

2017 年 1 月 2 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

PMI 小幅回落， 期债或维持窄幅震荡

观点要点：

- 12 月制造业 PMI 为 51.6，略低于预期的 51.7 和前值 51.8。12 月受环保限产的影响，工业企业生产减弱，生产指数小幅回落。新订单指数小幅回落，但新出口订单指数持续上涨，表明外需强劲，但内需疲软。受上游工业品去产能影响，主要原材料购进价格指数持续上涨，原材料库存持续下滑，将继续带动对原材料进口的需求。
- 上周国债期货呈窄幅震荡走势，整体变动不大，主力合约小幅收跌。本周随着资金价格的小幅回调以及基本面数据的小幅回落，料国债期货维持窄幅震荡走势，或小幅上行。TF1803 关注 96.36 底部支撑，96.79 顶部压力；T1803 关注 92.72 底部支撑，93.44 顶部压力。
- 期现方面，上周 IRR 先降后升，相对前一周小幅下降，仍然有一定的吸引力。但考虑到 1803 合约在交个前仍然面临春节流动性紧张，资金价格有上行的压力，正套操作需谨慎。
- 跨品种方面，上周中债 10 年-5 年利差小幅收窄 0.8BP，期货对应利差基本收平，跨品种价差小幅收窄 0.02，变动不大。目前中债利差已触及 0.75 倍平均利差线，是做平曲线的信号。但考虑到当前基本面数据小幅回落或带动 10 年利率小幅抬升，且跨年结束，资金价格小幅回落或带动短期利率回落，利差可能走阔。建议暂时观望，前期的做陡曲线套利头寸则继续持有。

PMI 小幅回落， 期债或维持窄幅震荡

一、12 月制造业 PMI 低于预期，期债或维持窄幅震荡

12 月制造业 PMI 为 51.6，略低于预期的 51.7 和前值 51.8。12 月受环保限产的影响，工业企业生产减弱，生产指数小幅回落。新订单指数小幅回落，但新出口订单指数持续上涨，表明外需强劲，但内需疲软。受上游工业品去产能影响，主要原材料购进价格指数持续上涨，原材料库存持续下滑，将继续带动对原材料进口的需求。

上周国债期货呈窄幅震荡走势，整体变动不大，TF1803 合约跌 0.04% 收于 96.605，T1803 合约跌 0.1%，收于 93.165。本周随着资金价格的小幅回调以及基本面数据的小幅回落，料国债期货维持窄幅震荡走势，或见小幅上行。TF1803 关注 96.36 底部支撑，96.79 顶部压力；T1803 关注 92.72 底部支撑，93.44 顶部压力。

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）		
	2017/12/2	2017/12/2	涨跌	2017/12/29	2017/12/2	增减	2017/12/2	2017/12/2	增减
	9	2			2		9	2	
TF1803	96.605	96.640	-0.04%	6841	7547	-706	45979	46121	-142
TF1806	96.855	96.885	-0.03%	25	72	-48	426	410	16
T1803	93.165	93.220	-0.06%	26640	33122	-6482	59259	60633	-1374
T1806	93.300	93.390	-0.10%	171	224	-53	1720	1598	122

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1803 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.7	3.75	3.8	3.85	3.9	3.95	4
-10	97.43	97.21	97.00	96.79	96.57	96.36	96.14
-5	97.21	97.00	96.79	96.57	96.36	96.14	95.93
0	97.00	96.79	96.57	96.36	96.14	95.93	95.72
5	96.79	96.57	96.36	96.14	95.93	95.72	95.50
10	96.57	96.36	96.14	95.93	95.72	95.50	95.29
15	96.36	96.14	95.93	95.72	95.50	95.29	95.07
20	96.14	95.93	95.72	95.50	95.29	95.07	94.86

