



监管压制债市需求，期债仍震荡寻底

国债期货周报

2017-12-11

内容要点

- **宏观经济**：上周进出口数据略强于预期，经济仍有一定“韧性”。通胀数据出现一定回落，通胀压力不大。周三银监会修订银行流动性管理办法，抑制期限错配、引导脱虚向实，债市监管压力较重。
- **资金面**：央行继续维持紧平衡操作，上周净回笼 5100 亿。年末资金面仍有较强压力，关注央行后续公开市场操作。
- **利率债市场**：一级市场方面，上周利率债发行规模明显减少。二级市场方面，利率债收益率维持在高位。
- **投资策略**：宏观经济数据基本符合预期，对债市影响偏中性。货币政策仍是债市短期内的主要影响因素，去杠杆和金融监管细则仍待进一步出台。短期内市场情绪较为谨慎，叠加配置需求较弱，期债或将继续弱势震荡。目前收益率曲线仍过度平坦，后续有修复需求。

操作策略跟踪

类型	合约/ 组合	方向	入场 价格(差)	首次 推荐日	评级	目标 价格(差)	止损 价格(差)	收益(%)
组合	2*TF180 3-T1803	买	3.53	12.11	3 星	3.9	3.4	
评级说明：星级越高，推荐评级越高。3 星表示谨慎推荐；4 星表示推荐；5 星表示强烈推荐。								

兴业期货研究部

金融衍生品组

张舒绮

021-80220135

zhangsq@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本司网站

www.cifutures.com.cn

目录

一、市场回顾.....	5
二、期盘微观市场结构.....	6
2.1 国债期货走势.....	6
2.2 活跃券 IRR 和基差	6
2.3 跨期价差.....	7
2.5 跨品种价差.....	7
三、宏观面数据跟踪	8
3.1 国内经济数据.....	8
3.2 国际经济数据.....	12
四、流动性监测：MLF 分批续作，货币政策维持中性.....	12
4.1 公开市场操作：上周净回笼 5100 亿元.....	12
4.2 资金面：银行间资金成本多数回落	12
五、利率债市场跟踪	13
国内债市：一级市场发行规模小幅增加，二级市场收益率维持高位.....	13
5.1 一级市场：上周利率债发行规模减少	13
5.2 二级市场：各期限利率债收益率高位震荡	14
国际债市：主流国家国债收益率小幅抬升	15

插图目录

图 1 TF1803 累计下跌 0.21%.....	6
图 2 T1803 累计下跌 0.33%.....	6
图 3 TF1803 前半周小幅减仓	6
图 4 T1803 持续减仓	6
图 5 TF1803-1806 跨期价差继续下滑	7
图 6 T1803-1806 跨期价差继续下滑	7
图 7 5 年和 10 年价差略有抬升	8
图 8 动力煤价格	8
图 9 电厂和港口库存均出现回落	8
图 10 国际 BDI 指数小幅反弹	8
图 11 国内 CBCFI 煤炭上行至高位	8
图 12 6 大发电集团耗煤量略有增加	9
图 13 全国高炉开工率加速下降	9
图 14 房地产销量小幅回升	9
图 15 100 大中城市土地楼面均价出现抬升	9
图 16 食品价格小幅抬升	10
图 17 CPI 继续抬升	10
图 18 PPI 维持在高位	10
图 19 进出口双双回落	11
图 20 贸易顺差	11
图 21 官方制造业 PMI 强于预期	11

图 22 央行公开市场操作	12
图 23 央行定向宽松操作跟踪	12
图 24 质押式资金成本多数回落	13
图 25 银行间回购加权利率周变化	13
图 26 SHIBOR 长端利率明显抬升	13
图 27 SHIBOR 利率周变化	13
图 28 国债收益率高位震荡	14
图 29 国债 3Y-1Y 利差明显回落	14
图 30 国开债收益率位于高位	15
图 31 3Y-1Y 期现利差明显回落	15
图 32 非国开债收益率维持高位	15
图 33 非国开债利差全线回落	15
图 34 日本和美国国债收益率小幅抬升	15
表 1 12.4-12.8 主力合约与活跃券 IRR 走势	6
表 2 12.4-12.8 主力合约与活跃券基差走势	7
表 3 12.4-12.8 利率债一级市场发行	13

一、市场回顾

国债期货上周震荡为主，后半周出现部分回落，五年债和十年债周涨幅分别为-0.21%和-0.33%。

宏观面消息主要有：

据中国海关总署，中国 11 月出口同比增长（按美元计）12.3%，预期 5.3%，前值 6.9%。中国 11 月进口同比增长（按美元计）17.7%，预期 13%，前值 17.2%。

国家统计局公布数据显示，11 月 CPI 同比上涨 1.7%，预期 1.8%，前值 1.9%；PPI 同比上涨 5.8%，预期 5.8%，前值 6.9%。

流动性：货币政策维持中性偏紧，资金面维持紧平衡。

上周央行公开市场大幅净回笼，货币政策维持紧平衡。具体来看，上周（12.4-12.8）央行公开市场进行了 2700 亿逆回购和 1880 亿 MLF 投放，同时有 7800 亿逆回购和 1880 亿 MLF 到期到期，上周总计净回笼 5100 亿元。

银行间流动性方面，上周质押式回购利率多数下行。截止 12 月 8 日，银行间质押式回购 DR001 加权平均利率（下同）报收 2.59%（+0.72BP），DR007 报收 2.83%（-1.19BP），DR014 报收 3.78%（-9.08BP），DR1M 报收 5.01%（+30.71BP）；SHIBOR 利率短端下行，截止 12 月 8 日，SHIBOR 隔夜报收 2.61%（-3.40BP），SHIBOR 7 天报收 2.80%（-5.20BP），SHIBOR 14 天报收 3.85%（-2.50BP），SHIBOR 1 月报收 4.43%（+2.79BP）。

