

刘文波

投资咨询资格编号：Z0010856

期货从业资格编号：F0286569

尚芳

期货从业资格编号：F3013528

高歆月

期货从业资格编号：F3023194

联系人：尚芳

shangfang@xzfutures.com

021-20370946

上周期债继续偏弱，本周或震荡

2017年8月7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0.12%收于97.34元，十年期国债期货主力合约T1709减仓下行0.23%收于94.74元，现券方面，除1年期和3年期国债收益率下行约5bp外，其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行，其中5年期收益率上行2.22个bp至3.563%，10年期收益率上行2.28个bp至3.6262%，现券收益率曲线走陡。上周在经济数据超预期走好，监管担忧再起，资金面由偏紧转向相对宽松，一级市场超预期向好的共同影响下，期债先抑后扬，多下空当跨期策略已止盈。。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的经济数据向暖，但可持续待观察，基本面对债市支撑力度目前仍在；从政策面看，央行货币政策维持稳健，未来监管将落地但压力或比4、5月缓和，关注美联储9月缩表计划；从资金面看，资金利率周中高位回落，本周有7800亿元资金量到期，资金到期压力较大，预计央行通过OMO操作来对冲；从供需来看，上周供给压力有所缓解，且一级市场招标情况较好，国债需求较稳定，关注本周三将增发的2年期和5年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债或震荡。

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)。

1 现货市场概况

1.1 利率债一级市场发行情况

上周利率债供给规模共 2243.4 亿元，较上周小幅减少。上周招标新发的 1 年期和 10 年期国债，中标利率较大幅低于预期，带动当日二级市场收益率走低，认购倍数接近 4 倍，显示国债需求保持稳定。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况 (20170731-20170806)

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
2017/8/3	WI171405	360.00	5.00	3.47		
2017/8/4	17贴现国债37	100.00	0.25	2.92		
2017/8/3	17进出10	40.00	3.00	4.03	----	
2017/8/3	17进出09(增4)	40.00	5.00	4.11	----	
2017/8/3	17进出03(增14)	30.00	10.00	4.11	----	
2017/8/3	17国开05(增16)	70.00	3.00	3.88	----	
2017/8/3	17国开01(增17)	50.00	7.00	3.85	----	
2017/8/2	17农发10(增发)	40.00	1.00	3.58		
2017/8/2	17农发05(增25)	40.00	10.00	3.85		
2017/8/2	17农发04(增16)	30.00	7.00	3.83		
2017/8/1	17国开10(增17)	150.00	10.00	4.04	----	
2017/8/1	17国开07(增4)	50.00	1.00	3.53	----	
2017/8/1	17国开06(增14)	70.00	5.00	4.02	----	
2017/8/2	17付息国债18	360.70	10.00	3.59		
2017/8/2	17付息国债17	360.90	1.00	3.33		
2017/8/1	17四川债32	30.00	10.00	3.98		
2017/8/1	17四川债31	90.00	7.00	3.98		
2017/8/1	17四川债30	90.00	5.00	3.87		
2017/8/1	17四川债29	90.00	3.00	3.76		
...						
合计		2,243.40				

数据来源：WIND，兴证期货

图表 2：本周一二级市场利率债计划发行概况 (20170807-20170813)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-08-08	17国开10(增18)	140.00	10.00	政策银行债
2017-08-08	17国开06(增15)	70.00	5.00	政策银行债
2017-08-08	17国开05(增17)	50.00	3.00	政策银行债
2017-08-08	17国开01(增18)	40.00	7.00	政策银行债
2017-08-09	17付息国债14(续发)	360.00	5.00	国债
2017-08-09	17付息国债12(续2)	280.00	2.00	国债
2017-08-07	17农发09(增14)	40.00	5.00	政策银行债
2017-08-07	17农发07(增12)	40.00	3.00	政策银行债
2017-08-10	17云南债19	25.00	7.00	地方政府债
2017-08-10	17云南债18	29.80	5.00	地方政府债
2017-08-10	17云南债17	65.00	10.00	地方政府债
2017-08-10	17云南债16	66.90	7.00	地方政府债
2017-08-10	17云南债15	42.00	5.00	地方政府债
2017-08-10	17云南债14	51.30	3.00	地方政府债
2017-08-07	17山东债10	15.00	7.00	地方政府债
2017-08-07	17山东债09	362.00	7.00	地方政府债
2017-08-10	17储蓄08	230	5	国债
2017-08-10	17储蓄07	230.00	3.00	国债
合计		2,137.00		

