

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

那是最美好的时代， 那是最糟糕的时代

观点要点：

- 10 月份基本面利空、资金紧张以及监管趋严三方面共同压制债市，现券与期债月内连连下跌，哀鸿遍野。五年与十年国债利率于月底共同触及 3.91% 高点，关键期限曲线再次倒挂。TF1712 合约于月内大跌 1.66%，T1712 合约于月内大跌 2.61%，均跌至合约上市以来最低点。
- 期限套利方面，10 月现货表现强于期货，1712 合约活跃券基差走阔，IRR 下行，持有至交割的期现套利空间已收窄，但仍然可以抓住机会建仓。11 月上旬主力合约将移仓到 1803 合约，移仓后直至交割月前，基差大概率将收敛，存在做空基差套利的机会。
- 跨期套利方面，10 月资金价格高企，TF 跨期合约间净持有收益减少，跨期价差继续收敛；T 跨期价差则小幅走扩。目前收益率处于高位，11 月净基差之差的变化幅度可能不大，资金价格仍然是跨期价差的主导因素。我们认为 11 月资金面前紧后松，上半月跨期价差有可能会继续收窄，建议上半月做空 TF 跨期价差（做空 TF1712 的同时做多 TF1803），缴税高峰期后择时了解头寸。
- 跨品种套利方面，悲观情绪发酵，T1712 成交放量，成持比高达 1.3，跌幅持续扩大。经久期调整后的 $2*TF-T$ 价差持续收窄，期货收益率曲线走平的程度远大于现货。一定程度上可以说，TF 合约超跌或者 T 合约跌的不够，做陡曲线组合存在上涨的空间。继续推荐做陡曲线策略，做多 2 手 TF1712 合约的同时做空 1 手 T1712 合约。
- 资金方面，11 月财政存款对货币回笼的影响将减弱，前两周逆回购到期量近万亿，料资金前紧后松，整月维持紧平衡，资金价格易上难下。

正文目录

一、行情回顾：基本面利空+流动性趋紧+监管趋严 = 跌跌不休	4
三、策略：上半月做空跨期、下半月做空基差、静待曲线走陡	5
三、资金面：料 11 月资金前紧后松，整月维持紧平衡	7
四、一级市场需求尚可，二级市场曲线熊平	8
五、总结	11

那是最美好的时代， 那是最糟糕的时代

一、行情回顾：基本面利空+流动性趋紧+监管趋严 = 跌跌不休

10 月份基本面利空、资金紧张以及监管趋严三方面共同压制债市，现券与期债月内连连下跌，哀鸿遍野。

9 月 30 日公布的官方制造业 PMI 为 52.4%，比 8 月上升 0.7%，表明制造业继续保持稳中向好的发展态势。国庆假期结束后，资金趋紧叠加经济利好因素，国债期货大幅收跌。尽管当周后半段资金转松，但在一系列数据出炉前，市场仍持谨慎态度，当周国债期货整体收跌。

10 月 14 日央行公布 9 月金融数据，M2 同比 9.2%，社融同比 13%，金融数据向好利空债市。16 日公布 9 月物价数据，CPI 同比涨 1.6%，较上月回落 0.2%；PPI 同比涨 6.9%，较上月提升 0.6%。尽管 CPI 数据基本符合预期，但周小川行长“下半年 GDP 有望实现 7%”的言论超出市场预期，当日十年期债跌幅达 0.36%，此后两日市场悲观情绪延续，跌幅扩大。19 日公布经济数据，三季度 GDP 同比 6.8%，较上半年回落 0.1%，期债急剧上升。但下午传来金融监管加严言论，期债再度回落。

