

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

## 上周期债偏弱震荡，本周或小幅走强

2017年8月28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 0.11% 收于 97.43 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.33% 收于 94.61 元，现券方面，关键期限国债收益率上行，其中 5 年期上行 1.78 个 BP 至 3.6107%，10 年期上行 3.76 个 BP 至 3.6327%；上周在资金面继续偏紧、一级市场招标利率持平或高于二级市场收益率和投标倍数偏弱以及大宗商品上涨的共同影响下，债券市场偏弱震荡。

#### 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周暂无数据公布，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，关注美联储 9 月缩表计划；从资金面来看，上周央行维稳力度不及预期，资金利率先上后下，整体看在后半周转为偏宽松，本周公开市场有 5600 亿逆回购集中到期，本周资金到期压力不大，预计央行对冲操作为主，但需警惕月末时点对资金面的冲击；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，本周除了 6000 亿元特别国债采用定向方式发行外，暂无其他国债供给。本周期债或小幅偏强震荡。

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 2479.82 亿元，较上周小幅增加。上周招标增发的 3 年期国债，中标利率与中债估值相差不大，略低于二级市场收益率，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 (20170821-20170827)

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
2017/8/25	17贴现国债41	100.00	0.25			
2017/8/24	17进出10(增3)	30.00	3.00	4.03		
2017/8/24	17进出09(增7)	50.00	5.00	4.11		
2017/8/24	17进出03(增17)	30.00	10.00	4.11		
2017/8/24	国开1702(增2)	30.00	5.00	3.91		
2017/8/24	国开1701(增2)	50.00	2.00	3.78		
2017/8/23	17农发10(增4)	60.00	1.00	3.58	-----	
2017/8/23	17农发05(增28)	60.00	10.00	3.85	-----	
2017/8/23	17农发04(增19)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/8/22	17国开15	140.00	10.00	4.24	-----	
2017/8/22	17国开08(增发)	40.00	7.00	4.30	-----	
2017/8/22	17国开07(增6)	40.00	1.00	3.53	-----	
2017/8/22	17国开06(增17)	50.00	5.00	4.02	-----	
2017/8/22	17国开05(增19)	50.00	3.00	3.88	-----	
2017/8/23	17付息国债16(续发)	360.00	3.00	3.46		
2017/8/22	17四川定向16	22.07	10.00	4.17		
2017/8/22	17四川定向15	66.20	7.00	4.27		
2017/8/22	17四川定向14	66.20	5.00	4.16		
2017/8/22	17四川定向13	66.20	3.00	4.04		
...						
<b>合计</b>		<b>2,479.82</b>				

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 (20170828-20170903)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-08-30	17农发10(增5)	60.00	1.00	政策银行债
2017-08-30	17农发05(增29)	60.00	10.00	政策银行债
2017-08-30	17农发04(增20)	30.00	7.00	政策银行债
2017-08-29	17国开15(增发)	150.00	10.00	政策银行债
2017-08-29	17国开07(增7)	60.00	1.00	政策银行债
2017-08-29	17国开06(增18)	70.00	5.00	政策银行债
2017-08-29	17特别国债02	2,000.00	10.00	国债
2017-08-29	17特别国债01	4,000.00	7.00	国债
2017-08-31	17浙江债28	35.60	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债27	2.50	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债26	27.30	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债25	8.30	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债24	67.00	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债23	30.00	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债22	5.30	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债21	14.00	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债20	132	10	地方政府债
2017-08-31	17浙江债19	20.20	5.00	地方政府债
2017-08-31	17浙江债18	5.00	5.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>7,049.15</b>		

