

兴证期货·研究发展部

兴证期货金融研究团队

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

## 上周期债先扬后抑，本周或偏强震荡

2017年8月21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 上行 0.05% 收于 97.535 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.29% 收于 94.92 元，现券方面，关键期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期收益率上行 0.8 个 bp 至 3.5929%，10 年期收益率下行 2.12 个 bp 至 3.5951%。上周在投资数据较大幅不及预期和资金面超预期偏紧的共同影响下，期债先扬后抑，整体看偏强震荡。

#### 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的投资等数据不及预期，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，同业存单纳入同业负债监管落地，关注美联储 9 月缩表计划；从资金面来看，上周收到缴税等因素影响资金面超预期偏紧，本周公开市场有 6800 亿逆回购集中到期，本周资金到期压力较大，预计央行对冲操作为主；从供需来看，上周供给压力有所减少，上周一二级市场招标利率基本符合预期，但投标倍数显示国债需求有所减弱，关注本周将续发的 360 亿元 3 年期国债。本周期债或偏强震荡。

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 ) 或轻仓逢低试多。

## 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 2716.76 亿元，较上周小幅减少。上周招标增发的 7 年期和 30 年期国债，中标利率与中债估值相差不大，认购倍数较差，显示国债需求有所减弱。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况（20170814-20170820）

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
2017/8/17	WI171603	360.00	3.00	3.46		
2017/8/17	17国开15(预)	140.00	10.00			
2017/8/18	17贴现国债40	100.00	0.25			
2017/8/17	17进出10(增2)	40.00	3.00	4.03	-----	
2017/8/17	17进出09(增6)	40.00	5.00	4.11	-----	
2017/8/17	17进出03(增16)	30.00	10.00	4.11	-----	
2017/8/17	17国开08	40.00	7.00	4.30	-----	
2017/8/17	17国开06(增16)	70.00	5.00	4.02	-----	
2017/8/18	17付息国债15(续发)	280.00	30.00	4.05		
2017/8/16	17农发10(增3)	40.00	1.00	3.58	-----	
2017/8/16	17农发05(增27)	40.00	10.00	3.85	-----	
2017/8/16	17农发04(增18)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/8/15	17国开07(增5)	80.00	1.00	3.53	-----	
2017/8/15	17国开05(增18)	70.00	3.00	3.88	-----	
2017/8/15	17国开10(增19)	140.00	10.00	4.04	-----	
2017/8/16	17付息国债13(续2)	360.00	7.00	3.57		
2017/8/15	17湖北定向09	27.00	10.00	4.18		
2017/8/15	17湖北定向08	47.00	5.00	4.15		
2017/8/14	17农发09(增15)	40.00	5.00	4.13	-----	
...						
<b>合计</b>		<b>2,716.76</b>				

数据来源：WIND，兴证期货

图表 2: 本周一级市场利率债计划发行概况 (20170821-20170827)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-08-22	17国开08(增发)	40.00	7.00	政策银行债
2017-08-22	17国开07(增6)	40.00	1.00	政策银行债
2017-08-22	17国开06(增17)	50.00	5.00	政策银行债
2017-08-22	17国开05(增19)	50.00	3.00	政策银行债
2017-08-23	17付息国债16(续发)	360.00	3.00	国债
2017-08-21	17农发12	40.00	5.00	政策银行债
2017-08-21	17农发11	40.00	3.00	政策银行债
2017-08-24	17黑龙江债11	15.00	7.00	地方政府债
2017-08-24	17黑龙江债10	52.00	10.00	地方政府债
2017-08-24	17黑龙江债09	52.00	7.00	地方政府债
2017-08-24	17黑龙江债08	52.00	5.00	地方政府债
2017-08-24	17黑龙江债07	19.56	3.00	地方政府债
<b>合计</b>		<b>810.56</b>		

