

周度报告

金融衍生品/全球商品研究·国债

兴证期货.研发产品系列

上周期债震荡走弱，本周或偏弱震荡

兴证期货.研发中心

2017年12月11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

投资咨询编号：Z0013058

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 下行 0.21% 收于 96.345 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.33% 收于 92.675 元；现券方面，上周主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 3.76 个 bp 至 3.8512%，10 年期上行 2.5 个 bp 至 3.9102%，两者利差先上后略下至 6bp。期债走势弱于现券。上周一美国税改落地，公开市场暂停操作，债券窄幅震荡，上周二受到央行官员讲话影响及央行继续暂停公开市场操作，期债偏弱震荡，上周三央行仅等量对冲到期的 1880 亿元 MLF，而不是延续前期在月初对当月 MLF 到期进行提前续作，引发市场对美联储大概率加息后我国央行是否会调高政策利率的担忧，1Y 国债收益率大幅上行近 10 个 bp，上周四商业银行流动性新规出台、国开行再次置换操作，期债出现较大幅走弱，上周五公布的进出口数据好于预期，市场情绪继续偏谨慎，债市走势偏弱，一些银行认为资管新规意见稿的部分条款对市场影响较大，可能引发金融风险，需继续关注资管新规后续的实施细则。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布进出口数据好于预期，CPI 略低于预期，PPI 符合预期下行，市场对基本面预期仍令债市承压，关注本周将公布的金融数据和投资数据；从政策面看，市场目前关注央行是否会跟随美联储加息而上调公开市场政策利率，以及国内资管新规具体落地细则，监管和政策担忧仍在；从资金面来看，上周央行在公开市场上部分对冲到期资金量，短期限资金利率变动不大，1M 及以上的长期限资金利率较大幅上行；从供需来看，上周一级市场中标利率低于二级市场，但投标倍数偏低，需求相对较弱，本周关注续发的 260 亿元 5 年期国债和 280 亿元 30 年期国债的中标利率和投标倍数，供给压力有所增加。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（1:1）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 1499.25 亿元,上周续发的 10 年期国债中标利率低于二级市场收益率,投标倍数为 2.82,需求一般,续发的 1 年期国债中标利率持平于二级市场收益率,投标倍数为 1.72,需求较差。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20171204-20171210)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2017/12/8	17贴现国债58	100.00	0.50	3.98
2017/12/8	17贴现国债57	150.00	0.25	3.97
2017/12/7	17进出10(增15)	30.00	3.00	4.03
2017/12/7	17进出09(增19)	30.00	5.00	4.11
2017/12/7	17进出06(增6)	40.00	1.00	3.79
2017/12/7	17国开12(增4)	40.00	5.00	4.44
2017/12/7	17国开09(增10)	40.00	3.00	4.14
2017/12/7	17国开08(增15)	30.00	7.00	4.30
2017/12/7	17国开03(增6)	180.00	1.00	3.20
2017/12/7	16国开08(置换)		3.00	2.72
2017/12/6	17农发12(增13)	20.00	5.00	4.21
2017/12/6	17农发11(增13)	30.00	3.00	4.12
2017/12/6	15农发06(增4)	80.00	3.00	3.83
2017/12/6	17付息国债25(续发)	260.70	10.00	3.82
2017/12/6	17付息国债24(续发)	260.00	1.00	3.54
2017/12/5	17天津定向04	89.04	7.00	4.52
2017/12/5	17天津定向03	42.91	5.00	4.42
2017/12/5	17天津债27	6.00	5.00	4.30
2017/12/5	17天津债26	47.50	3.00	4.18
...				
合计		1,499.25		

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（20171211-20171217）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-12-15	17付息国债22(续发)	280.00	30.00	国债
2017-12-13	17付息国债21(续2)	260.00	5.00	国债
2017-12-11	17深圳债01	20.00	5.00	地方政府债
2017-12-11	17河南债05(续发)	0.14	3.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债26	1.20	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债25	0.30	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债24	0.60	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债23	0.90	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债22	2.00	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债21	4.70	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债20	2.30	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债19	2.50	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债18	5.00	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债17	2.70	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债16	2.40	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债15	4.90	5.00	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债14	1.7	5	地方政府债
2017-12-15	17内蒙债13	3.80	5.00	地方政府债
2017-12-11	17河南债38	19.00	7.00	地方政府债
.....				
合计		624.14		

