

## 上周期债偏弱震荡，本周关注节前资金面

2017年9月25日 星期一

### 内容提要

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

### ● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.14% 收于 97.555 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.25% 收于 95.115 元；现券方面，短端和超长端国债收益率小幅下行，其他主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中 5 年期上行 1.6 个 bp 至 3.6155%，10 年期上行 2.27 个 bp 至 3.6209%。上周在资金面由紧转略松、国债供给规模较大而需求一般、财政部进行 1 年期国债随买操作和美联储如预期缩表并暗示 12 月可能加息的共同影响下，债券市场整体偏弱震荡。五年期债走势稍强于现券，正向套利机会仍较明显，主力合约持仓量创新高，而十年期债走势稍弱于现券。

### 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周暂无重要数据公布，基本面对债市支撑力度在边际上增强；从政策面看，市场对国内监管担忧仍存，美联储如预期缩表并暗示 12 月仍有加息可能；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仍有可能不及预期的紧，本周公开市场有 6800 亿逆回购集中到期，资金到期压力较大，且叠加跨季和跨节扰动，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供给规模较大，需求一般，本周暂无国债供给。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) 或关注资金面预期紧张带来的做多机会。

## 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 2794.64 亿元，较上周有所减少。上周新发 360 亿元 5 年期特别国债，中标利率低于二级市场，投标倍数一般，带动市场收益率小幅下行，同时新发 400 亿元 7 年期国债和续发 400 亿元 3 年期国债，中标利率接近二级市场收益率，认购倍数一般，显示国债需求略偏弱。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况 (20170918-20170924)

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
2017/9/22	17贴现国债46	100.00	0.25			
2017/9/21	17进出10(增7)	40.00	3.00	-----		
2017/9/21	17进出09(增11)	50.00	5.00	-----		
2017/9/21	17进出03(增20)	40.00	10.00	-----		
2017/9/21	17国开09(增发)	50.00	3.00	-----		
2017/9/21	17国开08(增5)	30.00	7.00	-----		
2017/9/20	17农发15(增2)	70.00	10.00	-----		
2017/9/20	17农发10(增8)	70.00	1.00	-----		
2017/9/20	17农发04(增23)	30.00	7.00	-----		
2017/9/19	17国开07(增9)	76.00	1.00	-----		
2017/9/19	17国开15(增4)	150.00	10.00	-----		
2017/9/19	17国开06(增21)	60.00	5.00	-----		
2017/9/20	17付息国债20	400.00	7.00			
2017/9/20	17付息国债16(续2)	400.00	3.00			
2017/9/18	17农发12(增4)	60.00	5.00	-----		
2017/9/18	17农发11(增4)	60.00	3.00	-----		
2017/9/19	17河南31	2.73	5.00			
2017/9/19	17河南30	6.69	5.00			
2017/9/19	17河南29	8.49	5.00			
...						
<b>合计</b>		<b>2,794.64</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 (20170925-20171001)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-09-26	17国开15(增5)	150.00	10.00	政策银行债
2017-09-26	17国开07(增10)	50.00	1.00	政策银行债
2017-09-26	17国开06(增22)	70.00	5.00	政策银行债
2017-09-25	17农发15(增3)	40.00	10.00	政策银行债
2017-09-25	17农发12(增5)	30.00	5.00	政策银行债
2017-09-25	17农发11(增5)	40.00	3.00	政策银行债
2017-09-25	17农发10(增9)	40.00	1.00	政策银行债
合计		420.00		

