

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

上周期债超跌反弹，本周或偏弱震荡

2017年10月23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 0.27% 收于 96.99 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.57% 收于 94.08 元；现券方面，除 1 年期下行外，其他主要期限国债收益率出现较大幅度的上行，其中 5 年期上行 4.64 个 bp 至 3.7246%，10 年期上行 4.77 个 bp 至 3.7217%，其中 10 年期国债突破年内高点周中触及 3.74% 高位，收益率曲线走陡。上周由于对央行行长关于下半年 GDP 达到 7% 言论的强烈反应令市场对基本面预期转好，期债超跌，而实际公布三季度数据仅小幅反弹，同时开会期间银监会再度重申金融监管引发市场对四季度监管担忧，期债超跌反弹，但反弹力度稍显不足，市场情绪仍偏谨慎。国债期货较大幅走弱，基本上无正套空间。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的三季度 GDP 为 6.8%，下半年达到 7% 增速压力较大，同时公布的 9 月经济数据较上月小幅反弹，目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，银监会强调金融监管将继续引发市场对其担忧，且美联储 12 月可能加息；从资金面来看，上周央行在公开市场上进行大额净投放，资金面略偏宽松，本周有 4800 亿元逆回购到期，叠加顺延的缴税扰动，资金面将承压，预计央行会进行对冲；从供需来看，上周一二级市场发行利率虽低于二级市场但 5 年期国债发行利率亦创出近三年新高，国债需求一般，关注本周将新发的 360 亿元 3 年期国债和续发的 360 亿元 7 年期国债，供给压力相对较大。本周若无利好消息刺激，预计期债仍可能偏弱震荡。操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者暂观望为主或继续多 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 3403.76 亿元，较前周变化不大。上周 2 年期国债中标利率 3.5619%，低于二级市场收益率，边际利率 3.6218%，投标倍数 2.06；5 年期国债中标利率 3.73%，低于二级市场收益率，边际利率 3.77%，投标倍数 4.0，发行收益率创 2014 年 5 月以来最高。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况 (20171016-20171022)

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
2017/10/19	WI172007	360.00	7.00	3.69		
2017/10/19	WI172303	360.00	3.00			
2017/10/20	17贴现国债49	150.00	0.25			
2017/10/19	17进出11	30.00	1.00	3.76	----	
2017/10/19	17进出10(增10)	30.00	3.00	4.03	----	
2017/10/19	17进出09(增14)	40.00	5.00	4.11	----	
2017/10/19	17进出03(增23)	30.00	10.00	4.11	----	
2017/10/19	17国开08(增8)	50.00	7.00	4.30	----	
2017/10/19	17国开06(增24)	70.00	5.00	4.02	----	
2017/10/20	17付息国债22	280.00	30.00			
2017/10/18	17农发15(增5)	70.00	10.00	4.39	----	
2017/10/18	17农发10(增11)	70.00	1.00	3.58	----	
2017/10/18	17农发04(增25)	30.00	7.00	3.83	----	
2017/10/17	17国开11	71.00	1.00	3.83	----	
2017/10/19	17云南17(续发)	22.00	10.00	4.11		
2017/10/19	17云南15(续发)	23.50	5.00	3.95		
2017/10/17	17国开15(增7)	150.00	10.00	4.24	----	
2017/10/17	17国开09(增4)	60.00	3.00	4.14	----	
2017/10/18	17付息国债21	360.00	5.00	3.73		
...						
合计		3,403.76				

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（20171023-20171029）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-10-25	17农发15(增6)	80.00	10.00	政策银行债
2017-10-25	17农发10(增12)	70.00	1.00	政策银行债
2017-10-25	17农发04(增26)	30.00	7.00	政策银行债
2017-10-24	17国开15(增8)	150.00	10.00	政策银行债
2017-10-24	17国开11(增发)	30.00	1.00	政策银行债
2017-10-24	17国开09(增5)	50.00	3.00	政策银行债
2017-10-24	17国开08(增9)	30.00	7.00	政策银行债
2017-10-24	17国开06(增25)	60.00	5.00	政策银行债
2017-10-25	17付息国债23	360.00	3.00	国债
2017-10-25	17付息国债20(续发)	360.00	7.00	国债
2017-10-23	17农发12(增7)	50.00	5.00	政策银行债
2017-10-23	17农发11(增7)	50.00	3.00	政策银行债
2017-10-26	17辽宁债20	21.17	7.00	地方政府债
2017-10-26	17辽宁债19	29.00	5.00	地方政府债
2017-10-26	17辽宁债18	22.00	3.00	地方政府债
2017-10-26	17辽宁债17	76.46	7.00	地方政府债
2017-10-26	17辽宁债16	100	5	地方政府债
2017-10-26	17辽宁债15	77.00	3.00	地方政府债
2017-10-24	17广西债28	40.00	10.00	地方政府债
.....				
合计		2,294.63		

