

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

上周期债较大幅走弱，本周或弱勢震荡

兴证期货·研发中心

2018年1月8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 0.36% 收于 96.26 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.77% 收于 92.45 元；现券方面，上周短端收益率较大幅下行，中长端收益率出现不同程度的上行，其中 5 年期上行 0.39 个 bp 至 3.8484%，10 年期上行 4.05 个 bp 至 3.9212%，曲线走陡。上周 18 年首个交易日期债尾盘跳水较大幅收跌，现券收益率走势分化，短端收益率由于节后资金面改善而出现较大幅下行，1 年期国债收益率下行超 10bp，但中长端收益率由于财新 PMI 好于预期、国开行重启 10 年期国开债的发行、对监管的担忧以及期债走弱的影响而出现小幅上行，期债价格跌幅大于现券，节前存在的正套空间被抹平，上周四在央行发布的主要规范代持业务的 302 号文被证实和披露后，市场对监管力度担忧加剧，期债开盘出现跳空低开，同时市场在等待经济数据和资管征求意见的落地细则，情绪谨慎，期债走势偏弱。上周整体来看，在资金利率不断下行资金面好转带动短端收益率较大幅下行，而中长端收益率在 PMI 数据好于预期和新披露的监管政策影响下出现不同程度的上行。

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

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的 PMI 数据好于预期，关注本周将公布的经济和物价数据，市场目前对基本面预期仍令债市承压；从政策面看，央行建立“临时准备金动用安排”意在维稳资金面预期，同时延续 17 年的去杠杆防风险的监管政策，发布 302 号文规范债券市场的代持业务，美联储 2018 年预计加息三次；从资金面来看，上周央行暂停公开市场操作，净回笼 5100 亿元，但节后资金利率连续走低，资金面改善，本周有 4100 亿元资金量到期，到期压力相对较大，关注央行操作；从供需来看，上周无国债发行，本周将续发各 200 亿元的 1 年期和 10 年期国债发行，关注发行利率和投标倍数，且财政部公布 2018 年的国债发行计划，预计较去年发行规模小幅增加。本周期债可能偏弱震荡。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者多 TF 空 T (1:1)。

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 760 亿元，上周无记账式付息国债发行，国开行重启 10 年期国开债的发行，中标利率为 4.9052%，投标倍数为 2.33。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20180101-20180107）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/1/5	18进出01	40.00	1.00	4.20
2018/1/5	18贴现国债01	100.00	0.25	3.30
2018/1/4	18国开01	100.00	0.25	3.41
2018/1/5	17进出10(增18)	30.00	3.00	4.03
2018/1/5	17进出09(增22)	30.00	5.00	4.11
2018/1/4	17国开15(增13)	90.00	10.00	4.24
2018/1/4	17国开12(增7)	70.00	5.00	4.44
2018/1/4	17国开09(增13)	60.00	3.00	4.14
2018/1/3	17农发12(增14)	30.00	5.00	4.21
2018/1/3	17农发11(增14)	30.00	3.00	4.12
2018/1/3	15农发06(增5)	60.00	3.00	3.83
2018/1/2	17国开11(增8)	60.00	1.00	3.83
2018/1/2	17国开08(增18)	60.00	7.00	4.30
合计		760.00		

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（20180108-20180114）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-01-09	17国开11(增9)	93.00	1.00	政策银行债
2018-01-09	17国开09(增14)	78.00	3.00	政策银行债
2018-01-10	17付息国债25(续2)	200.00	10.00	国债
2018-01-10	17付息国债24(续2)	200.00	1.00	国债
2018-01-08	17农发12(增15)	50.00	5.00	政策银行债
2018-01-08	17农发11(增15)	50.00	3.00	政策银行债
合计		671.00		

