



国债：央行实施定向降准难除悲观预期，但汇率对债市压制明显

联系人：张舒绮

从业资格编号：F3037345

投资咨询编号：Z0013114

E-mail: zhangsq@cifutures.com.cn

Tel : 021-80220135

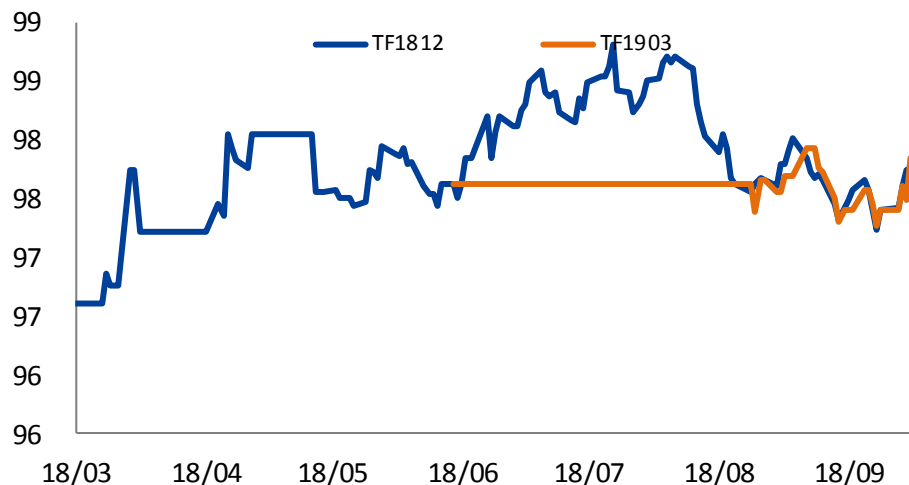
(本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎)

- **宏观经济**：节前公布的制造业PMI数据继续回落，市场对宏观经济预期悲观延续；地产投资在政策调控下短期内难有表现，基建虽受政策支撑，但目前看对投资拉动作用仍未有显现，整体来看经济预期相对悲观。
- **资金面**：央行在国庆最后一天宣布将实施定向降准对冲MLF到期，此外额外释放7500亿资金，但据测算，释放资金与10月份由于季节性税缴等因素造成的资金缺口基本吻合，央行此次降准难出现实质性资金宽松，预计资金仍将维持中性。
- **监管政策**：银保监会正式下发《商业银行理财业务监督管理办法》，公募理财可通过公募基金投资股票。
- **利率债市场**：由于货币政策整体好于市场表现，债市整体震荡上行。但节前利率债市场整体交投较为平淡，市场整体情绪偏谨慎。
- **投资策略**：节前最后一个交易日债市小幅整体上行，主力合约TS1812下跌0.01%，TF1812和T1812分别上涨0.03%和0.06%，整体交投较为平淡。节假日期间，央行宣布再度进行定向降准置换MLF到期，此次降准存在一定“稳增长”的预期，但据测算实际资金投放有限。同时美元在节假日期间表现强势，中美利差或进一步收窄，限制国内利率下行空间。目前宽信用传导仍存在较大阻力，市场对经济悲观预期仍存，但通胀压力、中美利差、汇率压力、地方债发行等因素仍持续对债市形成压力，预计期债短期内仍以震荡调整为主。

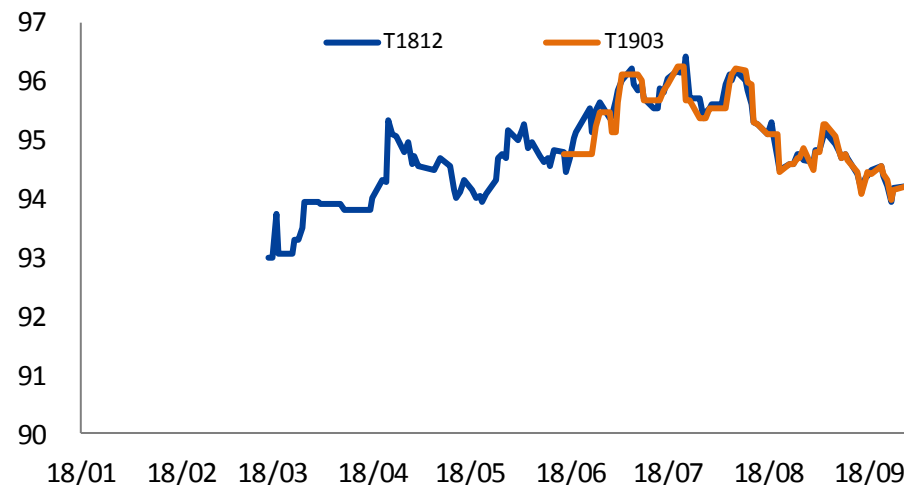
类型	合约/组合	方向	入场价格	出场价格	推荐日	动态头寸	仓位比例	收益 (%)
/	/	/	/	/	/	/	/	/