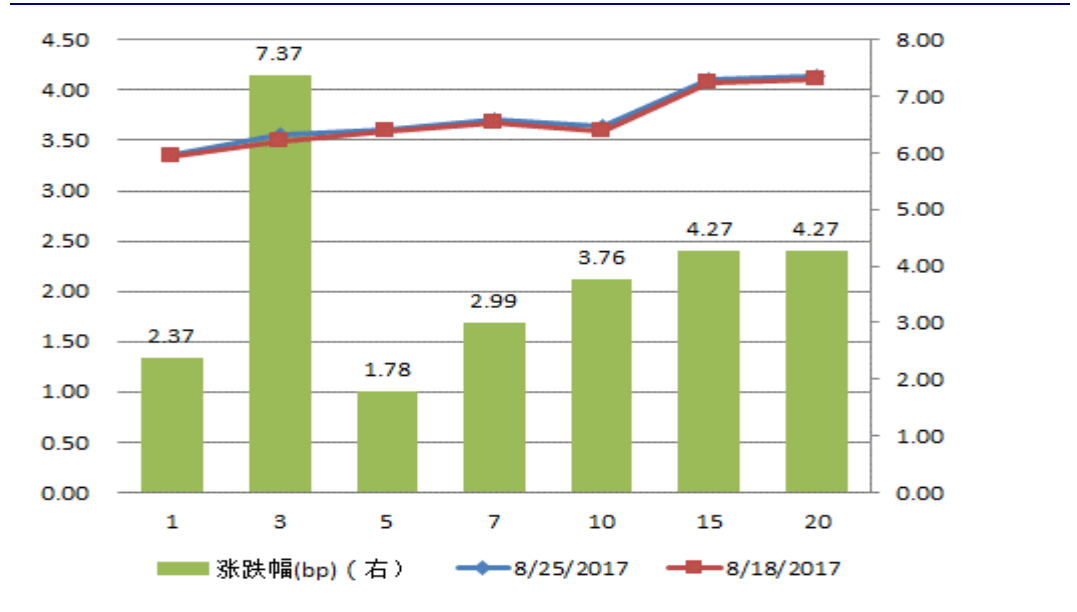
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 7049.15 亿元, 其中有 6000 亿元的特别国债, 但央行已经通过定向方式发行此次特别国债, 对市场冲击不大, 除特别国债外, 供给规模为 1049.15 亿元, 计划发行规模较上周有所减少。

## 1.2 利率债二级市场变化

关键期限国债收益率上行, 其中 5 年期上行 1.78 个 BP 至 3.6107%, 10 年期上行 3.76 个 BP 至 3.6327%; 上周在资金面继续偏紧、一级市场招标利率持平或高于二级市场收益率和投标倍数偏弱以及大宗商品上涨的共同影响下, 国债收益率震荡上行。

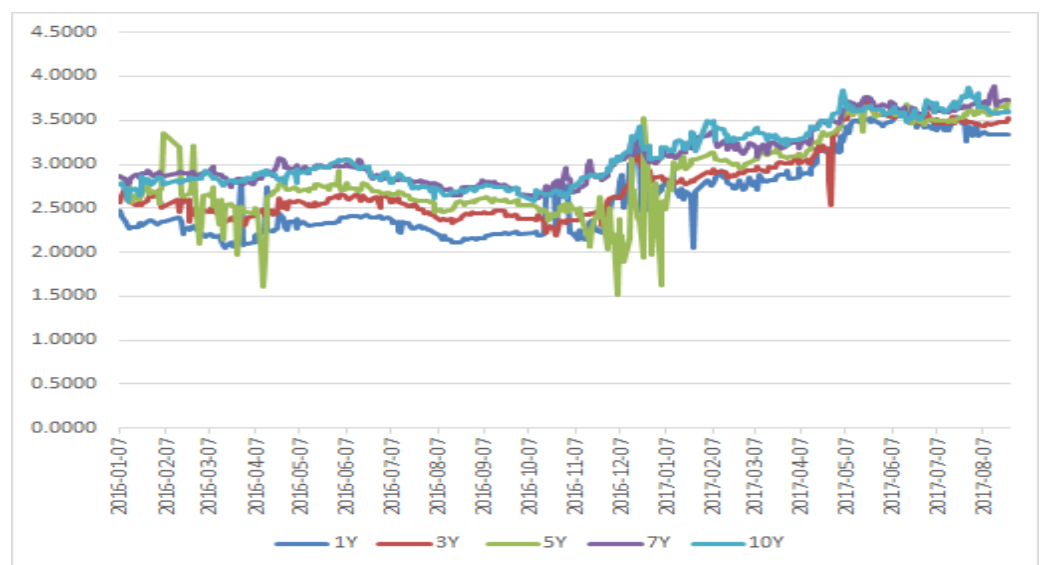
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



