

## 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

## 上周期债先抑后扬，本周或偏强震荡

兴证期货.研发中心

2017年12月18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

## ● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 上行 0.09% 收于 96.435 元，十年期国债期货主力合约 T1803 上行 0.25% 收于 92.905 元；现券方面，上周除 10 年期外，其余主要期限收益率小幅上行，其中 5 年期上行 0.06 个 bp 至 3.8518%，10 年期下行 1.98 个 bp 至 3.8904%，活跃券基差先上后下。上周前三天期债受监管政策影响偏弱震荡，但上周四在美联储如期加息后，央行上调逆回购、SLF、MLF 操作利率各 5bp，市场前期担忧如果央行加息将上调 10bp，结果是加息幅度不及预期，同时释放 2880 亿元 MLF，超额续作周六到期的 1870 亿元 MLF，同时周四公布的投资和工业增加值数据走弱，叠加资金面由紧转相对宽松，债市情绪回暖，期债高开偏强震荡，上周五公布的《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》有利于缓解资金面的阶段性紧张，同时央行进行净投放，资金面紧势进一步缓解，期债继续高开高走。

## ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的投资和工业增加值等数据走弱，市场目前对基本面预期仍令债市承压；从政策面看，央行跟随美联储上调公开市场操作利率 5bp，但幅度不及预期，监管方面，继续关注资管新规的实施细则；从资金面来看，上周央行在公开市场上净投放 3680 亿元，资金面由紧转相对宽松，本周有 5370 亿元（包括提前对冲的 1870 亿元 MLF）资金量到期，关注央行是否继续进行净投放操作；从供需来看，上周一二级市场中标利率低于二级市场，但投标倍数不高，需求一般，本周关注各 260 亿元续发的 3 年期国债和新发的 7 年期国债的中标利率和投标倍数，本周无政策性银行债发行，利率债整体供给压力较小。本周如果央行继续呵护资金面，期债可能偏强震荡。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者多 T 空 TF (1:1) 或关注 TF 正套机会。

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

[shangfang@xzfutures.com](mailto: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 1164.14 亿元，上周续发的 5 年期国债中标利率低于二级市场收益率，投标倍数为 3.34，需求一般。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20171211-20171217）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2017/12/15	17贴现国债59	150.00	0.25	3.93
2017/12/14	17进出10(增16)	30.00	3.00	4.03
2017/12/14	17进出09(增20)	30.00	5.00	4.11
2017/12/14	17进出06(增7)	40.00	1.00	3.79
2017/12/14	17国开12(增5)	50.00	5.00	4.44
2017/12/14	17国开11(增6)	50.00	1.00	3.83
2017/12/14	17国开09(增11)	50.00	3.00	4.14
2017/12/14	17国开08(增16)	40.00	7.00	4.30
2017/12/15	17付息国债22(续发)	280.00	30.00	4.28
2017/12/14	15国开01(增12)	100.00	3.00	3.85
2017/12/13	17付息国债21(续2)	260.00	5.00	3.73
2017/12/11	17深圳债01	20.00	5.00	3.82
2017/12/11	17河南债38	19.00	7.00	4.15
2017/12/11	17河南债05(续发)	0.14	3.00	4.12
2017/12/11	17青岛19	3.00	10.00	3.94
2017/12/11	17青岛18	2.00	7.00	3.95
2017/12/11	17青岛17	5.00	5.00	3.85
2017/12/15	17内蒙古债26	1.20	5.00	4.20
2017/12/15	17内蒙古债25	0.30	5.00	
...				
<b>合计</b>		<b>1,164.14</b>		

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（20171218-20171224）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-12-20	17付息国债27	260.00	7.00	国债
2017-12-20	17付息国债23(续2)	260.00	3.00	国债
<b>合计</b>		<b>520.00</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 520 亿元，其中续发 260 亿元 3 年期国债和新发 260 亿元 7 年期国债，本周国债供给压力较上周减少，且政策性银行债和地方债在接近年底时供给暂停，利率债供给压力减少。