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3: T1803 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.8	3.85	3.9	3.95	4	4.05	4.1
-10	94.90	94.54	94.17	93.81	93.44	93.08	92.72
-5	94.54	94.17	93.81	93.44	93.08	92.72	92.35
0	94.17	93.81	93.44	93.08	92.72	92.35	91.99
5	93.81	93.44	93.08	92.72	92.35	91.99	91.62
10	93.44	93.08	92.72	92.35	91.99	91.62	91.26
15	93.08	92.72	92.35	91.99	91.62	91.26	90.89
20	92.72	92.35	91.99	91.62	91.26	90.89	90.53

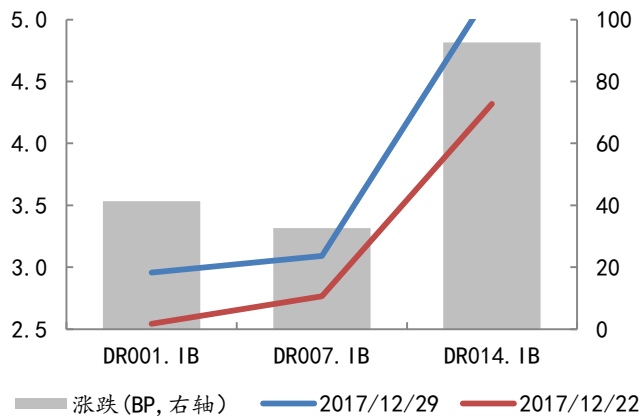
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、跨年流动性结构性紧张，本周资金将小幅回落，但幅度有限

上周央行公开市场逆回购到期 5100 亿，投放 0 亿，净回笼 5100 亿。本周央行公开市场有 5100 亿逆回购到期，其中周一到周五分别到期 1600 亿、1300 亿、900 亿、1300 亿、0 亿。1 月份将有 2895 亿 MLF 到期，其中，13 日到期 1825 亿，24 日到期 1070 亿。央行于上周五表示为缓解春节期间流动性紧张，将向现金需求较大的全国性商业银行提供临时准备金动用安排，期限为 30 天。机构测算此操作将释放约 1.5 万亿，将大幅缓解春节流动性紧张局势。

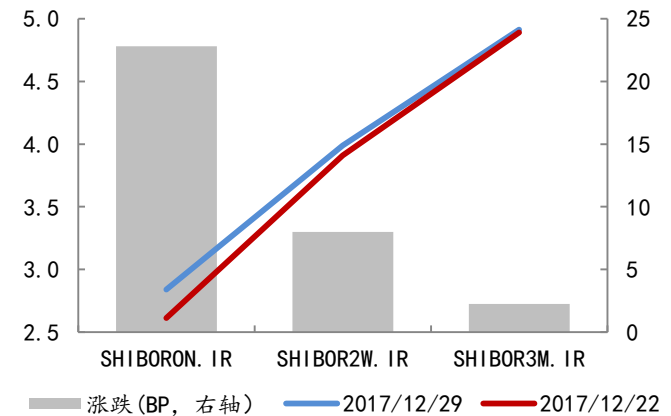
资金方面，上周适逢跨年时点，尽管财政大量投放资金，但在 MPA 考核的压力下，银行融出意愿不高，非银融入资金的压力较大，流动性出现明显的结构性紧张，非银机构资金成本大幅上涨，且波动性放大。DR001 上涨 41.34BP 收于 2.9581%，DR007 上涨 32.63BP 收于 3.0912%，DR014 上涨 92.66BP 收于 5.2466%。而 R001 上涨 97.38BP 至 3.5871%，R007 上涨 239.01BP 至 5.4198%，R014 上涨 122.97BP 收于 6.6659%。随着跨年结束，本周资金利率将逐步回落，但考虑到本周 5100 亿逆回购到期，叠加对春节期间资金紧张的预期，资金价格回落的空间有限。