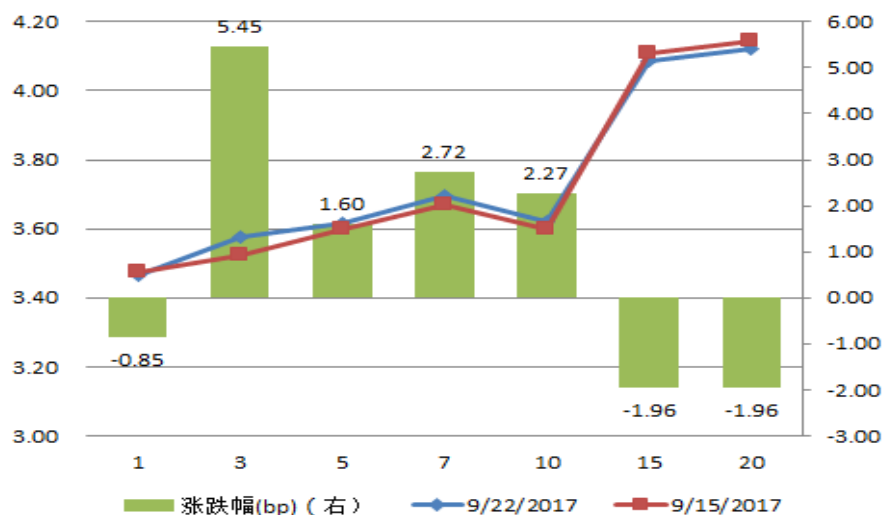
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 420 亿元, 暂无国债供给, 本周供给压力减小。

## 1.2 利率债二级市场变化

上周短端和超长端国债收益率小幅下行, 其他主要期限国债收益率出现程度不一的上行, 其中 5 年期上行 1.6 个 bp 至 3.6155%, 10 年期上行 2.27 个 bp 至 3.6209%, 上周在资金面由紧转略松、国债供给规模较大而需求一般、财政部进行一年期国债随买操作和美联储如预期缩表并暗示 12 月可能加息的共同影响下, 债券市场整体偏弱震荡。

图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况

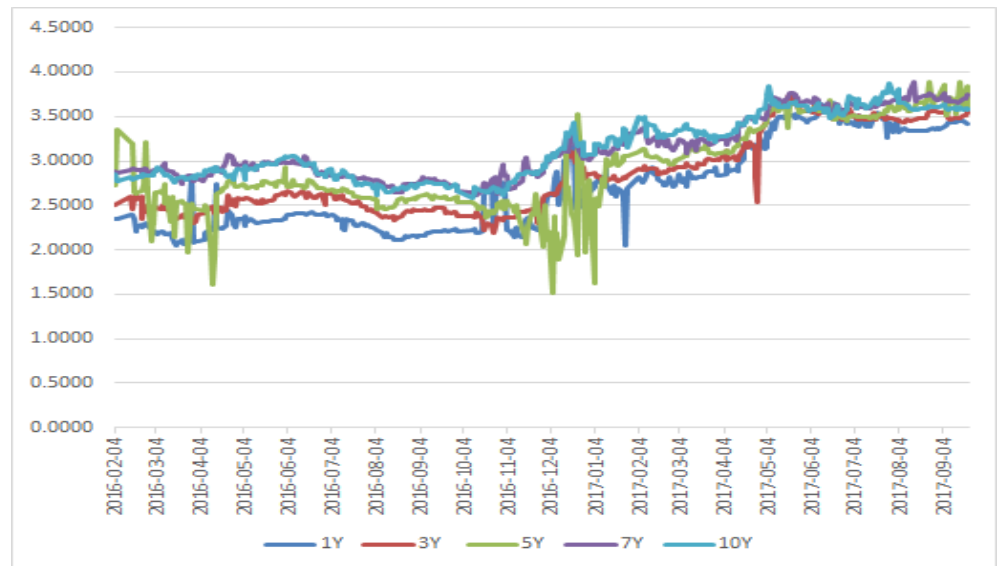


数据来源: WIND, 兴证期货

具体来看, 上周一年期国债收益率下行 0.85 个 BP 至 3.4674%, 三年期上行 5.45 个

BP 至 3.5762%，五年期上行 1.6 个 BP 至 3.6155%，七年期上行 2.72 个 BP 至 3.696%，十年期上行 2.27 个 BP 至 3.6209%。

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 货币市场资金利率涨跌不一

上周央行在公开市场进行 5700 亿 7 天逆回购操作，同时有 2100 亿 7 天逆回购到期，净投放 3600 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 0 亿，上周进行 900 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净投放 900 亿，到期的 1135 亿元 MLF 顺延至上周一，央行上周在公开市场上进行 3365 亿元的净投放来维稳资金面。