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 2.37 个 BP 至 3.361%, 三年期上行 7.37 个 BP 至 3.5607%, 五年期上行 1.78 个 BP 至 3.6107%, 七年期上行 2.99 个 BP 至 3.7092%, 十年期上行 3.76 个 BP 至 3.6327%。

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 货币市场资金利率小幅下行

上周央行在公开市场进行 2400 亿 7 天逆回购操作，同时有 3900 亿 7 天逆回购到期，净回笼 1500 亿；进行 1800 亿 14 天逆回购操作，同时有 3600 亿 14 天逆回购到期，净投放 1800 亿，上周进行 800 亿元国库现金定存，招标利率上行 5 个 bp，央行在公开市场上净回笼 2500 亿元。

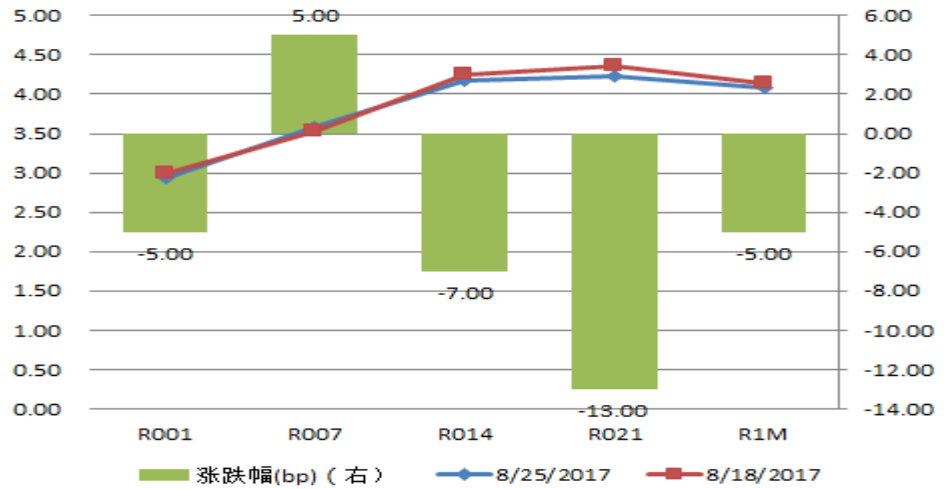
图表 5：上周公开市场操作情况（20170821-20170827）

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14D	逆回购到期	2017/8/21	1,200.00	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	2017/8/23	700.00	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7D	逆回购到期	2017/8/25	700.00	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7D	逆回购到期	2017/8/23	1,500.00	2.45	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	2017/8/25	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/22	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/21	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/21	800.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/22	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/8/23	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/8/23	800.00	2.60	0.00
国库定存3个月	国库现金定存	2017/8/24	800.00	4.51	5.00
净投放			-3,300.00		
净投放(含国库现金)			-2,500.00		

资料来源：WIND，兴证期货

上周资金面在缴税等扰动因素后，央行在公开市场上进行连续净回笼操作，虽然有国库现金定存和财政支出进行对冲，但资金面仍然偏紧，令资金利率在前期大幅走高的基础上先攀升后小幅回落。

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 5bp 至 2.94%; 7 天期上行 5bp 至 3.58%; 14 天期下行了 7bp 至 4.18%; 21 天期下行了 13bp 至 4.23%; 1 个月期下行了 5bp 至 4.09%。

本周公开市场有 5600 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力有所减少, 虽然央行会进行对冲, 但月底资金面仍有继续偏紧的可能性, 公开市场操作到期集中在周一和周三, 分别有 2000 亿元和 2300 亿元逆回购到期。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170828-20170903)

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	2017/8/28	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/28	1,000.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/29	400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/31	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/8/30	1,300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/8/30	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/1	500.00	2.60	0.00
净投放			-5600.00		
净投放(含国库现金)			-5600.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