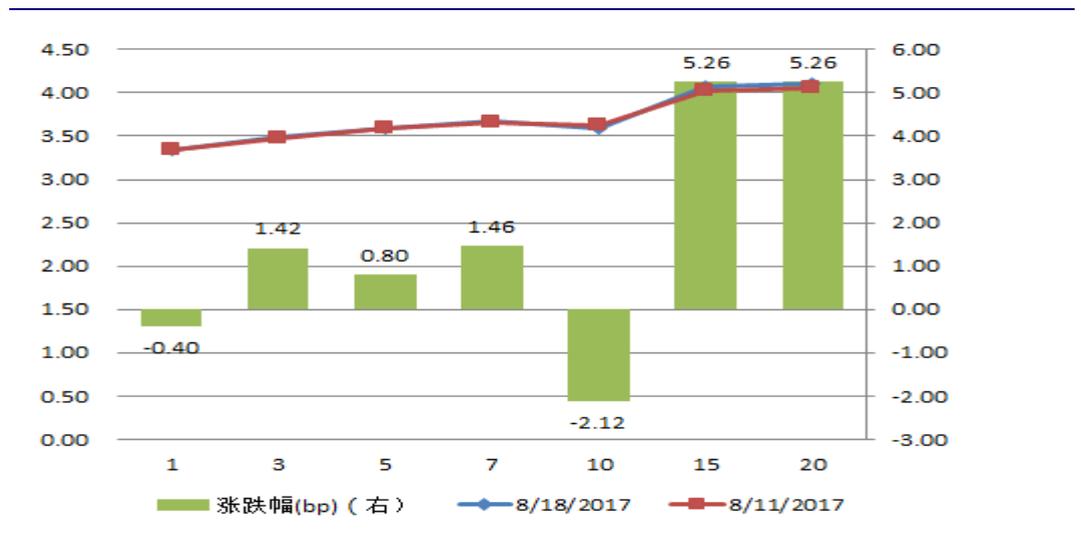
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 810.56 亿元, 供给压力比上周缓解, 关注将在本周三续发的 360 亿元 3 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涨跌不一, 除了 10 年以上超长期限上行约 5 个 bp 外, 其余期限收益率小幅变动, 上周在投资、工业增加值等数据较大幅不及预期和资金面超预期偏紧的共同影响下, 收益率先下后上。

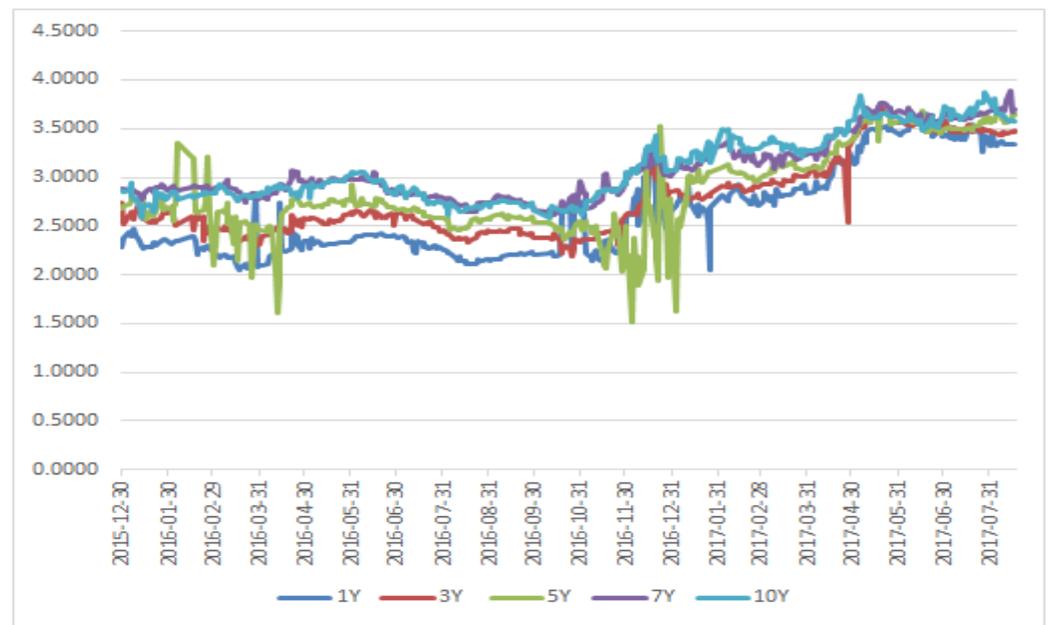
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