图表 4: 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 5: Shibor 一周涨跌

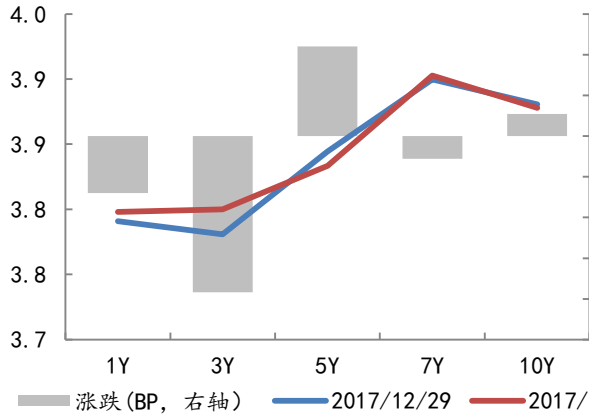


来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、年末现券交投清淡，国债利率小幅变动

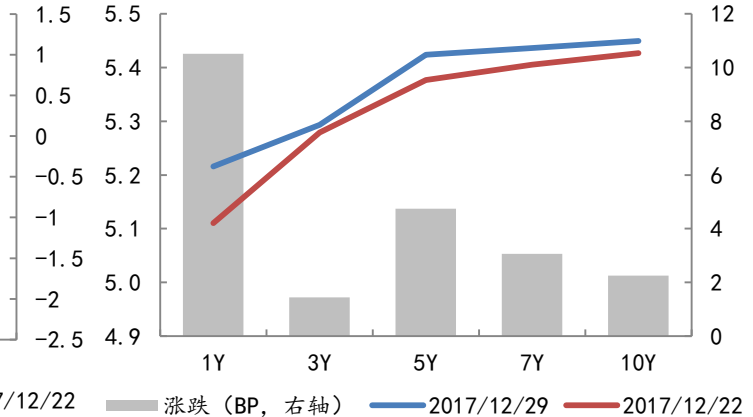
临近年末，上周记账式国债和政策债停发，二级市场交投清淡，国债利率持续窄幅震荡，关键期限到期收益率短降长升，曲线小幅走陡，但10年-5年利差收窄。AAA企业债关键期限到期收益率全线上行，曲线走平，信用利差持续扩大。

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

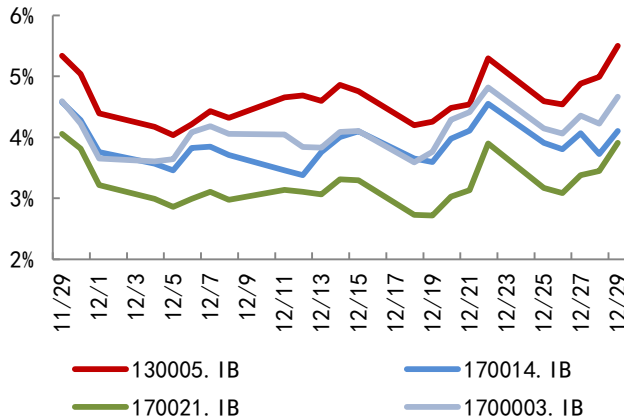


来源：Wind，东兴期货研发中心

四、套利策略方向不明确，建议观望为主，谨慎操作

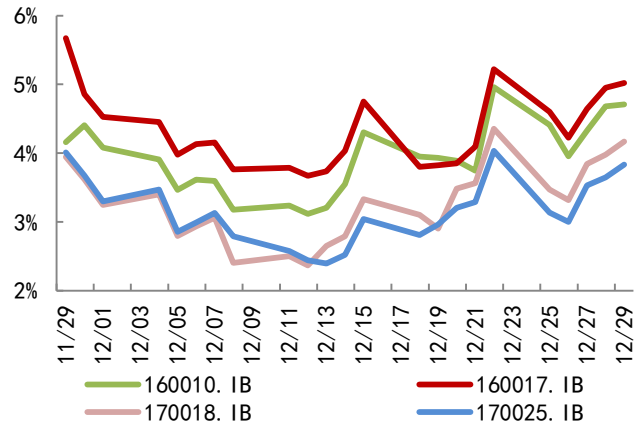
期现方面，上周 IRR 先降后升，相对前一周小幅下降，仍然有一定的吸引力。但考虑到 1803 合约在交个前仍然面临春节流动性紧张，资金价格有上行的压力，正套操作需谨慎。

图表 8：TF1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：T1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：活跃券 IRR

