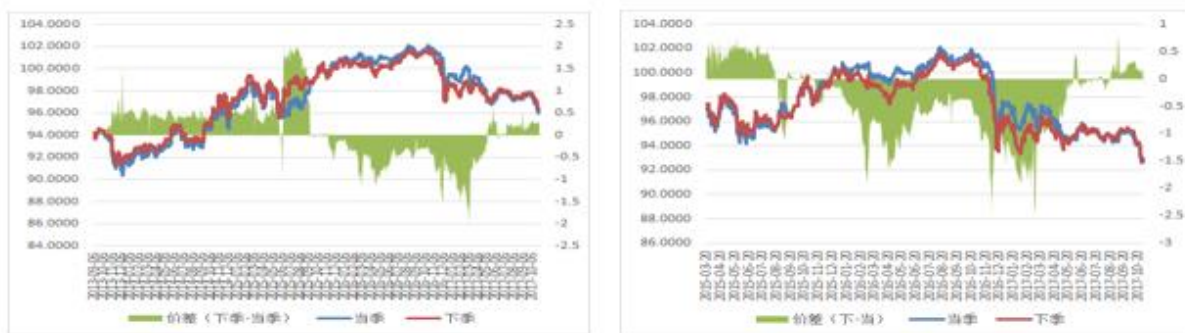


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差

在 11 月份初, 国债期货处于移仓换月阶段, 本次移仓换月跨期价差走势较为反复, 整体看, 11 月初适宜多当空下操作, 12 月期债不处于移仓换月, 无跨期套利策略推荐。

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 11 月财新中国制造业 PMI 为 50.8%, 较上月下行 0.2%, 国家统计局公布的 11 月中国官方制造业 PMI 为 51.8%, 较上月上行 0.2%, 制造业延续扩张的发展态势。从官方制造业 PMI 的分类指数看, 生产指数、新订单指数高于临界点, 原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点, 生产指数为 54.3%, 比上月上升 0.9%, 持续位于临界点之上, 表明制造业生产扩张步伐加快, 新订单指数为 53.6%, 比上月上升 0.7%, 位于临界点之上, 表明制造业市场需求持续增长, 原材料库存指数为 48.4%, 比上月下降 0.2%, 低于临界点, 表明制造业主要原材料库存量下降。从已经公布的数据来看, 官方 PMI 略好于预期, 而财新 PMI

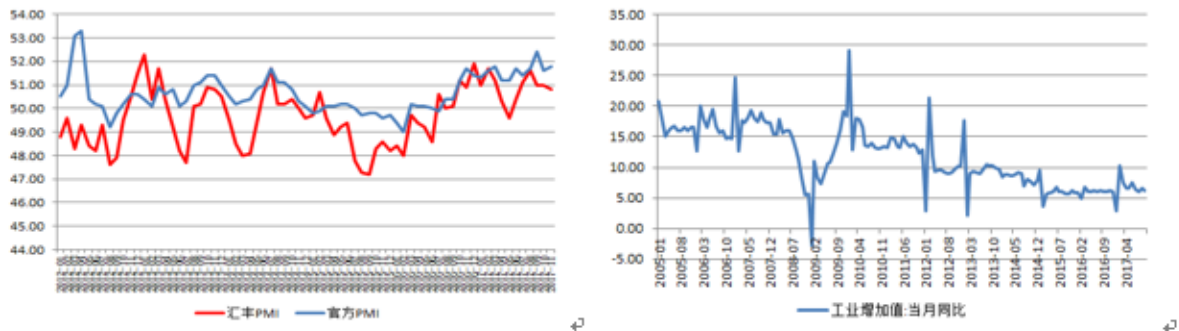
数据略低于预期，短期经济走势仍较平稳。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 10 月小幅下降，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；10 月份基建投资增速继续小幅回落至 15.85%，目前基建对经济支撑力度在逐渐减弱；10 月份制造业投资增速放缓至 4.1%，从投资角度来看，10 月投资数据继续小幅回落，经济韧性可持续性存疑；消费增速由升转降至 10.0%；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 6.9%，进口增速小幅回落至 17.2%，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，10 月份 CPI 为 1.9%，较上月上行 0.3%，略超预期，PPI 超预期维稳在 6.9%，较上月持平，蔬菜价格增速由正转负，猪肉价格继续下行，但下行速度延续放缓，猪价和鲜菜价格是 CPI 维持低位的主要原因，而从 11 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 11 月 PPI 同比或转为下行，环比或小幅下行，11 月 CPI 或小幅回升。

