

2017 年 12 月 01 日

国债期货

研发中心

张晨

研究员，期货执业证书编号 F3027880

zhangchen@dxqh.net

11 月经济运行放缓， 下行预期带动利率回落

观点要点：

- 本周期现均有较大涨幅，且期货表现好于现货。
- 11 月末财政支出力度较大，本周净回笼 400 亿。下周有 7800 亿逆回购到期，且周三有 1880 亿 MLF 到期，央行或于下周三一次性续作 12 月 3750 亿的 MLF 到期量，料下周资金紧平衡
- 上周猪肉和蔬菜价格均有所回升，带动食品价格环比小幅上涨。生产资料价格指数与水泥价格指数持续上涨，支撑非食品项价格环比上涨。考虑到去年翘尾因素较小，以及 11 月上半月食品价格下行等因素，料 11 月 CPI 同比小幅回落。11 月制造业 PMI 51.8，高于前值 51.6，但从高频数据看，高炉开工率仍在低位，粗钢产量持续下滑，发电耗煤量同比减少，料 11 月经济低位运行。
- 期现方面，本周活跃券上涨幅度小于期货，基差多数收窄，活跃券 IRR 有所上涨，建议抓住正套机会，获取确定的 IRR 收益。
- 跨期方面，本周 TF1803 净基差下行幅度较大，TF1803-TF1806 价差上行约 0.2。从历史经验看，目前 1803 合约距离交割尚有一段时间，难以判断净基差的变化。叠加当前 1806 合约的成交量仍然非常小，目前不建议进行跨期套利。
- 跨品种方面，本周中债 10 年-5 年利差收窄，但 TF1803 合约价格上涨幅度较大，1803 合约对应到期收益率利差小幅走阔，做陡曲线策略获得正的收益。料下周资金对 5 年利率的扰动不大。考虑到 11 月经济运行放缓，CPI 同比可能小幅回落，短期内如果没有新的监管利空，十年利率可能在当前位置震荡甚至小幅下行。未来两周内做陡曲线策略的套利空间可能不大。

一、经济下行言论带动做多情绪，期现携手上涨

本周期现均有较大涨幅，且期货表现好于现货。月底央行精准投放，本周资金面略松于预期。周三银监会领导称，中国经济仍将面临比较大的下行压力，也许在明年初或者一季度能反映出来。同日，朝鲜再次发射导弹，引发避险情绪。在以上因素的影响下，尽管周四公布的 PMI 数据好于预期，利率依然延续下行。这一方面来自于对经济下行的预期，另一方面也是对前期快速上行的调整。

图表 1：国债期货合约一周行情统计

	收盘价			日均成交量（手）			持仓量（手）		
	2017/11/30	2017/11/23	涨跌	2017/11/30	2017/11/23	增减	2017/11/30	2017/11/23	增减
TF1803	96.580	96.190	0.41%	11523	11440	83	46007	43145	2862
TF1806	96.695	96.635	0.06%	14	4	10	16	10	6
T1803	93.040	92.480	0.61%	45326	53560	-8234	60117	64765	-4648
T1806	93.285	92.725	0.60%	101	133	-33	943	877	66

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、下周公开市场大量回笼，料央行精准对冲，资金紧平衡

11 月末财政支出力度较大，本周央行精准投放，公开市场连续多日零净投放，当周回笼 9500 亿，投放 9100 亿，净回笼 400 亿。下周有 7800 亿逆回购到期，且周三有 1880 亿 MLF 到期，央行或于下周三一次性续作 12 月 3750 亿的 MLF 到期量，料下周资金紧平衡。