### 1.2 利率债二级市场变化

上周除 10 年期外，其余主要期限收益率小幅上行，其中 5 年期上行 0.06 个 bp 至 3.8518%，10 年期下行 1.98 个 bp 至 3.8904%。上周前三天受监管政策影响现券收益率小幅上行，但上周四在美联储如期加息后，央行上调逆回购、SLF、MLF 操作利率各 5bp，市场前期担忧如果央行加息将上调 10bp，结果是加息幅度不及预期，同时释放 2880 亿元 MLF，超额续作周六到期的 1870 亿元 MLF，同时周四公布的投资和工业增加值数据走弱，叠加资金面由紧转相对宽松，债市情绪回暖，现券收益率小幅下行，上周五公布的《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》有利于缓解资金面的阶段性紧张，同时央行进行净投放，资金面紧势进一步缓解，现券收益率小幅震荡。整体看，现券收益率先小幅上行后小幅下行。

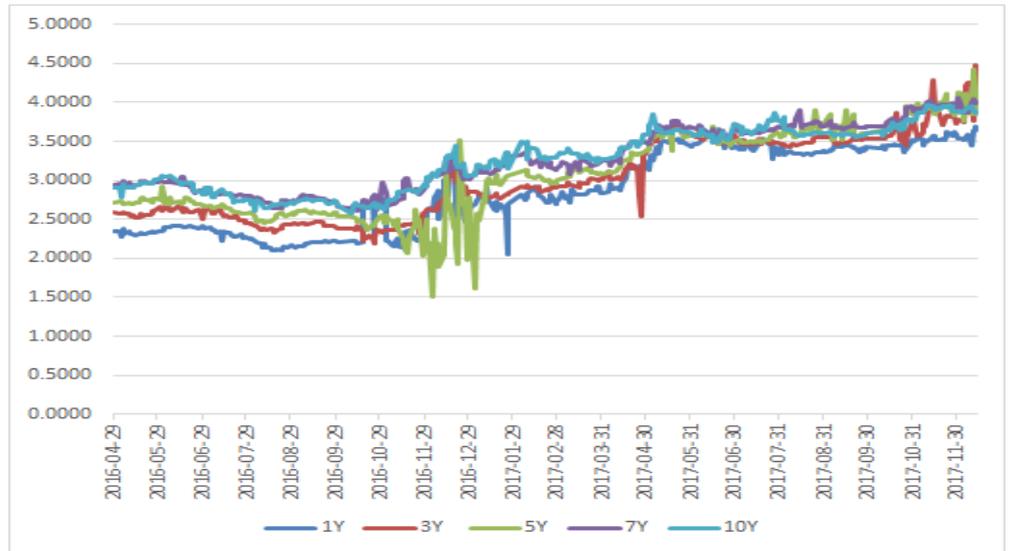
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 2.35 个 BP 至 3.7781%，三年期上行 0.99 个 BP 至 3.7653%，五年期上行 0.06 个 BP 至 3.8518%，七年期上行 2.944 个 BP 至 3.9147%，十年期下行 1.98 个 BP 至 3.8904%。

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先上后下

上周央行在公开市场进行 3000 亿 7 天逆回购操作，同时有 1200 亿 7 天逆回购到期，净投放 1800 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 3600 亿 14 天逆回购到期，净回笼 3600 亿，上周进行 2600 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净投放 2600 亿，上周进行 1 年期 2880 亿 MLF 操作，同时有 1870 亿 1 年期 MLF 在周六到期，净投放 1010 亿，央行上周在公开市场上净投放 3680 亿元。

