

上周期债先扬后抑，本周或继续走弱

兴证期货·研发中心

2018年1月15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 0.12% 收于 96.145 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.19% 收于 92.275 元；现券方面，上周各关键期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 1.14 个 bp 至 3.8598%，10 年期上行 1.25 个 bp 至 3.9337%。上周期债先扬后抑，现券收益率先下后上，上周前两个交易日在资金面相对偏宽松、无消息面刺激下期债和现券偏强震荡，上周三和上周四由于美债收益率较大幅走高、公布的物价数据虽基本符合预期但市场对未来通胀预期调高、资金面转紧、一级市场招标倍数较低和进出口数据低于预期的影响下走弱，期债较大幅下跌，现券盘中接近前高，市场情绪谨慎，对通胀和政策面存担忧，上周五在央行较大幅净投放和金融数据不及预期影响下，期债和现券偏强震荡。

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，上周公布的物价数据基本符合预期，但对未来通胀预期调高，金融数据均不及预期，市场目前对基本面预期令债市承压；从政策面看，市场对通胀预期调高的同时对货币政策收紧预期亦有所提高，银监会在上周六发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，对 2018 年深化整治银行业市场乱象提出一些具体的、操作性的工作要求，监管政策继续出台；美联储 2018 年预计加息三次；从资金面来看，上周三央行重启公开市场操作，资金面前偏宽松后偏紧，净投放 400 亿元，本周有 7325 亿元（包括国库现金定存到期和 MLF 到期）资金量到期，到期压力较大，预计央行会进行对冲操作；从供需来看，上周续发的国债中标利率低于二级市场收益率但投标倍数较低，显示国债需求较弱，本周将新发 200 亿元 5 年期国债，关注其发行利率和投标倍数。本周期债可能走势偏弱。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 1241 亿元，上周续发的 1 年期和 10 年期记账式附息国债，中标利率分别为 3.4972% 和 3.8499%，投标倍数分别为 2.67 倍和 2.82 倍，显示国债需求较弱。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20180108-20180114)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/1/12	18贴现国债03	100.00	0.50	
2018/1/12	18贴现国债02	100.00	0.25	
2018/1/11	17进出10(增19)	40.00	3.00	4.03
2018/1/11	17进出09(增23)	30.00	5.00	4.11
2018/1/11	17国开12(增8)	80.00	5.00	4.44
2018/1/11	17国开08(增19)	50.00	7.00	4.30
2018/1/11	14进出03(增3)	50.00	5.00	5.48
2018/1/10	18农发01	30.00	7.00	4.98
2018/1/10	17农发15(增11)	30.00	10.00	4.39
2018/1/10	17农发13(增4)	60.00	1.00	4.02
2018/1/9	17国开11(增9)	93.00	1.00	3.83
2018/1/9	17国开09(增14)	78.00	3.00	4.14
2018/1/10	17付息国债25(续2)	200.00	10.00	3.82
2018/1/10	17付息国债24(续2)	200.00	1.00	3.54
2018/1/8	17农发12(增15)	50.00	5.00	4.21
2018/1/8	17农发11(增15)	50.00	3.00	4.12
合计		1,241.00		

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 (20180115-20180121)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-01-17	18付息国债01	200.00	5.00	国债
2018-01-16	17国开11(增10)	70.00	1.00	政策银行债
2018-01-16	17国开09(增15)	90.00	3.00	政策银行债
合计		360.00		

