

上周期债先抑后扬，本周或略偏弱震荡

兴证期货.研发中心

2017年11月20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

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 上行 0.07% 收于 96.34 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.06% 收于 92.695 元；现券方面，上周主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期下行 4.03 个 bp 至 3.8647%，10 年期上行 2.00 个 bp 至 3.92%，两者利差由负转正至约 5bp。上一周由于对将公布数据的担忧，期债再次较大幅度下行，创出上市以来新低，同时现券收益率出现较大幅度上行，其中 10 年期国债活跃券收益率破 4%，创出近三年新高，随后公布的投资数据不及预期和央行为维稳资金面连续释放大量流动性后，市场情绪有所好转，配置盘有进入迹象，期债反弹，现券收益率也由涨转跌，整体上期债走势略强于现券。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的投资数据不及预期，但金融数据对债市略偏空，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，上周五盘后央行发布资管新规征求意见稿，市场或对监管担忧加剧，央行公布三季度货币政策执行报告称将保持政策的连续性和稳定性，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，上周央行在公开市场上大量净投放 6610 亿元（包括国库现金定存），资金面紧势有所缓解，隔夜和七天资金利率下行，本周公开市场有 7200 亿元逆回购到期（包括国库现金定存），到期压力较大，央行预计进行对冲操作；从供需来看，上周一二级市场供需略有改善，本周国债供给压力相对不大，关注续发的 320 亿元 3 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债或偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓试多，短期投资者多 TF 空 T（2:1）或关注日内波动。

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 2923.38 亿元，较上周减少。上周续发 7 年期国债财政部 7 年期续发国债中标收益率 3.9644%，边际中标收益率 4.0003%，全场倍数 3.3，边际倍数 1.22，中标利率低于二级市场，需求较前期有所好转。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20171113-20171119)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2017/11/16	国开绿债03(增发)	50.00	3.00	4.19
2017/11/16	WI172303	320.00	3.00	3.60
2017/11/17	17贴现国债54	150.00	0.25	
2017/11/16	17国开15(置换)	15.00	10.00	4.24
2017/11/17	17付息国债26	280.00	50.00	
2017/11/16	17农发绿债01	30.00	2.00	4.48
2017/11/15	17农发15(增9)	50.00	10.00	4.39
2017/11/15	17农发13(增发)	50.00	1.00	4.02
2017/11/15	17农发04(增29)	30.00	7.00	3.83
2017/11/14	17国开11(增4)	71.00	1.00	3.83
2017/11/14	17国开09(增8)	64.38	3.00	4.14
2017/11/15	17付息国债20(续2)	320.00	7.00	3.69
2017/11/14	17海南债23	2.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债22	1.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债21	1.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债20	1.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债19	1.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债18	1.00	5.00	4.49
2017/11/14	17海南债17	1.00	5.00	4.49
...				
合计		2,923.38		

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（20171120-20171126）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-11-22	17广西债24(续发)	20.00	10.00	地方政府债
2017-11-21	17国开15(增12)	50.00	10.00	政策银行债
2017-11-21	17国开12(增2)	30.00	5.00	政策银行债
2017-11-21	17国开08(增13)	30.00	7.00	政策银行债
2017-11-21	17国开03(增5)	150.00	1.00	政策银行债
2017-11-22	17付息国债23(续发)	320.00	3.00	国债
2017-11-20	17农发12(增11)	40.00	5.00	政策银行债
2017-11-20	17农发11(增11)	50.00	3.00	政策银行债
2017-11-20	17四川债12(续发)	2.00	10.00	地方政府债
2017-11-20	17四川债11(续发)	6.00	7.00	地方政府债
2017-11-20	17四川债10(续发)	6.00	5.00	地方政府债
2017-11-20	17四川债09(续发)	6.00	3.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债57	0.50	5.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债56	3.78	5.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债55	0.83	5.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债54	0.23	5.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债53	0.73	5	地方政府债
2017-11-21	17四川债52	1.00	5.00	地方政府债
2017-11-21	17四川债51	0.43	5.00	地方政府债
.....				
合计		905.68		

