

资金面或继续偏紧，期债可能偏弱震荡

兴证期货.研发中心

2017年11月27日 星期一

金融研究团队

内容提要

刘文波

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.16% 收于 96.19 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.23% 收于 92.48 元；现券方面，上周主要期限国债收益率小幅上行，其中 5 年期上行 2.1 个 bp 至 3.8857%，10 年期上行 2.63 个 bp 至 3.9463%，两者利差先上后略下至 6bp。上周市场在资管新规公布后情绪偏弱，对未来监管力度存在担忧，同时资金面进一步趋紧，大多数期限资金利率上行，令期债和现券走势偏弱，上周三在国开债收益率大幅上行后进出口行将隔日 100 亿元债券，国开和国债利差走阔，可以看出二级市场收益率快速上行对利率债的一级发行形成一定制约。。

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

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周无重要经济数据公布，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，市场预期未来仍或有新的监管政策落地，令市场情绪偏弱，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净投放 700 亿元（包括国库现金定存），资金面趋紧，本周公开市场有 9500 亿元逆回购到期，到期压力较大且临近月末，预计央行进行对冲操作，资金面或继续偏紧；从供需来看，上周一级市场需求一般，本周国债供给压力相对不大，关注续发的 264 亿元 5 年期特别国债的中标利率和投标倍数。本周期债或偏弱震荡。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者多 TF 空 T (2:1) 可以部分止盈，或关注日内波动。。

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

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 1757.6 亿元，较上周减少。上周续发 3 年期国债中标利率低于二级市场收益率，投标倍数为 2.41，需求一般，同时在国开行收益率大幅上行后，进出口行推迟 100 亿元债券的发行。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20171120-20171126)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2017/11/21	WI170305	264.00	5.00	3.59
2017/11/24	17贴现国债55	150.00	0.25	
2017/11/23	国开1703(增4)	32.50	1.00	3.45
2017/11/22	17农发15(增10)	50.00	10.00	4.39
2017/11/22	17农发13(增2)	50.00	1.00	4.02
2017/11/22	17农发04(增30)	30.00	7.00	3.83
2017/11/21	17国开绿债03(增发)	50.00	3.00	4.19
2017/11/22	17广西债24(续发)	20.00	10.00	4.11
2017/11/21	17国开15(增12)	50.00	10.00	4.24
2017/11/21	17国开12(增2)	30.00	5.00	4.44
2017/11/21	17国开08(增13)	30.00	7.00	4.30
2017/11/21	17国开03(增5)	150.00	1.00	3.20
2017/11/22	17付息国债23(续发)	320.00	3.00	3.60
2017/11/20	17农发12(增11)	40.00	5.00	4.21
2017/11/20	17农发11(增11)	50.00	3.00	4.12
2017/11/21	17四川57	0.50	5.00	4.60
2017/11/21	17四川56	3.78	5.00	4.38
2017/11/21	17四川55	0.83	5.00	4.38
2017/11/21	17四川54	0.23	5.00	4.40
...				
合计		1,757.60		

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2：本周一二级市场利率债计划发行概况（20171127-20171203）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-11-28	17国开11(增5)	66.00	1.00	政策银行债
2017-11-28	17国开12(增3)	40.00	5.00	政策银行债
2017-11-28	17国开09(增9)	40.00	3.00	政策银行债
2017-11-28	17国开08(增14)	30.00	7.00	政策银行债
2017-11-27	17特别国债03(续2)	264.00	5.00	国债
2017-11-30	17北京债19	76.20	10.00	地方政府债
2017-11-30	17北京债18	25.00	3.00	地方政府债
2017-11-30	17北京债17	1.17	10.00	地方政府债
2017-11-30	17北京债16	38.34	3.00	地方政府债
2017-11-30	17吉林债12	8.83	10.00	地方政府债
2017-11-30	17吉林债11	6.35	5.00	地方政府债
2017-11-30	17吉林债10	18.40	10.00	地方政府债
2017-11-29	17湖南债12	133.00	5.00	地方政府债
2017-11-29	17湖南债11	200.00	3.00	地方政府债
2017-11-29	17湖南债10	100.00	1.00	地方政府债
2017-11-29	17湖南债09	50.00	7.00	地方政府债
2017-11-29	17湖南债08	100	5	地方政府债
2017-11-29	17湖南债07	155.00	3.00	地方政府债
合计		1,352.29		

