

上周期债大幅走弱，本周或仍偏弱震荡

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格编号： F0286569

投资咨询编号： Z0010856

尚芳

从业资格编号： F3013528

高歆月

从业资格编号： F3023194

联系人

尚芳

电话： 021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

2017年10月30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 0.65% 收于 96.355 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.86% 收于 93.275 元；现券方面，主要期限国债收益率出现大幅上行，其中 5 年期上行 9.65 个 bp 至 3.8211%，10 年期上行 10.49 个 bp 至 3.8266%，其中 10 年期国债升破 3.8% 创近三年的高点，曲线走陡。上周前两天期债区间震荡，现券收益率亦窄幅震荡，上周三由于传言同业负债将减少令市场恐慌，叠加外围债券收益率走高和国内资金面紧张，期债破位大幅下行，同时现券收益率亦大幅上行近 5 个 bp，虽然央行澄清消息不实且首次进行 63 天逆回购询量，期债虽止跌企稳但并未出现明显反弹，反映市场对监管担忧仍较重，情绪悲观，现券收益率亦维持高位，上周五期债尾盘再度跳水，现券收益率亦随之再次走高，可能与将公布的经济数据较好有关。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，关注本周将公布的 PMI 数据，目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在，但市场预期未来基本面走势或令债市承压；从政策面看，同业负债占比减少传闻虽被央行澄清不实，但市场对监管担忧明显较重，且美联储 12 月可能加息亦令国内货币政策可能承压；从资金面来看，上周央行虽然进行净投放且首次进行 63 天期逆回购操作，但缴税叠加利率债供给加大，资金面偏紧，资金利率上行，本周公开市场有 10070 亿元逆回购和 MLF 到期，预计央行将进行对冲，但市场对资金面预期不太乐观；从供需来看，上周一级市场发行利率与二级市场相差不大，国债需求较弱，关注本周新发的各 320 亿元 1 年期和 10 年期国债和续发的 340 亿元 5 年期特别国债的发行利率和投标倍数，本周供给压力大。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) 或期债将移仓换月，关注跨期价差。

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 3969.98 亿元，较上周小幅增加。上周 3 年期续发国债中标利率为 3.6%，投标倍数 2.0，7 年期续发国债中标利率 3.7714%，投标倍数 2.72，中标利率与二级市场收益率水平相差不大，需求较弱。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20171023-20171029）

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
2017/10/26	WI172401	320.00	1.00			
2017/10/26	WI172510	320.00	10.00			
2017/10/24	WI170305	340.00	5.00	3.59		
2017/10/26	国开1704(增3)	50.00	3.00	3.89		
2017/10/26	国开1703(增3)	100.00	1.00	3.45		
2017/10/27	17贴现国债50	150.00	0.25			
2017/10/26	17进出10(增11)	30.00	3.00	4.03		
2017/10/26	17进出09(增15)	40.00	5.00	4.11		
2017/10/26	17进出03(增24)	30.00	10.00	4.11		
2017/10/25	17农发15(增6)	80.00	10.00	4.39	-----	
2017/10/25	17农发10(增12)	70.00	1.00	3.58	-----	
2017/10/25	17农发04(增26)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/10/24	17国开15(增8)	150.00	10.00	4.24	-----	
2017/10/24	17国开11(增发)	30.00	1.00	3.83	-----	
2017/10/24	17国开09(增5)	50.00	3.00	4.14	-----	
2017/10/24	17国开08(增9)	30.00	7.00	4.30	-----	
2017/10/24	17国开06(增25)	60.00	5.00	4.02	-----	
2017/10/25	17付息国债23	360.00	3.00	3.60		
2017/10/25	17付息国债20(续发)	360.00	7.00	3.69		
...						
合计		3,969.98				