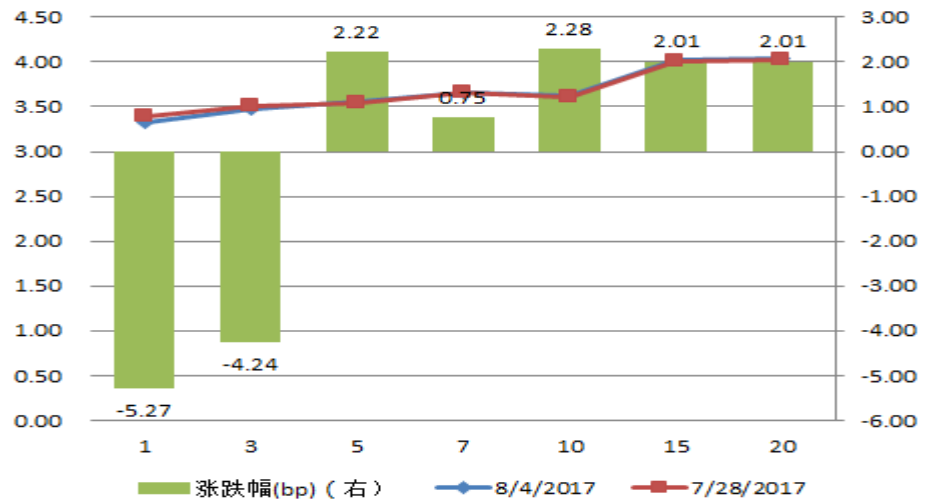
数据来源：WIND，兴证期货

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 2137 亿元，供给压力比上周缓解，关注将在本周三续发的 280 亿元 2 年期国债和 360 亿元 5 年期国债的中标利率和投标倍数。

1.2 利率债二级市场变化

上周除 1 年期和 3 年期国债收益率下行约 5bp 外，其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行，现券收益率曲线走陡，上周在经济数据超预期走好，监管担忧再起，资金面由偏紧转向相对宽松，一级市场招标超预期向好的共同影响下，短端收益率下行，中长端收益率偏弱震荡。