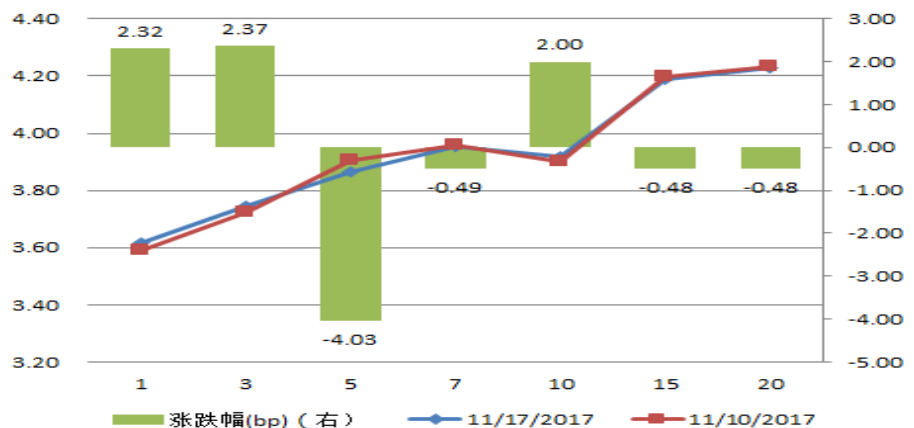
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 905.68 亿元，其中有续发的 320 亿元 3 年期国债，本周国债供给压力不大。

1.2 利率债二级市场变化

上周主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期下行 4.03 个 bp 至 3.8647%，10 年期上行 2.00 个 bp 至 3.92%，两者利差由负转正至约 5bp。上一周由于对将公布数据的担忧利率出现较大幅度上行，其中 10 年期国债活跃券收益率破 4%，创出近三年新高，随后公布的投资数据不及预期和央行为维稳资金面连续释放大量流动性后，市场情绪有所好转，利率由涨转跌。

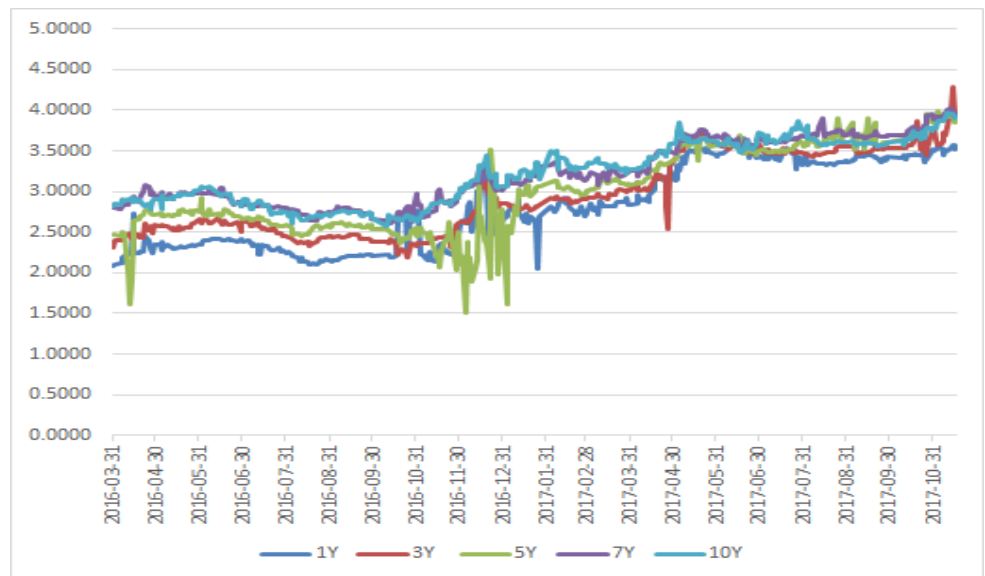
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 2.32 个 BP 至 3.6154%，三年期上行 2.37 个 BP 至 3.7449%，五年期下行 4.03 个 BP 至 3.8647%，七年期下行 0.49 个 BP 至 3.9545%，十年期上行 2.00 个 BP 至 3.92%。

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 货币市场资金利率涨跌不一

上周央行在公开市场进行 5400 亿 7 天逆回购操作，同时有 2100 亿 7 天逆回购到期，净投放 3300 亿；进行 4800 亿 14 天逆回购操作，同时有 1300 亿 14 天逆回购到期，净投放 3500 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 1300 亿 63 天逆回购操作，同时有 0 亿 63 天逆回购到期，净投放 1300 亿，上周有 1890 亿 MLF 到期央行已提前续作，上周进行 1200 亿元国库现金定存，同时有 800 亿国库现金定存到期，央行上周在公开市场上净投放 6610 亿元（包括国库现金定存）资金面紧势有所缓解。

