

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

## 上周期债较大幅上涨，本周或先抑后扬

2017年9月11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 0.24% 收于 97.73 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.45% 收于 95.155 元，现券方面，除 1 年期国债收益率较大幅上行外，其他关键期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 3.7 个 BP 至 3.5811%，10 年期下行 3.48 个 BP 至 3.6005%，期债走势稍强于现券；上周在央行重启 28 天逆回购和超量平价续作 MLF 的带动下，债市情绪回暖，同时公布的进出口数据中出口数据不及预期显示外需有所走弱，一级市场方面 10 年期国债招标倍数较强，中标利率低于二级市场收益率亦带动利率下行。

#### 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显示外需有所走弱，周末公布的物价数据均超预期，短期经济韧性的持续性待观察，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，市场对国内监管担忧仍存，关注 9 月美联储缩表计划；从资金面来看，央行维稳 9 月资金面意图明显，资金面虽维持紧平衡但可能不及预期的紧，本周公开市场有 1100 亿逆回购集中到期，资金到期压力小，预计央行以小幅对冲操作为主；从供需来看，上周一二级市场显示国债需求有所恢复，关注本周三将增发的 280 亿元 2 年期国债和续发的 400 亿元 5 年期国债的中标利率及投标倍数。本周期债可能先抑后扬。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) 或逢低轻仓做多。

## 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 3500.54 亿元。上周三增发 1 年期和 10 年期国债，其中 10 年期国债中标利率低于二级市场收益率，带动现券收益率小幅下行，认购倍数为 3，显示国债需求有所恢复。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况 (20170904-20170910)

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
2017/9/7	17国开绿债03(预)	50.00	3.00			
2017/9/7	WI171405	400.00	5.00	3.47		
2017/9/8	17贴现国债44	100.00	0.50			
2017/9/8	17贴现国债43	100.00	0.25			
2017/9/7	17进出10(增5)	30.00	3.00	4.03	-----	
2017/9/7	17进出09(增9)	50.00	5.00	4.11	-----	
2017/9/7	17进出08(增4)	30.00	1.00	3.85	-----	
2017/9/7	17进出03(增18)	30.00	10.00	4.11	-----	
2017/9/7	17国开09	40.00	3.00	4.14	-----	
2017/9/7	17国开08(增3)	30.00	7.00	4.30	-----	
2017/9/6	17农发15	60.00	10.00	4.39	-----	
2017/9/6	17农发10(增6)	60.00	1.00	3.58	-----	
2017/9/6	17农发04(增21)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/9/5	17国开07(增8)	66.00	1.00	3.53	-----	
2017/9/5	17国开15(增2)	140.00	10.00	4.24	-----	
2017/9/5	17国开06(增19)	60.00	5.00	4.02	-----	
2017/9/6	17付息国债18(续发)	400.00	10.00	3.59		
2017/9/6	17付息国债17(续发)	400.00	1.00	3.33		
2017/9/5	17山西定向04	17.21	10.00	4.21		
...						
<b>合计</b>		<b>3,500.54</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（20170911-20170917）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-09-12	17国开15(增3)	150.00	10.00	政策银行债
2017-09-12	17国开08(增4)	30.00	7.00	政策银行债
2017-09-12	17国开06(增20)	50.00	5.00	政策银行债
2017-09-13	17付息国债19	280.00	2.00	国债
2017-09-13	17付息国债14(续2)	400.00	5.00	国债
2017-09-14	17山东债27	34.30	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债26	24.10	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债25	17.10	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债24	16.70	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债23	13.30	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债22	12.10	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债21	11.60	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债20	8.50	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债19	7.50	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债18	7.40	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债17	7.10	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债16	6.5	5	地方政府债
2017-09-14	17山东债15	4.80	5.00	地方政府债
2017-09-14	17山东债14	4.40	5.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>1,301.11</b>		

