

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，本周或小幅偏弱震荡

2017年9月18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 0.04% 收于 97.69 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.21% 收于 95.355 元，现券方面，主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 1.84 个 bp 至 3.5995%，10 年期下行 0.23 个 bp 至 3.5982%，期债走势稍强于现券，正向套利机会较明显，主力合约持仓量较大幅增加；上周在投资、消费和工业增加值等数据大幅不及预期以及资金面趋紧的共同影响下，期债先抑后扬。

#### 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的投资、消费和工业增加值等数据不及预期，而上周五盘后公布的社融数据和 M2 均超预期，其对债市影响略不利，整体上基本面对债市支撑力度在边际增强；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 3235 亿逆回购集中到期，资金到期压力虽不大，但叠加缴税及利率债供给增加，预计央行会进行净投放来维稳资金面；从供需来看，上周一二级市场显示国债需求略走弱，关注本周新发 360 亿元 5 年期特别国债，新发的 400 亿元 7 年期国债和续发 400 亿元 3 年期国债，国债供给压力较大，关注其中标利率和投标倍数。本周期债可能小幅偏弱震荡。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 3743.17 亿元。上周三新发 2 年期和续发 5 年期国债，两期债券中标利率均低于二级市场收益率，投标倍数分别为 2.04 和 2.77 倍，周五续发的 30 年国债，中标利率高于二级市场收益率，投标倍数为 2.03 倍，显示国债需求稳定。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况 (20170911-20170917)

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
2017/9/14	WI171603	400.00	3.00	3.46		
2017/9/14	WI172107	400.00	7.00			
2017/9/15	17贴现国债45	100.00	0.25			
2017/9/14	17进出10(增6)	30.00	3.00	4.03	-----	
2017/9/14	17进出09(增10)	50.00	5.00	4.11	-----	
2017/9/14	17进出08(增5)	30.00	1.00	3.85	-----	
2017/9/14	17进出03(增19)	40.00	10.00	4.11	-----	
2017/9/15	17付息国债15(续2)	280.00	30.00	4.05		
2017/9/14	国开1704(增2)	20.00	3.00	3.89		
2017/9/14	国开1703(增2)	40.00	1.00	3.45		
2017/9/13	17农发15(增发)	70.00	10.00	4.39	-----	
2017/9/13	17农发10(增7)	70.00	1.00	3.58	-----	
2017/9/13	17农发04(增22)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/9/12	17国开绿债03	50.00	3.00	4.19	-----	
2017/9/12	17国开15(增3)	150.00	10.00	4.24	-----	
2017/9/12	17国开08(增4)	30.00	7.00	4.30	-----	
2017/9/12	17国开06(增20)	50.00	5.00	4.02	-----	
2017/9/13	17付息国债19	280.00	2.00	3.50		
2017/9/13	17付息国债14(续2)	400.00	5.00	3.47		
...						
<b>合计</b>		<b>3,743.17</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 (20170918-20170924)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-09-20	17农发15(增2)	70.00	10.00	政策银行债
2017-09-20	17农发10(增8)	70.00	1.00	政策银行债
2017-09-20	17农发04(增23)	30.00	7.00	政策银行债
2017-09-19	17国开07(增9)	76.00	1.00	政策银行债
2017-09-19	17国开15(增4)	150.00	10.00	政策银行债
2017-09-19	17国开06(增21)	60.00	5.00	政策银行债
2017-09-20	17付息国债20	400.00	7.00	国债
2017-09-20	17付息国债16(续2)	400.00	3.00	国债
2017-09-18	17农发12(增4)	60.00	5.00	政策银行债
2017-09-18	17农发11(增4)	60.00	3.00	政策银行债
2017-09-18	17特别国债03	360.00	5.00	国债
2017-09-19	17河南债31	2.73	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债30	6.69	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债29	8.49	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债28	9.89	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债27	1.44	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债26	2.82	5	地方政府债
2017-09-19	17河南债25	0.45	5.00	地方政府债
2017-09-19	17河南债24	4.08	5.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>2,041.27</b>		