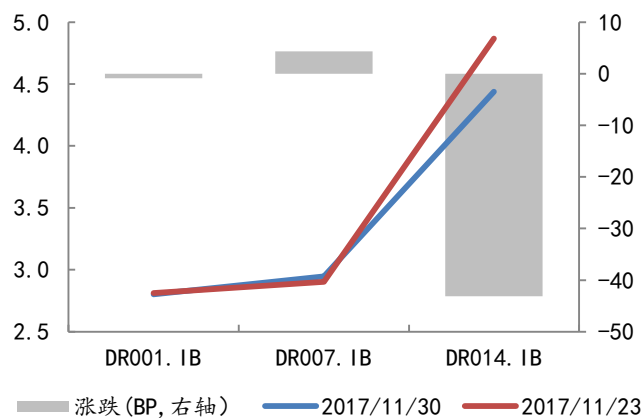
随着月末临近，本周 14 天银银间质押利率大幅回落，7 天资金则小幅上涨。隔夜资金于周内有较大波动，但当周基本收平。随着年末时点将近，近期 3 个月 Shibor 持续走高。12 月第一周公开市场回笼量较大，第二周税期扰动，中下旬财政支出将释放大量资金，料本月资金前紧后松，整体维持紧平衡。

图表 2：公开市场操作

	逆回购	7 天逆回购	14 天逆回购	28 天逆回购	63 天逆回购
	净投放	投放/回笼	投放/回笼	投放/回笼	投放/回笼
2017/11/27	0	700/700	600/700	0/0	100/0
2017/11/28	0	1300/1300	1100/1200	0/0	100/0
2017/11/29	0	1600/1000	700/1400	0/0	100/0
2017/11/30	0	1500/1400	1200/1400	0/0	100/0
2017/12/1	-400	0/300	0/100	0/0	0/0
本周总计	-400	5100/4700	3600/4800	0/0	400/0
下周回笼	-7800	-5100	-2700	0	0

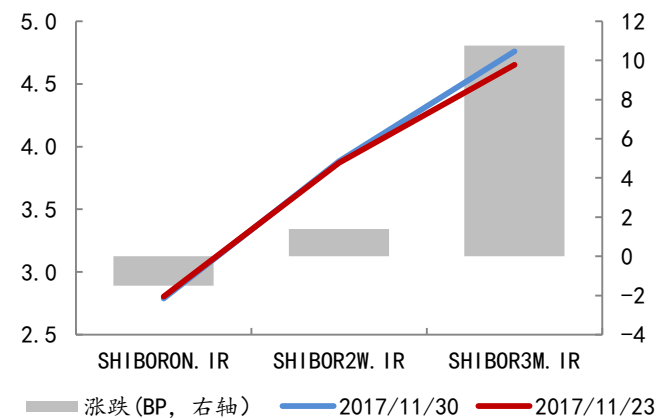
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3: 银行间质押式回购利率一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、利率全线下行，曲线走平

一级市场方面，本周共发行 685 亿付息国债和政金债，其中，付息国债 264 亿、国开债 191 亿、进出口债 100 亿、农发债 130 亿。发行情况尚可，多数发行利率低于前一日二级市场到期收益率。