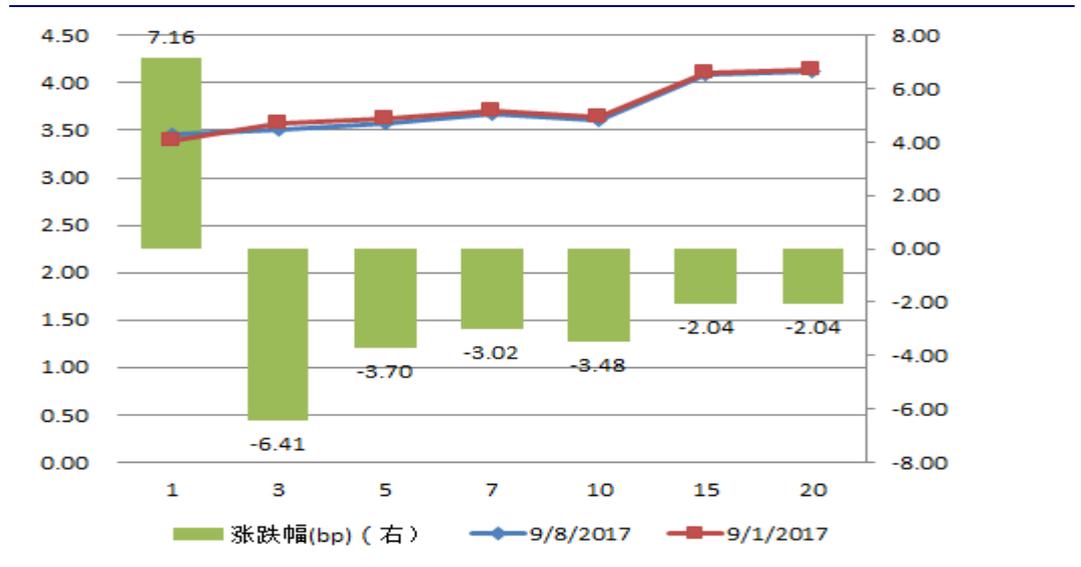
数据来源：WIND，兴证期货

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 1301.11 亿元，其中将新发 280 亿元 2 年期国债和增发 400 亿元 5 年期国债，关注其中标利率和投标倍数，本周计划发行规模不大，供给对债市冲击有限。

## 1.2 利率债二级市场变化

除 1 年期国债收益率较大幅上行外，其他关键期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 3.7 个 BP 至 3.5811%，10 年期下行 3.48 个 BP 至 3.6005%；上周在央行重启 28 天逆回购和超量平价续作 MLF 的带动下，债市情绪回暖，同时公布的进出口数据中出口数据不及预期显示外需有所走弱，一级市场方面 10 年期国债招标倍数较强，中标利率低于二级市场收益率亦带动利率下行，且大宗商品有所走弱，提振债市情绪。

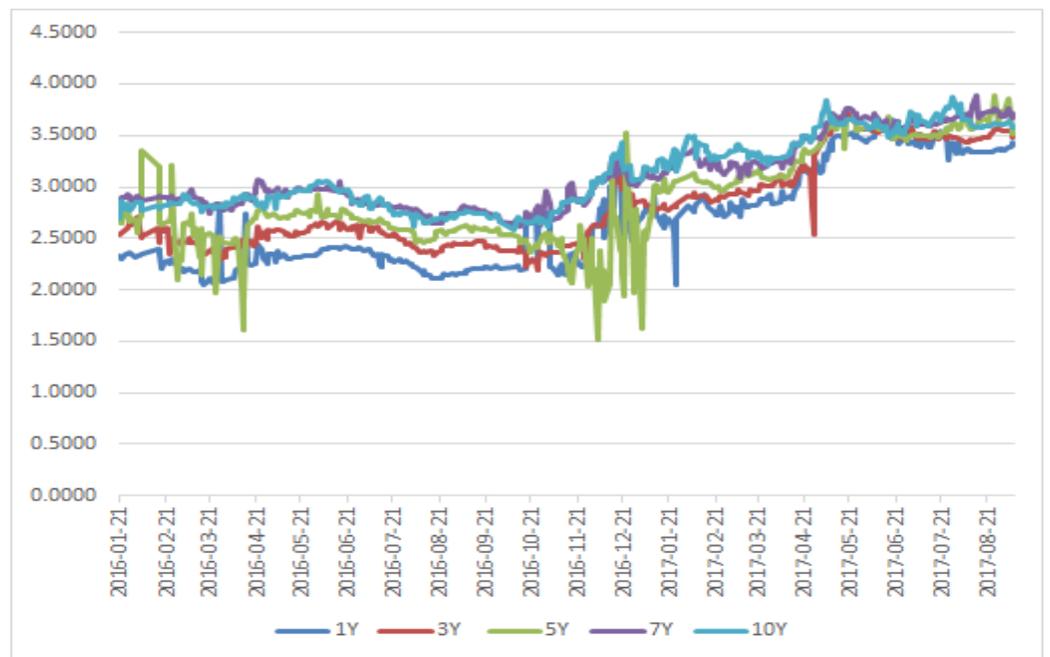
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