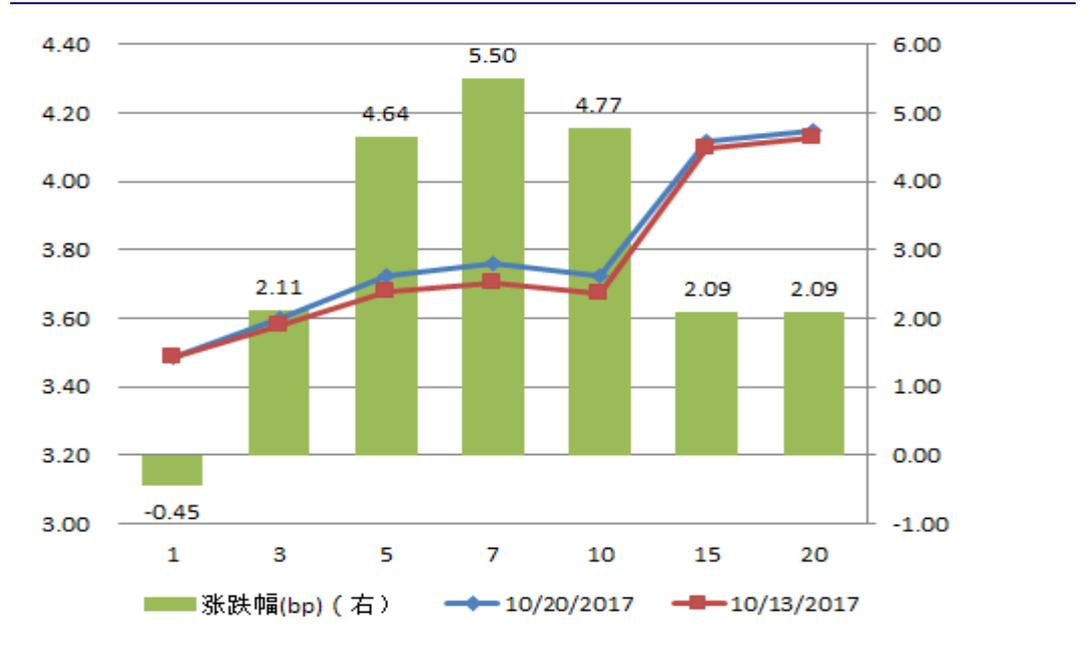
数据来源：WIND，兴证期货

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 2294.63 亿元，其中有新发的 360 亿元 3 年期国债和续发的 360 亿元 7 年期国债，本周供给压力较大。

1.2 利率债二级市场变化

上周除 1 年期外，其他主要期限国债收益率出现较大幅度的上行，其中 5 年期上行 4.64 个 bp 至 3.7246%，10 年期上行 4.77 个 bp 至 3.7217%，其中 10 年期国债突破年内高点周中触及 3.74% 高位。上周由于对央行行长关于下半年 GDP 达到 7% 言论的强烈反应令市场对基本面预期转好，而实际公布三季度数据仅小幅反弹，同时开会期间银监会再度重申金融监管引发市场对四季度监管担忧，现券收益率先大幅上涨后回落，但回落幅度有限。

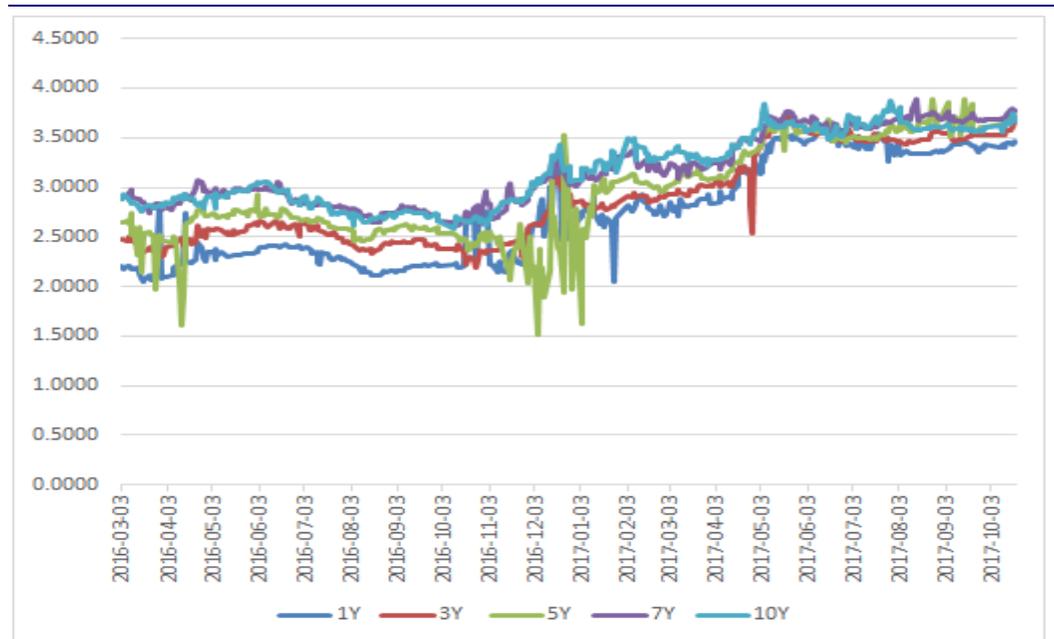
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



