

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

上周期债先抑后扬，本周或走弱

2017年8月14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 TF1712 下行 0.05% 收于 97.49 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.08% 收于 94.65 元，现券方面，关键期限国债收益率小幅变动，其中短端小幅上行，长端小幅下行，现券收益率曲线略走平，其中 5 年期收益率上行 2.19 个 bp 至 3.5849%，10 年期收益率下行 0.99 个 bp 至 3.6163%。上周在商品大涨，公布的进出口数据和物价数据不及预期及后半周避险情绪升温的共同影响下，期债先抑后扬。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的进出口数据和物价数据不及预期，基本面对债市支撑力度目前仍在；从政策面看，国内央行发布二季度货币政策执行报告，其中“拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入同业负债占比指标进行考核”，同业存单纳入同业负责监管落地，可能同业存单期限将拉长且大部分银行面临考核压力，债券配置需求可能受到不利影响，结合上周五的货币基金新规，同业链条将从供给和需求两方面进行监管，国外关注美联储 9 月缩表计划；从资金面来看，除隔夜利率涨 10 个 bp，资金面整体趋稳，本周公开市场有 8875 亿逆回购集中到期，包含 800 亿元的国开现金定存，共有 9675 亿元到期，本周资金到期压力大，其中有 2875 亿元 MLF 到期；从供需来看，上周供给压力有所增加，且一级市场招标符合预期，国债需求有所减弱，关注本周三将增发的 7 年期和 30 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) 或轻仓做空。

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 3871.72 亿元，较上周小幅增加。上周招标增发的 2 年期和 5 年期国债，中标利率与二级市场收益率相差不大，认购倍数接近 3 倍，显示国债需求相对有所减弱。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况（20170807-20170813）

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
2017/8/10	WI171307	360.00	7.00	3.57		
2017/8/11	17贴现国债39	100.00	0.50	3.22		
2017/8/11	17贴现国债38	100.00	0.25	2.81		
2017/8/10	17进出10(增发)	40.00	3.00	4.03	-----	
2017/8/10	17进出09(增5)	40.00	5.00	4.11	-----	
2017/8/10	17进出03(增15)	30.00	10.00	4.11	-----	
2017/8/10	国开1704(增发)	40.00	3.00	3.89		
2017/8/10	国开1703(增发)	60.00	1.00	3.45		
2017/8/9	17农发10(增2)	40.00	1.00	3.58	-----	
2017/8/9	17农发05(增26)	40.00	10.00	3.85	-----	
2017/8/9	17农发04(增17)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/8/8	17国开10(增18)	140.00	10.00	4.04	-----	
2017/8/8	17国开06(增15)	70.00	5.00	4.02	-----	
2017/8/8	17国开05(增17)	50.00	3.00	3.88	-----	
2017/8/8	17国开01(增18)	40.00	7.00	3.85	-----	
2017/8/9	17付息国债14(续发)	360.00	5.00	3.47		
2017/8/9	17付息国债12(续2)	280.00	2.00	3.62		
2017/8/8	17大连定向11	46.65	10.00	4.18		
2017/8/8	17大连定向10	74.89	5.00	4.11		
...						
合计		3,871.72				

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 (20170814-20170820)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-08-14	17国开08(预)	40.00	7.00	政策银行债
2017-08-17	17国开06(增16)	70.00	5.00	政策银行债
2017-08-18	17付息国债15(续发)	280.00	30.00	国债
2017-08-16	17农发10(增3)	40.00	1.00	政策银行债
2017-08-16	17农发05(增27)	40.00	10.00	政策银行债
2017-08-16	17农发04(增18)	30.00	7.00	政策银行债
2017-08-15	17国开07(增5)	80.00	1.00	政策银行债
2017-08-15	17国开05(增18)	70.00	3.00	政策银行债
2017-08-15	17国开10(增19)	140.00	10.00	政策银行债
2017-08-16	17付息国债13(续2)	360.00	7.00	国债
2017-08-14	17农发09(增15)	40.00	5.00	政策银行债
2017-08-14	17农发07(增13)	40.00	3.00	政策银行债
2017-08-17	17广西债23	78.00	10.00	地方政府债
2017-08-17	17广西债22	77.00	7.00	地方政府债
2017-08-17	17广西债21	26.00	3.00	地方政府债
2017-08-17	17广西债20	24.00	7.00	地方政府债
2017-08-17	17广西债19	24	5	地方政府债
2017-08-17	17广西债18	46.00	3.00	地方政府债
2017-08-15	17陕西债16	39.68	10.00	地方政府债
.....				
合计		1,642.11		