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 7.16 个 BP 至 3.4625%, 三年期下行 6.41 个 BP 至 3.512%, 五年期下行 3.7 个 BP 至 3.5811%, 七年期下行 3.02 个 BP 至 3.6739%, 十年期下行 3.48 个 BP 至 3.6005%。

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 货币市场大多数期限资金利率较大幅下行

上周央行在公开市场进行 200 亿 7 天逆回购操作, 同时有 1900 亿 7 天逆回购到期, 净回笼 1700 亿; 进行 0 亿 14 天逆回购操作, 同时有 1800 亿 14 天逆回购到期, 净回笼 1800 亿, 上周进行 200 亿 28 天逆回购操作, 同时有 0 亿 28 天逆回购到期, 净投放 200 亿, 上周进行 2980 亿元 MLF 操作, 同时有 1695 亿元 MLF 到期, 净投放 1285 亿元, 央行重启 28 天逆回购和超量续作 MLF, 表明其维稳 9 月跨季资金面的意图。

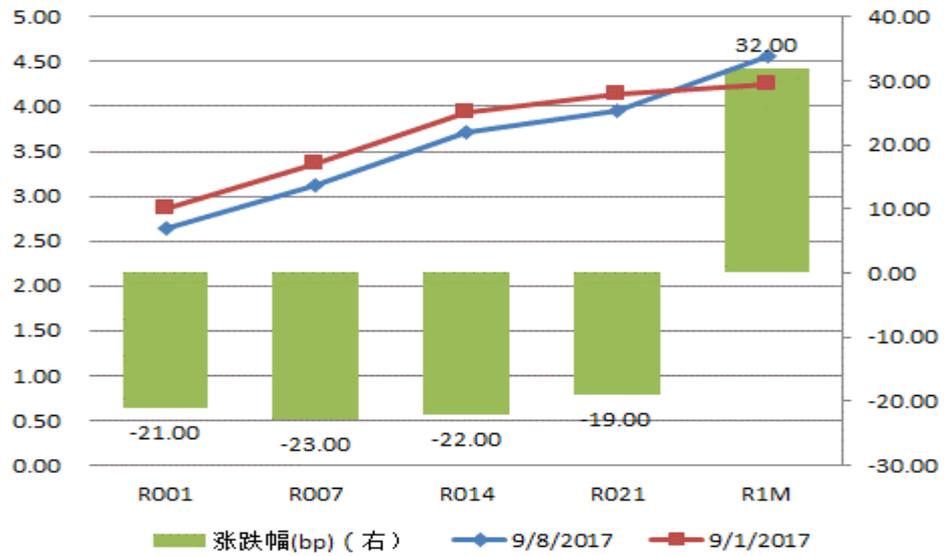
图表 5: 上周公开市场操作情况 (20170904-20170910)

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	2017/9/4	800.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/4	600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/5	200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/6	800.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/6	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/5	500.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/6	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/6	200.00	2.75	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2017/9/7	2,980.00	3.20	0.00
MLF(投放)184D	MLF(回笼)	2017/9/7	885.00	2.95	10.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/9/7	810.00	3.00	0.00
净投放			-2,015.00		
净投放(含国库现金)			-2,015.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

上周在央行重启 28 天逆回购和超量续作 MLF 提振下, 大多数期限资金利率出现较大幅下行, 除了跨季的 1 个月期资金利率继续较大幅走高, 9 月资金面预计维持紧平衡, 可能不及预期的紧张程度。

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 21bp 至 2.65%; 7 天期下行 23bp 至 3.13%; 14 天期下行 22bp 至 3.72%; 21 天期下行 19bp 至 3.95%; 1 个月期上行 32bp 至 4.57%。