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 0.4 个 BP 至 3.3373%，三年期上行 1.42 个 BP 至 3.487%，五年期上行 0.8 个 BP 至 3.5929%，七年期上行 1.46 个 BP 至 3.6793%，十年期下行 2.12 个 BP 至 3.5951%。

图表 4：各关键年限国债收益率走势



数据来源：WIND，兴证期货

### 1.3 货币市场资金利率较大幅走高

上周央行在公开市场进行 3900 亿 7 天逆回购操作，同时有 3900 亿 7 天逆回购到期，净回笼 0 亿；进行 3200 亿 14 天逆回购操作，同时有 2100 亿 14 天逆回购到期，净投放 2100 亿，上周进行 3995 亿元 MLF 投放，同时有 2875 亿元 MLF 到期，央行在公开市场上净投放 2220 亿元。

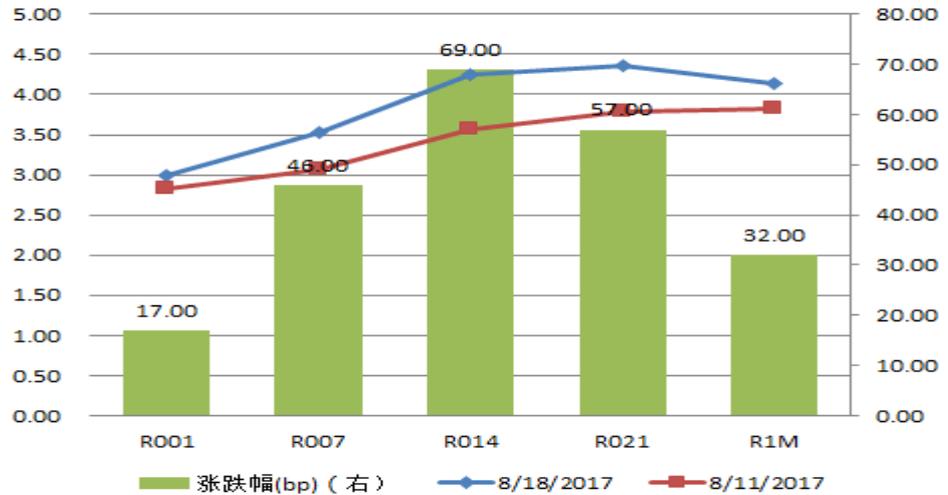
图表 5: 上周公开市场操作情况 (20170814-20170820)

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7D	逆回购到期	8/17/2017	500.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/15/2017	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/14/2017	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/15/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/16/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/16/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/18/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	8/18/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	8/14/2017	800.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	8/16/2017	1,300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	8/16/2017	1,500.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	8/17/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	8/18/2017	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	8/14/2017	1,100.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	8/18/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	8/17/2017	600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	8/14/2017	1,000.00	2.60	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	8/18/2017	800.00	4.50	30.00
国库定存3个月	国库现金定存	8/18/2017	800.00	4.46	-4.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	8/15/2017	3,995.00	3.20	0.00
MLF(投放)181D	MLF(回笼)	8/15/2017	1,500.00	2.95	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	8/15/2017	1,375.00	3.00	0.00
净投放			2,220.00		
净投放(含国库现金)			2,220.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

