

兴证期货·研究发展部

刘文波

投资咨询资格编号：Z0010856

联系人：尚芳

期货从业资格编号：F3013528

021-20370946

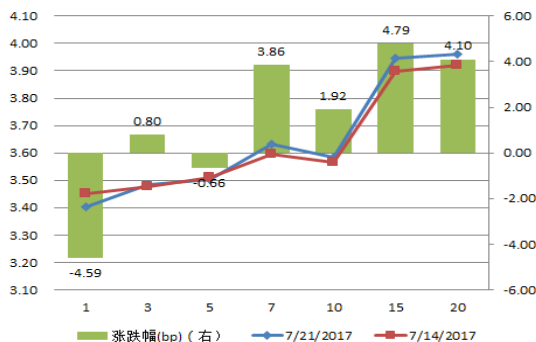
5 年期国债期货

品种	TF1709	TF1712	TF1803
周收盘价	97.730	97.940	97.940
周最高价	97.970	98.250	98.215
周最低价	97.570	97.860	97.895
周结算价	97.715	97.940	97.985
周涨跌	-0.115	-0.130	-0.045
周涨跌幅(%)	-0.14	-0.16	-0.11
周成交量	50,690	12,747	4
持仓量	46,372	12,932	19
仓差	-4,954	6,025	1

10 年期国债期货

品种	T1709	T1712	T1803
周收盘价	95.220	95.200	95.210
周最高价	95.660	95.695	95.605
周最低价	95.030	95.030	95.080
周结算价	95.230	95.225	95.210
周涨跌	-0.110	-0.160	-0.100
周涨跌幅(%)	-0.18	-0.24	-0.08
周成交量	192,761	12,141	122
持仓量	47,808	10,567	198
仓差	-3,046	2,835	36

中债国债收益率曲线



上周期债偏弱震荡，本周或小幅偏强

2017 年 7 月 24 日 星期一

内容提要

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1709 减仓下行 0.14% 收于 97.73 元，十年期国债期货主力合约 T1709 减仓下行 0.18% 收于 95.22 元，现券方面，除 1 年期和 5 年期国债收益率下行外，其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行，其中 5 年期收益率下行 0.66 个 bp 至 3.5041%，10 年期收益率上行 1.92 个 bp 至 3.5829%，现券收益率曲线略走陡。具体来看，上一周在金融工作会议基调偏稳定、受到缴税扰动资金利率走高和二季度 GDP 超预期向好的影响下，期债冲高回落，大多数期限国债收益率小幅下行；上周二在资金利率进一步较大幅上行的影响下，期债低开低走，大多数期限现券收益率小幅上行；上周三在国债一级市场招标倍数较高且招标利率符合预期和资金利率继续上行的影响下，期债高开低走，现券收益率涨跌不一，但变动幅度不大；上周四和上周五在资金面有所好转，资金利率逐渐走低情况下，期债低位反弹，大多数期限的现券收益率小幅下行。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的二季度 GDP 超预期持平于 6.9%，但可持续待观察，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，央行货币政策维持稳健中性，召开的金融工作会议定调稳定，未来监管可能趋于缓和，关注美联储 9 月缩表计划；从资金面看，受到缴税扰动，央行虽在公开市场上进行大量净投放，但资金利率先较大幅走高后小幅下行，维持在较高位，本周有 6785 亿元资金量到期，其中有 1385 亿元 MLF 到期，资金到期压力较大，预计央行通过 OMO 操作来对冲，资金利率可能高位回落；从供需来看，上周供给压力依然偏大，但一级市场招标情况较好，国债需求较稳定，关注本周三将新发的 320 亿元 3 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债可能小幅偏强震荡。

操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者继续多 TF 空 T (2:1) 或关注轻仓多下空当的跨期套利。

1 现货市场概况

1.1 央行公开市场操作

上周（2017/7/17—2017/7/23）央行在公开市场进行 5000 亿 7 天逆回购操作，同时有 1700 亿 7 天逆回购到期，净投放 3300 亿；进行 2100 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 2100 亿；进行了 0 亿 28 天逆回购，同时有 300 亿 28 天逆回购到期，进行了 0 亿元 MLF 操作，同时有 395 亿元 MLF 到期，上周净投放 4705 亿，虽然央行在公开市场上进行大量净投放，但受到缴税因素的影响，资金利率走高。