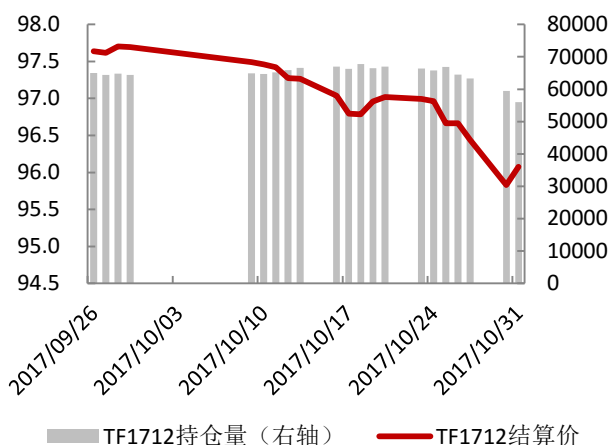
会议期间，央行大量净投放逆回购以提前对冲税期等影响，23 日进入缴税高峰期后资金面尚且维持紧平衡。然而 25 日央行停止净投放，市场此前建立的信心崩塌，叠加当日“商业银行同业负债占比指标将从目前的 33%调整到 25%”的传言，以及缴税缴准高峰期资金本就紧张，当日 T1712 合约跌幅高达 0.57%。尽管央行于晚间辟谣维稳，依然难改跌势，第二日国债期货继续大幅下跌。午后市场传央行就 2 个月逆回购询量，释放维稳信号，市场午后大幅拉升。27 日央行净投放 900 亿，并首次开展 2 个月逆回购，招标利率 2.9%。然而投放量不及预期，国债期货高开低走，尾盘跳水。30 日市场情绪依然悲观，国债期货继续大幅下跌，T1712 合约跌幅达 0.88%，创上市以来最大单日跌幅。31 日公布官方制造业 PMI 为 51.6%，低于预期 52，市场情绪好转，国债期货大幅反弹，T1712 收涨 0.31%。

图表 1：国债期货 10 月行情

	2017/09/29	2017/10/31	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量 (手)	日均成交量 (手)
TF1712	97.70	96.08	-1.62	-1.66%	64,955	12,695
T1712	95.21	92.73	-2.49	-2.61%	69,040	38,265
TF1803	97.93	96.38	-1.56	-1.59%	2,621	886
T1803	95.45	92.86	-2.60	-2.72%	6,314	2,679

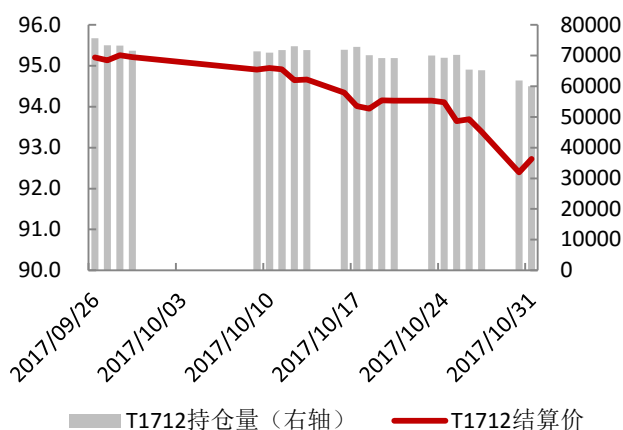
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TF1712 合约月内价格大幅下跌



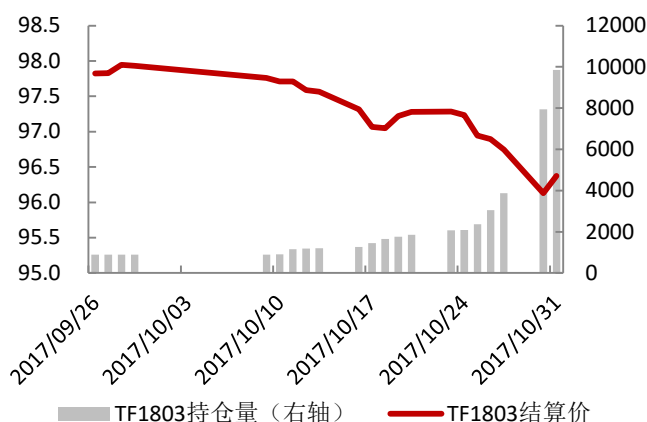
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: T1712 合约月内量价齐跌