国内利率债市场：一级市场发行量小幅减少，利率债收益率部分回落。

一级市场方面，上周共发行利率债 22 只，发行总额 1558.55 亿元。

二级市场方面，上周各期限利率债部分回落。截止 12 月 8 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期收益率分别为 3.75%（+12.02BP），3.76%（-1.04BP），3.85%（+3.76BP），3.91%（+2.50BP）；国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期收益率分别为 4.52%（+1.35BP），4.68%（-1.46BP），4.73%（+1.07BP），4.77%（-3.67BP）；非国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期收益率分别为 4.55%（-0.13BP），4.68%（-3.45BP），4.79%（-3.27BP），4.86%（-6.01BP）。

综合来看，上周进出口数据仍表现偏强，CPI 数据略有回落，经济仍具有一定“韧性”，对债市影响偏中性。资金面方面央行维持中性偏紧的操作，年底资金面或整体偏紧，关注央行公开市场操作。资管和流动性新规的细则逐步完善，中长期或有利于债市的修复，但短期内对债市需求形成一定压制。

二、期盘微观市场结构

2.1 国债期货走势

上周国债期货震荡运行，周五再度走弱。主力合约 TF1803 下跌 0.2 至 96.345，累计下跌 0.21%；T1803 下跌 0.305 至 92.675，累计上下跌 0.33%。持仓方面，主力合约前半周减仓较明显。

图 1 TF1803 累计下跌 0.21%

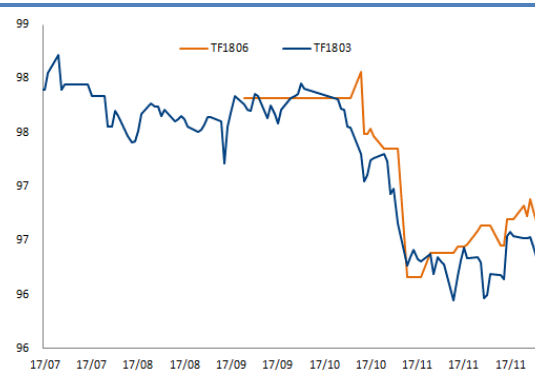
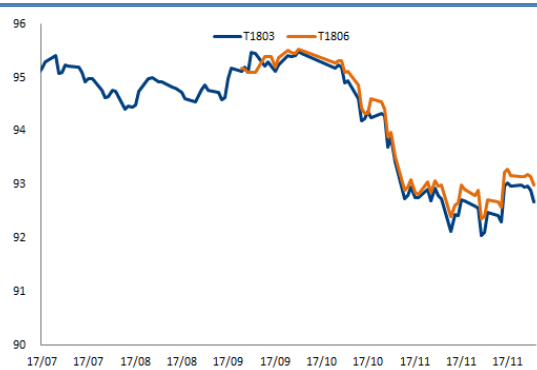


图 2 T1803 累计下跌 0.33%



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

图 3 TF1803 前半周小幅减仓

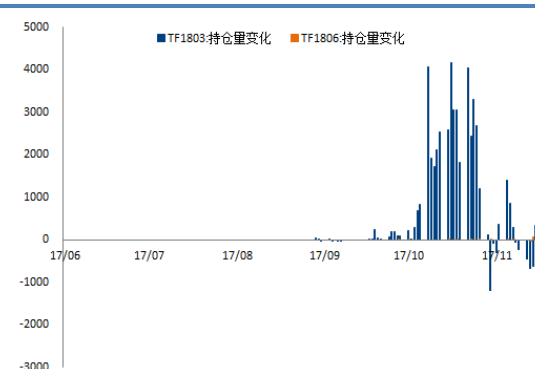
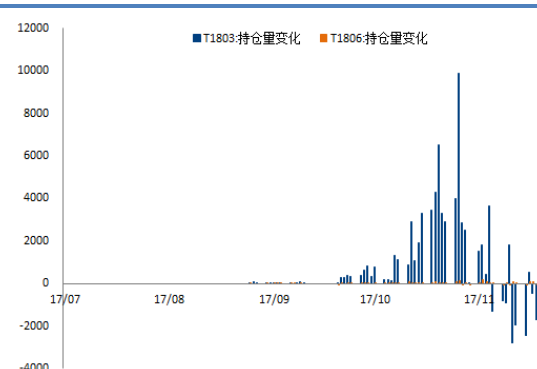


图 4 T1803 持续减仓



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

2.2 活跃券 IRR 和基差

IRR 方面，上周平均 IRR 出现下行，现货表现强于期货。其中，5 年活跃券对应的最大 IRR 收于 4.09% 左右，10 年活跃券对应的最大 IRR 收于 3.28% 左右。

表 1 12.4-12.8 主力合约与活跃券 IRR 走势

		12.4	12.5	12.6	12.7	12.8
TF1803	170014.IB	3.60	4.00	3.95	3.82	3.42
	170021.IB	3.03	2.71	3.01	2.93	2.94

T1803	1700003.IB	4.31	3.76	4.03	3.08	4.09
	1700007.IB	3.57	3.34	3.67	3.46	3.27
	170018.IB	3.39	2.81	3.21	3.06	1.68
	170010.IB	3.65	3.18	3.70	3.11	3.28
	170025.IB	3.61	2.73	3.28	3.21	3.03
	170020.IB	-3.89	-4.48	-4.05	-6.86	-4.82