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：本周一级市场利率债计划发行概况（20171030-20171103）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-11-01	17农发15(增7)	70.00	10.00	政策银行债
2017-11-01	17农发10(增13)	70.00	1.00	政策银行债
2017-11-01	17农发04(增27)	30.00	7.00	政策银行债
2017-10-31	17国开15(增9)	150.00	10.00	政策银行债
2017-10-31	17国开11(增2)	60.00	1.00	政策银行债
2017-10-31	17国开06(增26)	70.00	5.00	政策银行债
2017-11-01	17付息国债25	320.00	10.00	国债
2017-11-01	17付息国债24	320.00	1.00	国债
2017-10-30	17农发12(增8)	50.00	5.00	政策银行债
2017-10-30	17农发11(增8)	50.00	3.00	政策银行债
2017-10-30	17特别国债03(续发)	340.00	5.00	国债
2017-11-02	17江苏债29	148.00	7.00	地方政府债
2017-11-02	17江苏债28	148.10	3.00	地方政府债
2017-11-02	17江苏债27	85.00	10.00	地方政府债
2017-11-02	17江苏债26	85.00	7.00	地方政府债
2017-11-02	17江苏债25	85.00	5.00	地方政府债
2017-11-02	17江苏债24	86.2	3	地方政府债
2017-10-31	17贵州债22	60.00	10.00	地方政府债
2017-10-31	17贵州债21	90.00	7.00	地方政府债
.....				
合计		2,778.01		

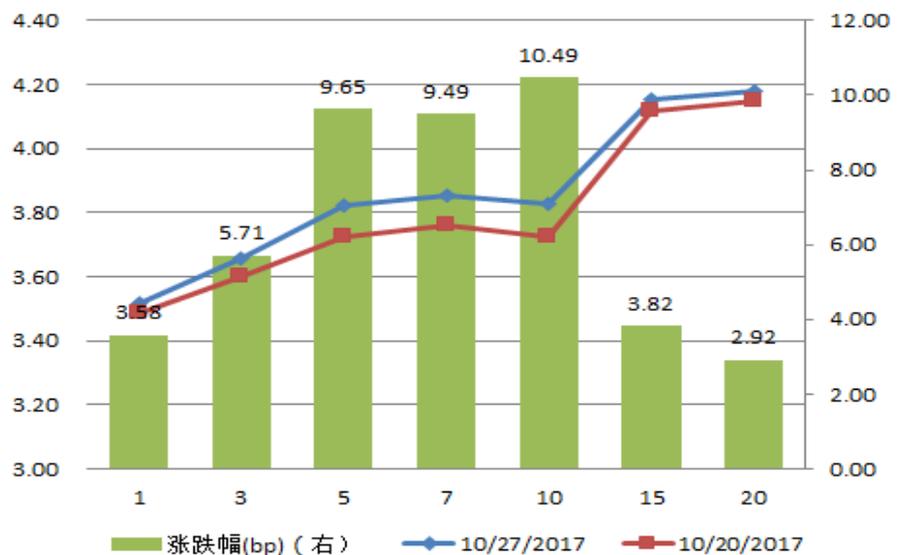
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示,本周利率债计划规模为 2778.01 亿元,其中有新发的各 320 亿元 1 年期和 10 年期国债和续发的 340 亿元 5 年期特别国债,本周供给压力大。

1.2 利率债二级市场变化

上周主要期限国债收益率出现大幅上行,其中 5 年期上行 9.65 个 bp 至 3.8211%,10 年期上行 10.49 个 bp 至 3.8266%,其中 10 年期国债创近三年的高点升破 3.8%。上周一和上周二现券收益率窄幅震荡,上周三由于传言同业负债占比将减少,叠加外围债券收益率均上行及资金面紧张令市场恐慌,收益率快速大幅攀升,央行虽进行澄清且首次进行 63 天逆回购,但现券反应不大,上周四收益率依然维持高位,上周五可能现券又出现较大幅度上行,可能与将公布的经济数据有关。

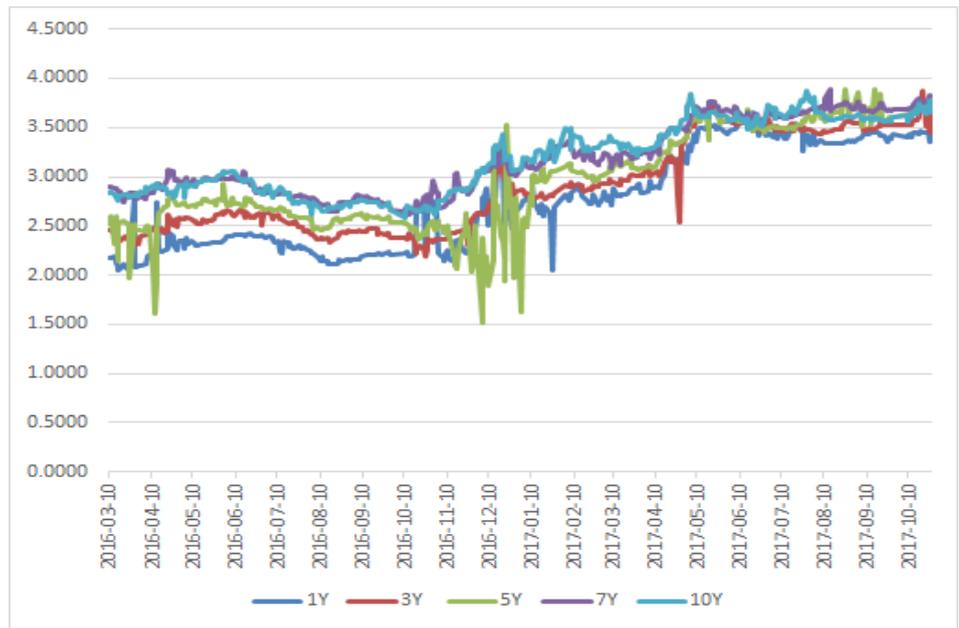
图 1: 各期限国债收益率一周变化情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