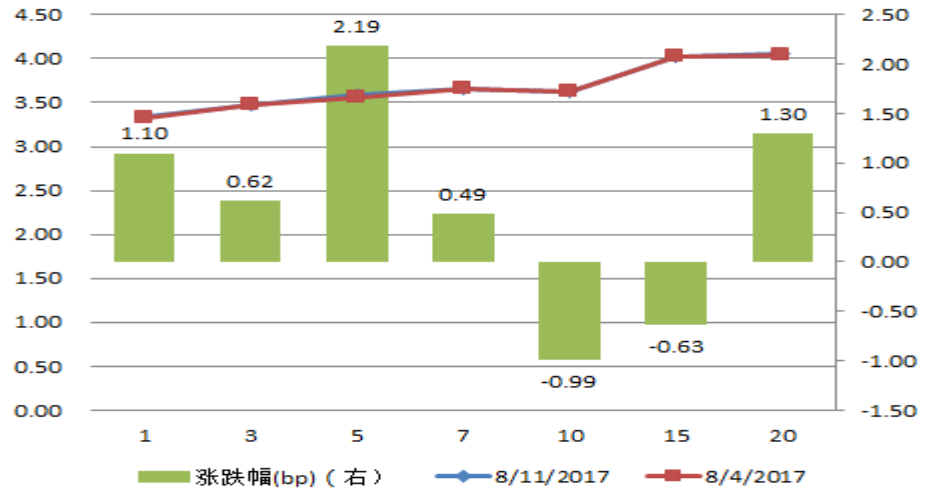
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 1642.11 亿元, 供给压力比上周缓解, 关注将在本周三续发的 360 亿元 7 年期国债和 280 亿元 30 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

上周关键期限国债收益率小幅变动, 其中短端小幅上行, 长端小幅下行, 现券收益率曲线略走平, 上周在商品大涨, 公布的进出口数据和物价数据不及预期及后半周避险情绪升温的共同影响下, 现券收益率先上后下, 整体看变动幅度不大。

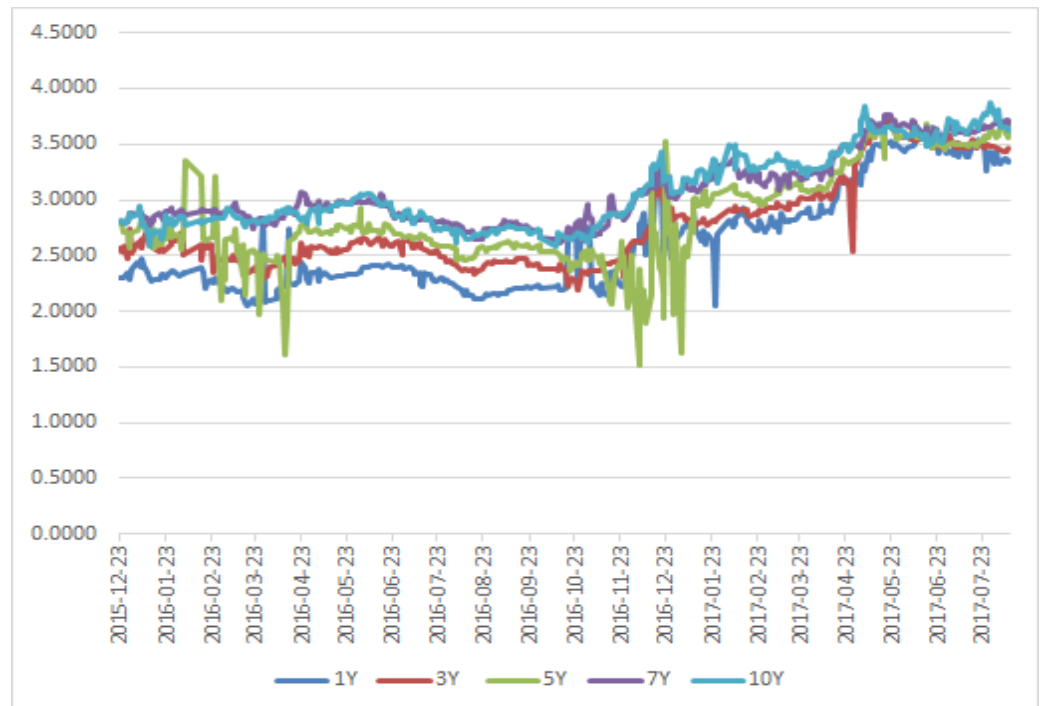
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