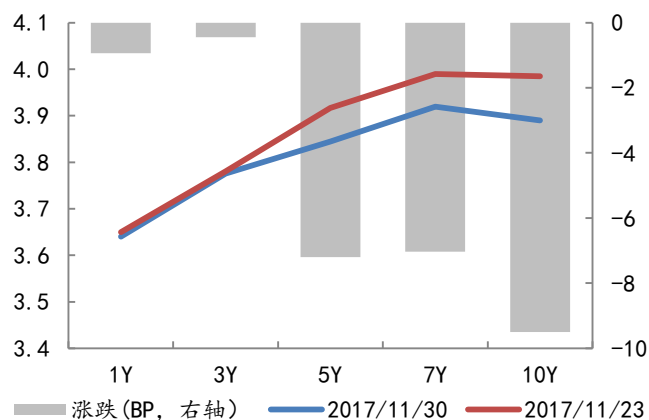
图表 5: 一级市场利率债发行

	发行利率	前一日市场利率	差额 (bp)	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
17 特别国债 03(续 2)	3.88	3.89	0.20	264	2017/11/27	5
17 国开 09(增 9)	4.62	4.69	6.82	40	2017/11/28	3
17 国开 03(置换)	1.93	/	/	15	2017/11/28	1
17 国开 12(增 3)	4.71	4.72	0.69	40	2017/11/28	5
17 国开 11(增 5)	4.30	4.45	14.42	66	2017/11/28	1
17 国开 08(增 14)	4.85	4.87	1.34	30	2017/11/28	7
17 进出 10(增 14)	4.68	4.73	4.80	35	2017/11/30	3
17 进出 09(增 18)	4.75	4.84	8.19	30	2017/11/30	5
17 进出 11(增 2)	4.55	4.47	-7.97	35	2017/11/30	1
17 农发 12(增 12)	4.76	4.82	6.35	30	2017/11/29	5
17 农发 11(增 12)	4.67	4.70	2.87	50	2017/11/29	3
17 农发 13(增 3)	4.40	4.45	4.35	50	2017/11/29	1

来源: Wind, 东兴期货研发中心

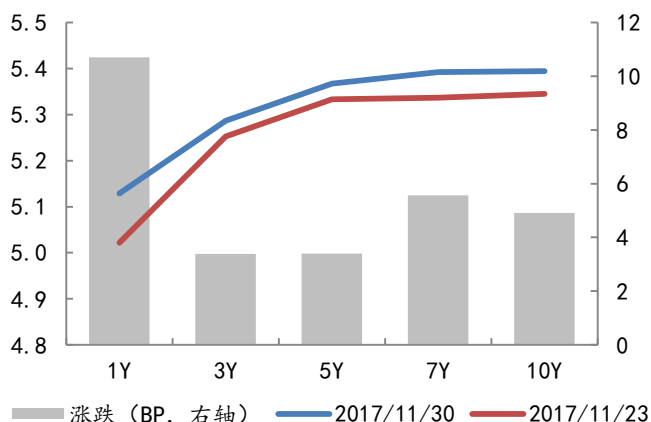
二级市场方面，本周银行间关键期限国债到期收益率全线下行，曲线走平。AAA 企业债关键期限到期收益率全线上涨，曲线走平，信用利差全线走阔。

图表 6：银行间关键期限国债到期收益率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 7：AAA 企业债关键期限到期收益率

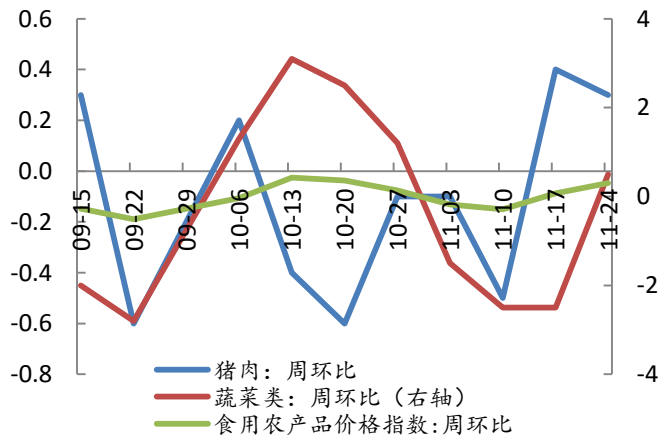


来源：Wind，东兴期货研发中心

四、料 11 月经济低位运行，CPI 同比回落

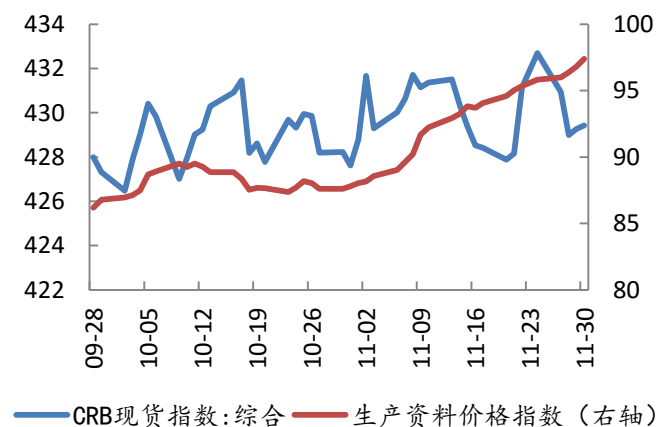
上周猪肉和蔬菜价格均有所回升，带动食品价格环比小幅上涨。生产资料价格指数与水泥价格指数持续上涨，支撑非食品项价格环比上涨。考虑到去年翘尾因素较小，以及 11 月上半月食品价格下行等因素，料 11 月 CPI 同比小幅回落。11 月制造业 PMI 为 51.8，高于前值 51.6，但从高频数据来看，高炉开工率仍在低位，粗钢产量持续下滑，发电耗煤量同比减少，料 11 月经济低位运行。

