

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

## 于不确定中寻找确定性， 且行且珍惜

### 观点要点：

- 10月经济数据增速较9月有所下滑，但通胀超预期回升，基本面对债市的影响多空交织。当前基本面并不是利率走势的主导因素。目前监管利空预期仍存，风险尚未出清。央行仍维持稳健中性的货币政策，料未来资金面维持紧平衡，重点关注月中及月末等扰动时点。
- 从高频数据看，CPI食品项环比下降，非食品项小幅环比上涨，叠加翘尾因素较低，料11月CPI同比较10月有所下滑。当前经济增速放缓但仍有韧性，不支撑利率进入下行通道。
- 期现方面，11月5年活跃券表现强于期货，TF1803合约基差走阔，IRR下跌；10年活跃券多弱于期货，T1803合约基差多数收窄，IRR多数上涨。考虑到当前经济韧性仍强、监管加严、货币政策难松、市场情绪疲软等因素，利率易上难下，建议以TF1803合约做正套并获取3.5%左右的确定的IRR。
- 跨期策略方面，10月以来利率快速上行，套保需求增加，这一方面导致1712合约的跌幅大于1803合约，一方面给了1712合约活跃券更大的交割期权价值。11月随着主力合约移仓以及1712合约临近交割，1803-1712的净基差之差有所收窄，从而导致1712-1803跨期价差收窄。
- 跨品种策略方面，11月利差有所修复，但TF1803表现弱于现货，T1803表现强于现货，导致期货利差的扩大幅度小于现货，跨品种价差冲高回落。考虑到11月通胀数据可能回落、经济增速可能弱于10月，叠加监管利空尚未出清，料10年利率易上难下。而12月是传统的财政投放月，叠加央行坚定稳健中性的货币政策，精准投放维稳资金面，料资金紧平衡下，对5年利率的冲击相对较小。因此12月利差或继续走阔，继续推荐做陡曲线策略，做多2手TF1803合约的同时做空1手T1803。

## 正文目录

一、恐慌情绪未消，政策利空未出清，11月债市延续下跌	4
二、料11月通胀数据走弱，经济仍有韧性	5
三、熊路漫漫，抓确定的IRR收益，且行且珍惜	7
四、央行维稳资金面，资金价格相对稳定	9
五、一级市场发行情况较好，二级市场利率上行、信用利差扩大	9

# 于不确定中寻找确定性， 且行且珍惜

## 一、恐慌情绪未消，政策利空未出清，11月债市延续下跌

10月份经济数据增速较9月份有所下滑，但通胀数据超预期回升，经济基本面对债市的影响多空交织。但当前经济面并不是利率走势的主导因素，更多的是在数据公布时点以及数据超预期的情况下有短暂的冲击。具体地，10月官方制造业PMI为51.6%，低于预期52；10月进出口数据不及预期；10月份金融数据，M2同比增速8.8%，创历史新低；社融同比13%，略低于市场预期；10月工业增加值同比增长6.2%，社会消费品零售总额同比增长10%，增幅均低于9月。总体来看，10月份整体经济增速较9月份有所下滑。然而，10月的通胀数据却超预期增长，CPI同比上涨1.9%，预期1.8%，前值1.6%；PPI同比上涨6.9%，预期6.6%，前值6.9%。在一定程度上可以说，当前经济处于阶段性滞涨期。此外，尽管M2同比增速创历史新低，但央行三季度货币政策执行报告中强调，比过去低一些的M2增速可能成为新的常态，M2的可测性、可控性以及与实体经济的相关性已明显下降，无需过度关注M2增速的变化。

11月17日一行三会及外汇局共同发布了关于规范金融机构资产管理业务的指导意见征求意见稿，延续对资金池、杠杆、通道业务以及非标的监管。征求意见稿的公布致使市场情绪进一步低落，带动国债期货大幅下跌，目前监管利空预期仍存，风险尚未出清。

