

# 上周国债较大幅走弱，本周或超跌小幅反弹

兴证期货·研发中心

2018年8月20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](mailto:shangfang@xzfutures.com)

## ● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1812 下行 0.42% 收于 97.62 元，十年期国债期货主力合约 T1812 下行 0.82% 收于 94.485 元，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.175 元，现券方面，主要期限国债收益率出现较大幅度的上行，其中 2 年期上行 18.79bp 至 3.0662%，5 年期上行 9.75bp 至 3.3851%，10 年期上行 9.99bp 至 3.6524%，大多数活跃券基差上行。上周国债期货和现券均较大幅走弱，仅在上周二因公布的投资等经济数据和金融数据低于预期影和信用债违约令市场风险偏好有所降低而走高，其余四个交易日走势偏弱，主要原因一是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面确认更加积极的财政政策，强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面地方政府债发行规模和速度的增加，对国债一级市场需求有一定的挤出效应，从上周三新发 1 年和 10 年国债及上周五续发 30 年国债投标倍速不足 2 倍且 30 年国债中标利率明显高于二级市场收益率可以看出；二是由于缴税和政府债券发行的扰动，资金面由前期非常宽松转向各期限资金利率出现大幅上行，虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购，但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面；三是人民币在前半周出现破位贬值，令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松。

## 后市展望及策略建议

从经济基本面来，本周暂无经济数据公布，近期政策的出台令市场对未来经济下行压力的预期有所缓和；从政策面看，上周财政部发文要求加快地方政府专项债的发行和周末银保监会出台 76 号文，均继续落实中央经济工作会议中的“稳经济”基调；从资金面来看，上周央行重启逆回购净投放 2965 亿元，资金利率大幅上行，本周公开市场有 1300 亿元资金量到期，压力不大，缴税压力消退但政府债券发行仍对资金面有扰动；从供需来看，上周国债需求偏弱，本周暂无国债发行，但地方债发行压力较大。本周国债债可能出现超跌反弹，但在利空因素压制下反弹空间有限。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者轻仓多 T 空 TF 或关注 10-2 年做平策略或关注日内波动，仅供参考。

# 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 3906.50 亿元，上周三新发的各 410 亿元 1 年期和 10 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数不足 2 倍，需求偏弱，上周五续发的 290 亿元 30 年期国债中标利率较大幅高于二级市场收益率约 15bp，且投标倍数为 1.7 倍，需求偏弱，同时上周财政部发文加快地方政府专项债的发行进度，整体上看，利率债供给规模较上周虽小幅减少，但供给压力较大。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20180813-20180819)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/8/17	18江苏债09	137.00	3.00	
2018/8/17	18江苏债10	300.00	7.00	
2018/8/17	18江苏债11	160.00	10.00	
2018/8/17	18贴现国债39	100.00	0.25	
2018/8/17	18付息国债17(续发)	290.00	30.00	3.97
2018/8/15	18付息国债18	410.00	1.00	2.79
2018/8/15	18付息国债19	410.00	10.00	3.54
2018/8/16	18广东债23	2.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债26	1.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债24	8.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债20	37.06	7.00	3.93
2018/8/16	18广东债21	129.24	7.00	3.93
2018/8/16	18广东债22	10.00	10.00	3.96
2018/8/16	18广东债30	5.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债28	7.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债31	4.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债33	17.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债32	2.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债29	42.00	5.00	3.71
2018/8/16	18广东债34	341.90	5.00	3.71
2018/8/16	18新疆债17	5.00	5.00	3.97
...				
<b>合计</b>		<b>3,906.50</b>		

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 (20180820-20180826)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-08-22	18内蒙古债14	20.00	1.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债15	80.00	2.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债16	83.47	3.00	地方政府债
2018-08-22	18云南债16	89.00	3.00	地方政府债
2018-08-22	18云南债18	47.00	5.00	地方政府债
2018-08-22	18云南债17	17.50	5.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债20	21.61	5.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债17	110.00	7.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债18	110.00	10.00	地方政府债
2018-08-22	18内蒙古债19	100.00	20.00	地方政府债
2018-08-21	18浙江债05	47.07	3.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江13	3.00	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江12	12.00	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江18	20.00	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江15	11.93	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江17	9.79	5.00	地方政府债
2018-08-21	18浙江债04	61.21	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江16	10.91	5.00	地方政府债
2018-08-21	18贵州债19	91.51	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江14	99.37	5.00	地方政府债
2018-08-21	18黑龙江11	101.13	7.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>2,147.28</b>		