上周资金面由于缴税等因素超预期偏紧, 虽然央行在公开市场上进行净投放操作, 但仍未能补足资金缺口, 令资金利率较大幅走高。

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 17p 至 2.99%; 7 天期上行 46bp 至 3.53%; 14 天期上行了 69bp 至 4.25%; 21 天期上行了 57bp 至 4.36%; 1 个月期上行了 32bp 至 4.14%。

本周公开市场有 6800 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力较大, 预计央行会进行对冲。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170821-20170827)

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	2017/8/23	1,500.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/24	600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/25	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/24	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/22	700.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/21	1,200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/21	1,100.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/23	700.00	2.60	0.00
净投放(含国库现金)			-6800.00		
净投放			-6800.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

## 2 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货先扬后抑，偏强震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 上行 0.05% 收于 97.535 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.29% 收于 94.92 元，现券方面，关键期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期收益率上行 0.8 个 bp 至 3.5929%，10 年期收益率下行 2.12 个 bp 至 3.5951%。上周在投资数据较大幅不及预期和资金面超预期偏紧的共同影响下，期债先扬后抑，整体看偏强震荡。

#### (1) 5 年期国债期货

5 年期债近交割月合约 TF1709 周涨 0.04%，收于 97.335 元；主力合约 TF1712 周涨 0.05%，收于 97.535 元；隔季合约 TF1803 周涨 0.05%，收于 97.715 元。

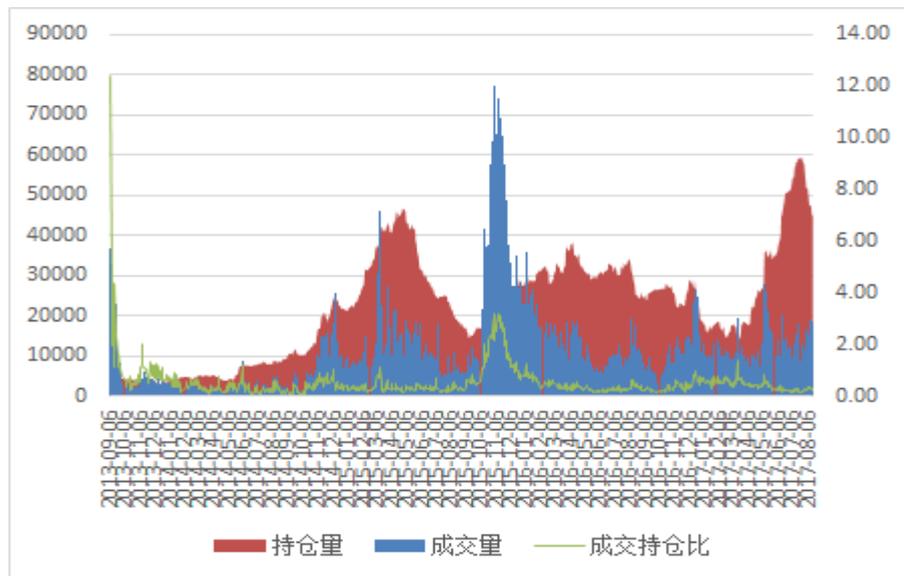
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 11993.6 手，持仓方面，主力 TF1709 合约周增仓 6828 手，目前持仓 38258 手，截止 8 月 18 日，5 年期三个合约合计持仓 45069 手，周减仓 2474 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 94.96 元；主力合约 T1712 周涨 0.29%，收于 94.92 元；隔季合约 T1803 周涨 0.17%，收于 94.915 元。