更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

基差方面，上周基差出现上行。其中，5 年合约与活跃券的最小基差收于-0.12 左右，10 年合约与活跃券的最小基差收于 0.1 左右。

表 2 12.4-12.8 主力合约与活跃券基差走势

		12.4	12.5	12.6	12.7	12.8
TF1803	170014.IB	-0.03	-0.14	-0.12	-0.09	0.02
	170021.IB	-0.02	0.27	0.19	0.21	0.20
	1700003.IB	-0.19	-0.04	-0.11	0.14	-0.12
	1700007.IB	-0.11	-0.05	-0.13	-0.08	-0.03
T1803	170018.IB	0.08	0.23	0.12	0.16	0.51
	170010.IB	0.00	0.12	-0.01	0.14	0.10
	170025.IB	0.07	0.30	0.15	0.17	0.22
	170020.IB	2.05	2.19	2.05	2.78	2.21

更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

2.3 跨期价差

跨期价差方面，上周 1803-1806 的跨期价差收合约均出现下行。截至 12 月 8 日，TF1803-TF1806 价差为-0.335(较上周，下同，-0.185)，T1712-T1803 价差为-0.315 (-0.125)。

图 5 TF1803-1806 跨期价差继续下滑

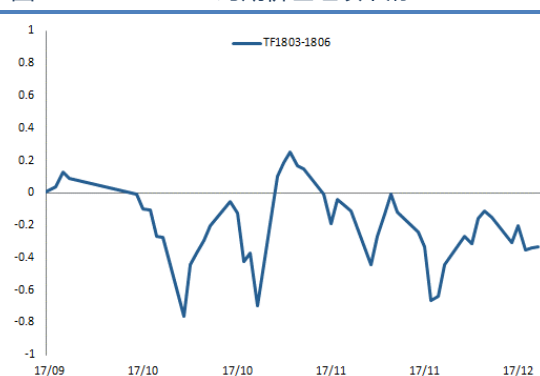
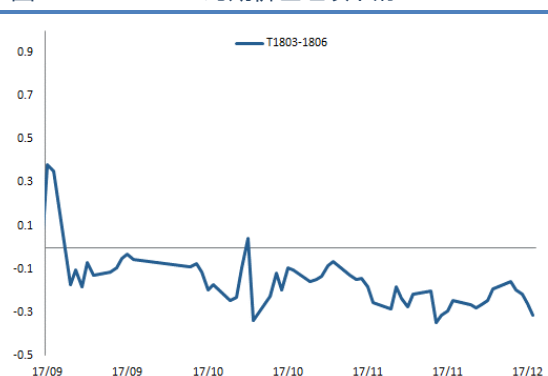


图 6 T1803-1806 跨期价差继续下滑



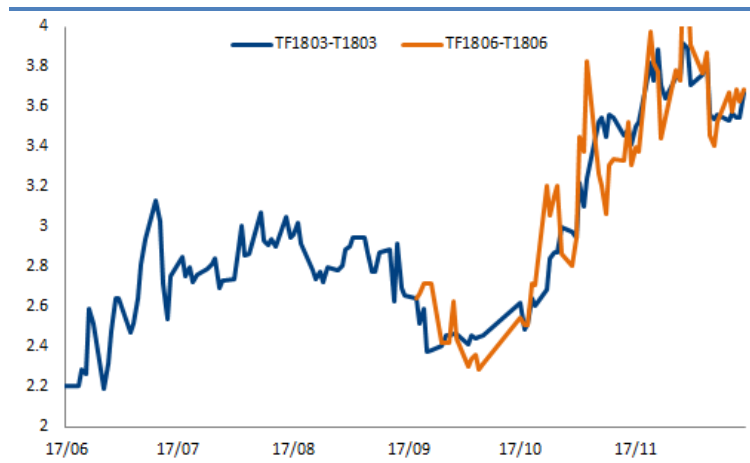
更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

2.5 跨品种价差

跨品种价差方面，上周 5 年-10 年价差继续回落。截至 12 月 11 日，

TF1803-T1803 为 3.67 (+0.105)。

图 7 5 年和 10 年价差略有抬升



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

三、宏观面数据跟踪

3.1 国内经济数据

高频数据：

上游煤炭市场方面，上周动力煤价格小幅上涨，电厂库存继续回落。截至 12 月 8 日，秦皇岛 Q5500 动力煤价格为 620 元/吨(较上周，下同，+5)。截至 12 月 8 日，6 大电厂煤炭库存为 1163 万吨 (-64.9)，秦皇岛港口库存为 769 (+120)。航运指数方面，上周国际航运指数明显抬升。截至 12 月 8 日，BDI 指数为 1702 (+4.67%)。

图 8 动力煤价格

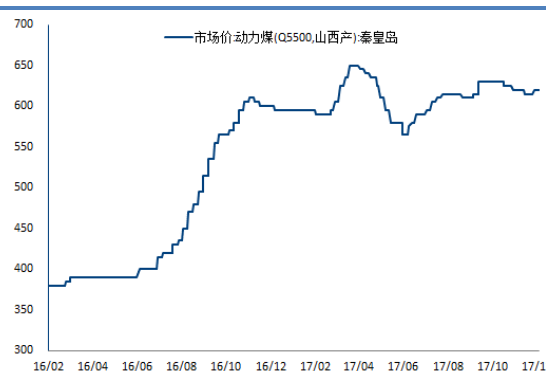
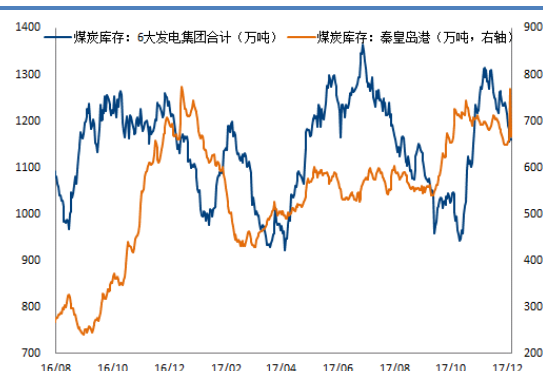