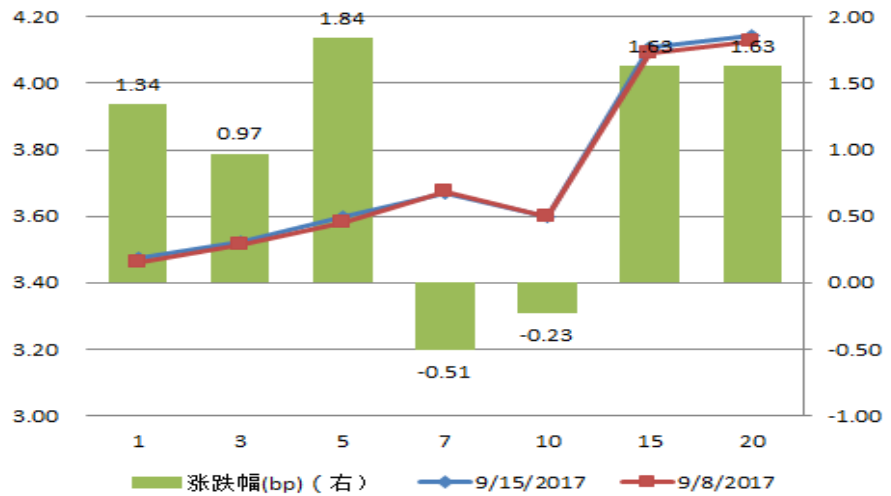
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 2041.27 亿元, 其中将新发 360 亿元 5 年期特别国债, 符合五年期国债期货可交割券范围, 同时将新发 400 亿元 7 年期国债和续发 400 亿元 3 年期国债, 国债供给压力较大, 关注其中标利率和投标倍数。

## 1.2 利率债二级市场变化

主要期限国债收益率涨跌不一, 其中 5 年期上行 1.84 个 bp 至 3.5995%, 10 年期下行 0.23 个 bp 至 3.5982%, 上周在投资、消费和工业增加值大幅不及预期以及资金面趋紧的共同影响下, 现券收益率先上后下, 周度变化不大。

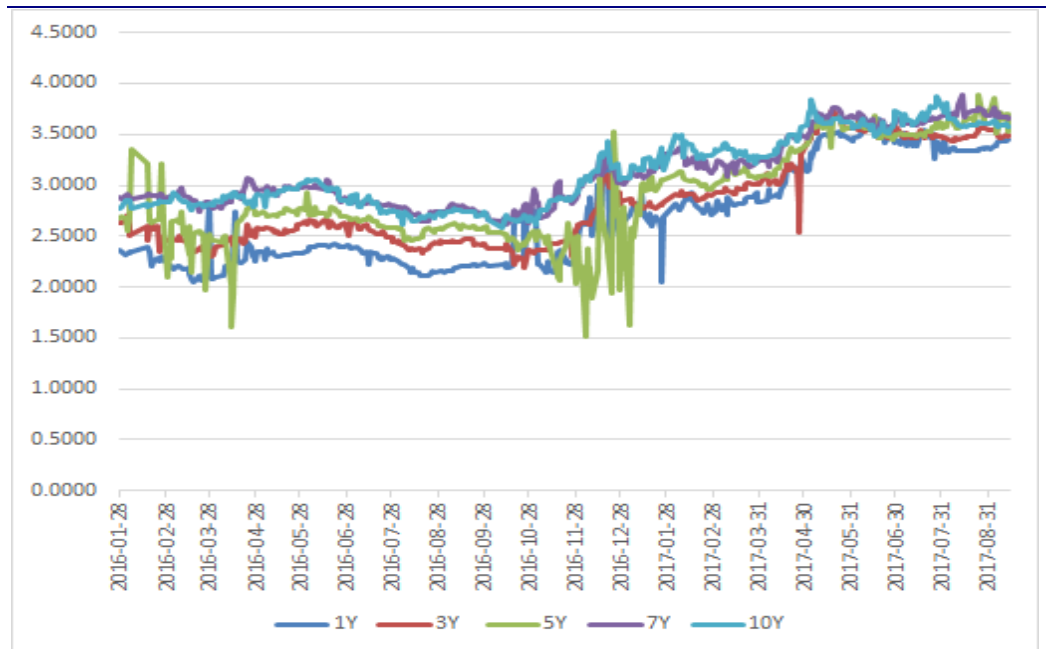
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