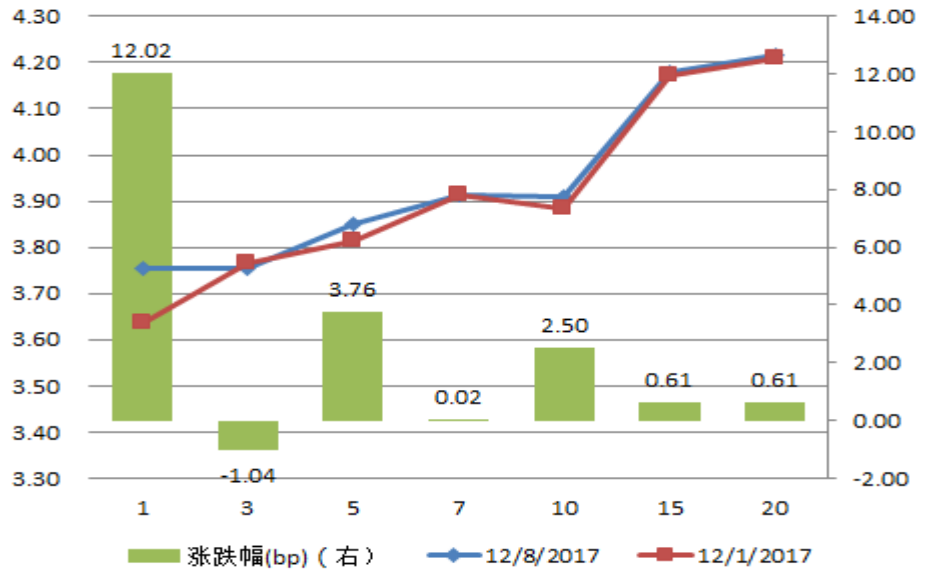
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 624.14 亿元，其中续发 260 亿元 5 年期国债和续发 280 亿元 30 年期国债，本周国债供给压力较大。

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 年期上行 3.76 个 bp 至 3.8512%，10 年期上行 2.5 个 bp 至 3.9102%，两者利差先上后略下至 6bp。上周一美国税改落地，公开市场暂停操作，债券窄幅震荡，上周二受到央行官员讲话影响及央行继续暂停公开市场操作，期债偏弱震荡，上周三央行仅等量对冲到期的 1880 亿元 MLF，而不是延续前期在月初对当月 MLF 到期进行提前续作，引发市场对美联储大概率加息后我国央行是否会调高政策利率的担忧，1Y 国债收益率大幅上行近 10 个 bp，上周四商业银行流动性新规出台、国开行再次置换操作，期债出现较大幅走弱，上周五市场情绪继续偏谨慎，走势偏弱。

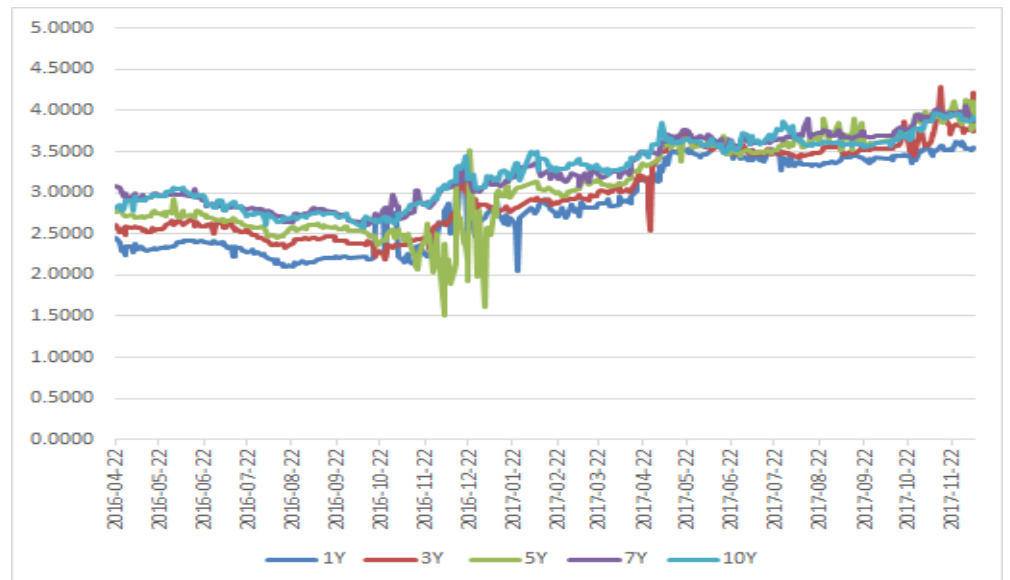
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 12.02 个 BP 至 3.7546%，三年期下行 1.04 个 BP 至 3.7554%，五年期上行 3.76 个 BP 至 3.8512%，七年期上行 0.02 个 BP 至 3.9147%，十年期上行 2.50 个 BP 至 3.9102%。