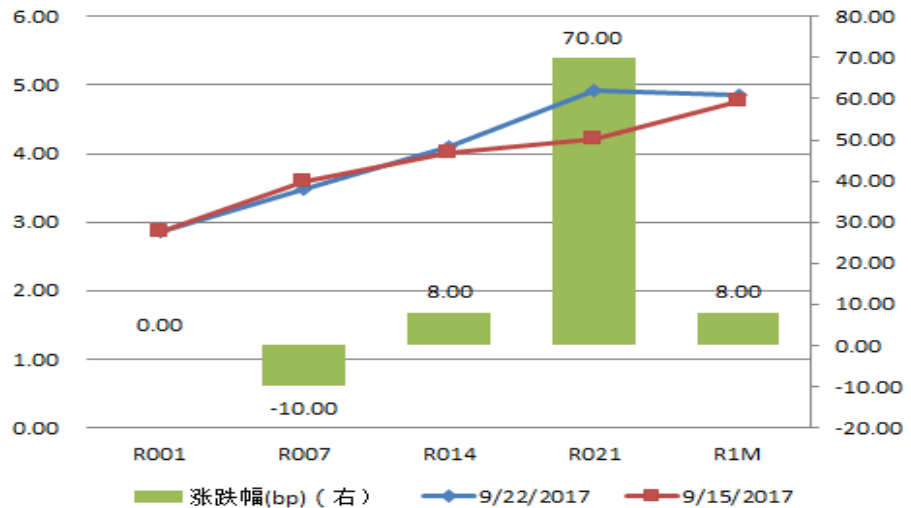
图表 5: 上周公开市场操作情况 (20170918-20170924)

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
逆回购28D	逆回购	2017/9/19	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/19	1,300.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/21	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/21	400.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/20	100.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/20	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/22	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/22	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/9/18	2,800.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	2017/9/18	200.00	2.75	0.00
MLF(投放)184D	MLF(回笼)	2017/9/16	1,135.00	3.05	10.00
净投放			3,365.00		
净投放(含国库现金)			3,365.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

上周受到月中缴税缴准、利率债供给规模较大等因素影响,虽然央行在公开市场上进行较大幅的净投放,但跨季资金利率仍出现上涨,其中 21 天逆回购利率涨幅高达 70bp,周度资金面由偏紧到紧势略缓。

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 0bp 至 2.85%; 7 天期下行 10bp 至 3.48%; 14 天期上行 8bp 至 4.10%; 21 天期上行 70bp 至 4.91%; 1 个月期上行 8bp 至 4.85%。

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,周一 2800 亿元

MLF 到期，周二 1300 亿元逆回购到期，周三 400 亿元逆回购到期，周四 700 亿元逆回购到期，周五 1600 亿元逆回购到期，考虑到本周将跨节跨季，预计央行仍将进行净投放来维稳资金面，资金利率仍有上行压力。

图表 7：本周公开市场操作情况 (20170925-20171001)

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	2017/9/26	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/28	400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/27	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/27	200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/28	300.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/9/29	600.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/29	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/9/25	2,800.00	2.45	0.00
净投放			-6800.00		
净投放(含国库现金)			-6800.00		

资料来源：WIND，兴证期货

## 2 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货偏弱震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.14% 收于 97.555 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.25% 收于 95.115 元；现券方面，短端和超长端国债收益率小幅下行，其他主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中 5 年期上行 1.6 个 bp 至 3.6155%，10 年期上行 2.27 个 bp 至 3.6209%。上周在资金面由紧转略松、国债供给规模较大而需求一般、财政部进行 1 年期国债随买操作和美联储如预期缩表并暗示 12 月可能加息的共同影响下，债券市场整体偏弱震荡。五年期债走势稍强于现券，正向套利机会仍较明显，主力合约持仓量创新高，而十年期债走势稍弱于现券。

#### (1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1712 周跌 0.14%，收于 97.555 元；下季合约 TF1803 周跌 0.13%，收于 97.71 元；隔季合约 TF1806 周涨 0.00%，收于 97.82 元。