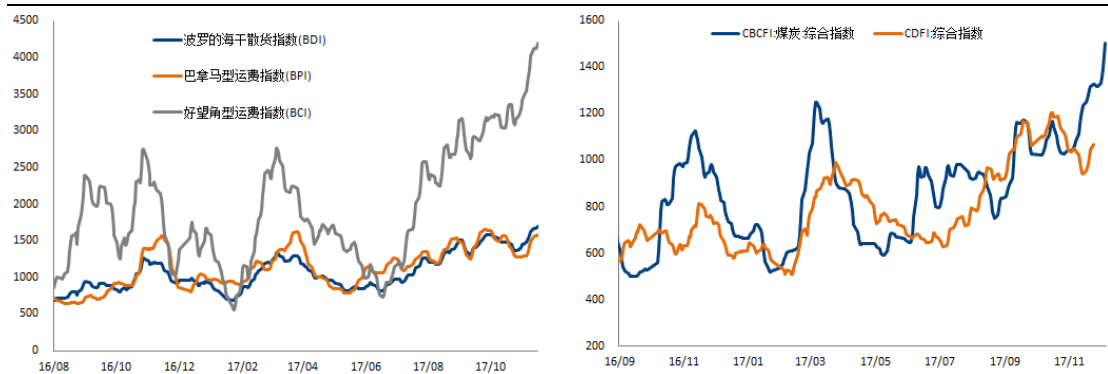
图 9 电厂和港口库存均出现回落



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

图 10 国际 BDI 指数小幅反弹

图 11 国内 CBCFI 煤炭上行至高位

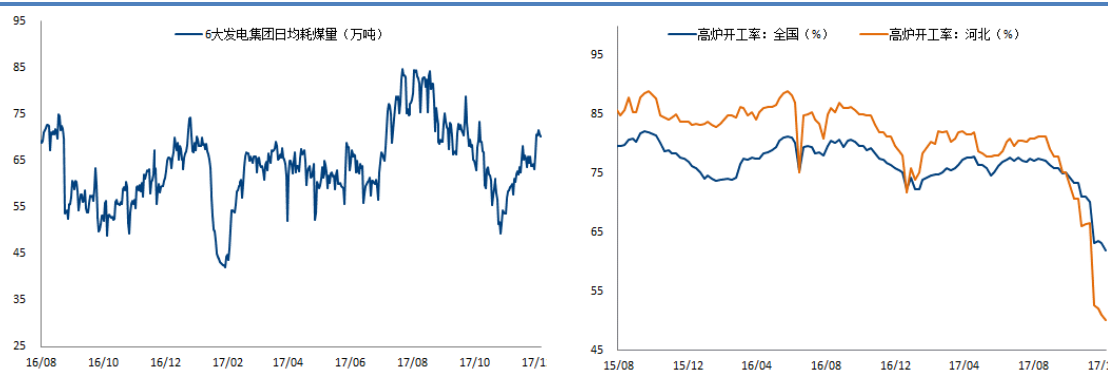


更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

中游发电耗煤方面，耗煤量略有增加，开工率持续下滑。截至 12 月 10 日，6 大电厂日均耗煤量为 70.7 万吨（+6.9）。钢厂生产方面，受限产影响，高炉开工率继续下降。截至 12 月 10 日，全国高炉开工率为 63.12%（-10.36%），河北高炉开工率为 51.11%（-19.68%）。

图 12 6 大发电集团耗煤量略有增加

图 13 全国高炉开工率加速下降

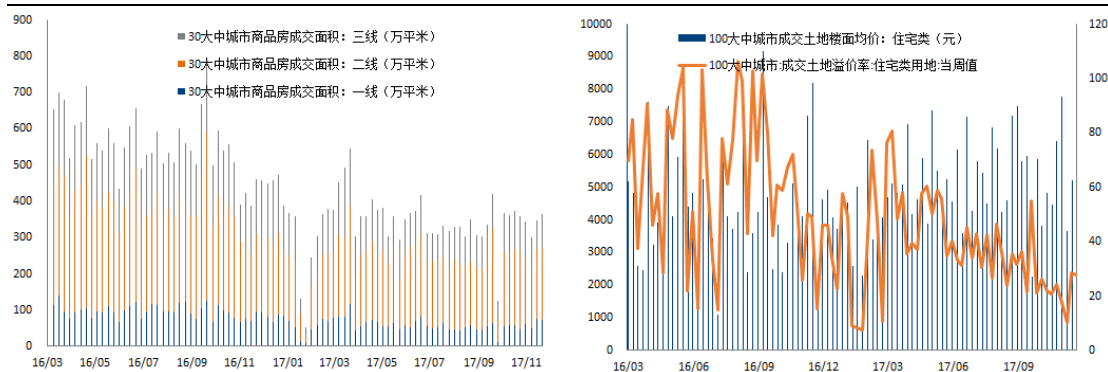


更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

下游房地产市场方面，全国成交面积均出现增长。截至 12 月 3 日，30 大中城市商品房成交面积为 363.96 万平米（+4.62%），其中一线、二线、三线城市销量变化幅度分别为+71.61%、+203.34%和 89.01%。土地楼面均价回落。截至 12 月 10 日，100 大中城市成交土地楼面均价 6230 元/平米（+1024），100 大中城市土地成交溢价率为 27.98%（-0.78%）。