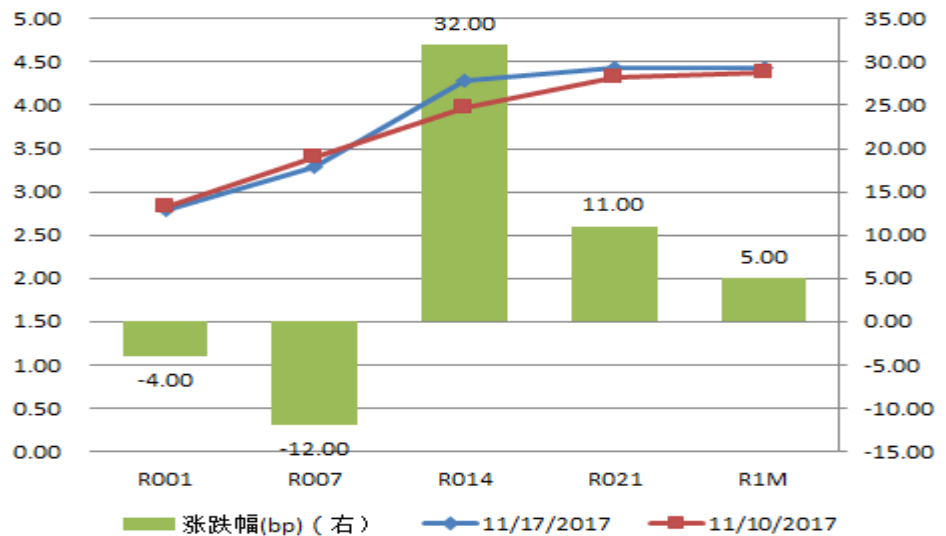
表 3：上周公开市场操作情况（20171113-20171119）

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7D	逆回购到期	11/14/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/17/2017	400.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/15/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/16/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/14/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	11/13/2017	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	11/15/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	11/15/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	11/15/2017	1,400.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	11/15/2017	300.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	11/14/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	11/14/2017	300.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购	11/14/2017	1,300.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	11/13/2017	300.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	11/13/2017	700.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	11/13/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	11/17/2017	100.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	11/16/2017	1,400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	11/16/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	11/16/2017	300.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	11/17/2017	100.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	11/17/2017	100.00	2.45	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	11/17/2017	800.00	4.46	-4.00
国库定存3个月	国库现金定存	11/17/2017	1,200.00	4.60	
MLF(投放)184D	MLF(回笼)	11/12/2017	665.00	3.05	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	11/16/2017	1,225.00	3.00	0.00
净投放			6,210.00		
净投放(含国库现金)			6,610.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上进行大量净投放，资金面紧势缓解，资金利率涨跌不一。

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下行 4bp 至 2.79%；7 天期下行 12bp 至 3.28%；14 天期上行 32bp 至 4.29%；21 天期上行 11bp 至 4.44%；1 个月期上行 5bp 至 4.43%。

本周公开市场有 7200 亿元资金集中到期，其中包括 800 亿元的国库现金定存到期，到期压力较大，预计央行会进行对冲操作来维稳资金面。

表 4：本周公开市场操作情况（20171120-20171126）

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	2017/11/24	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/23	1,600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/23	100.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/20	800.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/21	400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/22	300.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/21	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/22	1,600.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/24	100.00	2.45	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2017/11/23	800.00	4.51	5.00
净投放			-6400.00		
净投放(含国库现金)			-7200.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货先抑后扬

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 上行 0.07% 收于 96.34 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.06% 收于 92.695 元；现券方面，上周主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期下行 4.03 个 bp 至 3.8647%，10 年期上行 2.00 个 bp 至 3.92%，两者利差由负转正至约 5bp。上周一由于对将公布数据的担忧，期债再次较大幅度下行，创出上市以来新低，同时现券收益率出现较大幅度上行，其中 10 年期国债活跃券收益率破 4%，创出近三年新高，随后公布的投资数据不及预期和央行为维稳资金面连续释放大量流动性后，市场情绪有所好转，配置盘有进入迹象，期债反弹，现券收益率也由涨转跌，整体上期债走势略强于现券。