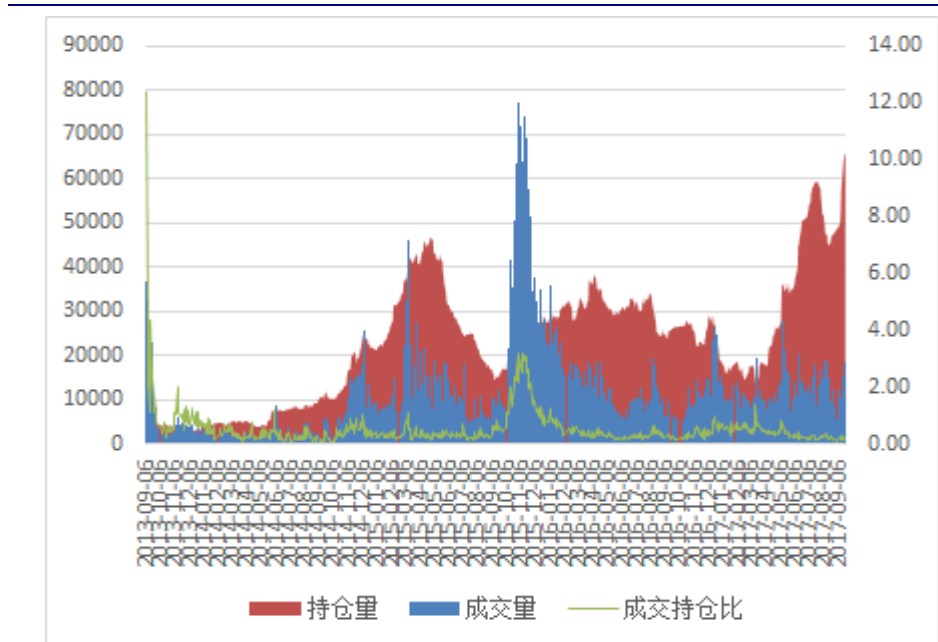
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 11157 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周增仓 5559 手，目前持仓 64748 手，截止 9 月 22 日，5 年期三个合约合计持仓 65645 手，周增仓 5634 手。

图表 9：5 年期国债期货成交持仓情况



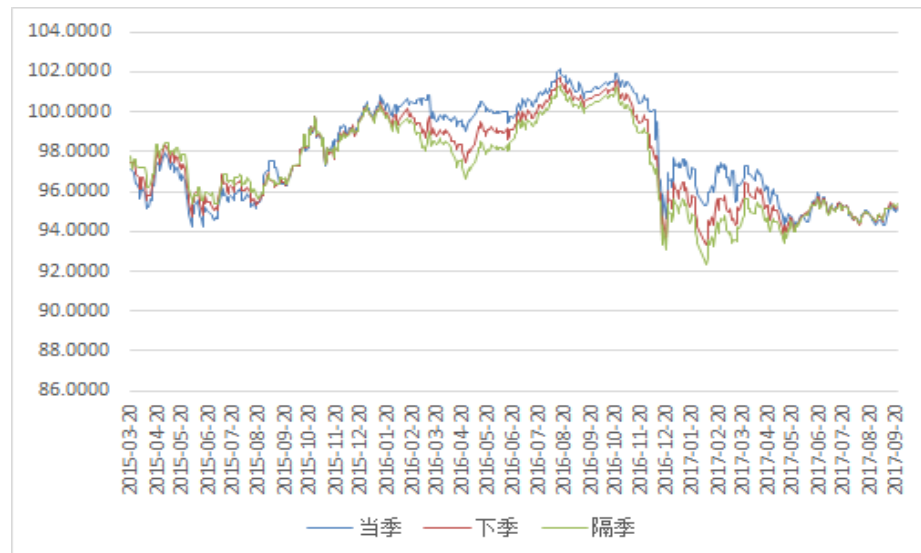
数据来源：WIND，兴证期货



(2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货主力合约 T1712 周跌 0.25%，收于 95.115 元；下季合约 T1803 周跌 0.22%，收于 95.245 元；隔季合约 T1803 周涨 0.29%，收于 95.375 元。