## 2 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货偏弱震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.11% 收于 97.43 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.33% 收于 94.61 元，现券方面，关键期限国债收益率上行，其中 5 年期上行 1.78 个 BP 至 3.6107%，10 年期上行 3.76 个 BP 至 3.6327%；上周在资金面继续偏紧、一级市场招标利率持平或高于二级市场收益率和投标倍数偏弱以及大宗商品上涨的共同影响下，债券市场偏弱震荡。

#### (1) 5 年期国债期货

5 年期债近交割月合约 TF1709 周跌 0.09%，收于 97.25 元；主力合约 TF1712 周跌 0.11%，收于 97.43 元；隔季合约 TF1803 周跌 0.17%，收于 97.55 元。

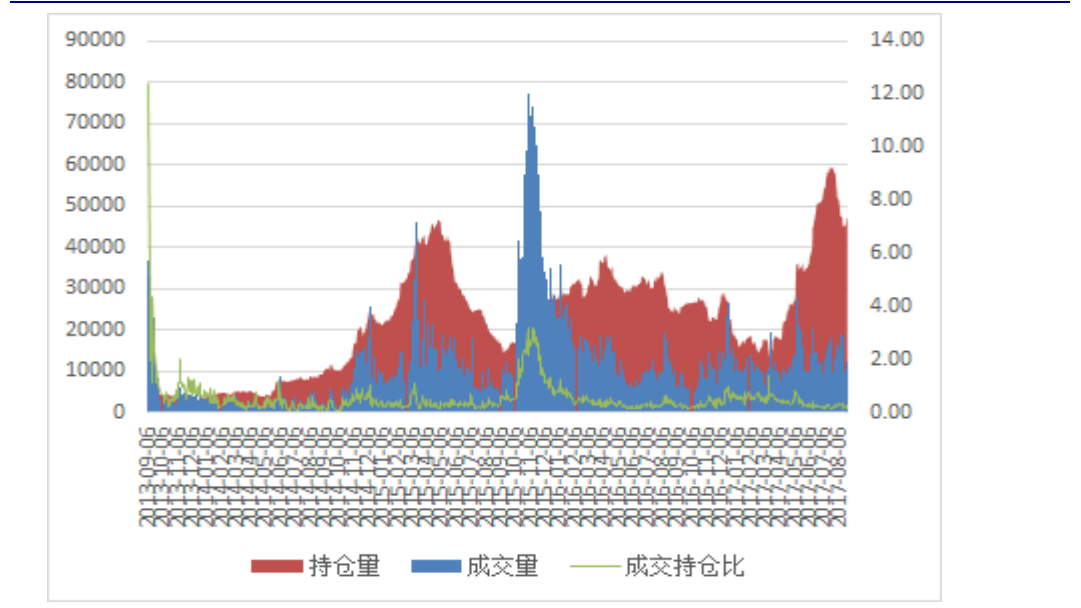
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 9362.8 手，持仓方面，主力 TF1709 合约周增仓 5128 手，目前持仓 43386 手，截止 8 月 25 日，5 年期三个合约合计持仓 47385 手，周增仓 2316 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 周跌 0.51%，收于 94.475 元；主力合约 T1712 周跌 0.33%，收于 94.61 元；隔季合约 T1803 周跌 0.33%，收于 94.60 元。