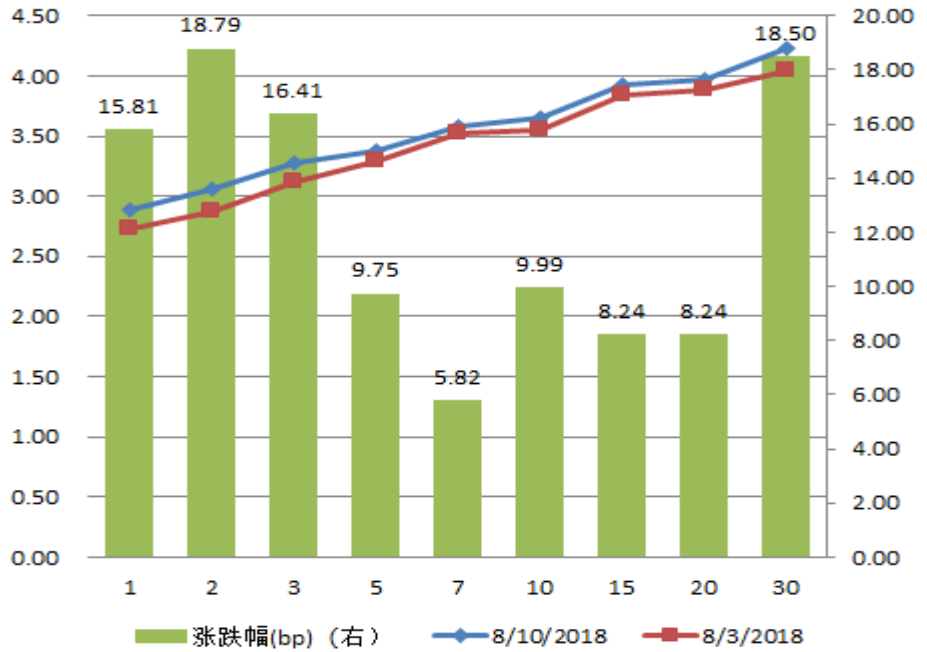
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

wind 数据显示,本周利率债计划规模为 2147.28 亿元,本周暂无国债发行,但地方债特别是专项债发行规模和速度增加,利率债供给规模压力较大。

## 1.2 利率债二级市场变化

上周现券方面,主要期限国债收益率出现较大幅度的上行,其中 2 年期上行 18.79bp 至 3.0662%, 5 年期上行 9.75bp 至 3.3851%, 10 年期上行 9.99bp 至 3.6524%。国债收益率仅在上周二因公布的投资等经济数据和金融数据低于预期影和信用债违约令市场风险偏好有所降低而走低,其余四个交易日走势偏弱,主要原因一是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行,一方面确认更加积极的财政政策,强化市场对基建增速触底反弹的预期,另一方面地方政府债发行规模和速度的增加,对国债一级市场需求有一定的挤出效应,从上周三新发 1 年和 10 年国债及上周五续发 30 年国债投标倍速不足 2 倍且 30 年国债中标利率明显高于二级市场收益率可以看出;二是由于缴税和政府债券发行的扰动,资金面由前期非常宽松转向各期限资金利率出现大幅上行,虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购,但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面;三是人民币在前半周出现破位贬值,令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松。