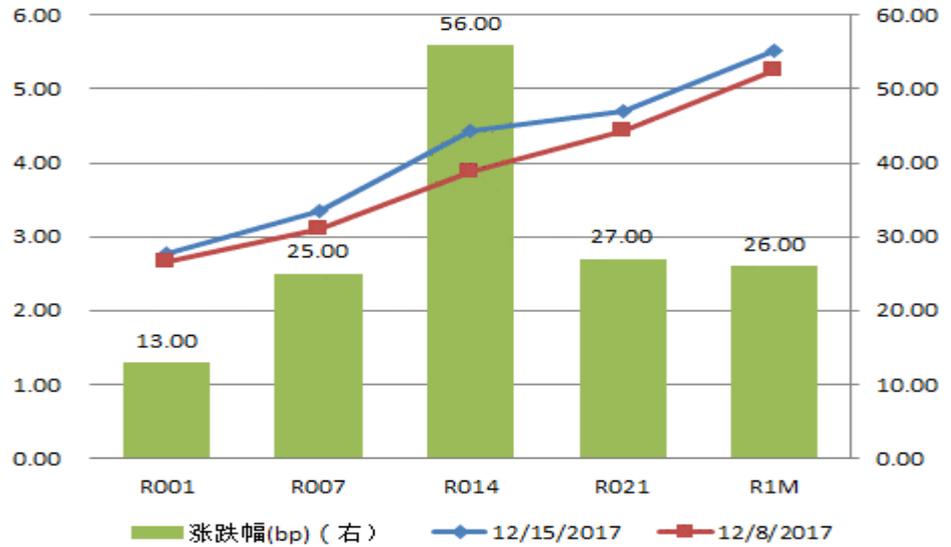
表 3：上周公开市场操作情况（20171211-20171217）

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	12/11/2017	600.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/13/2017	700.00	2.60	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/12/2017	1,100.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	12/14/2017	1,200.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	12/14/2017	1,200.00	2.60	0.00
逆回购28D	逆回购	12/15/2017	700.00	2.80	0.00
逆回购7D	逆回购	12/14/2017	300.00	2.50	5.00
逆回购7D	逆回购	12/13/2017	700.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	12/15/2017	800.00	2.50	0.00
逆回购28D	逆回购	12/14/2017	200.00	2.80	5.00
逆回购7D	逆回购	12/11/2017	400.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	12/11/2017	400.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购	12/13/2017	600.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购	12/12/2017	800.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购	12/12/2017	700.00	2.75	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	12/14/2017	2,880.00	3.25	5.00
净投放(含国库现金)			3,680.00		
净投放			3,680.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上进行较大量净投放，资金利率先上后下，整体看各主要期限资金利率上行。

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 13bp 至 2.78%；7 天期上行 25bp 至 3.35%；14 天期上行 56bp 至 4.44%；21 天期上行 27bp 至 4.71%；1 个月期上行 26bp 至 5.52%。

本周公开市场有 5370 亿元资金集中到期，其中 7 天期到期 3000 亿元，14 天期到期 500 亿元，包括在上周六到期的 1 年期 1870 亿元 MLF，央行已经提前续作，到期压力不大，到期量每日较平均，央行可能会进行净投放操作来维稳资金面。

表 4：本周公开市场操作情况 (20171218-20171224)

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	2017/12/19	800.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/12/18	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/12/20	700.00	2.45	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2017/12/21	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/12/21	300.00	2.50	5.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/12/22	800.00	2.50	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/12/16	1,870.00	3.00	0.00
净投放			-5370.00		
净投放(含国库现金)			-5370.00		

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 0.09% 收于 96.435 元，十年期国债期货主力合约 T1803 上行 0.25% 收于 92.905 元；现券方面，上周除 10 年期外，其余主要期限收益率小幅上行，其中 5 年期上行 0.06 个 bp 至 3.8518%，10 年期下行 1.98 个 bp 至 3.8904%，活跃券基差先上后下。上周前三天期债受监管政策影响偏弱震荡，但上周四在美联储如期加息后，央行上调逆回购、SLF、MLF 操作利率各 5bp，市场前期担忧如果央行加息将上调 10bp，结果是加息幅度不及预期，同时释放 2880 亿元 MLF，超额续作周六到期的 1870 亿元 MLF，同时周四公布的投资和工业增加值数据走弱，叠加资金面由紧转相对宽松，债市情绪回暖，期债高开偏强震荡，上周五公布的《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》有利于缓解资金面的阶段性紧张，同时央行进行净投放，资金面紧势进一步缓解，期债继续高开高走。