图表 10: 10 年期国债期货各合约近期走势

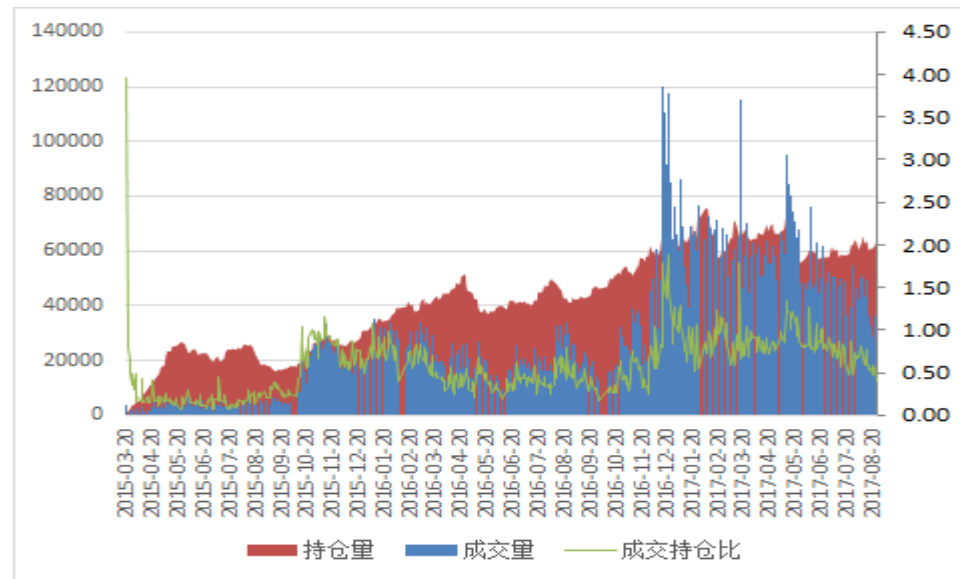


数据来源: WIND, 兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 31441 手，主力 T1709 合约周增仓 4498 手，持仓 59896 手，截至 8 月 25 日，10 年期三个合约合计持仓 63410 手，持仓增加 2701 手。



图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

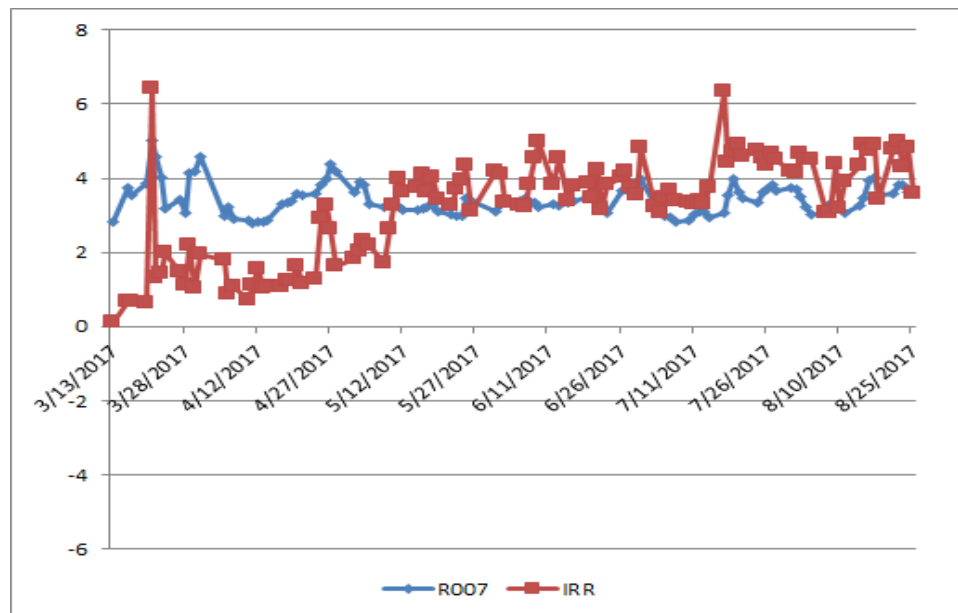


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.2 期现套利分析

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看, 在上周由于 R007 处于较高位置, 暂无明显的正向套利机会。