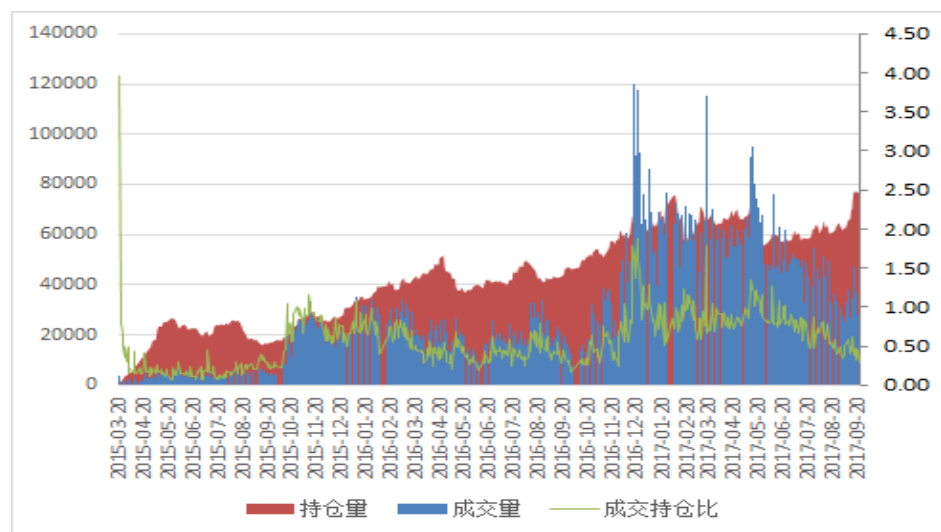
图表 10：10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 29496.2 手，主力 T1712 合约周减仓 866 手，持仓 74306 手，截至 9 月 22 日，10 年期三个合约合计持仓 76105 手，持仓减少 700 手。