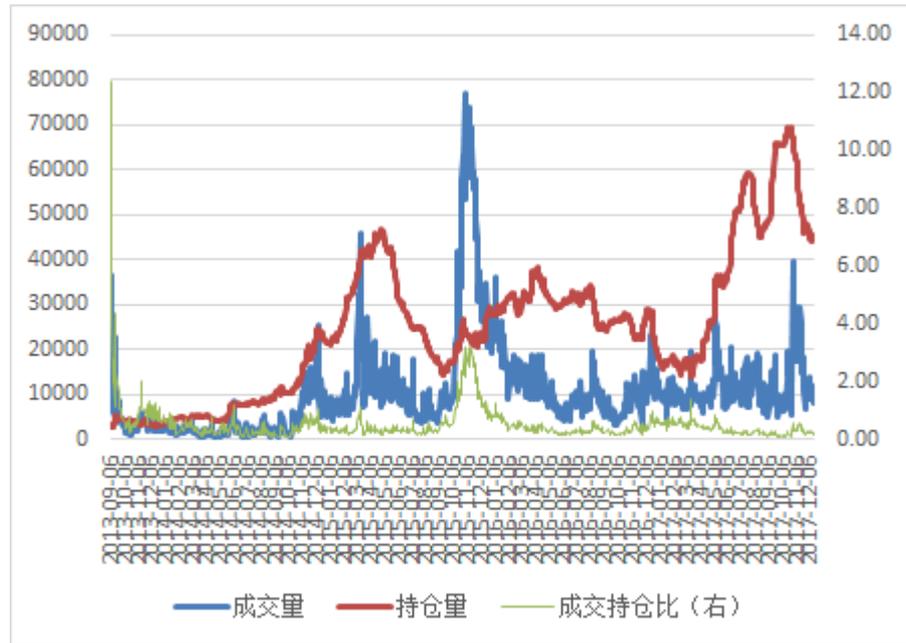
5 年期债主力合约 TF1803 周涨 0.09%，收于 96.435 元；下季合约 TF1806 周涨 0.13%，收于 96.805 元；隔季合约 TF1809 周涨 0.76%，收于 96.6 元。成交方面，三个合约日均成交 9838 手，持仓方面，TF1803 合约周增仓 883 手，目前持仓 45320 手，截止 12 月 15 日，5 年期三个合约合计持仓 45584 手，周增仓 1055 手。

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

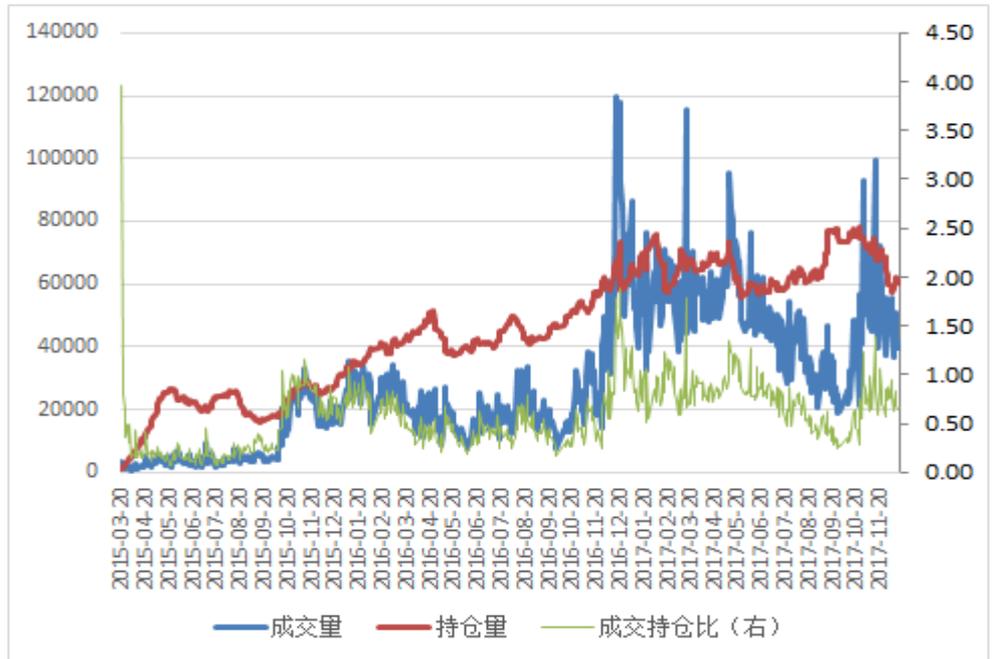
10 年期国债期货主力合约 T1803 周涨 0.25%，收于 92.905 元；下季合约 T1803 周涨 0.09%，收于 93.07 元；隔季合约 T1809 周涨 0.00%，收于 96.975 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 41672 手，主力 T1803 合约周增仓 922 手，持仓 59157 手，截至 12 月 15 日，10 年期三个合约合计持仓 60516 手，持仓增加 1183 手。