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 1.34 个 BP 至 3.4759%, 三年期上行 0.97 个 BP 至 3.5217%, 五年期上行 1.84 个 BP 至 3.5995%, 七年期下行 0.51 个 BP 至 3.6688%, 十年期下行 0.23 个 BP 至 3.5982%。

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上行

上周央行在公开市场进行 2100 亿 7 天逆回购操作, 同时有 200 亿 7 天逆回购到期, 净投放 1900 亿; 进行 110 亿 14 天逆回购操作, 同时有 900 亿 14 天逆回购到期, 净投放 200 亿, 上周进行 500 亿 28 天逆回购操作, 同时有 0 亿 28 天逆回购到期, 净投放 500 亿, 央行在上周四和上周五进行大额净投放, 意在维稳资金面, 上周六到期的 1135 亿元 MLF 顺延至本周一, 考虑到本周利率债供给规模较大, 叠加缴税扰动, 央行可能会加大投放规模。

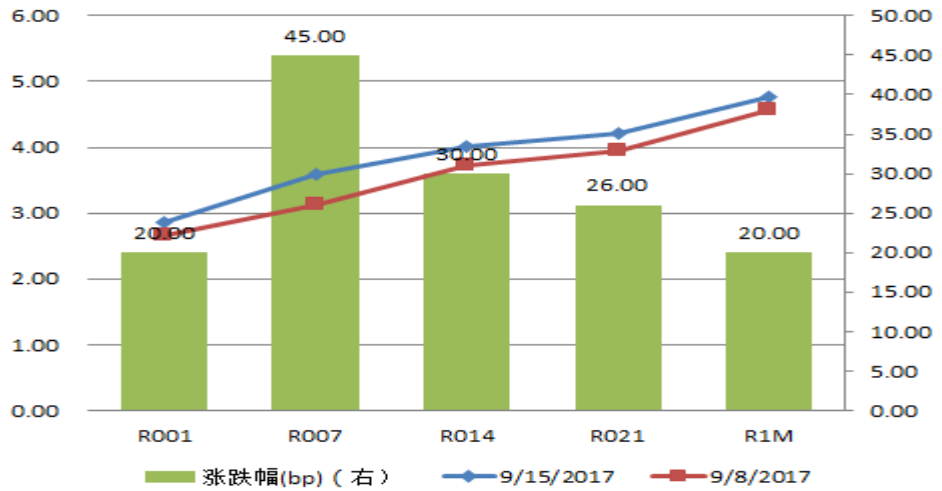
图表 5: 上周公开市场操作情况 (20170911-20170917)

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14D	逆回购到期	2017/9/11	400.00	2.60	0.00
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	2017/9/13	500.00	2.60	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/15	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/15	1,200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/9/15	600.00	2.60	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/14	100.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/13	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/13	300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/9/13	200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/9/14	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/14	600.00	2.45	0.00
净投放(含国库现金)			2,600.00		
净投放			2,600.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

上周受到月中缴税缴准等因素影响, 虽然央行在公开市场上进行较大幅的净投放, 但资金利率仍出现较大幅上行。

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 20bp 至 2.85%; 7 天期上行 45bp 至 3.58%; 14 天期上行 30bp 至 4.02%; 21 天期上行 26bp 至 4.21%; 1 个月期上行 20bp 至 4.77%。

本周公开市场有 3235 亿逆回购集中到期, 本周资金到期压力不大, 周一顺延的 1135 亿元 MLF 到期, 周三 300 亿元逆回购到期, 周四 600 亿元逆回购到期, 周五 1200 亿元逆回购到期, 考虑到本周利率债供给规模较大, 叠加缴税扰动, 央行可能会加大投放规模, 跨月资金面仍存压。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20170918-20170924)

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	2017/9/20	300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/21	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/22	1,200.00	2.45	0.00
MLF(投放) 184D	MLF(回笼)	2017/9/16	1,135.00	3.05	10.00
净投放			-3235.00		
净投放(含国库现金)			-3235.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

## 2 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货先抑后扬

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.04% 收于 97.69 元，十年期国债期货主力合约 T1712 上行 0.21% 收于 95.355 元，现券方面，主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 1.84 个 bp 至 3.5995%，10 年期下行 0.23 个 bp 至 3.5982%，期债走势稍强于现券，正向套利机会较明显，主力合约持仓量较大幅增加；上周在投资、消费和工业增加值等数据大幅不及预期以及资金面趋紧的共同影响下，期债先抑后扬。