数据来源: WIND, 兴证期货

具体来看, 上周一年期国债收益率上行 1.1 个 BP 至 3.3413%, 三年期上行 0.62 个 BP 至 3.4728%, 五年期上行 2.19 个 BP 至 3.5849%, 七年期上行 0.49 个 BP 至 3.6647%, 十年期下行 0.99 个 BP 至 3.6163%。

图表 4: 各关键年限国债收益率走势



1.3 货币市场资金利率维稳

上周央行在公开市场进行 5000 亿 7 天逆回购操作，同时有 3900 亿 7 天逆回购到期，净回笼 1100 亿；进行 3600 亿 14 天逆回购操作，同时有 2800 亿 14 天逆回购到期，净投放 800 亿，上周净回笼 300 亿，央行在公开市场上以对冲到期量为主。

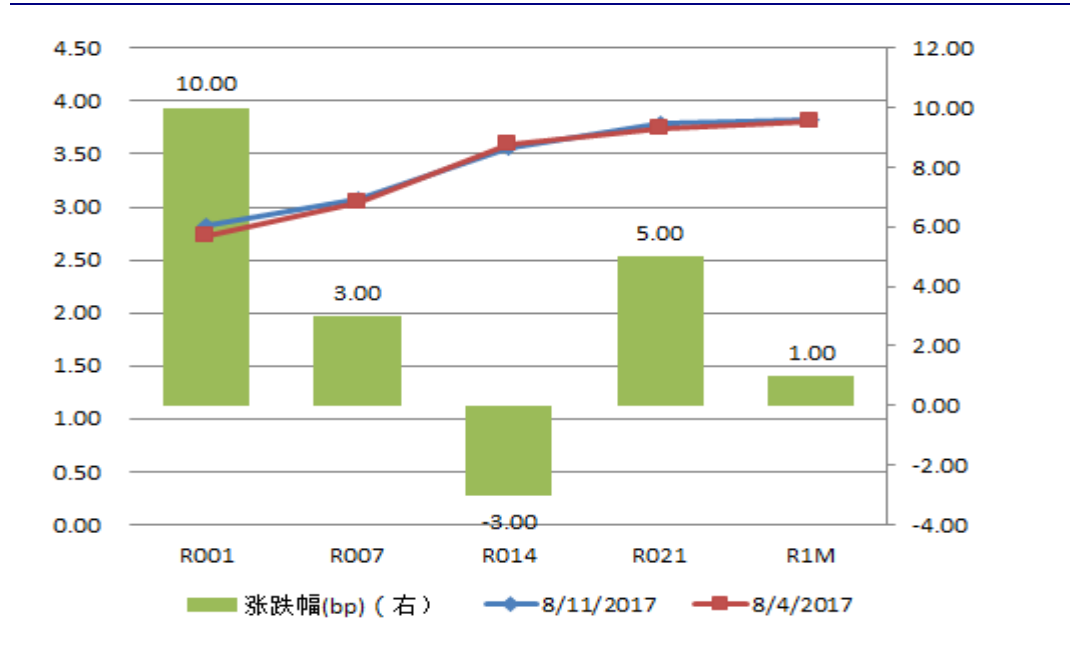
图表 5：上周公开市场操作情况 (20170807-20170813)

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14D	逆回购到期	8/11/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/11/2017	900.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/10/2017	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/7/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/7/2017	1,500.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/8/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/9/2017	900.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/9/2017	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/8/2017	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	8/7/2017	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	8/10/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	8/11/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	8/11/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	8/10/2017	500.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	8/9/2017	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	8/9/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	8/8/2017	700.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	8/7/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	8/8/2017	700.00	2.45	0.00
净投放(含国库现金)			-300.00		
净投放			-300.00		

资料来源：WIND，兴证期货

上周资金面在周中略趋紧，后随着央行的对冲操作而紧势缓解，除隔夜资金利率出现 10 个 bp 的上行外，其余主要关键期限资金利率小幅上行。

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上行 10p 至 2.82%; 7 天期上行 3bp 至 3.07%; 14 天期下行了 3bp 至 3.56%; 21 天期上行了 5bp 至 3.79%; 1 个月期上行了 1bp 至 3.82%。

本周公开市场有 8875 亿逆回购集中到期, 包含 800 亿元的国开现金定存, 共有 9675 亿元到期, 本周资金到期压力大, 其中有 2875 亿元 MLF 到期, 预计央行会进行对冲。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170814-20170820)

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	2017/8/15	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/14	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/15	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/16	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/16	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/18	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/17	500.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/18	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/14	800.00	2.60	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2017/8/18	800.00	4.50	30.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/8/15	1,375.00	3.00	0.00
MLF(投放)181D	MLF(回笼)	2017/8/15	1,500.00	2.95	0.00
净投放			-8875.00		
净投放(含国库现金)			-9675.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