本周（2017/7/24—2017/7/30）公开市场有 6785 亿逆回购集中到期，其中有 1385 亿元 MLF 到期，由于上周央行已经提前进行 MLF 投放，本周资金到期压力较大，预计央行会进行 OMO 对冲。

图表 1：上周公开市场操作情况（20170717-20170723）

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购28D	逆回购到期	2017/7/17	300.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/18	300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/19	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/21	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/20	400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/7/18	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/18	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/7/21	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/7/19	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/19	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/7/17	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/17	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/7/20	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/21	1,000.00	2.45	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/7/18	395.00	3.00	0.00
净投放			4,705.00		
净投放(含国库现金)			4,705.00		

资料来源：WIND，兴证期货

图表 2：本周公开市场到期情况 (20170724-20170730)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/27	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/24	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/26	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/28	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/7/26	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/25	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/7/25	100.00	2.60	0.00
MLF(投放)181D	MLF(回笼)	2017/7/24	1,385.00	2.95	10.00
净投放			-6785.00		
净投放(含国库现金)			-6785.00		

资料来源：WIND，兴证期货

1.2 利率债一级市场发行情况

上周利率债供给规模共 4314.89 亿元，较上周小幅减少，地方债和国债供给加速。上周招标的续发 7 年期国债，获得超额认购，中标利率低于预期，认购倍数约为 3.76，显示国债需求保持稳定。

图表 3：上周一二级市场利率债发行情况 (20170717-20170723)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率	中标区间	认购倍数
2017/7/20	WI171603	320.00	3.00			
2017/7/21	17贴现国债35	100.00	0.25			
2017/7/20	17进出09(增2)	40.00	5.00	4.11	100.31-100.31	3.9500
2017/7/20	17进出08(增2)	30.00	1.00	3.85	100.44-100.44	5.1133
2017/7/20	17进出03(增13)	30.00	10.00	4.11	100.55-100.55	4.0267
2017/7/20	17国开05(增14)	70.00	3.00	3.88	100.87-100.87	3.3929
2017/7/20	17国开01(增15)	50.00	7.00	3.85	100.18-100.18	3.4000
2017/7/21	17付息国债15	280.00	30.00			
2017/7/19	17农发08(增12)	40.00	1.00	3.61	100.85-100.85	6.5250
2017/7/19	17农发05(增23)	40.00	10.00	3.85	99.24-99.24	6.1725
2017/7/19	17农发04(增14)	30.00	7.00	3.83	100.02-100.02	5.1000
2017/7/18	17国开10(增15)	150.00	10.00	4.04	100.16-100.16	3.1507
2017/7/18	17国开07(增2)	60.00	1.00	3.53	99.97-99.97	2.7550
2017/7/18	17国开06(增12)	70.00	5.00	4.02	100.84-100.84	3.7114
2017/7/19	17付息国债13(续发)	323.30	7.00	3.57	99.87-101.25	3.7591
2017/7/18	17吉林债05	65.73	5.00	3.95	3.95-3.95	2.1085
2017/7/18	17吉林债04	57.50	10.00	3.97	3.97-3.97	2.0748
2017/7/18	17吉林债03	140.00	7.00	4.00	4-4	2.1279
2017/7/18	17吉林债02	140.00	5.00	3.89	3.89-3.89	1.8857
...						
合计		4,314.89				

数据来源：WIND，兴证期货

图表 4: 本周一级市场利率债计划发行概况 (20170724-20170730)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-07-25	17国开07(增3)	85.00	1.00	政策银行债
2017-07-25	17国开10(增16)	140.00	10.00	政策银行债
2017-07-25	17国开06(增13)	70.00	5.00	政策银行债
2017-07-26	17付息国债16	320.00	3.00	国债
2017-07-24	17农发10	40.00	1.00	政策银行债
2017-07-24	17农发05(增24)	40.00	10.00	政策银行债
2017-07-24	17农发04(增15)	30.00	7.00	政策银行债
合计		725.00		