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

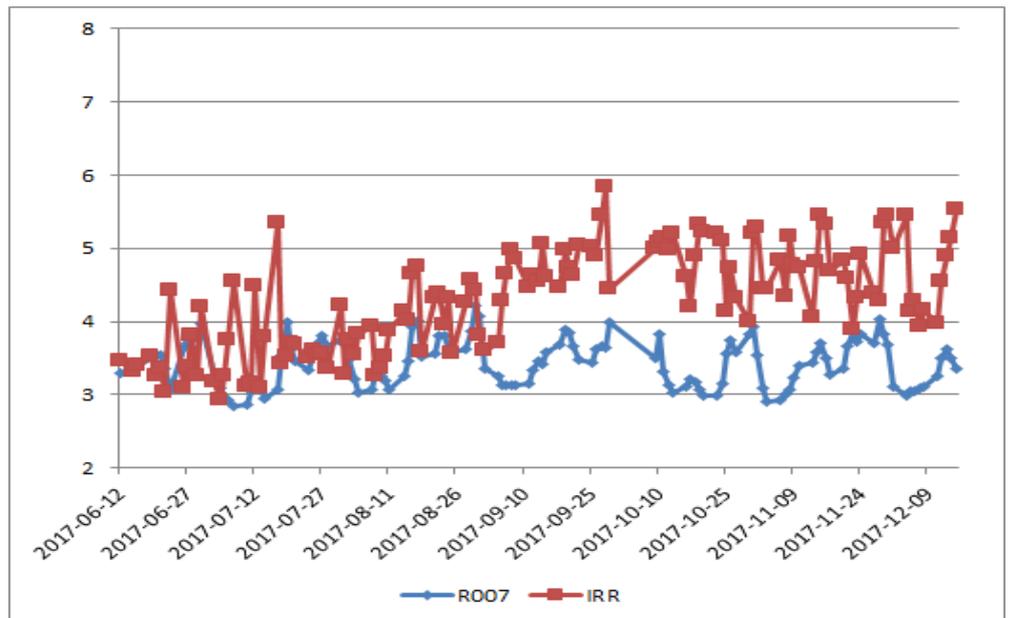


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 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 先上后下，IRR 上行，在上周二、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。