2 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货小幅偏弱震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.05% 收于 97.49 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.08% 收于 94.65 元，现券方面，关键期限国债收益率小幅变动，其中短端小幅上行，长端小幅下行，现券收益率曲线略走平，其中 5 年期收益率上行 2.19 个 bp 至 3.5849%，10 年期收益率下行 0.99 个 bp 至 3.6163%。上周在商品大涨，公布的进出口数据和物价数据不及预期及后半周避险情绪升温的共同影响下，期债先抑后扬。

(1) 5 年期国债期货

5 年期债近交割月合约 TF1709 周跌 0.05%，收于 97.295 元；主力合约 TF1712 周跌 0.05%，收于 97.49 元；隔季合约 TF1803 周涨 0.02%，收于 97.67 元。

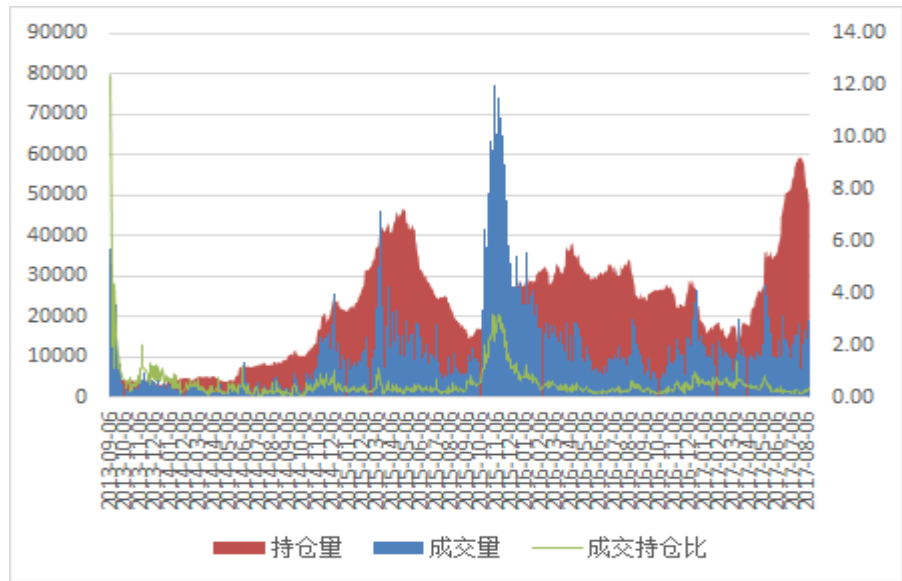
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 15815.2 手，持仓方面，近交割月 TF1709 合约周减仓 14503 手，目前持仓 15713 手，截止 8 月 11 日，5 年期三个合约合计持仓 47543 手，周减仓 4381 手。

图表 9: 5 年期国债期货成交持仓情况

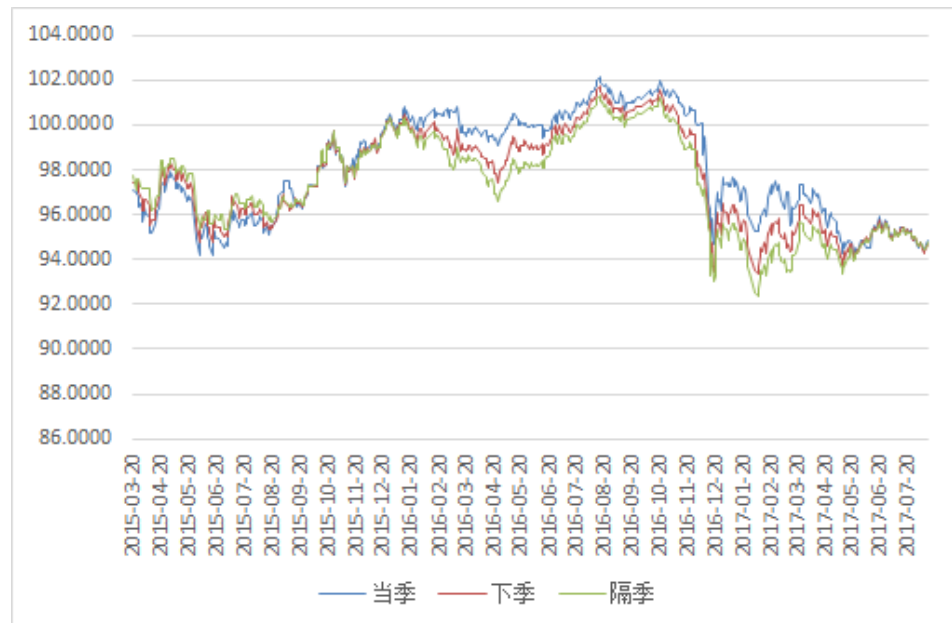


数据来源: WIND, 兴证期货

(2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货近交割月合约 T1709 周涨 0.12%，收于 94.85 元；主力合约 T1712 周跌 0.08%，收于 94.65 元；隔季合约 T1803 周跌 0.00%，收于 94.75 元。