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 货币市场长期限资金利率较大幅上行

上周央行在公开市场进行 1200 亿 7 天逆回购操作，同时有 5100 亿 7 天逆回购到期，净回笼 3900 亿；进行 500 亿 14 天逆回购操作，同时有 2700 亿 14 天逆回购到期，净回笼 2200 亿，上周进行 1000 亿 28 天逆回购操作，同时有 0

亿 28 天逆回购到期，净投放 1000 亿，上周进行 1 年期 1880 亿 MLF 操作，同时有 1880 亿 1 年期 MLF 到期，净投放 0 亿，央行上周在公开市场上净回笼 5100 亿元。

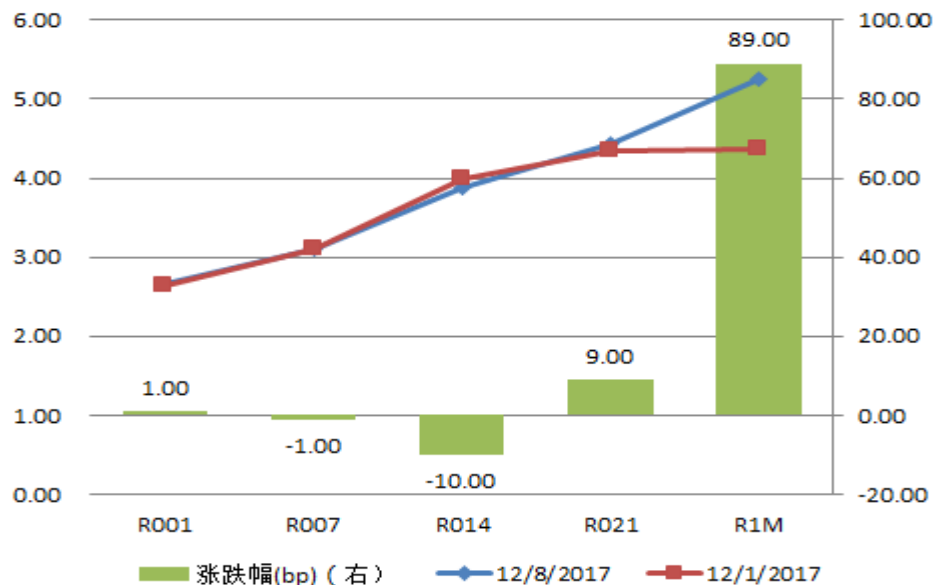
表 3：上周公开市场操作情况（20171204-20171210）

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	12/8/2017	100.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	12/7/2017	1,500.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/7/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/4/2017	200.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/5/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	12/5/2017	1,300.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	12/4/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/6/2017	800.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	12/6/2017	1,600.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购	12/7/2017	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	12/7/2017	1,200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	12/7/2017	1,000.00	2.75	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	12/6/2017	1,880.00	3.20	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	12/6/2017	1,880.00	3.00	0.00
净投放			-5,100.00		
净投放(含国库现金)			-5,100.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上部分对冲到期资金量，进行净回笼，短期限资金利率变动不大，1M 及以上期限资金利率较大幅走高。

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 1bp 至 2.65%；7 天期下行 1bp 至 3.1%；14 天期下行 10bp 至 3.88%；21 天期上行 9bp 至 4.44%；1 个月期上行 89bp 至 5.26%。

本周公开市场有 4800 亿元资金集中到期，其中 7 天期到期 1200 亿元，14 天期到期 3600 亿元，到期压力不大，到期高峰集中在本周四，预计资金面可能趋紧，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 (20171211-20171217)