12/22 12/25 12/26 12/27 12/28 12/29

TF1803

130005. IB	5.29%					
170014. IB	4.55%	3.91%	3.80%	4.07%	3.72%	
170021. IB	3.90%	3.17%	3.09%	3.38%	3.45%	3.91%
1700003. IB	4.82%	4.14%	4.06%	4.35%	4.22%	

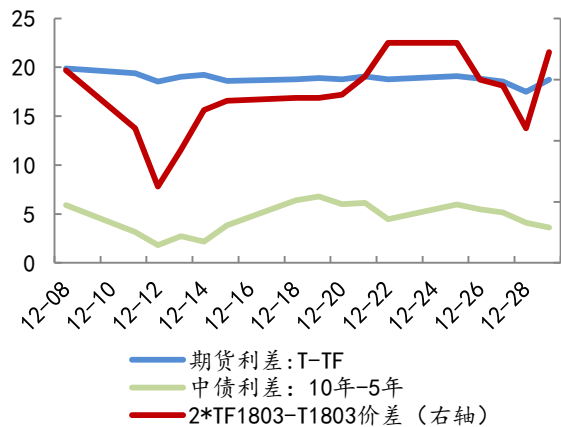
T1803

160010. IB	4.96%	4.41%	3.95%	4.33%	4.68%	4.71%
160017. IB	5.22%	4.60%	4.22%	4.64%	4.95%	5.02%
170018. IB	4.35%	3.47%	3.32%	3.84%	3.98%	4.17%
170025. IB	4.03%	3.14%	3.00%	3.53%	3.65%	3.83%

来源：Wind，东兴期货研发中心

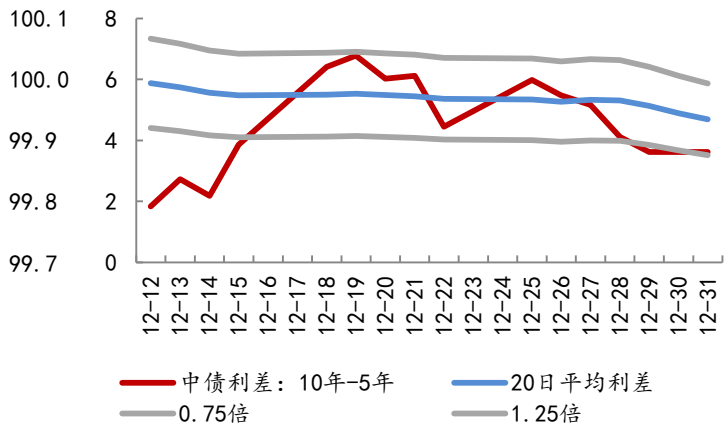
跨品种方面，上周中债10年-5年利差小幅收窄0.8BP，期货对应利差基本收平，跨品种价差小幅收窄0.02，变动不大。目前中债利差已触及0.75倍平均利差线，是做平曲线的信号。但考虑到当前基本面数据小幅回落或带动10年利率小幅抬升，且跨年结束，资金价格小幅回落或带动短期利率回落，利差可能走阔。建议暂时观望，前期的做陡曲线套利头寸则继续持有。

图表 15：跨品种价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 16：中债利差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 17：跨品种策略

	跨品种价差		期货合约对应到期收益率		中债国债到期收益率		
	2*TF1803-T1803	TF1803	T1803	期货利差 (BP)	5 年	10 年	中债利差 (BP)
2017/12/22	100.06	3.74	3.93	18.76	3.83	3.88	4.45
2017/12/25	100.06	3.76	3.95	19.09	3.81	3.87	5.98
2017/12/26	100.00	3.78	3.97	18.83	3.83	3.89	5.48

2017/12/27	99.99	3.78	3.96	18.55	3.84	3.90	5.16
2017/12/28	99.92	3.77	3.95	17.50	3.84	3.89	4.11
2017/12/29	100.05	3.75	3.94	18.73	3.84	3.88	3.62
一周变动	-0.02	1.1	1.0	0.0	1.1	0.3	-0.8

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。