#### (1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1712 周跌 0.04%，收于 97.69 元；下季合约 TF1803 周涨 0.01%，收于 97.84 元；隔季合约 TF1806 周涨 0.00%，收于 97.82 元。

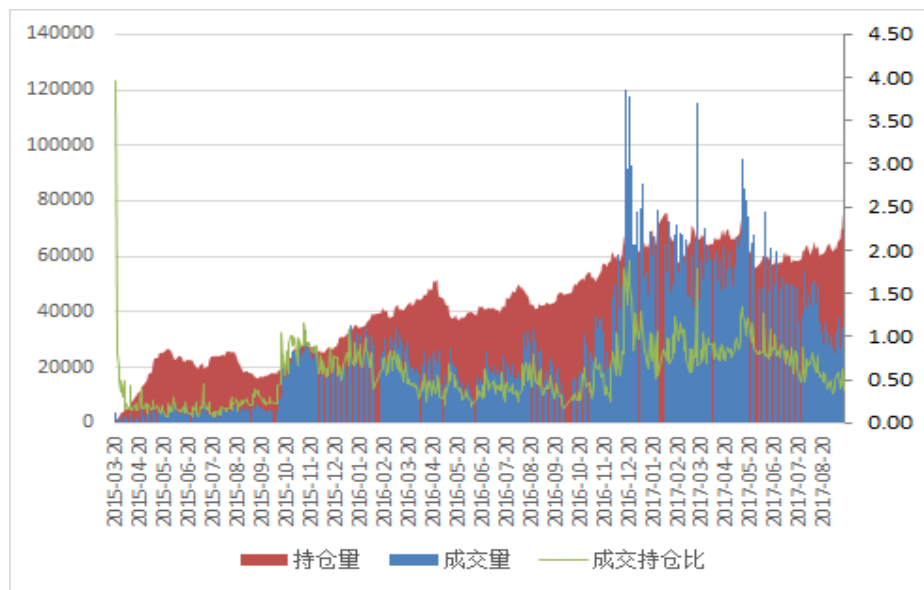
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 11197 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周增仓 10833 手，目前持仓 59189 手，截止 9 月 15 日，5 年期三个合约合计持仓 60011 手，周增仓 10961 手。

图表 9：5 年期国债期货成交持仓情况

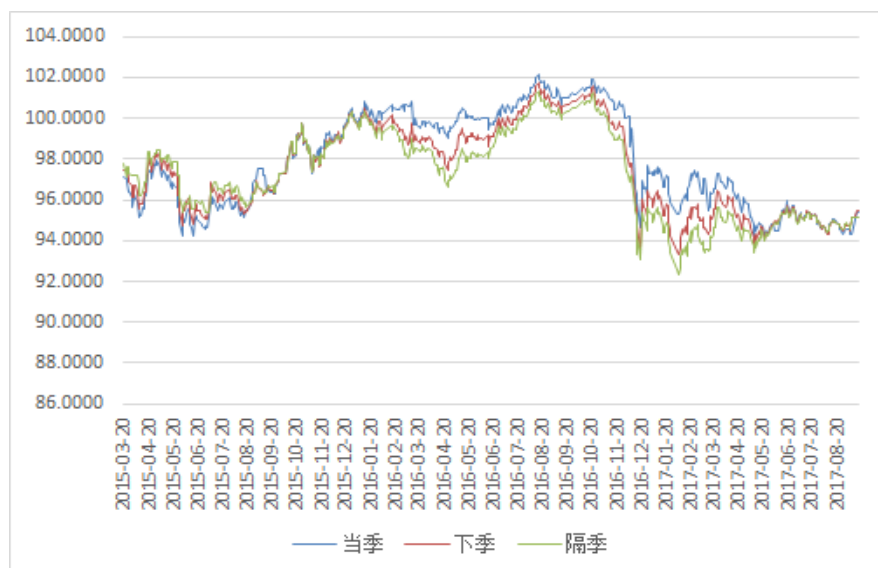


数据来源：WIND，兴证期货

## (2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货主力合约 T1712 周涨 0.21%，收于 95.355 元；下季合约 T1803 周涨 0.29%，收于 95.455 元；隔季合约 T1803 周跌 0.08%，收于 95.10 元。