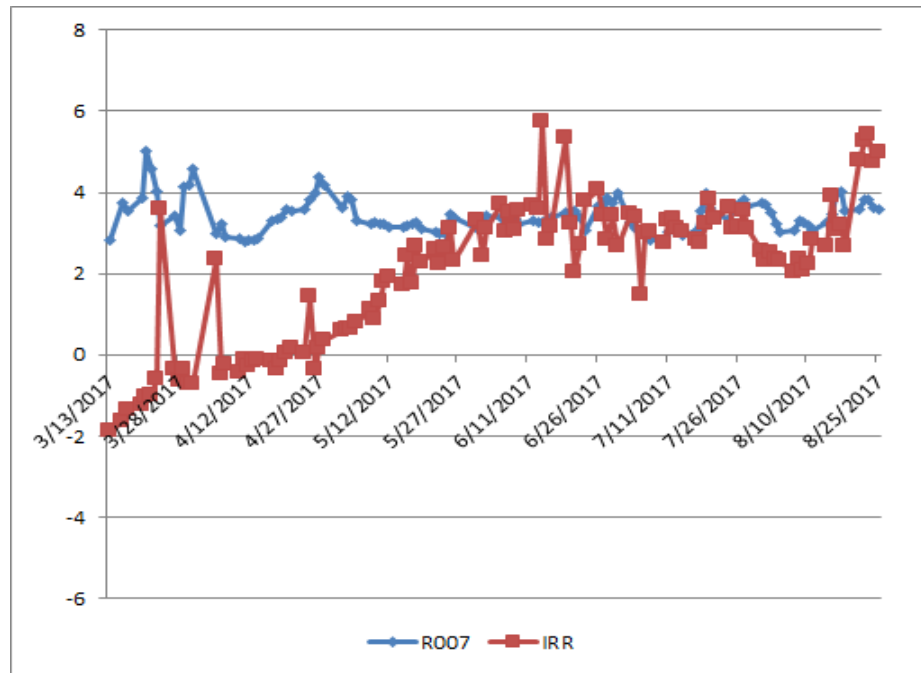
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源: WIND, 兴证期货

从上周 T1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周二和上周三有较明显的正向期现套利交易机会。

图表 13: 近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

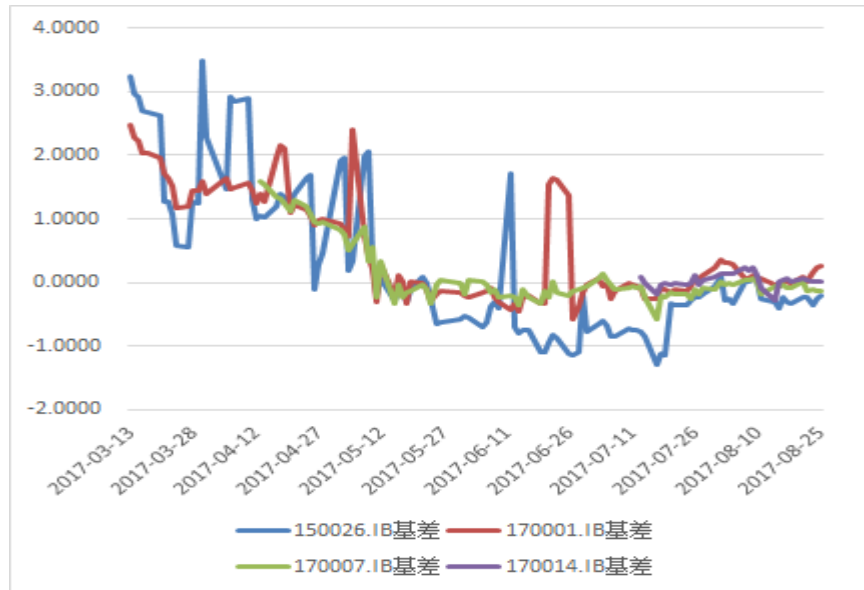


数据来源：WIND，兴证期货

## 2.3 活跃券基差走势分析

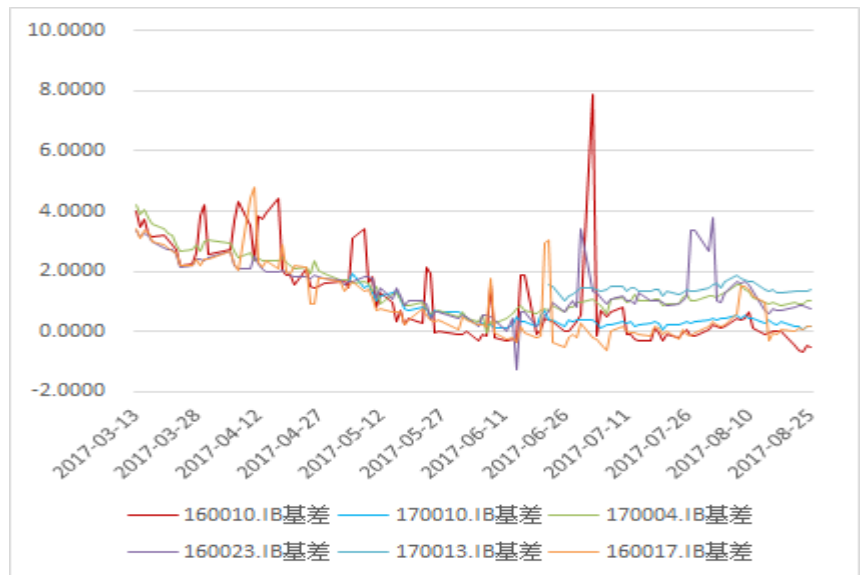
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB 的基差走扩，适宜做多基差，170007.IB 和 170014.IB 的基差小幅收窄，适宜做空基差；T1712 合约的活跃券 160010.IB、170010.IB 基差收窄，适宜做空基差，160017.IB、160023.IB、170004.IB、170013.IB 的基差走扩，适宜做多基差。