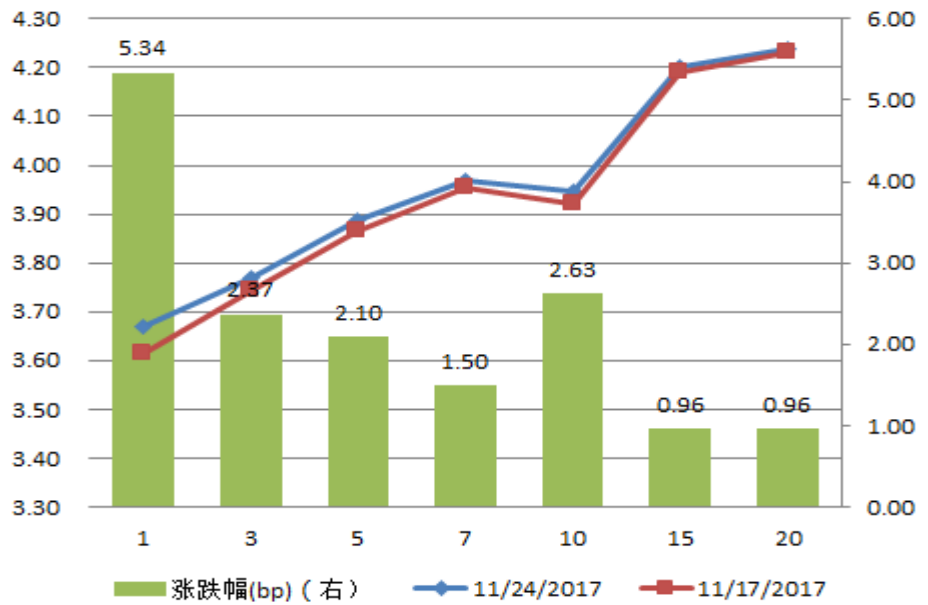
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 1352.29 亿元，其中有续发 264 亿元 5 年期特别国债，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小幅上行，其中 5 年期上行 2.1 个 bp 至 3.8857%，10 年期上行 2.63 个 bp 至 3.9463%，两者利差先上后略下至 6bp。上周市场在资管新规公布后情绪偏弱，对未来监管力度存在担忧，同时资金面进一步趋紧，大多数期限资金利率上行，现券收益率整体上小幅上行，上周三在国开债收益率大幅上行后进出口行将隔日 100 亿元债券，国开和国债利差走阔，二级市场收益率快速上行对利率债的发行形成一定制约。。

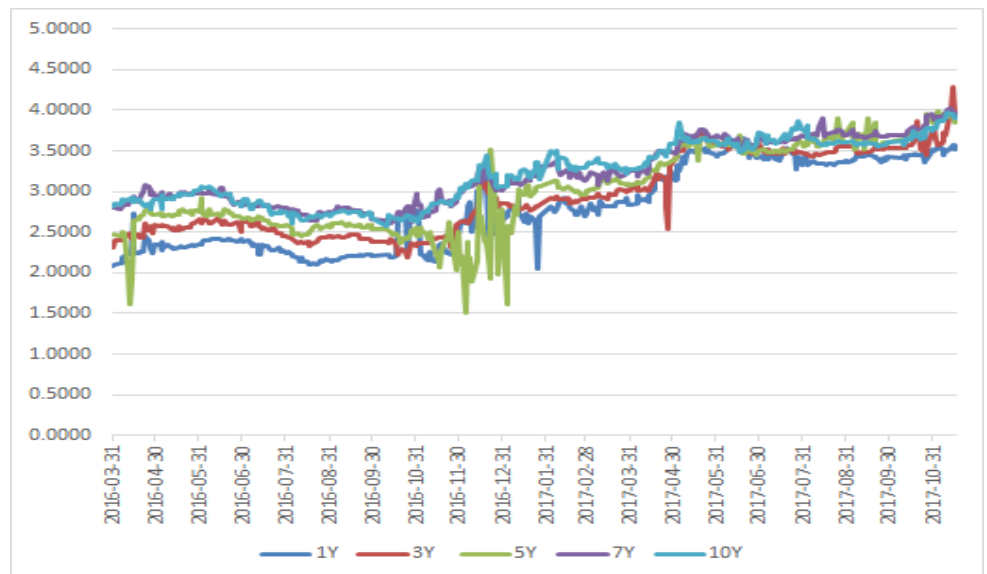
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 5.34 个 BP 至 3.6688%，三年期上行 2.37 个 BP 至 3.7686%，五年期上行 2.1 个 BP 至 3.8857%，七年期上行 1.5 个 BP 至 3.9695%，十年期上行 2.63 个 BP 至 3.9463%。

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 货币市场资金利率上行

上周央行在公开市场进行 4700 亿 7 天逆回购操作，同时有 5400 亿 7 天逆回购到期，净回笼 700 亿；进行 2700 亿 14 天逆回购操作，同时有 1000 亿 14 天逆回购到期，净投放 1700 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，上周进行0亿元国库现金定存，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700亿元（包括国库现金定存）资金面趋紧。