图表 11：10 年期国债期货成交持仓走势



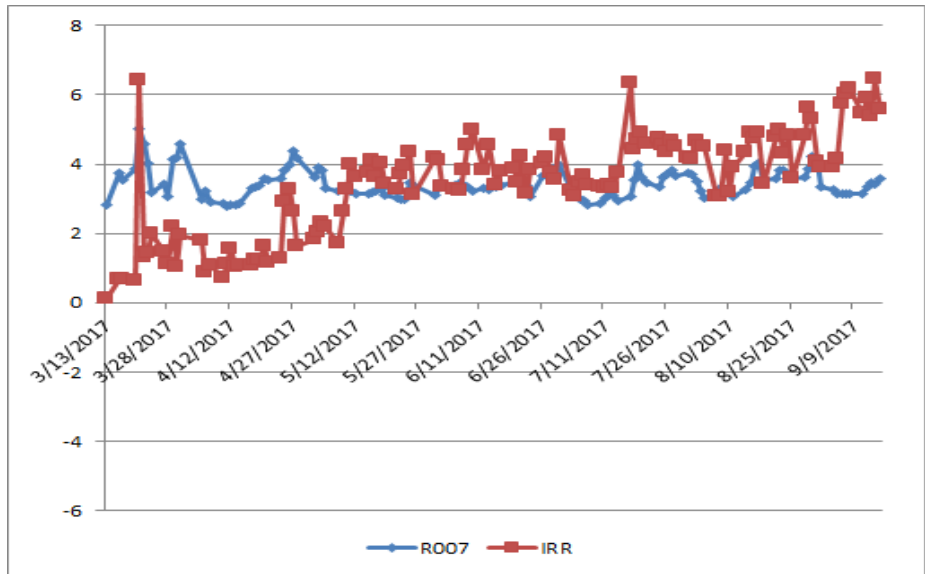
数据来源：WIND，兴证期货



## 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 小幅走低，IRR 继续位于相对高位，在上周一到上周五有明显的正向期现套利机会。

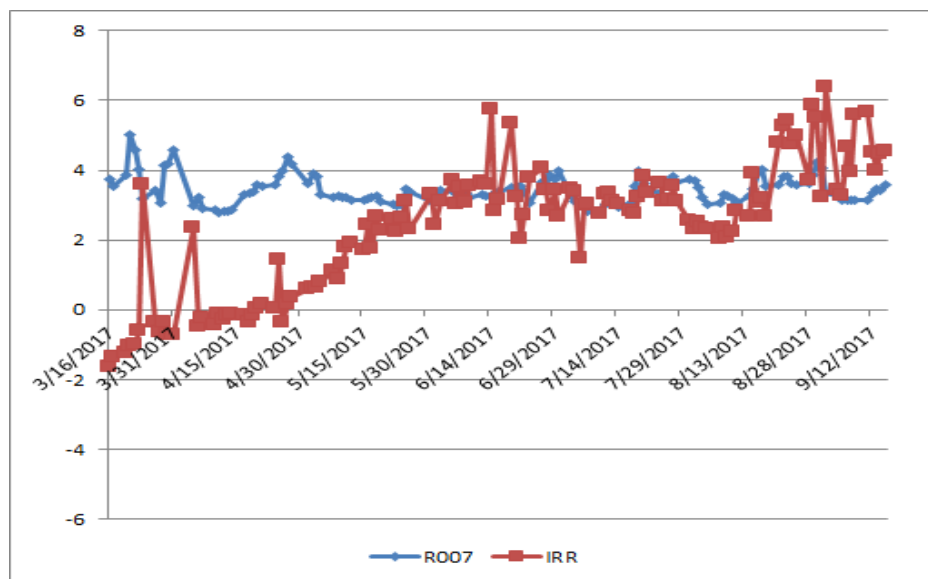
图表 12：近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 小幅走低，且 IRR 相对位于高位，在上周二、上周三和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