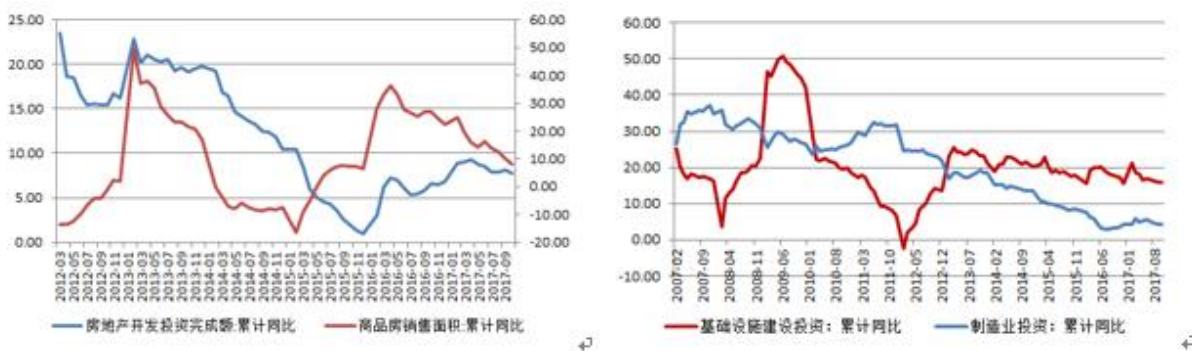
2017 年 10 月新增贷款 6635 亿元，较上月大幅减少 5250 亿元，债券融资为 1508 亿元，较上月小幅减少 145 亿元，信用债供给压力不大；M2 同比为 8.8%，创历史新低，较上月下行 0.3%，M1 较上月下行 1% 至 13.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。预计 11 月社融增速或有所走低，M2 或持平。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



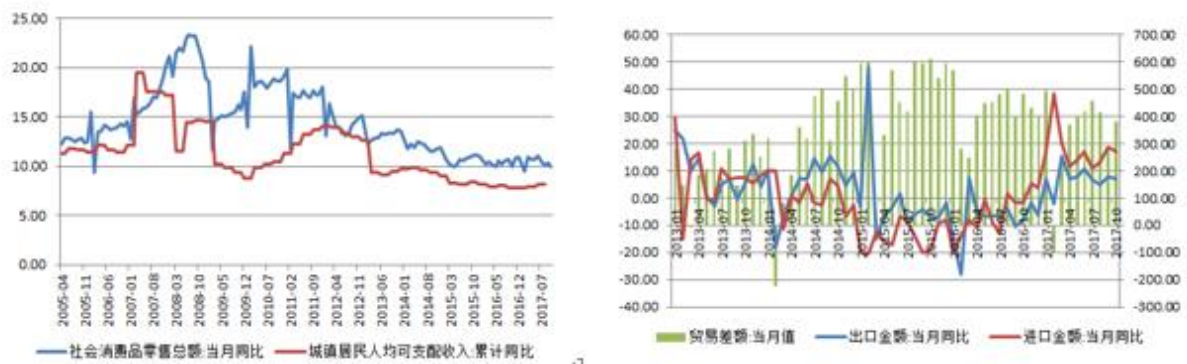
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



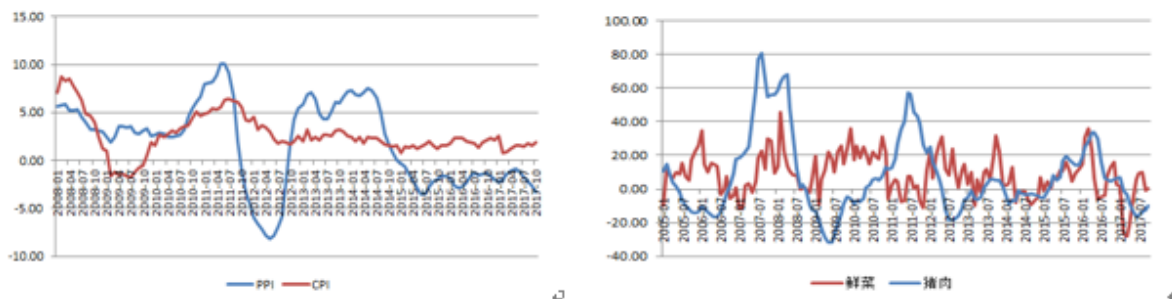
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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)



