

# 上周期债小幅走弱，本周或区间震荡

兴证期货·研发中心

2017年11月13日 星期一

金融研究团队

## 内容提要

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](mailto:shangfang@xzfutures.com)

### ● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.04% 收于 96.275 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.01% 收于 92.75 元；现券方面，主要期限国债收益率小幅上行，其中 5 年期上行 1.8 个 bp 至 3.905%，10 年期上行 1.84 个 bp 至 3.90%，周中 10 年期国债触及 3.9%。上周前两天市场等待数据公布，情绪偏谨慎，上周三公布的进出口数据不及预期令期债盘中拉涨，但一级市场招标结果显示需求偏弱令涨幅收窄，周四公布的物价数据均超预期令期债盘中冲高回落，上周五大多数期限资金利率持续上行叠加情绪谨慎，期债小幅收跌，整体上看，期债跌幅较上周收窄，走势略强于现券。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，关注金融、投资等数据，目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在，但市场对经济基本面好转预期或继续令债市承压；从政策面看，市场对监管担忧较重，且美联储 12 月大概率加息亦令国内货币政策可能承压；从资金面来看，上周央行进行部分对冲公开市场净回笼 2300 亿元，资金面由偏松转为趋紧，本周公开市场有 4890 亿元逆回购到期，其中到期 1890 亿元 MLF 央行已经提前续作，资金面可能进一步趋紧；从供需来看，上周一二级市场投标倍数较低显示需求偏弱，本周国债供给压力相对不大，关注续发的 320 亿元 7 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债可能区间震荡。操作上，长期投资者轻仓做多，短期投资者关注日内波动或多 TF 空 T (2:1) 操作。

# 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 3041.39 亿元，较上周小幅减少。上周续发 2 年期国债中标利率 3.6693%，投标倍数 1.94，续发 5 年期国债中标利率 3.8719%，投标倍数 3.64，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 (20171106-20171112)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2017/11/9	WI172007	320.00	7.00	3.69
2017/11/10	17贴现国债53	100.00	0.50	
2017/11/10	17贴现国债52	150.00	0.25	
2017/11/9	17进出11(增发)	30.00	1.00	3.76
2017/11/9	17进出10(增13)	30.00	3.00	4.03
2017/11/9	17进出09(增17)	30.00	5.00	4.11
2017/11/9	国开1701(增4)	60.00	2.00	3.78
2017/11/9	17广东债36(续发)	31.00	3.00	3.57
2017/11/8	17农发15(增8)	50.00	10.00	4.39
2017/11/8	17农发13	50.00	1.00	4.02
2017/11/8	17农发04(增28)	30.00	7.00	3.83
2017/11/7	17国开15(增10)	120.00	10.00	4.24
2017/11/7	17国开12	60.00	5.00	4.44
2017/11/7	17国开11(增3)	40.00	1.00	3.83
2017/11/7	17国开09(增7)	50.00	3.00	4.14
2017/11/7	17国开08(增11)	30.00	7.00	4.30
2017/11/8	17付息国债21(续发)	320.00	5.00	3.73
2017/11/8	17付息国债19(续2)	280.00	2.00	3.50
2017/11/7	17宁夏债11	5.00	10.00	3.88
...				
<b>合计</b>		<b>3,041.39</b>		

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 (20171113-20171119)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-11-14	17国开11(增4)	71.00	1.00	政策银行债
2017-11-14	17国开09(增8)	64.38	3.00	政策银行债
2017-11-15	17付息国债20(续2)	320.00	7.00	国债
2017-11-14	17国开15(增11)	120.00	10.00	政策银行债
2017-11-14	17国开12(增发)	60.00	5.00	政策银行债
2017-11-14	17国开08(增12)	40.00	7.00	政策银行债
2017-11-15	17黑龙江21	4.02	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江20	1.50	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江19	3.38	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江18	0.20	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江17	0.90	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江16	2.86	10.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江15	20.00	7.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江14	27.14	5.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江13	33.58	3.00	地方政府债
2017-11-15	17黑龙江12	37.84	3.00	地方政府债
2017-11-13	17河北债37	53.6	5	地方政府债
2017-11-13	17河北债36	50.00	3.00	地方政府债
2017-11-13	17河北债35	22.90	3.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>1,447.45</b>		