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	2017/12/14	1,200.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/12/14	1,200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/12/12	1,100.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/12/11	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/12/13	700.00	2.60	0.00
净投放			-4800.00		
净投放(含国库现金)			-4800.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货震荡走弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.21% 收于 96.345 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.33% 收于 92.675 元；现券方面，上周主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 3.76 个 bp 至 3.8512%，10 年期上行 2.5 个 bp 至 3.9102%，两者利差先上后略下至 6bp。上一美国税改落地，公开市场暂停操作，债券窄幅震荡，上周二受到央行官员讲话影响及央行继续暂停公开市场操作，期债偏弱震荡，上周三央行仅等量对冲到期的 1880 亿元 MLF，而不是延续前期在月初对当月 MLF 到期进行提前续作，引发市场对美联储大概率加息后我国央行是否会调高政策利率的担忧，1Y 国债收益率大幅上行近 10 个 bp，上周四商业银行流动性新规出台、国开行再次置换操作，期债出现较大幅走弱，上周五市场情绪继续偏谨慎，走势偏弱。

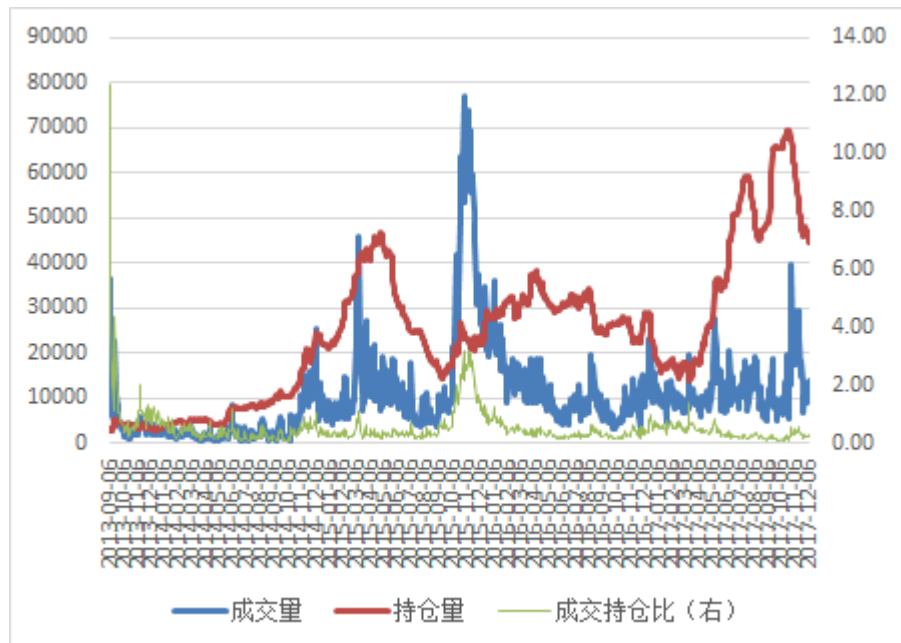
5 年期债交割月合约 TF1712 周跌 0.00%，收于 96.365 元；主力合约 TF1803 周跌 0.21%，收于 96.345 元；隔季合约 TF1806 周跌 0.02%，收于 96.68 元。成交方面，三个合约日均成交 11133.6 手，持仓方面，TF1803 合约周减仓 1334 手，目前持仓 44437 手，截止 12 月 8 日，5 年期三个合约合计持仓 44695 手，周减仓 2672 手。

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

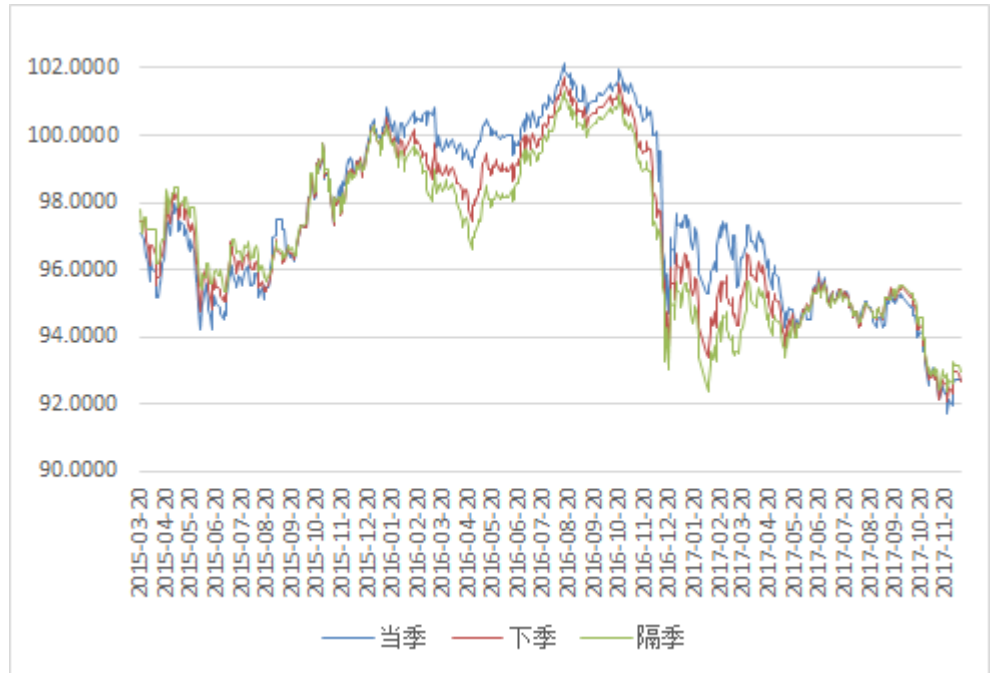
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