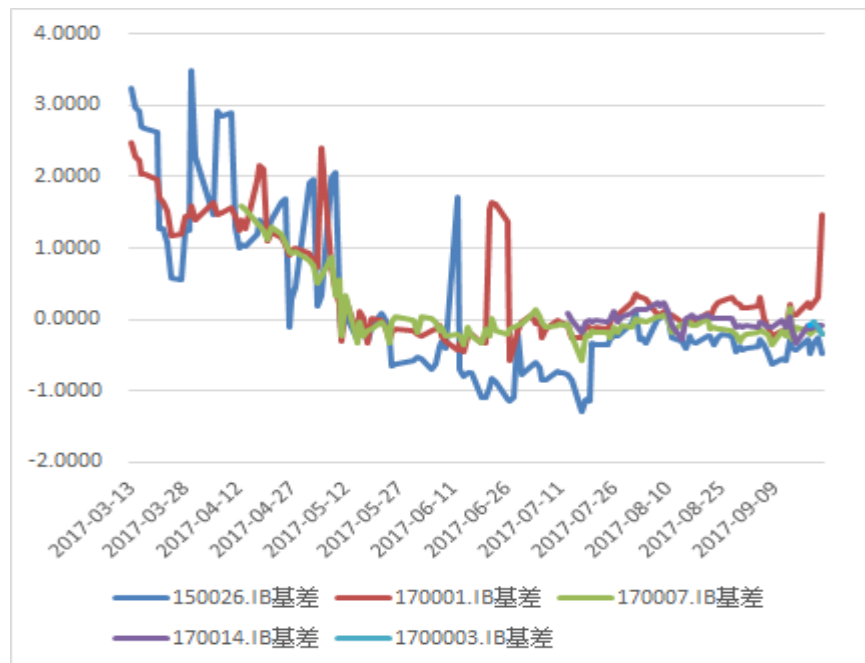


数据来源：WIND，兴证期货

## 2.3 活跃券基差走势分析

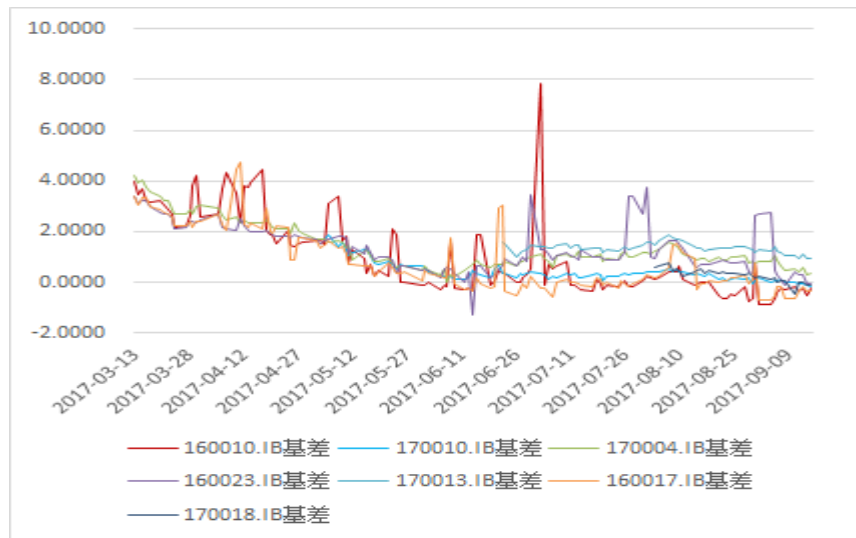
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB 的基差负向走扩，适宜做空基差，170001.IB 和 170014.IB 的基差分别由负大幅转正和负向收窄，适宜做多基差；TF1712 合约的活跃券 160010.IB 和 170004.IB 的基差收窄，适宜做空基差，170010.IB、160017.IB、160023.IB、170013.IB 和 170018.IB 的基差扩大，适宜做多基差。

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

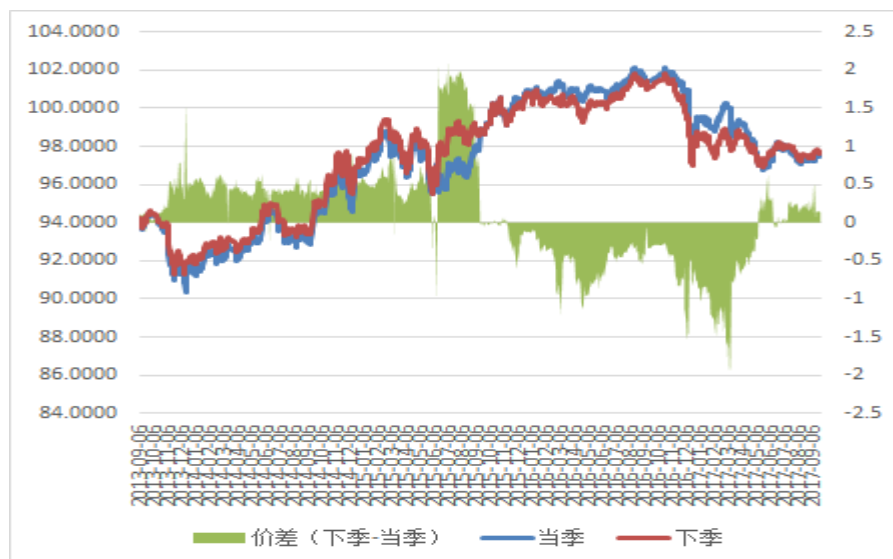


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 跨期价差分析

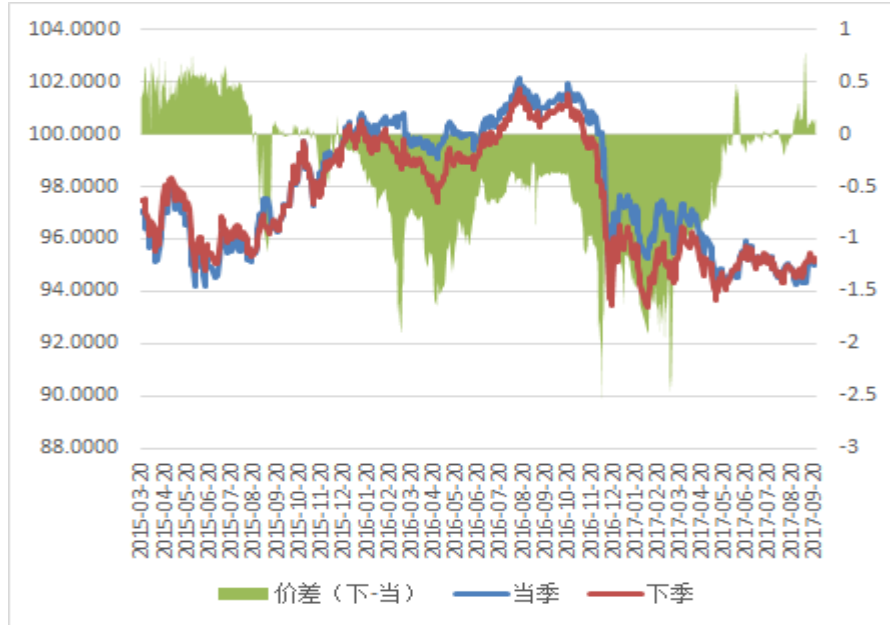
上周 5 年期债合约价差正向微幅扩大, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐; 上周 10 年期债合约价差正向微幅扩大, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价差策略推荐。