本周公开市场有 1100 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力小, 央行可能会小幅对冲, 本周一和本周三各有 400 亿元和 700 亿元逆回购到期, 但考虑到存单到期压力较大, 跨月资金利率仍有可能维持高位。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170911-20170917)

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	2017/9/13	200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/11	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/13	500.00	2.60	0.00
净投放			-1100.00		
净投放(含国库现金)			-1100.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

## 2 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货较大幅走高

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 上行 0.24% 收于 97.73 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.45% 收于 95.155 元，现券方面，除 1 年期国债收益率较大幅上行外，其他关键期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 3.7 个 BP 至 3.5811%，10 年期下行 3.48 个 BP 至 3.6005%，期债走势稍强于现券；上周在央行重启 28 天逆回购和超量平价续作 MLF 的带动下，债市情绪回暖，同时公布的进出口数据中出口数据不及预期显示外需有所走弱，一级市场方面 10 年期国债招标倍数较强，中标利率低于二级市场收益率亦带动利率下行。

#### (1) 5 年期国债期货

5 年期债交割月合约 TF1709 周跌 0.11%，收于 97.21 元；主力合约 TF1712 周涨 0.24%，收于 97.73 元；隔季合约 TF1803 周涨 0.2%，收于 97.835 元。

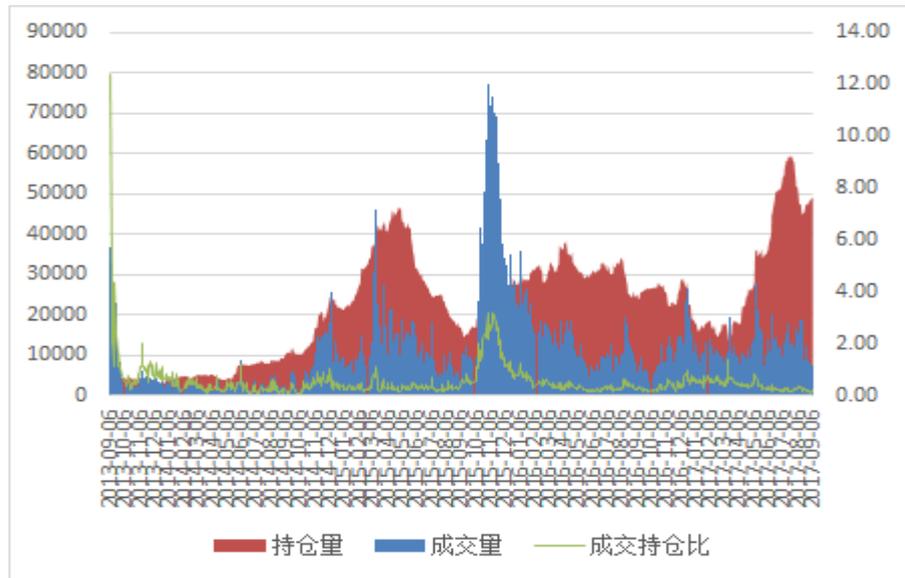
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 8164 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周增仓 1930 手，目前持仓 48356 手，截止 9 月 8 日，5 年期三个合约合计持仓 49147 手，周增仓 1001 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 年期国债期货交割月合约 T1709 周跌 0.25%，收于 94.35 元；主力合约 T1712 周涨 0.45%，收于 95.155 元；隔季合约 T1803 周涨 0.43%，收于 95.175 元。