图表 10：10 年期国债期货各合约近期走势



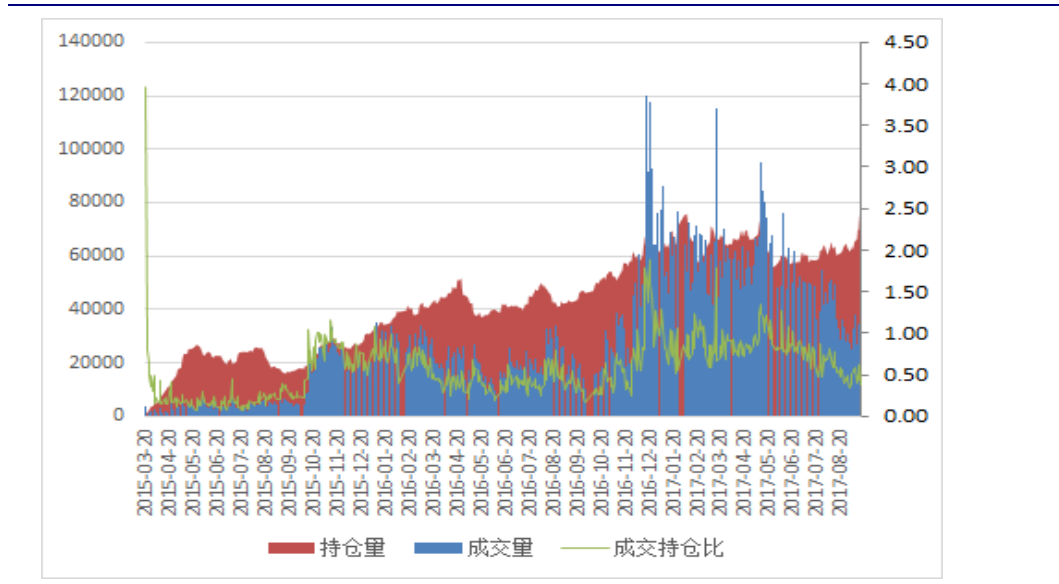
数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 33436.2 手，主力 T1712 合约周增仓 11204 手，