行情回顾：货币政策好于预期，期债节前表现偏强

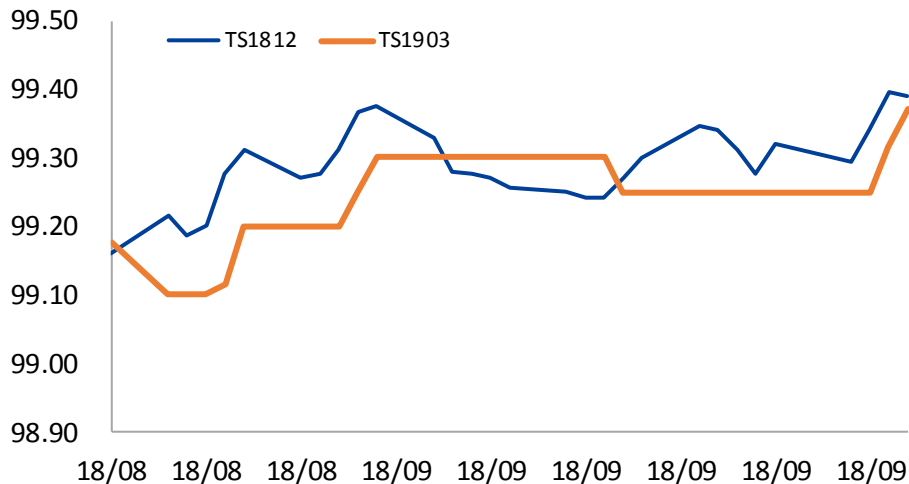
五债主力合约周上涨0.36%



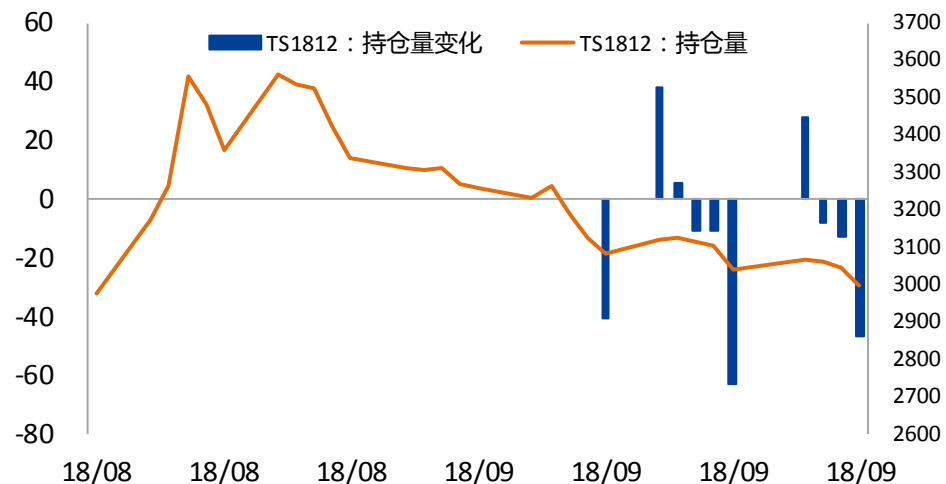
十债主力合约周上涨0.64%



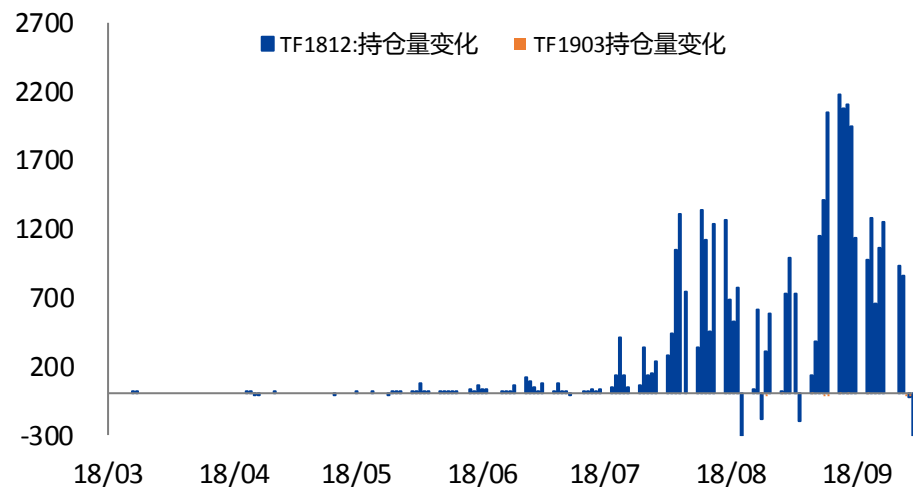
两债主力合约周上涨0.07%



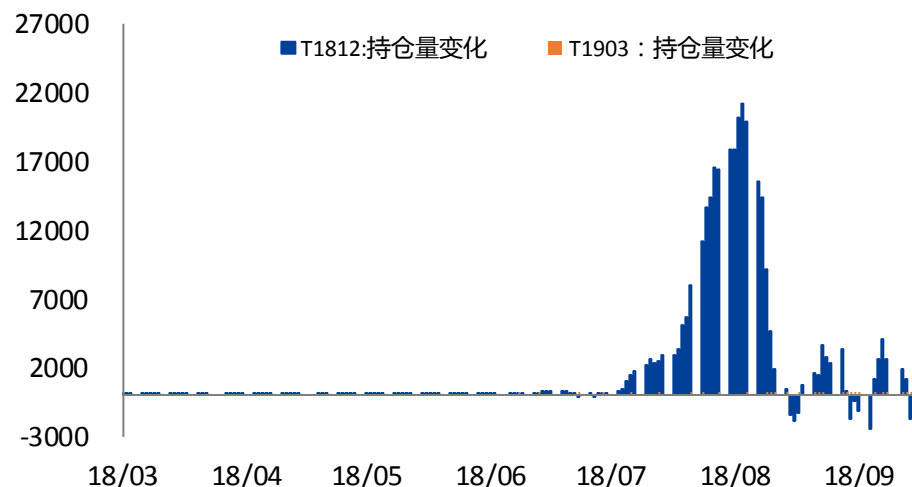
两年期债成交量仍偏清淡



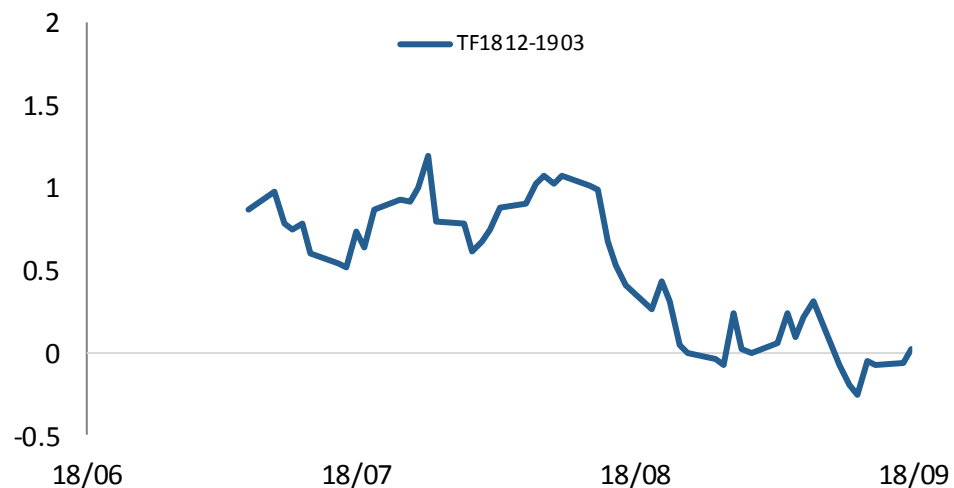
期债持仓量均出现一定减少



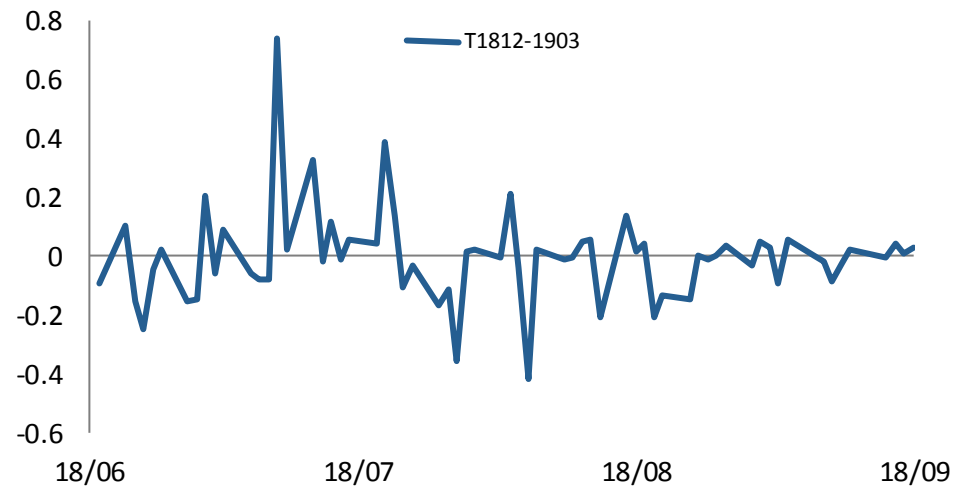
节前市场观望为主



五年期债跨期价差窄幅波动

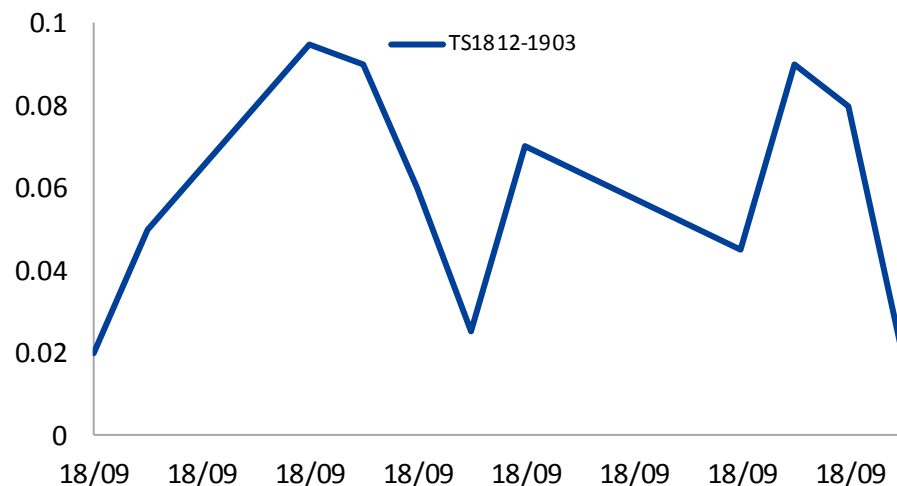


跨期价差维持零值附近

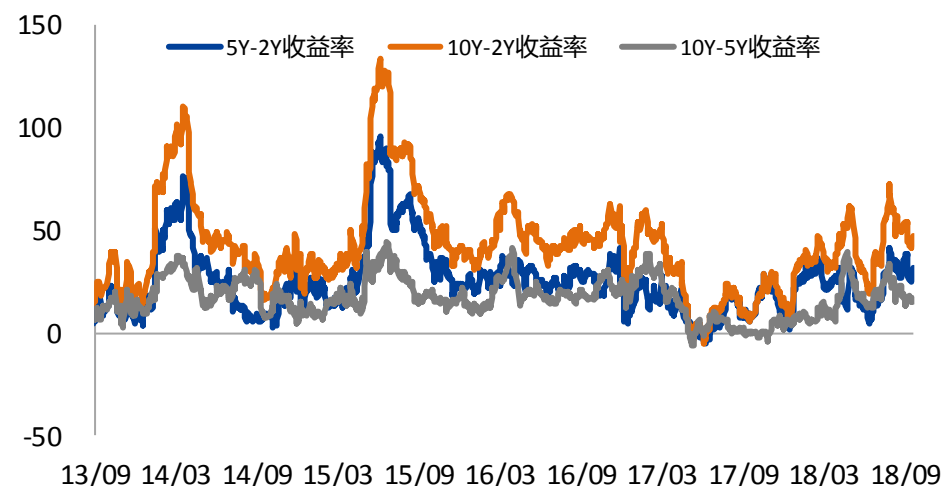


行情回顾：收益率曲线变平，跨品种价差回落

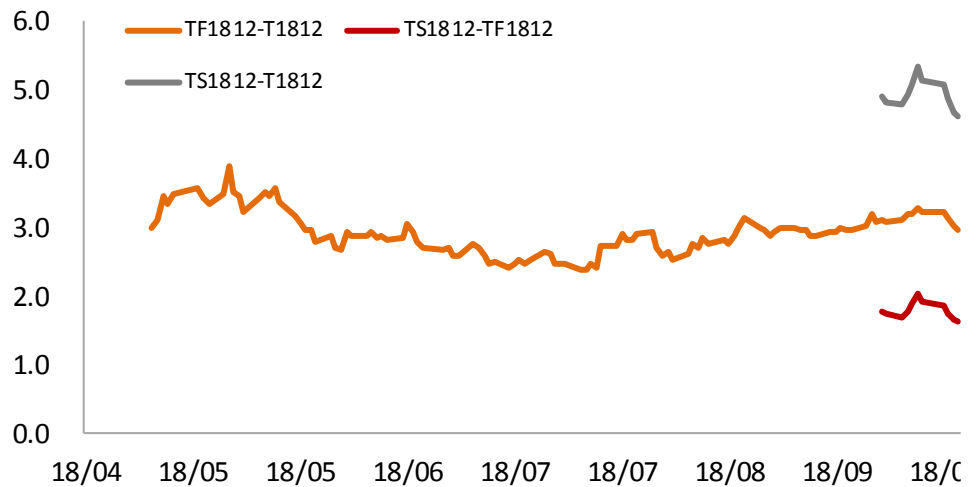
两年期远月缺乏流动性



期限利差多少上行

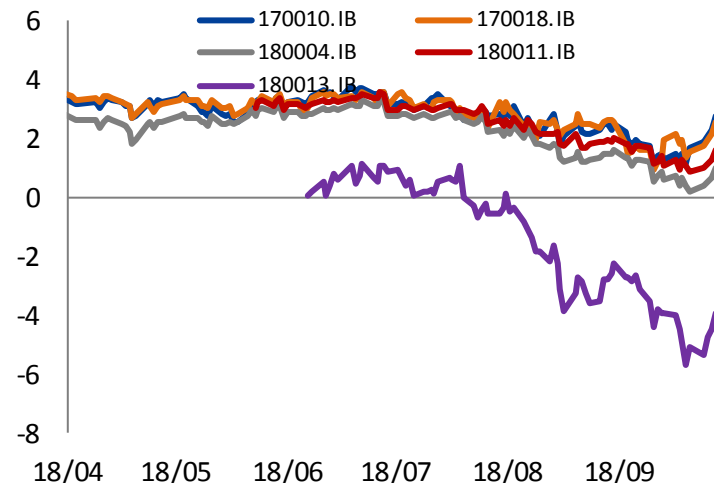