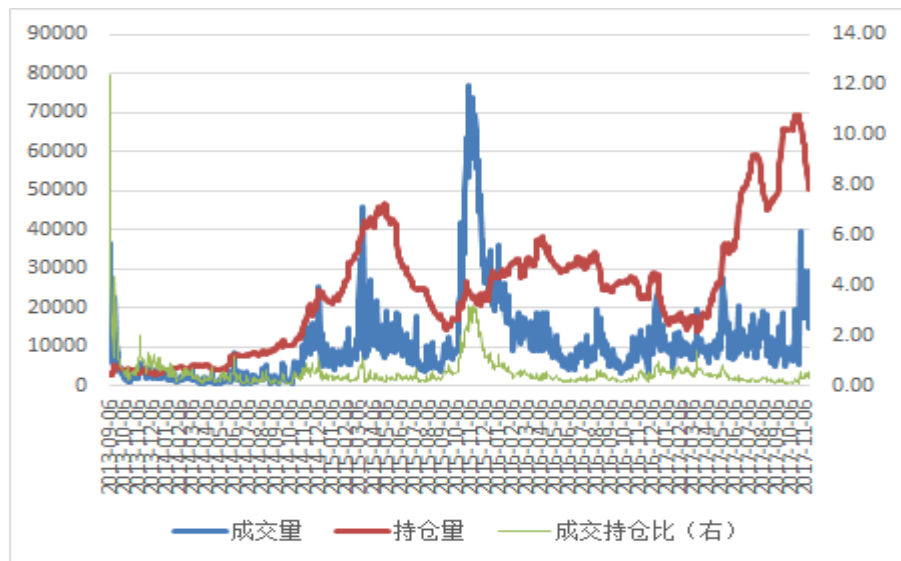
5 年期债临近交割月合约 TF1712 周涨 0.04%，收于 96.025 元；主力合约 TF1803 周涨 0.07%，收于 96.34 元；隔季合约 TF1806 周涨 0.08%，收于 96.46 元。成交方面，三个合约日均成交 24032.4 手，持仓方面，TF1803 合约周增仓 13662 手，目前持仓 44603 手，截止 11 月 17 日，5 年期三个合约合计持仓 50164 手，周减仓 5681 手。

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

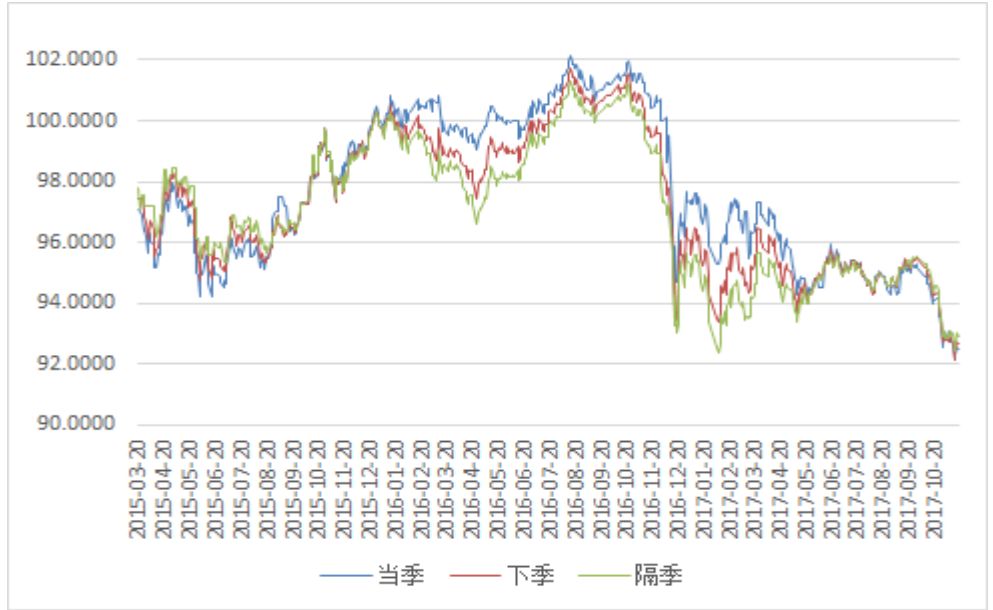
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