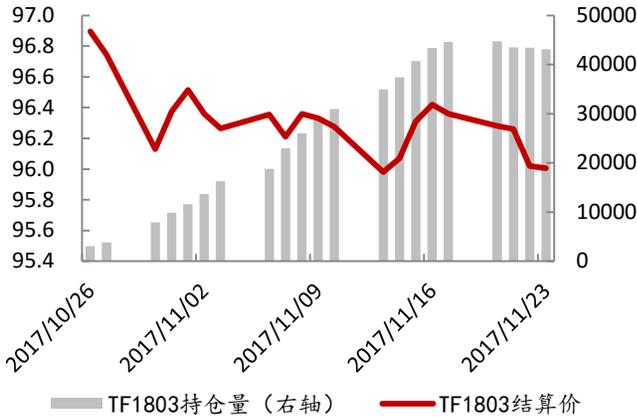
三季度的货币政策执行报告称，央行通过每月一次的频度投放MLF以弥补银行体系中长期流动性缺口，同时增强通过逆回购操作主动投放和回笼的灵活性。央行连续投放多少、连续回笼多少都是“削峰填谷”的表现，旨在熨平诸多因素对流动性的影响，并不代表货币政策取向发生变化。10月下旬启用2个月期逆回购操作旨在熨平财政因素的季节性波动以及提高资金面的稳定性，稳定市场预期。目前央行仍然维持稳健中性的货币政策，“削峰填谷”以维稳流动性的举措将延续，料未来资金面仍维持紧平衡，重点关注月中及月末等扰动时点。

图表 1：国债期货 11 月行情

	2017/10/31	2017/11/23	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1712	96.08	95.64	-0.44	-0.46%	22,840	10,024
T1712	92.73	91.81	-0.92	-0.99%	24,195	22,320
TF1803	96.38	96.01	-0.37	-0.38%	32,079	10,399
T1803	92.86	92.13	-0.73	-0.79%	45,855	37,206

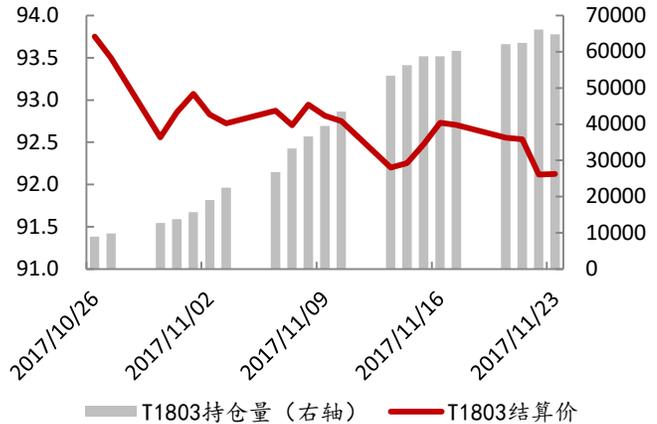
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TF1803 合约月内量涨价跌



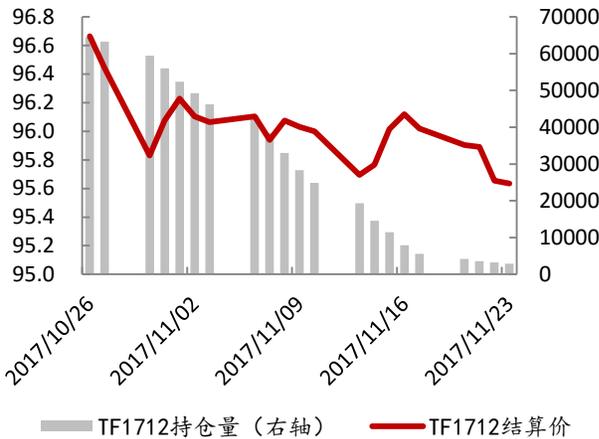
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: T1803 合约月内量涨价跌



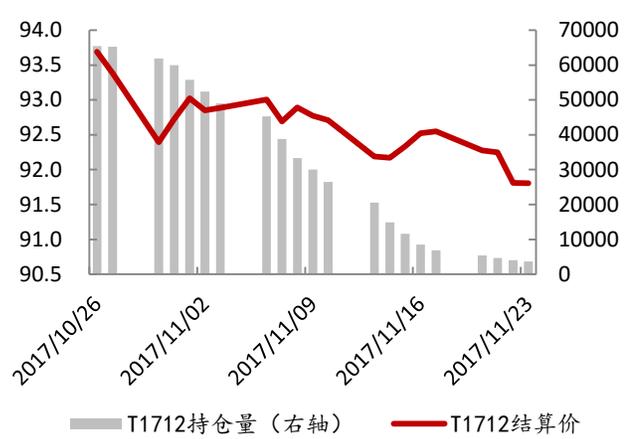
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1712 合约月内量价齐跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1712 合约月内量价齐跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