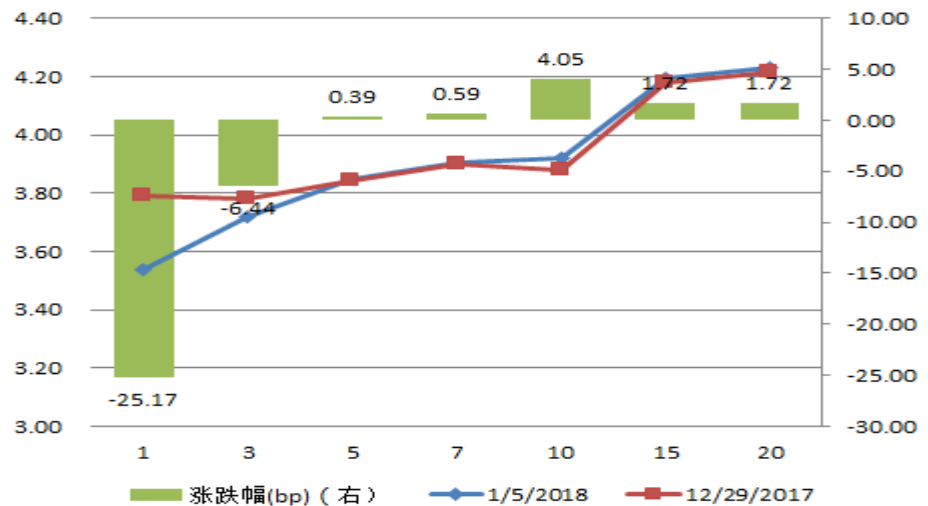
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 671 亿元，关注将续发的各 200 亿元 1 年期和 10 年期国债的中标利率和投标倍数，本周国债供给压力增加。

1.2 利率债二级市场变化

上周短端收益率较大幅下行，中长端收益率出现不同程度的上行，其中 5 年期上行 0.39 个 bp 至 3.8484%，10 年期上行 4.05 个 bp 至 3.9212%，曲线走陡。上周 2018 年首个交易日期债尾盘跳水较大幅收跌，现券收益率走势分化，短端收益率由于节后资金面改善而出现较大幅下行，1 年期国债收益率下行超 10bp，但中长端收益率由于财新 PMI 好于预期、国开行重启 10 年期国开债的发行、对监管的担忧以及期债走弱的影响而出现小幅上行，上周四在央行发布的主要规范代持业务的 302 号文被证实和披露后，市场对监管力度担忧加剧，期债开盘出现跳空低开，同时市场在等待经济数据和资管征求意见的落地细则，情绪谨慎。上周整体来看，在资金利率不断下行资金面好转带动短端收益率较大幅下行，而中长端收益率在 PMI 数据好于预期和新披露的监管政策影响下出现不同程度的上行。

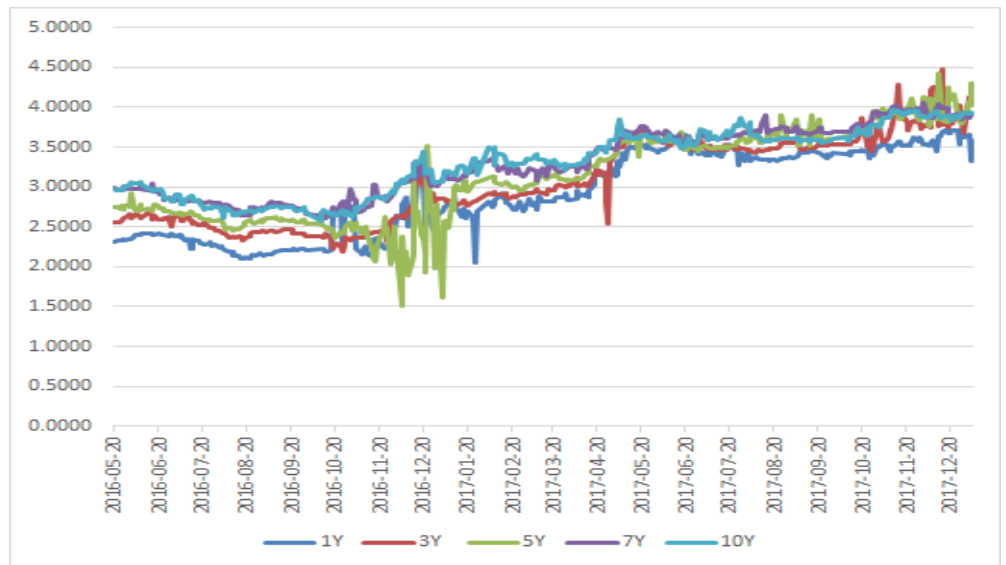
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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下行 25.17 个 BP 至 3.5392%，三年期下行 6.44 个 BP 至 3.7164%，五年期上行 0.39 个 BP 至 3.8484%，七年期上行 0.59 个 BP 至 3.9057%，十年期上行 4.05 个 BP 至 3.9212%。