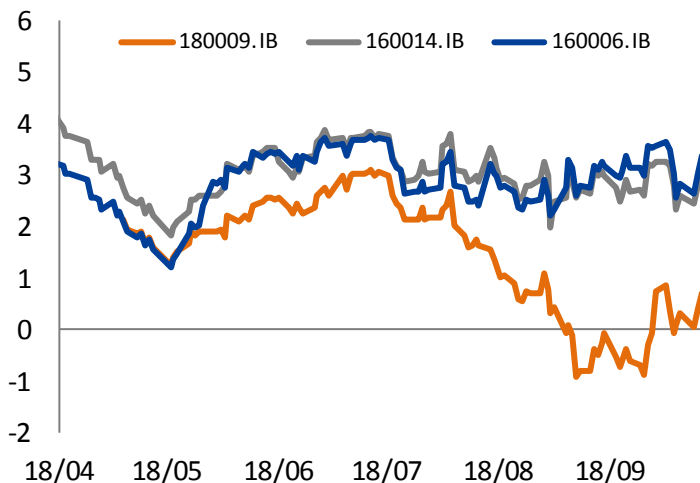
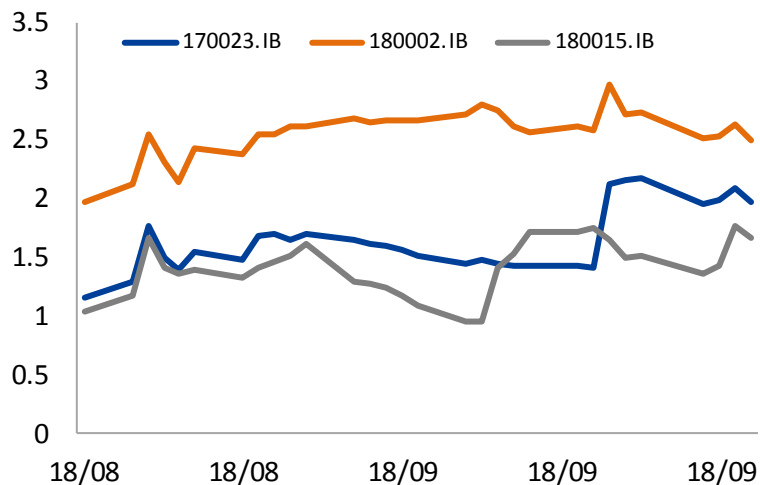


跨品种价差高位抬升后回落



行情回顾：期债IRR维持低位，市场对债市预期仍偏弱

期债IRR维持低位



两、五、十债最大IRR分别收于2.73、2.83和1.67

		9.25	9.26	9.27	9.28
TS1812.CFE	170023.IB	1.95	1.99	2.09	1.97
	180002.IB	2.51	2.53	2.62	2.50
	180015.IB	1.36	1.42	1.76	1.67
TF1812.CFE	180016.IB	0.82	1.16	1.48	1.28
	160006.IB	2.65	3.05	3.38	3.29
	160014.IB	2.44	2.81	3.15	2.99
T1812.CFE	180009.IB	0.05	0.40	0.71	0.56
	170010.IB	1.87	2.11	2.34	2.76
	170018.IB	1.75	1.95	2.16	2.55
	180013.IB	-5.35	-4.72	-4.47	-3.90
	180004.IB	0.38	0.51	0.67	0.99
	180011.IB	1.04	1.15	1.29	1.59