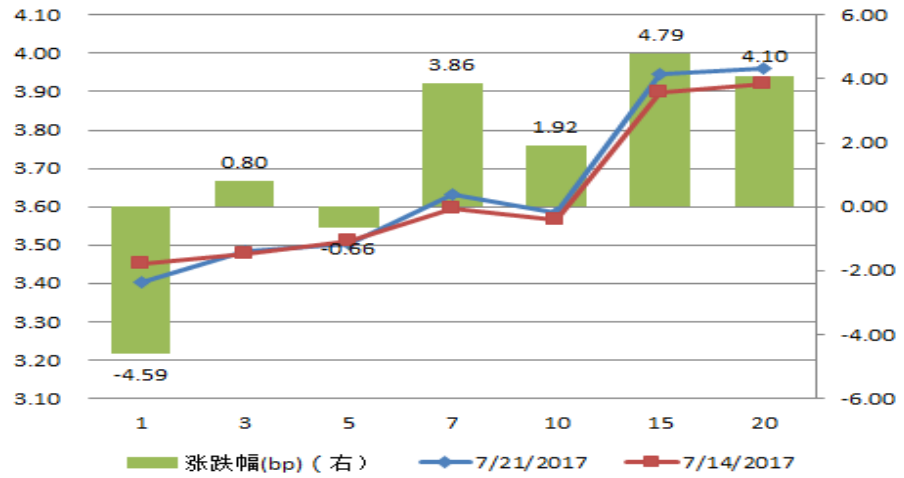
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 725 亿元, 供给压力比上周缓解, 关注将在本周三新发的 320 亿元 3 年期国债的中标利率和投标倍数。

1.3 利率债二级市场变化

上周除 1 年期和 5 年期国债收益率下行外, 其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行, 其中 5 年期收益率下行 0.66 个 bp 至 3.5041%, 10 年期收益率上行 1.92 个 bp 至 3.5829%, 现券收益率曲线略走陡, 具体来看, 上周一在金融工作会议基调偏稳定、受到缴税扰动资金利率走高和二季度 GDP 超预期向好的影响下, 期债冲高回落, 大多数期限国债收益率小幅下行; 上周二在资金利率进一步较大幅上行的影响下, 期债低开低走, 大多数期限现券收益率小幅上行; 上周三在国债一级市场招标倍数较高且招标利率符合预期和资金利率继续上行的影响下, 期债高开低走, 现券收益率涨跌不一, 但变动幅度不大; 上周四和上周五在资金面有所好转, 资金利率逐渐走低情况下, 期债低位反弹, 大多数现券收益率小幅下行。

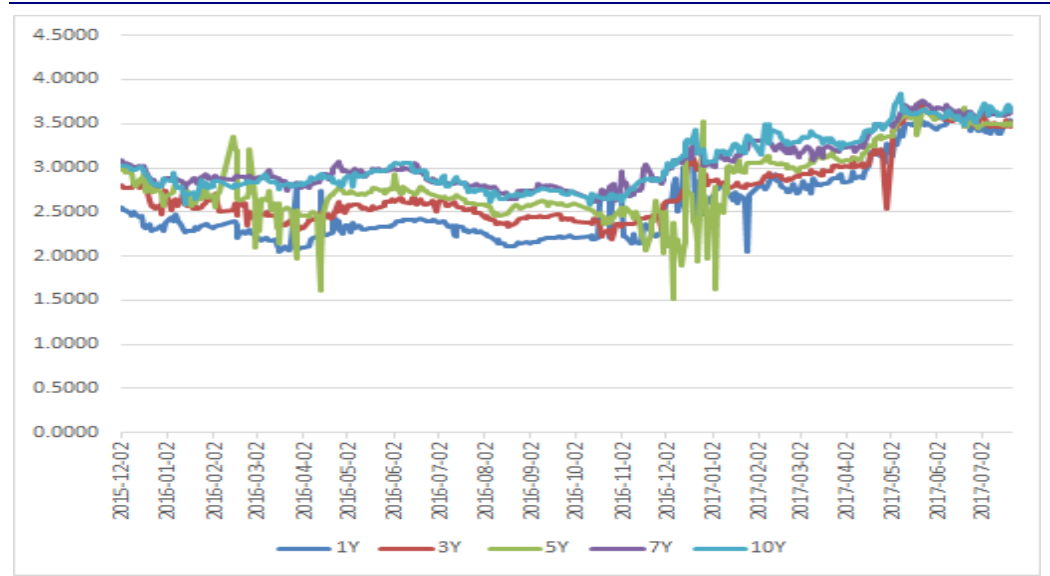
图表 5: 各期限国债收益率一周变化情况



数据来源: WIND, 兴证期货

具体来看, 上周一年期国债收益率下行 4.59 个 BP 至 3.4047%, 三年期上行 0.8 个 BP 至 3.4840%, 五年期下行 0.66 个 BP 至 3.5041%, 七年期上行 3.86 个 BP 至 3.6324%, 十年期上行 1.92 个 BP 至 3.5829%。