图表 10: 10 年期国债期货各合约近期走势

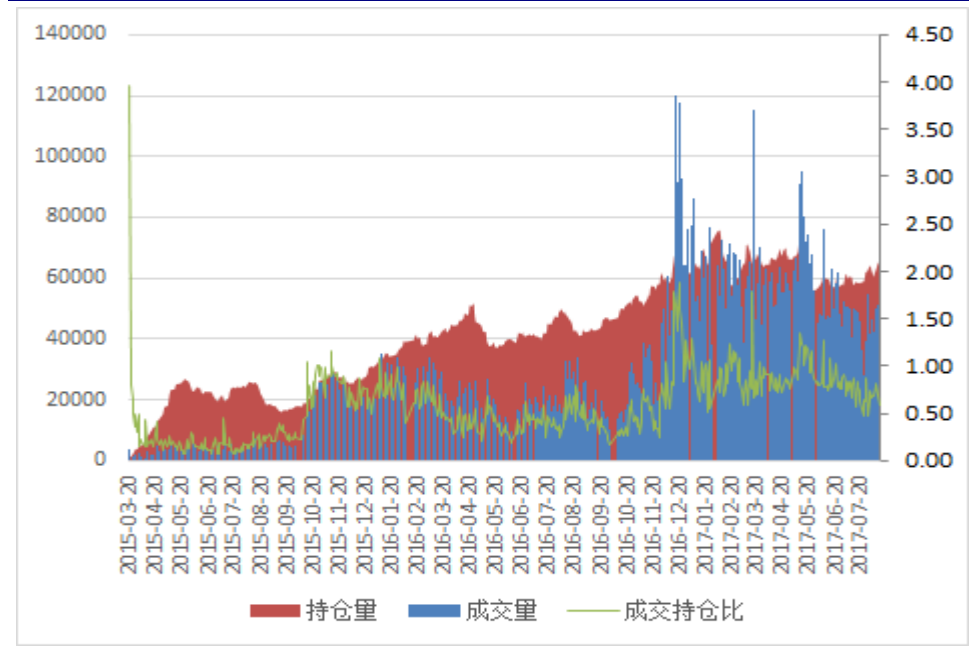


数据来源: WIND, 兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 45438.8 手，近交割月合约 T1709 周减仓 20068 手，持仓 11796 手，截至 8 月 11 日，10 年期三个合约合计持仓 62730 手，持仓增加