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 0.45 个 BP 至 3.4836%, 三年期上行 2.11 个 BP 至 3.6012%, 五年期上行 4.64 个 BP 至 3.7246%, 七年期上行 5.50 个 BP 至 3.7599%, 十年期上行 4.77 个 BP 至 3.7217%。

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 货币市场利率涨跌不一

上周央行在公开市场进行 4100 亿 7 天逆回购操作, 同时有 800 亿 7 天逆回购到期, 净投放 3300 亿; 进行 3200 亿 14 天逆回购操作, 同时有 0 亿 14 天逆回购到期, 净投放 3200 亿, 上周进行 0 亿 28 天逆回购操作, 同时有 900 亿 28 天逆回购到期, 净回笼 900 亿, 上周进行 0 亿元 MLF, 到期 3555 亿元 MLF, 上周进行 800 亿元国库现金定存, 央行上周在公开市场上进行 2845 亿元的净投放来维稳资金面。

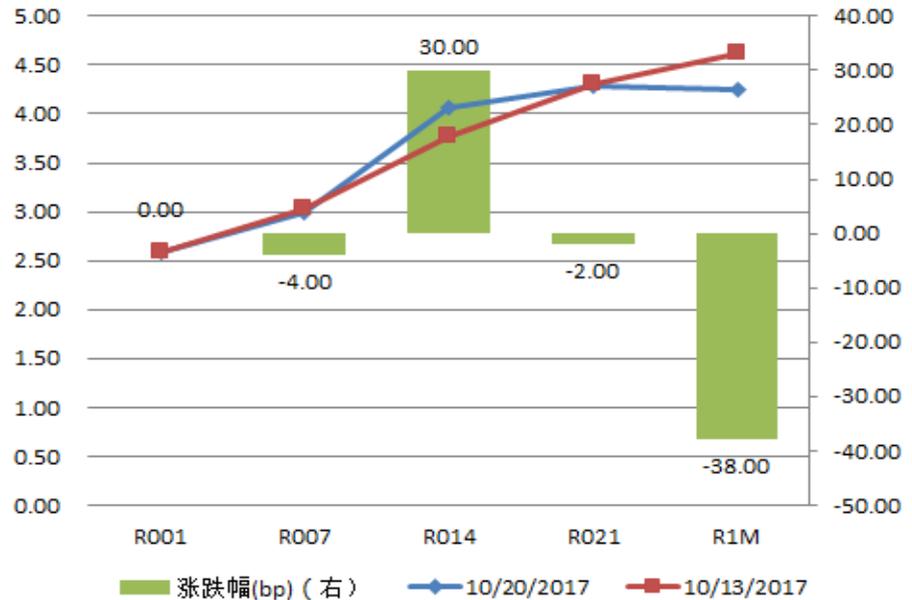
图表 5: 上周公开市场操作情况 (20171016-20171022)

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28D	逆回购到期	10/20/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/19/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/16/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/17/2017	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/18/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/18/2017	100.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/17/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/19/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购14D	逆回购	10/20/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/17/2017	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	10/16/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	10/20/2017	500.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/18/2017	1,400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/18/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	10/19/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/19/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	10/17/2017	900.00	2.60	0.00
国库定存3个月	国库现金定存	10/16/2017	800.00	4.42	-9.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	10/18/2017	2,275.00	3.00	0.00
MLF(投放)183D	MLF(回笼)	10/17/2017	1,280.00	3.05	20.00
净投放(含国库现金)			2,845.00		
净投放			2,045.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

上周央行在公开市场上进行大额净投放, 资金面略偏宽松。

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 0bp 至 2.59%; 7 天期下行 4bp 至 2.99%; 14 天期上行 30bp 至 4.06%; 21 天期下行 2bp 至 4.29%; 1 个月期下行 38bp 至 4.24%。

本周公开市场有 4800 亿元资金集中到期, 到期压力较大, 同时叠加缴税扰动, 资金面将承压, 预计央行会进行净投放来维稳资金面。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20171023-20171029)