图表 6: 各关键年限国债收益率走势

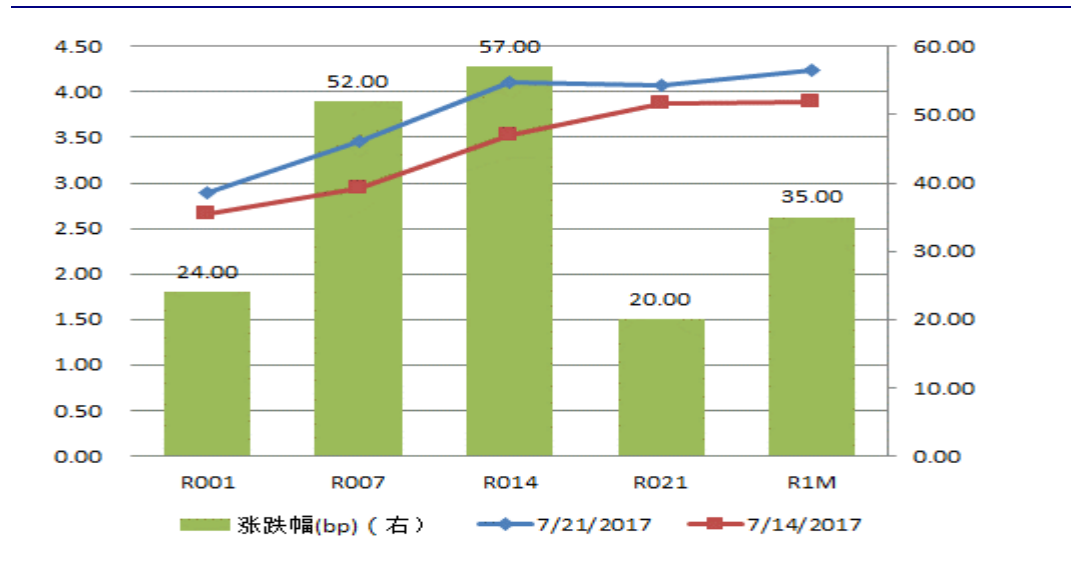


数据来源: WIND, 兴证期货

1.4 货币市场资金利率较大幅上行

上周由于受到缴税等因素的影响,资金利率先较大幅上行后小幅下行,资金面偏紧。

图表 7: 银行间质押式回购利率一周变化



数据来源: WIND, 兴证期货

从周度数据来看,银行间质押式回购利率隔夜上行 24BP 至 2.66%;7 天期上行 52BP 至 2.94%; 14 天期上行了 57BP 至 3.53%; 21 天期上行了 20BP 至 3.88%; 1 个月期上行了 35BP 至 3.89%。

2 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货偏弱震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1709 减仓下行 0.14% 收于 97.73 元, 十年期国债期货主力合约 T1709 减仓下行 0.18% 收于 95.22 元, 现券方面, 除 1 年期和 5 年期国债收益率下行外, 其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行, 其中 5 年期收益率下行 0.66 个 bp 至 3.5041%, 10 年期收益率上行 1.92 个 bp 至 3.5829%, 现券收益率曲线略走陡。具体来看, 上周一在金融工作会议基调偏稳定、受到缴税扰动资金利率走高和二季度 GDP 超预期向好的影响下, 期债冲高回落, 大多数期限国债收益率小幅下行; 上周二在资金利率进一步较大幅上行的影响下, 期债低开低走, 大多数期限现券收益率小幅上行; 上周三在国债一级市场招标倍数较高且招标利率符合预期和资金利率继续上行的影响下, 期债高开低走, 现券收益率涨跌不一, 但变动幅度不大; 上周四和上周五在资金面有所好转, 资金利率逐渐走低情况下, 期债低位反弹, 大多数现券收益率小幅下

行。

(1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1709 周跌 0.14%，收于 97.73 元；下季合约 TF1712 周跌 0.16%，收于 97.94 元；隔季合约 TF1803 周跌 0.11%，收于 97.94 元。