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



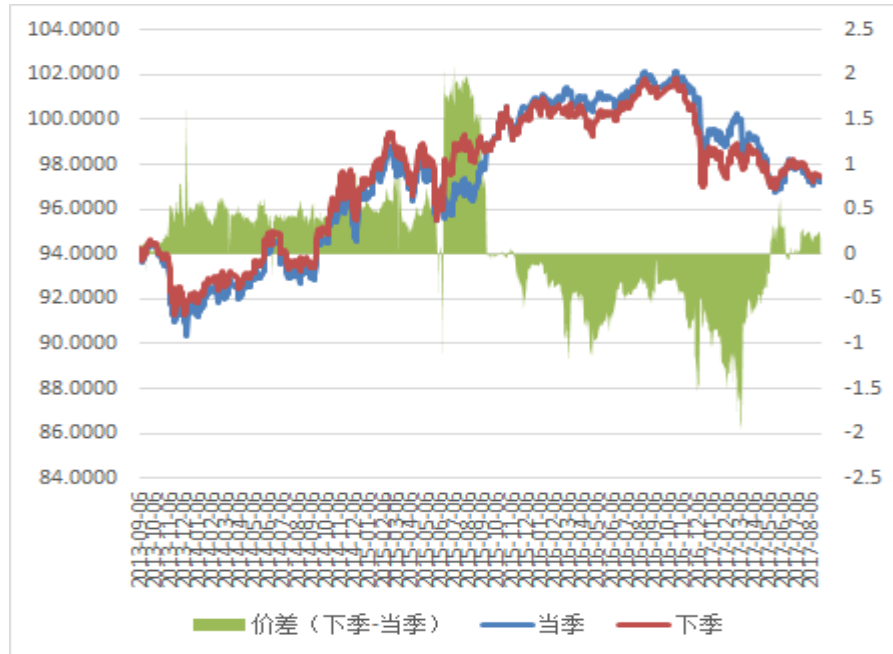
数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 跨期价差分析

上周 5 年期债合约价差先走扩后收窄, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价

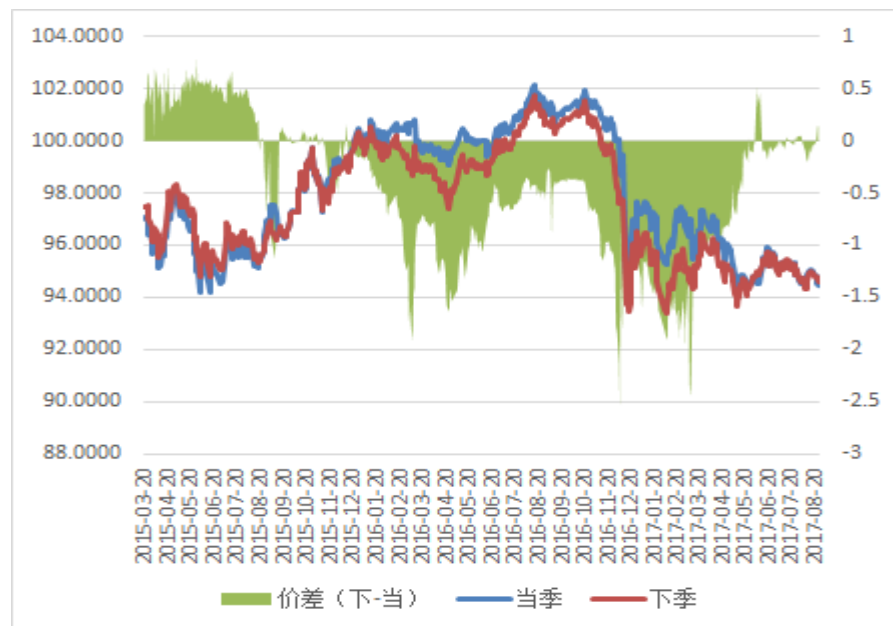
差策略推荐；上周 10 年期债合约价差由负转正，由于期债不处于移仓换月阶段，无跨期价差策略推荐。