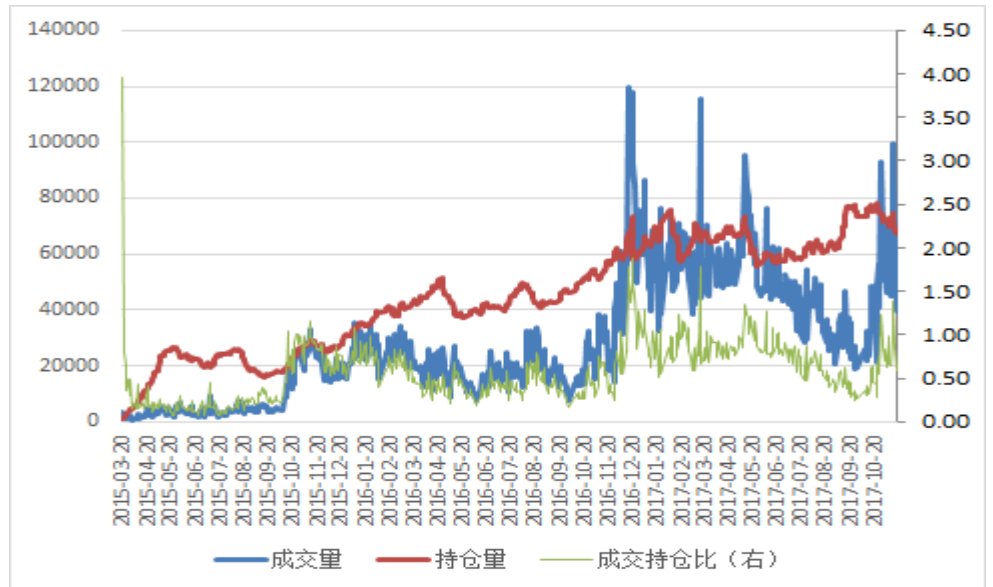
10 年期国债期货近交割月合约 T1712 周跌 0.22%，收于 92.49 元；主力合约 T1803 周跌 0.06%，收于 92.695 元；隔季合约 T1803 周跌 0.10%，收于 93.91 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 65674.2 手，主力 T1803 合约周增仓 16747 手，持仓 60234 手，截至 11 月 17 日，10 年期三个合约合计持仓 67753 手，持仓减少 2702 手。

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

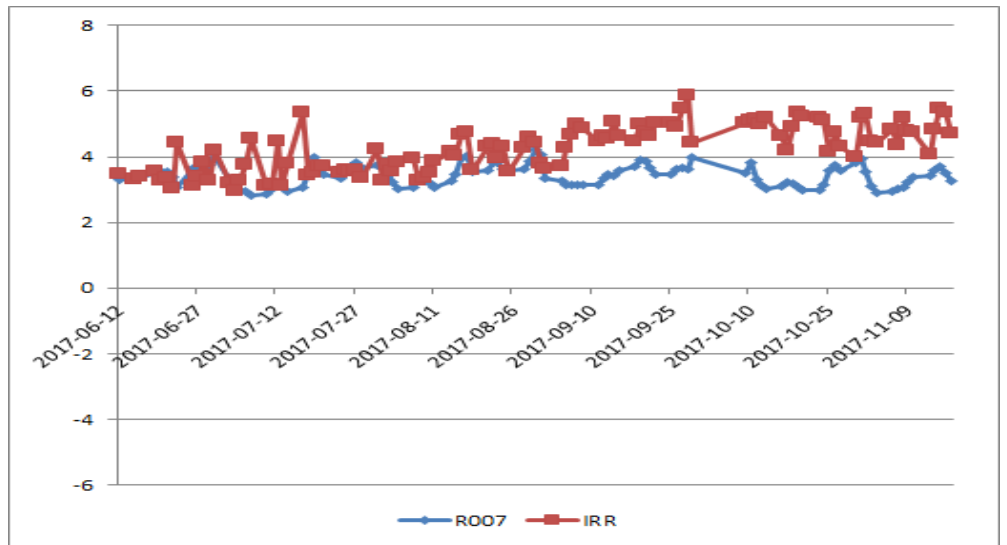


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TF1803 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 冲高回落，IRR 冲高后略有回落，在上周三和上周四 CTD 券有较明显的正向期现套利机会。