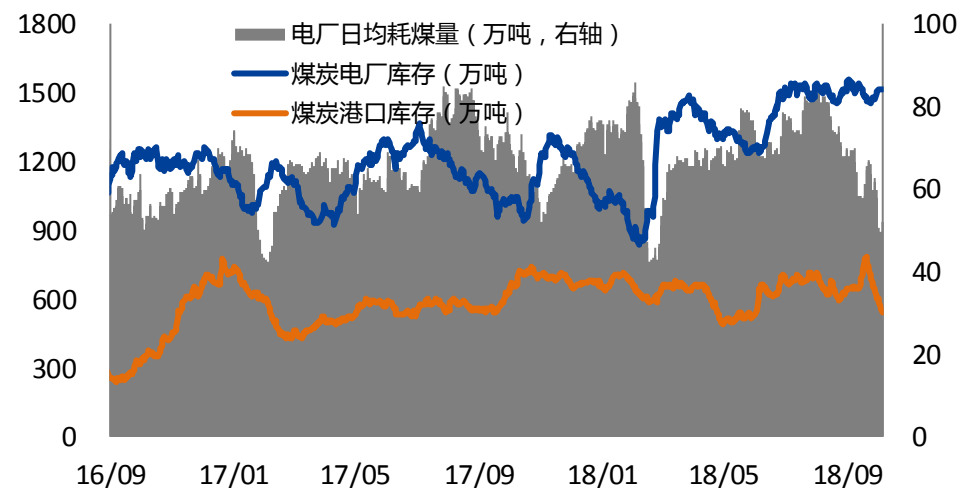
净基差窄幅波动

		9.25	9.26	9.27	9.28
TS1812.CFE	170023.IB	0.21	0.23	0.25	0.25
	180002.IB	0.08	0.10	0.13	0.13
	180015.IB	0.34	0.35	0.32	0.31
TF1812.CFE	180016.IB	0.46	0.41	0.38	0.39
	160006.IB	0.04	-0.02	-0.05	-0.05
	160014.IB	0.09	0.03	0.00	0.01
T1812.CFE	180009.IB	0.64	0.58	0.55	0.55
	170010.IB	0.22	0.20	0.19	0.07
	170018.IB	0.25	0.23	0.23	0.11
	180013.IB	1.89	1.76	1.73	1.56
	180004.IB	0.58	0.57	0.57	0.47
	180011.IB	0.42	0.42	0.43	0.33