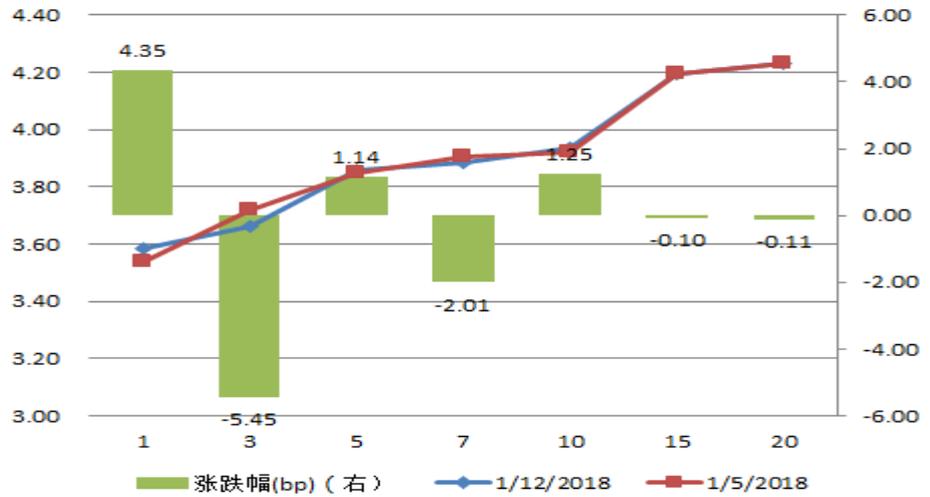
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 360 亿元, 关注将新发的 200 亿元 5 年期国债的中标利率和投标倍数, 本周国债供给压力相对减小。

1.2 利率债二级市场变化

上国债现券方面，各关键期限国债收益率涨跌不一，其中5年期上行1.14个bp至3.8598%，10年期上行1.25个bp至3.9337%，现券收益率先下后上，上周前两个交易日在资金面相对偏宽松、无消息面刺激下现券收益率小幅下行，上周三和上周四由于美债收益率较大幅走高、公布的物价数据虽基本符合预期但市场对未来通胀预期调高、资金面转紧、一级市场招标倍数较低和进出口数据低于预期的影响下走弱，现券收益率出现较大幅上行，盘中接近前高，市场情绪谨慎，对通胀和政策面存担忧，上周五在央行较大幅净投放和金融数据不及预期影响下，现券收益率略微下行。

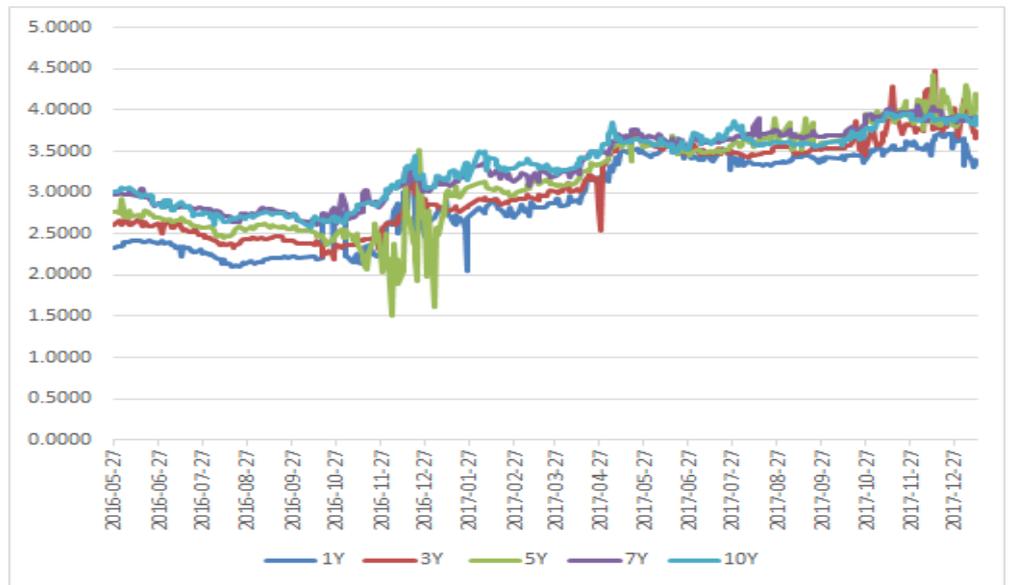
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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4.35个BP至3.5827%，三年期下行5.45个BP至3.6619%，五年期上行1.14个BP至3.8598%，七年期下行2.01个BP至3.8566%，十年期上行1.25个BP至3.9337%。