具体来看,上周一年期国债收益率上行 3.58 个 BP 至 3.5194%,三年期上行 5.71 个 BP 至 3.6583%,五年期上行 9.65 个 BP 至 3.8211%,七年期上行 9.49 个 BP 至 3.8548%,十年期上行 10.49 个 BP 至 3.8266%。

图 2：各关键年限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 货币市场大多数期限资金利率上行

上周央行在公开市场进行 4800 亿 7 天逆回购操作，同时有 4100 亿 7 天逆回购到期，净投放 700 亿；进行 3400 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 3400 亿，上周进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 700 亿 28 天逆回购到期，净回笼 700 亿，首次进行 500 亿 63 天逆回购操作，同时有 0 亿 63 天逆回购到期，净投放 500 亿，央行上周在公开市场上进行 3900 亿元的净投放来维稳资金面。

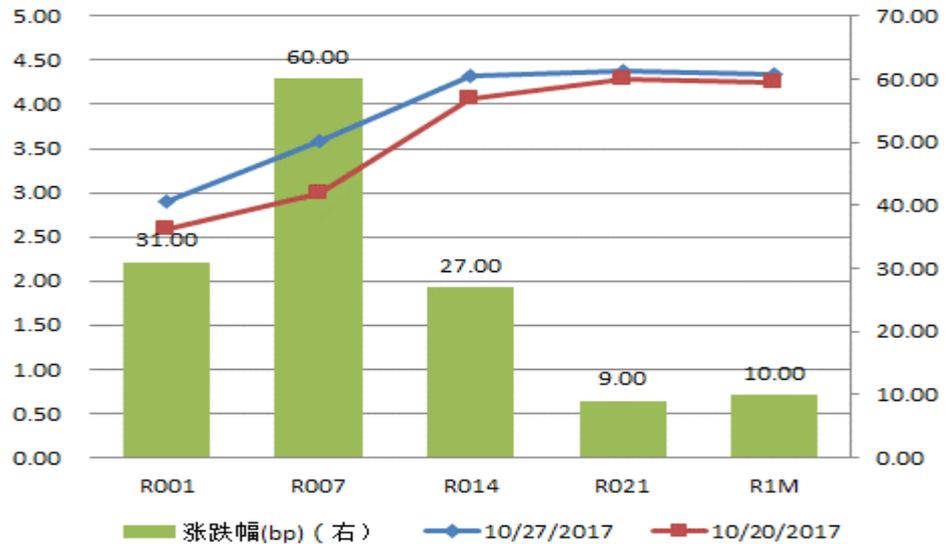
表 3：上周公开市场操作情况 (20171023-20171029)

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	10/26/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/23/2017	400.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/25/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/24/2017	1,000.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/27/2017	500.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/24/2017	100.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	10/23/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/26/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购14D	逆回购	10/25/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/24/2017	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/24/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/26/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/26/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/23/2017	1,100.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	10/27/2017	500.00	2.90	
逆回购7D	逆回购	10/27/2017	600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/27/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/25/2017	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	10/23/2017	900.00	2.60	0.00
净投放			3,900.00		
净投放(含国库现金)			3,900.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行虽然在公开市场上进行净投放，但由于缴税和利率债供给较大的扰动，大多数期限资金利率出现程度不一的上行。