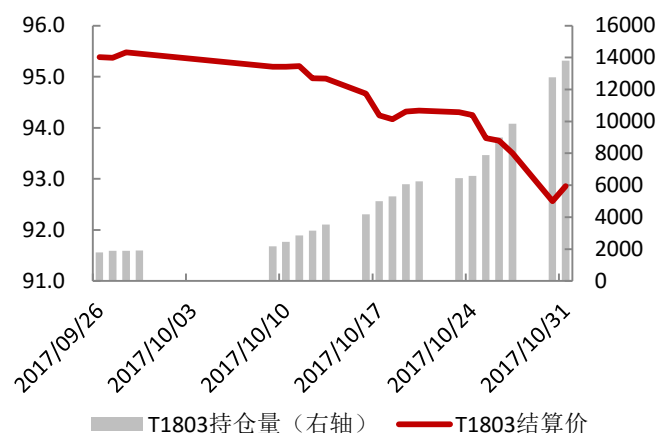
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1803 合约月内量涨价跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1803 合约月内量涨价跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、策略：上半月做空跨期、下半月做空基差、静待曲线走陡

期现套利方面，10 月份现货表现强于期货，1712 合约活跃券基差走阔，多数活跃券 IRR 下行，目前来看，持有至交割的期现套利空间已收窄，但仍然可以抓住机会建仓。基差交易方面，11 月上旬主力合约将由 1712 合约移仓到 1803 合约，移仓后直至交割月前，基差大概率将收敛，存在做空基差套利的机会。我们将在月内持续关注建仓的时点，并于周报中做出提示。

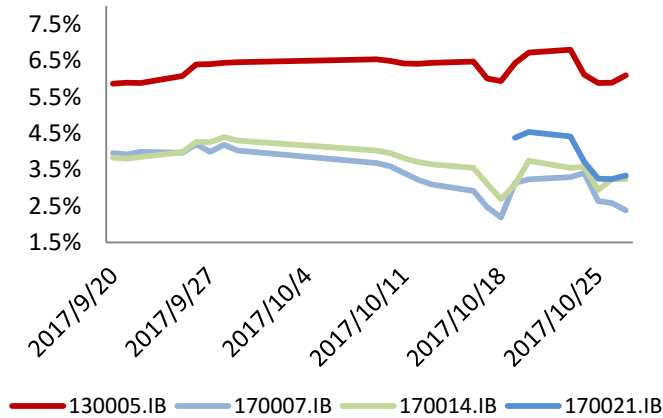
图表 6: 1712 合约活跃券基差走扩，IRR 多数下行

	活跃券	基差			IRR		
		2017-10-27	2017-9-29	涨跌	2017-10-27	2017-9-29	涨跌
TF1712	130005. IB	-0.3290	-0.6078	0.2788	6.09%	6.45%	-0.36%
	170007. IB	0.0924	-0.1877	0.2801	2.38%	4.02%	-1.65%
	170014. IB	0.0225	-0.1813	0.2038	3.24%	4.30%	-1.06%
	170021. IB	0.0425	/	/	3.33%	/	/

T1712	170010.IB	0.2362	-0.0862	0.3224	1.64%	3.89%	-2.25%
	170013.IB	1.8653	0.9699	0.8953	-11.04%	-1.19%	-9.84%
	170018.IB	0.1169	-0.0827	0.1996	2.69%	3.95%	-1.26%
	170020.IB	1.7505	0.8721	0.8784	-10.05%	-0.60%	-9.44%

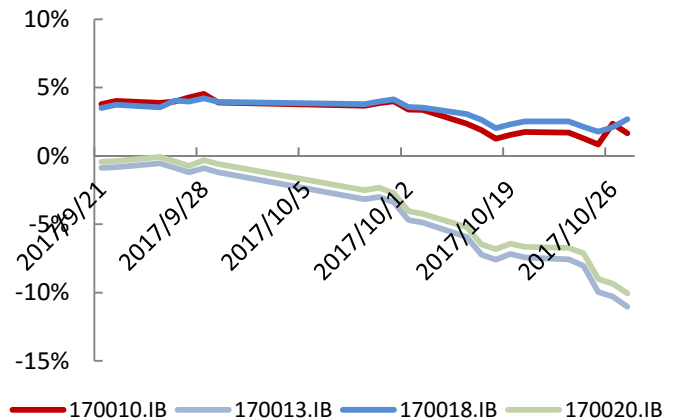
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: TF1712 合约活跃券 IRR 下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