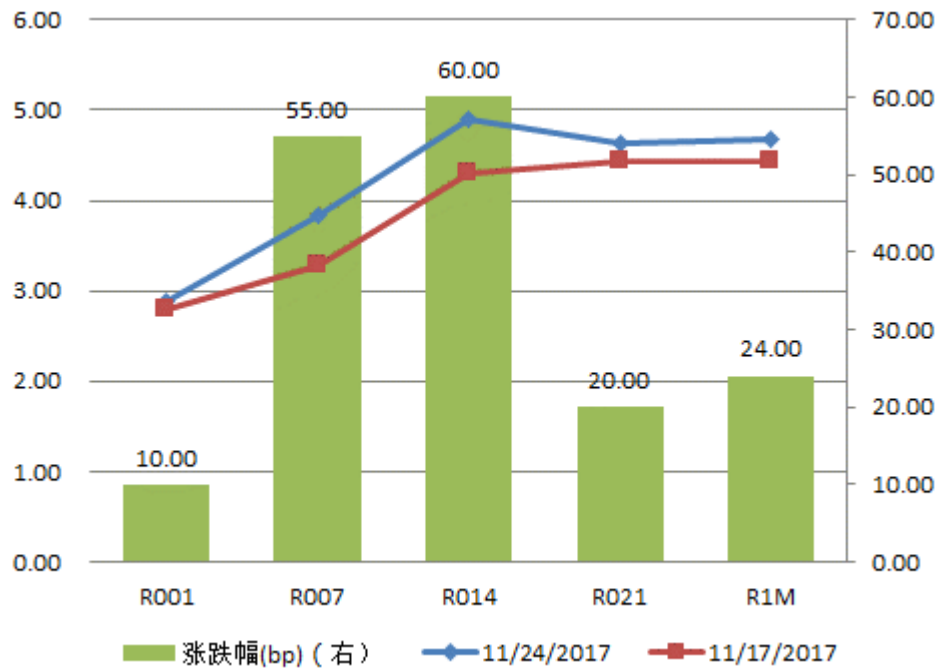
表 3：上周公开市场操作情况（20171120-20171126）

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	2017/11/22	1,600.00	2.45	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	2017/11/24	100.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	2017/11/23	100.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/11/22	1,000.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	2017/11/21	100.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/11/21	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/11/21	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/11/20	200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/11/23	1,400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/11/20	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/11/23	1,200.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	2017/11/22	100.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/11/24	100.00	2.60	0.00
逆回购63D	逆回购	2017/11/24	100.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购	2017/11/24	300.00	2.45	0.00
逆回购63D	逆回购	2017/11/20	100.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	2017/11/22	800.00	2.60	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			1,500.00		
净投放(含国库现金)			700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上小幅净投放，资金面趋紧，大多数期限资金利率上行。

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 10bp 至 2.89%；7 天期上行 55bp 至 3.83%；14 天期上行 60bp 至 4.89%；21 天期上行 20bp 至 4.64%；1 个月期上行 24bp 至 4.67%。

本周公开市场有 9500 亿元资金集中到期，其中 7 天期到期 4700 亿元，14 天期到期 4800 亿元，到期压力大且临近月末，到期高峰集中在本周二、本周三和本周四，预计资金面可能偏紧，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 (20171127-20171203)

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	2017/12/1	300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/30	1,400.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/27	700.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/28	1,200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/30	1,400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/27	700.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/28	1,300.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/11/29	1,400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/11/29	1,000.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/12/1	100.00	2.60	0.00
净投放			-9500.00		
净投放(含国库现金)			-9500.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