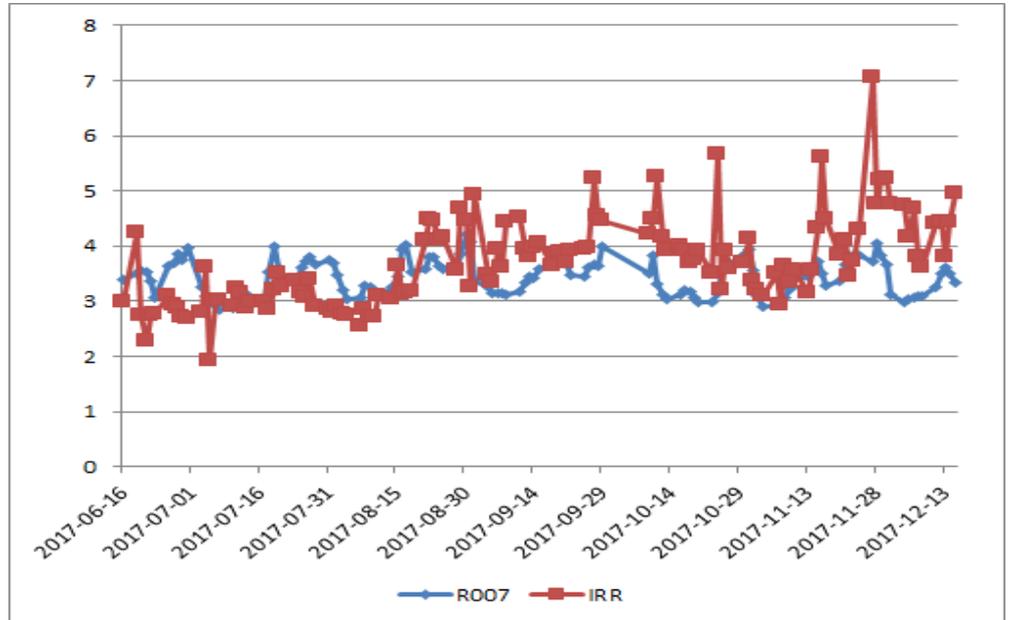
图 8：近期 TF1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 先上后下，且 IRR 区间震荡，在上周五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