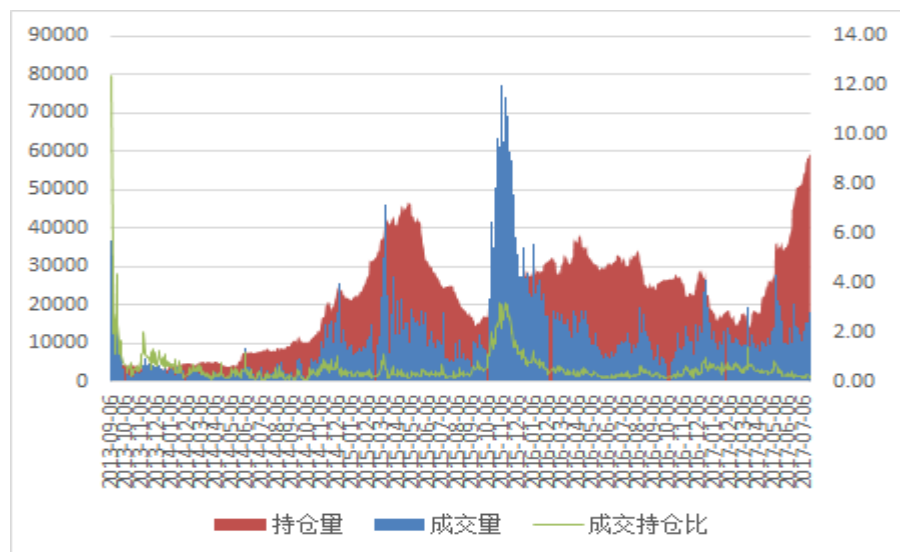
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 12688.2 手，持仓方面，主力 TF1709 合约周减仓 4954 手，目前持仓 46372 手，截止 7 月 21 日，5 年期三个合约合计持仓 59323 手，周增仓 1072 手。

图表 9：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：WIND，兴证期货

(2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货主力合约 T1709 周跌 0.18%，收于 95.22 元；下季合约 T1712 周跌 0.24%，收于 95.20 元；隔季合约 T1803 周跌 0.08%，收于 95.21 元。

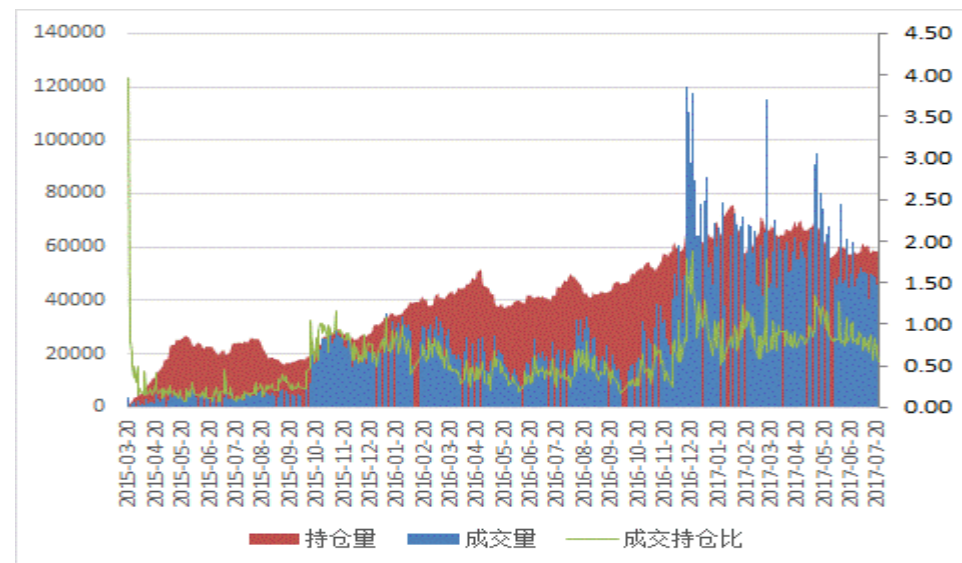
图表 10: 10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 41004.8 手，主力合约 T1709 周减仓 3046 手，持仓 47808 手，截至 7 月 21 日，10 年期三个合约合计持仓 58573 手，持仓减少 175 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