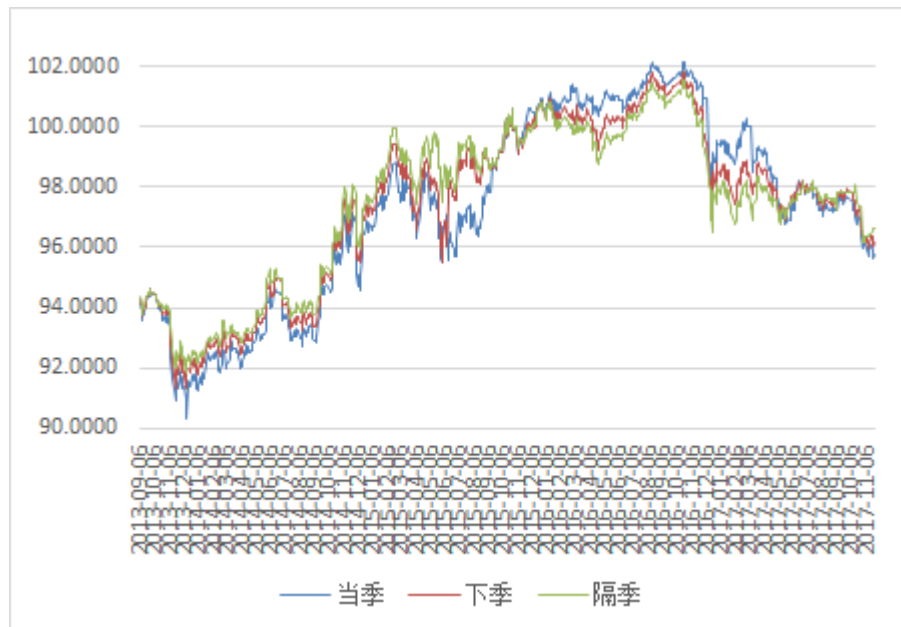
2. 国债期货行情回顾

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 下行 0.16% 收于 96.19 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.23% 收于 92.48 元；现券方面，上周主要期限国债收益率小幅上行，其中 5 年期上行 2.1 个 bp 至 3.8857%，10 年期上行 2.63 个 bp 至 3.9463%，两者利差先上后略下至 6bp。上周市场在资管新规公布后情绪偏弱，对未来监管力度存在担忧，同时资金面进一步趋紧，大多数期限资金利率上行，上周三在国开债收益率大幅上行后进出口行将隔日 100 亿元债券，国开和国债利差走阔，二级市场收益率快速上行对利率债的发行形成一定制约。

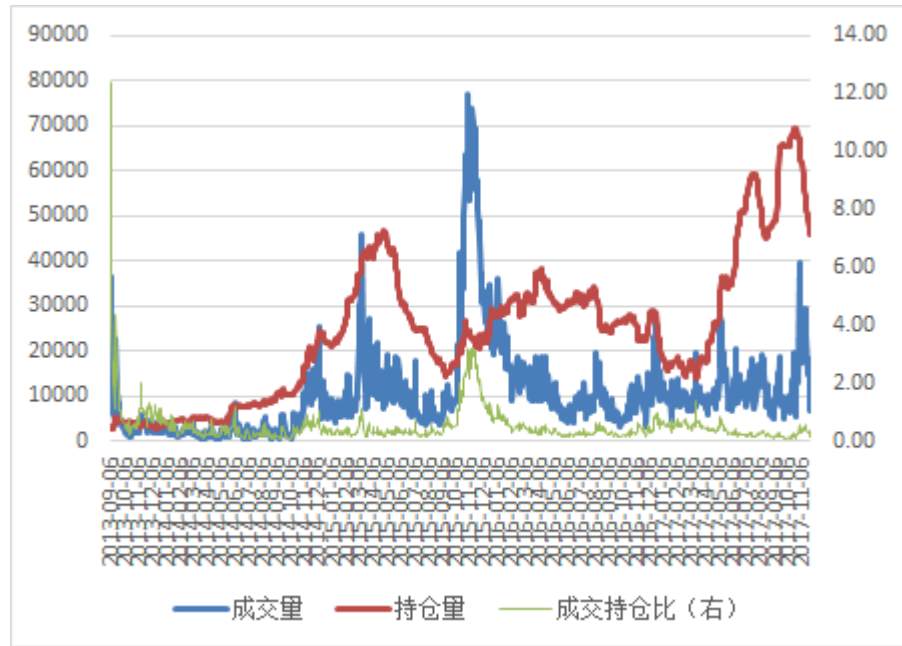
5 年期债临近交割月合约 TF1712 周跌 0.25%，收于 95.78 元；主力合约 TF1803 周跌 0.16%，收于 96.19 元；隔季合约 TF1806 周涨 0.18%，收于 96.635 元。成交方面，三个合约日均成交 12837.6 手，持仓方面，TF1803 合约周减仓 1095 手，目前持仓 43508 手，截止 11 月 26 日，5 年期三个合约合计持仓 46121 手，周减仓 4043 手。