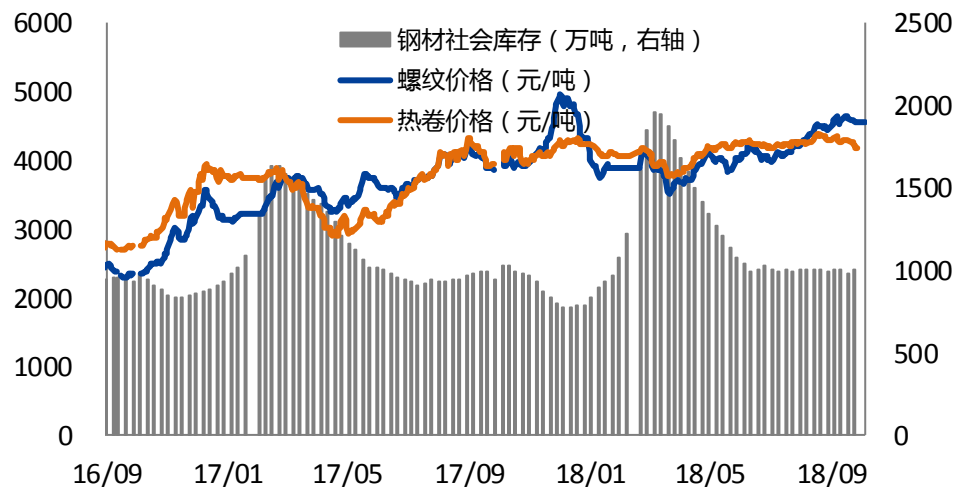
国内煤炭价格略有抬升



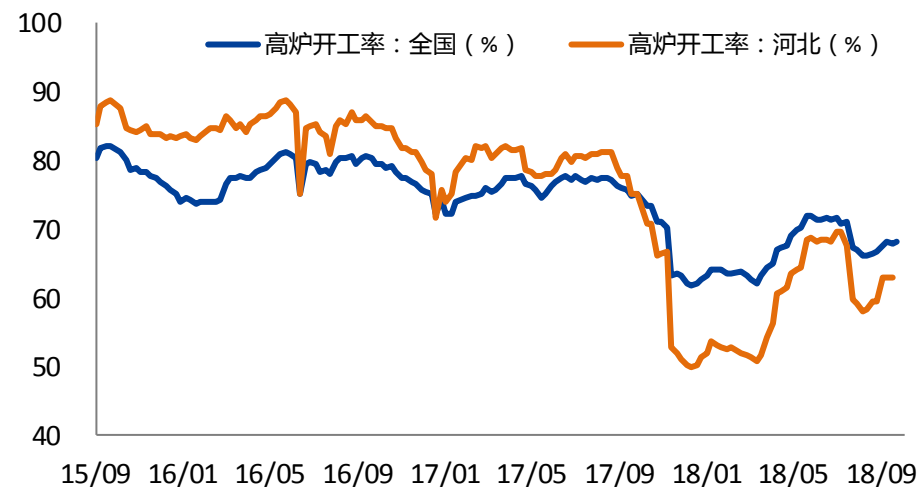
耗煤量明显回落



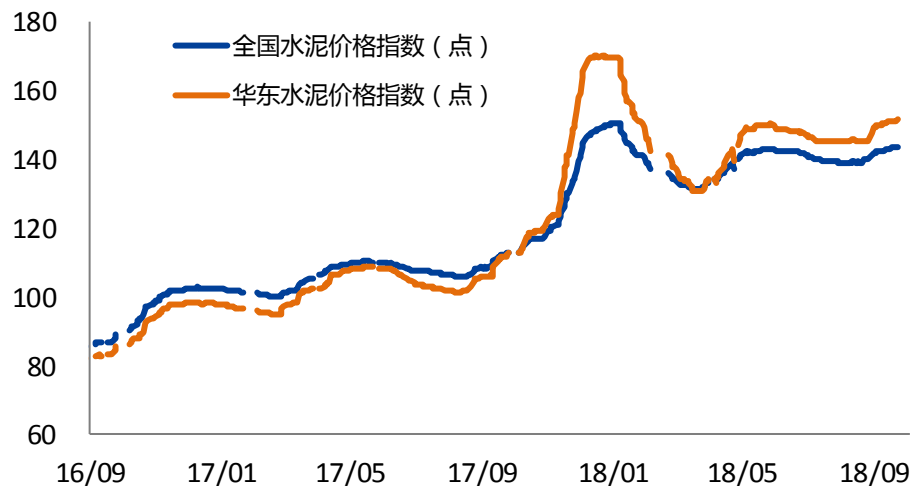
钢材社会库存微增



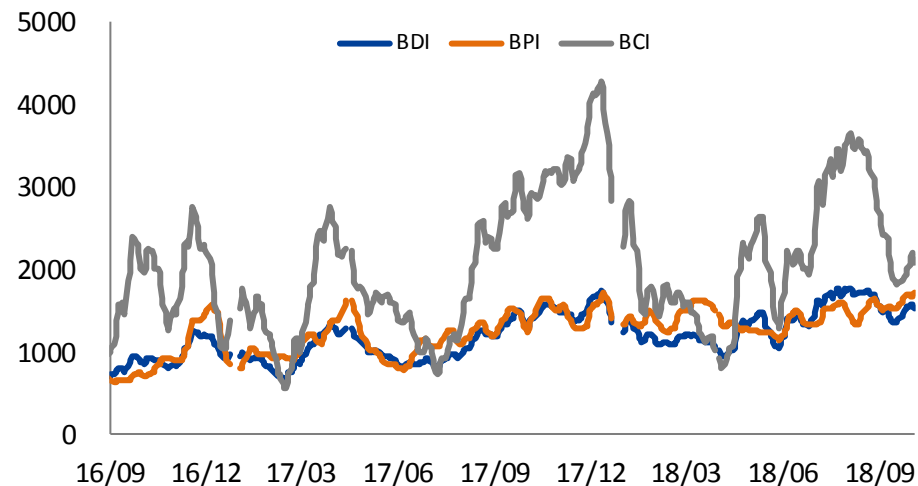
高炉开工率上行放缓



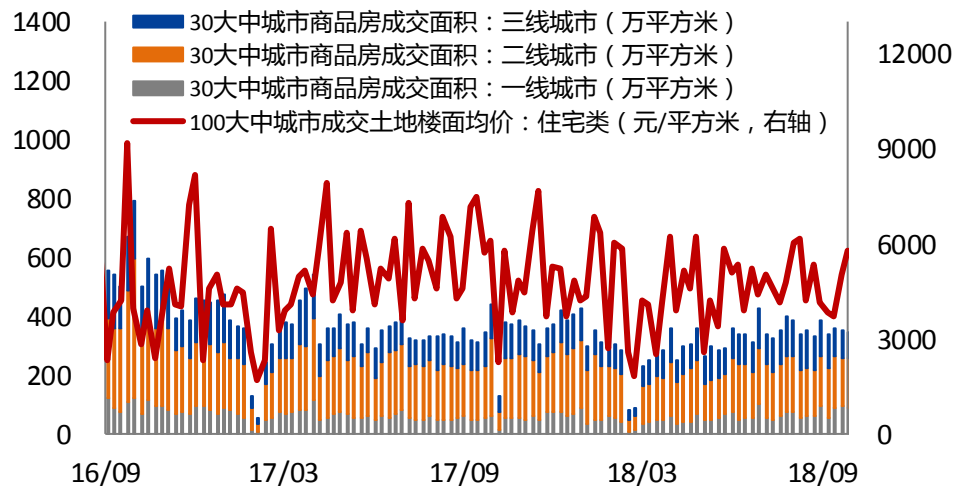
水泥价格持续抬升



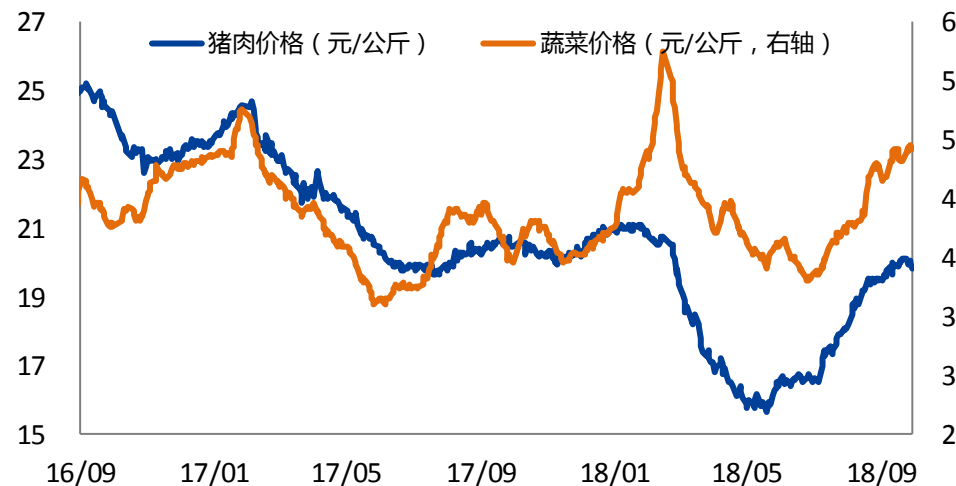
航运指数小幅抬升