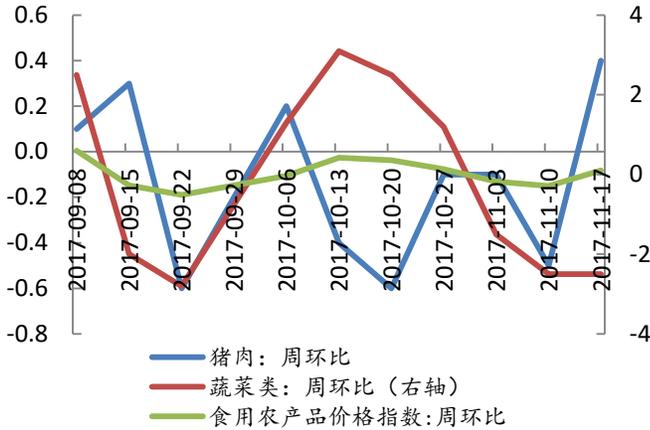
## 二、料 11 月通胀数据走弱，经济仍有韧性

通胀方面，目前看，11 月农产品批发价格与菜篮子产品批发价格指数均较 10 月有所回落，蔬菜价格指数周环比持续下降；11 月 36 个城市平均猪肉零售价格环比下降，料 11 月 CPI 食品项环比下降。从历史数据看，往年 11 月 CPI 非食品项环比多处于低位水平，平均环比在 0.02 上下。今年 11 月天气转冷叠加环保限产，生产资料价格指数和 CRB 现货指数均较 10 月有所上涨，全国水泥价格快速上涨，料 11 月 CPI 非食品项环比增长，但增幅可能小于 10 月。食品项环比下降，非食品项小幅环比上涨，叠加翘尾因素较低，料 11 月 CPI 同比较 10 月有所下滑。

从经济高频数据看，11 月高炉开工率大幅下降，或为取暖季限产所致。11 月 6 大发电集团日均耗煤量小幅高于 10 月，为季节性因素。11 月 30 大中城市商品房日均销售面积虽然小幅高于 10 月水平，但这主要是国庆假期期间销售面积锐减造成的低基数导致的环比上涨。从同比数据看，11 月商品房销售面积则是大幅减少。11 月前两周乘用车批发同比增长 7.5%，高于

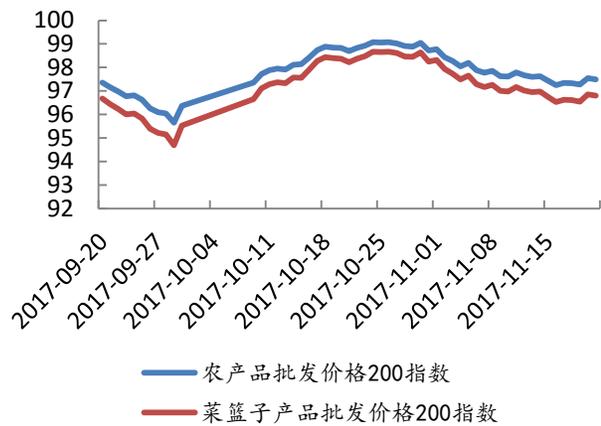
10月份1.5%的同比增速,这是厂家针对11月旺销的提早产销准备。整体看,当前经济增速放缓但仍有韧性,不支撑利率进入下行通道。但数据公布时点以及数据超预期下的冲击或许能够提供短暂的交易性机会。

图表 6: 农产品价格环比下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 农产品及蔬菜批发价格环比下降



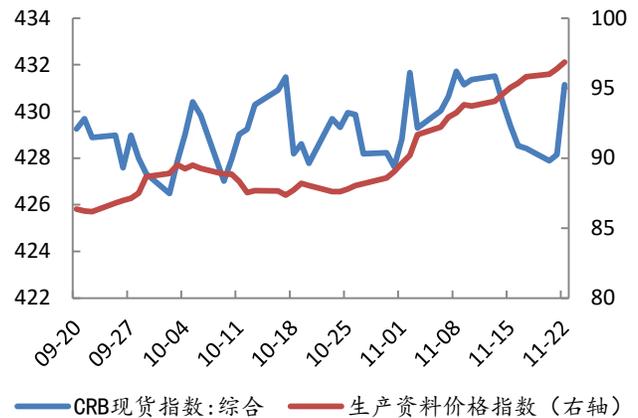
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 猪肉价格环比下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 非食品项生产资料价格环比上涨



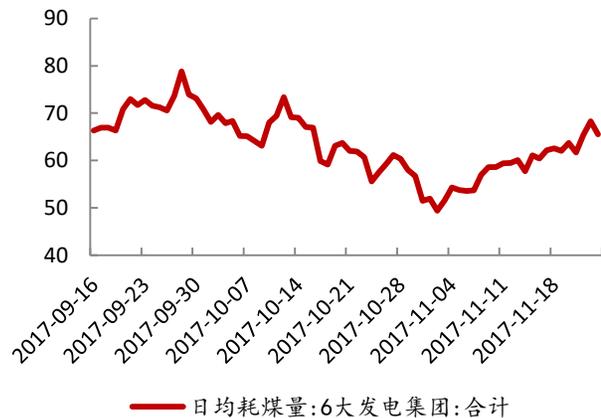
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 11月高炉开工率大幅下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