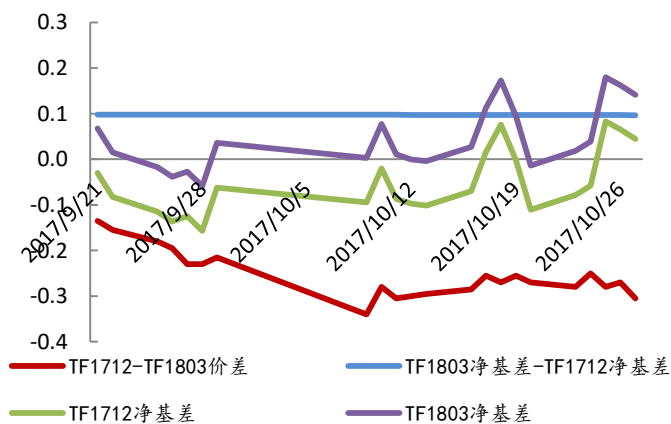
图表 8: T1712 合约活跃券 IRR 下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

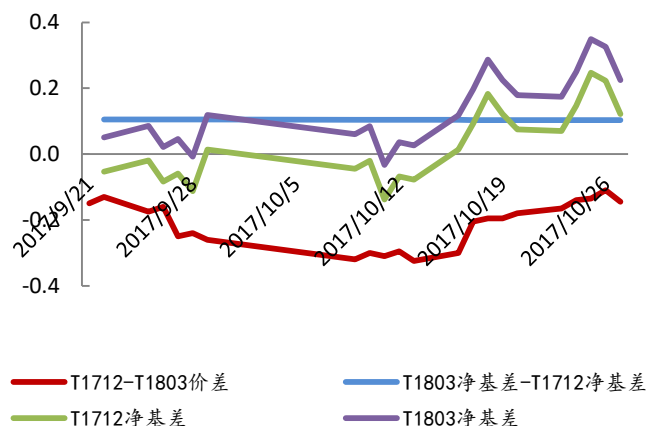
跨期套利方面, 10 月份资金价格高企, TF 跨期合约间净持有收益有所减少, 导致跨期价差继续收敛; T 跨期价差则小幅走扩。考虑到目前收益率处于高位, 需要较大的下跌幅度才能够明显推高净基差之差, 而净基差之差目前仍处于历史低位, 收窄空间依然不大。因此 11 月净基差之差的变化幅度可能不大。那么资金价格仍然是跨期价差的主导因素。我们认为 11 月资金面前紧后松, 因此上半月跨期价差有可能会继续收窄, 建议上半月做空 TF 跨期价差 (做空 TF1712 的同时做多 TF1803), 缴税高峰期后择时了结头寸。

图表 9: TF 跨期价差收窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: T 跨期价差走扩

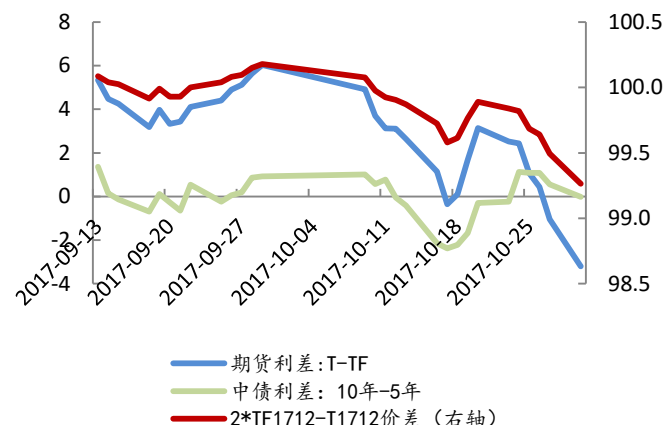


来源: Wind, 东兴期货研发中心

跨品种套利方面, 10 月份 10 年-5 年利差窄幅震荡, 尚未形成趋势。

悲观情绪发酵，T1712 成交放量，成持比高达 1.3，跌幅持续扩大，经久期调整后的 $2*TF-T$ 价差持续收窄。如下图，期货对应收益率 $T-TF$ 利差于 25 日开始向下突破中债利差，正对应当日国债期货大幅下跌，之后继续下探，期货收益率曲线走平的程度远大于现货。因此，在一定程度上我们可以说，TF 合约超跌或者 T 合约跌的还不够，做陡曲线组合存在上涨的空间。继续推荐做陡曲线策略，做多 2 手 TF1712 合约的同时做空 1 手 T1712 合约。