图表 10：10 年期国债期货各合约近期走势

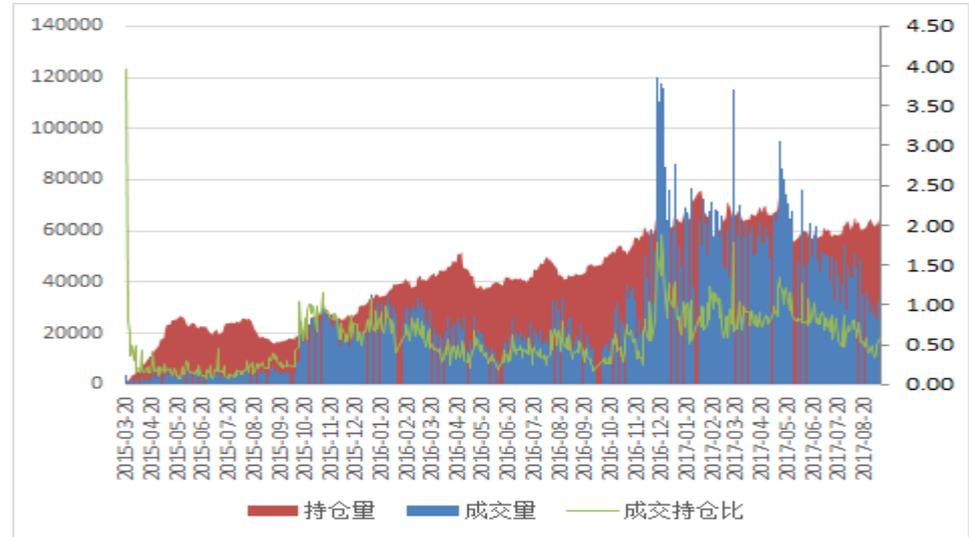


数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 32786.2 手，主力 T1712 合约周增仓 4685 手，

持仓 63968 手, 截至 9 月 8 日, 10 年期三个合约合计持仓 65496 手, 持仓增加 3841 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

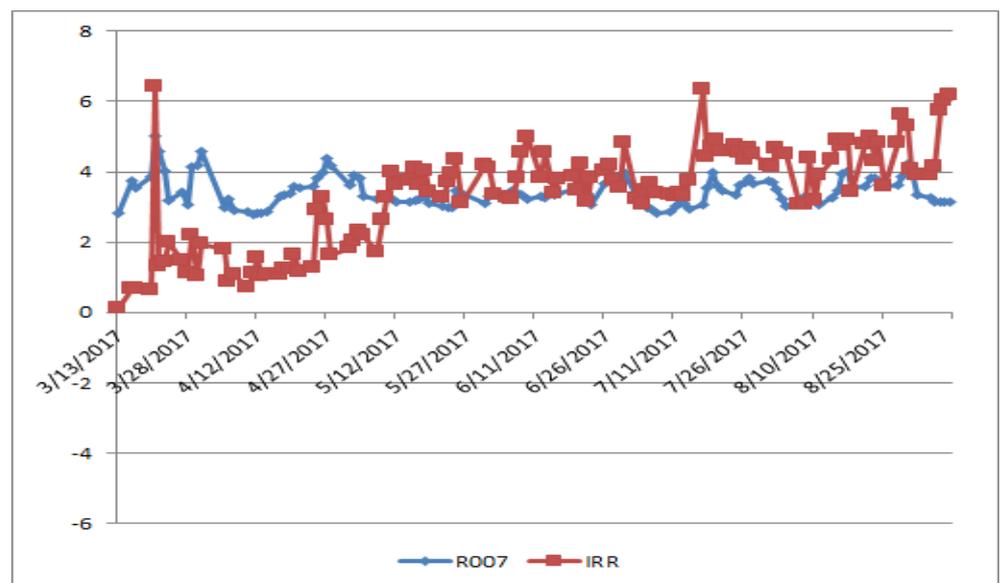


数据来源: WIND, 兴证期货

## 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 较大幅走低, 且 IRR 有所走高, 在上周三、四和五有较明显的正向期现套利机会。

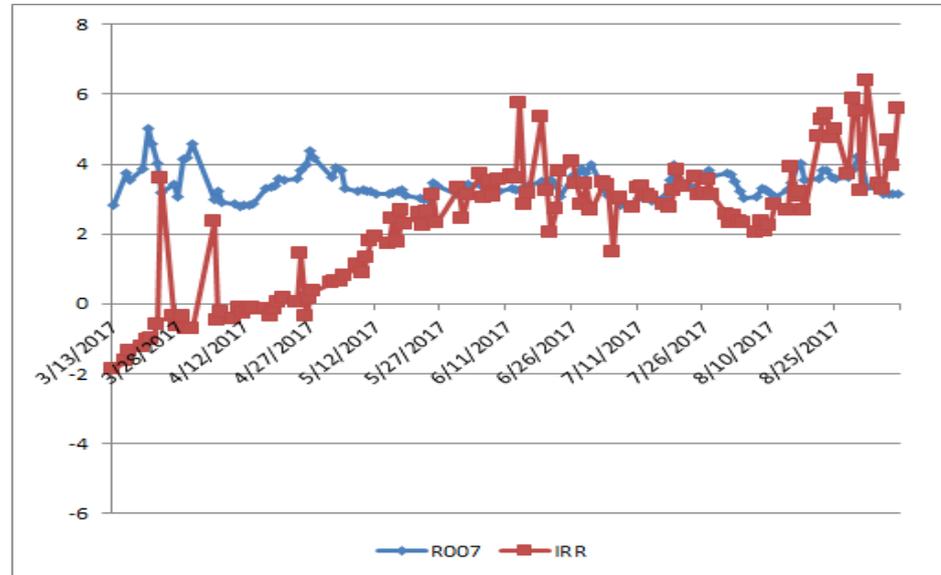
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源: WIND, 兴证期货