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

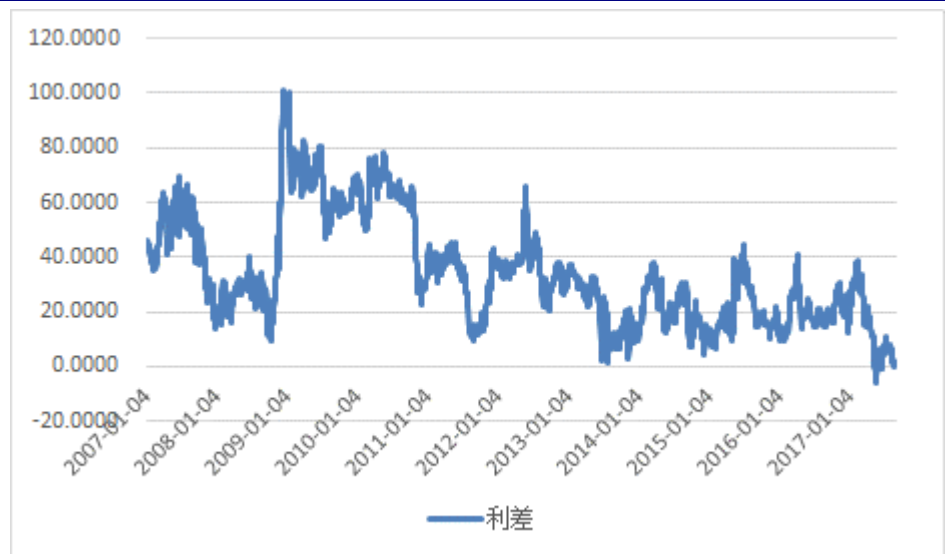


数据来源：WIND，兴证期货

## 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 TF 空 T 策略 (1:1)，做陡收益率曲线策略回调收窄 (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
8/25/2017	170007.IB	97.8103	3.65	3.5916	-0.1266
8/24/2017	130005.IB	99.4925	3.6227	4.8088	-0.3901
8/23/2017	150026.IB	97.3965	3.61	4.3802	-0.3631
8/22/2017	130005.IB	99.4271	3.6359	4.9705	-0.4453
8/21/2017	130005.IB	99.4826	3.6246	4.7752	-0.3898
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

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
8/25/2017	160010.IB	93.4023	3.7983	5.0182	-0.5274
8/24/2017	160010.IB	93.5006	3.7837	4.7692	-0.4639
8/23/2017	160010.IB	93.4008	3.7975	5.4647	-0.6629
8/22/2017	160010.IB	93.4005	3.7973	5.323	-0.6285
8/21/2017	160010.IB	93.6	3.7687	4.8235	-0.4935
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

数据来源: WIND, 兴证期货

### 3 周度策略建议

从经济基本面来看,上周暂无数据公布,基本面对债市支撑力度仍在;从政策面看,关注美联储9月缩表计划;从资金面来看,上周央行维稳力度不及预期,资金利率先上后下,整体看在后半周转为偏宽松,本周公开市场有5600亿逆回购集中到期,本周资金到期压力不大,预计央行对冲操作为主,但需警惕月末时点对资金面的冲击;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,本周除了6000亿元特别国债采用定向方式发行外,暂无其他国债供给。本周期债或小幅偏强震荡。

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。