图表 11：期货利差超跌现货利差，跨品种价差下行



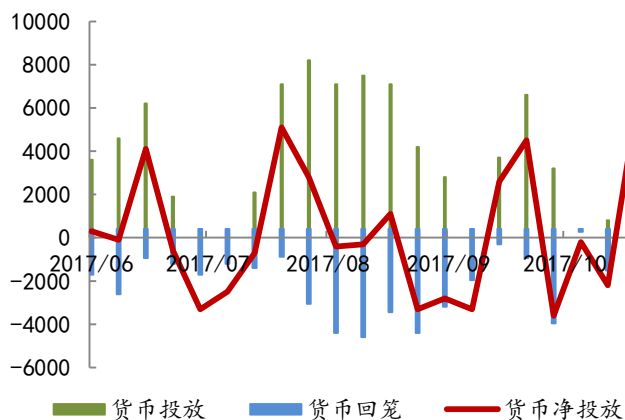
来源：Wind，东兴期货研发中心

三、资金面：料 11 月资金前紧后松，整月维持紧平衡

公开市场操作方面，10 月逆回购到期 13000 亿，投放 21300 亿，净投放 6100 亿；国库现金定存投放 800 亿；MLF 到期 4395 亿，一次性超额续作 4980 亿，净投放 585 亿。整体来看，10 月份央行依旧维持“削峰填谷”，精准投放。在月末流动性偏紧、市场情绪失控、债市大跌的时点，央行首次投放 63 天期逆回购，并连续投放 3 日，维稳资金面。2 个月期逆回购的推出完善了公开市场操作品种，弥补了 28 天期逆回购与 6 个月期 MLF 的空隙，更便于央行在未来灵活投放资金。此外，63 天期逆回购招标利率 2.9%，完善了政策利率曲线。

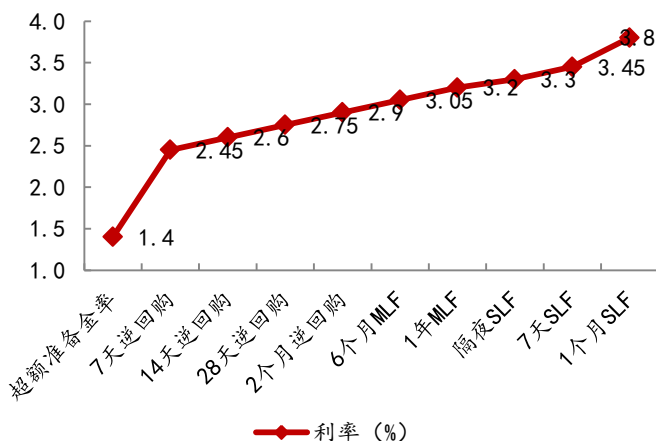
尽管近期央行推出 63 天期逆回购且连续净投放维稳市场，但仔细想来，央行以 63 天逆回购取代 28 天逆回购，名义上增大投放量且抚平季节资金波动，但事实上是提高了资金成本的。以 2.9% 的 63 天资金替代 2.75% 的 28 天资金，甚至是替代了 2.45% 的 7 天资金。所以当前的货币投放是涨价放量的，往轻了说是没有放松迹象，往重了说就是在边际收紧。因此，当前对货币政策的预期不应过于乐观，63 天期逆回购的持续投放很可能会抬高资金成本中枢。

图表 12: 逆回购周度操作量



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 政策利率曲线

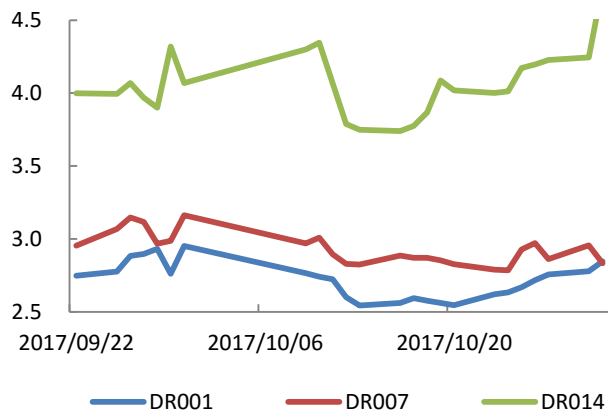


来源: Wind, 东兴期货研发中心

资金方面, 国庆假期结束后, 由于资金融入需求较高, 资金价格一度偏紧, 但随后有所好转。由于 10 月税期延后, 叠加跨月时点, 10 月下旬流动性紧张, 资金利率持续抬升至月末时点。整体看, 10 月资金紧平衡。