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 货币市场前松后紧

上周央行在公开市场进行 2300 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 2300 亿；进行 2200 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 2200 亿，上周进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 2600 亿 28 天逆回购到期，净回笼 2600 亿，上周进行 0 亿 63 天逆回购操作，同时有 1500 亿 63 天逆回购到期，净回笼 1500 亿，央行上周在公开市场上小幅净投放 400 亿元。

表 3：上周公开市场操作情况（20180106-20180112）

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28D	逆回购到期	1/10/2018	600.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	1/8/2018	400.00	2.75	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/10/2018	600.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	1/11/2018	200.00	2.80	5.00
逆回购63D	逆回购到期	1/9/2018	600.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	1/12/2018	700.00	2.80	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/11/2018	100.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	1/9/2018	700.00	2.75	0.00
逆回购63D	逆回购到期	1/12/2018	200.00	2.90	0.00
逆回购14D	逆回购	1/10/2018	600.00	2.65	0.00
逆回购7D	逆回购	1/10/2018	600.00	2.50	0.00
逆回购14D	逆回购	1/12/2018	1,300.00	2.65	0.00
逆回购7D	逆回购	1/11/2018	300.00	2.50	0.00
逆回购14D	逆回购	1/11/2018	300.00	2.65	0.00
逆回购7D	逆回购	1/12/2018	1,400.00	2.50	0.00
净投放(含国库现金)			400.00		
净投放			400.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行重启公开市场操作，资金面偏宽松后偏紧。

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 46bp 至 2.91%；7 天期上行 56bp 至 3.38%；14 天期上行 58bp 至 4.11%；21 天期下行 11bp 至 4.54%；1 个月期上行 44bp 至 4.27%。

本周公开市场有 7325 亿元资金集中到期，其中 7 天期到期 2300 亿元，28 天期到期 1100 亿元，63 天期到期 1300 亿元，国开现金定存到期 800 亿元，和上周六到期的 1825 亿元 MLF，到期压力较大，到期量周一至周五分别为 1800 亿元、500 亿元、1000 亿元、700 亿元和 1500 亿元，预计央行会进行对冲操作。

表 4：本周公开市场操作情况（20180113-20180119）

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28D	逆回购到期	2018/1/15	700.00	2.80	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/1/18	300.00	2.50	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/18	300.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/1/19	1,400.00	2.50	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/19	100.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/16	200.00	2.80	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/15	300.00	2.90	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/1/17	600.00	2.50	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/17	100.00	2.80	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/16	300.00	2.90	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/1/18	100.00	2.80	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/1/17	300.00	2.90	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2018/1/15	800.00	4.42	-9.00
国库定存3个月	国库现金定存	2018/1/15			
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2018/1/13	1,825.00	3.00	0.00
净投放			-6525.00		
净投放(含国库现金)			-7325.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货先扬后抑

上上周五年期国债期货主力合约 TF1803 下行 0.12% 收于 96.145 元，十年期国债期货主力合约 T1803 下行 0.19% 收于 92.275 元，上周期债先扬后抑，上周前两个交易日在资金面相对偏宽松、无消息面刺激下期债偏强震荡，上周三和上周四由于美债收益率较大幅走高、公布的物价数据虽基本符合预期但市场对未来通胀预期调高、资金面转紧、一级市场招标倍数较低和进出口数据低于预期的影响下走弱，期债较大幅下跌，市场情绪谨慎，对通胀和政策面存担忧，上周五在央行较大幅净投放和金融数据不及预期影响下，期债偏强震荡。