持仓 75172 手，截至 9 月 15 日，10 年期三个合约合计持仓 76805 手，持仓增加 11397 手。

图表 11：10 年期国债期货成交持仓走势

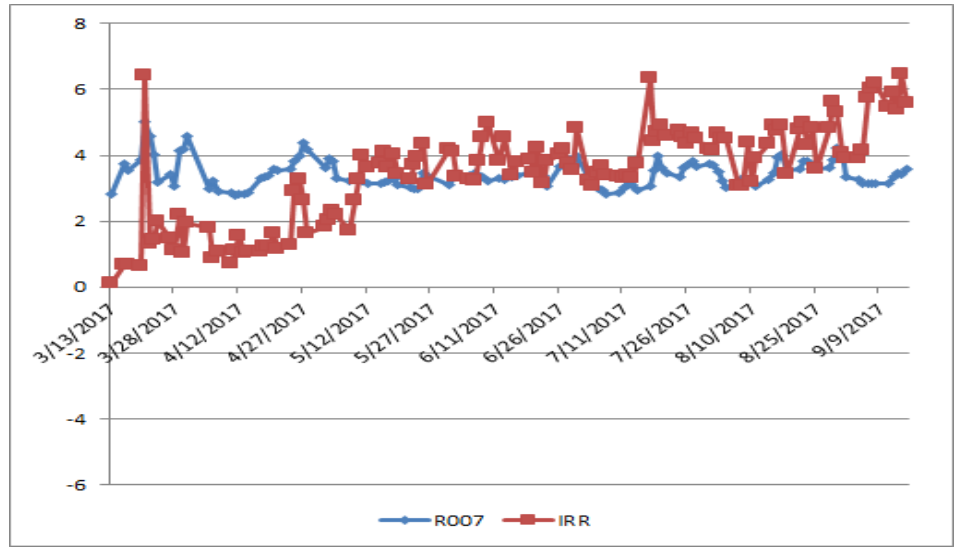


数据来源：WIND，兴证期货

## 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 R007 走高，且 IRR 相对涨幅更大，在上周一到上周五有较明显的正向期现套利机会。

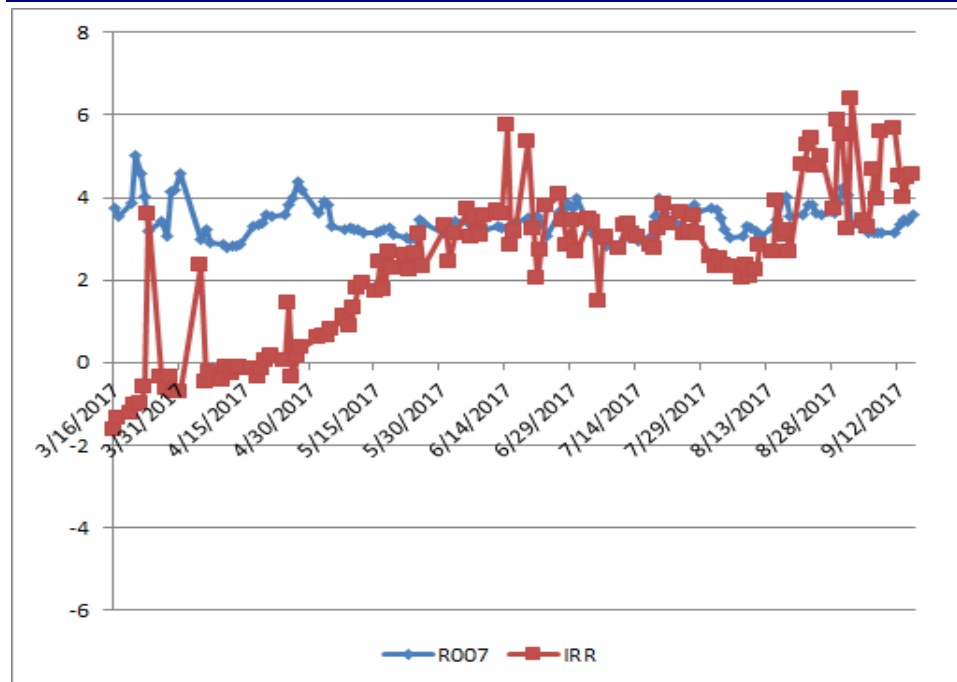
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 较大幅走高, 且 IRR 涨幅相对更大, 在上周一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