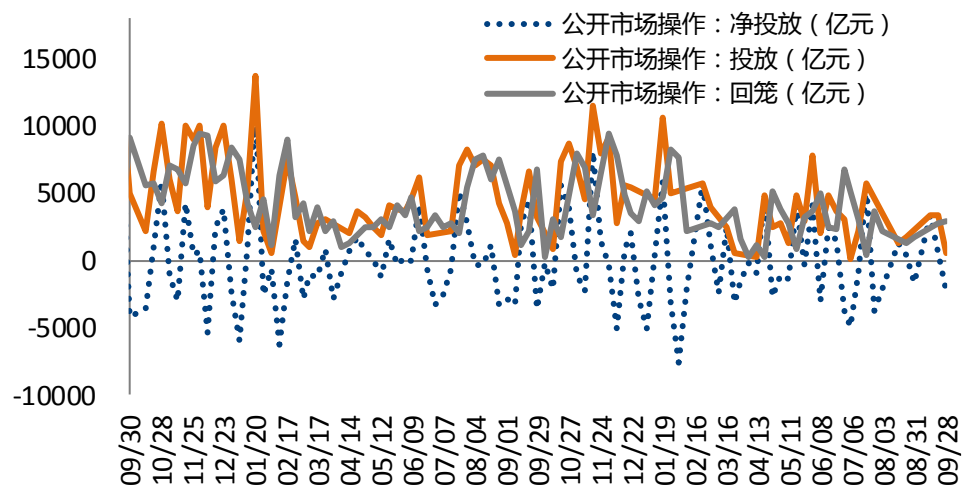
房地产销售价格震荡



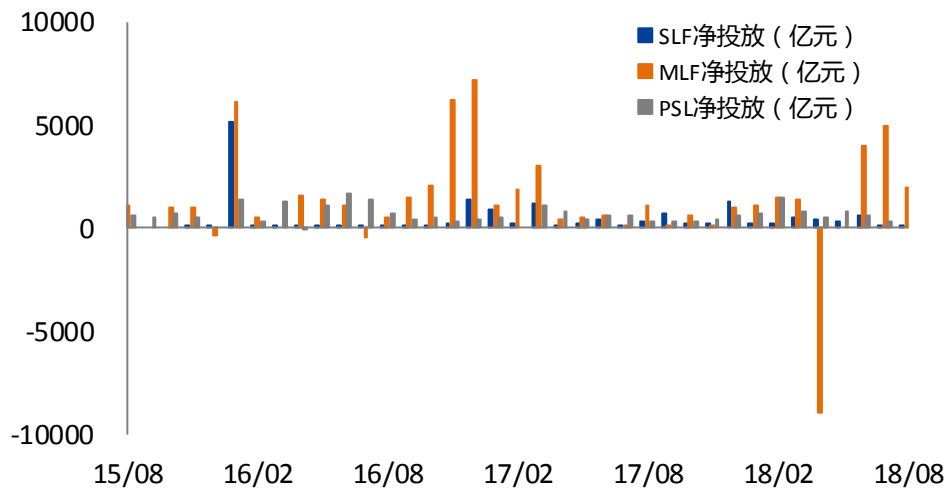
猪价上行放缓



央行再度实施定向降准

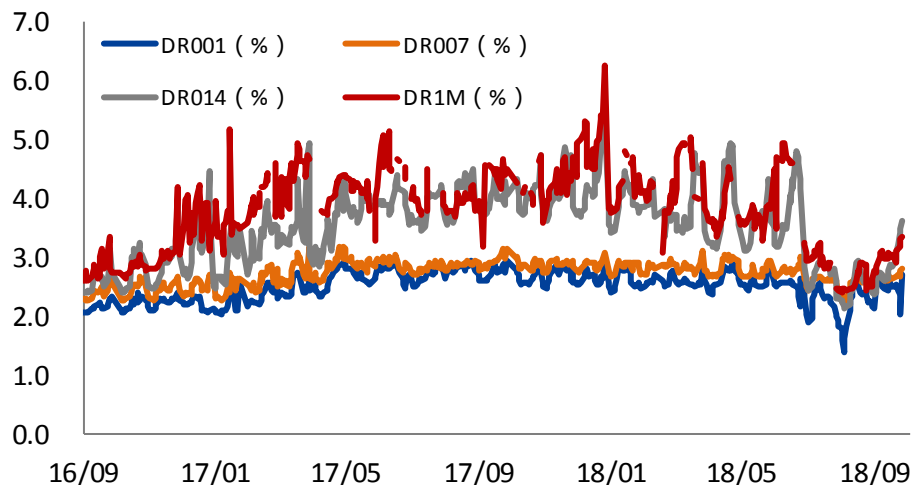


8月MLF投放仍维持较高量

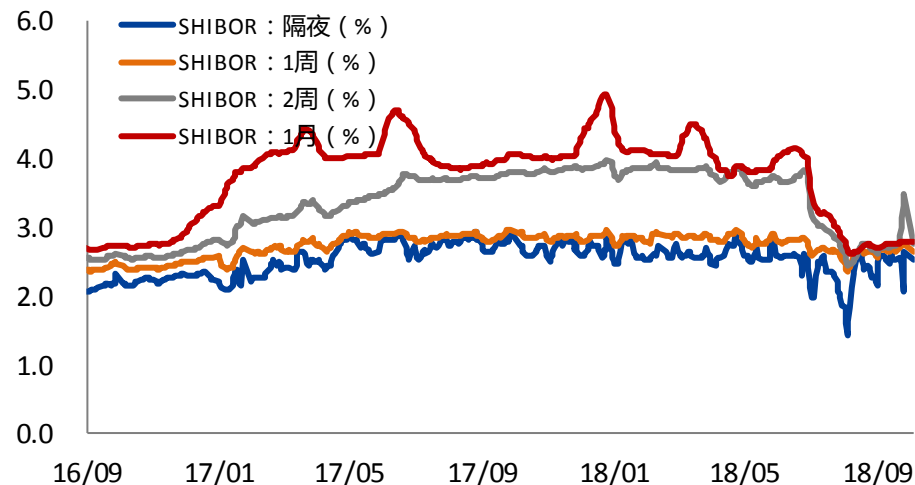


	现值	前(周)值
投放量		
逆回购	600亿	3300亿
MLF	0亿	2650亿
回笼量		
逆回购	2900亿	2700亿
MLF	0亿	0亿
净投放		
	-2300亿	3250亿