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

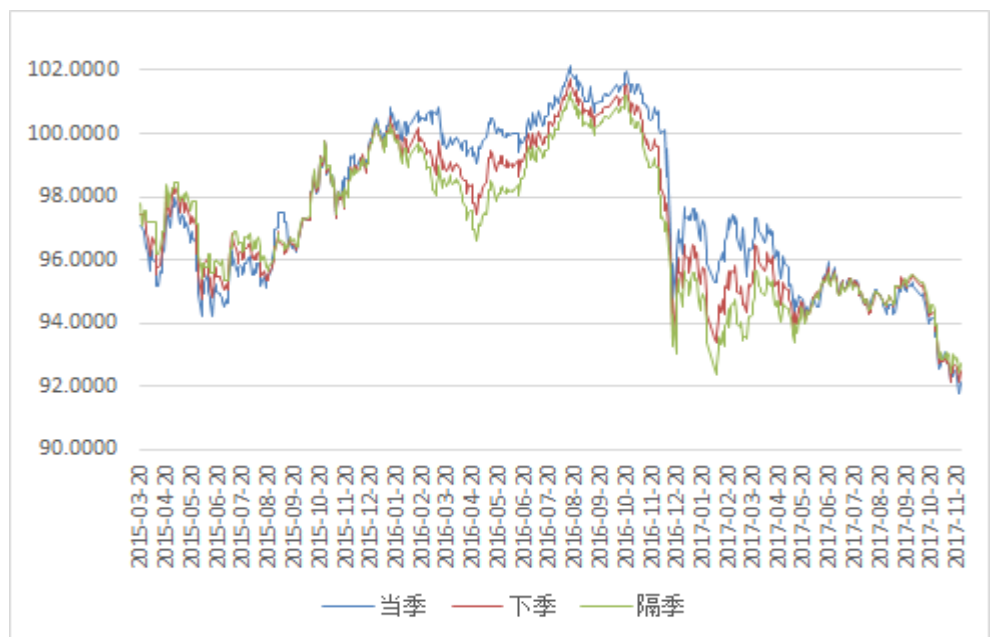
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

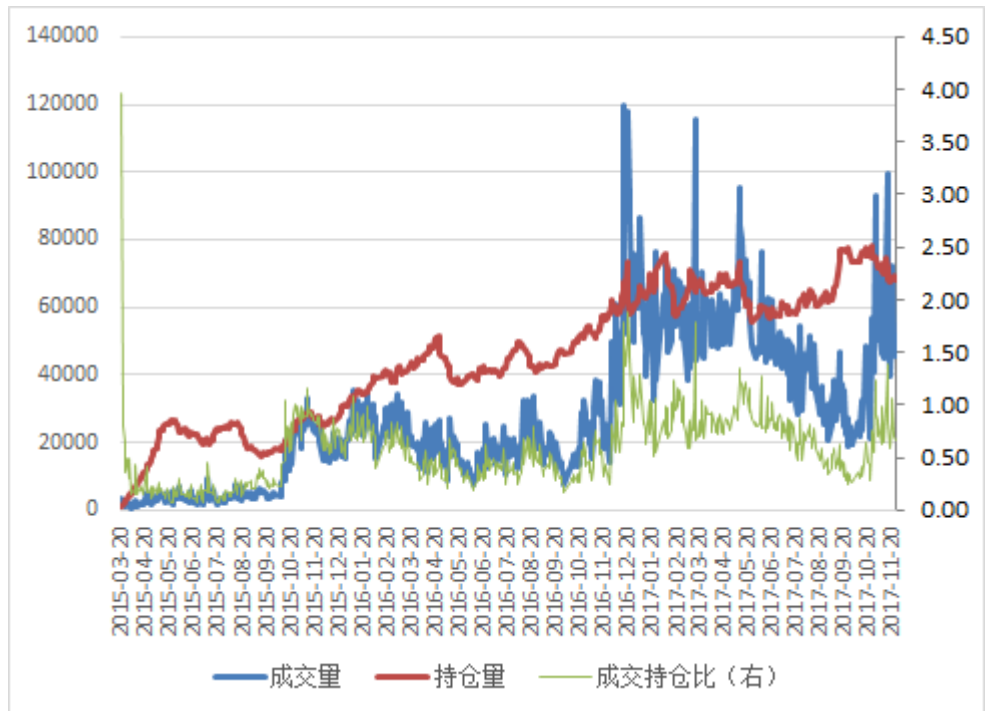
10 年期国债期货近交割月合约 T1712 周跌 0.42%，收于 92.105 元；主力合约 T1803 周跌 0.23%，收于 92.48 元；隔季合约 T1803 周跌 0.20%，收于 92.725 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 56486.2 手，主力 T1803 合约周增仓 3715 手，持仓 63949 手，截至 11 月 26 日，10 年期三个合约合计持仓 68192 手，持仓增加 439 手。