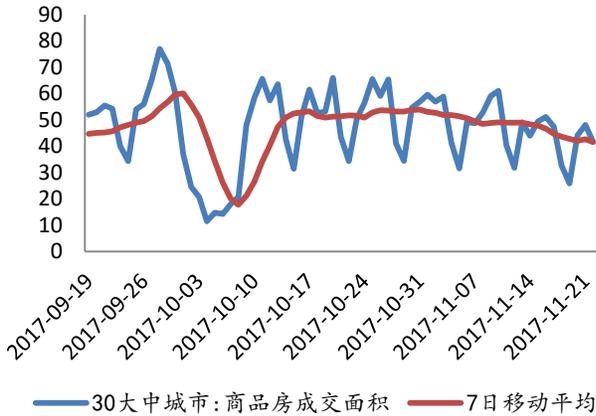
图表 11: 11月日均耗煤量小幅上涨



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 11月30城商品房成交面积小幅上涨

图表 13: 11月乘用车销量同比变化不大



来源: Wind, 东兴期货研发中心



来源: Wind, 东兴期货研发中心

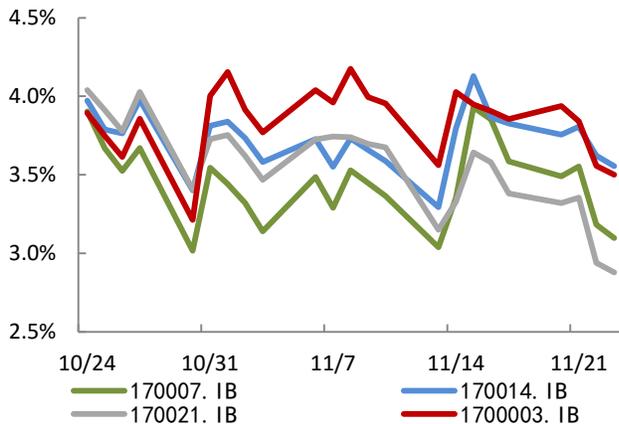
### 三、熊路漫漫，抓确定的 IRR 收益，且行且珍惜

期现方面，11 月 5 年活跃券表现强于期货，TF1803 合约基差走阔，IRR 下跌；10 年活跃券多弱于期货，T1803 合约基差多数收窄，IRR 多数上涨。考虑到当前经济韧性仍强、监管加严、货币政策难松、市场情绪疲软等因素，利率易上难下，建议以 TF1803 合约做正套并获取 3.5% 左右的确定的 IRR。

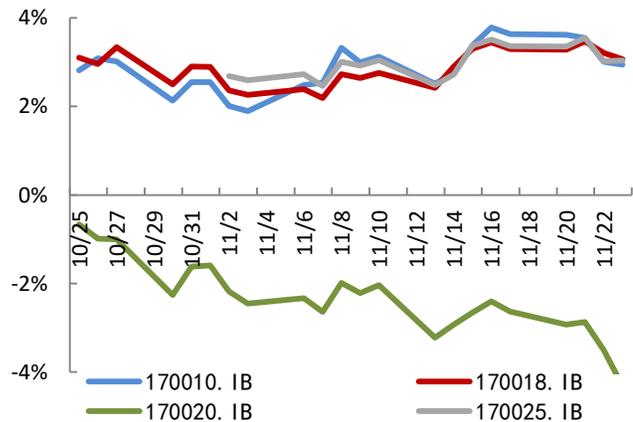
图表 14: 11 月份 5 年活跃券跌幅小于期货，10 年活跃券跌幅大于期货

	活跃券	基差			IRR		
		2017/11/23	2017/10/31	涨跌	2017/11/23	2017/10/31	涨跌
TF1803	170007. IB	0.0166	-0.1044	0.1210	3.10%	3.44%	-0.34%
	170014. IB	-0.0253	-0.1334	0.1081	3.56%	3.84%	-0.28%
	170021. IB	0.2523	-0.0134	0.2658	2.88%	3.75%	-0.87%
	1700003. IB	0.0281	-0.2018	0.2298	3.50%	4.15%	-0.65%
T1803	170010. IB	0.1969	0.3705	-0.1736	2.94%	2.54%	0.40%
	170018. IB	0.1707	0.2568	-0.0861	3.06%	2.89%	0.17%
	170020. IB	2.4085	1.9092	0.4993	-4.31%	-1.59%	-2.72%
	170025. IB	0.2376	/	/	3.03%	/	/