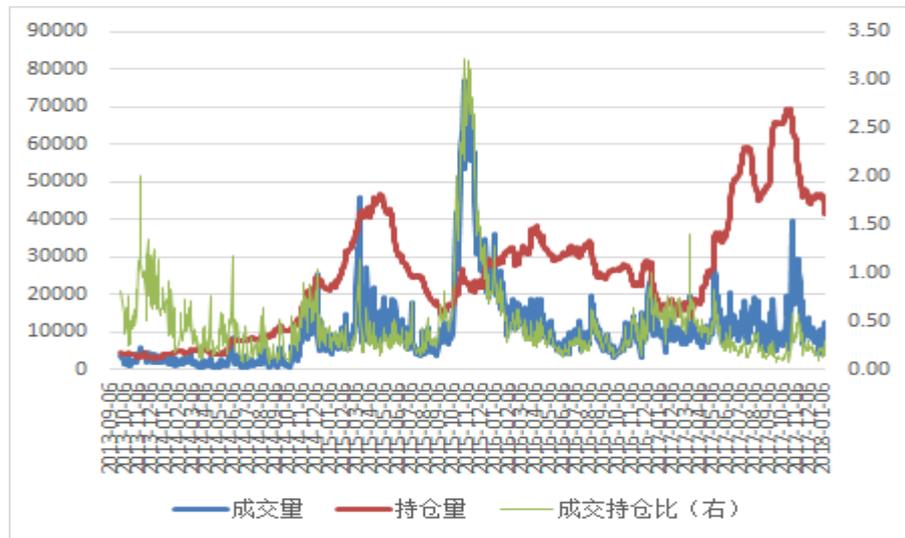
5 年期债主力合约 TF1803 周跌 0.12%，收于 96.145 元；下季合约 TF1806 周跌 0.13%，收于 96.42 元；隔季合约 TF1809 周跌 0.11%，收于 96.695 元。成交方面，三个合约日均成交 9098.6 手，持仓方面，TF1803 合约周减仓 4649 手，目前持仓 40470 手，截止 1 月 12 日，5 年期三个合约合计持仓 41312 手，周减仓 4385 手，成交量小幅上升，持仓量较大幅下降。

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

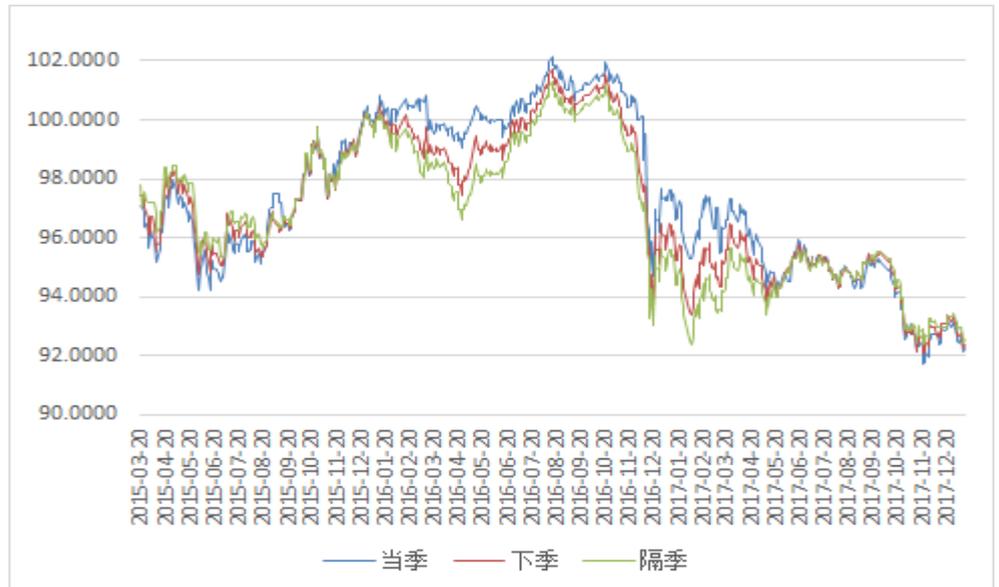
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

