



2018-09-24

債券周報

# 长期看多方向不变，中期或震荡

利率债周报 2018 年第 27 期（2018.9.17-9.23）

《利率债周报 2018 年第 19 期  
（2018.7.23-7.29）》—2018/07/29

《利率债周报 2018 年第 26 期  
（2018.9.10-9.16）》—2018/09/16

《利率债周报 2018 年第 17 期  
（2018.7.9-7.15）》—2018/07/15

证券分析师：张河生

电话：021-61376547

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

## 报告摘要

### 国债期货本周涨跌互现

国债期货本周连续三日下跌，周五开始止跌反弹。一周下来主力合约涨跌互现，10 年期债主力 T1812 较上周上涨 0.20%，五年期债主力 TF1812 较上周下跌 0.19%。

周一央行进行了 2650 亿元 1 年期 MLF 操作，资金面保持宽松，午后在缴税和政府债缴款影响下边际收紧，国债期货随之震荡回落，最终小幅收涨；周二美方正正式宣布对中国输美 2000 亿美元商品额外征收 10% 的关税，低于市场预期的 25%，并没有导致市场对经济的悲观情绪；午后发改委召开新闻发布会，表示加大基础设施建设等领域补短板力度，稳定有效投资，提振市场信心。股债跷跷板效应显现，股市大涨，债市开始走弱。周三股债跷跷板效应持续作用，股市反弹打压债市表现，国债期货震荡运行，午后跳水收跌，10 年期债主力 T1812 下跌 0.16%，5 年期债主力 TF1812 下跌 0.18%。周四债市持续弱势，国债期货早盘震荡偏弱，午后走低，收盘跌幅扩大，为连续 3 日收跌，创收盘新低。周五国债期货低位开盘，震荡上行，午后股市大涨打压债市，国债期货高位回落，全天小幅收涨。

### 二级市场：信用表现好于利率债

现券方面，国债与国开债收益率多数上升，但不同期限品种表现有较大差异。国债收益率短期限的品种上升明显，长期品种波动较小；而国开债整体波动较小，短期限略微下降，长期品种小幅上升。国债方面，1 年期上升 16.43BP，10 年期仅上升 4.01BP。国开债 1 年期下跌 0.29BP，10 年期上升 3.17BP。

本周信用债表现分化，收益率下跌为主。中期票据方面，只有 1 年期和 4 年期债券收益率上升，分别为 2.47BP 和 0.88BP，其他各期限品种收益率均表现为下跌，下跌幅度多在 3.67BP 左右，其中 10 年期下跌幅度最大，达到 4.67BP；企业债方面，仅有 3 年期债收益率略有上升，为 3.49BP，其他各期限品种也均表现为下跌，9 年期下跌最为明显，达 4.67BP。信用利差本周波动较为频繁，最终略有下降。

### 一级市场：供给大幅度增加，发行热度整体较好



本期共發行利率債 82 只，到期 15 只，淨發行 67 只；發行融資 5,277.15 億元，到期償還 1,347.65 億元，淨融資額 3,929.50 億元，較上周的 2,519.80 億元有明显的增加。

本期利率債發行熱度整體較好。周一未發行債券，周二發行三期國開債，需求較為旺盛，全場倍數均在 3 倍以上；周三發行兩期附息國債，需求一般，全場倍數在 2 倍左右；周四發行 5 期債券，全場倍數多在 3 倍以上，熱度較好，周五發行一期國債，倍數在 2 倍以上。總體一周倍數大多在 3 倍以上，發行熱度繼續回暖。

### 資金面：流動性有所收斂，央行淨投放 3250 億元

本期銀行間市場流動性有所收斂。上半周貨幣市場利率上升明顯，下半周有所回落，整體上漲。R007 較上周上升 6.78BP，DR007 較上周上升 2.30BP。同時，非銀機構的流動性也有所收斂。由於 R007 降幅大於 DR007，利差有所收斂。

本周市場流動性總體有所收斂。周一央行開展了 2650 億 1 年期 MLF 操作，未進行逆回購操作；周二到周四共開展了 3300 億逆回購，到期 2700 億；周五央行稱考慮到月末財政支出、中央國庫現金管理操作可對沖政府債券發行繳款、央行逆回購到期等因素的影響，不開展逆回購操作。本周共實現 3250 億淨投放。