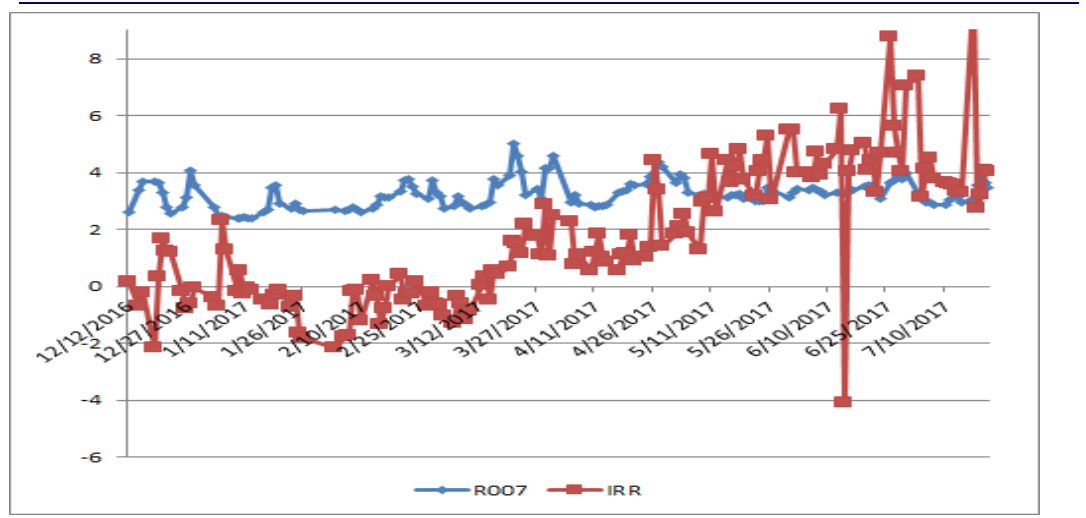


数据来源：WIND，兴证期货

2.2 期现套利分析

从上周 TF1709 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周一、上周四和上周五有较明显的正向套利机会。

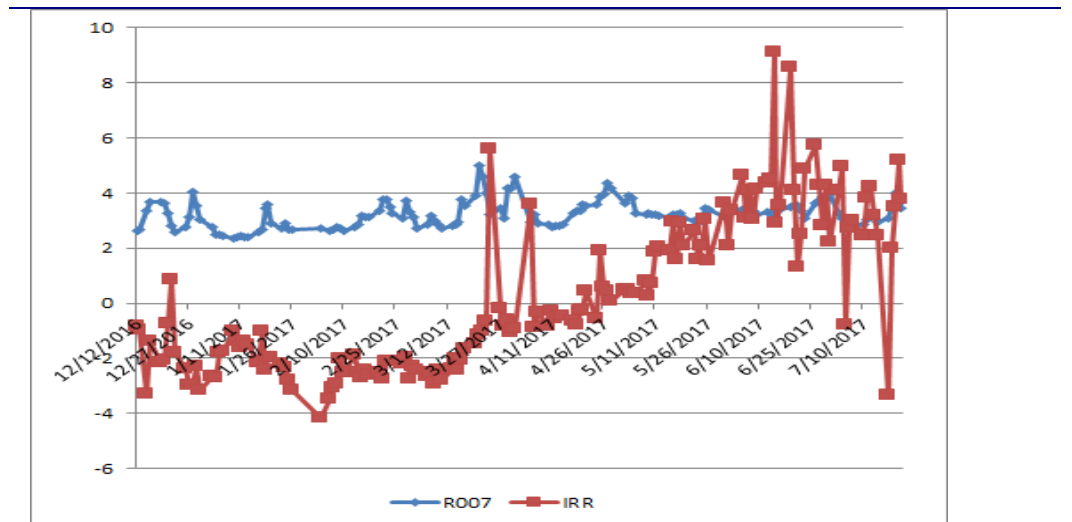
图表 12: 近期 TF1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源: WIND, 兴证期货

从上周 T1709 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周四有较明显的正向期现套利交易机会。