图 3：银行间质押式回购利率一周变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从周度数据来看，银行间质押式回购利率隔夜上行 31bp 至 2.9%；7 天期上行 60bp 至 3.59%；14 天期上行 27bp 至 4.33%；21 天期上行 9bp 至 4.38%；1 个月期上行 10bp 至 4.34%。

本周公开市场有 10070 亿元资金集中到期，到期压力大，预计央行会进行净投放来维稳资金面。

表 4：本周公开市场操作情况 (20171030-20171103)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变 (bp)
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/1	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/2	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/1	1,400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/10/31	900.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/3	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/3	600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/30	1,100.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/2	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/31	1,300.00	2.45	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/11/3	2,070.00	3.00	0.00
净投放			-10070.00		
净投放(含国库现金)			-10070.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货大幅走弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.65% 收于 96.355 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.86% 收于 93.275 元；现券方面，主要期限国债收益率出现大幅上行，其中 5 年期上行 9.65 个 bp 至 3.8211%，10 年期上行 10.49 个 bp 至 3.8266%，其中 10 年期国债升破 3.8% 创近三年的高点，曲线走陡。上周前两天期债区间震荡，现券收益率亦窄幅震荡，上周三由于传言同业负债将减少令市场恐慌，叠加外围债券收益率走高和国内资金面紧张，期债破位大幅下行，同时现券收益率亦大幅上行近 5 个 bp，虽然央行澄清消息不实且首次进行 63 天逆回购询量，期债虽止跌企稳但并未出现明显反弹，反映市场对监管担忧仍较重，情绪悲观，现券收益率亦维持高位，上周五期债尾盘再度跳水，现券收益率亦随之再次走高，可能与将公布的经济数据较好有关。

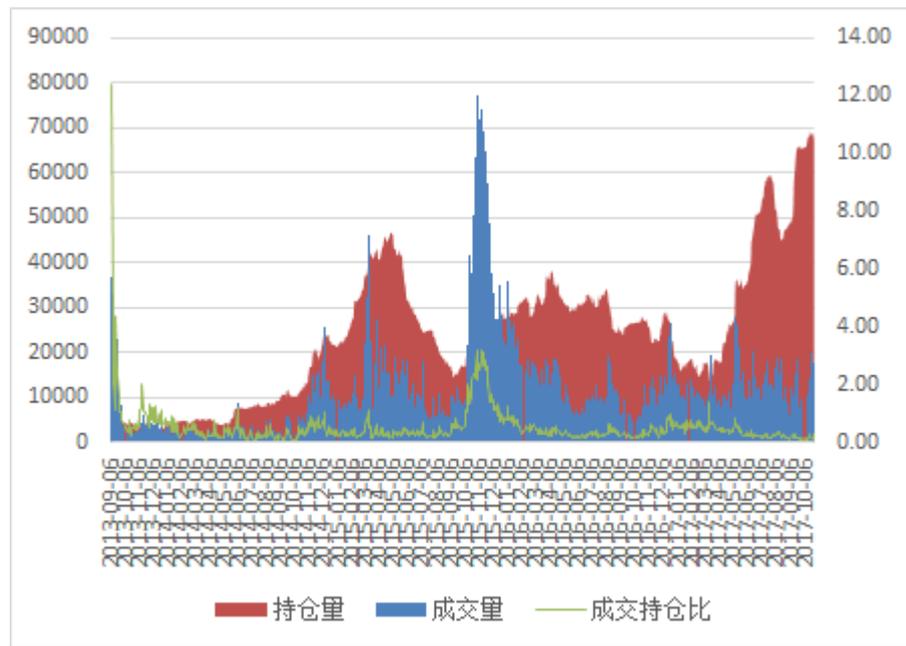
5 年期债主力合约 TF1712 周跌 0.65%，收于 96.355 元；下季合约 TF1803 周跌 0.62%，收于 96.66 元；隔季合约 TF1806 周跌 0.11%，收于 97.355 元。成交方面，三个合约日均成交 11957.2 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周减仓 3569 手，目前持仓 63286 手，截止 10 月 27 日，5 年期三个合约合计持仓 67159 手，周减仓 1637 手。