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	2017/10/26	800.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/23	400.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/25	1,600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/24	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/27	500.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/24	100.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/23	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/26	200.00	2.75	0.00
净投放			-4800.00		
净投放(含国库现金)			-4800.00		

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弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.27% 收于 96.99 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.57% 收于 94.08 元。上周由于对央行行长关于下半年 GDP 达到 7% 言论的强烈反应令市场对基本面预期转好，而实际公布三季度数据仅小幅反弹，同时开会期间银监会再度重申金融监管引发市场对四季度监管担忧，期债先超跌，后出现反弹，但反弹力度稍显不足，市场情绪仍偏谨慎。国债期货较大幅走弱，已经无正套空间。

(1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1712 周跌 0.27%，收于 96.99 元；下季合约 TF1803 周跌 0.29%，收于 97.26 元；隔季合约 TF1806 周跌 0.36%，收于 97.465 元。

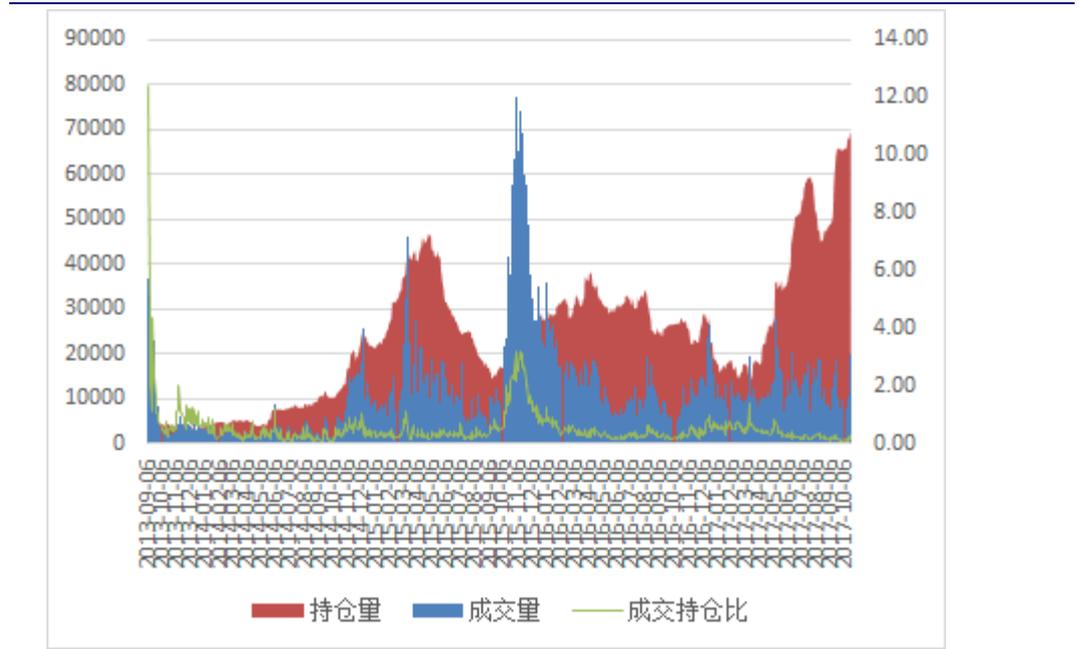
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 14511.4 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周增仓 324 手，目前持仓 66945 手，截止 10 月 20 日，5 年期三个合约合计持仓 68796 手，周增仓 968 手。

图表 9：5 年期国债期货成交持仓情况

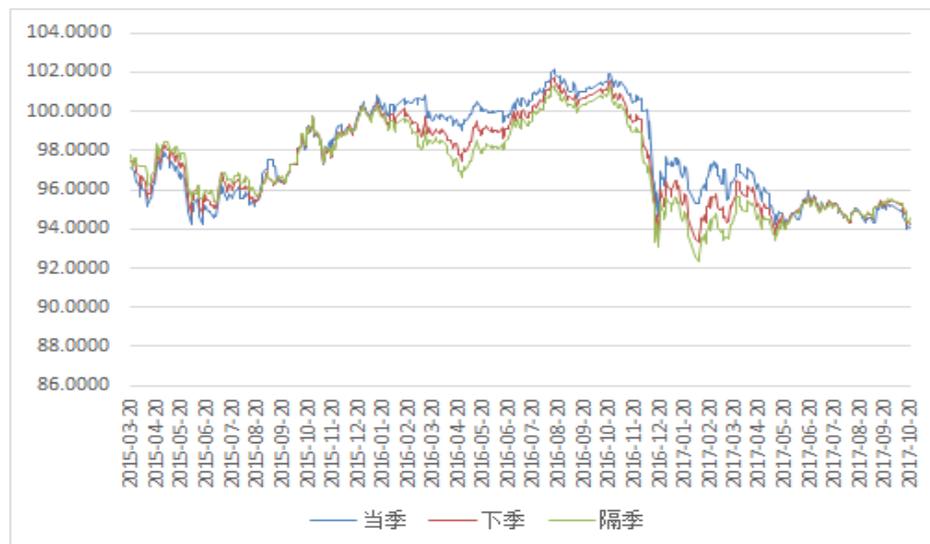


数据来源：WIND，兴证期货

(2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货主力合约 T1712 周跌 0.57%，收于 94.08 元；下季合约 T1803 周跌 0.72%，收于 94.26 元；隔季合约 T1803 周跌 0.54%，收于 94.60 元。