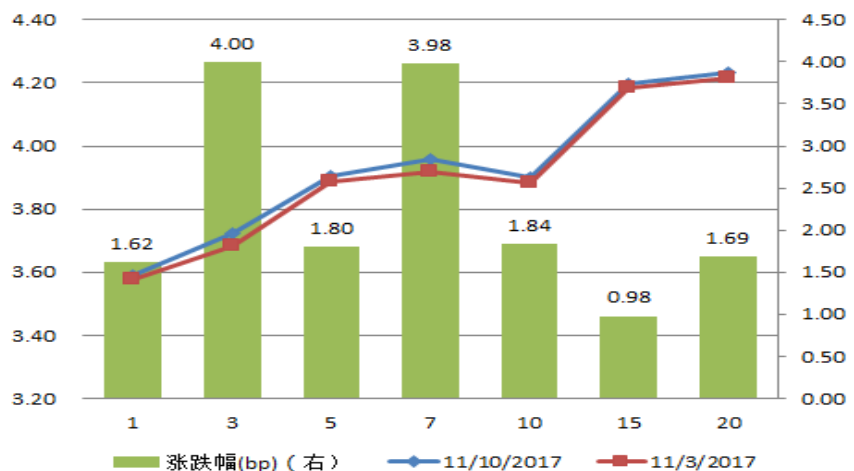
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 1447.45 亿元，其中有续发的 320 亿元 7 年期国债，本周供给压力有所减少。

### 1.2 利率债二级市场变化

上周主要期限国债收益率出现小幅上行，其中 5 年期上行 1.8 个 bp 至 3.905%，10 年期上行 1.84 个 bp 至 3.90%，上周前两天市场等待数据公布，情绪偏谨慎，收益率小幅上行，上周三公布的进出口数据不及预期令国债收益率小幅下行，上周四公布的物价数据均超预期令收益率止跌回升，上周五大多数期限资金利率持续上行叠加情绪谨慎，收益率继续小幅走高。

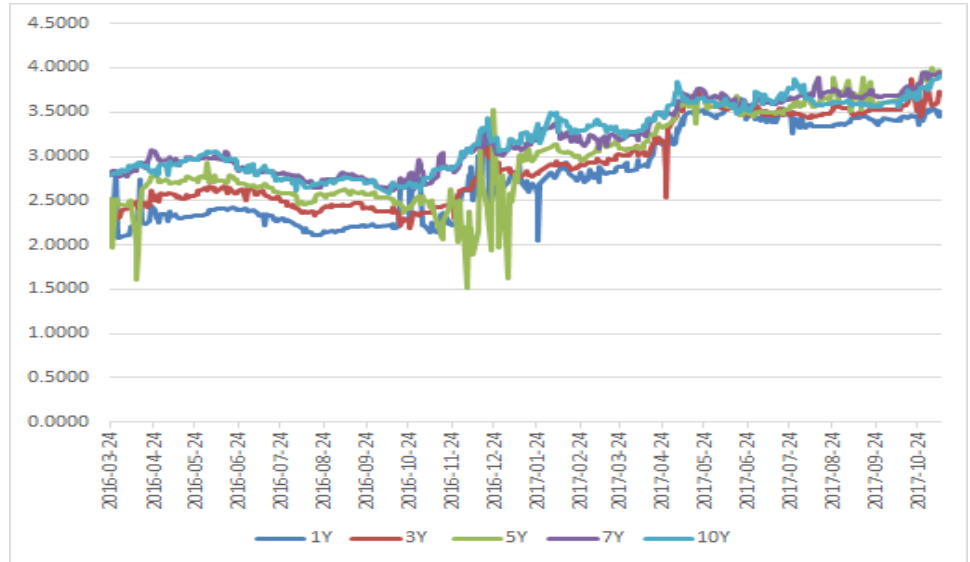
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 1.62 个 BP 至 3.5922%，三年期上行 4.00 个 BP 至 3.7212%，五年期上行 1.80 个 BP 至 3.905%，七年期上行 3.98 个 BP 至 3.9594%，十年期上行 1.84 个 BP 至 3.90%。

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 2100 亿 7 天逆回购操作，同时有 3000 亿 7 天逆回购到期，净回笼 900 亿；进行 1000 亿 14 天逆回购操作，同时有 3900 亿 14 天逆回购到期，净回笼 2900 亿，上周进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净回笼 0 亿，上周进行 1500 亿 63 天逆回购操作，同时有 0 亿 63 天逆回购到期，净投放 1500 亿，央行上周在公开市场上回笼 2300 亿元资金面稳中趋紧。