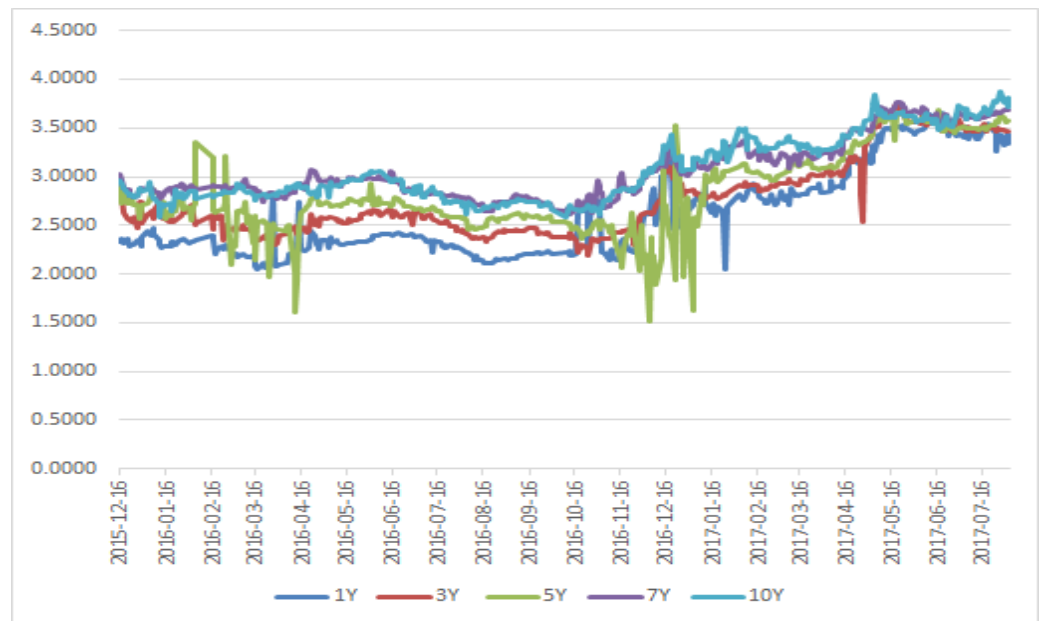
图表 3：各期限国债收益率一周变化情况



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 5.27 个 BP 至 3.3303%，三年期下行 4.24 个 BP 至 3.4666%，五年期上行 2.22 个 BP 至 3.563%，七年期上行 0.75 个 BP 至 3.6598%，十年期上行 2.28 个 BP 至 3.6262%。

图表 4：各关键年限国债收益率走势



1.3 货币市场资金利率高位回落

上周央行在公开市场进行 5000 亿 7 天逆回购操作，同时有 5400 亿 7 天逆回购到期，净回笼 400 亿；进行 2100 亿 14 天逆回购操作，同时有 2100 亿 14 天逆回购到期，净投放 0 亿，上周净回笼 400 亿，央行前三天保持完全对冲操作，后两天各小幅回笼 200 亿元。

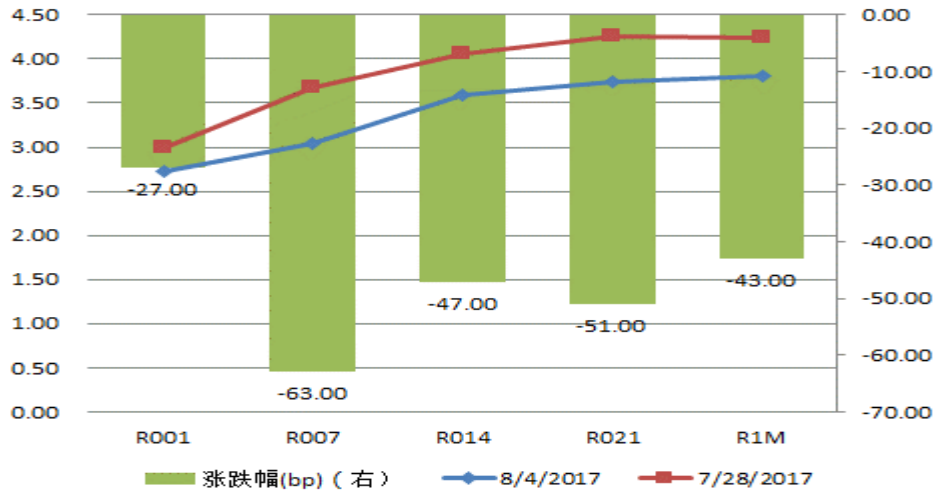
图表 5：上周公开市场操作情况 (20170731-20170804)

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14D	逆回购到期	2017/8/3	200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/7/31	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/2	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/4	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/3	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/2	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/7/31	2,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/1	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/1	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/4	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/1	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/31	800.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/7/31	1,600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/3	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/4	900.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/2	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/2	900.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/1	700.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/4	300.00	2.60	0.00
净投放			-400.00		
净投放(含国库现金)			-400.00		

资料来源：WIND，兴证期货

上周受到月末时点的影响，月初流动性超预期偏紧，后紧势缓解，资金利率先上后下。

图表 6: 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下行 27p 至 2.72%; 7 天期下行 52bp 至 3.04%; 14 天期下行了 57bp 至 3.59%; 21 天期下行了 20bp 至 3.74%; 1 个月期下行了 35p 至 3.81%。

本周公开市场有 7800 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力较大, 预计央行会进行 OMO 对冲。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170807-20170813)

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	2017/8/8	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/9	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/9	900.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/10	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/11	900.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/11	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/8	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/7	1,500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/7	1,600.00	2.45	0.00
净投放			-7800.00		
净投放(含国库现金)			-7800.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