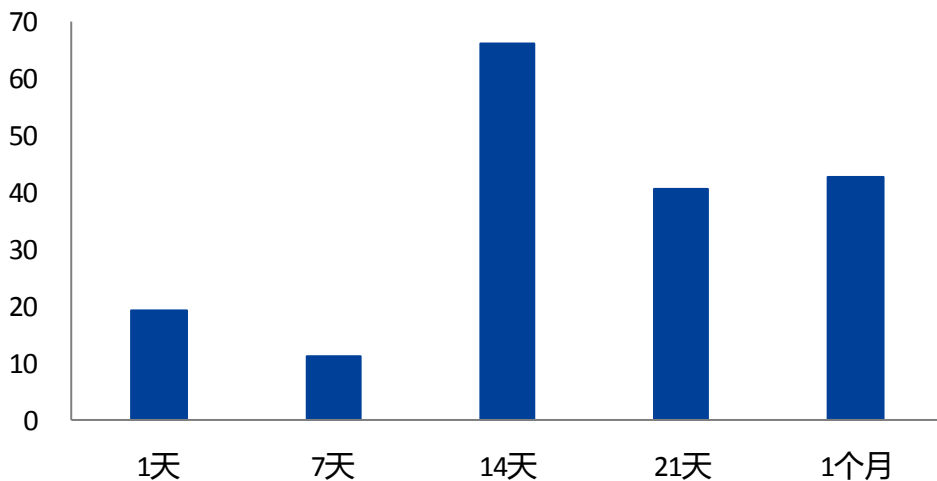
节前资金成本多数抬升



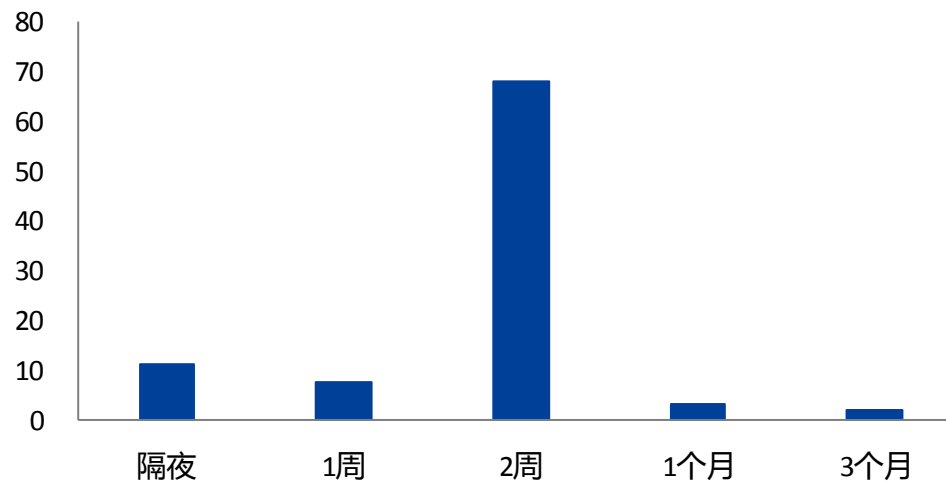
资金利率窄幅波动



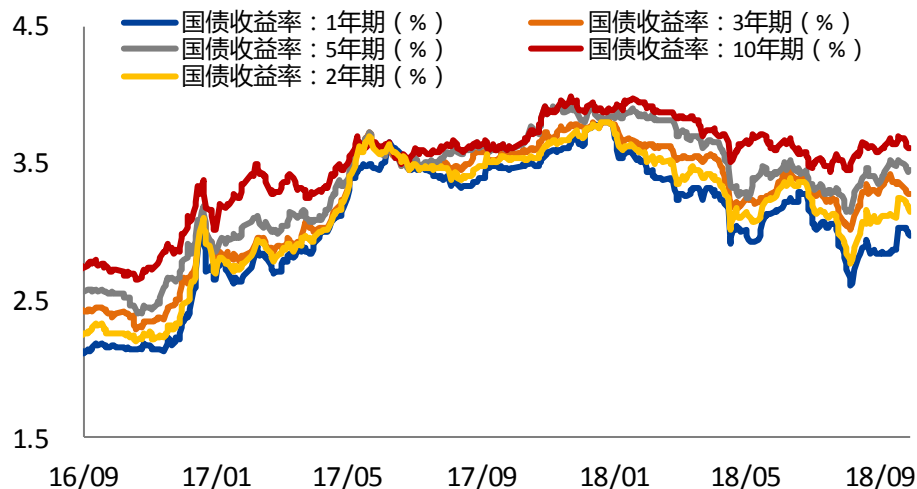
回购利率小幅抬升



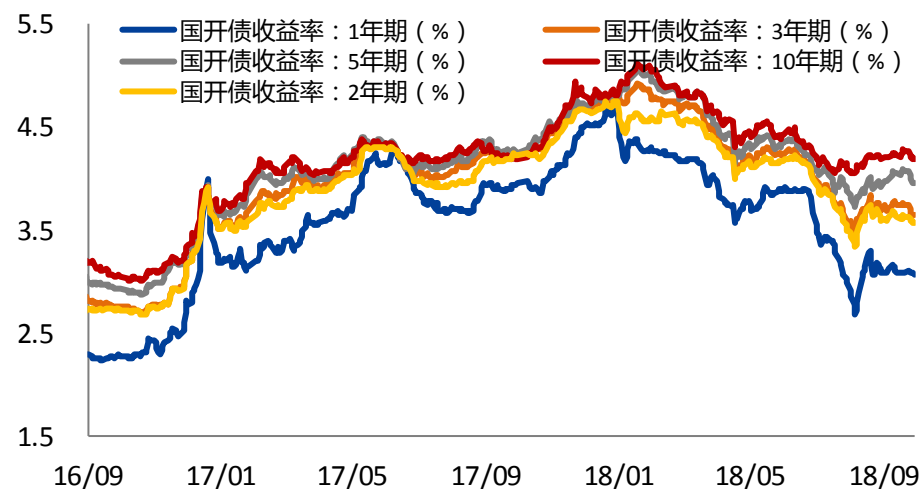
14天资金成本抬升明显



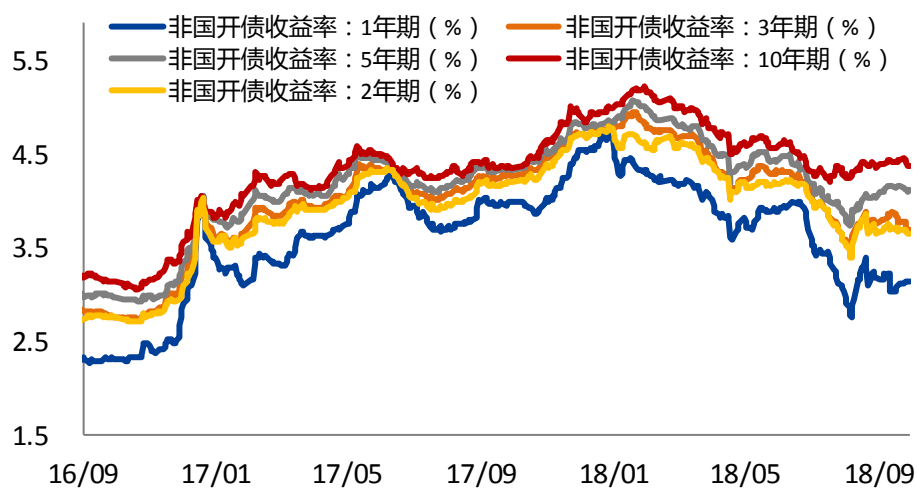
国债表现优于政金债



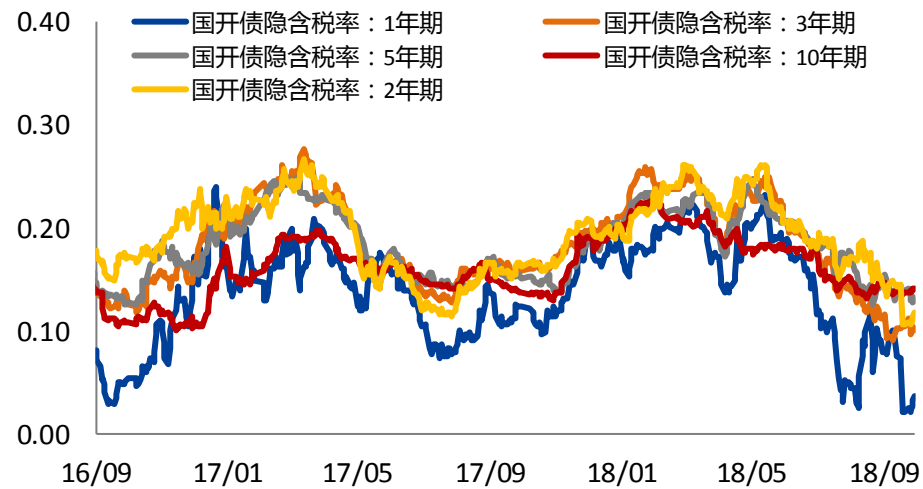
国开债收益率略有回落



非国开债小幅回落

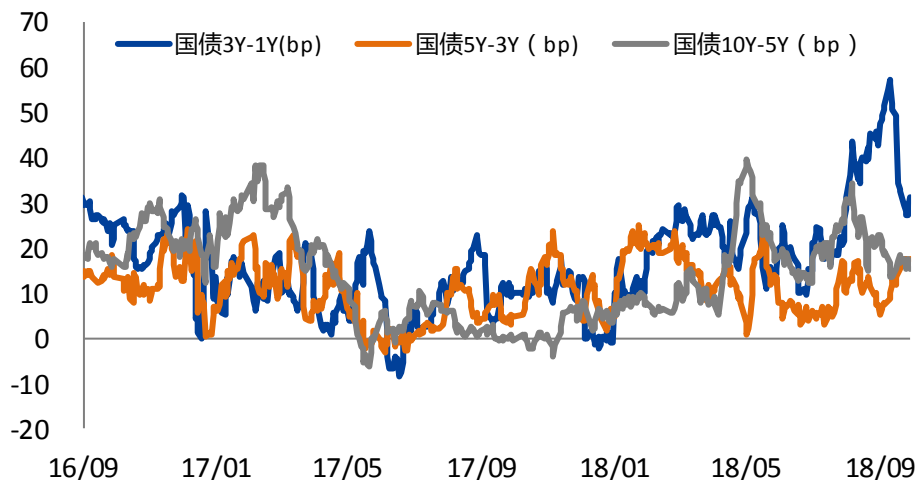


隐含税率位于低位

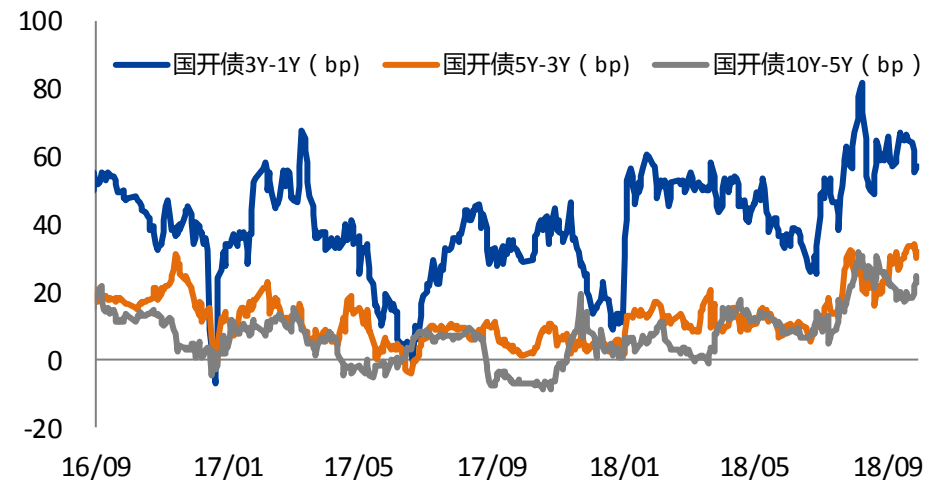


利率债期限利差：期限利差回落，长端明显偏强

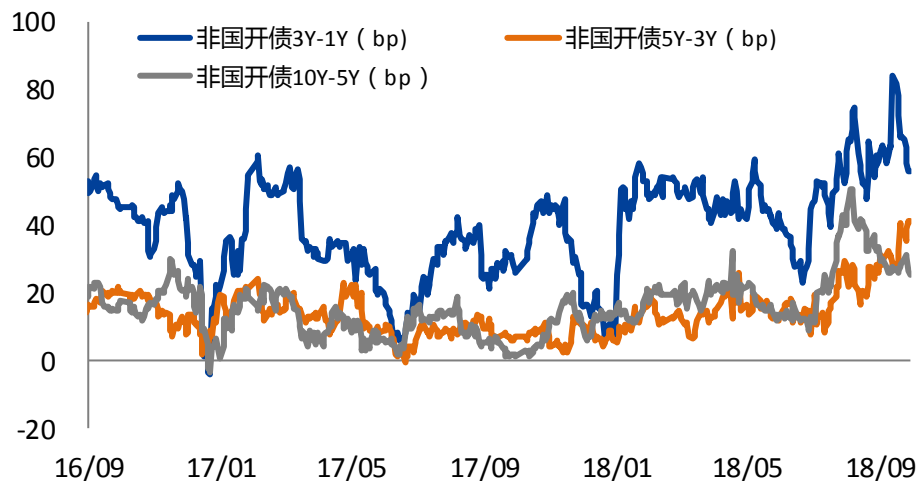
3Y-1Y国债利差明显回落



国开债期限利差波动相对较小



3Y-1Y非国开债期限利差明显抬升



上周新发利率债：10月地方债供给压力持续



债券简称	发行规模	发行年限	发行利率
18山西债20	8.00	5.00	3.89
18山西债18	16.18	5.00	3.89
18山西债19	28.71	10.00	4.07
18湖北债15	4.50	10.00	4.07
18湖北债16	5.00	10.00	4.07
18湖北债17	15.33	10.00	4.07
18安徽债12	17.20	3.00	3.74
18安徽债13	256.07	5.00	3.90
18安徽债14	457.03	5.00	3.90
18安徽债15	7.95	7.00	4.07
18深圳债06	5.00	10.00	4.07
18安徽债16	20.00	10.00	4.07
18深圳债03	4.80	10.00	4.07
18深圳债08	1.00	10.00	4.07
18深圳债04	3.60	15.00	4.33
18深圳债05	10.00	15.00	4.33
18深圳债07	15.00	15.00	4.33
18进出21	300.00	10.00	4.83