图表 13: 近期 T1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

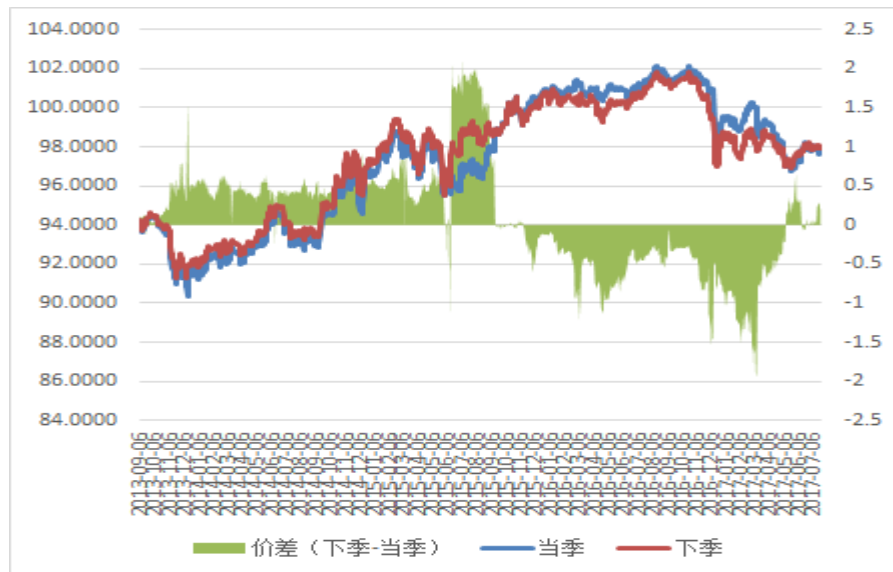


数据来源: WIND, 兴证期货

2.3 跨期价差分析

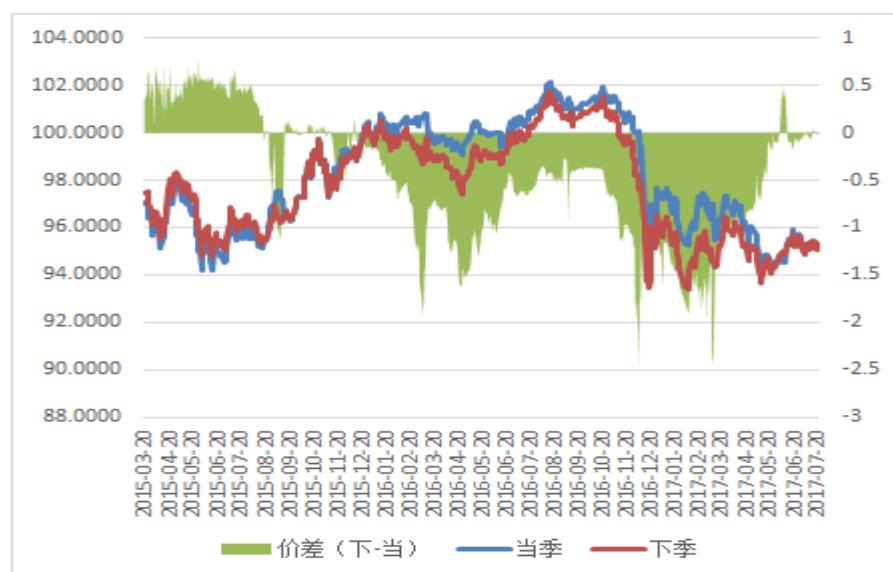
上周 5 年期债合约价差走扩，由于期债将进入移仓换月阶段，可以考虑多下空当操作；上周 10 年期债合约价差收窄，由于期债将进入移仓换月阶段，可以考虑多下空当策略。