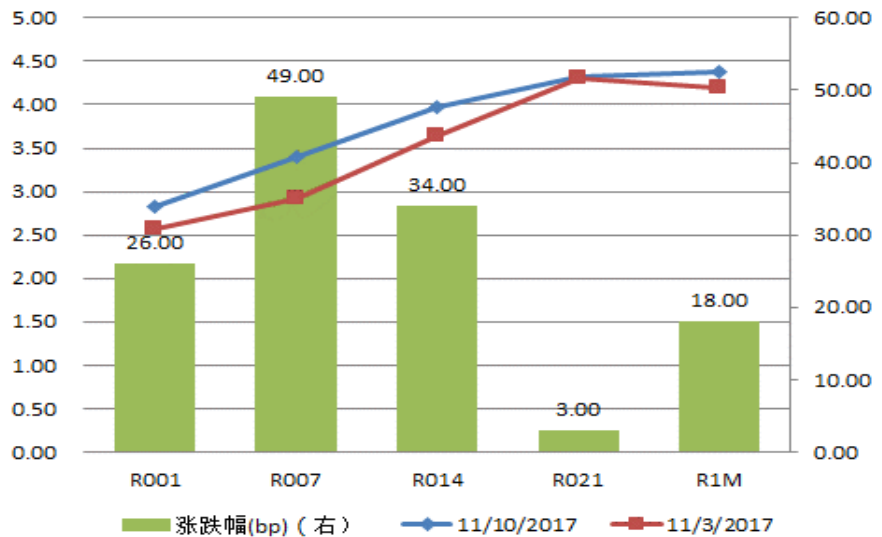
表 3：上周公开市场操作情况（20171106-20171112）

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	11/6/2017	900.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/8/2017	1,400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/10/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/7/2017	1,400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/7/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/9/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/8/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/6/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	11/7/2017	600.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购	11/8/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	11/8/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	11/8/2017	600.00	2.90	0.00
逆回购63D	逆回购	11/10/2017	200.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购	11/9/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	11/10/2017	400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	11/10/2017	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	11/7/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	11/7/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购	11/9/2017	100.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	11/9/2017	100.00	2.90	0.00
净投放(含国库现金)			-2,300.00		
净投放			-2,300.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上进行部分对冲操作，资金面由松趋紧，大多数期限资金利率出现上行。

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 26bp 至 2.83%；7 天期上行 49bp 至 3.40%；14 天期上行 34bp 至 3.97%；21 天期上行 3bp 至 4.33%；1 个月期上行 18bp 至 4.38%。

本周公开市场有 5690 亿元资金集中到期，其中包括已提前续作的 1890 亿

元 MLF 到期，到期压力不大，预计央行会进行部分投放来维稳资金面。

表 4：本周公开市场操作情况（20171113-20171119）

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	2017/11/15	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/16	200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/14	600.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/14	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/15	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/13	300.00	2.60	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2017/11/17	800.00	4.46	-4.00
MLF(投放)184D	MLF(回笼)	2017/11/12	665.00	3.05	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/11/16	1,225.00	3.00	0.00
净投放			-4890.00		
净投放(含国库现金)			-5690.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货小幅走弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.04% 收于 96.275 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.01% 收于 92.75 元；现券方面，主要期限国债收益率小幅上行，其中 5 年期上行 1.8 个 bp 至 3.905%，10 年期上行 1.84 个 bp 至 3.90%，周中 10 年期国债触及 3.9%。上周前两天市场等待数据公布，情绪偏谨慎，上周三公布的进出口数据不及预期令期债盘中拉涨，但一级市场招标结果显示需求偏弱令涨幅收窄，周四公布的物价数据均超预期令期债盘中冲高回落，上周五大多数期限资金利率持续上行叠加情绪谨慎，期债小幅收跌，整体上看，期债跌幅较上周收窄，走势略强于现券，主力合约移仓至 1803 合约。