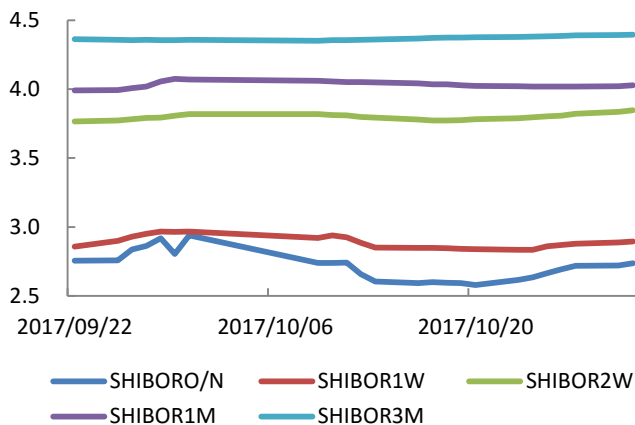
11 月财政存款对货币回笼的影响将减弱, 历史平均投放 800 亿左右。11 月将有 3960 亿 MLF 到期, 央行已就续作询量, 按今年以来的套路看, 央行大概率于 11 月 3 日第一笔 MLF 到期日一次性超额续作 11 月全部到期量。考虑到 11 月前两周逆回购到期量近万亿水平, 料资金前紧后松, 整月维持紧平衡, 资金价格易上难下。

图表 14: 银行间质押式回购利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 上海银行间同业拆借利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、一级市场需求尚可, 二级市场曲线熊平

一级市场方面, 10 月新上市记账式国债和政金债共 4924.5 亿, 其中, 记账式国债 2373.5 亿, 国开债 1381 亿, 进出口债 340 亿, 农发债 830 亿。发行利率方面, 除部分农发债和 30 年国债外, 其余债券发行利率均低于前一日二级市场到期收益率。平均来看, 中短期 (1 年、3 年以及 5 年)