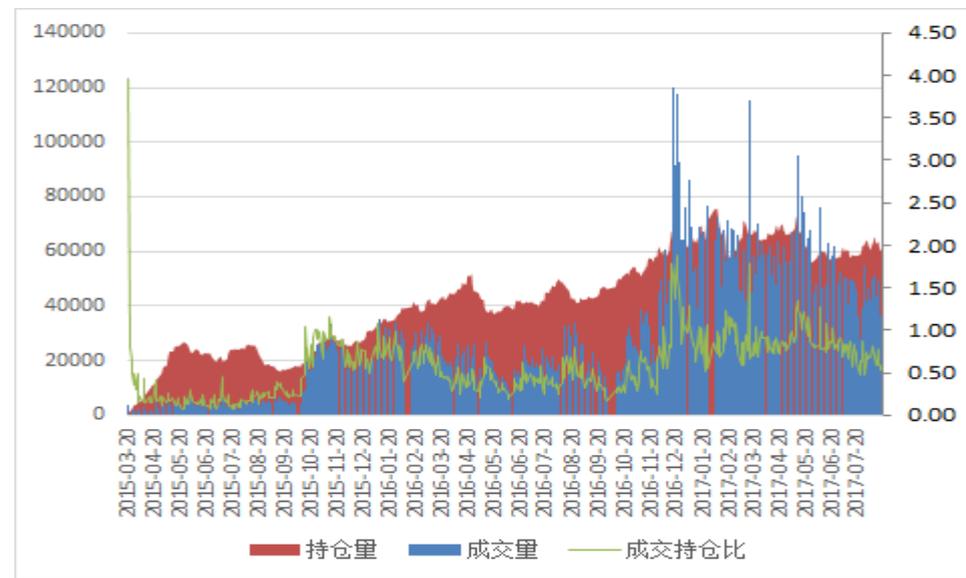
图表 10: 10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源: WIND, 兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 36917 手，主力 T1709 合约周增仓 5466 手，持仓 55398 手，截至 8 月 18 日，10 年期三个合约合计持仓 60709 手，持仓减少 2021 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