### 后市展望：長期看多，中期震盪

目前來看，資金面仍處於寬鬆的狀態，不用擔心地方債供給增加會導致流動性收緊，但想指望進一步寬鬆也較難。9 月下旬美聯儲加息，央行可能跟隨加息，這會對資金面形成一定擾動。

從經濟數據看，超預期的下滑並未出現，相反房地產的優異表現倒有些超出市場預期，經濟展現出一定的韌性。在信貸數據中，同比多增項主要來自企業票據融資，而這或許多少受到票據貼現套利行為的影響，實體經濟的信貸需求可能比數據呈現出來的更差。

大家對明年上半年通脹的擔憂是制約長端利率下行的重要因素，但是人民幣兌美元匯率企穩，對自美進口商品額外加征關稅帶來的一次性漲價影響已經落地，總需求下滑導致大部分工業品價格難漲價，明年上半年新漲價因素的表現可能會低於大家的預期。綜上，我們仍然認為利率債看多的大方向沒有改變，但是短期內可能會有所震盪，從期限品種看，短期內 3、5 年的品種交易性機會更大，但長期看 10 年期的配置空間更大。

### 風險提示

通脹預期抬頭；

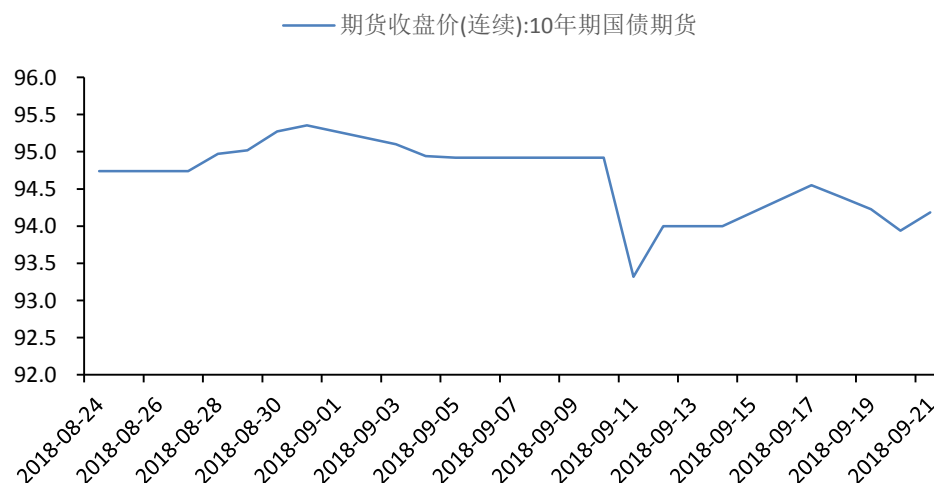
經濟數據表現超预期。

## 一、 國債期貨本周整體漲跌互現

國債期貨本周連續三日下跌，周五開始止跌反彈。一周下來主力合約漲跌互現，10 年期債主力 T1812 較上周上漲 0.20%，5 年期債主力 TF1812 較上周下跌 0.19%。

周一央行進行了 2650 億元 1 年期 MLF 操作，資金面保持寬松，午後在繳稅和政府債繳款影響下邊際收緊，國債期貨隨之震盪回落，最終小幅收漲；周二美方正式宣布對中國輸美 2000 億美元商品額外征收 10% 的關稅，低於市場預期的 25%，並沒有導致市場對經濟的悲觀情緒；午後發改委召開新聞發布會，表示加大基礎設施建設等領域补短板力度，穩定有效投資，提振市場信心。股債跷跷板效應顯現，股市大漲，債市開始走弱。周三股債跷跷板效應持續作用，股市反彈打壓債市表現，國債期貨震盪運行，午後跳水收跌，10 年期債主力 T1812 下跌 0.16%，5 年期債主力 TF1812 下跌 0.18%。周四債市持續弱勢，國債期貨早盤震盪偏弱，午後走低，收盤跌幅擴大，為連續 3 日收跌，創收盤新低。周五國債期貨低位開盤，震盪上行，午後股市大漲打壓債市，國債期貨高位回落，全天小幅收漲。