图表 14: 5 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源: WIND, 兴证期货

图表 15: 10 年期债当季、下季及二者价差走势

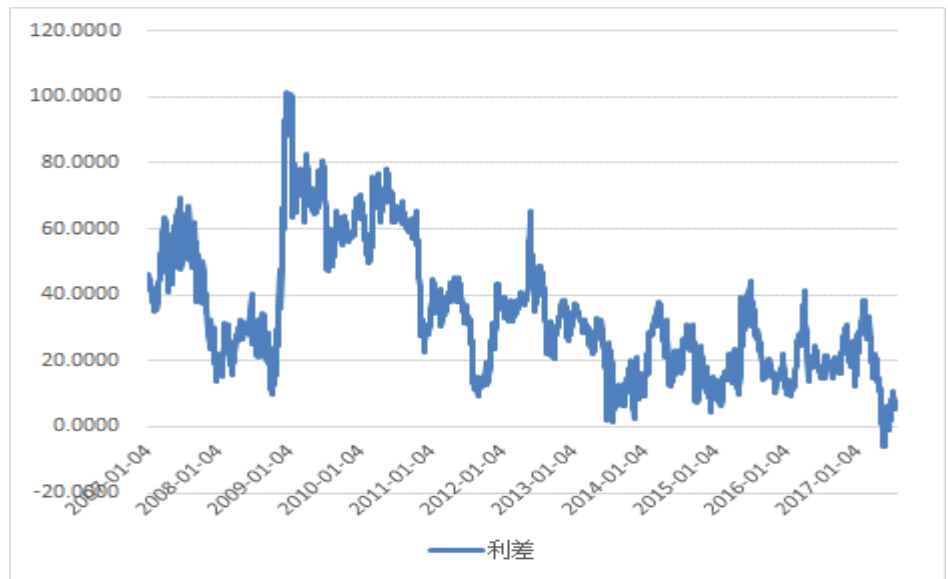


数据来源: WIND, 兴证期货

2.4 跨品种套利机会

近期 10 年期和 5 年期收益率由陡走平，根据上周国债期货行情，主力合约 1709 应采取多 TF 空 T 策略 (1:1)，做陡收益率曲线策略继续回调 (多 TF 空 T (2:1))。

图表 16: 5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源: WIND, 兴证期货

2.5 CTD 券一览 (银行间市场)

图表 17: TF1709 近两周 CTD 券走势 (5 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
7/21/2017	150026.IB	97.8096	3.5123	3.9429	-0.1301
7/20/2017	150026.IB	97.8638	3.5	3.9984	-0.1411
7/19/2017	170007.IB	98.1892	3.55	3.2163	-0.0082
7/18/2017	170007.IB	98.2095	3.545	2.7833	0.0573
7/17/2017	150026.IB	97.0025	3.6847	9.7025	-1.0275
7/14/2017	170007.IB	98.3353	3.515	3.2987	-0.023
7/13/2017	170007.IB	98.4182	3.495	3.3091	-0.0255
7/12/2017	170007.IB	98.3747	3.505	3.5371	-0.064
7/11/2017	170007.IB	98.3953	3.5	3.5571	-0.0685
7/10/2017	170007.IB	98.3732	3.505	3.5924	-0.0756

数据来源: WIND, 兴证期货

图表 18: T1709 近两周 CTD 券走势 (10 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
7/21/2017	160010.IB	94.411	3.6491	3.7174	-0.0953
7/20/2017	160010.IB	94.3105	3.6624	5.0259	-0.2801
7/19/2017	160010.IB	94.3404	3.6581	3.4611	-0.0617
7/18/2017	160010.IB	94.5304	3.6316	2.0764	0.1383
7/17/2017	170010.IB	99.7499	3.55	2.0455	0.2243
7/14/2017	170010.IB	99.6268	3.565	2.5193	0.1586
7/13/2017	160017.IB	93.4015	3.6	3.1704	-0.0371
7/12/2017	160010.IB	94.387	3.65	4.1392	-0.1788
7/11/2017	160010.IB	94.387	3.65	3.7583	-0.1193
7/10/2017	170010.IB	99.4011	3.5925	2.5043	0.1728

数据来源: WIND, 兴证期货

3 周度策略建议

从经济基本面来看,上周公布的二季度 GDP 超预期持平于 6.9%,但可持续待观察,基本面对债市支撑力度仍在;从政策面看,央行货币政策维持稳健中性,召开的金融工作会议定调稳定,未来监管可能趋于缓和,关注美联储 9 月缩表计划;从资金面看,受到缴税扰动,央行虽在公开市场上进行大量净投放,但资金利率先较大幅走高后小幅下行,维持在较高位,本周有 6785 亿元资金量到期,其中有 1385 亿元 MLF 到期,资金到期压力较大,预计央行通过 OMO 操作来对冲,资金利率可能高位回落;从供需来看,上周供给压力依然偏大,但一级市场招标情况较好,国债需求较稳定,关注本周三将新发的 320 亿元 3 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债偏强震荡。

操作上,长期投资者可逢低做多,短期投资者继续多 TF 空 T (2:1) 或关注轻仓多下空当的跨期套利。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。