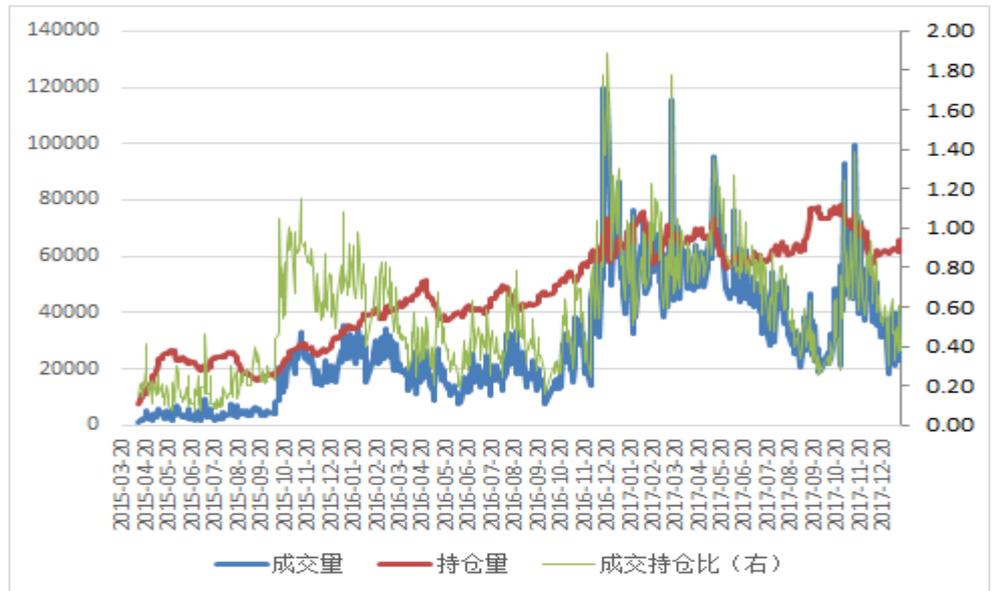
10 年期国债期货主力合约 T1803 周跌 0.19%，收于 92.275 元；下季合约 T1803 周跌 0.33%，收于 92.35 元；隔季合约 T1809 周跌 0.44%，收于 92.525 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 30730.8 手，主力 T1803 合约周减仓 1431 手，持仓 59456 手，截至 1 月 12 日，10 年期三个合约合计持仓 62410 手，持仓减少 484 手，成交小幅上升，持仓量小幅下降。

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

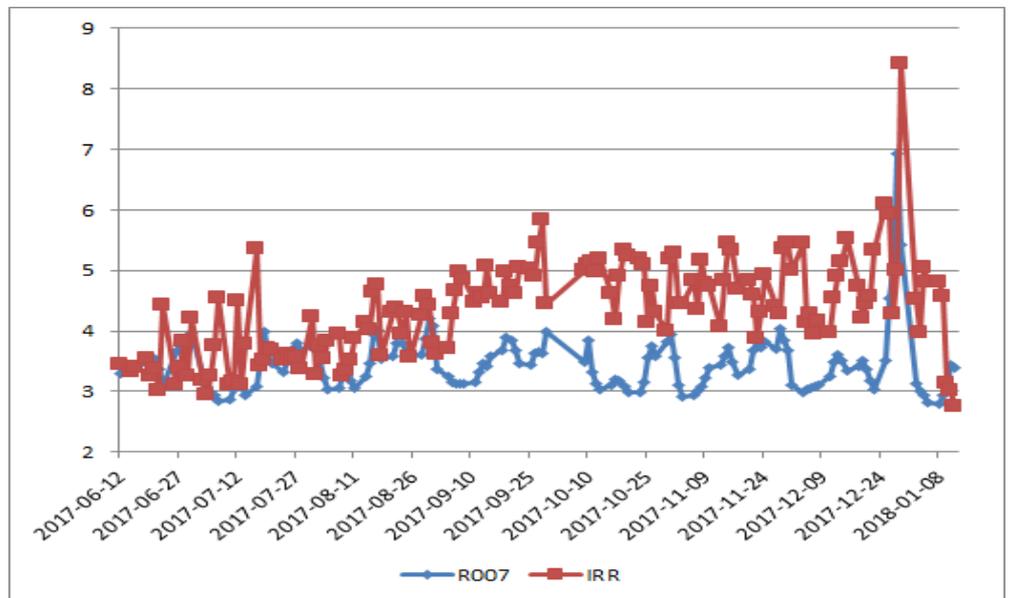


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 震荡上行，IRR 较大幅下行，在上周无明显的正向期现套利机会。