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

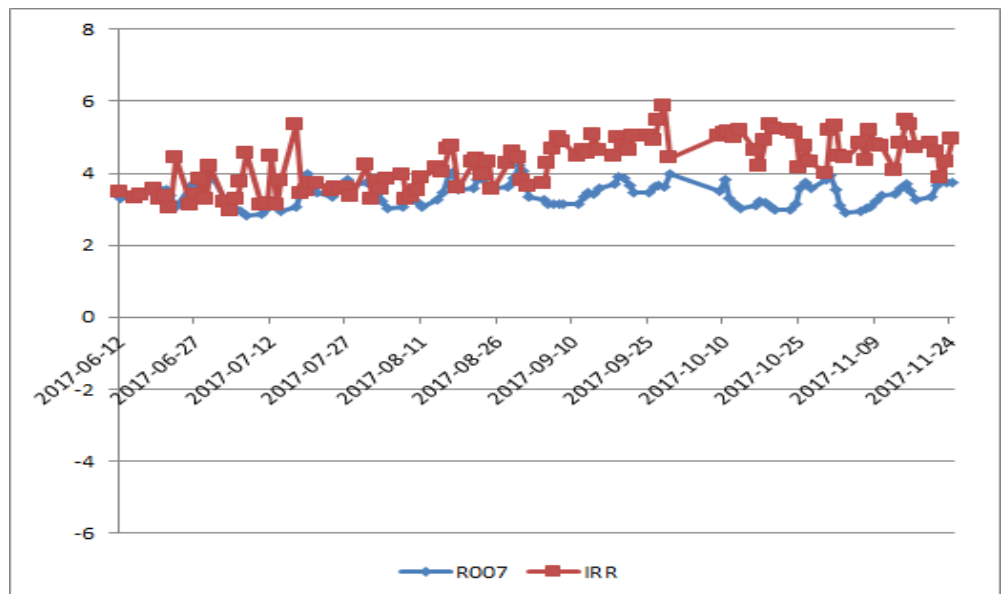


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 震荡走高，IRR 先下后上，在上周一和上周五 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

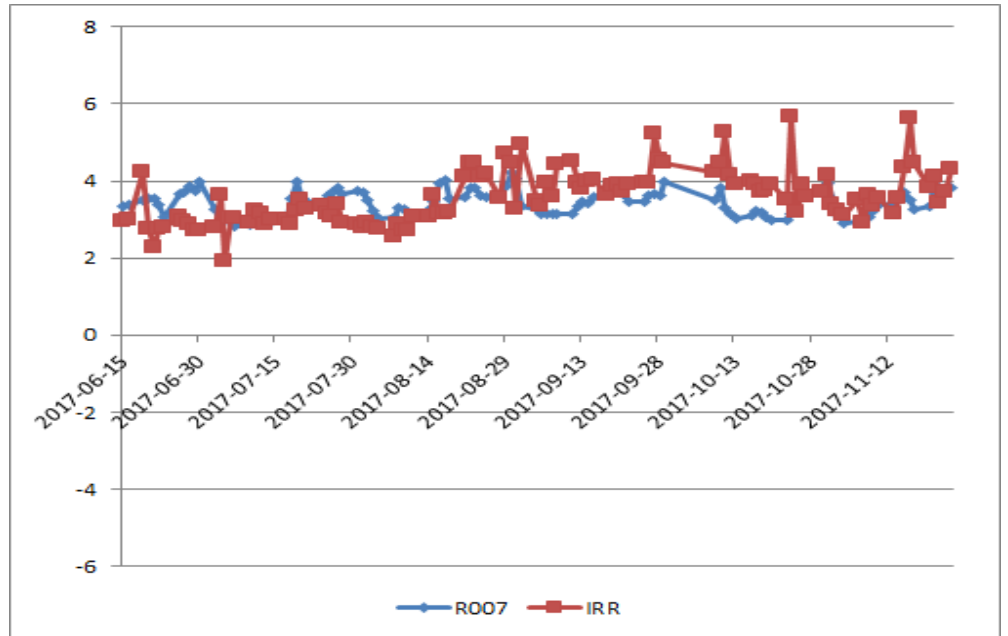


数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1803 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 震荡走高，且