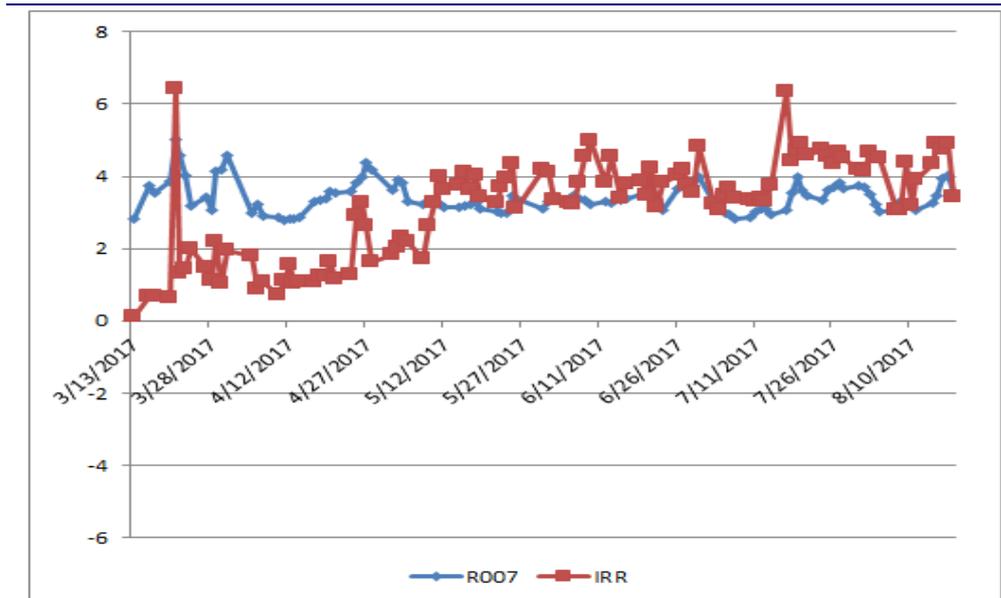


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.2 期现套利分析

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看, 在上周一和上周二有较明显的正向套利机会。

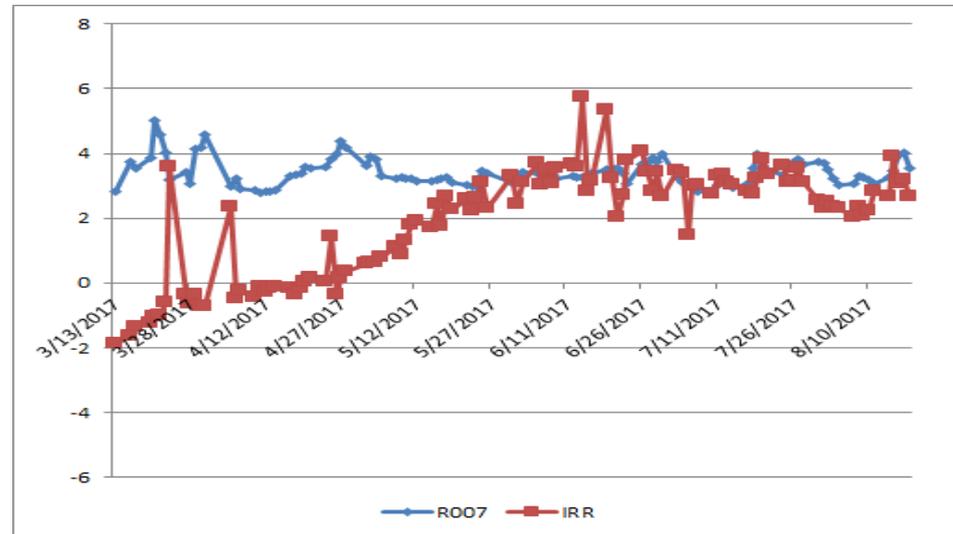
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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