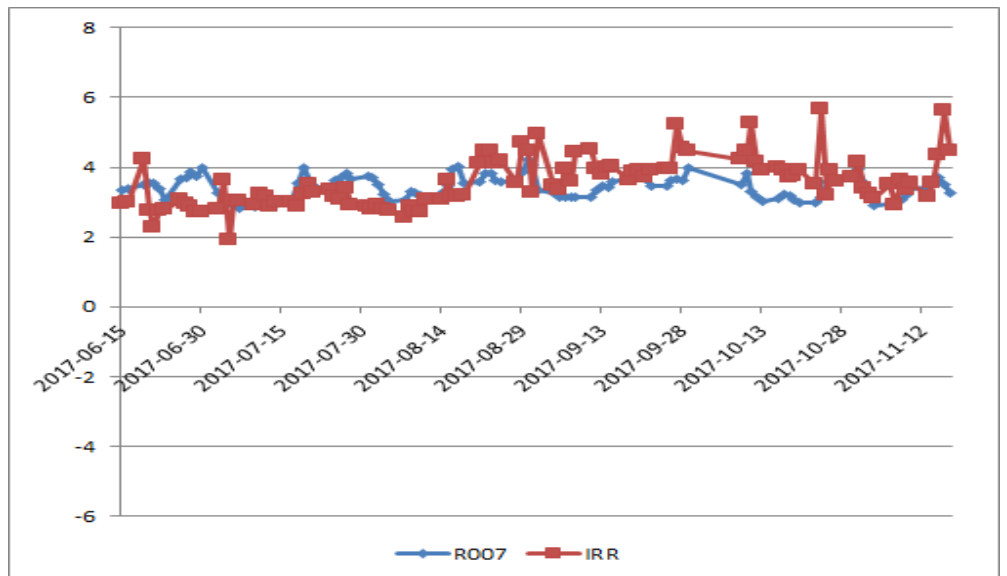
图 8：近期 TF1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1803 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 冲高回落，且 IRR 冲高回落，在上周四有较明显的正向期现套利交易机会。

图 9：近期 T1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

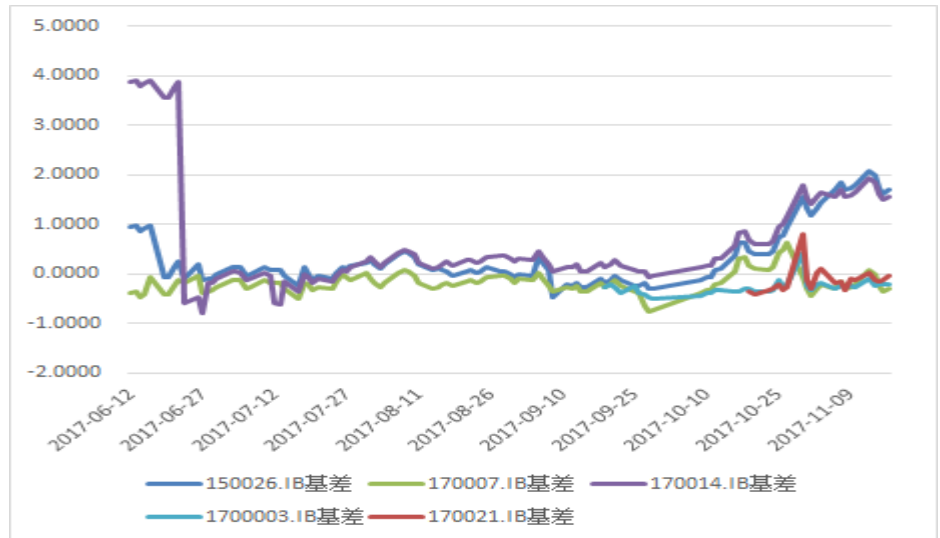


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

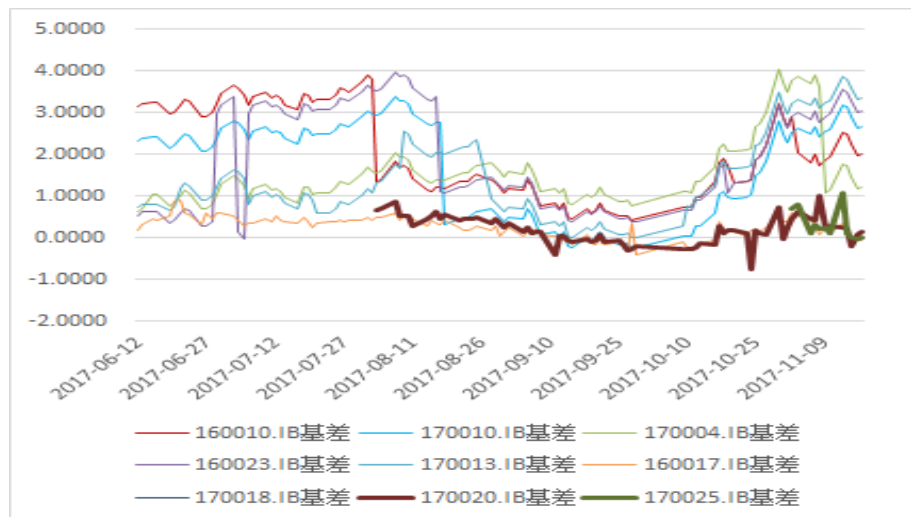
TF1803 合约的活跃券 150026.IB、 170007.IB、 170014.IB 适宜做空基差，1700003.IB 和 170021.IB 的基差适宜做多；T1803 合约的活跃券 160023.IB 、 170018.IB、 170010.IB、 170025.IB、 160010.IB、 170004.IB、 160017.IB、 170013.IB 适宜做空基差， 170020.IB 的基差扩大， 适宜做多基差。