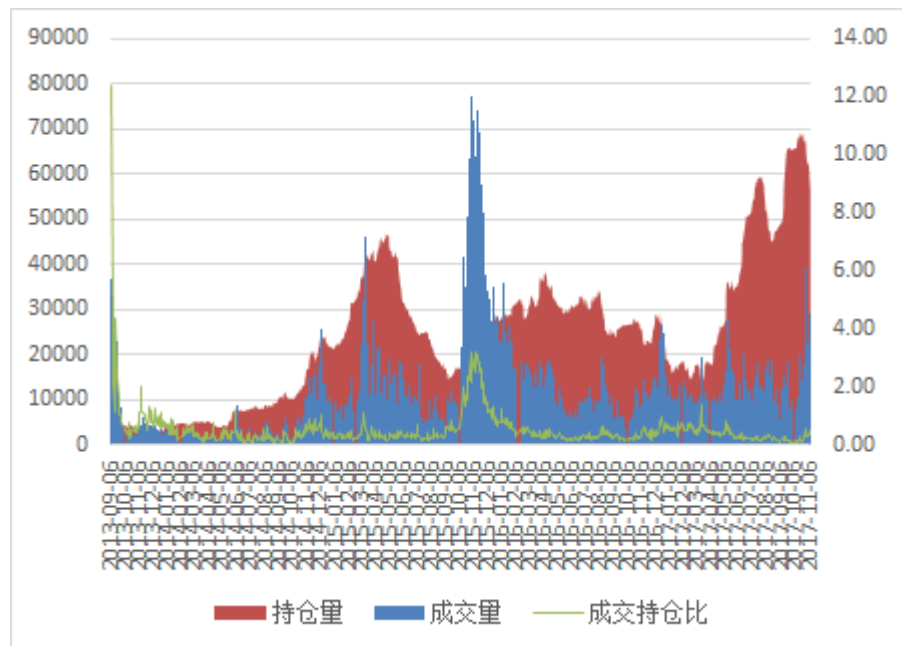
5 年期债临近交割月合约 TF1712 周跌 0.12%，收于 95.99 元；主力合约 TF1803 周跌 0.04%，收于 96.275 元；隔季合约 TF1806 周涨 0.23%，收于 96.385 元。成交方面，三个合约日均成交 22350.6 手，持仓方面，TF1803 合约周增仓 14703 手，目前持仓 30941 手，截止 11 月 10 日，5 年期三个合约合计持仓 55845 手，周减仓 6663 手。

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

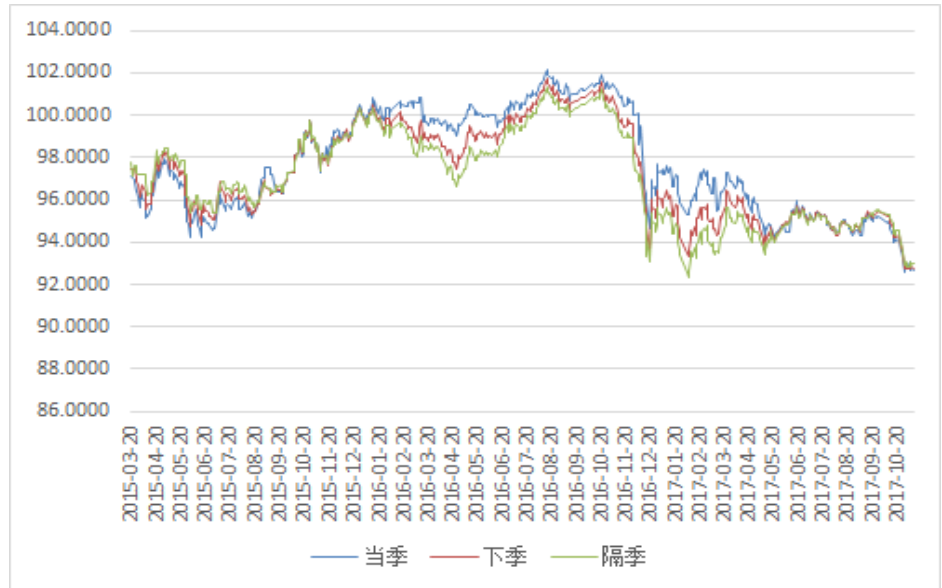


数据来源：Wind，兴证期货研发部

10 年期国债期货近交割月合约 T1712 周跌 0.23%，收于 92.69 元；主力合约 T1803 周跌 0.01%，收于 92.75 元；隔季合约 T1803 周涨 0.19%，收于 93.005 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 55515 手，主力 T1803 合约周增仓 20983 手，持仓 43487 手，截至 11 月 10 日，10 年期三个合约合计持仓 70455 手，持仓减少 1407 手。