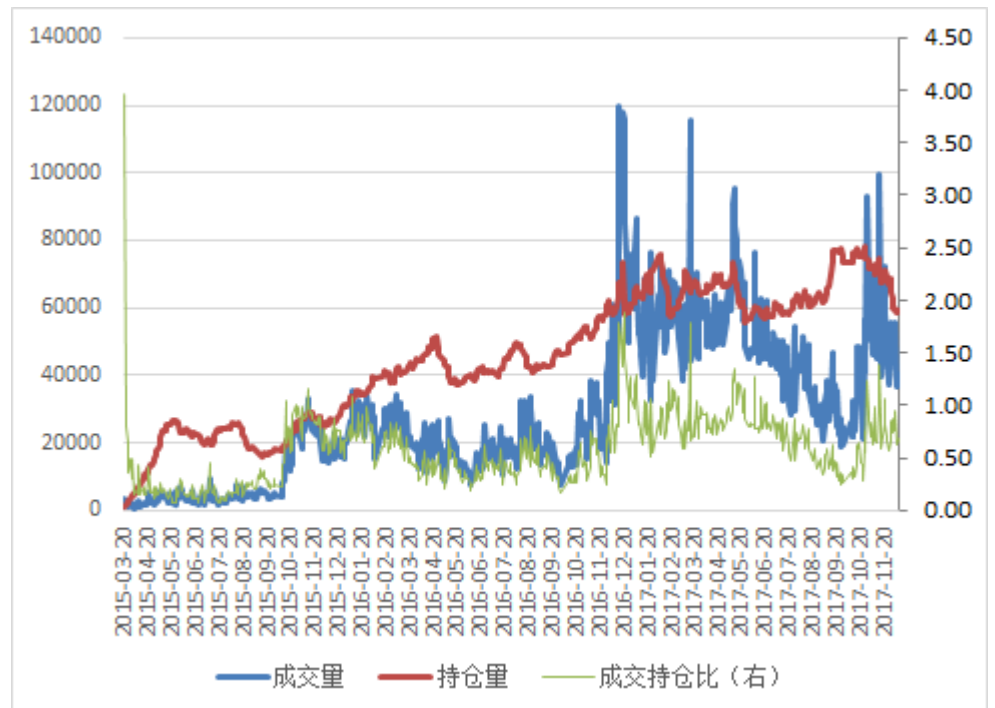
10 年期国债期货近交割月合约 T1712 周跌 0.00%，收于 92.70 元；主力合约 T1803 周跌 0.33%，收于 92.675 元；隔季合约 T1803 周跌 0.19%，收于 92.99 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 44336.4 手，主力 T1803 合约周增仓 541 手，持仓 58235 手，截至 12 月 8 日，10 年期三个合约合计持仓 59333 手，持仓减少 629 手。