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 货币市场跨年资金利率继续走高

上周央行在公开市场进行 0 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净回笼 0 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 2000 亿 14 天逆回购到期，净回笼 2000 亿，上周进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 1000 亿 28 天逆回购到期，净回笼 1000 亿，上周进行 0 亿 63 天逆回购操作，同时有 2100 亿 28 天逆回购到期，净回笼 2100 亿，央行上周在公开市场上净回笼 5100 亿元。

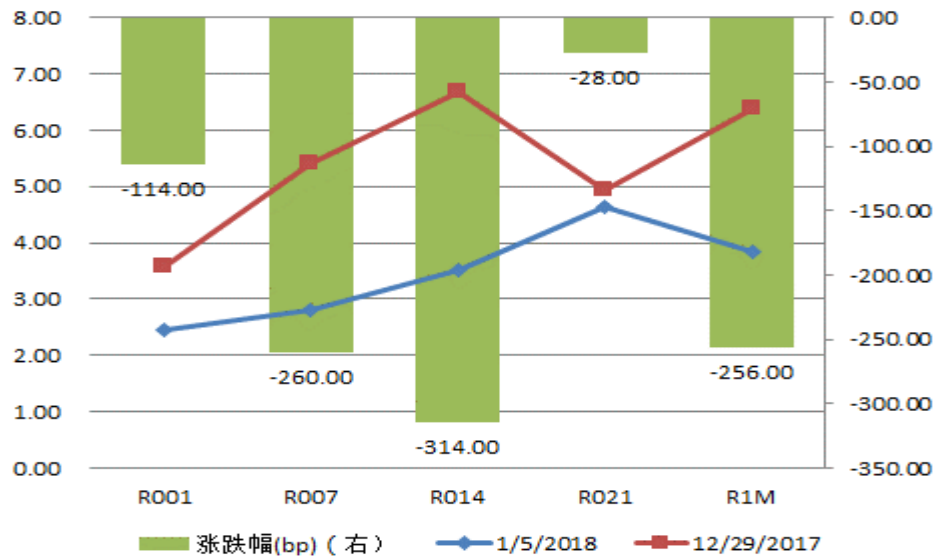
表 3：上周公开市场操作情况 (20180101-20180107)

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	1/1/2018	1,100.00	2.65	5.00
逆回购28D	逆回购到期	1/4/2018	1,000.00	2.75	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/1/2018	500.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购到期	1/4/2018	300.00	2.65	0.00
逆回购14D	逆回购到期	1/2/2018	300.00	2.65	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/3/2018	600.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购到期	1/3/2018	300.00	2.65	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/2/2018	1,000.00	2.90	0.00
净投放(含国库现金)			-5,100.00		
净投放			-5,100.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行继续暂停公开市场操作，但跨年后资金利率连续走低，资金面改善。

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 114bp 至 2.45%；7 天期下行 260bp 至 2.82%；14 天期下行 314bp 至 3.53%；21 天期下行 28bp 至 4.65%；1 个月期下行 256bp 至 3.86%。

本周公开市场有 4100 亿元资金集中到期，其中 28 天期到期 2600 亿元，63 天期到期 1500 亿元，到期压力较大，到期量周一至周五分别为 400 亿元、1300 亿元、1200 亿元、300 亿元和 900 亿元，关注央行操作情况。

表 4：本周公开市场操作情况 (20180108-20180114)

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63D	逆回购到期	2018/1/12	200.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/9	700.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/8	400.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/10	600.00	2.75	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/11	100.00	2.90	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/9	600.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/11	200.00	2.80	5.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/10	600.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/12	700.00	2.80	0.00
净投放			-4100.00		
净投放(含国库现金)			-4100.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货较大幅走弱