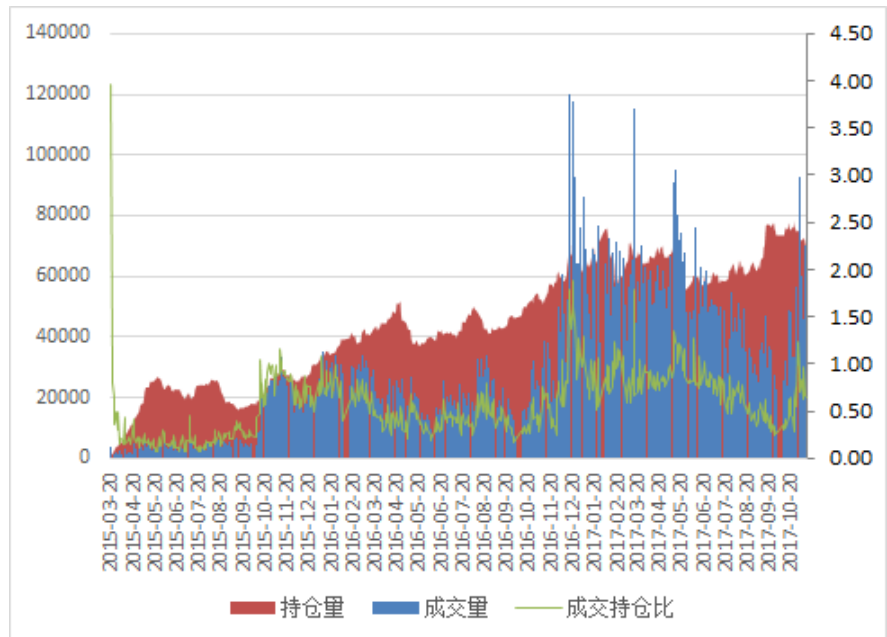


图 6：10 年期国债期货各合约近期走势



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



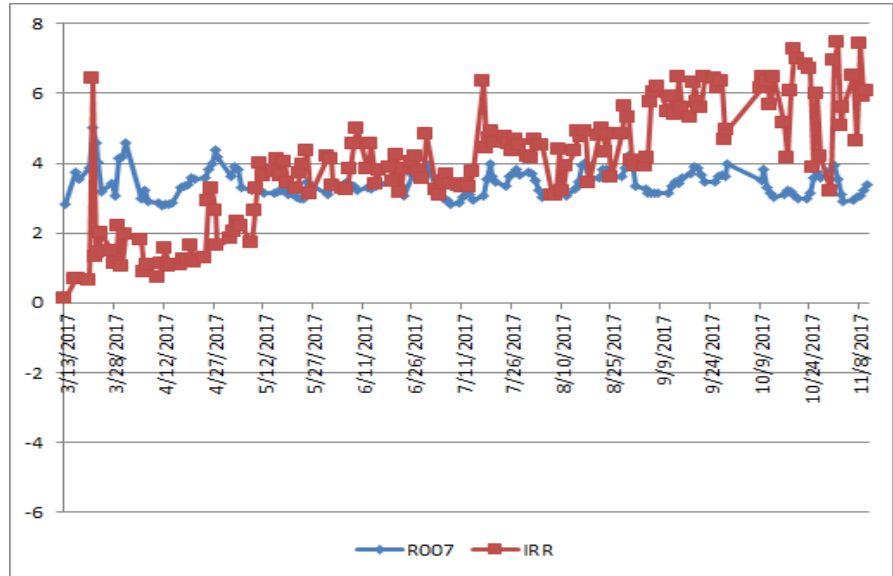
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 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、上周三、上周四和上周五 CTD 券有较明显的正向期现套利机会。