图 10: TF1803 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1803 活跃券基差走势

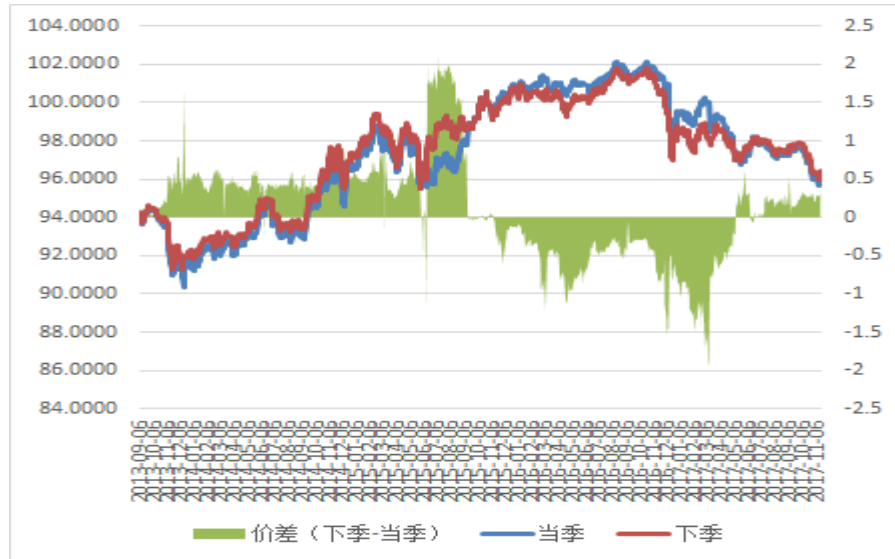


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

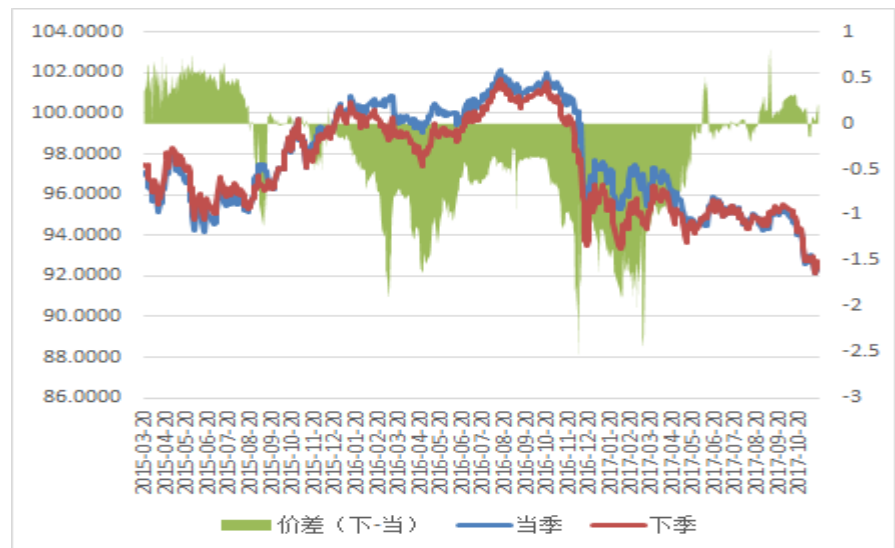
上周 5 年期债合约价差正向小幅走扩，由于期债已经完成移仓换月，故无策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向走扩，由于期债已经完成移仓换月，故无策略推荐。