2391 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

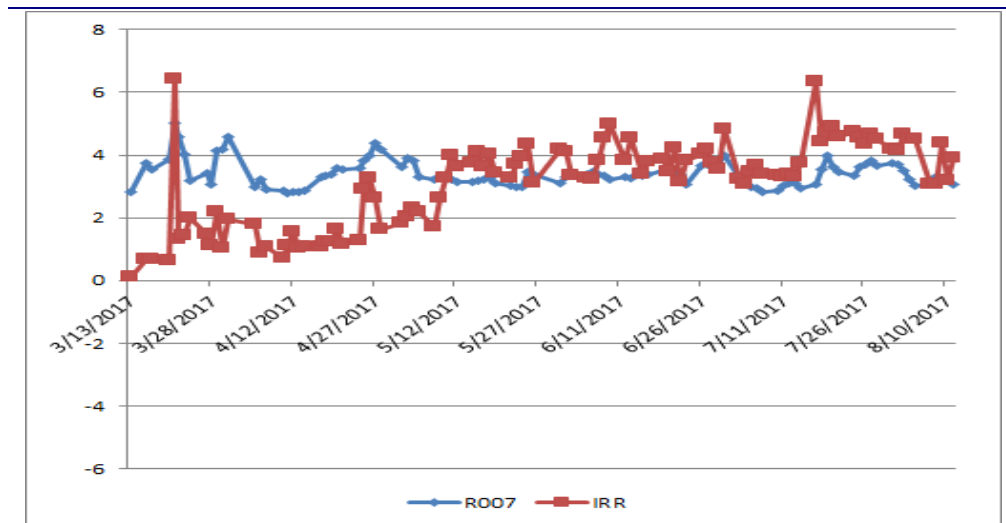


数据来源: WIND, 兴证期货

2.2 期现套利分析

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看, 在上周三有较明显的正向套利机会。

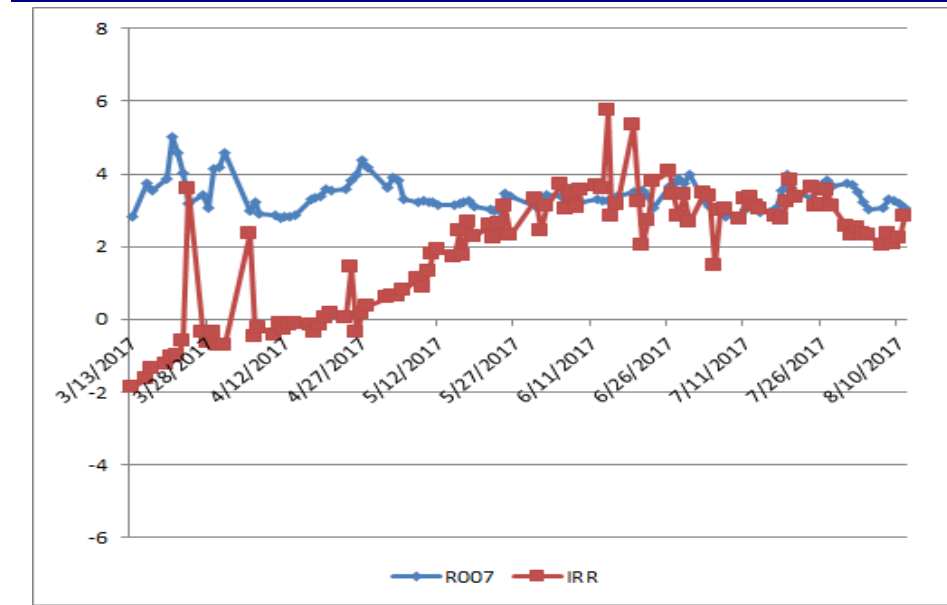
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源: WIND, 兴证期货