2 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货继续走弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1709 减仓下行 0.12% 收于 97.34 元，十年期国债期货主力合约 T1709 减仓下行 0.23% 收于 94.74 元，现券方面，除 1 年期和 3 年期国债收益率下行约 5bp 外，其他关键期限国债收益率出现不同程度的上行，其中 5 年期收益率上行 2.22 个 bp 至 3.563%，10 年期收益率上行 2.28 个 bp 至 3.6262%，现券收益率曲线走陡。上周在经济数据超预期走好，监管担忧再起，资金面由偏紧转向相对宽松，一级市场超预期向好的共同影响下，期债先抑后扬，多下空当跨期策略已止盈。

(1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1709 周跌 0.12%，收于 97.34 元；下季合约 TF1712 周跌 0.16%，收于 97.54 元；隔季合约 TF1803 周跌 0.19%，收于 97.655 元。

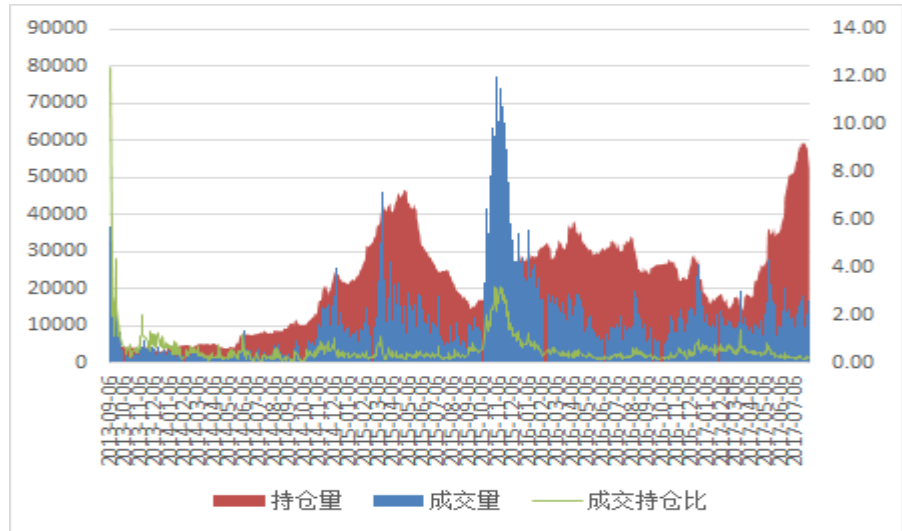
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 13825.2 手，持仓方面，主力 TF1709 合约周减仓 12175 手，目前持仓 30216 手，截止 8 月 4 日，5 年期三个合约合计持仓 51924 手，周减仓 6492 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 0.23%，收于 94.74 元；下季合约 T1712 周跌 0.29%，收于 94.725 元；隔季合约 T1803 周跌 0.24%，收于 94.75 元。

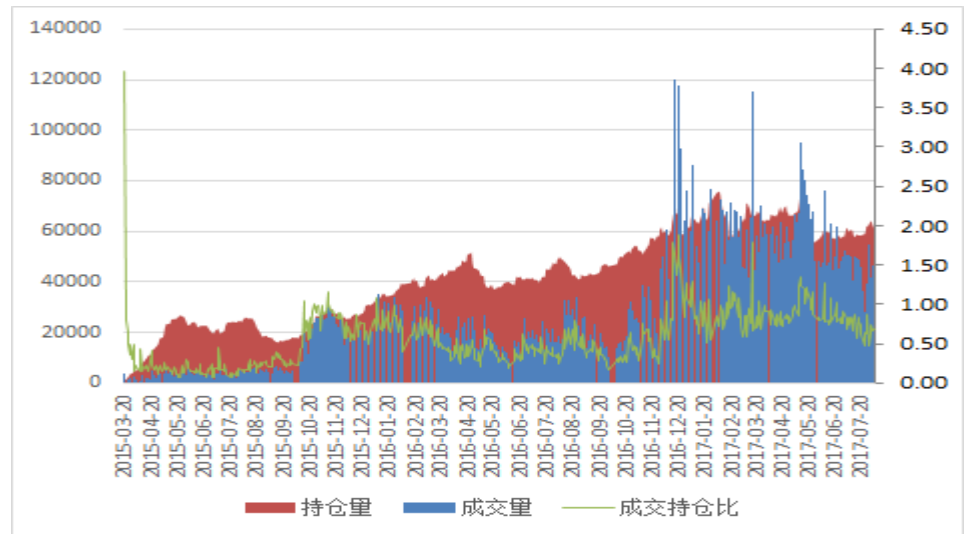
图表 10: 10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源: WIND, 兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 42714.8 手，主力合约 T1709 周减仓 13435 手，持仓 31864 手，截至 8 月 4 日，10 年期三个合约合计持仓 60339 手，持仓减少 1818 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