图 4：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

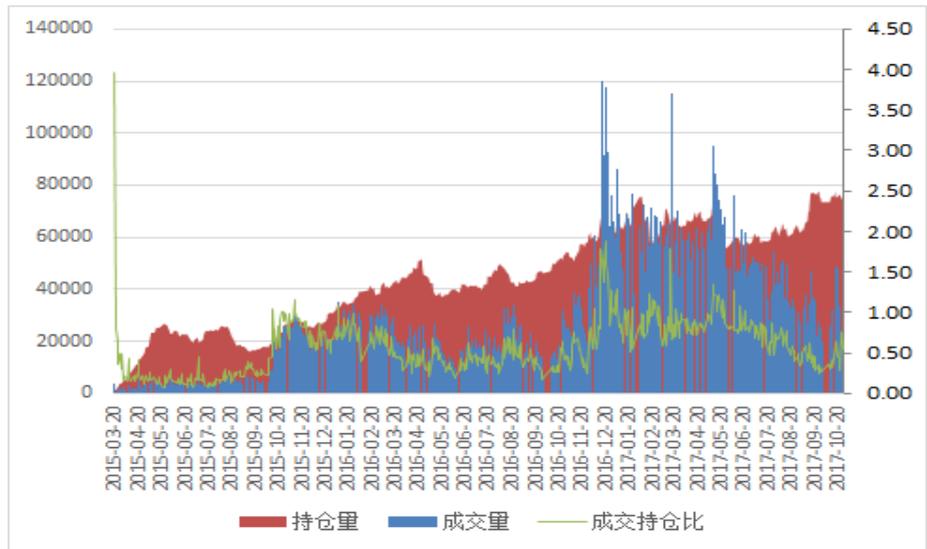
10 年期国债期货主力合约 T1712 周跌 0.86%，收于 93.275 元；下季合约 T1803 周跌 0.89%，收于 93.42 元；隔季合约 T1803 周跌 1.14%，收于 93.525 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 40384.2 手，主力 T1712 合约周减仓 3953 手，持仓 65235 手，截至 10 月 27 日，10 年期三个合约合计持仓 75221 手，持仓减少 271 手。

图 6：10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：10 年期国债期货成交持仓走势

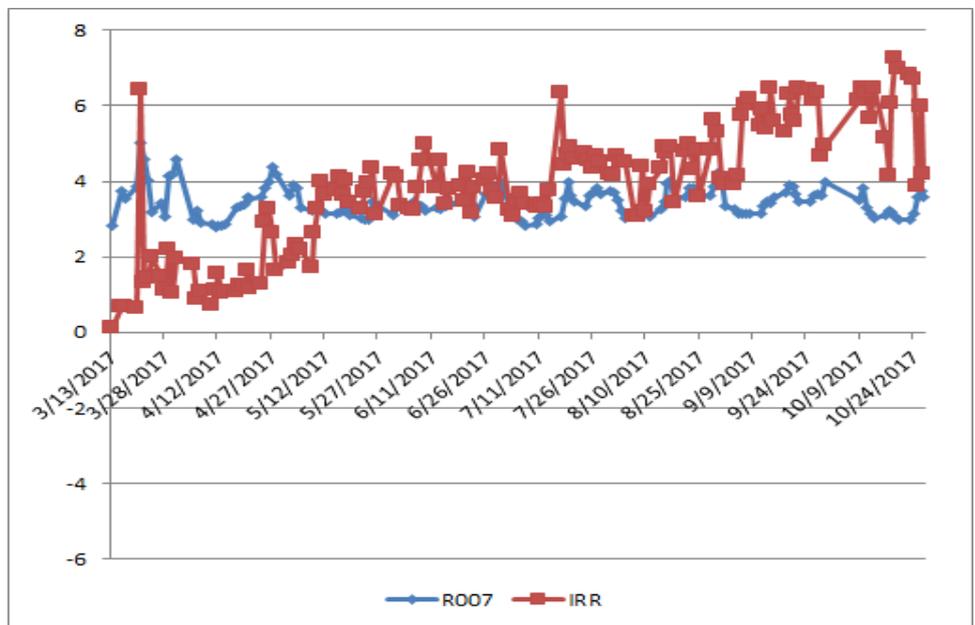


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 走高，IRR 震荡走低，在上周一、上周二和上周四 CTD 券有较明显的正向期现套利机会。