从上周 T1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周无明显的正向和反向期现套利交易机会。

图表 13: 近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

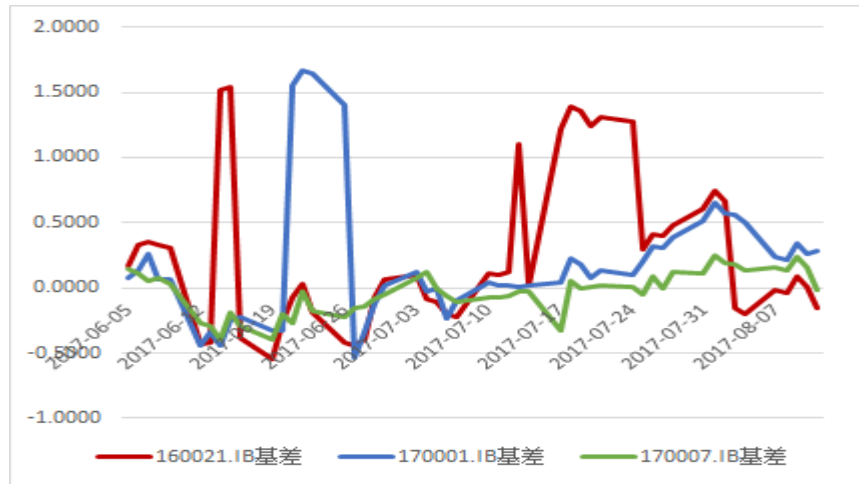


数据来源: WIND, 兴证期货

2.3 活跃券基差走势分析

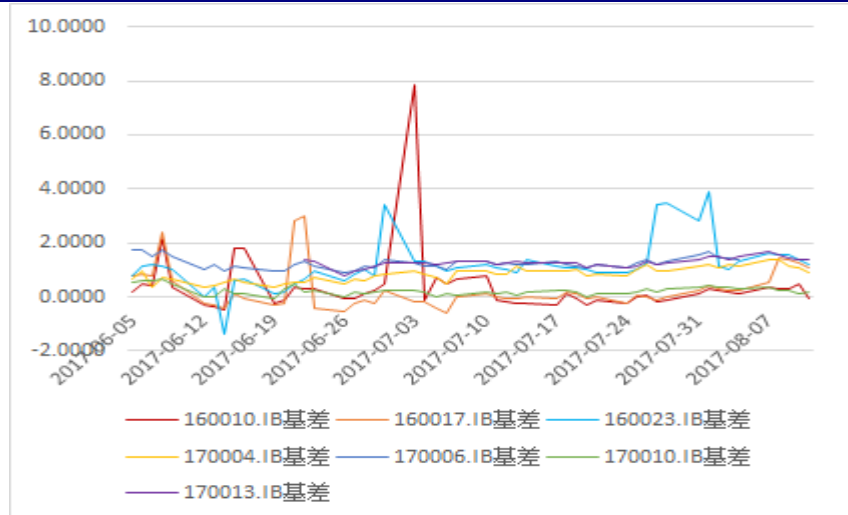
TF1709 合约的活跃券 170007.IB、170010.IB 和 160021.IB 的基差先走扩后收窄，适宜做空基差；T1709 合约的活跃券 160010.IB、160023.IB、170004.IB、17006.IB、170010.IB 和 170013.IB 的基差基本收窄，适宜做空基差，160017.IB 基差走扩。

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

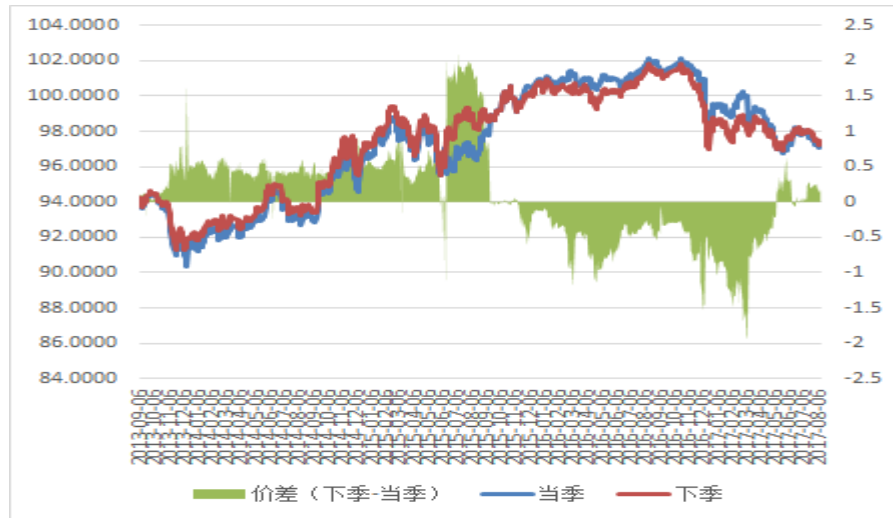


数据来源: WIND, 兴证期货

2.4 跨期价差分析

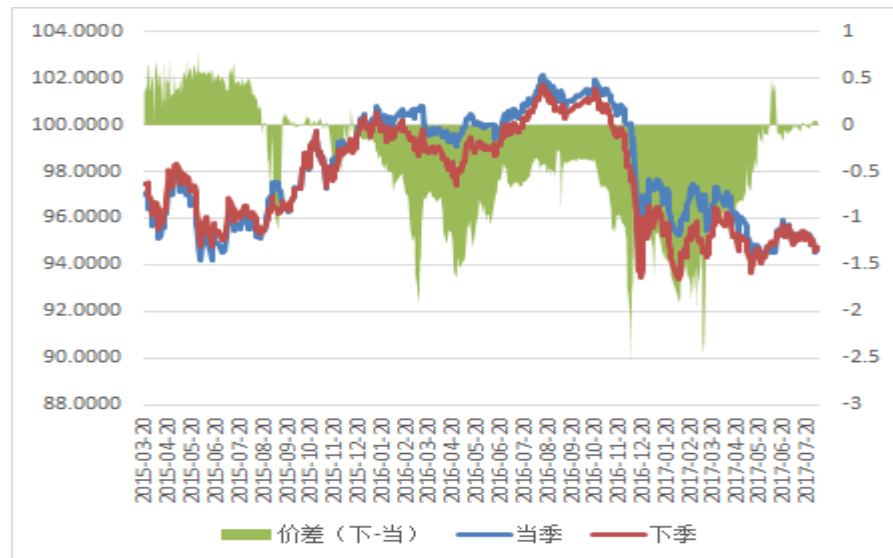
上周 5 年期债合约价差先走窄后走扩, 推荐的多下空当策略已止盈; 上周 10 年期债合约价差转负后先收窄后走扩, 推荐的多下空当策略已止盈。