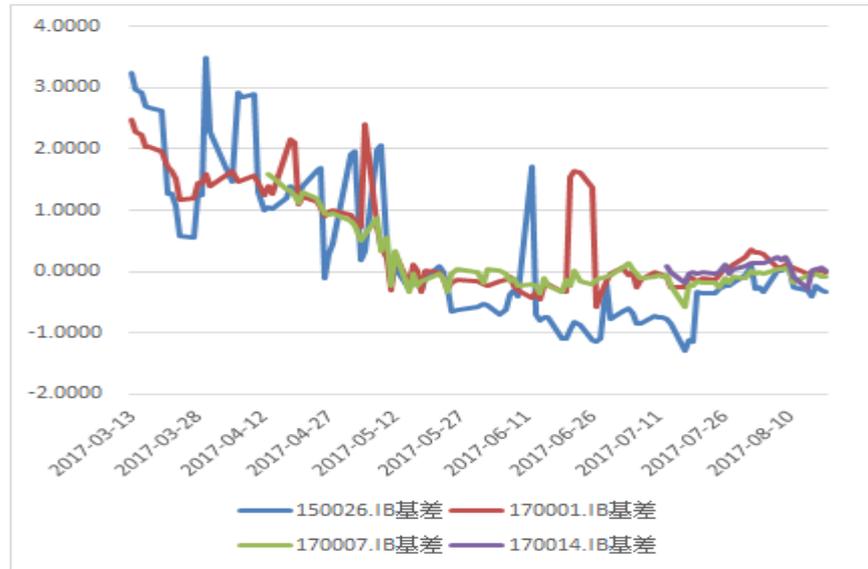


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.3 活跃券基差走势分析

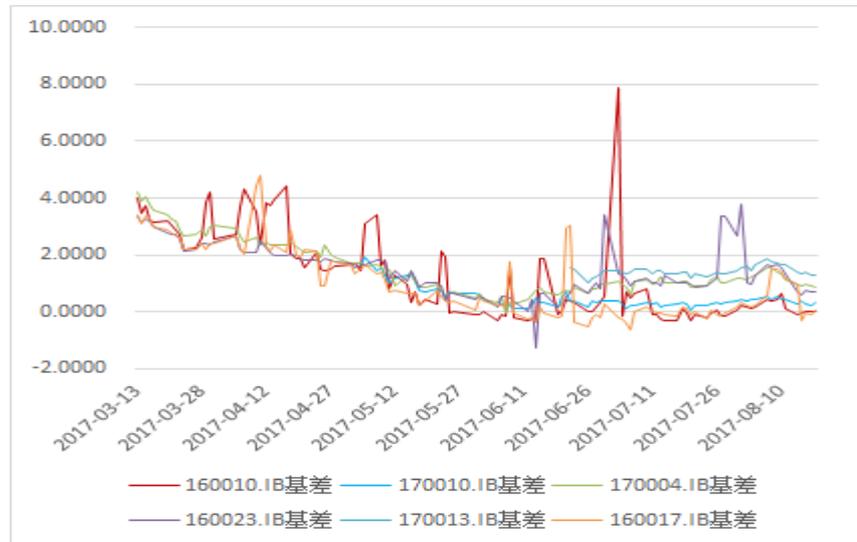
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、170007.IB 和 170014.IB 的基差大多数收窄, 适宜做空基差; T1712 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170004.IB、170010.IB 和 170013.IB 的基差大多数收窄, 适宜做空基差。

图表 14: TF1712 活跃券基差走势



数据来源: WIND, 兴证期货

图表 15: T1712 活跃券基差走势

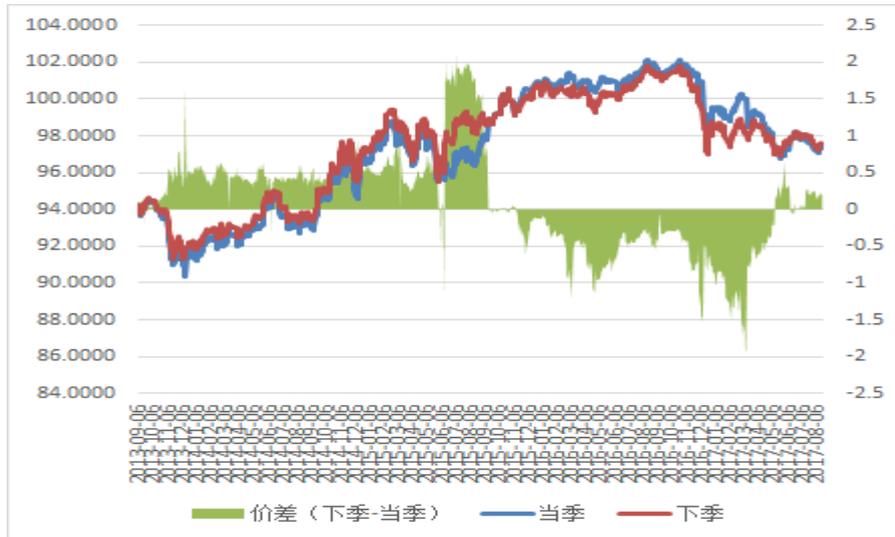


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 跨期价差分析

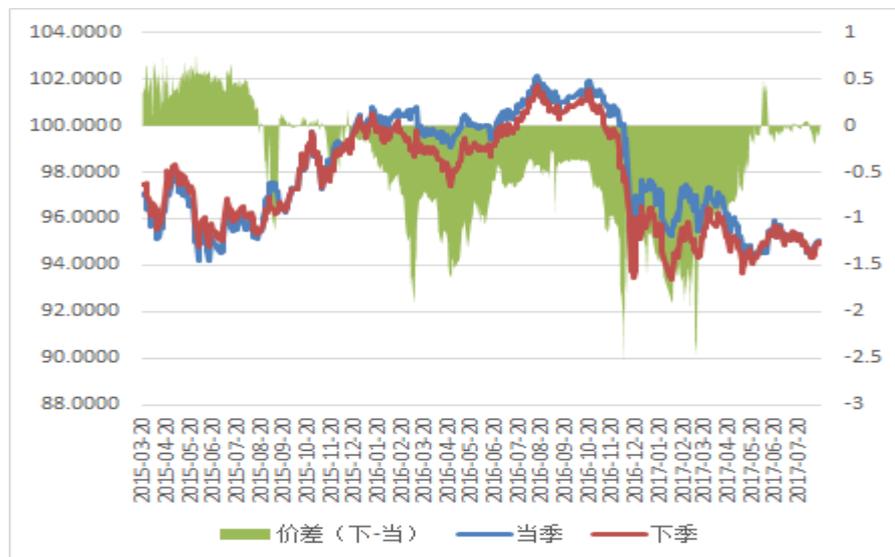
上周 5 年期债合约价差小幅走扩, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐; 上周 10 年期债合约价差负向收窄, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐。