从上周 T1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 较大幅走低，且 IRR 有所走高，在上周五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

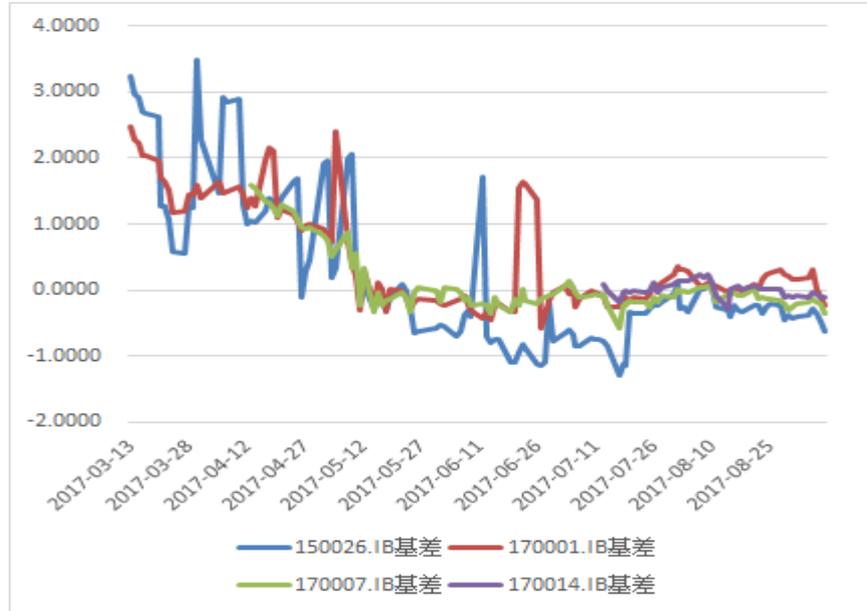


数据来源：WIND，兴证期货

### 2.3 活跃券基差走势分析

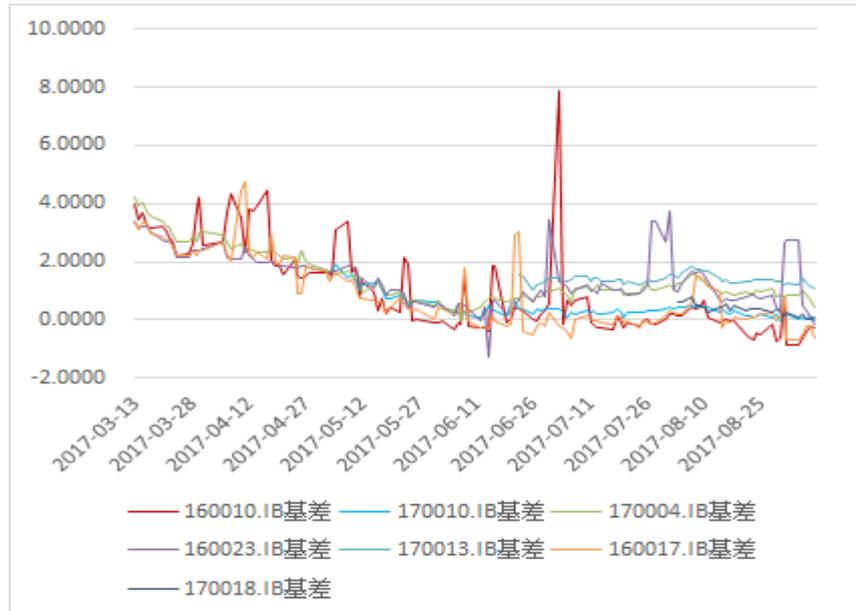
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、170007.IB 和 170014.IB 的基差负向走扩，适宜做空基差；T1712 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB 基差负向收窄，适宜做多基差，170010.IB、160023.IB、170004.IB、170013.IB、170018.IB 的基差缩小，适宜做空基差。