图表 10：10 年期国债期货各合约近期走势

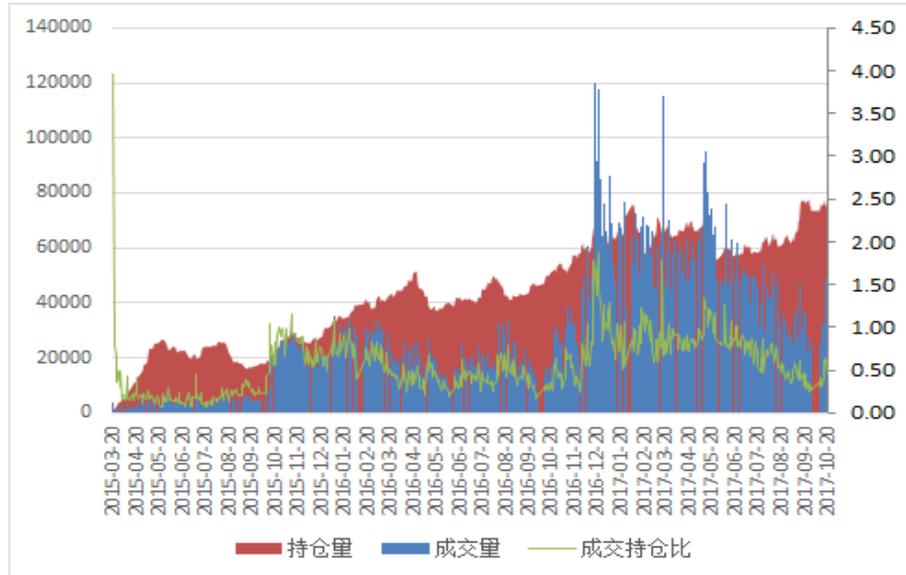


数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 41343.6 手，主力 T1712 合约周减仓 2560 手，

持仓 69188 手，截至 10 月 20 日，10 年期三个合约合计持仓 75492 手，持仓增加 174 手。

图表 11: 10 年期国债期货成交持仓走势

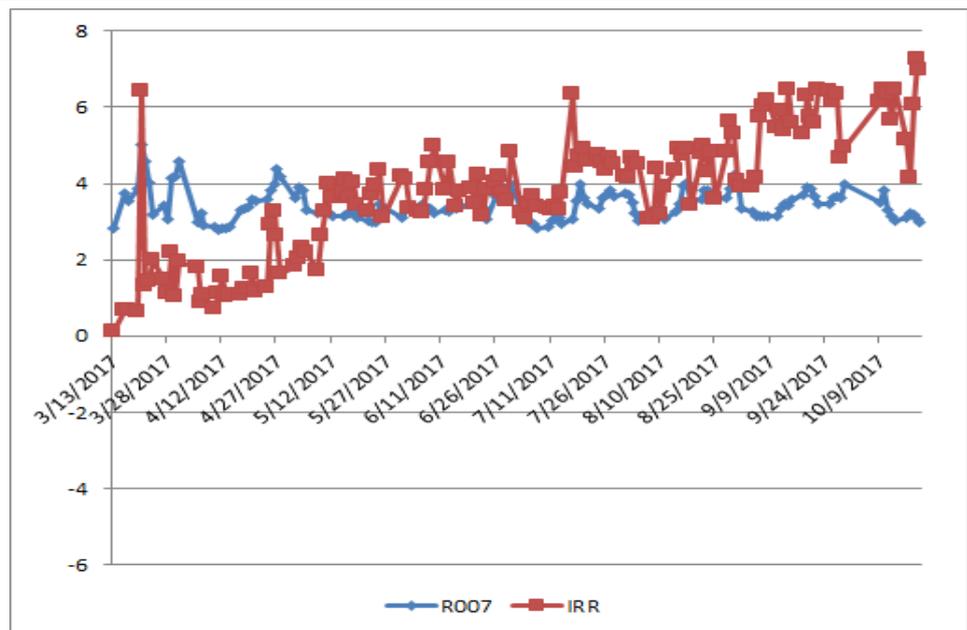


数据来源：WIND，兴证期货

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 震荡走低，IRR 在下半周继续位于相对高位，在上周三到上周五 CTD 券明显的正向期现套利机会。