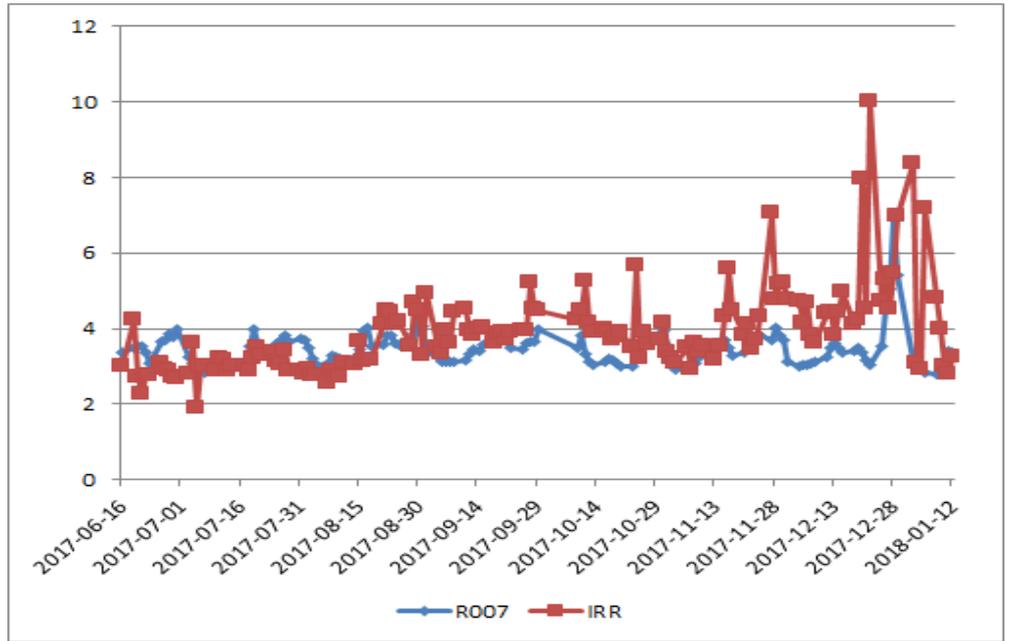
图 8：近期 TF1803 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡上行，且 IRR 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