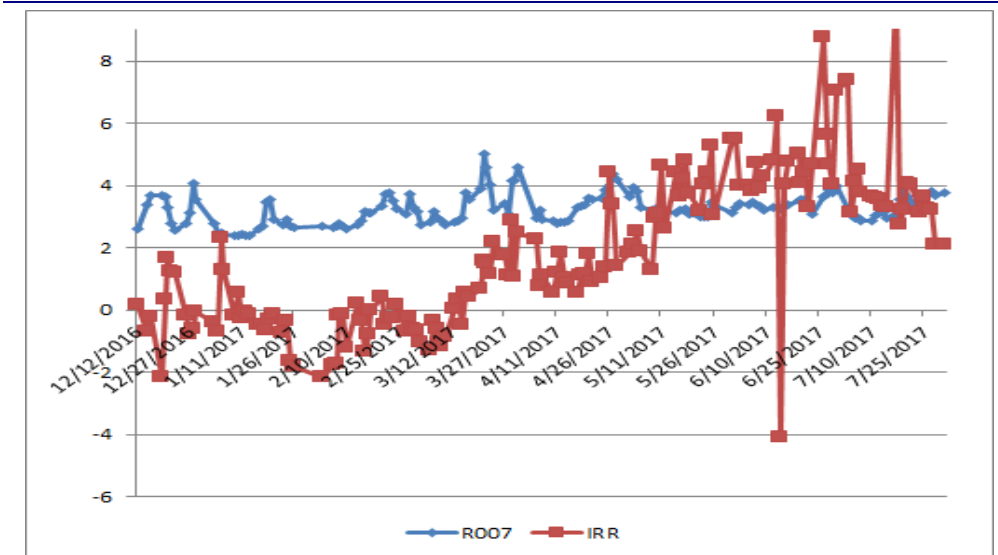


数据来源: WIND, 兴证期货

2.2 期现套利分析

从上周 TF1709 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看, 在上周三和上周五有较明显的正向套利机会。

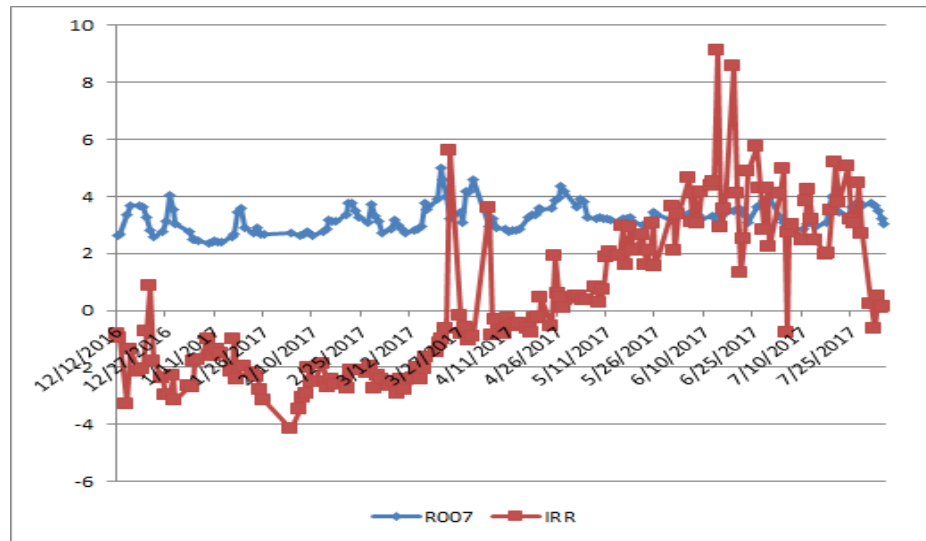
图表 12: 近期 TF1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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