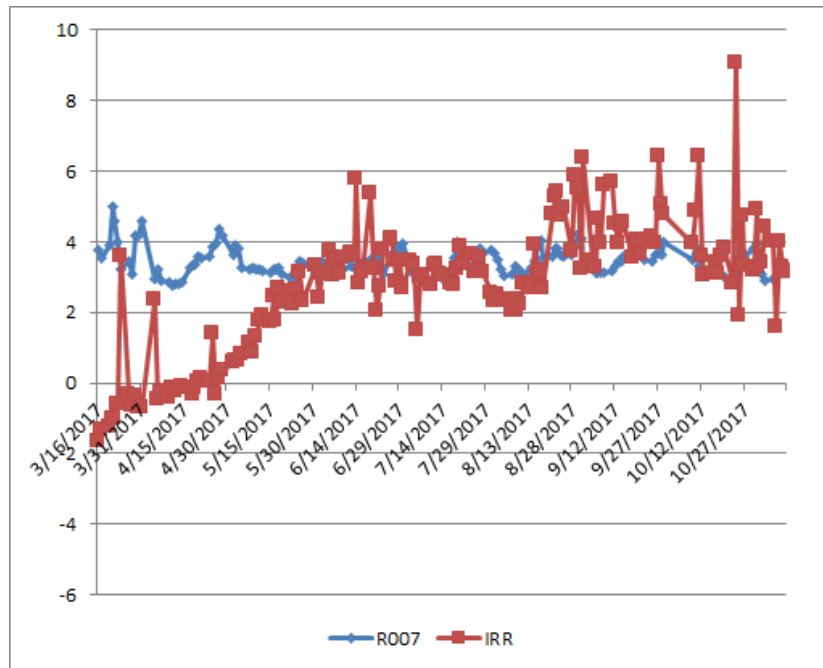
图 8：近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 走高，且 IRR 走低，在上周无明显的正向期现套利交易机会。

图 9：近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

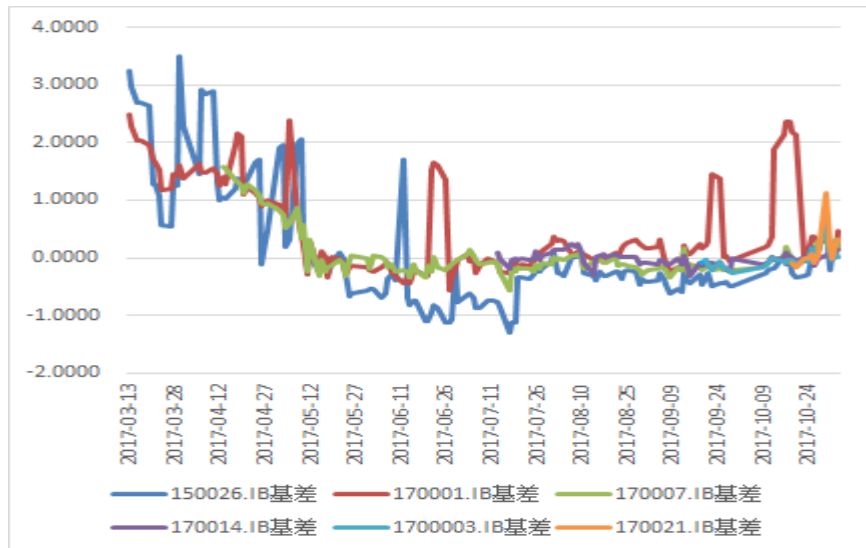


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

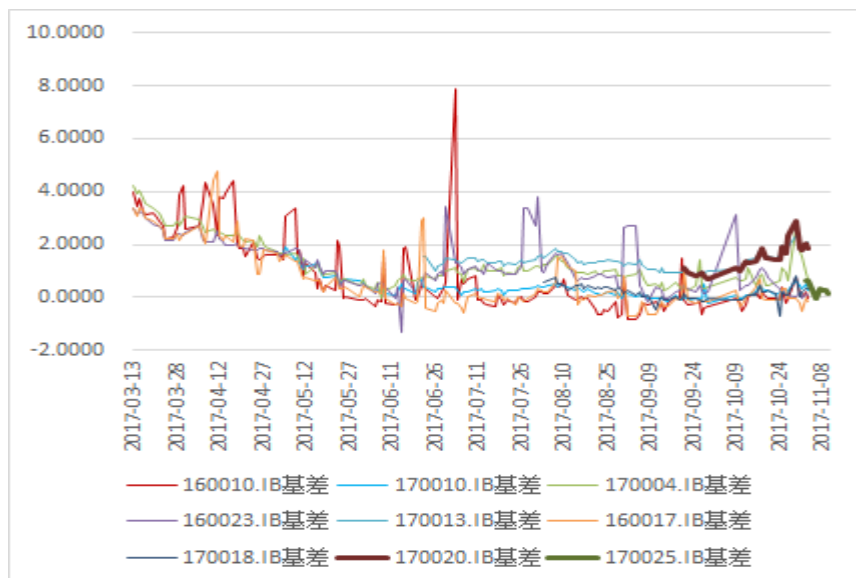
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、 170007.IB、 170021.IB、 170001.IB 适宜做空基差， 170014.IB 、 1700003.IB 的基差适宜做多； T1712 合约的活跃券 160023.IB 和 170018.IB、 170010.IB 和 170025.IB 适宜做空基差， 160010.IB、 170004.IB、 160017.IB、 170013.IB 和 170020.IB 的基差扩大， 适宜做多基差。