图表 15: TF1803 活跃 CTD 券 IRR 下跌



图表 16: T1803 活跃 CTD 券 IRR 多数上涨

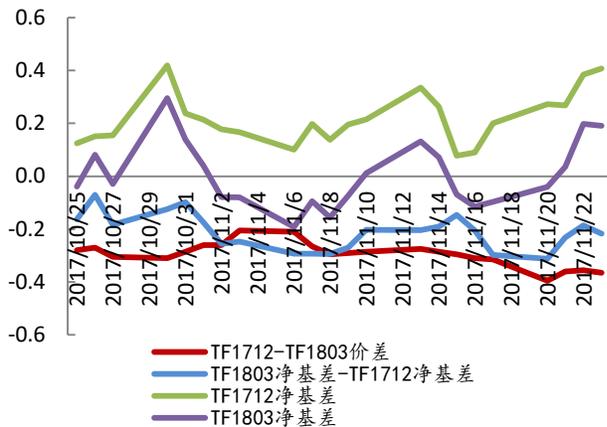


来源：Wind，东兴期货研发中心

来源：Wind，东兴期货研发中心

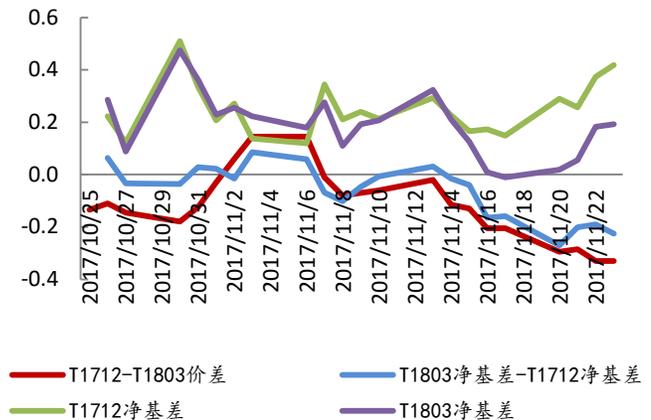
跨期策略方面，10月以来利率快速上行，套保需求增加，这一方面导致1712合约的跌幅大于1803合约，一方面给了1712合约活跃券更大的交割期权价值。11月随着主力合约移仓以及1712合约临近交割，1803-1712的净基差之差有所收窄，从而导致1712-1803跨期价差收窄。下周五1712合约将进入交割月，注意及时了结。

图表 17：TF 合约跨期价差走阔



来源：Wind，东兴期货研发中心

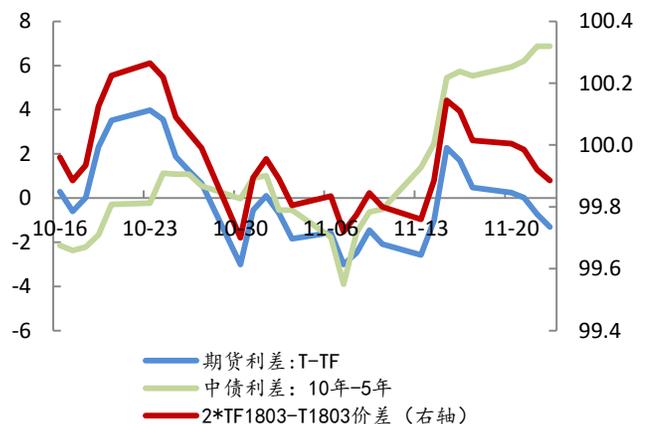
图表 18：T 合约跨期价差走阔



来源：Wind，东兴期货研发中心

跨品种策略方面，11月中债国债10年-5年利差有所修复，扩大近6BP。但TF1803表现弱于现货，T1803表现强于现货，导致期货利差的扩大幅度小于现货，跨品种价差冲高回落。考虑到11月通胀数据可能回落、经济增速可能弱于10月，叠加监管利空尚未出清，料10年利率易上难下。而12月是传统的财政投放月，叠加央行坚定稳健中性的货币政策，精准投放维稳资金面，料资金紧平衡下，对5年利率的冲击相对较小。因此12月利差或继续走阔，继续推荐做陡曲线策略，做多2手TF1803合约的同时做空1手T1803。