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

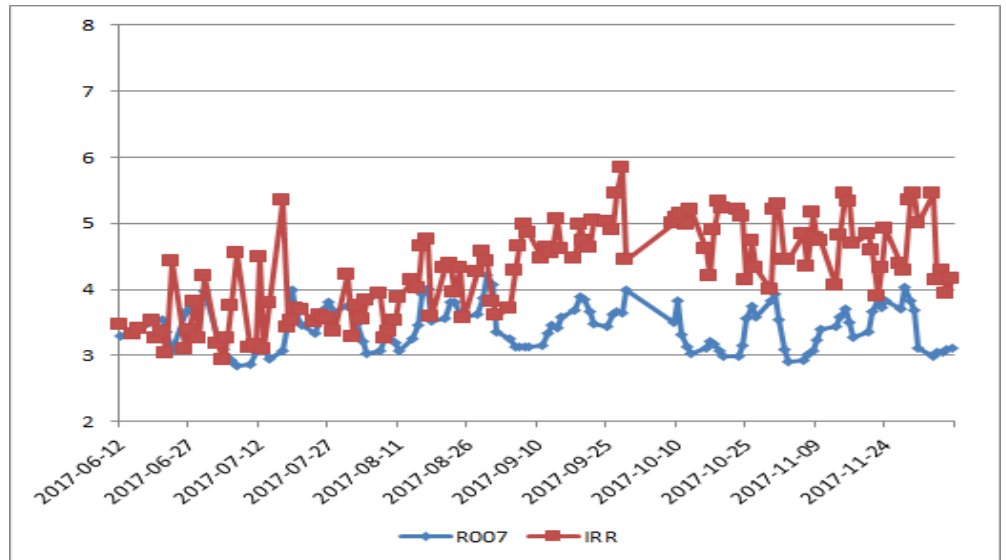


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 小幅上行，IRR 震荡下行，在上周一 CTD 券有较明显的正向期现套利机会。

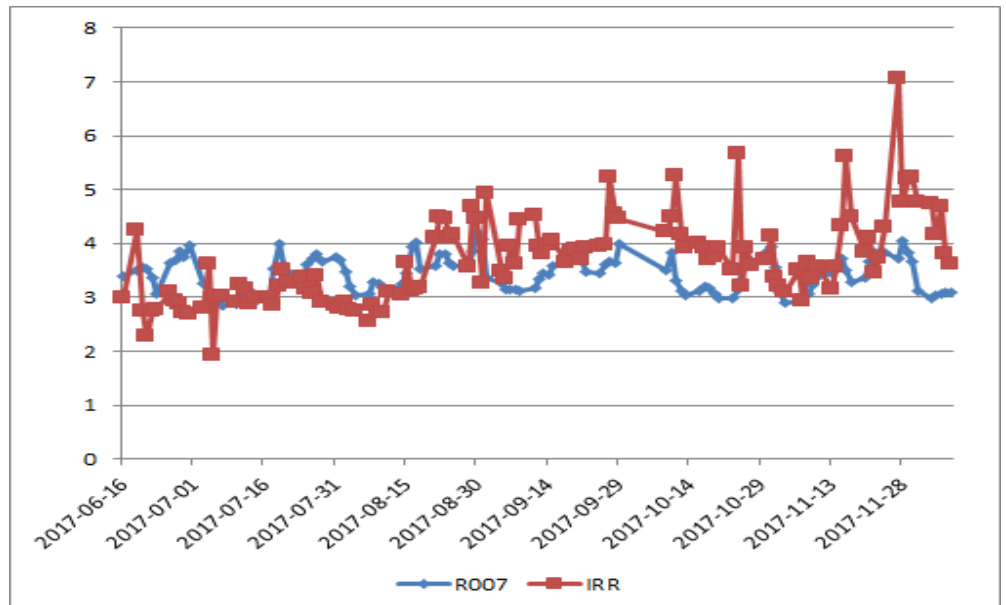
图 8：近期 TF1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 小幅上行，且 IRR 震荡下行，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