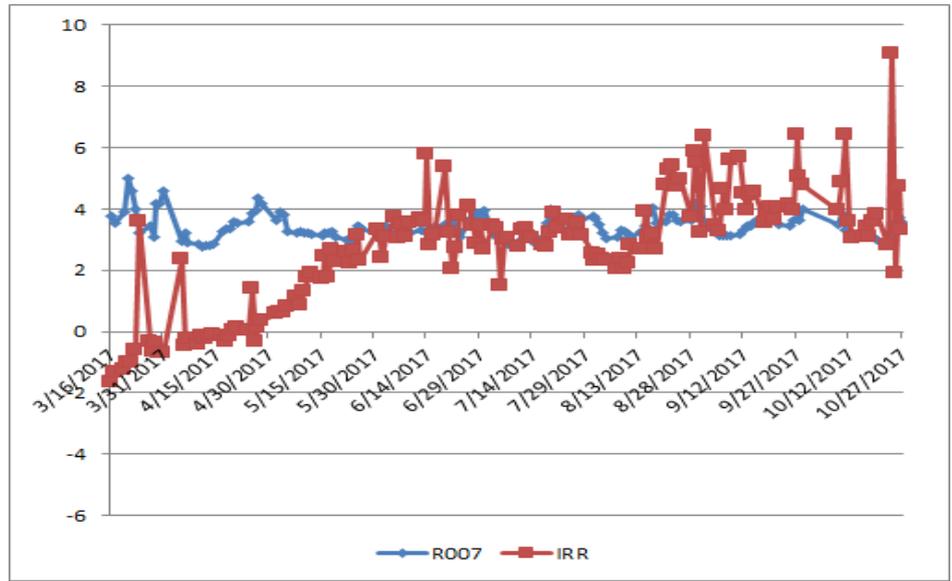
图 8：近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 走高，且 IRR 走低，在上周二有较明显的正向期现套利交易机会。

图 9：10 年期国债期货各合约近期走势

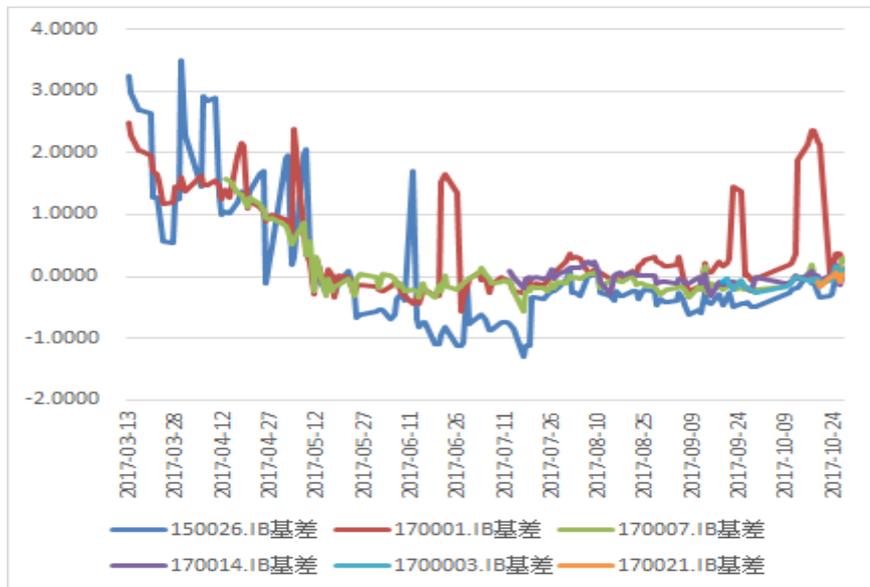


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

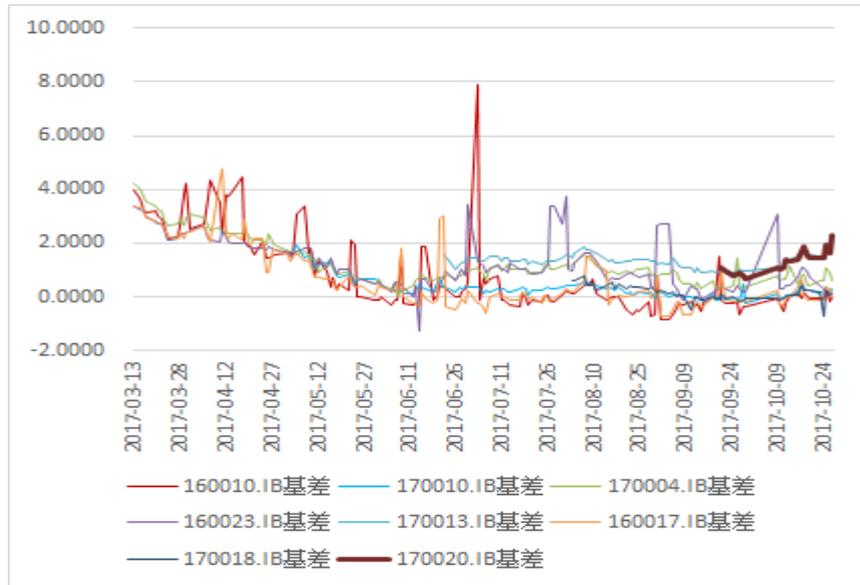
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 和 170021.IB 适宜做多基差，170001.IB 的基差适宜做空；T1712 合约的活跃券 160023.IB 和 170018.IB 适宜做空基差，160010.IB、170004.IB、160017.IB、170010.IB、170013.IB 和 170020.IB 的基差扩大，适宜做多基差。