图表 19：11月现货利差走阔，期货利差冲高回落

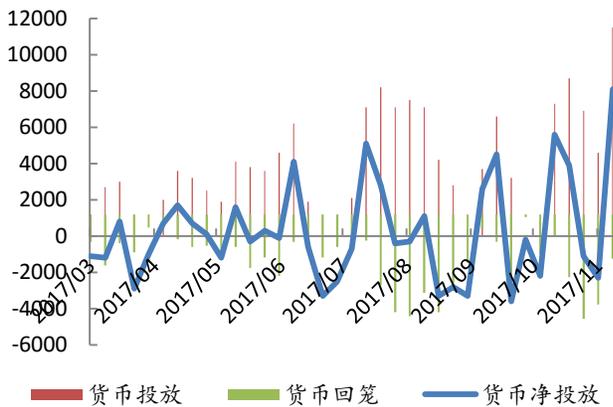


来源：Wind，东兴期货研发中心

#### 四、央行维稳资金面，资金价格相对稳定

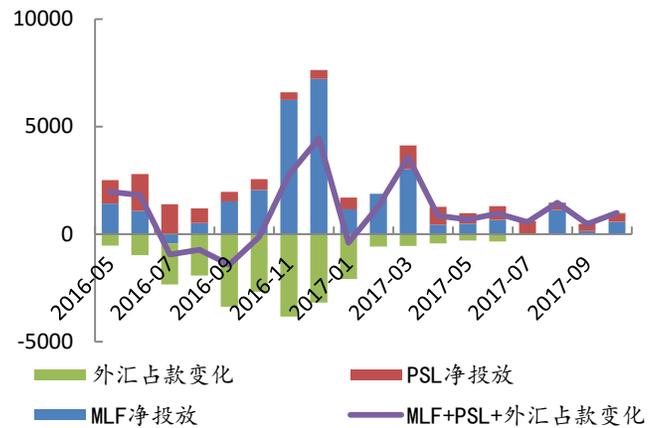
11月央行公开市场投放回笼力度加大，精准调控，资金价格相对平稳。截至11月24日，央行公开市场操作逆回购投放26400亿，回笼21400亿，净投放5000亿；月初一次性续作一年期MLF 4040亿，超额对冲本月到期的3960亿MLF。国库现金定存投放1200亿，到期1600亿，净回笼400亿。12月是传统的财政投放大月，为维持12月整体资金紧平衡并能够留出足够的调控余地，料央行下周将有大量的投放。因此，尽管下周适逢月底时点，并且将有9500亿逆回购到期，但预计资金不会过紧。整体看12月整月仍将维持紧平衡，料资金价格继续在区间内稳定运行。

图表 20：11月央行加大投放回笼力度

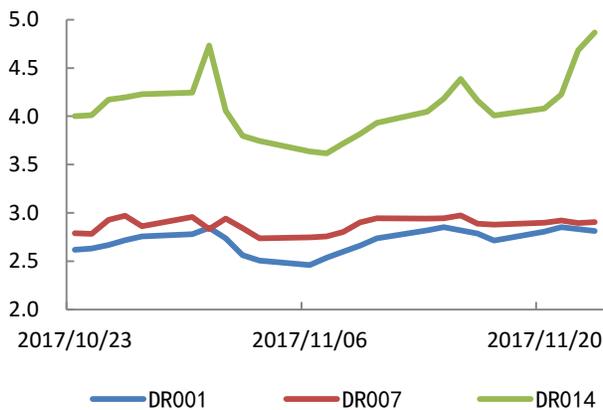


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：10月份中长期流动性投放量小幅高于9月

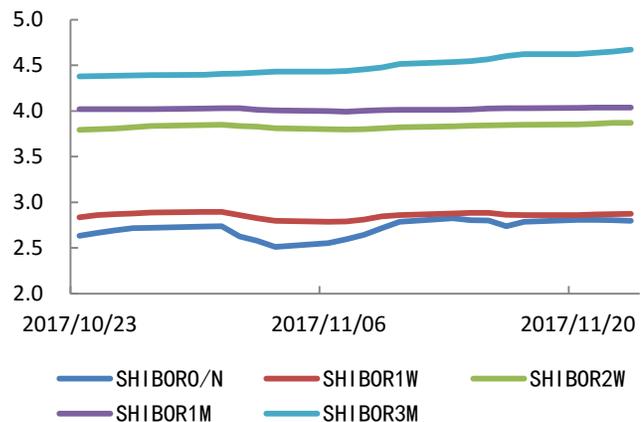


图表 22：11月短端资金价格稳定运行



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 23：11月短端资金价格稳定运行



来源：Wind，东兴期货研发中心

#### 五、一级市场发行情况较好，二级市场利率上行、信用利差扩大

截至11月24日，一级市场共上市记账式国债和政金债4182.88亿，其中，记账式国债2212.5亿，国开债890.38亿，进出口债280亿，农发债800亿。一级市场招标情况较好，需求较好，发行利率多