IRR 冲高回落，在上周无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

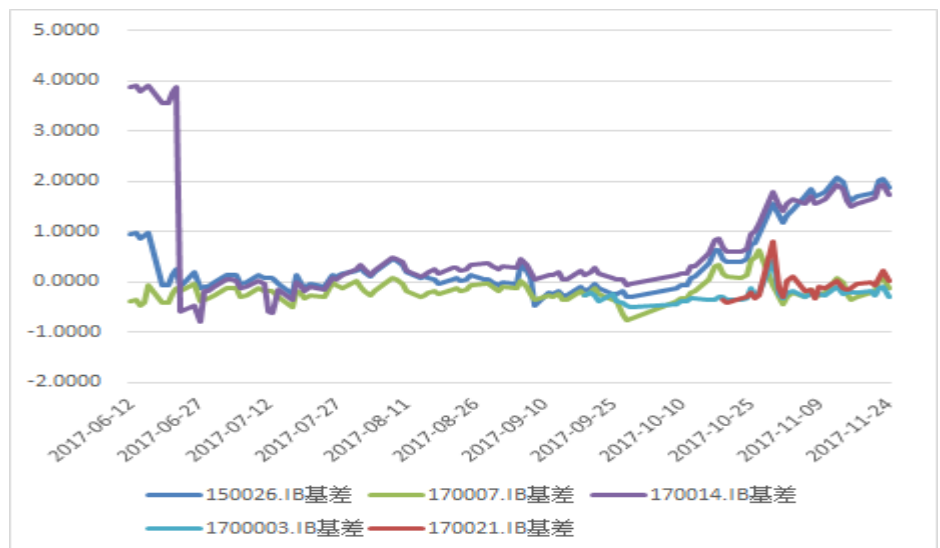


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

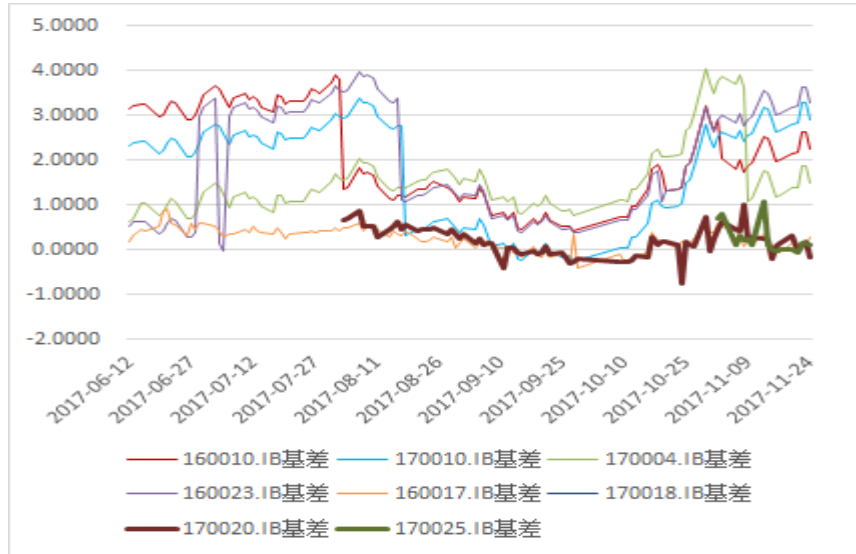
TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB 适宜做空基差，170007.IB 和 170021.IB 的基差适宜做多；T1803 合约的活跃券 160023.IB、170018.IB、170010.IB、170020.IB、160010.IB、170004.IB 适宜做空基差，160017.IB、170025.IB 的基差扩大，适宜做多基差。