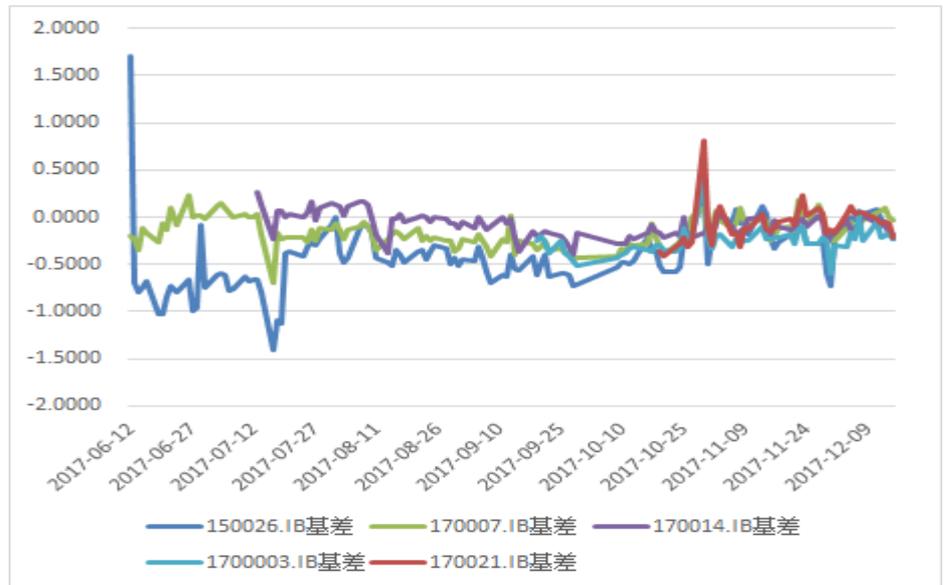


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

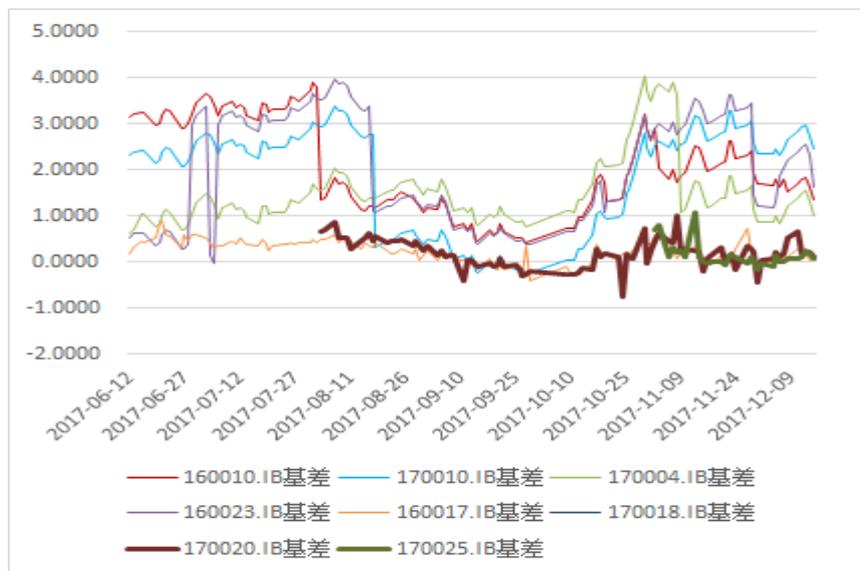
TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170007.IB 和 170021.IB 的基差先上后下，适宜做空基差；T1803 合约的活跃券 160023.IB、170018.IB、170010.IB、170020.IB、160010.IB、170004.IB、160017.IB、170025.IB 的基差先上后下，适宜做空基差。

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

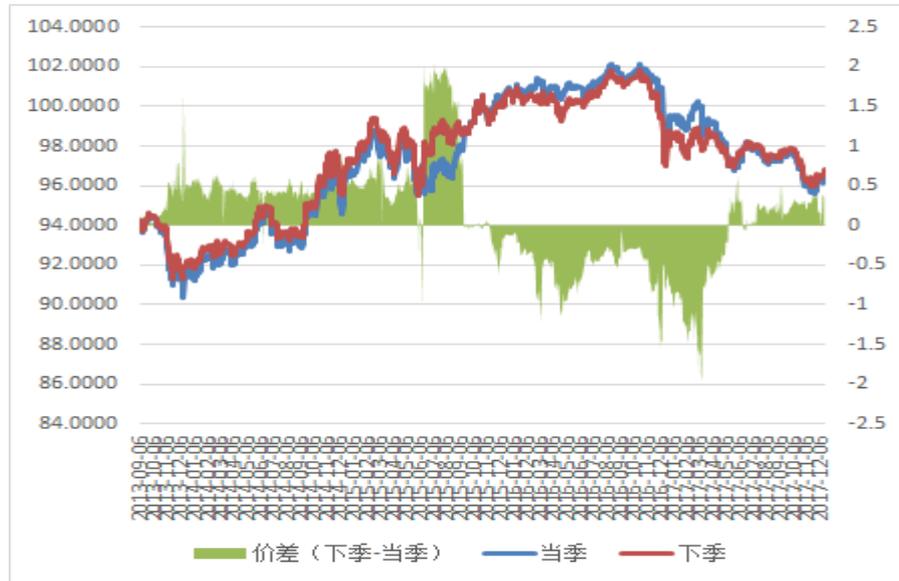


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

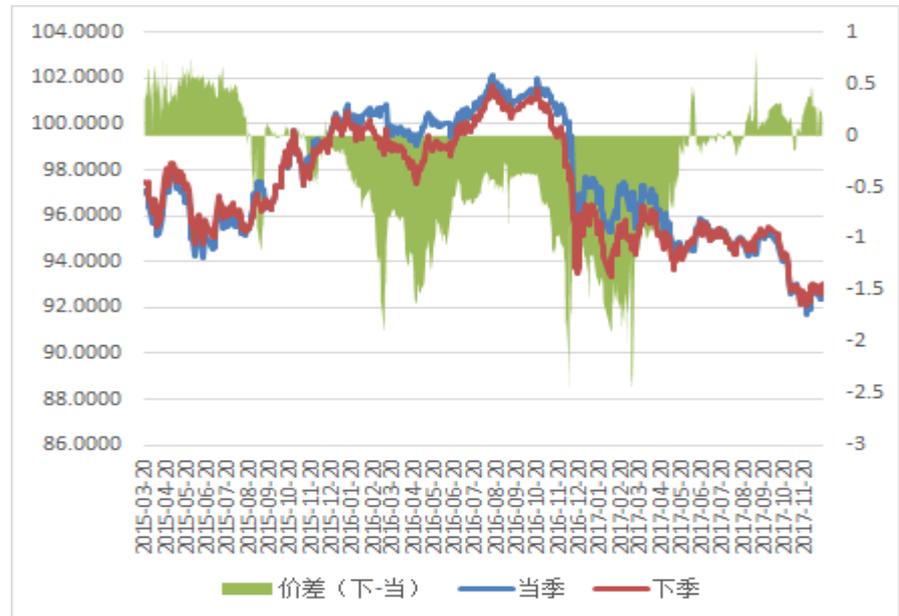
上周 5 年期债合约价差由负转正后窄幅震荡, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐; 上周 10 年期债合约价差由负转正后震荡上行, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐。