数低于前一日二级市场到期收益率。二级市场方面，11月中债国债关键期限到期收益率曲线整体上行，曲线小幅走陡；国开债收益率曲线大幅上行，期限利差小幅走阔。AAA企业债曲线大幅上行，且中长端上行幅度大于短端，AAA企业债-国债信用利差大幅上行。

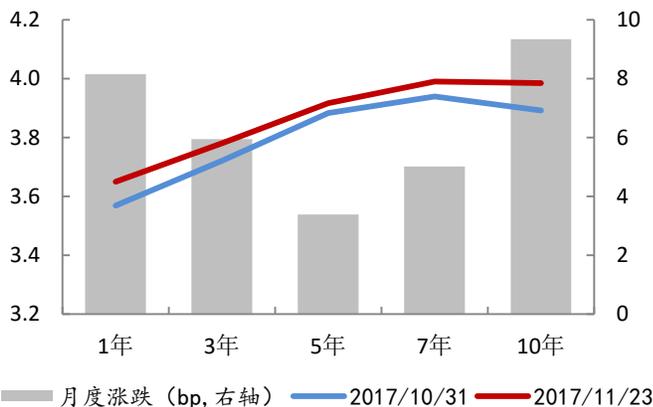
图表 24： 11月利率债一级市场发行统计

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 特别国债 03(续发)	2017/11/2	340	5	3.92	3.82	9.89
17 付息国债 24	2017/11/6	320	1	3.54	3.57	-2.83
17 付息国债 25	2017/11/6	322.1	10	3.82	3.89	-7.17
17 付息国债 19(续 2)	2017/11/13	280	2	3.67	3.66	0.61
17 付息国债 21(续发)	2017/11/13	328.8	5	3.87	3.92	-5.03
17 付息国债 20(续 2)	2017/11/20	327.9	7	3.96	4.01	-4.96
17 付息国债 26	2017/11/22	293.7	50	4.37	3.92	-5.09
17 国开 06(增 26)	2017/11/6	50	5	4.42	4.56	-14.2
17 国开 11(增 2)	2017/11/6	40	1	3.94	4.02	-7.53
17 国开 15(增 9)	2017/11/6	110	10	4.46	4.50	-3.64
17 国开 08(增 10)	2017/11/8	40	7	4.53	4.55	-1.94
17 国开 09(增 6)	2017/11/8	70	3	4.39	4.45	-5.57
17 国开 08(增 11)	2017/11/13	30	7	4.52	4.57	-5.04
17 国开 09(增 7)	2017/11/13	50	3	4.38	4.46	-8
17 国开 11(增 3)	2017/11/13	40	1	3.98	4.09	-10.6
17 国开 12	2017/11/13	60	5	4.44	4.52	-7.99
17 国开 15(增 10)	2017/11/13	120	10	4.47	4.49	-1.89
17 国开 08(增 12)	2017/11/17	40	7	4.75	4.68	6.91
17 国开 12(增发)	2017/11/17	40	5	4.61	4.62	-1
17 国开 15(增 11)	2017/11/17	50	10	4.71	4.68	3
17 国开 09(增 8)	2017/11/21	64.38	3	4.52	4.60	-8.17
17 国开 11(增 4)	2017/11/21	71	1	4.16	4.14	2.47
17 国开 15(置换)	2017/11/22	15	10	4.67	4.72	-5
17 进出 03(增 24)	2017/11/1	30	10	4.52	4.52	0
17 进出 09(增 15)	2017/11/1	40	5	4.42	4.44	-2.18
17 进出 10(增 11)	2017/11/1	30	3	4.31	4.36	-5.4
17 进出 03(增 25)	2017/11/8	30	10	4.59	4.62	-2.9
17 进出 09(增 16)	2017/11/8	30	5	4.44	4.50	-6.23
17 进出 10(增 12)	2017/11/8	30	3	4.4	4.46	-5.75
17 进出 09(增 17)	2017/11/15	30	5	4.51	4.56	-5.34
17 进出 10(增 13)	2017/11/15	30	3	4.47	4.52	-4.6
17 进出 11(增发)	2017/11/15	30	1	4.03	4.06	-2.99
17 农发 11(增 8)	2017/11/3	50	3	4.46	4.38	8.46
17 农发 12(增 8)	2017/11/3	50	5	4.55	4.48	7.38
17 农发 04(增 27)	2017/11/7	30	7	4.52	4.60	-8.17