债券简称	发行规模	发行年限	发行利率
18山西债20	8.00	5.00	3.89
18山西债18	16.18	5.00	3.89
18山西债19	28.71	10.00	4.07
18湖北债15	4.50	10.00	4.07
18湖北债16	5.00	10.00	4.07
18湖北债17	15.33	10.00	4.07
18安徽债12	17.20	3.00	3.74
18安徽债13	256.07	5.00	3.90
18安徽债14	457.03	5.00	3.90
18安徽债15	7.95	7.00	4.07
18深圳债06	5.00	10.00	4.07
18安徽债16	20.00	10.00	4.07
18深圳债03	4.80	10.00	4.07
18深圳债08	1.00	10.00	4.07
18深圳债04	3.60	15.00	4.33
18深圳债05	10.00	15.00	4.33
18深圳债07	15.00	15.00	4.33
18进出21	300.00	10.00	4.83

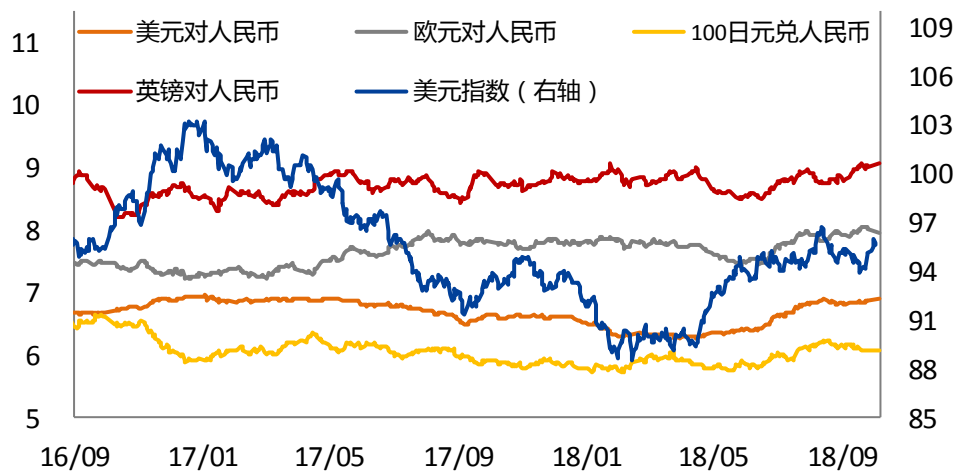
美债收益率突破前高



中美利差位于低位



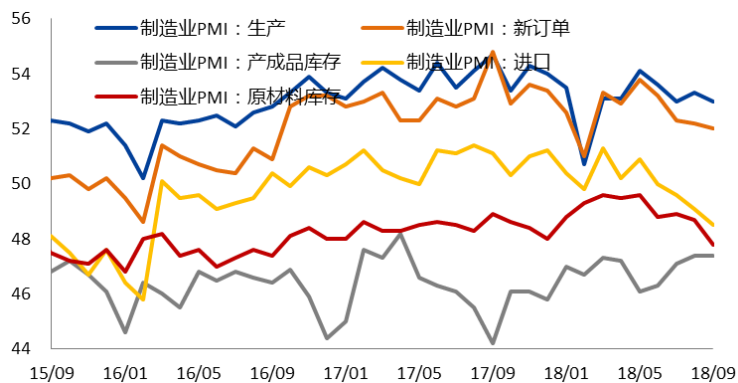
美元强势延续



银保监会正式下发《商业银行理财业务监督管理办法》，公募理财可以通过公募基金投资股票；在理财产品销售方面，引入不少于24小时的投资冷静期要求，并进一步提高了条款表述的针对性和准确性；将单只公募理财产品销售起点由目前的5万元降至1万元，个人首次购买需进行面签。

证监会发布《证券期货业数据分类分级指引》、《证券期货业机构内部企业服务总线实施规范》、《期货市场客户开户数据接口》、《证券发行人行为信息内容格式》等四项金融行业标准，自公布之日起施行。

相关图表



数据表现

我国9月官方制造业PMI值为50.8，预期为51.2，前值为51.3。

机构观点综述

9月制造业PMI较8月小幅回落，整体制造业景气转弱，但仍维持在50以上；分项数据来看，内需温外需冷、就业出现明显下行，商品价格仍持续上升。

类型	多头核心逻辑
证券公司	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 从投资端看，短期内固定资产投资增速面临着基建与房地产投资的对冲效应，9月投资增速仍然难有起色。就消费端而言，收入增速发力，消费难见起色。三季度基本面数据仍然存在下行压力； ➤ 9月全国制造业PMI大幅降至50.8，为最近两年的次低水平，也处于历年同期中等偏低水平，指向制造业景气大幅转弱。而在分项指标中，除了价格回升以外，与经济有关的需求、生产和库存指标全面回落，反映生产需求双双放缓； ➤ 央行再度大幅降准，金融机构超储率保持在较高水平，10月流动性较为宽裕； ➤ 在宽信用顺畅之前，需求端难有真正改善，长短利率缺乏上行动力。降准政策落地后，定向宽松是大趋势，短期的供给压力和通胀预期都不构成威胁，未来一段时间短端利率维持低位、长端利率回落，收益率曲线将发生牛平形变； ➤ 在银行重回信用扩张之前有理由相信，央行至少会维持目前的资金投放水平，使得资金利率继续维持在目前的较低水平。

类型	空头核心逻辑
证券公司	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 在节日期间油价大幅上涨，势必会增加国内成品油和相关化工产品的涨价压力，通胀回升对债市短期不利； ➤ 鲍威尔对美国经济的乐观发言以及对货币收紧的表态刺激美债利率再创新高，10年期美债利率达到3.2%，中美利差限制国内利率下行空间； ➤ 10月受季节性因素，基础货币余额存在7600亿缺口，如果央行在10月不再进行额外投放，那么降准多释放出的7500亿元正好弥补了10月基础货币的缺口，目前来看难言放水； ➤ 人民币贬值压力难以马上缓和，利率和汇率的平衡约束力依然存在； ➤ 目前利率估值均位于低位，金融机构已经把货币宽松的预期打得太满，特别是非银机构。尽管央行通过降准形式呵护流动性，但市场对流动性的宽松已经在很大程度上Price-in了。

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：400-888-5515 传真：0574-87716560/021-80220211

上海分公司

上海市浦电路500号上海期货大厦15层01A室

联系电话：021-68401108

北京分公司

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：010-69000861

杭州分公司

杭州市下城区庆春路42号兴业银行大厦1002室

联系电话：0571-85828717

广东分公司

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：020-38894281

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

深圳分公司

深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦1013A-1016

联系电话：0755-33320775

福建分公司

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

山东分公司

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

台州分公司

台州市椒江区云西路399号金茂中心24楼

联系电话：0576-88210778

四川分公司

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

湖南分公司

湖南省长沙市芙蓉中路三段489号鑫融国际广场28楼

联系电话：0731-88894018

天津分公司

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

河南分公司

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦1506室

联系电话：0371-58555668

江苏分公司

南京市长江路2号兴业银行大厦10楼

联系电话：025-84766979

湖北分公司

武汉市武昌区中北路156号长源大厦1楼

联系电话：027-88772413

温州分公司

浙江省温州市鹿城区瓯江路鸿旭嘉苑6-7幢102-2室三楼302室

联系电话：0577-88980675

Thank you!



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路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 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386