图 14 房地产销量小幅回升

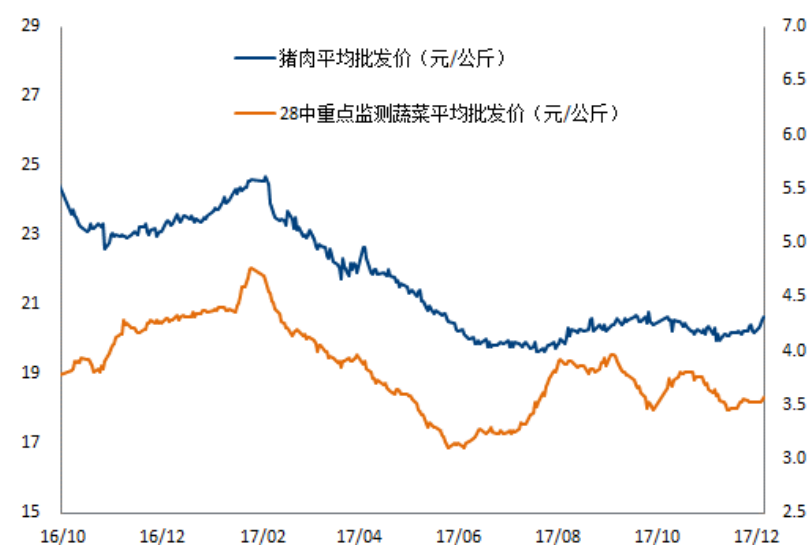
图 15 100 大中城市土地楼面均价出现抬升



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

食品价格方面，上周蔬菜价格小幅回落。截至 12 月 8 日，28 种重点蔬菜批发价为 3.56 元/公斤（+0.04），猪肉批发价为 20.67 元/公斤（+0.49）。

图 16 食品价格小幅抬升



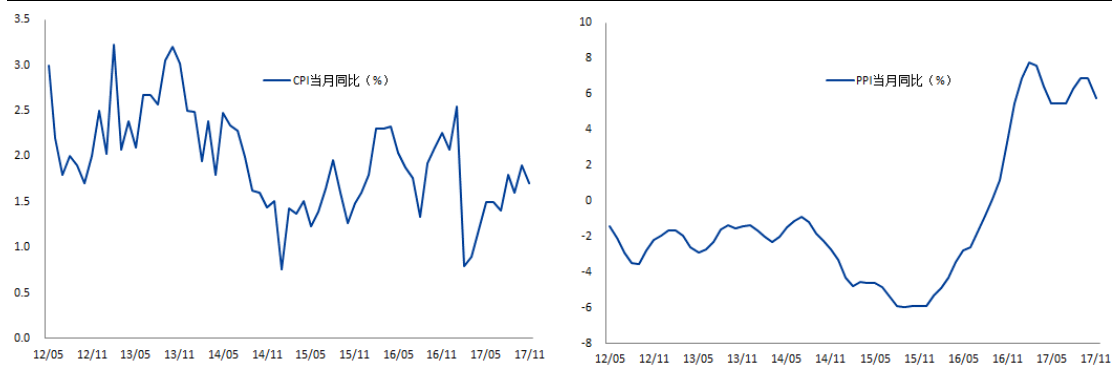
更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

11 月经济数据：

11 月 CPI 和 PPI 均出现回落，其中 PPI 回落幅度较大。CPI 食品价格回落、非食品价格攀升、核心通胀持平于高位。PPI 环比上涨压力依然较大。但 PPI 由上游至下游的传导有所减弱。整体上来看并未有明显的通胀压力。