图 10：TF1712 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: T1712 活跃券基差走势

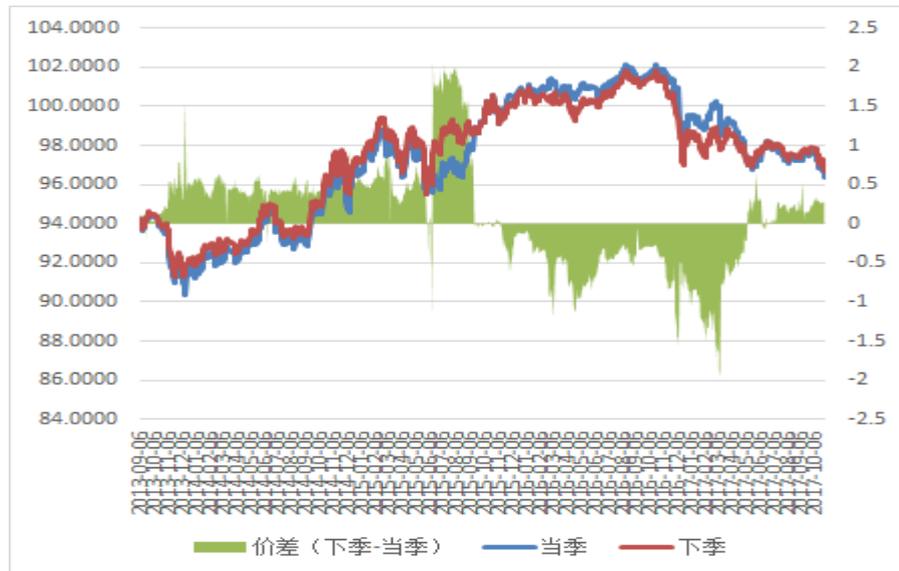


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

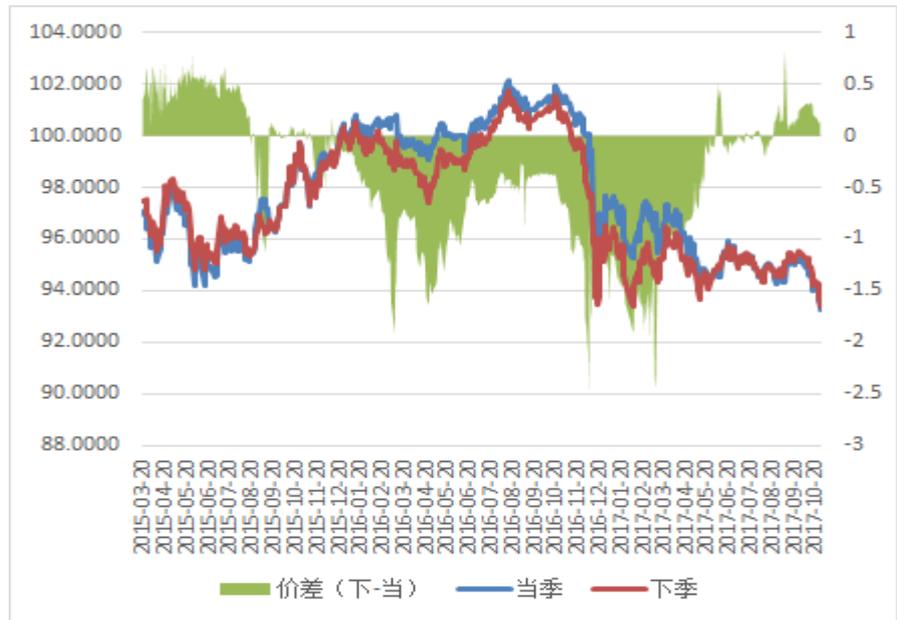
上周 5 年期债合约价差正向小幅走扩, 由于期债可能开始进行移仓换月, 推荐多下空当操作; 上周 10 年期债合约价差正向小幅收窄, 由于期债可能开始进行移仓换月, 推荐多当空下操作。