债券的发行利率普遍低于二级市场利率，需求尚可。

图表 16：10 月一级市场利率债统计

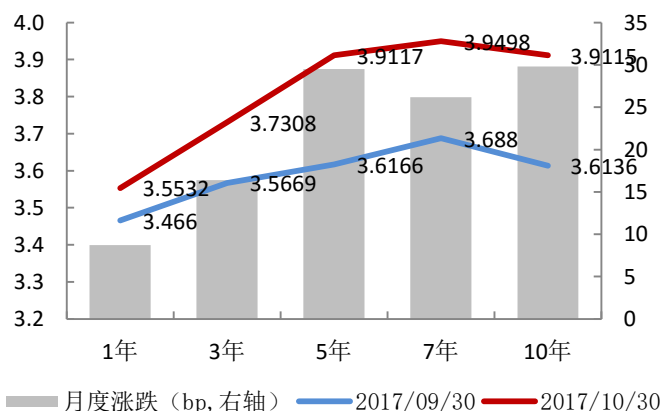
债券简称	上市日期	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	二级市场前一日 到期收益率	一级-二级利差 (bp)
17 附息国债 17(续 2)	2017-10-16	360	1	3.49	3.49	-0.2
17 附息国债 18(续 2)	2017-10-16	361	10	3.63	3.65	-2.0
17 附息国债 19(续发)	2017-10-23	280	2	3.56	3.55	1.6
17 附息国债 21	2017-10-23	361.8	5	3.73	3.76	-3.5
17 附息国债 22	2017-10-25	290	30	4.28	4.29	-1.4
17 附息国债 20(续发)	2017-10-30	360.7	7	3.77	3.77	-0.3
17 附息国债 23	2017-10-30	360	3	3.60	3.61	-1.2
17 国开 06(增 22)	2017-10-11	70	5	4.18	4.26	-8.5
17 国开 07(增 10)	2017-10-11	50	1	3.78	3.91	-12.3
17 国开 08(增 6)	2017-10-11	30	7	4.29	4.38	-8.5
17 国开 09(增 2)	2017-10-11	60	3	4.18	4.26	-8.3
17 国开 15(增 5)	2017-10-11	150	10	4.16	4.19	-3.8
17 国开 06(增 23)	2017-10-16	50	5	4.22	4.29	-6.9
17 国开 07(增 11)	2017-10-16	30	1	3.78	3.97	-18.5
17 国开 08(增 7)	2017-10-16	30	7	4.32	4.38	-5.4
17 国开 09(增 3)	2017-10-16	40	3	4.22	4.27	-4.4
17 国开 15(增 6)	2017-10-16	150	10	4.19	4.22	-3.1
17 国开 09(增 4)	2017-10-23	60	3	4.24	4.31	-6.7
17 国开 15(增 7)	2017-10-23	150	10	4.27	4.29	-2.4
17 国开 11	2017-10-24	71	1	3.83	3.91	-7.9
17 国开 06(增 24)	2017-10-25	70	5	4.28	4.39	-11.9
17 国开 08(增 8)	2017-10-25	50	7	4.42	4.43	-1.8
17 国开 06(增 25)	2017-10-30	60	5	4.28	4.38	-9.7
17 国开 08(增 9)	2017-10-30	30	7	4.40	4.46	-5.5
17 国开 09(增 5)	2017-10-30	50	3	4.23	4.29	-6.5
17 国开 11(增发)	2017-10-30	30	1	3.81	3.87	-5.8
17 国开 15(增 8)	2017-10-30	150	10	4.27	4.31	-3.9
17 进出 03(增 21)	2017-10-11	30	10	4.33	4.38	-4.4
17 进出 09(增 12)	2017-10-11	50	5	4.30	4.36	-5.5
17 进出 10(增 8)	2017-10-11	30	3	4.23	4.29	-5.6
17 进出 03(增 22)	2017-10-18	30	10	4.39	4.39	0.0
17 进出 09(增 13)	2017-10-18	40	5	4.32	4.36	-3.8
17 进出 10(增 9)	2017-10-18	30	3	4.25	4.29	-4.2
17 进出 03(增 23)	2017-10-25	30	10	4.43	4.48	-4.8
17 进出 09(增 14)	2017-10-25	40	5	4.34	4.44	-9.3
17 进出 10(增 10)	2017-10-25	30	3	4.28	4.36	-8.0
17 进出 11	2017-10-25	30	1	3.76	3.93	-17.3
17 农发 11(增 6)	2017-10-13	60	3	4.27	4.25	1.9

17 农发 12(增 6)	2017-10-13	60	5	4.33	4.30	2.3
17 农发 04(增 24)	2017-10-17	30	7	4.36	4.35	0.5
17 农发 10(增 10)	2017-10-17	70	1	3.82	3.97	-15.6
17 农发 15(增 4)	2017-10-17	70	10	4.34	4.35	-0.6
16 农发 12(增 4)	2017-10-20	40	3	4.16	4.30	-14.5
16 农发 13(增 5)	2017-10-20	50	5	4.35	4.38	-3.0
17 农发 04(增 25)	2017-10-24	30	7	4.42	4.44	-2.5
17 农发 10(增 11)	2017-10-24	70	1	3.75	3.92	-16.1
17 农发 15(增 5)	2017-10-24	70	10	4.46	4.48	-2.5
17 农发 11(增 7)	2017-10-27	50	3	4.30	4.31	-0.9
17 农发 12(增 7)	2017-10-27	50	5	4.37	4.40	-3.0
17 农发 04(增 26)	2017-10-31	30	7	4.47	4.47	-0.2
17 农发 10(增 12)	2017-10-31	70	1	3.84	3.89	-5.7
17 农发 15(增 6)	2017-10-31	80	10	4.51	4.46	4.5