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



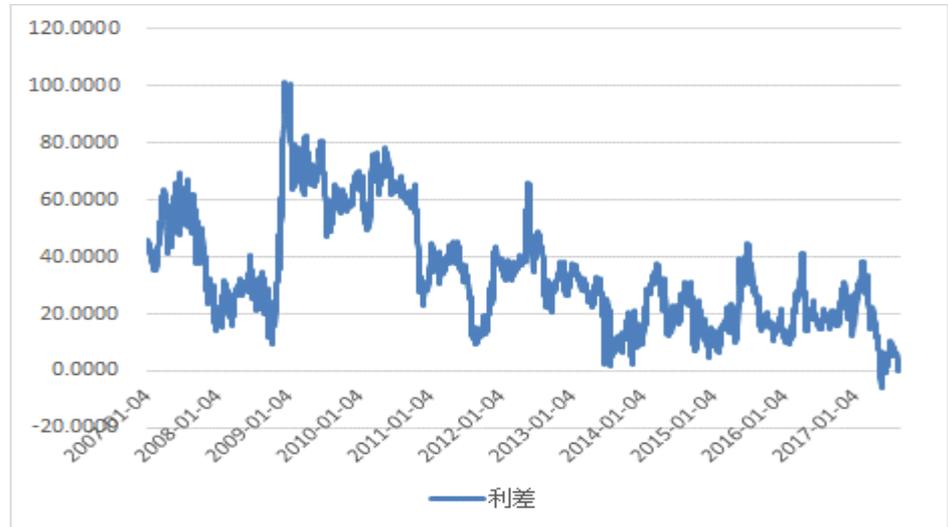
数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.5 跨品种套利机会

近期 10 年期和 5 年期收益率利差收窄, 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受到资金面偏紧影响而回调 (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
8/18/2017	170007.IB	97.9684	3.61	3.4268	-0.0841
8/17/2017	130005.IB	99.4998	3.6209	4.9059	-0.4443
8/16/2017	130005.IB	99.5527	3.6102	4.7438	-0.3965
8/15/2017	130005.IB	99.5764	3.6053	4.8971	-0.4497
8/14/2017	170014.IB	99.2312	3.6427	4.3461	-0.2813
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

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
8/18/2017	160017.IB	93.138	3.645	2.6676	0.0732
8/17/2017	160017.IB	92.9873	3.665	3.1792	-0.0775
8/16/2017	160017.IB	93.0037	3.6625	3.0735	-0.0464
8/15/2017	160017.IB	92.8041	3.6897	3.8998	-0.295
8/14/2017	150016.IB	98.0261	3.8006	3.9404	-0.129
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

数据来源: WIND, 兴证期货

### 3 周度策略建议

从经济基本面来看, 上周公布的投资等数据不及预期, 基本面对债市支撑力度仍在; 从政策面看, 同业存单纳入同业负债监管落地, 关注美联储 9 月缩表计划; 从资金面来看, 上周收到缴税等因素影响资金面超预期偏紧, 本周公开市场有 6800 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力较大, 预计央行对冲操作为主; 从供需来看, 上周供给压力有所减少, 上周一级市场招标利率基本符合预期, 但投标倍数显示国债需求有所减弱, 关注本周将续发的 360 亿元 3 年期国债。本周期债或偏强震荡。

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) 或轻仓逢低试多。

## 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。