圖表 1：國債期貨走勢



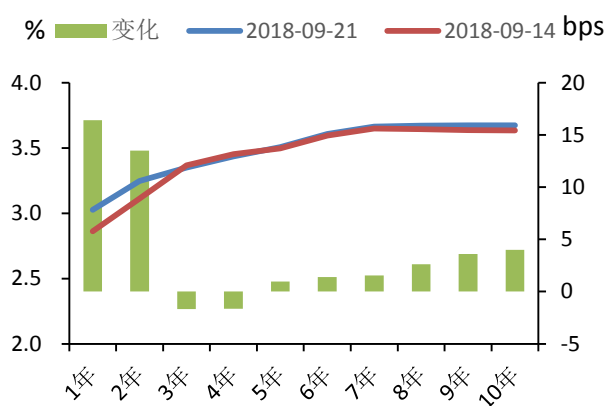
資料來源：Wind，太平洋研究院整理

## 二、 二級市場：信用表現好於利率債

### (一) 利率債：短期限國債收益率上升明顯

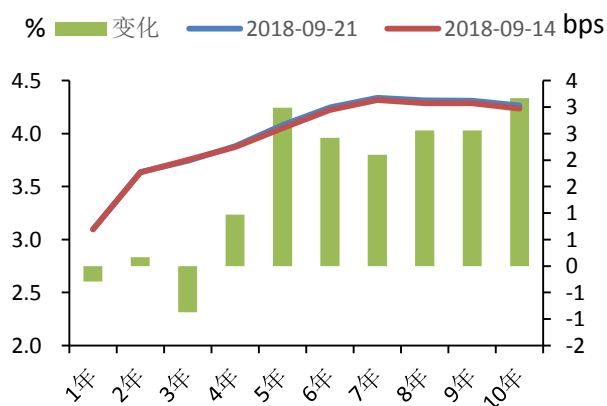
現券方面，國債與國開債收益率多數上升，但不同期限品種表現有较大差異。國債收益率短期限的品種上升明顯，長期限波動較小；而國開債整體波動較小，短期限略微下降，長期限品種小幅上升。國債方面，1 年期上升 16.43BP，10 年期僅上升 4.01BP。國開債 1 年期下跌 0.29BP，10 年期上升 3.17BP。

圖表 2：國債收益率曲線變化



資料來源：Wind，太平洋研究院整理

圖表 3：國開債收益率曲線變化



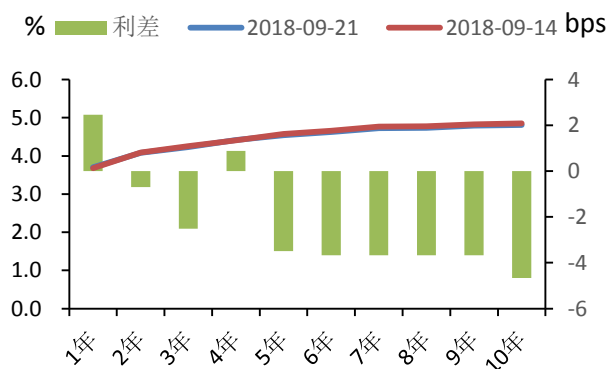
資料來源：Wind，太平洋研究院整理

## （二）信用債：收益率表現分化，以下跌為主

本周信用債表現分化，收益率下跌為主。中期票據方面，只有 1 年期和 4 年期債券收益率上升，分別為 2.47BP 和 0.88BP，其他各期限品種收益率均表現為下跌，下跌幅度多在 3.67BP 左右，其中 10 年期下跌幅度最大，達到 4.67BP；企業債方面，僅有 3 年期債收益率略有上升，為 3.49BP，其他各期限品種也均表現為下跌，9 年期下跌最為明顯，達 4.67BP。總體而言，短端 1 年期債收益率下跌幅度最小，長端收益率下跌幅度均較為明顯，與上周相比收益率曲線變化不大。