上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.36% 收于 96.26 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.77% 收于 92.45 元。上周 2018 年首个交易日期债尾盘跳水较大幅收跌，现券收益率走势分化，短端收益率由于节后资金面改善而出现较大幅下行，1 年期国债收益率下行超 10bp，但中长端收益率由于财新 PMI 好于预期、国开行重启 10 年期国开债的发行、对监管的担忧以及期债走弱的影响而出现小幅上行，期债价格跌幅大于现券，节前存在的正套空间被抹平，上周四在央行发布的主要规范代持业务的 302 号文被证实和披露后，市场对监管力度担忧加剧，期债开盘出现跳空低开，同时市场在等待经济数据和资管征求意见的落地细则，情绪谨慎，期债走势偏弱。

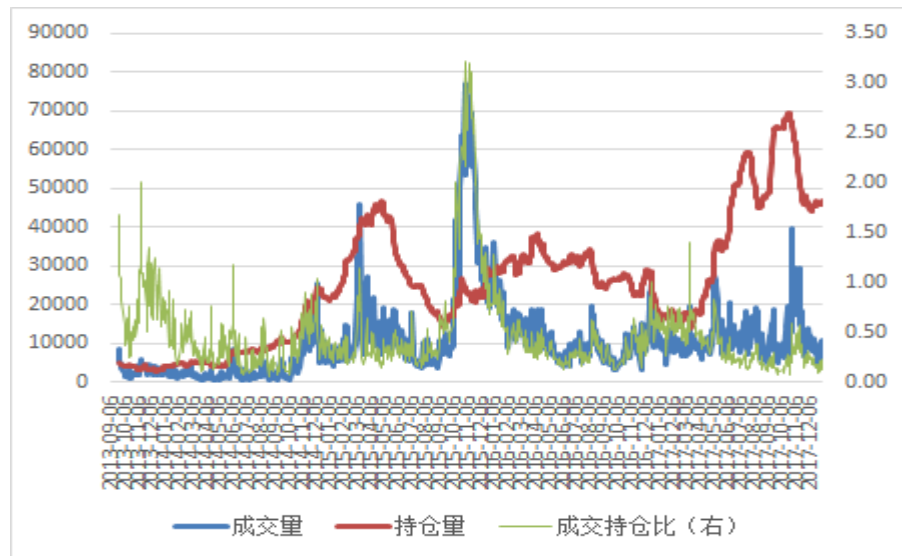
5 年期债主力合约 TF1803 周跌 0.36%，收于 96.26 元；下季合约 TF1806 周跌 0.32%，收于 96.545 元；隔季合约 TF1809 周跌 0.01%，收于 96.8 元。成交方面，三个合约日均成交 7229.4 手，持仓方面，TF1803 合约周减仓 860 手，目前持仓 45119 手，截止 1 月 5 日，5 年期三个合约合计持仓 45697 手，周减仓 719 手，成交量小幅上升，持仓量小幅下降。