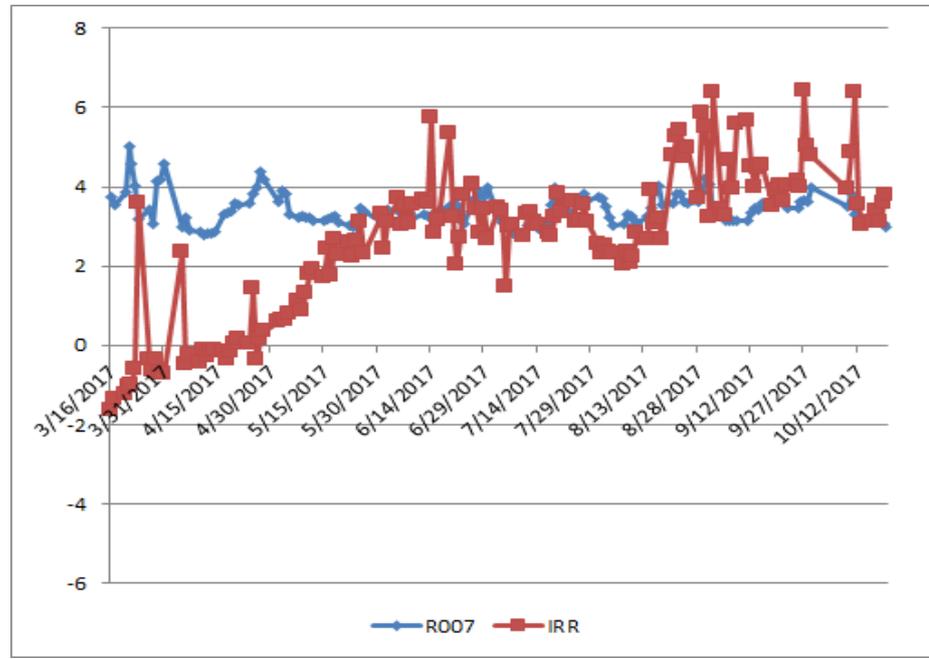
图表 12: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡走低,且 IRR 走低,在上周无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