图 12: 5 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 10 年期债当季、下季及二者价差走势

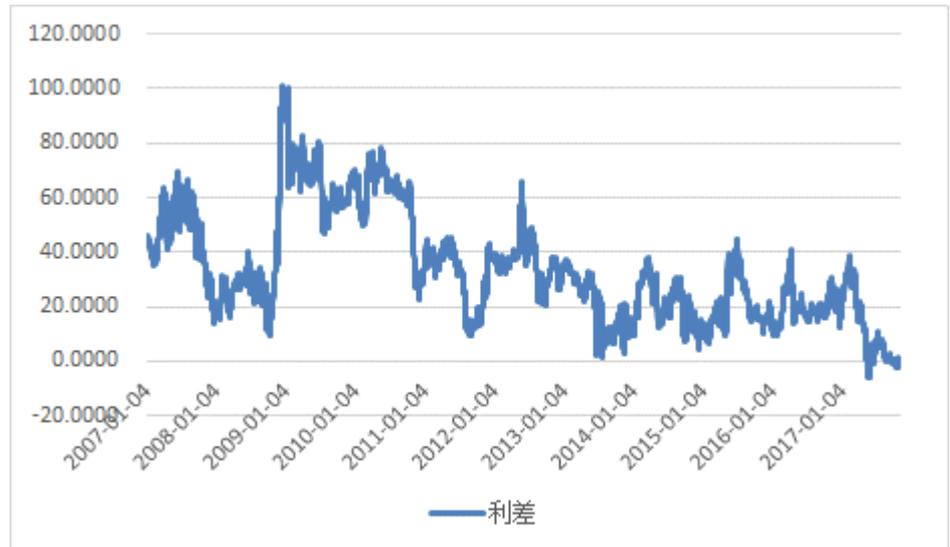


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差先正向走扩后收窄, 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 (多 TF 空 T (2:1))。

图 14: 5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 CTD 券一览（银行间市场）

表 5: TF1712 近两周 CTD 券走势

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
10/27/2017	130005.IB	98.7373	3.7839	4.1894	-0.0848
10/26/2017	130005.IB	98.736	3.7838	5.9882	-0.3166
10/25/2017	130005.IB	99.0031	3.7275	3.8828	-0.0495
10/24/2017	130005.IB	98.9321	3.7423	6.7093	-0.4279
10/23/2017	130005.IB	98.9416	3.7402	6.801	-0.4492
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	1700003.IB	99.2003	3.77	4.1482	-0.0823
10/16/2017	130005.IB	99.177	3.6904	5.1369	-0.2548

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 6: T1712 近两周 CTD 券走势

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
10/27/2017	160010.IB	92.6744	3.92	3.3152	-0.0196
10/26/2017	160010.IB	92.806	3.9	4.7394	-0.1907
10/25/2017	170018.IB	98.4756	3.7775	1.8764	0.2233
10/24/2017	170018.IB	98.0182	3.8345	9.0464	-0.722
10/23/2017	170010.IB	98.249	3.74	2.8067	0.107
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

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 周度操作建议

从经济基本面来看, 关注本周将公布的 PMI 数据, 目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在, 但市场预期未来基本面走势或令债市承压; 从政策面看, 同业负债占比减少传闻虽被央行澄清不实, 但市场对监管担忧明显较重, 且美联储 12 月可能加息亦令国内货币政策可能承压; 从资金面来看, 上周央行虽然进行净投放且首次进行 63 天期逆回购操作, 但缴税叠加利率债供给加大, 资金面偏紧, 资金利率上行, 本周公开市场有 10070 亿元逆回购和 MLF 到期, 预计央行将进行对冲, 但市场对资金面预期不太乐观; 从供需来看, 上一级市场发行利率与二级市场相差不大, 国债需求较弱, 关注本周新发的各 320 亿元 1 年期和 10 年期国债和续发的 340 亿元 5 年期特别国债的发行利率和投标倍数, 本周供给压力大。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) 或期债将移仓换月, 关注跨期价差。

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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。