图表 8：上周食品价格环比小幅增长



来源：Wind，东兴期货研发中心

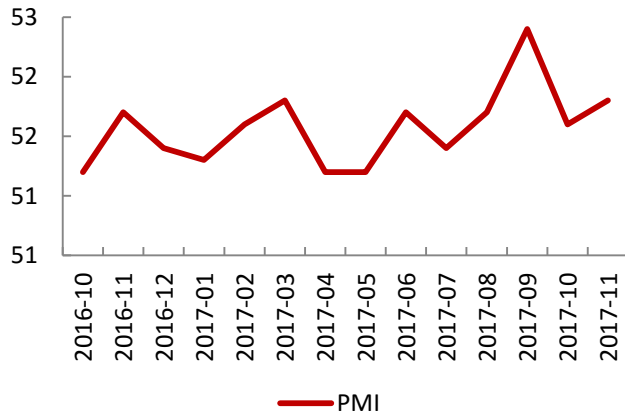
图表 9：生产资料价格指数持续上涨



来源：Wind，东兴期货研发中心

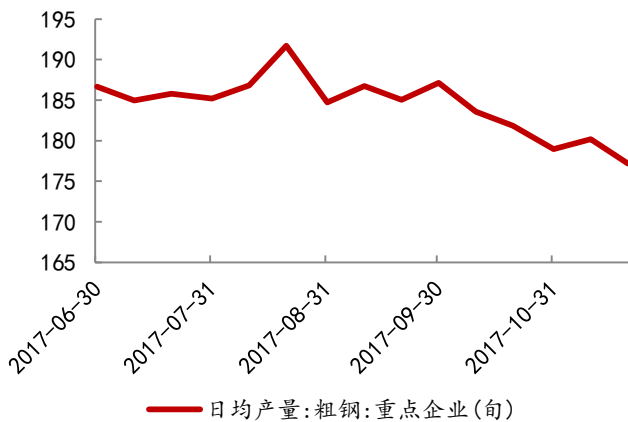
图表 10：11 月制造业 PMI 小幅上涨

图表 11：本周高炉开工率仍在低位

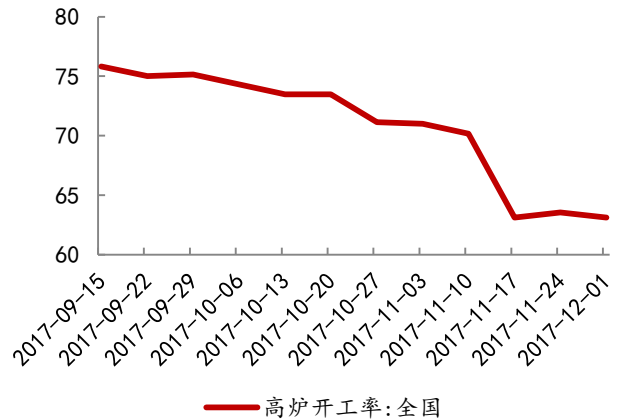


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 11 月中旬粗钢产量减少

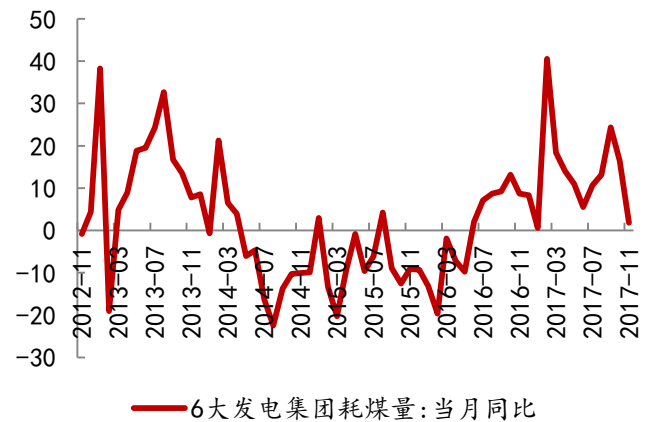


来源: Wind, 东兴期货研发中心



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 11 月 6 大发电集团耗煤量同比减少



来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、抓确定的 IRR

期现套利方面, 本周活跃券上涨幅度小于期货, 基差多数收窄, 活跃券 IRR 有所上涨, 建议抓住正套机会, 获取确定的 IRR 收益。

图表 7: 活跃券 IRR

	11/24	11/27	11/28	11/29	11/30
TF1803					
170007. IB	3.51%	2.96%	2.91%	3.65%	3.88%
170014. IB	3.80%	3.78%	3.60%	4.17%	4.17%
1700003. IB	3.85%		3.49%	4.18%	4.12%
170021. IB	3.06%	3.01%	2.97%	3.64%	3.71%
T1803					
160017. IB	4.10%	4.03%	3.79%	4.88%	4.69%
170010. IB	2.87%	2.77%	2.63%	2.97%	3.55%
170018. IB	3.08%	2.98%	2.87%	3.16%	3.45%
170025. IB	3.16%	3.06%	2.96%	3.23%	3.51%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

跨期套利方面，本周 TF1803 净基差下行幅度较大，TF1803-TF1806 价差上行约 0.2。从历史经验看，目前 1803 合约距离交割尚有一段时间，难以判断净基差的变化。叠加当前 1806 合约的成交量仍然非常小，目前不建议进行跨期套利。