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

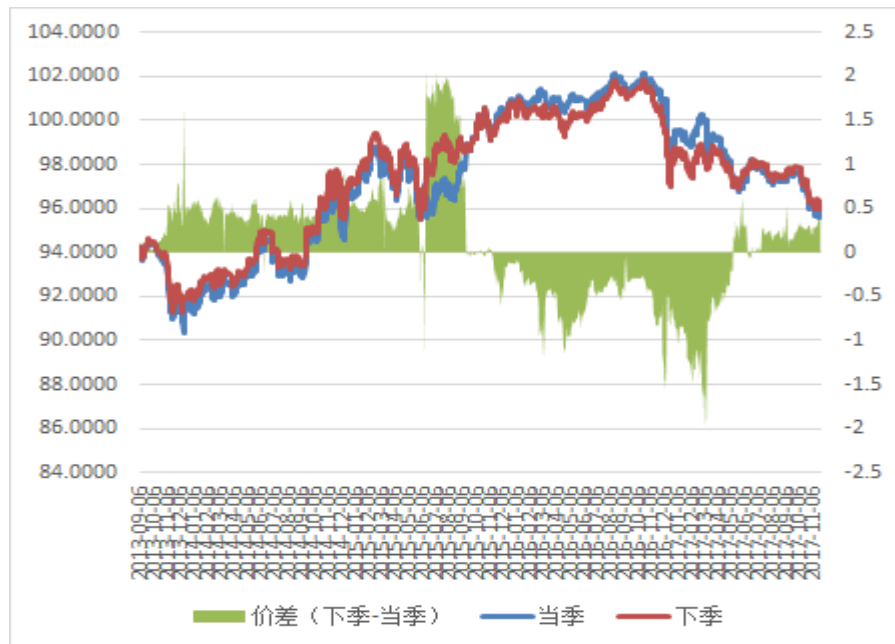


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

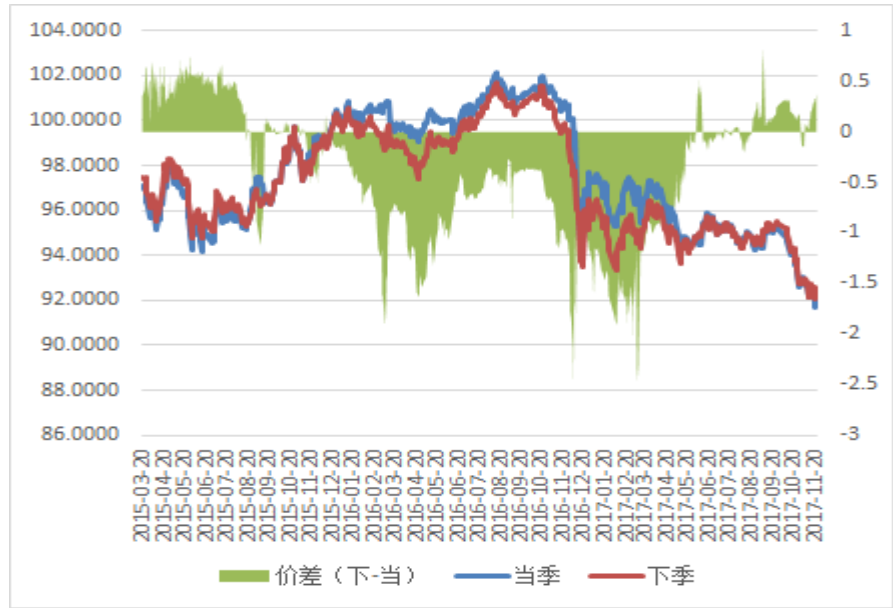
上周 5 年期债合约价差正向小幅走扩, 由于期债已经完成移仓换月, 故无策略推荐; 上周 10 年期债合约价差正向小走扩, 由于期债已经完成移仓换月, 故无策略推荐。

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

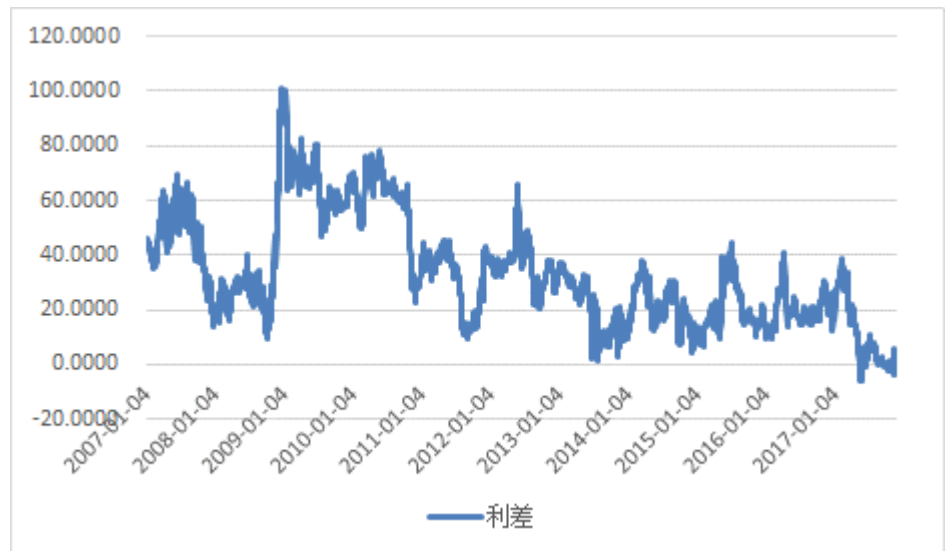


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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浮盈 (多 TF 空 T (2:1)), 本周可部分止盈。

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
11/24/2017	130005.IB	98.0559	3.9337	4.9951	-0.4042
11/23/2017	130005.IB	98.0452	3.9354	4.3734	-0.2255
11/22/2017	130005.IB	98.1863	3.9049	3.9352	-0.0998
11/21/2017	130005.IB	98.2164	3.8982	4.6532	-0.3153
11/20/2017	130005.IB	98.1608	3.91	4.8997	-0.3914
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

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
11/24/2017	170018.IB	96.7281	4	4.354	-0.1792
11/23/2017	160017.IB	90.1671	4.095	3.7494	-0.1891
11/22/2017	170018.IB	96.6492	4.01	3.3957	0.0982
11/21/2017	160017.IB	90.4678	4.05	4.0923	-0.2905
11/20/2017	160017.IB	90.6053	4.03	3.6541	-0.1726
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

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, 上周无重要经济数据公布, 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, 市场预期未来仍或有新的监管政策落地, 令市场情绪偏弱, 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净投放 700 亿元 (包括国库现金定存), 资金面趋紧, 本周公开市场有 9500 亿元逆回购到期, 到期压力较大且临近月末, 预计央行进行对冲操作, 资金面或继续偏紧; 从供需来看, 上周一级市场需求一般, 本周国债供给压力相对不大, 关注续发的 264 亿元 5 年期特别国债的中标利率和投标倍数。本周期债或偏弱震荡。操作上, 长期投资者暂观望为主, 短期投资者多 TF 空 T (2:1) 可以部分止盈, 或关注日内波动。

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。