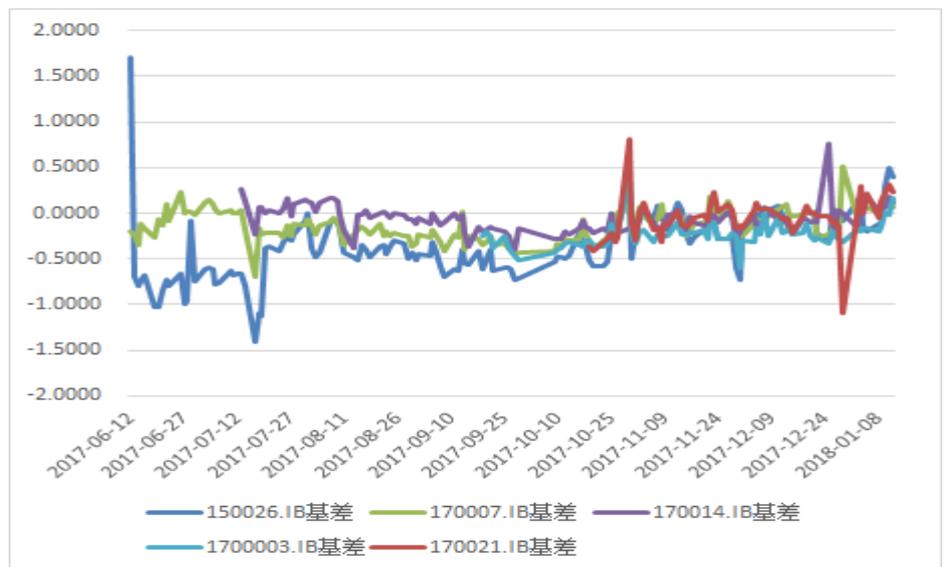


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

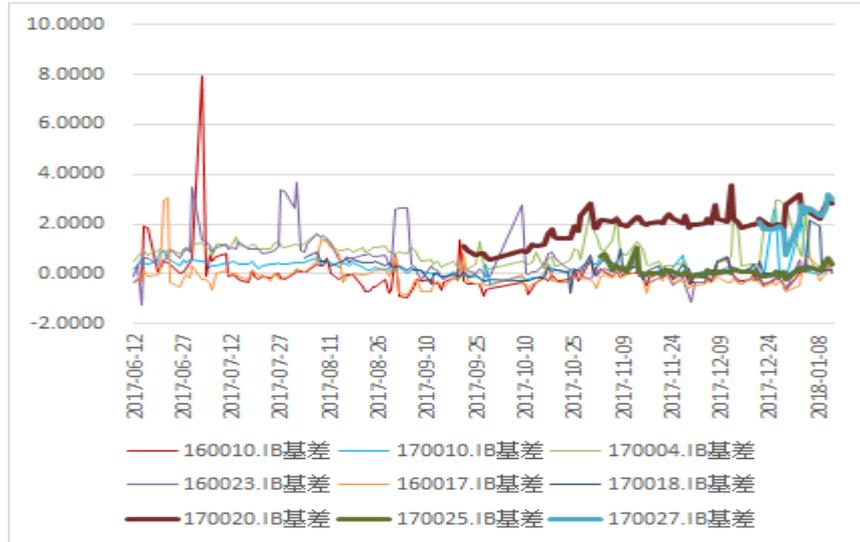
TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170021.IB 的基差震荡上行，170007.IB、170014.IB 基差先下后上，上周各活跃券基差走势有所分化；T1803 合约的活跃券 170010.IB、160010.IB、170025.IB、和 170020.IB 和 170027.IB 的基差震荡上行，适宜做多基差，160017.IB、160023.IB、170004.IB 和 170018.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差。