17 农发 10(增 13)	2017/11/7	70	1	3.87	4.05	-17.89
17 农发 15(增 7)	2017/11/7	70	10	4.57	4.62	-4.99
17 农发 11(增 9)	2017/11/10	50	3	4.44	4.49	-4.83
17 农发 12(增 9)	2017/11/10	40	5	4.49	4.51	-2.09
17 农发 04(增 28)	2017/11/14	30	7	4.6	4.62	-1.57
17 农发 13	2017/11/14	50	1	4.02	4.07	-4.59
17 农发 15(增 8)	2017/11/14	50	10	4.66	4.66	0.01
17 农发 11(增 10)	2017/11/17	50	3	4.54	4.52	1.51
17 农发 12(增 10)	2017/11/17	40	5	4.59	4.58	1.2
17 农发 04(增 29)	2017/11/21	30	7	4.8	4.71	8.91
17 农发 13(增发)	2017/11/21	50	1	4.13	4.14	-0.96
17 农发 15(增 9)	2017/11/21	50	10	4.8	4.82	-1.99
17 农发 11(增 11)	2017/11/24	50	3	4.56	4.61	-4.5
17 农发 12(增 11)	2017/11/24	40	5	4.67	4.63	4.16

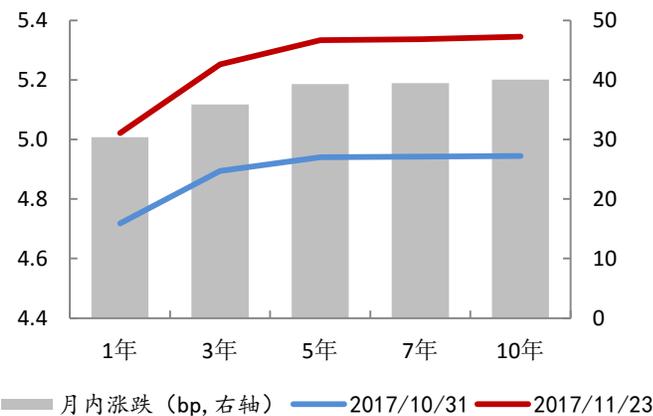
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 25: 中债国债关键期限到期收益率曲线上行



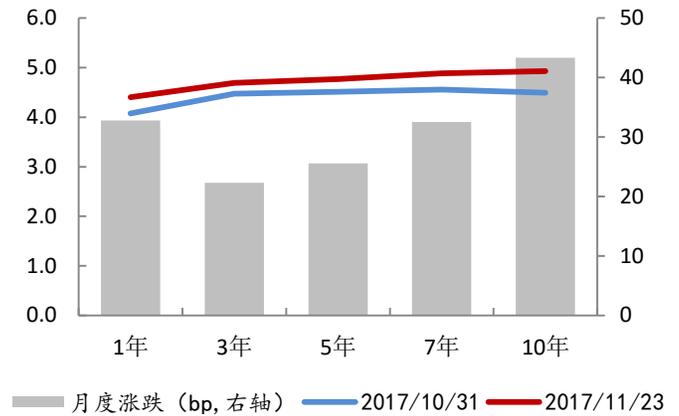
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 27: AAA 企业债到期收益率曲线大幅上行



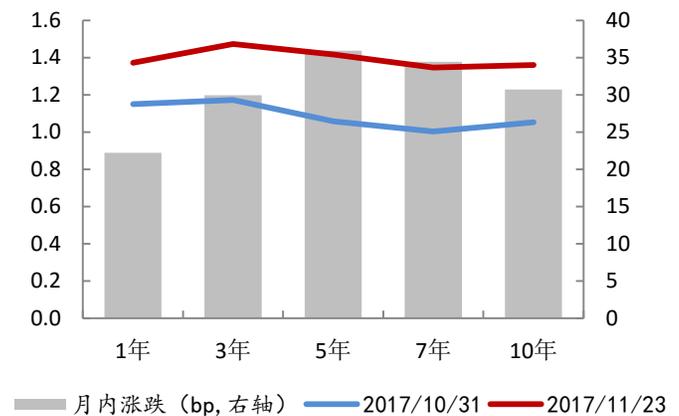
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 26: 中债国开债关键期限到期收益率曲线上行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 28: 信用债利差月内持续走扩



来源: Wind, 东兴期货研发中心

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。