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

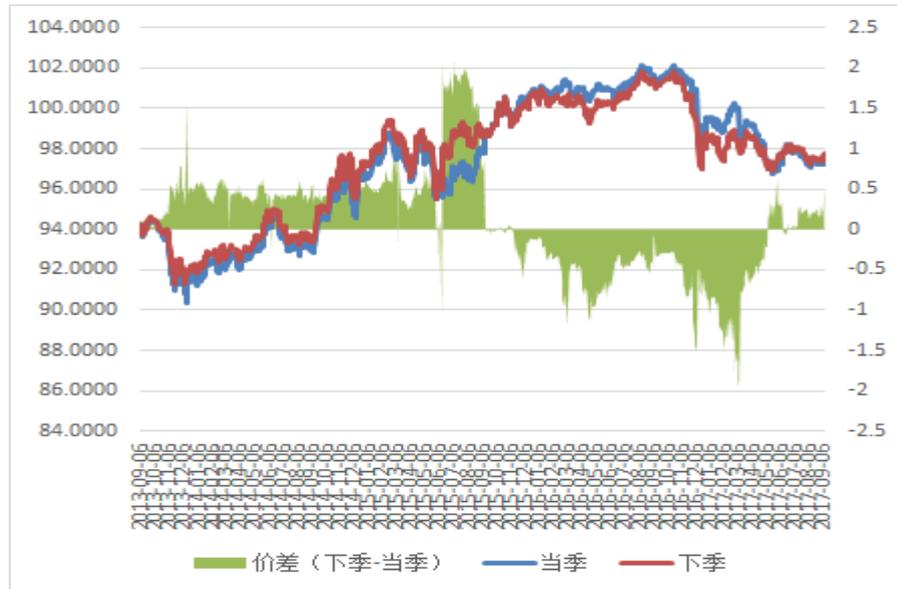


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 跨期价差分析

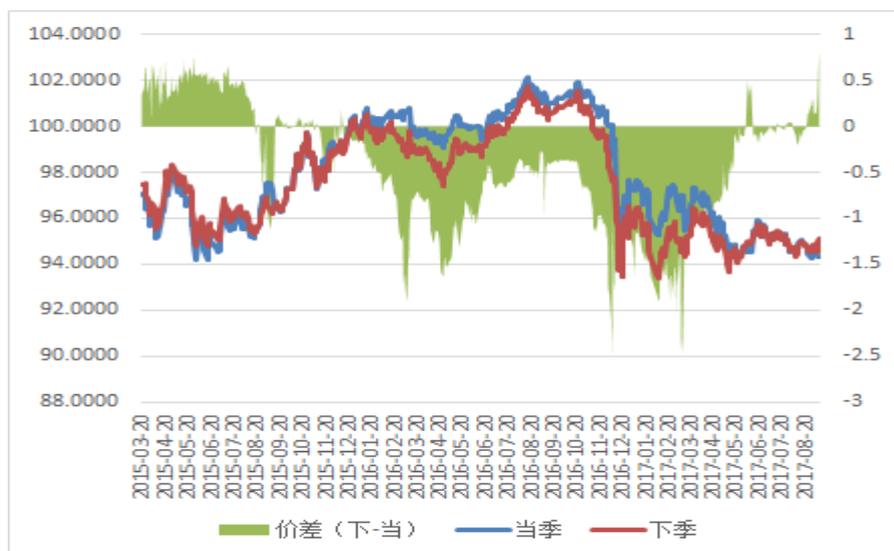
上周 5 年期债合约价差正向较大幅走扩，由于期债不处于移仓换月阶段，无跨期价差策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向较大幅走扩，由于期债不处于移仓换月阶段，无跨期价差策略推荐。