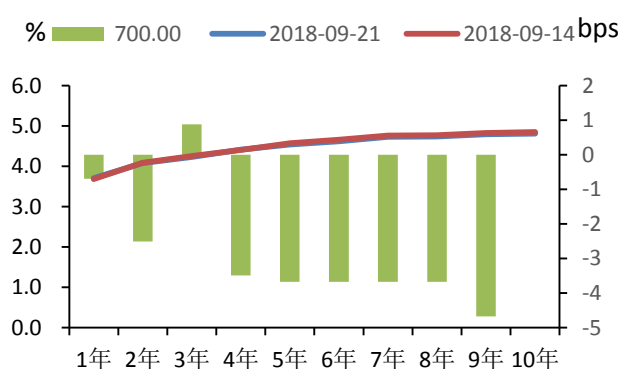


圖表 4: AAA 級中期票據收益率曲線變化



資料來源: Wind, 太平洋研究院整理

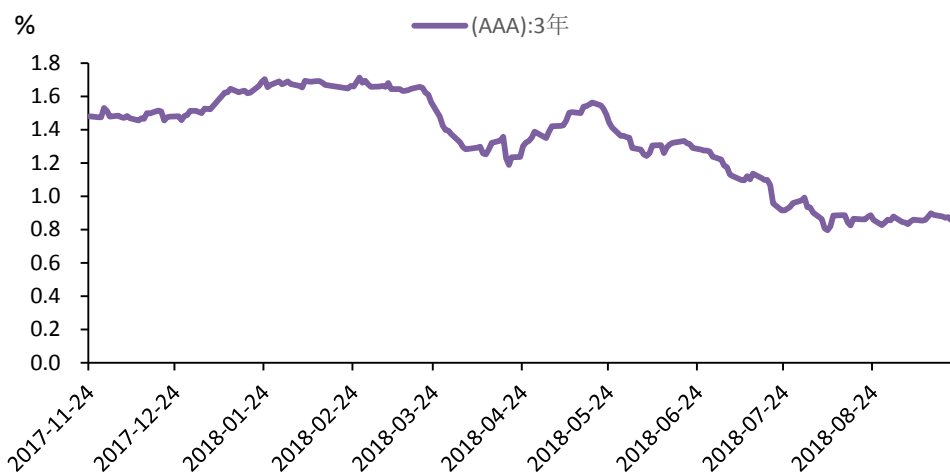
圖表 5: AAA 級企業債收益率曲線變化



資料來源: Wind, 太平洋研究院整理

信用利差本周波動較為頻繁，最終略有下降，以中票信用利差為例，與上周相比，本周下降 0.83BP，幅度較小。

圖表 6: 3 年期 AAA 銀行間中票信用利差



資料來源: Wind, 太平洋研究院整理

### 三、一級市場：供給大幅度增加，發行熱度整體較好

#### （一）利率債供給：淨融資大幅度增加

本期共發行利率債 82 只，到期 15 只，淨發行 67 只；發行融資 5,277.15 億元，到期償還 1,347.65 億元，淨融資額 3,929.50 億元，較上周的 2,519.80 億元有明顯的增加。



图表 7：債券發行與到期

起始日期	截止日期	總發行量(億元)	發行只數	總償還量(億元)	淨融資額(億元)	到期償還量(億元)	到期只數
2018-09-17	2018-09-23	5,277.15	82	1,347.65	3,929.50	1,347.65	15
2018-09-10	2018-09-16	3,967.12	67	1,447.32	2,519.80	1,447.32	17
2018-09-03	2018-09-09	1,795.06	20	255.78	1,539.28	255.78	6
2018-08-27	2018-09-02	3,169.51	52	946.51	2,223.00	946.51	15
2018-08-20	2018-08-26	3,415.09	66	1,254.64	2,160.45	1,254.64	16
2018-08-13	2018-08-19	3,918.80	65	224.12	3,694.68	224.12	9
2018-08-06	2018-08-12	3,475.14	60	948.15	2,526.99	948.15	16
2018-07-30	2018-08-05	2,132.00	18	1,604.02	527.98	1,604.02	12

資料來源：Wind，太平洋研究院整理

## (二) 利率債招投標結果：發行熱度整體較好

本期利率債發行熱度整體較好。周一未發行債券，周二發行三期國開債，需求較為旺盛，全場倍數均在 3 倍以上；周三發行兩期附息國債，需求一般，全場倍數在 2 倍左右；周四發行 5 期債券，全場倍數多在 3 倍以上，熱度較好，周五發行一期國債，倍數在 2 倍以上。總體一周倍數大多在 3 倍以上，發行熱度繼續回暖。