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

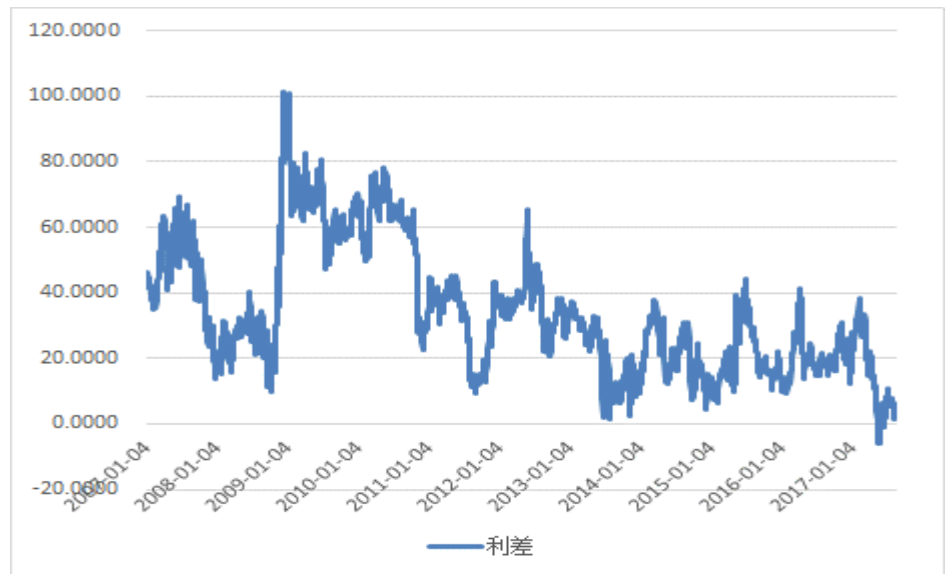


数据来源: WIND, 兴证期货

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 1712 应采取多 T 空 TF 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: TF1712 近两周 CTD 券走势 (5 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
8/11/2017	150026.IB	97.4301	3.6	3.9599	-0.2644
8/10/2017	170014.IB	99.3083	3.625	3.1843	0.1017
8/9/2017	130005.IB	99.3503	3.6506	4.3818	-0.2915
8/8/2017	170007.IB	97.8304	3.64	3.0667	0.0342
8/7/2017	150026.IB	97.5305	3.5765	3.0842	0.0215
8/4/2017	130005.IB	99.5844	3.6032	4.5061	-0.3495
8/3/2017	130005.IB	99.5674	3.6065	4.5192	-0.3562
8/2/2017	130005.IB	99.5249	3.615	4.6471	-0.4038
8/1/2017	130005.IB	99.6279	3.5942	4.1665	-0.2342
7/31/2017	130005.IB	99.7433	3.571	4.2063	-0.252

数据来源: WIND, 兴证期货

图表 20: T1712 近两周 CTD 券走势 (10 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
8/11/2017	170018.IB	99.5841	3.64	2.8096	0.2563
8/10/2017	170010.IB	98.8989	3.655	2.2603	0.439
8/9/2017	170018.IB	99.5013	3.65	2.0522	0.5198
8/8/2017	170010.IB	98.7773	3.67	2.3663	0.4112
8/7/2017	170010.IB	98.8577	3.66	2.0466	0.5229
8/4/2017	170010.IB	99.1602	3.6226	2.3432	0.4293
8/3/2017	170010.IB	99.1807	3.62	2.3829	0.4185
8/2/2017	160010.IB	94.1676	3.685	2.5361	0.1882
8/1/2017	170010.IB	99.0586	3.635	2.3373	0.4423
7/31/2017	170010.IB	99.1598	3.6225	2.5694	0.3611

数据来源: WIND, 兴证期货

3 周度策略建议

从经济基本面来看, 上周公布的进出口数据和物价数据不及预期, 基本面对债市支撑力度目前仍在; 从政策面看, 国内央行发布二季度货币政策执行报告, 其中“拟于 2018 年一季度评估时起, 将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入同业负债占比指标进行考核”, 同业存单纳入同业负责监管落地, 可能同业存单期限将拉长且大部分银行面临考核压力, 债券配置需求可能受到不利影响, 结合上周五的货币基金新规, 同业链条将从供给和需求两方面进行监管, 国外关注美联储 9 月缩表计划; 从资金面来看, 除隔夜利率涨 10 个 bp, 资金面整体趋稳, 本周公开市场有 8875 亿逆回购集中到期, 包含 800 亿元的国开现金定存, 共有 9675 亿元到期, 本周资金到期压力大, 其中有 2875 亿元 MLF 到期; 从供需来看, 上周供给压力有所增加, 且一级市场招标符合预期, 国债需求有所减弱, 关注本周三将增发的 7 年期和 30 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) 或轻仓做空。

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。