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

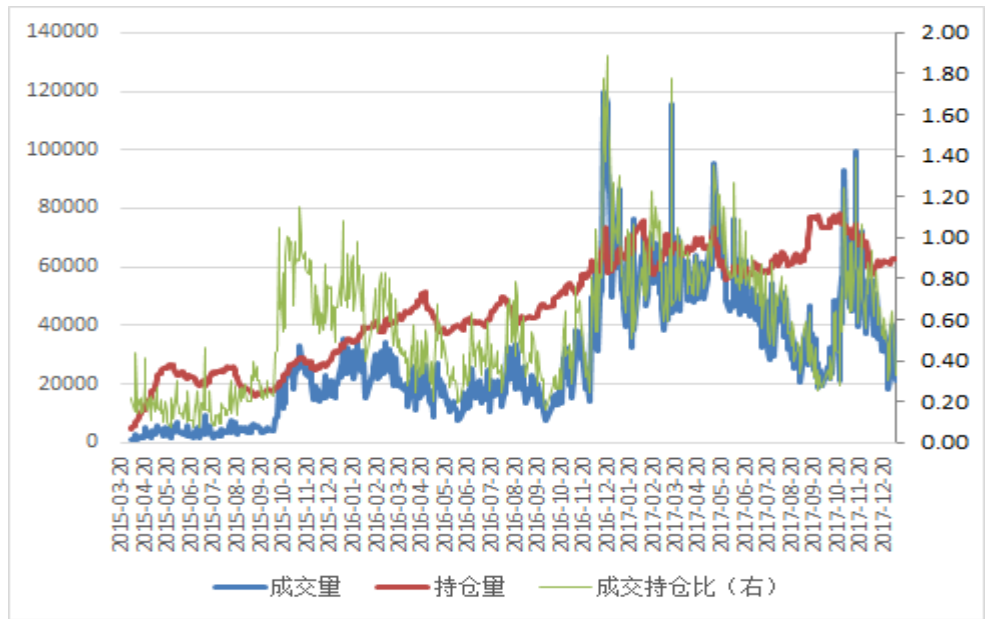
10 年期国债期货主力合约 T1803 周跌 0.77%，收于 92.45 元；下季合约 T1803 周跌 0.69%，收于 92.655 元；隔季合约 T1809 周跌 0.51%，收于 92.935 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 24045.6 手，主力 T1803 合约周增仓 1628 手，持仓 60887 手，截至 1 月 5 日，10 年期三个合约合计持仓 62894 手，持仓增加 1907 手，成交和持仓量小幅上升。

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

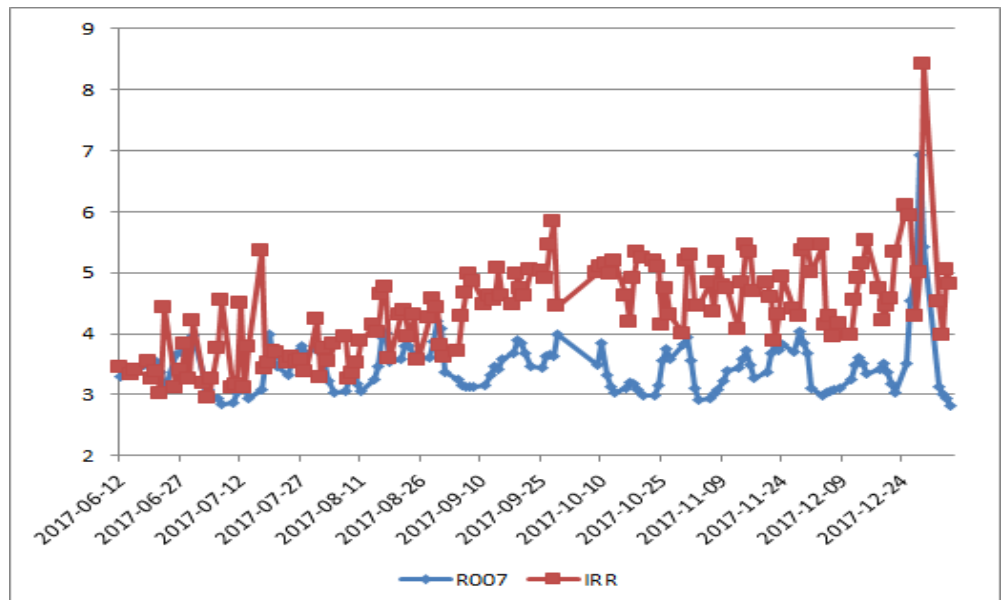


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 大幅下行，IRR 亦下行，在上周四和上周五 CTD 券有较明显的正向期现套利机会。