图表 8：利率債發行結果

債券簡稱	發行規模(億)	發行期限(年)	招標的	招標方式	招標日	中標價位	全場倍數	邊際倍數
18 貼現國債 45	100.00	0.25	價格	混合式	2018-09-21	99.4857	2.7700	1.2100
18 進出 12(增發)	30.00	1.00	價格	荷蘭式	2018-09-20	100.0700	3.4500	9.0000
18 進出 13	40.00	3.00	利率	荷蘭式	2018-09-20	3.7400	3.2500	1.2100
18 進出 09(增 5)	30.00	5.00	價格	荷蘭式	2018-09-20	102.3500	3.9900	1.3300
18 國開 06(增 24)	50.00	7.00	價格	荷蘭式	2018-09-20	104.5600	3.0700	1.0900
18 國開 10(增 11)	120.00	10.00	價格	荷蘭式	2018-09-20	99.1200	2.4700	5.7800
18 附息國債 18(續發)	450.00	1.00	價格	混合式	2018-09-19	100.1431	1.6000	2.3600
18 附息國債 19(續發)	450.00	10.00	價格	混合式	2018-09-19	99.5100	2.1700	1.1000
18 國開 09(增 11)	61.10	1.00	價格	荷蘭式	2018-09-18	100.9700	3.8500	3.6800
18 國開 12(增 2)	71.10	3.00	價格	荷蘭式	2018-09-18	100.1200	4.0400	1.9600
18 國開 11(增 6)	86.10	5.00	價格	荷蘭式	2018-09-18	99.3600	3.3900	3.1500
合計	1,488.30							