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

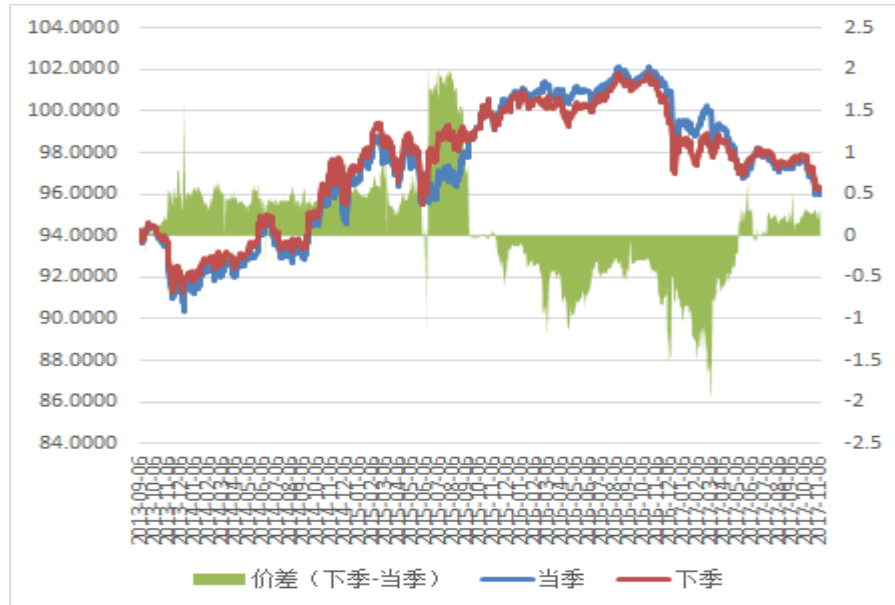


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

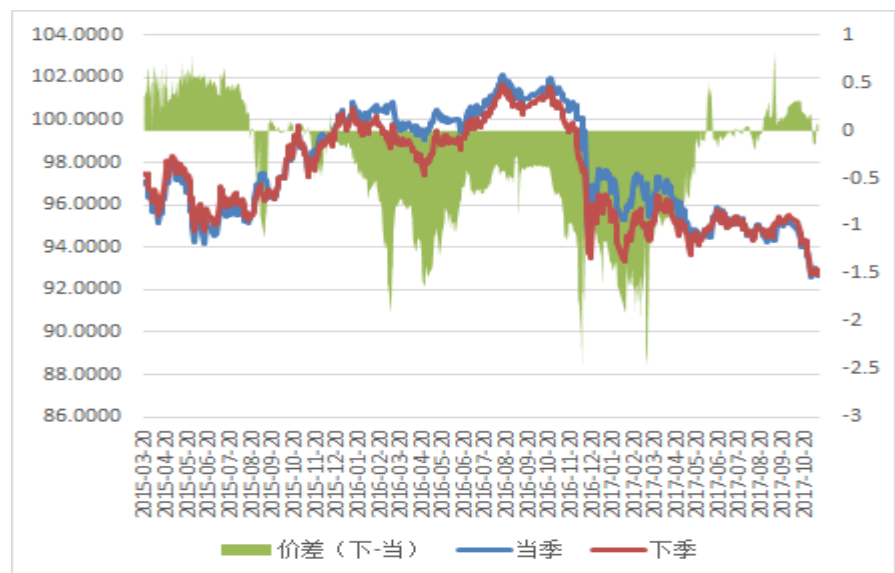
上周 5 年期债合约价差正向小幅走扩，由于期债进行移仓换月，多下空当策略止盈；上周 10 年期债合约价差由负转正，由于期债进行移仓换月，多当空下止损。