图 17 CPI 继续抬升

图 18 PPI 维持在高位

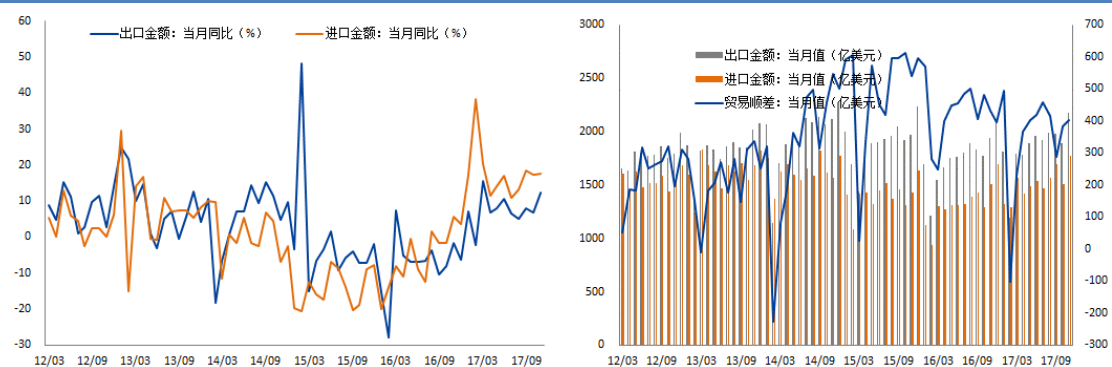


更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

出口数据大幅反弹。海关总署周三数据显示 11 月进口和出口数据均出现走强，内外需求均表现良好。中国经济仍表现出较强“韧性”。

图 19 进出口双双回落

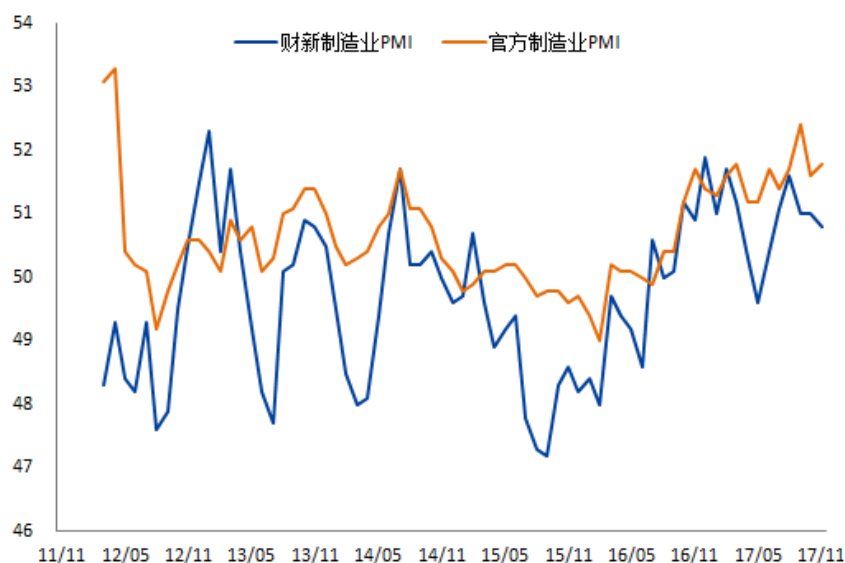
图 20 贸易顺差



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

官方制造业 PMI 强于预期。11 月份，制造业 PMI 为 51.8%，比上月上升 0.2 个百分点；非制造业 PMI 为 54.8%，比上月上升 0.5 个百分点。经济平稳增长特点进一步明显，国内经济韧性仍偏强。

图 21 官方制造业 PMI 强于预期



3.2 国际经济数据

美国：

非农数据表现偏强。11月新增非农就业人数为22.8万人，超出预期的20万人，失业率稳定在4.1%的历史低位，但薪资增速依然不及预期。此次非农数据对加息形成支撑。

欧洲：

11月PMI再创新高。11月PMI终值再创新高，尤其是制造业PMI终值已经突破了60关口，为2000年4月以来新高、1997年6月以来次高水平。欧洲经济整体表相处复苏状态。

四、流动性监测：MLF分批续作，货币政策维持中性

4.1 公开市场操作：上周净回笼5100亿元

截至12月8日当周，央行公开市场操作投放货币为2700亿，前值9100亿；回笼货币为7800亿，前值为9500亿；净投放货币量为-5100亿元，前值为-400亿。同时上周央行进行了1880亿MLF投放，当周有1880亿MLF到期。

11月央行SLF净投放241.76亿，期末余额为190.57亿；MLF净投放80亿，期末余额为4.42万亿；PSL净投放468亿，期末余额为2.62万亿。

图 22 央行公开市场操作

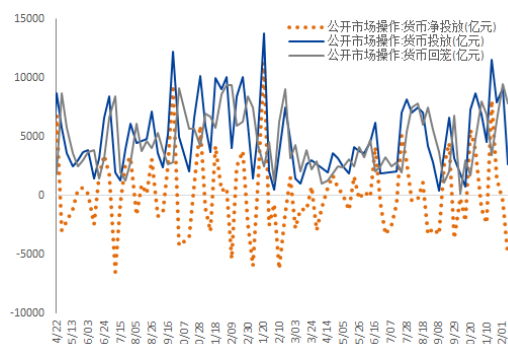
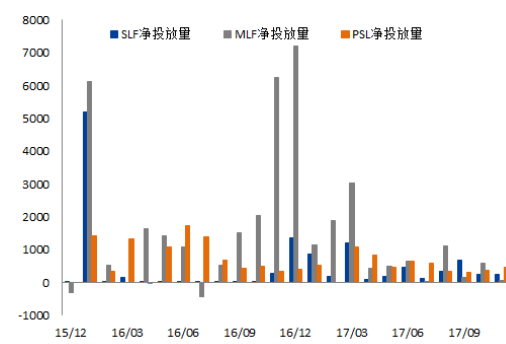


图 23 央行定向宽松操作跟踪



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

4.2 资金面：银行间资金成本多数回落

上周质押式回购利率短端出现下行。截止12月8日，银行间质押式回购DR001加权平均利率（下同）报收2.59%(+0.72BP)，DR007报收2.83%(-1.19BP)，DR014报收3.78%(-9.08BP)，DR1M报收

5.01%(+30.71BP) ;

图 24 质押式资金成本多数回落

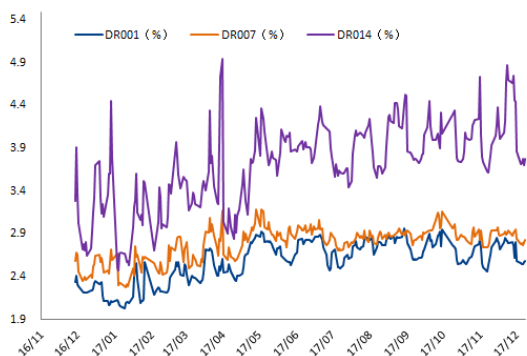
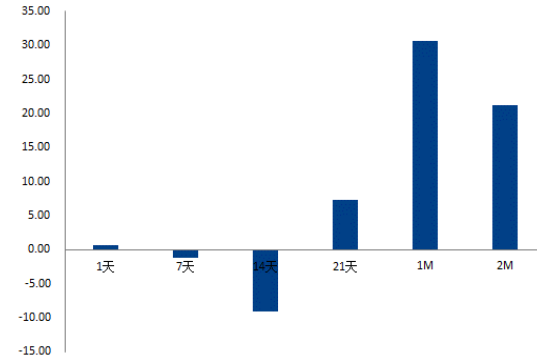


图 25 银行间回购加权利率周变化



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

银行间同业拆借利率方面,SHIBOR 长端利率出现抬升,截止 12 月 8 日,SHIBOR 隔夜报收 2.61%(-3.40BP), SHIBOR 7 天报收 2.80%(-5.20BP), SHIBOR 14 天报收 3.85%(-2.50BP), SHIBOR 1 月报收 4.43%(+2.79BP)。