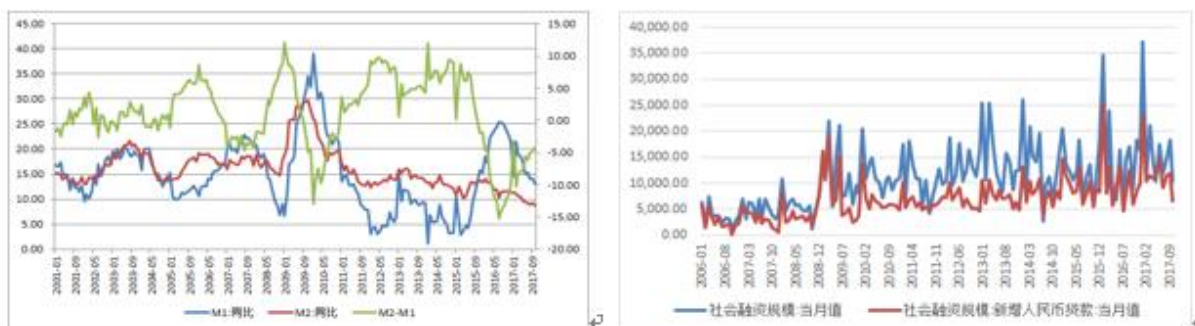
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

央行发布的三季度货币政策执行报告强调继续实施稳健中性的货币政策，密切关注流动性形势和市场预期变化，加强预调微调和与市场沟通，维护银行体系流动性的基本稳定，政策基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”，2018 年开始进行定向降准，但由于超储率目前较低，资金面仍将呈现阶段性紧张；央行发布资管新规征求意见稿，其中对债市影响较大的在于明确银行理财纳入资管产品，实行净值管理，打破刚兑，但具体实施力度和细节并未落地，

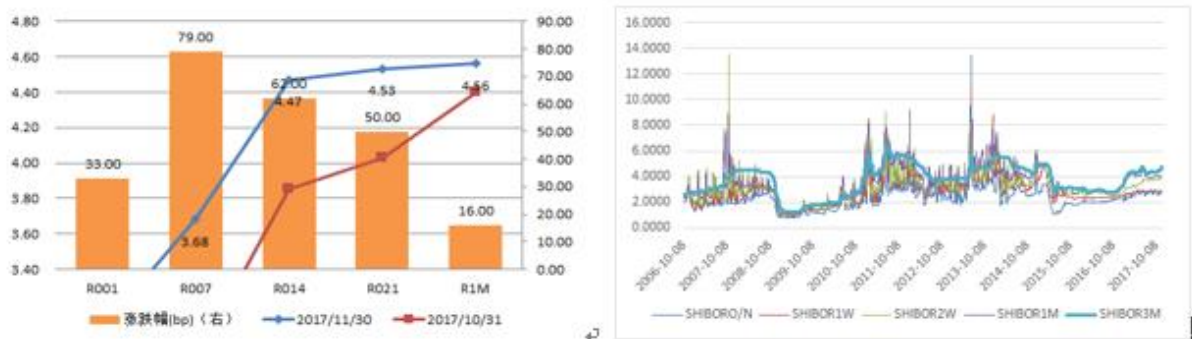


11 月底传出监管接触银行可能对具体细节进行商议，后续政策落地力度暂存不确定性；国外美联储 12 月加息几无悬念，叠加特朗普税改通过，国内货币政策或承压。

### 3.3 资金利率：11 月底资金面较预期宽松，12 月或维持紧平衡

11 月资金面整体上延续紧平衡，但在月末紧势不及市场预期，从质押式回购利率来看，隔夜上行 33bp 至 3.07%，7 天上行 79bp 至 3.68%，14 天上行 62bp 至 4.47%，1M 上行 16bp 至 4.56%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜上行 5.2bp 至 2.79%，7 天上行 0.4bp 至 2.90%，14 天上行 3.8bp 至 3.88%，1M 上行 4.5bp 至 4.07%，3M 上行 36bp 至 4.76%。12 月份有 16050 亿元公开市场操作到期，其中有 3750 亿元 MLF 到期，预计央行或提前进行对冲 MLF 到期，公开市场到期压力较大，央行或在公开市场上进行对冲操作。

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。