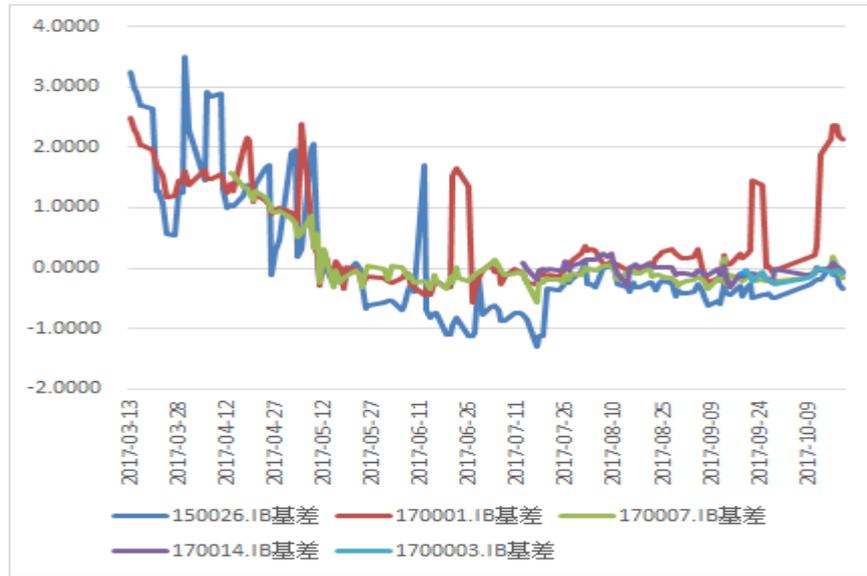


数据来源: WIND, 兴证期货

2.3 活跃券基差走势分析

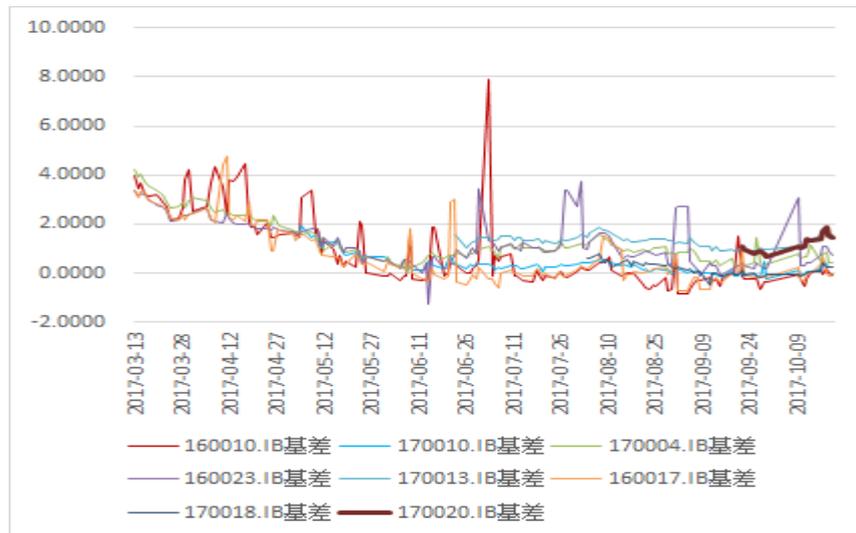
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 的基差负向扩大, 适宜做空基差, 170001.IB 的基差适宜做多; T1712 合约的活跃券 160010.IB、170004.IB、160017.IB 适宜做空基差, 170010.IB、160023.IB、170013.IB、170018.IB 和 170020.IB 的基差扩大, 适宜做多基差。

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



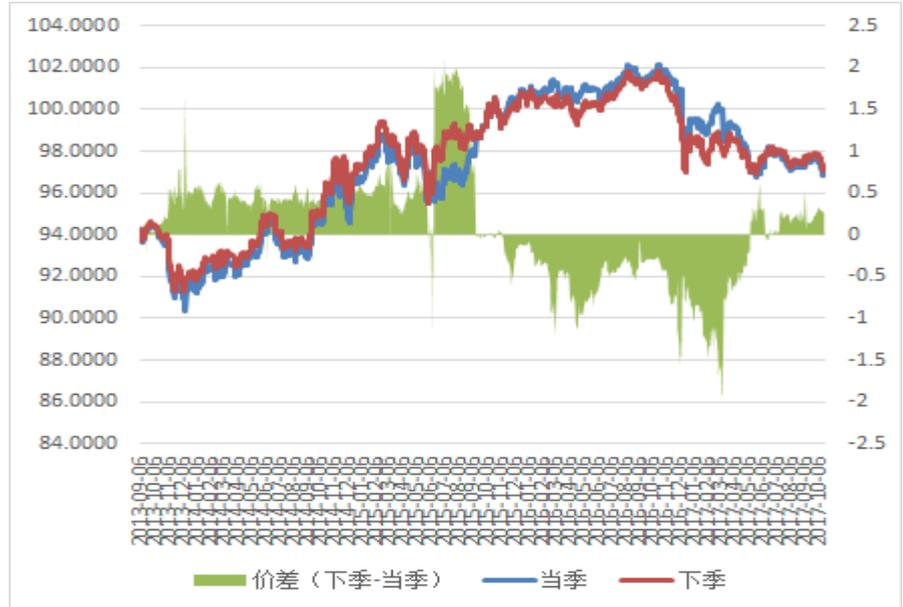
数据来源: WIND, 兴证期货

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

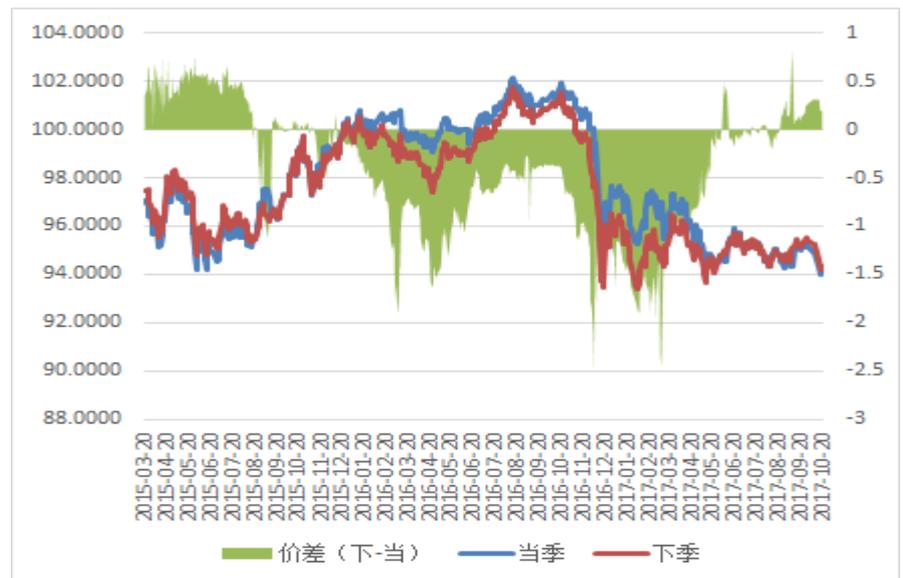
差策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向小幅收窄，由于期债不处于移仓换月阶段，无跨期价差策略推荐。