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

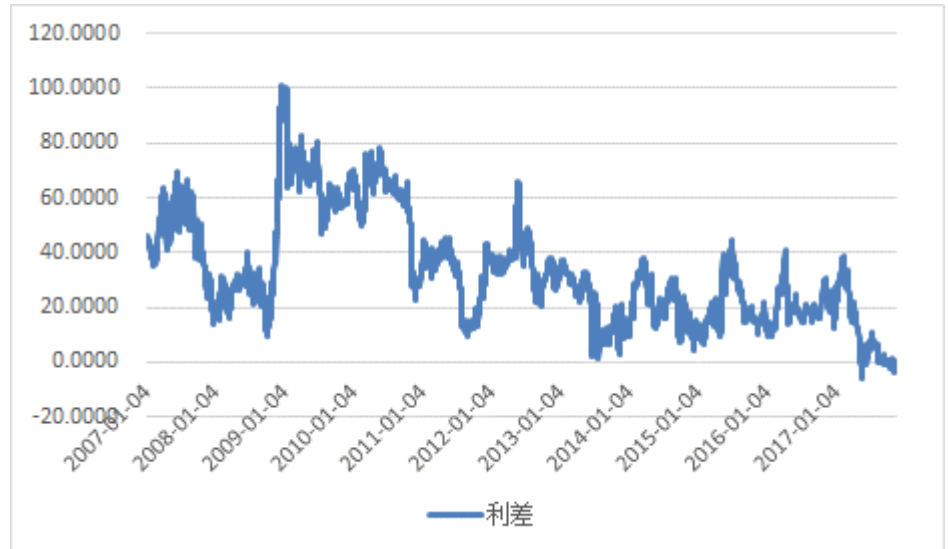


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差先负向走扩后收窄，根据上周国债期货行情，近交割月合约 1712 应采取多 TF 空 T 策略 (1:1)，做陡收益率曲线策略变动不大 (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
11/10/2017	130005.IB	98.153	3.9102	6.0451	-0.2182
11/9/2017	130005.IB	98.1891	3.902	5.9073	-0.2128
11/8/2017	130005.IB	98.0903	3.9229	7.4167	-0.3578
11/7/2017	130005.IB	98.2062	3.898	4.6192	-0.1035
11/6/2017	130005.IB	98.1898	3.9013	6.4917	-0.289
11/3/2017	130005.IB	98.2225	3.8941	5.5664	-0.2153
11/2/2017	130005.IB	98.3149	3.874	5.0365	-0.1639
11/1/2017	130005.IB	98.172	3.9042	7.4481	-0.4349
10/31/2017	130005.IB	98.0613	3.9276	6.9399	-0.3868
10/30/2017	170014.IB	97.7557	4	3.1877	0.0378

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
11/10/2017	170010.IB	96.6855	3.9425	3.1433	0.0446
11/9/2017	160017.IB	90.9216	3.98	3.2768	-0.0257
11/8/2017	160010.IB	92.132	4.002	3.9956	-0.0706
11/7/2017	160010.IB	92.1457	4	1.5706	0.1416
11/6/2017	170025.IB	99.4938	3.8816	3.994	-0.0122
11/3/2017	160017.IB	90.9145	3.98	4.404	-0.1407
11/2/2017	160017.IB	90.9768	3.97	3.4042	-0.0441
11/1/2017	160023.IB	90.8302	3.9186	3.2633	-0.0273
10/31/2017	160017.IB	90.6946	4.01	4.9137	-0.2037
10/30/2017	160017.IB	90.5538	4.03	3.1756	-0.021

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, 关注金融、投资等数据, 目前来看经济基本面对债市支撑力度仍在, 但市场对经济基本面好转预期或继续令债市承压; 从政策面看, 市场对监管担忧较重, 且美联储 12 月大概率加息亦令国内货币政策可能承压; 从资金面来看, 上周央行进行部分对冲公开市场净回笼 2300 亿元, 资金面由偏松转为趋紧, 本周公开市场有 4890 亿元逆回购到期, 其中到期 1890 亿元 MLF 央行已经提前续作, 资金面可能进一步趋紧; 从供需来看, 上周一二级市场投标倍数较低显示需求偏弱, 本周国债供给压力相对不大, 关注续发的 320 亿元 7 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债可能区间震荡。操作上, 长期投资者轻仓做多, 短期投资者关注日内波动或多 TF 空 T (2:1) 操作。

## 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。