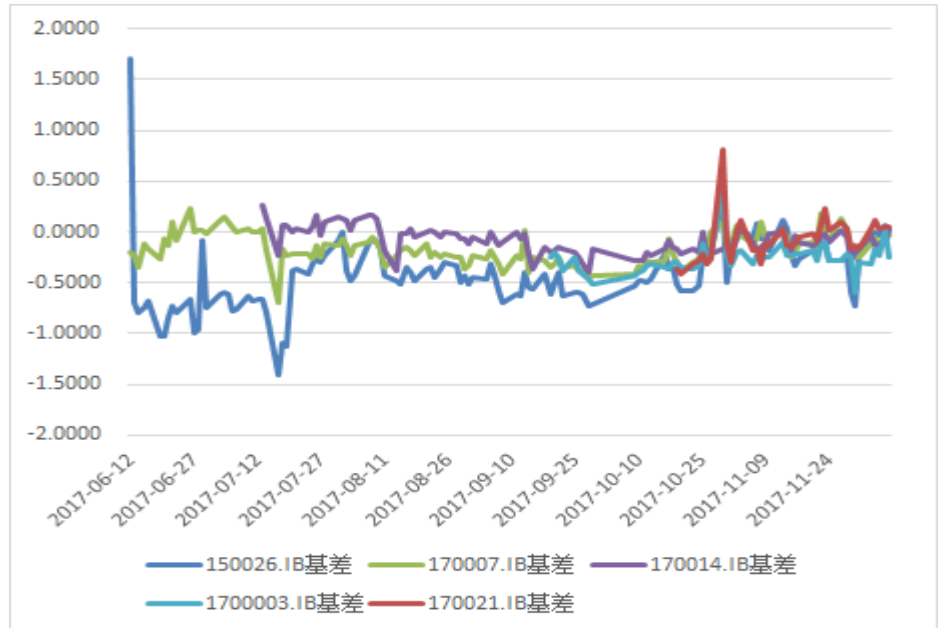


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170007.IB 和 170021.IB 适宜做多基差；T1803 合约的活跃券 160023.IB、170018.IB、170010.IB、170020.IB、160010.IB、170004.IB、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

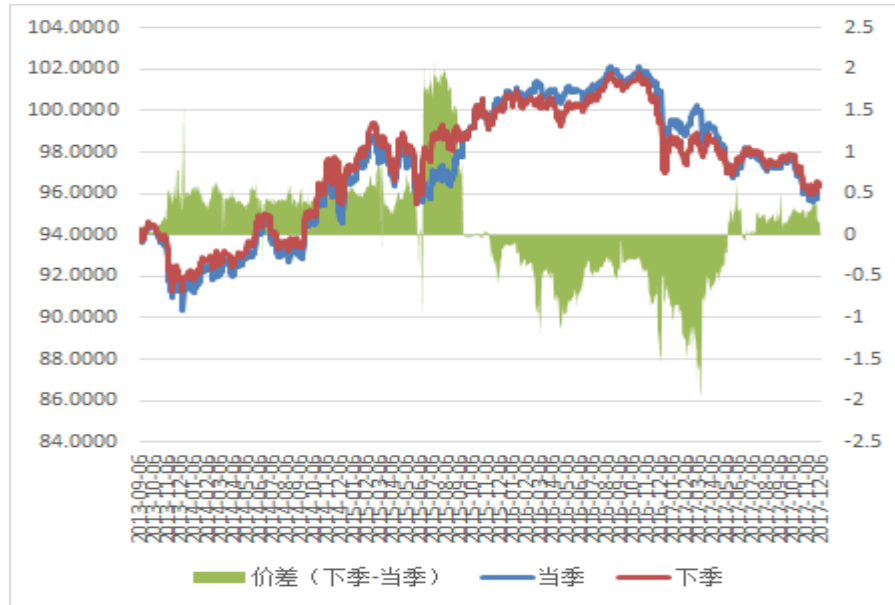


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 跨期价差

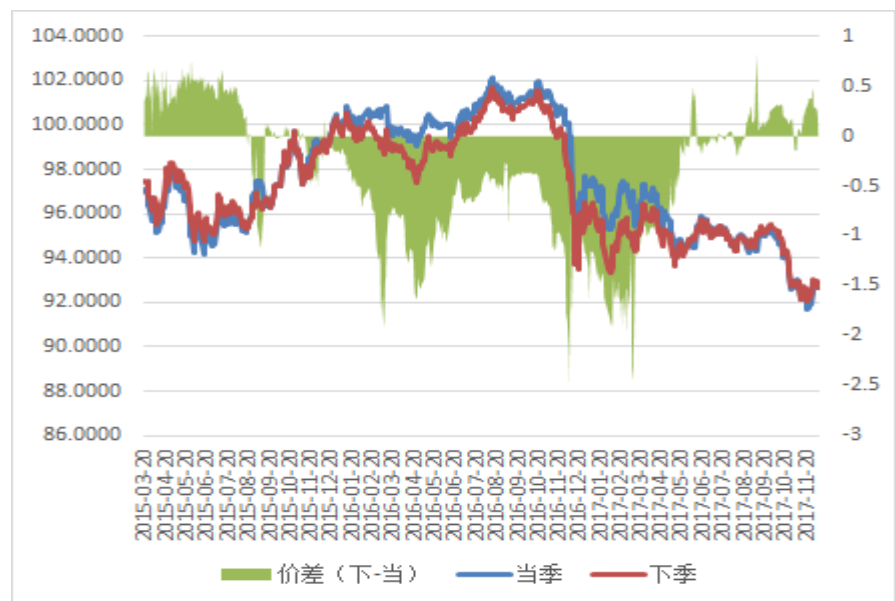
上周 5 年期债合约价差由正转负，由于期债已经完成移仓换月，故无策略推荐；上周 10 年期债合约价差由正转负，由于期债已经完成移仓换月，故无策略推荐。