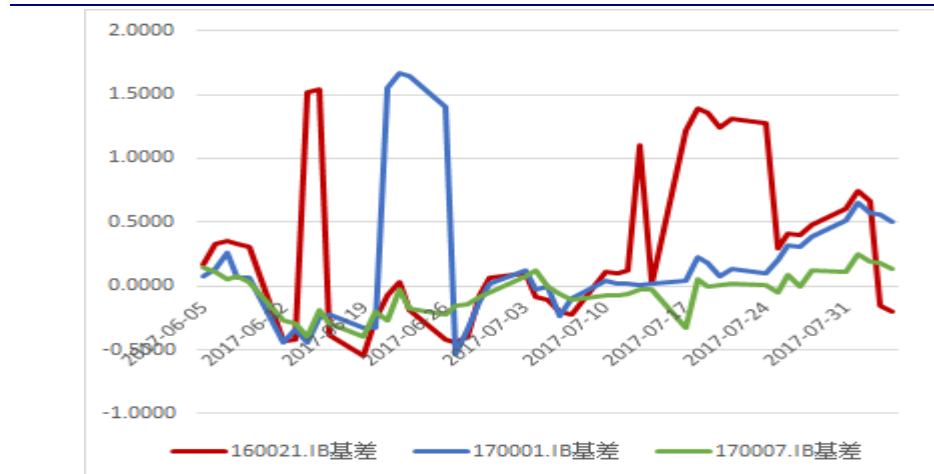


数据来源: WIND, 兴证期货

2.3 活跃券基差走势分析

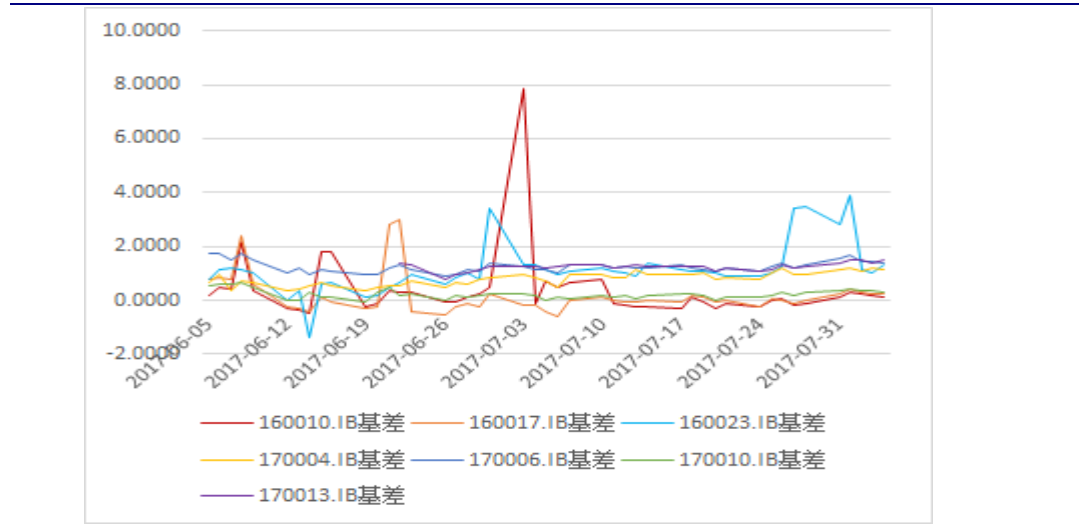
TF1709 合约的活跃券 170007.IB、170010.IB 和 160021.IB 的基差先走扩后收窄, 适宜做空基差; T1709 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170004.IB、17006.IB、170010.IB 和 170013.IB 的基差大部分先走扩后收窄。