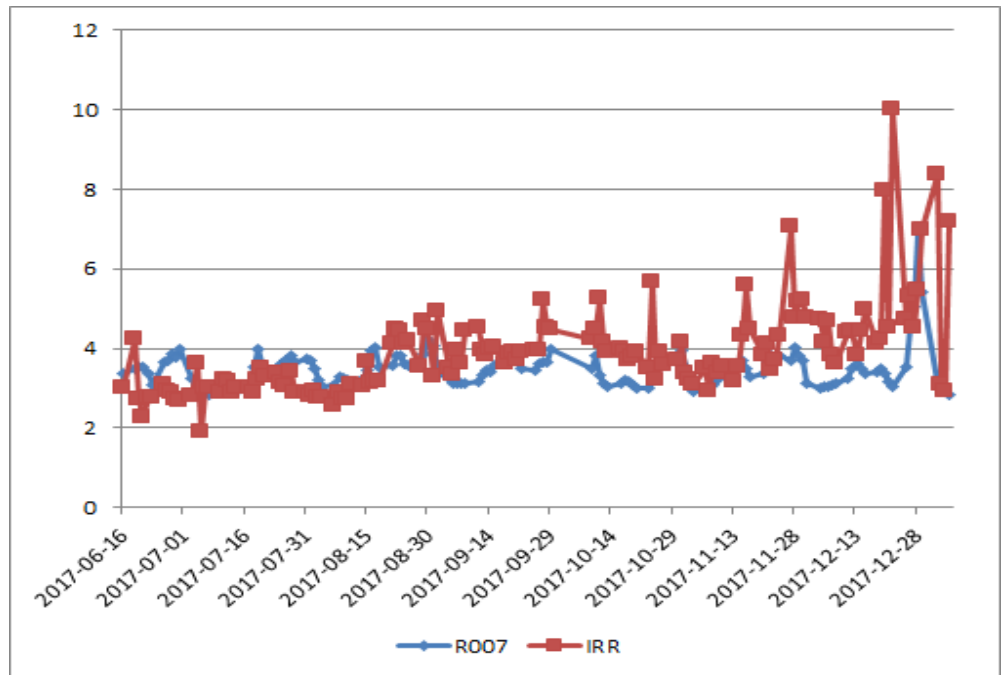
图 8：近期 TF1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 大幅下行，且 IRR 下行，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