图 26 Shibor 长端利率明显抬升

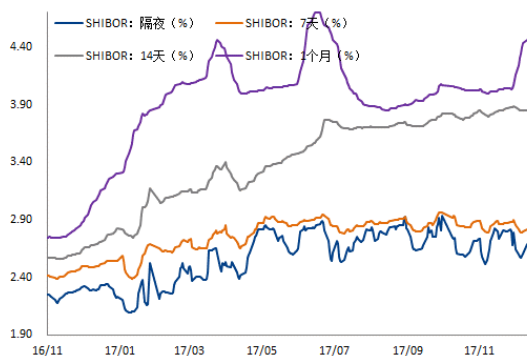
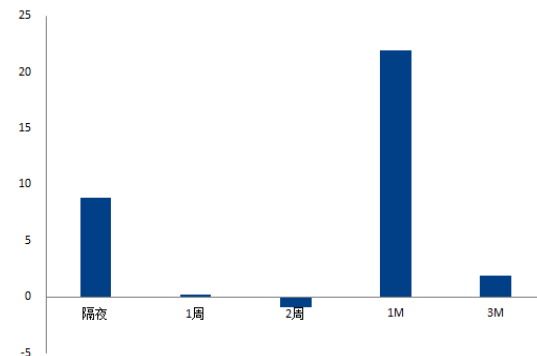


图 27 Shibor 利率周变化



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

五、利率债市场跟踪

国内债市：一级市场发行规模小幅增加，二级市场收益率维持高位

5.1 一级市场：上周利率债发行规模减少

一级市场发行规模减少。上周共发行利率债 22 只,发行总额 1558.55 亿元。

表 3 12.4-12.8 利率债一级市场发行

债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	Wind 债券 类型
17 甘肃债 23	2017-12-08	3.00	7.00	地方政府债



17 甘肃债 07	2017-12-08	7.70	5.00	地方政府债
17 贴现国债 58	2017-12-08	100.00	0.50	国债
17 贴现国债 57	2017-12-08	150.00	0.25	国债
17 国开 08(增 15)	2017-12-07	30.00	7.00	政策银行债
17 国开 03(增 6)	2017-12-07	180.00	1.00	政策银行债
16 国开 08(置换)	2017-12-07	60.00	3.00	政策银行债
17 进出 09(增 19)	2017-12-07	30.00	5.00	政策银行债
17 进出 10(增 15)	2017-12-07	30.00	3.00	政策银行债
17 进出 06(增 6)	2017-12-07	40.00	1.00	政策银行债
17 国开 09(增 10)	2017-12-07	40.00	3.00	政策银行债
17 国开 12(增 4)	2017-12-07	40.00	5.00	政策银行债
17 付息国债 24(续发)	2017-12-06	260.00	1.00	国债
17 付息国债 25(续发)	2017-12-06	260.00	10.00	国债
17 农发 11(增 13)	2017-12-06	30.00	3.00	政策银行债
17 农发 12(增 13)	2017-12-06	20.00	5.00	政策银行债
15 农发 06(增 4)	2017-12-06	80.00	3.00	政策银行债
17 天津债 25	2017-12-05	12.40	3.00	地方政府债
17 天津债 26	2017-12-05	47.50	3.00	地方政府债
17 天津定向 04	2017-12-05	89.04	7.00	地方政府债
17 天津定向 03	2017-12-05	42.91	5.00	地方政府债
17 天津债 27	2017-12-05	6.00	5.00	地方政府债

更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

5.2 二级市场：各期限利率债收益率高位震荡

国债方面，上周各期限国债收益率高位震荡，10Y-5Y 期限利差出现小幅回落。截止 12 月 8 日,国债方面，1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期 收 益 率 分 别 为 3.75%(+12.02BP), 3.76%(-1.04BP), 3.85%(+3.76BP), 3.91%(+2.50BP)；3Y-1Y、5Y-3Y、10Y-5Y 国债期限利差分别为 0.08bp、9.58bp、5.9bp。

图 28 国债收益率高位震荡

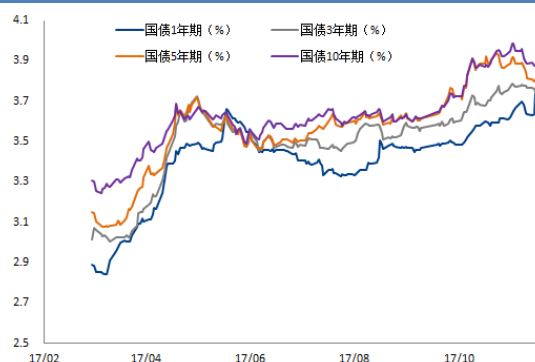
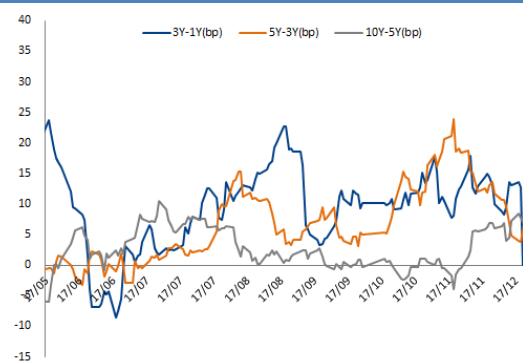


图 29 国债 3Y-1Y 利差明显回落



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周



金融债方面，上周国开债和非国开债其他期限收益率自高位震荡，利差多数回落。国开债方面，1年期、3年期、5年期和10年期收益率分别为4.52%(+1.35BP)，4.68%(-1.46BP)，4.73%(+1.07BP)，4.77%(-3.67BP)；3Y-1Y、5Y-3Y、10Y-5Y国开债期限利差分别为16.15bp、5.42bp、3.71bp；非国开债方面，1年期、3年期、5年期和10年期收益率分别为4.55%(-0.13BP)，4.68%(-3.45BP)，4.79%(-3.27BP)，4.86%(-6.01BP)；3Y-1Y、5Y-3Y、10Y-5Y期限利差分别为+12.96bp、+11.15bp、+7.01bp。