資料來源：Wind，太平洋研究院整理

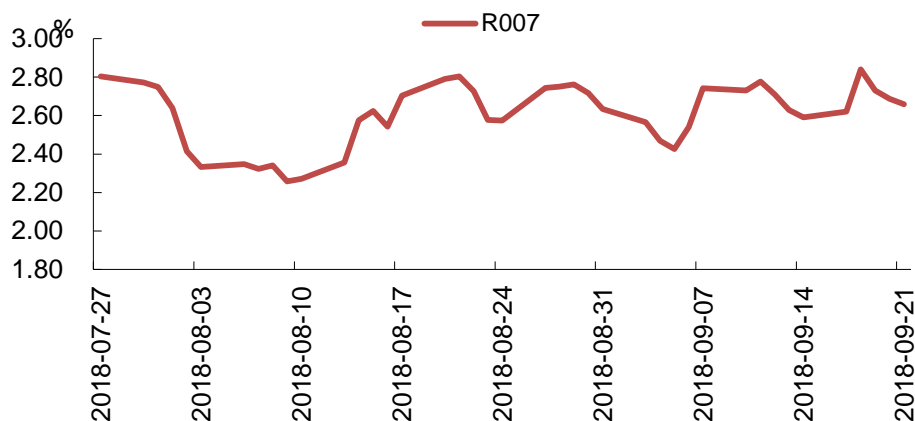


## 四、資金面：流動性有所收斂，央行淨投放 3250 億元

### (一) 銀行間市場流動性有所收斂

本期銀行間市場流動性有所收斂。上半周貨幣市場利率上升明顯，下半周有所回落，整體上漲。R007 較上周上升 6.78BP，DR007 較上周上升 2.30BP。

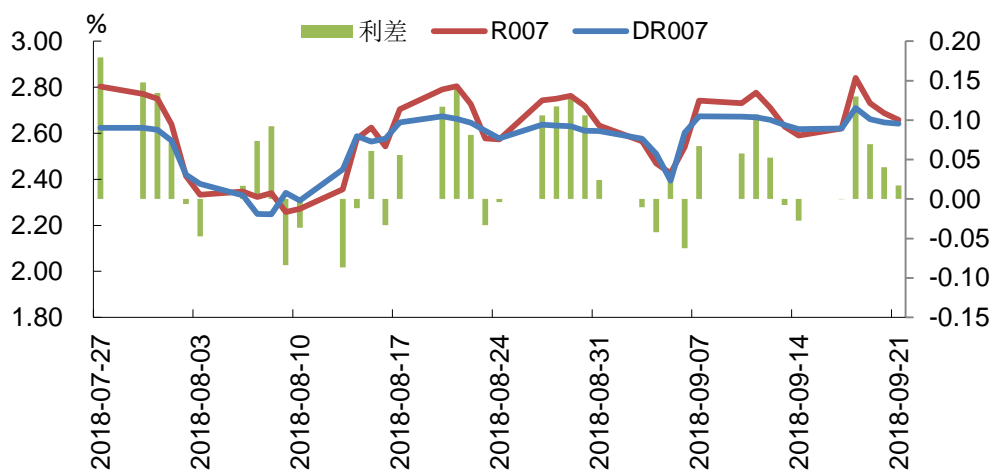
圖表 9：各期限銀行間質押回購利率變化



資料來源：Wind，太平洋研究院整理

同時，非銀機構的流動性也有所收斂。由於 R007 降幅大於 DR007，利差有所收窄。

圖表 10：銀行間質押回購利率變化

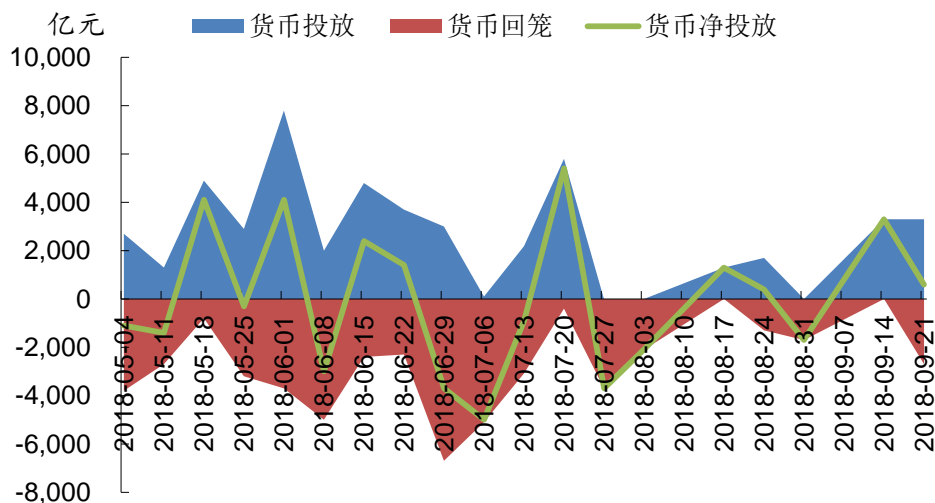


資料來源：Wind，太平洋研究院整理

## (二) 本周央行净投放 3250 亿元

本周市场流动性总体有所收敛。周一央行开展了 2650 亿 1 年期 MLF 操作，未进行逆回购操作；周二到周四共开展了 3300 亿逆回购，到期 2700 亿；周五央行称考虑到月末财政支出、中央国库现金管理操作可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，不开展逆回购操作。本周共实现 3250 亿净投放。

图表 11：央行公开市场操作



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 五、后市展望：长期看多，中期震荡

上周利率债市场继续下跌，主要是权益市场跷跷板效应的结果。发改委就基建补短板举行发布会引爆了权益市场做多热情，与此同时利率债经历了连续三天大跌。虽然在周五股债齐涨，但是一周下来利率债下跌不少。

目前来看，资金面仍处于宽松的状态，不用担心地方债供给增加会导致流动性收紧，但想指望进一步宽松也较难。9月下旬美联储加息，央行可能跟随加息，这会对资金面形成一定扰动。

从经济数据看，超预期的下滑并未出现，相反房地产的优异表现倒有些超出市场预期，经济展现出一定的韧性。在信贷数据中，同比多增项主要来自企业票据融资，而这或许多少受到票据贴现套利行为的影响，实体经济的信贷需求可能比数据





呈现出来的更差。

大家对明年上半年通胀的担忧是制约长端利率下行的的重要因素,但是人民币兑美元汇率企稳,对自美进口商品额外加征关税带来的一次性涨价影响已经落地,总需求下滑导致大部分工业品价格难涨价,明年上半年新涨价因素的表现可能会低于大家的预期。

综上,我们仍然认为利率债看多的大方向没有改变,但是短期内可能会有所震荡,从期限品种看,短期内 3、5 年的品种交易性机会更大,但长期看 10 年期的配置空间更大。

## 六、风险提示

通胀预期抬头;

经济数据表现超预期。



## 投資評級說明

### 1、行業評級

看好：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報高於市場整體水平 5% 以上；

中性：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報介於市場整體水平-5% 與 5% 之間；

看淡：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報低於市場整體水平 5% 以下。

### 2、公司評級

買入：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅在 15% 以上；

增持：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於 5% 與 15% 之間；

持有：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於-5% 與 5% 之間；

減持：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於-5% 與-15% 之間；

## 銷售團隊

職務	姓名	手機	郵箱
銷售負責人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京銷售總監	王均麗	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京銷售	袁進	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京銷售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京銷售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京銷售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京銷售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海銷售副總監	陳輝彌	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海銷售	洪鈞	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海銷售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海銷售	宋悅	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海銷售	張夢瑩	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海銷售	黃小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海銷售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海銷售	楊海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com



債券周報

利率債周報 2018 年第 1 期 (2018. 3. 12-3. 16)

P11

廣深銷售總監	張茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
廣深銷售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
廣深銷售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
廣深銷售	查方龍	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
廣深銷售	張卓粵	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
廣深銷售	楊帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
廣深銷售	陳婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。