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

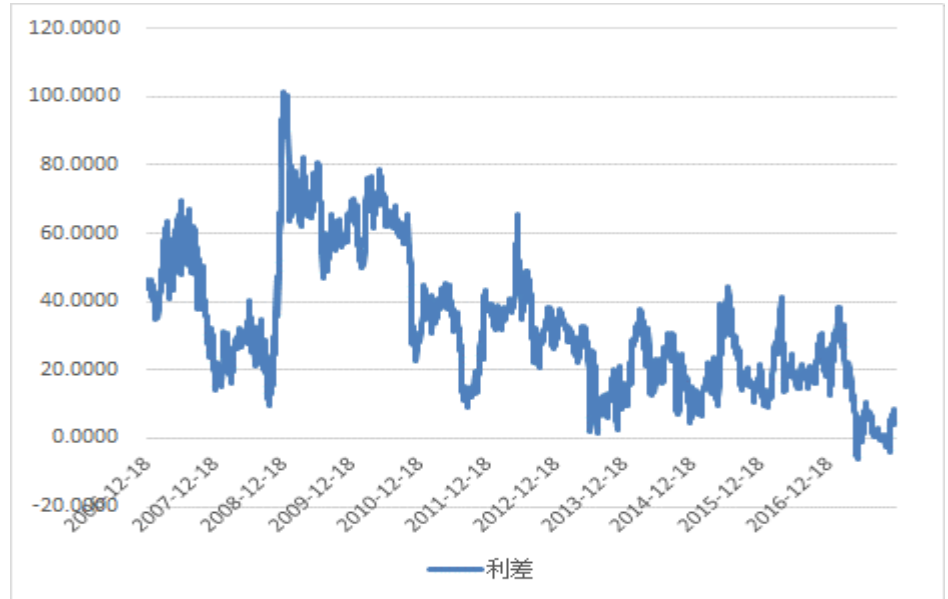


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差在 6bp 附近震荡，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止盈 (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
12/8/2017	130005.IB	98.465	3.8479	4.2085	-0.1589
12/7/2017	130005.IB	98.6176	3.8145	4.0009	-0.1086
12/6/2017	130005.IB	98.6482	3.8078	4.3301	-0.1957
12/5/2017	130005.IB	98.611	3.8157	4.1936	-0.1613
12/4/2017	130011.IB	97.75	3.84	5.452	-0.5226
12/1/2017	130005.IB	98.4203	3.8564	5.0648	-0.4032
11/30/2017	130005.IB	98.2957	3.8828	5.5291	-0.5329
11/29/2017	130005.IB	98.1922	3.9049	5.4286	-0.5084
11/28/2017	130005.IB	98.2113	3.9006	4.3375	-0.2078
11/27/2017	130005.IB	98.2058	3.9016	4.4592	-0.244

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
12/8/2017	160017.IB	90.8107	4.0073	3.5539	-0.1242
12/7/2017	160017.IB	90.9103	3.9917	3.8478	-0.1962
12/6/2017	160010.IB	91.9997	4.0306	4.6808	-0.3704
12/5/2017	160017.IB	90.8317	4.0024	4.1989	-0.2846
12/4/2017	160017.IB	90.7917	4.0079	4.7726	-0.4276
12/1/2017	160017.IB	90.7604	4.0121	4.809	-0.4491
11/30/2017	170018.IB	97.0417	3.9605	5.2831	-0.4264
11/29/2017	160017.IB	90.4193	4.06	5.2441	-0.5646
11/28/2017	160023.IB	89.7559	4.08	4.7635	-0.4494
11/27/2017	150023.IB	91.3403	4.2964	7.0439	-1.005

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，上周公布进出口数据好于预期，CPI 略低于预期，PPI 符合预期下行，市场对基本面预期仍令债市承压，关注本周将公布的金融数据和投资数据；从政策面看，市场目前关注央行是否会跟随美联储加息而上调公开市场政策利率，以及国内资管新规具体落地细则，监管和政策担忧仍在；从资金面来看，上周央行在公开市场上部分对冲到期资金量，短期限资金利率变动不大，1M 及以上的长期限资金利率较大幅上行；从供需来看，上周一级市场中标利率低于二级市场，但投标倍数偏低，需求相对较弱，本周关注续发的 260 亿元 5 年期国债和 280 亿元 30 年期国债的中标利率和投标倍数，供给压力有所增加。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 (1:1) 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。