图 30 国开债收益率位于高位

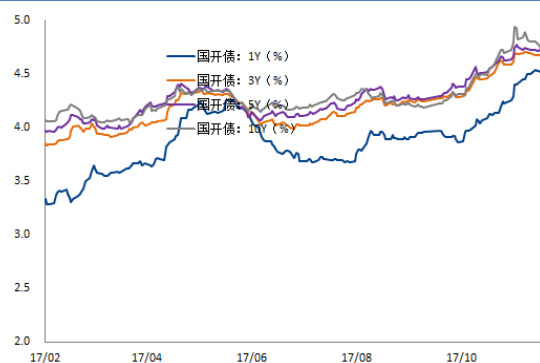
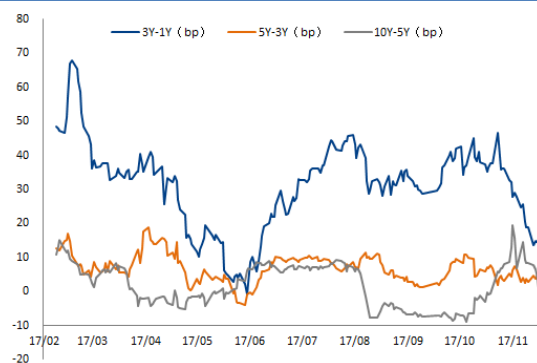


图 31 3Y-1Y 期现利差明显回落



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

图 32 非国开债收益率维持高位

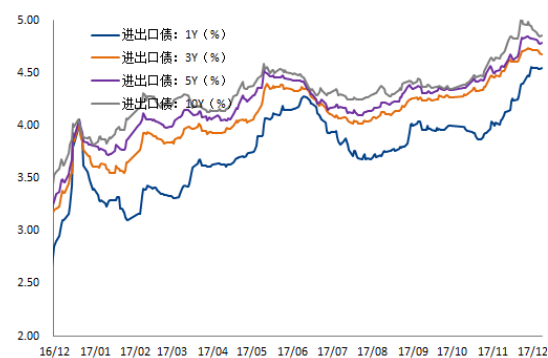
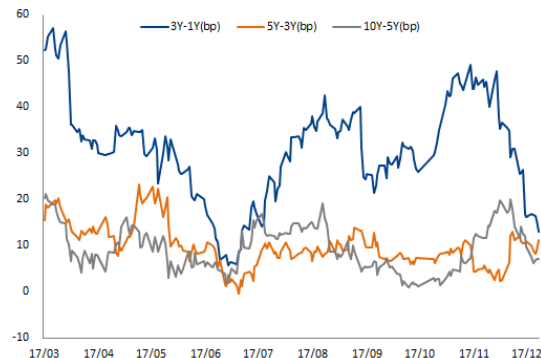


图 33 非国开债利差全线回落

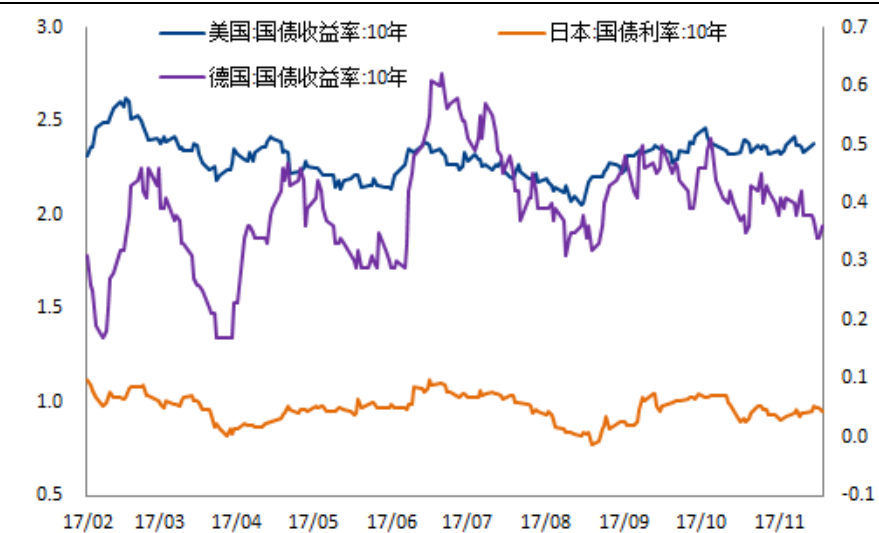


更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

国际债市：主流国家国债收益率小幅抬升

国际债市方面，上周全球主要国家国债收益率美国和日本小幅抬升。截至12月8日，美国10年期公债收益率报收2.38%(+1bp)，日本10年期国债收益率0.04%(+0.4bp)，德国10年期公债收益率为0.36%(-2bp)。

图 34 日本和美国国债收益率小幅抬升



更新时间：2017-12-11 更新频率：每周

免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路 68 号时代金融中心 31 楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211

上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦 25 层

联系电话：010-69000862

深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦

3A 层

联系电话：0755—33320775

杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 路兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层

2501 室

联系电话：0591-88507863

**广州营业部**

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801
自编 802 室

联系电话：020-38894240

济南营业部

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座
23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800

台州营业部

台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

温州营业部

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577-88980635

成都营业部

成都市高新区世纪城路 936 号烟草兴业大厦 20 楼

联系电话：028-83225058

南京营业部

南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766979

天津营业部

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区 51 号
W5-C1-2 层

联系电话：022-65631658

郑州营业部

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦
1506 室