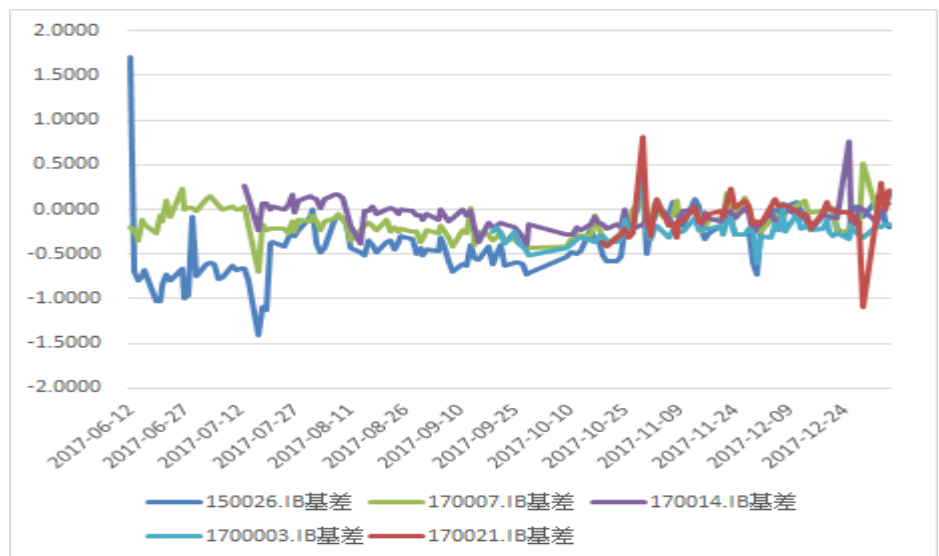


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

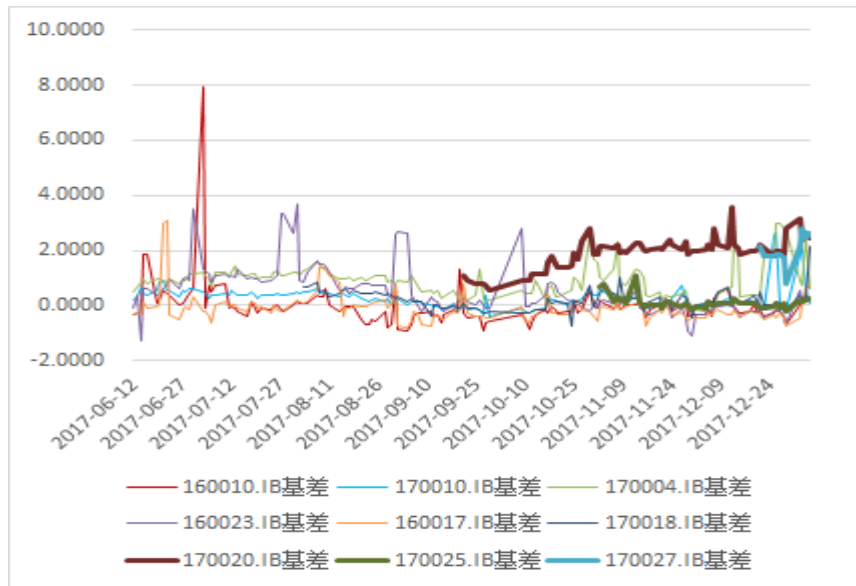
TF1803 合约的活跃券 150026.IB 基差先上后下，170014.IB、170007.IB 先后下上，1700003.IB、170021.IB 的基差上行，上周各活跃券基差走势分化；T1803 合约的活跃券 160023.IB、170018.IB、170010.IB、160010.IB、160017.IB、170025.IB、170004.IB 和 170020.IB 的基差上行，适宜做多基差。