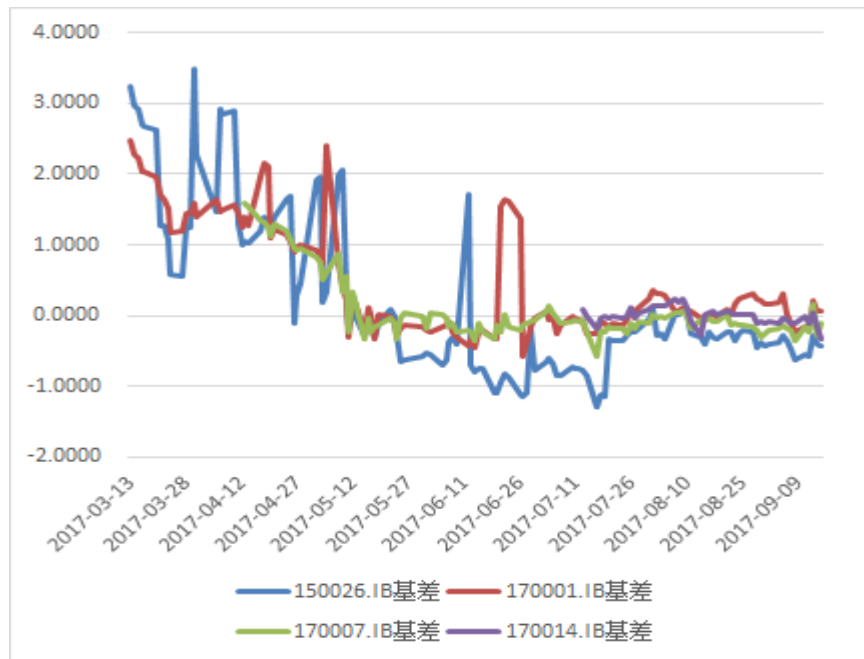


数据来源: WIND, 兴证期货

### 2.3 活跃券基差走势分析

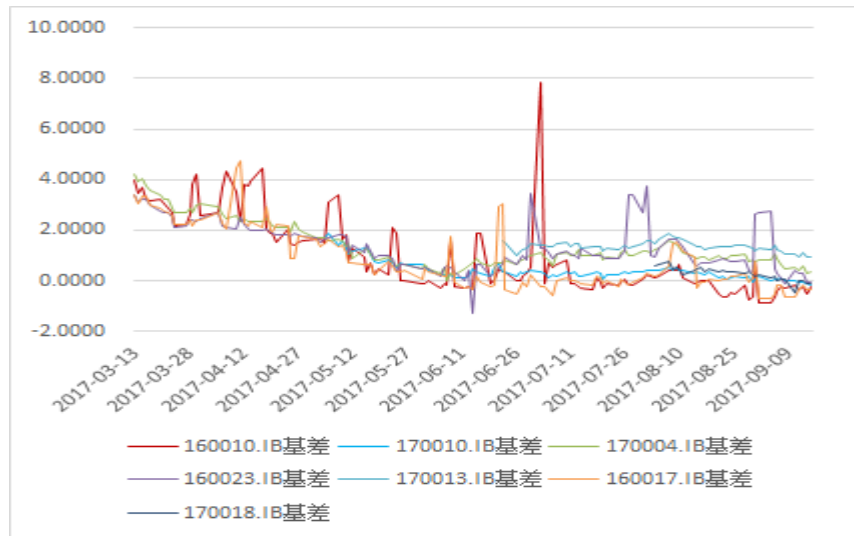
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、170007.IB 的基差负向收窄，适宜做多基差，170014.IB 的基差负向走扩，适宜做空基差；T1712 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB 和 160023.IB 的基差负向收窄，适宜做多基差，170010.IB、170004.IB、170013.IB、170018.IB 的基差缩小，适宜做空基差。