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

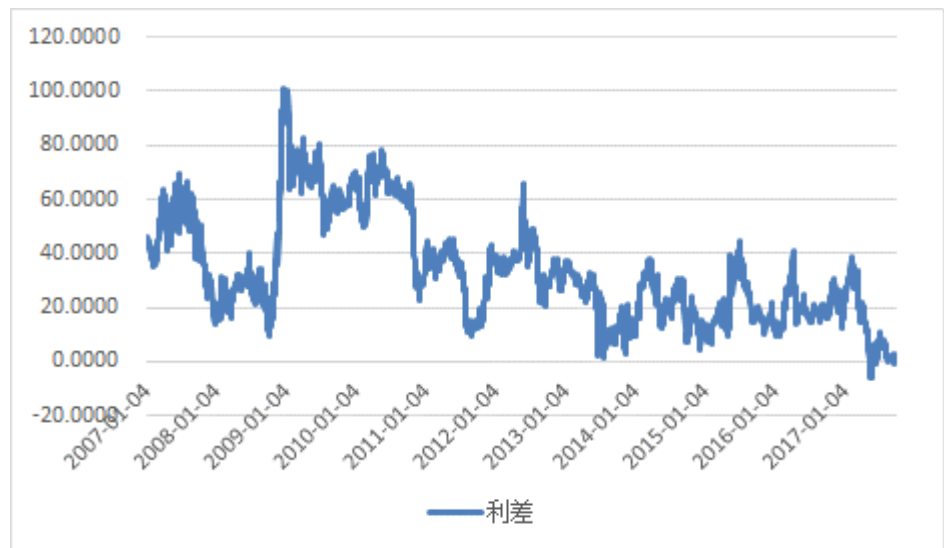


数据来源：WIND，兴证期货

## 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小幅亏损 (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
9/22/2017	130005.IB	99.3116	3.6609	6.4586	-0.653
9/21/2017	130005.IB	99.387	3.6453	5.5786	-0.4649
9/20/2017	130005.IB	99.4263	3.6372	5.717	-0.5024
9/19/2017	130005.IB	99.3543	3.652	6.2999	-0.641
9/18/2017	130005.IB	99.5043	3.6211	5.2822	-0.4142
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

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
9/22/2017	170010.IB	99.0316	3.64	4.0753	-0.1111
9/21/2017	160010.IB	94.1393	3.7	3.6498	-0.118
9/20/2017	170010.IB	99.0305	3.64	4.068	-0.1122
9/19/2017	170010.IB	99.1264	3.628	3.957	-0.0892
9/18/2017	170018.IB	99.7909	3.615	3.523	0.0067
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

数据来源: WIND, 兴证期货

### 3 周度策略建议

从经济基本面来看, 上周暂无重要数据公布, 基本面对债市支撑力度在边际上增强; 从政策面看, 市场对国内监管担忧仍存, 美联储如预期缩表并暗示 12 月仍有加息可能; 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仍有可能不及预期的紧, 本周公开市场有 6800 亿逆回购集中到期, 资金到期压力较大, 且叠加跨季和跨节扰动, 预计央行会进行净投放来维稳资金面; 从供需来看, 上周一级市场显示国债供给规模较大, 需求一般, 本周暂无国债供给。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) 或关注做多机会。

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。本报告清晰准确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。