图表 14: TF 活跃券基差走势



数据来源: WIND, 兴证期货

图表 15: T 活跃券基差走势

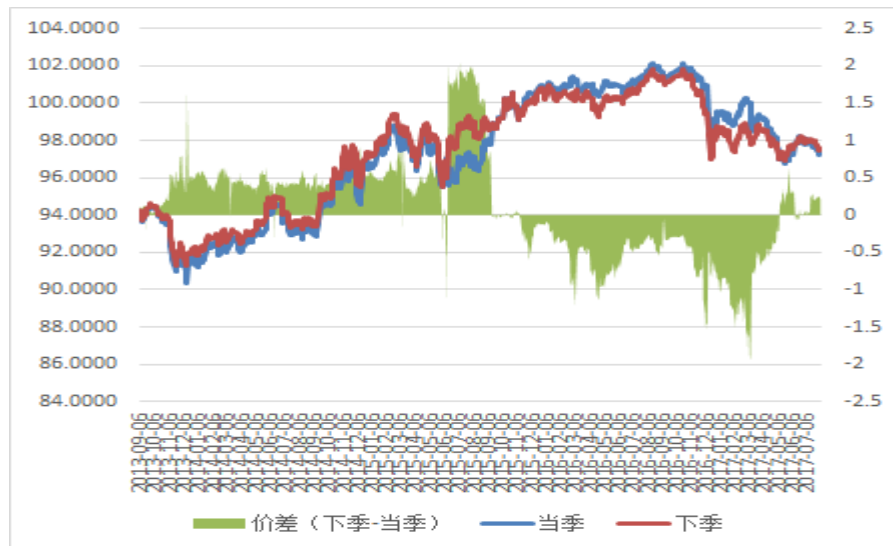


数据来源: WIND, 兴证期货

2.4 跨期价差分析

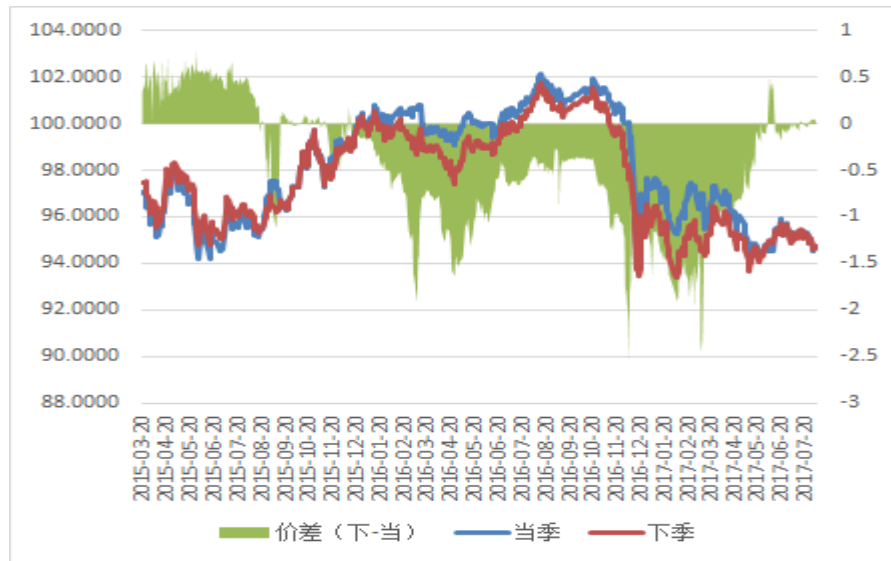
上周 5 年期债合约价差先走扩后小幅收窄, 推荐的多下空当策略已止盈; 上周 10 年期债合约价差先走扩后开始收窄, 推荐的多下空当策略已止盈。

图表 16: 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 17: 10 年期债当季、下季及二者价差走势