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

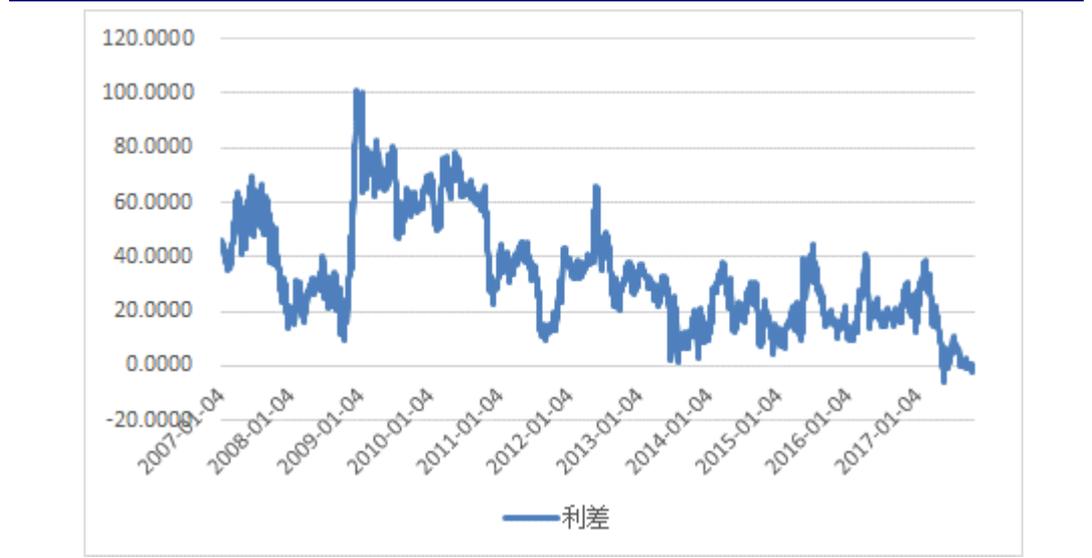


数据来源：WIND，兴证期货

2.5 跨品种套利机会

近期 10 年期和 5 年期收益率利差先负向走扩后收窄，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亏损收窄 (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
10/20/2017	130005.IB	98.9131	3.7461	6.9936	-0.5033
10/19/2017	130005.IB	98.8046	3.7686	7.2573	-0.5503
10/18/2017	130005.IB	98.7981	3.7699	6.0357	-0.3775
10/17/2017	1700005.1	99.2003	3.77	4.1482	-0.0823
10/16/2017	130005.IB	99.177	3.6904	5.1369	-0.2548
10/13/2017	130005.IB	99.1812	3.6894	6.4691	-0.4862
10/12/2017	130005.IB	99.3208	3.6601	5.6372	-0.3569
10/11/2017	130005.IB	99.3429	3.6555	6.3476	-0.4834
10/10/2017	130005.IB	99.3575	3.6524	6.4549	-0.5098
10/9/2017	130005.IB	99.4371	3.6358	6.1258	-0.4609

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
10/20/2017	160017.IB	92.1794	3.795	3.7904	-0.1158
10/19/2017	160017.IB	92.2088	3.79	3.5947	-0.0913
10/18/2017	160017.IB	92.0829	3.8075	3.0853	-0.0212
10/17/2017	160010.IB	93.273	3.83	3.4114	-0.0413
10/16/2017	170018.IB	99.0614	3.7046	3.0893	0.0746
10/13/2017	170010.IB	98.7594	3.675	3.05	0.0858
10/12/2017	170018.IB	99.3015	3.675	3.5614	0
10/11/2017	160010.IB	93.6843	3.7694	6.4339	-0.5283
10/10/2017	160017.IB	92.7604	3.71	4.8656	-0.3142
10/9/2017	170018.IB	99.505	3.65	3.95	-0.0693

数据来源: WIND, 兴证期货

3 周度策略建议

从经济基本面来看, 上周公布的三季度 GDP 为 6.8%, 下半年达到 7% 增速压力较大, 同时公布的 9 月经济数据较上月小幅反弹, 目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在; 从政策面看, 银监会强调金融监管将继续引发市场对其担忧, 且美联储 12 月可能加息; 从资金面来看, 上周央行在公开市场上进行大额净投放, 资金面略偏宽松, 本周有 4800 亿元逆回购到期, 叠加顺延的缴税扰动, 资金面将承压, 预计央行会进行对冲; 从供需来看, 上周一级市场发行利率虽低于二级市场但 5 年期国债发行利率亦创出近三年新高, 国债需求一般, 关注本周将新发的 360 亿元 3 年期国债和续发的 360 亿元 7 年期国债, 供给压力相对较大。本周若无利好消息刺激, 预计期债仍可能偏弱震荡。操作上, 长期投资者可逢低做多, 短期投资者暂观望为主或继续多 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。