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

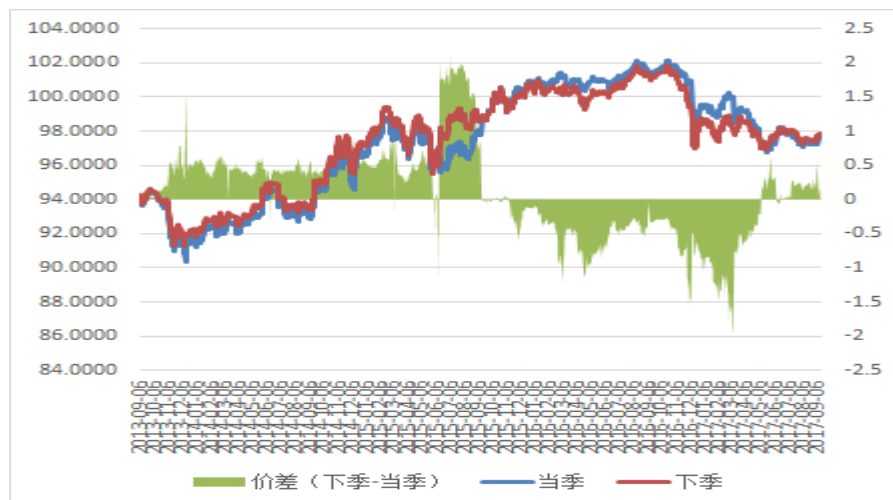


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 跨期价差分析

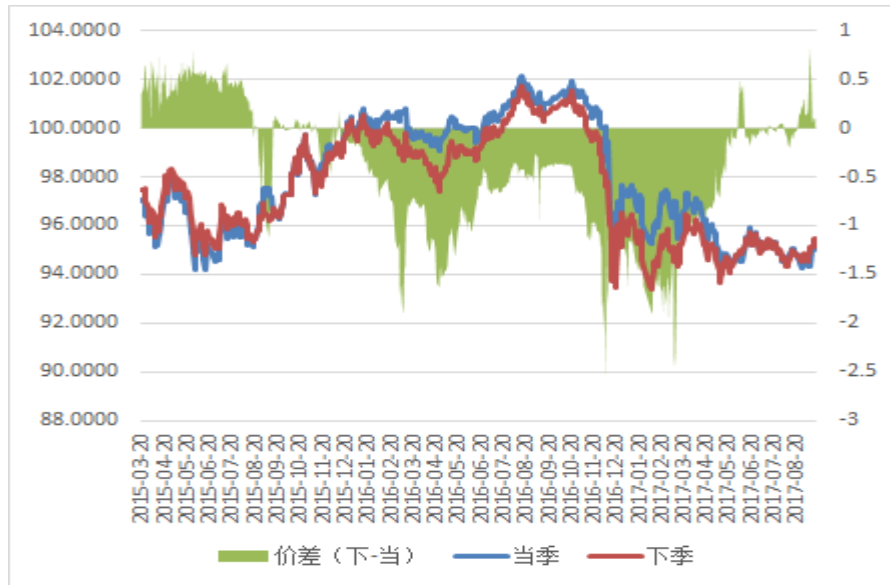
上周 5 年期债合约价差正向收窄, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐; 上周 10 年期债合约价差正向收窄, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐。

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

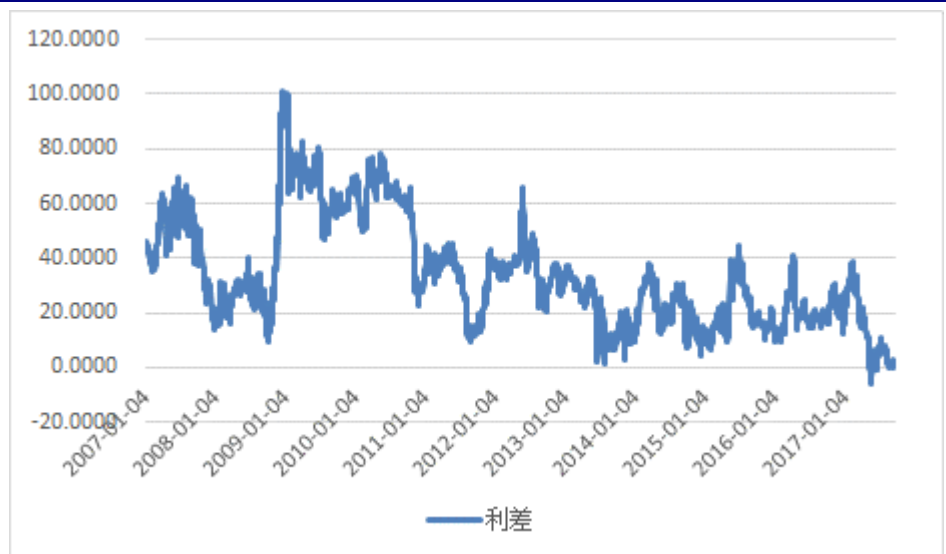


数据来源: WIND, 兴证期货

## 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回吐盈利 (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
9/15/2017	130005.IB	99.6066	3.6	5.5587	-0.4963
9/14/2017	130005.IB	99.3898	3.6445	6.4403	-0.7131
9/13/2017	130005.IB	99.4984	3.6221	5.3554	-0.456
9/12/2017	130005.IB	99.5136	3.619	5.892	-0.5945
9/11/2017	130005.IB	99.567	3.608	5.4675	-0.495
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

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
9/15/2017	160017.IB	93.1086	3.655	4.5424	-0.3679
9/14/2017	160017.IB	93.1086	3.655	4.4596	-0.3532
9/13/2017	160010.IB	94.091	3.705	4.0052	-0.211
9/12/2017	160010.IB	94.1248	3.7	4.55	-0.3409
9/11/2017	160017.IB	92.5608	3.73	5.6675	-0.6412
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

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、消费和工业增加值等数据不及预期, 而上周五盘后公布的社融数据和 M2 均超预期, 其对债市影响略不利, 整体上基本面对债市支撑力度在边际增强; 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 3235 亿逆回购集中到期，资金到期压力虽不大，但叠加缴税及利率债供给增加，预计央行会进行净投放来维稳资金面；从供需来看，上周一二级市场显示国债需求略走弱，关注本周新发 360 亿元 5 年期特别国债，新发的 400 亿元 7 年期国债和续发 400 亿元 3 年期国债，国债供给压力较大，关注其中标利率和投标倍数。本周期债可能小幅偏弱震荡。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。