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

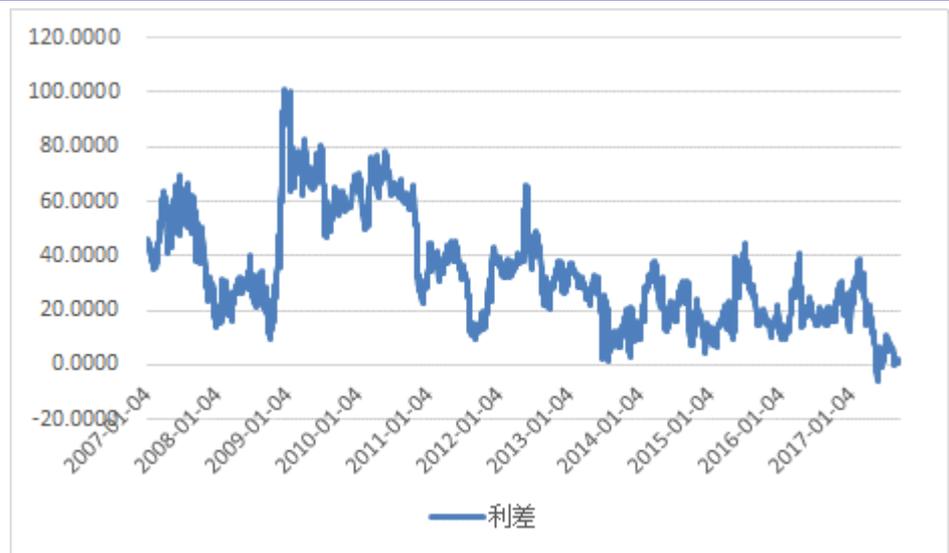


数据来源：WIND，兴证期货

## 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小幅盈利 (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
9/8/2017	130005.IB	99.4556	3.6308	6.1588	-0.6883
9/7/2017	130005.IB	99.3346	3.6555	6.0338	-0.6607
9/6/2017	130005.IB	99.2832	3.6659	5.741	-0.5892
9/5/2017	150026.IB	97.3231	3.6301	4.1883	-0.2711
9/4/2017	170014.IB	99.3136	3.625	3.8908	-0.1122
9/1/2017	170007.IB	97.8184	3.65	3.898	-0.204
8/31/2017	170007.IB	97.7825	3.6579	4.057	-0.2499
8/30/2017	130005.IB	99.3897	3.6438	5.3031	-0.5083
8/29/2017	130005.IB	99.267	3.6688	5.6148	-0.6003
8/28/2017	130005.IB	99.4201	3.6376	4.8086	-0.3754

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
9/8/2017	160017.IB	92.6451	3.7175	5.5932	-0.6451
9/7/2017	160010.IB	93.9927	3.7175	3.9688	-0.215
9/6/2017	160010.IB	93.6196	3.77	4.6812	-0.3895
9/5/2017	170010.IB	98.6255	3.69	3.291	0.077
9/4/2017	170010.IB	98.7854	3.67	3.4713	0.0284
9/1/2017	160010.IB	93.1923	3.8291	6.4294	-0.8566
8/31/2017	170010.IB	98.9448	3.65	3.2711	0.0836
8/30/2017	160010.IB	93.4009	3.7993	5.5452	-0.643
8/29/2017	160010.IB	93.2008	3.8274	5.9313	-0.7488
8/28/2017	160010.IB	93.6749	3.76	3.7547	-0.1754

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显示外需有所走弱, 周末公布的物价数据均超预期, 短期经济韧性的持续性待观察, 基本面对债市支撑力度仍在; 从政策面看, 市场对国内监管担忧仍存, 关注 9 月美联储缩表计划; 从资金面来看, 央行维稳 9 月资金面意图明显, 资金面虽维持紧平衡但可能不及预期的紧, 本周公开市场有 1100 亿逆回购集中到期, 资金到期压力小, 预计央行以小幅对冲操作为主; 从供需来看, 上周一二级市场显示国债需求有所恢复, 关注本周三将增发的 280 亿元 2 年期国债和续发的 400 亿元 5 年期国债的中标利率及投标倍数。本周期债可能先抑后扬。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) 或逢低轻仓做多。

## 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。