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



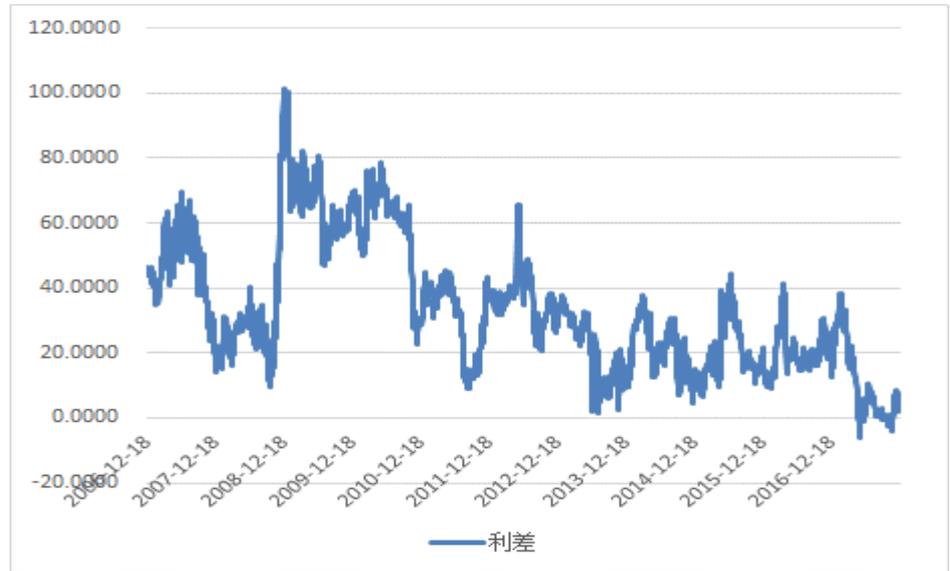
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差先下后上至目前 4bp, 根据上周国债期货行情, 主力合约 1803 应在上半周多 TF 空 T 策略 (1:1) 止盈, 后半周多 T 空

TF (1:1), 做陡收益率曲线策略已止盈 (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

### 3. 周度操作建议

从经济基本面来看, 上周公布的投资和工业增加值等数据走弱, 市场目前对基本面预期仍令债市承压; 从政策面看, 央行跟随美联储上调公开市场操作利率 5bp, 但幅度不及预期, 监管方面, 继续关注资管新规的实施细则; 从资金面来看, 上周央行在公开市场上净投放 3680 亿元, 资金面由紧转相对宽松, 本周有 5370 亿元 (包括提前对冲的 1870 亿元 MLF) 资金量到期, 关注央行是否继续进行净投放操作; 从供需来看, 上周一级市场中标利率低于二级市场, 但投标倍数不高, 需求一般, 本周关注各 260 亿元续发的 3 年期国债和新发的 7 年期国债的中标利率和投标倍数, 本周无政策性银行债发行, 利率债整体供给压力较小。本周如果央行继续呵护资金面, 期债可能偏强震荡。操作上, 长期投资者暂观望为主, 短期投资者多 T 空 TF (1:1) 或关注 TF 正套机会。

## 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。