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

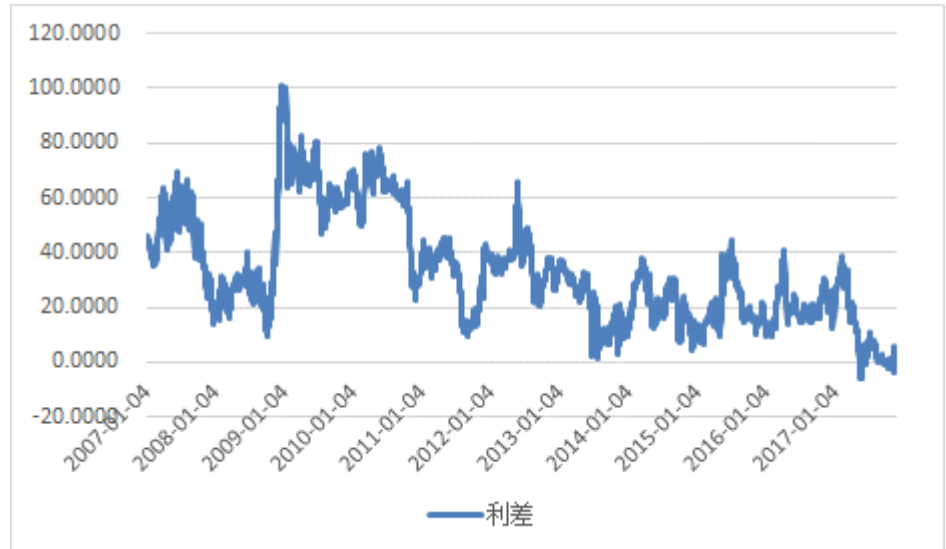


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差由负转正，根据上周国债期货行情，主力合约 1803 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 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: TF1803 近两周 CTD 券走势

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
11/17/2017	130005.IB	98.2781	3.8847	4.747	-0.356
11/16/2017	130005.IB	98.1315	3.9156	5.412	-0.564
11/15/2017	130005.IB	97.9799	3.9479	5.53	-0.603
11/14/2017	130005.IB	97.933	3.9578	4.8883	-0.4043
11/13/2017	130005.IB	98.0794	3.9262	4.1236	-0.1657
11/10/2017	130005.IB	98.153	3.9102	4.8063	-0.3941
11/9/2017	130005.IB	98.1891	3.902	4.8565	-0.4143
11/8/2017	130005.IB	98.0903	3.9229	5.2411	-0.5438
11/7/2017	130005.IB	98.2062	3.898	4.4192	-0.2744
11/6/2017	130005.IB	98.1898	3.9013	4.9017	-0.4392

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 6: T1803 近两周 CTD 券走势

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
11/17/2017	160017.IB	90.5	4.0439	4.526	-0.4251
11/16/2017	160017.IB	90.2	4.0876	5.6586	-0.7496
11/15/2017	170018.IB	96.7212	4	4.3819	-0.2018
11/14/2017	160023.IB	90.0731	4.03	3.2868	-0.0785
11/13/2017	160010.IB	91.5483	4.09	3.1515	0.0121
11/10/2017	170010.IB	96.6855	3.9425	3.3753	0.0957
11/9/2017	160017.IB	90.9216	3.98	3.3885	-0.1114
11/8/2017	160010.IB	92.132	4.002	3.6286	-0.1438
11/7/2017	160010.IB	92.1457	4	2.8172	0.1131
11/6/2017	170025.IB	99.4938	3.8816	3.0742	0.2754

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, 上周公布的投资数据不及预期, 但金融数据对债市略偏空, 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, 上周五盘后央行发布资管新规征求意见, 市场或对监管担忧加剧, 央行公布三季度货币政策执行报告称将保持政策的连续性和稳定性, 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, 上周央行在公开市场上大量净投放 6610 亿元 (包括国库现金定存), 资金面紧势有所缓解, 隔夜和七天资金利率下行, 本周公开市场有 7200 亿元逆回购到期 (包括国库现金定存), 到期压力较大, 央行预计进行对冲操作; 从供需来看, 上一级市场供需略有改善, 本周国债供给压力相对不大, 关注续发的 320 亿元 3 年期国债的中标利率和投标倍数。本周期债或略偏弱震荡。操作上, 长期投资者轻仓试多, 短期投资者多 TF 空 T (2:1) 或关注日内波动操作。

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。