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

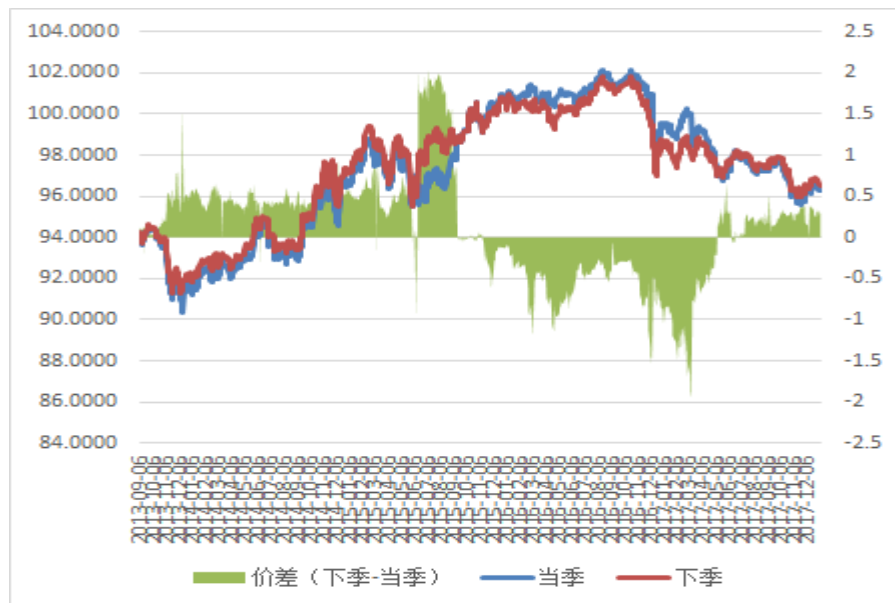


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

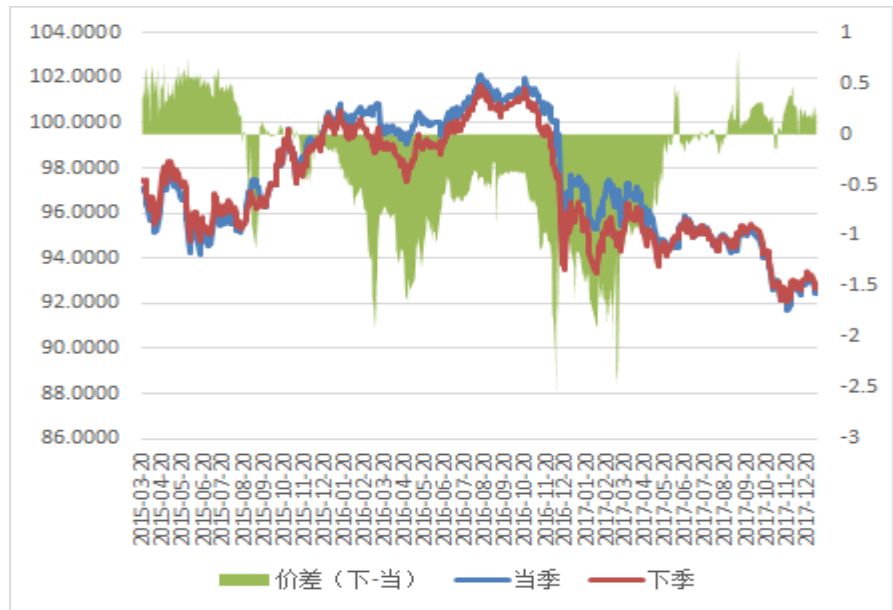
上周 5 年期债合约价差正向先上后下, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐; 上周 10 年期债合约价差由正向先上后下, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐。

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

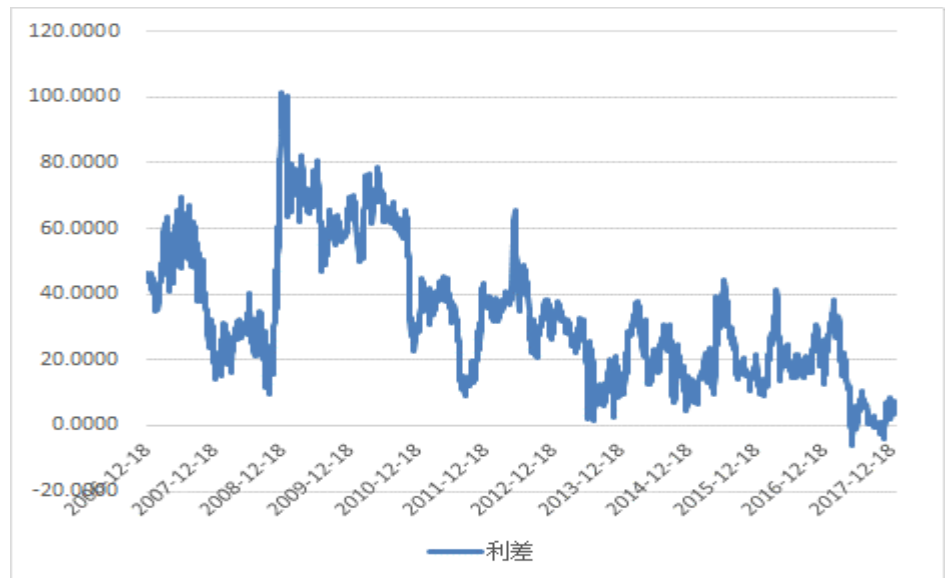


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差由约 4bp 震荡上行至 7.28bp, 窄幅波动, 上周主力合约 1803 多 T 空 TF (1:1) 在周一止损, 并推荐多 TF 空 T (1:1), 本周建议继续持有多 TF 空 T (1:1)。

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, 公布的 PMI 数据好于预期, 关注本周将公布的经济

和物价数据，市场目前对基本面预期仍令债市承压；从政策面看，央行建立“临时准备金动用安排”意在维稳资金面预期，同时延续 17 年的去杠杆防风险的监管政策，发布 302 号文规范债券市场的代持业务，美联储 2018 年预计加息三次；从资金面来看，上周央行暂停公开市场操作，净回笼 5100 亿元，但节后资金利率连续走低，资金面改善，本周有 4100 亿元资金量到期，到期压力相对较大，关注央行操作；从供需来看，上周无国债发行，本周将续发各 200 亿元的 1 年期和 10 年期国债发行，关注发行利率和投标倍数，且财政部公布 2018 年的国债发行计划，预计较去年发行规模小幅增加。本周期债可能偏弱震荡。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者多 TF 空 T (1:1)。

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。