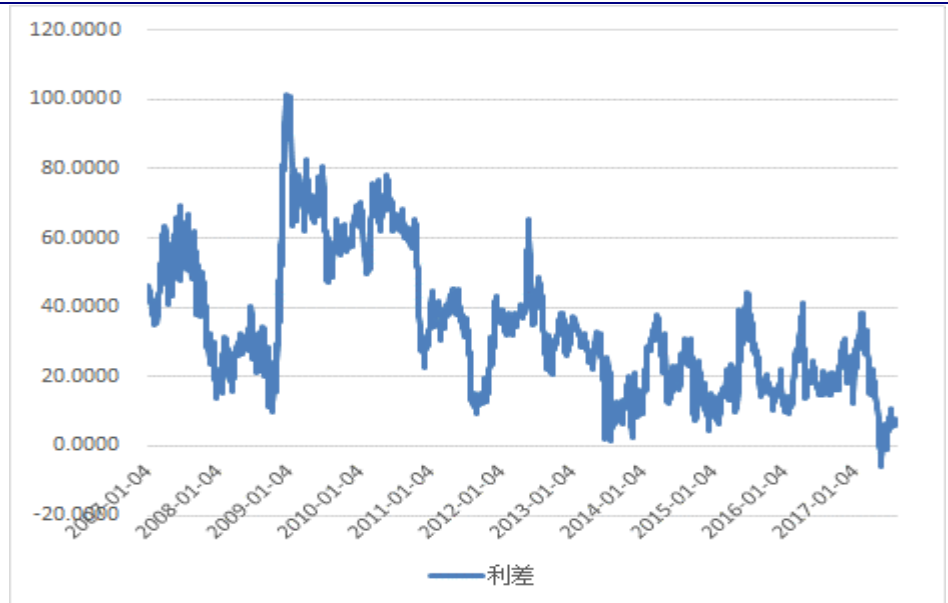


数据来源: WIND, 兴证期货

2.5 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移仓至下季合约 (多 TF 空 T (2:1))。

图表 18: 5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源: WIND, 兴证期货

2.6 CTD 券一览（银行间市场）

图表 19: TF1709 近两周 CTD 券走势（5 年期）

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
8/4/2017	150026.IB	97.4209	3.6	4.3958	-0.143
8/3/2017	170007.IB	97.9926	3.6	1.5289	0.1772
8/2/2017	150026.IB	97.4617	3.59	3.385	-0.037
8/1/2017	120015.IB	99.0352	3.6	2.3329	0.1249
7/31/2017	170007.IB	97.9685	3.605	2.1954	0.1129
7/28/2017	120015.IB	99.2116	3.5609	3.2575	0.0215
7/27/2017	170007.IB	98.0688	3.58	3.1858	-0.0029
7/26/2017	150026.IB	97.7308	3.53	3.2273	-0.0235
7/25/2017	120015.IB	99.3481	3.5309	3.6547	-0.0303
7/24/2017	170007.IB	98.2825	3.529	3.1222	0.0047

数据来源: WIND, 兴证期货

图表 20: T1709 近两周 CTD 券走势（10 年期）

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
8/4/2017	170010.IB	99.1602	3.6226	0.4668	0.3232
8/3/2017	160017.IB	93.0725	3.65	0.3628	0.2609
8/2/2017	160010.IB	94.1676	3.685	0.7151	0.2469
8/1/2017	170010.IB	99.0586	3.635	-0.2479	0.4302
7/31/2017	170010.IB	99.1598	3.6225	0.5305	0.3489
7/28/2017	160017.IB	93.061	3.6506	2.6822	0.029
7/27/2017	160010.IB	94.1206	3.6903	4.3249	-0.1574
7/26/2017	160017.IB	92.9844	3.66	3.0428	-0.0133
7/25/2017	160010.IB	94.3804	3.6537	3.1577	-0.0167
7/24/2017	160017.IB	93.1271	3.64	4.8761	-0.2478

数据来源: WIND, 兴证期货

3 周度策略建议

从经济基本面来看, 上周公布的经济数据向暖, 但可持续待观察, 基本面对债市支撑力度目前仍在; 从政策面看, 央行货币政策维持稳健, 未来监管将落地但压力或比 4、5 月缓和, 关注美联储 9 月缩表计划; 从资金面看, 资金利率周中高位回落, 本周有 7800 亿元资金量到期, 资金到期压力较大, 预计央行通过 OMO 操作来对冲; 从供需来看,

上周供给压力有所缓解，且一级市场招标情况较好，国债需求较稳定，关注本周三将增发的 2 年期和 5 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债或震荡。

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)。

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。本报告清晰准确地反映了本人的研

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。