图 15：TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1803-TF1806	TF1803 170014. IB	TF1806 170014. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/11/24	-0.345	0.0082	-0.1752	-0.1834	0.1325
2017/11/27	-0.460	-0.0197	-0.3481	-0.3284	0.1484
2017/11/28	-0.465	0.1268	-0.1256	-0.2525	0.1371
2017/11/29	-0.095	-0.0949	-0.0201	0.0748	0.1355
2017/11/30	-0.150	-0.1394	-0.1577	-0.0183	0.1304

来源：Wind，东兴期货研发中心

图 16：T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	T1803-T1806	T1803 170025. IB	T1806 170025. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/11/24	-0.245	0.1973	0.0605	-0.1368	0.2197
2017/11/27	-0.270	0.1876	-0.0040	-0.1915	0.2357
2017/11/28	-0.285	0.3072	0.1789	-0.1283	0.2243
2017/11/29	-0.265	0.1722	0.0195	-0.1526	0.2227
2017/11/30	-0.215	0.0471	-0.0884	-0.1356	0.2176

来源：Wind，东兴期货研发中心

跨品种策略方面，本周中债 10 年-5 年利差收窄，但 TF1803 合约价格上涨幅度相对较大，1803 合约对应到期收益率期限利差小幅走阔，做陡曲线策略获得正的收益。下周尽管央行公开市场大量回笼，但料央行精准对冲，叠加没有税期扰动，料资金对 5 年利率的扰动不大。考虑到 11 月经济运行放缓，CPI 同比可能小幅回落，短期内如果没有新的监管利空，十年利率可能在当前位置震荡甚至小幅下行。未来两周内做陡曲线策略的套利空间可能不大。

图表 11：跨品种策略

	跨品种价差	期货合约对应到期收益率		5 年国债	10 年国债
	2*TF1803-T1803	TF1803	T1803	到期收益率	到期收益率
2017/11/30	100.11	3.8367	3.8758	3.8444	3.8901
2017/11/23	99.90	3.9195	3.9374	3.9164	3.9851
变动	0.21	-8.3	-6.2	-7.2	-9.5
利差扩大 (bp)		2.1		-2.3	

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。