来源: Wind, 东兴期货研发中心

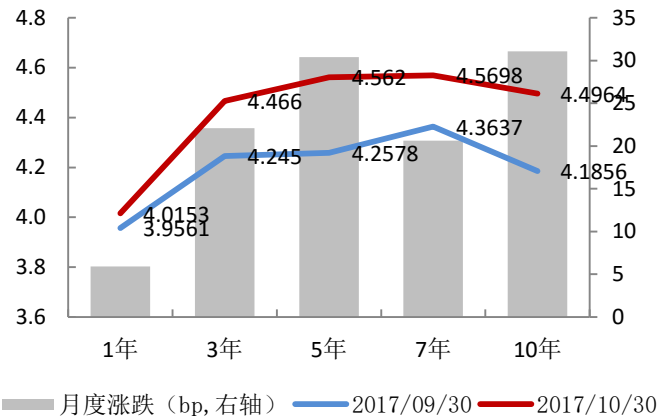
二级市场方面, 10 月份二级市场到期收益率大幅抬升, 5 年和 10 年国债利率抬升近 30bp, 国开债利率抬升超过 30bp。期限利差方面, 虽然各关键期限与 1 年期利差均大幅走扩, 但 5 年与 10 年利差仍然微幅收窄, 曲线走平。

图表 17: 国债收益率曲线熊平



来源: Wind, 东兴期货研发中心

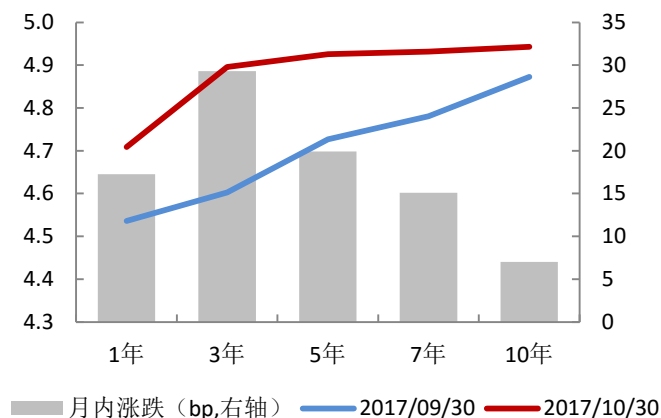
图表 18: 国开债到期收益率曲线上行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

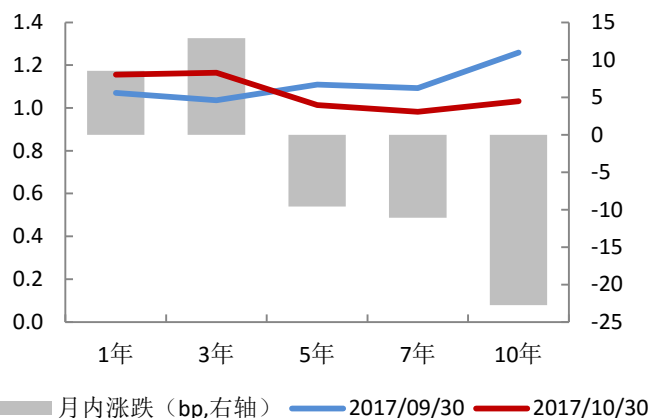
信用债方面, 10 月 AAA 信用债到期收益率随国债利率上行, 但上行幅度明显低于国债。可能有两个原因: 1、国债利率向信用债利率的传导存在时滞, 后期信用债利率将持续上行; 2、经济好于预期利好发债企业, 信用利差主动收窄。

图表 19: AAA 信用债到期收益率曲线熊平



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 中长期信用利差收窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、总结

期限套利方面, 10 月现货表现强于期货, 1712 合约活跃券基差走阔, IRR 下行, 持有至交割的期现套利空间已收窄, 但仍然可以抓住机会建仓。11 月上旬主力合约将移仓到 1803 合约, 移仓后直至交割月前, 基差大概率将收敛, 存在做空基差套利的机会。跨期套利方面, 11 月资金价格仍然是跨期价差的主导因素。我们认为 11 月资金面前紧后松, 上半月跨期价差有可能会继续收窄, 建议上半月做空 TF 跨期价差 (做空 TF1712 的同时做多 TF1803), 缴税高峰期后择时了解头寸。跨品种套利方面, 经久期调整后的 $2*TF-T$ 价差持续收窄, 期货收益率曲线走平的程度远大于现货。相对于 T 合约, TF 合约目前是超跌的, 做陡曲线组合存在上涨的空间。继续推荐做陡曲线策略, 做多 2 手 TF1712 合约的同时做空 1 手 T1712 合约。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。