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

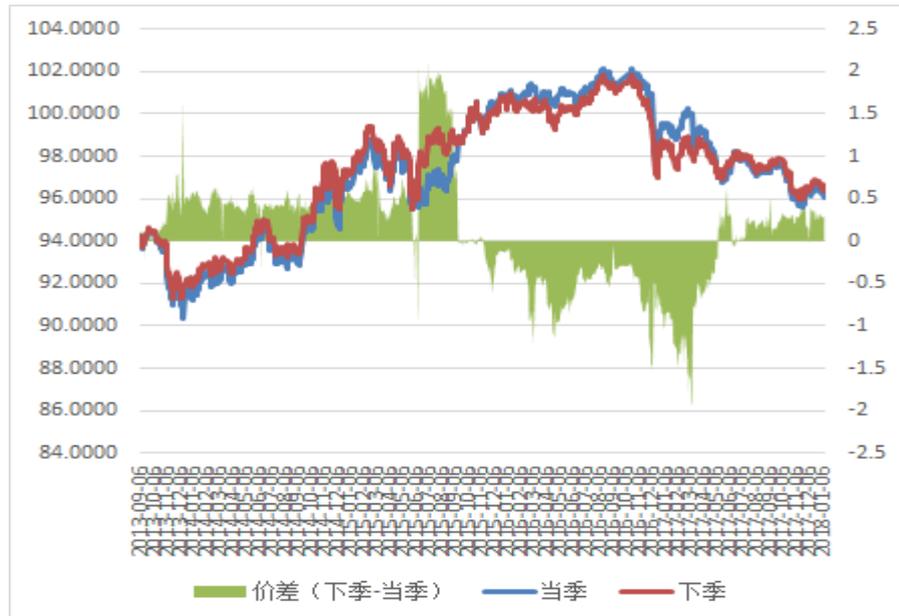


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

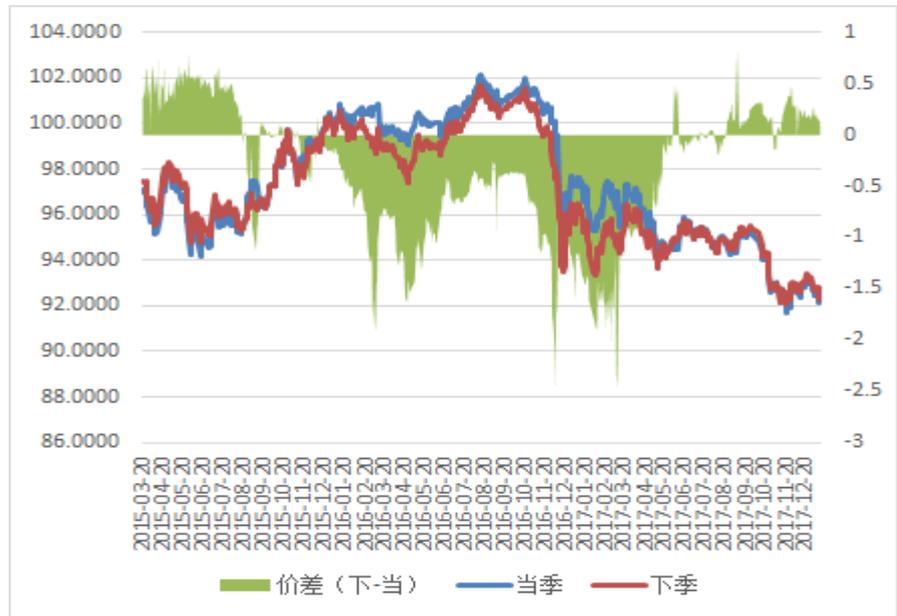
上周 5 年期债合约价差正向先下后上, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐; 上周 10 年期债合约价差由正向震荡下行, 由于期债不处于移仓换月, 故无策略推荐。

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

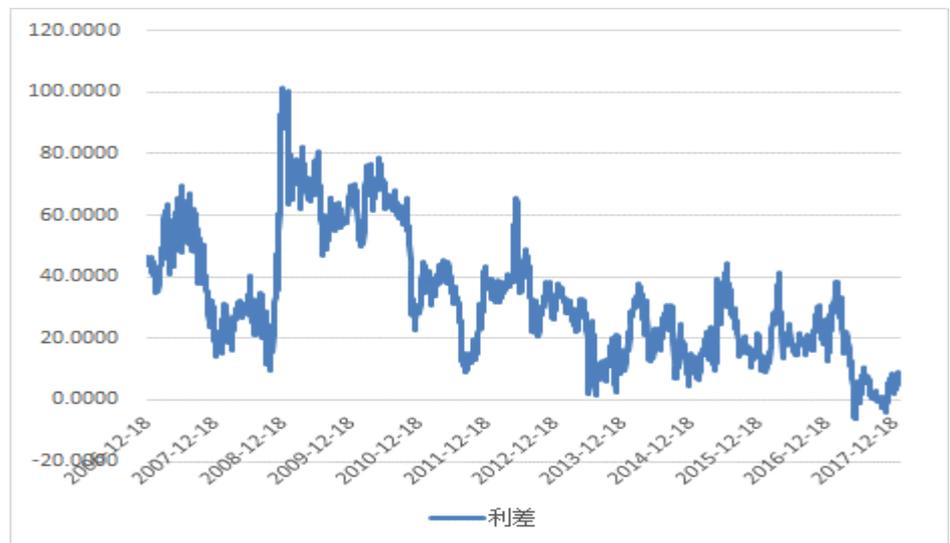


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差由约 7.28bp 震荡上行至 8.98bp, 窄幅波动, 上周主力合约 1803 多 TF 空 T (1:1) 盈利。

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, 上周公布的物价数据基本符合预期, 但对未来通胀预期调高, 金融数据均不及预期, 市场目前对基本面预期令债市承压; 从政策面

看，市场对通胀预期调高的同时对货币政策收紧预期亦有所提高，银监会在上周六发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，对 2018 年深化整治银行业市场乱象提出一些具体的、操作性的工作要求，监管政策继续出台；美联储 2018 年预计加息三次；从资金面来看，上周三央行重启公开市场操作，资金面偏宽松后偏紧，净投放 400 亿元，本周有 7325 亿元（包括国库现金定存到期和 MLF 到期）资金量到期，到期压力较大，预计央行会进行对冲操作；从供需来看，上周续发的国债中标利率低于二级市场收益率但投标倍数较低，显示国债需求较弱，本周将新发 200 亿元 5 年期国债，关注其发行利率和投标倍数。本周期债可能走势偏弱。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。