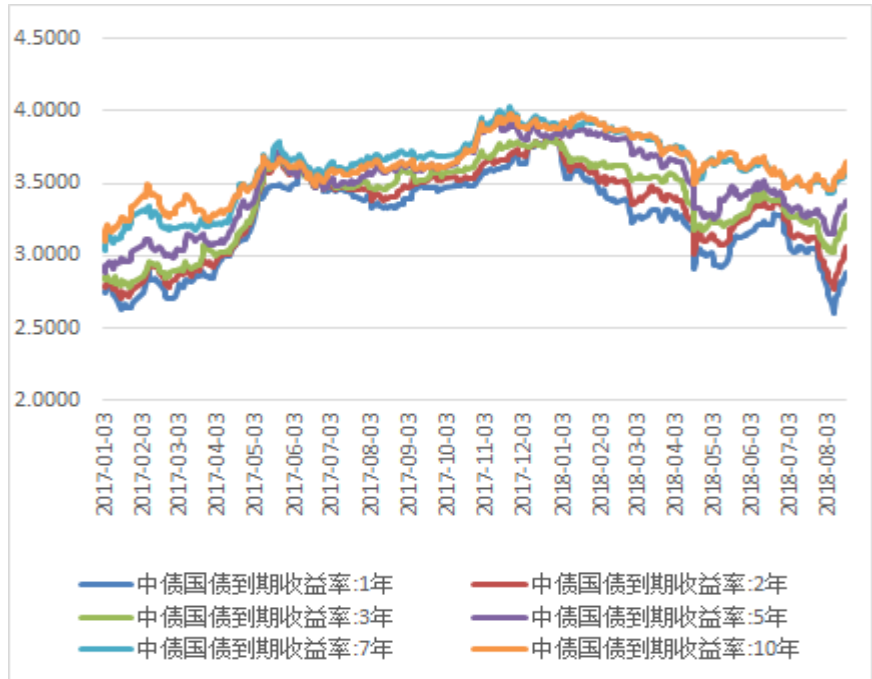
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 15.81bp 至 2.8833%，二年期上行 18.79bp 至 3.0662%，三年期上行 16.41bp 至 3.2831%，五年期上行 9.75bp 至 3.3851%，七年期上行 5.82bp 至 3.5748%，十年期上行 9.99bp 至 3.6524%。

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大幅上行

上周央行在公开市场进行 1300 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 1300 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 0 亿；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，进行 1200 亿国库现金定存操作，同时有 0 亿国库现金定存到期，进行 3830 亿元 1 年期 MLF 操作，同时有 3365 亿元 1 年期 MLF 到期，上周央行在公开市场上净投放 2965 亿元（包括国库现金定存）。

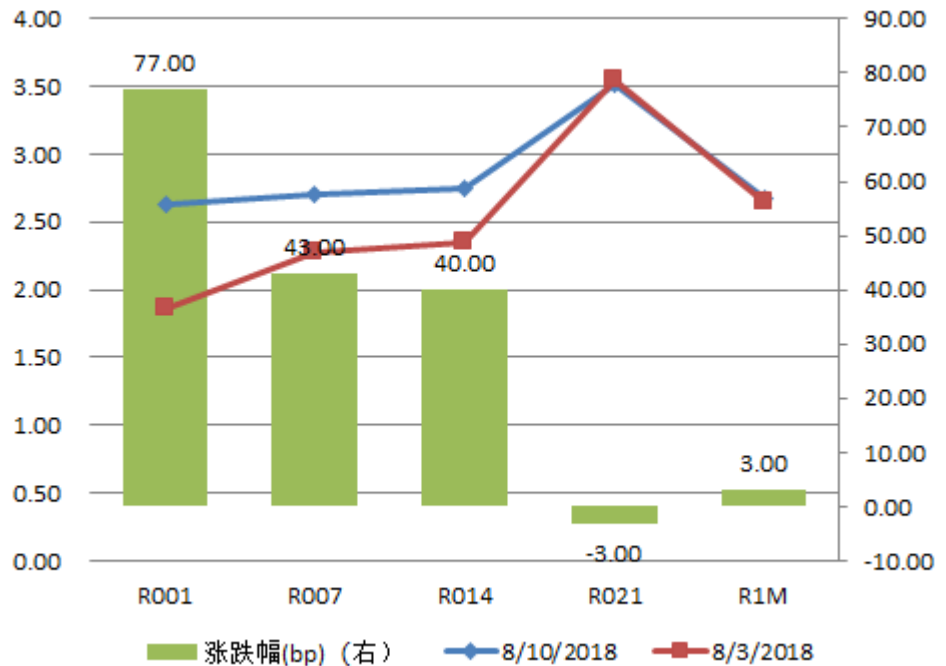
表 3：上周公开市场操作情况（20180811-20180817）

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	2018/8/17	900.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/8/16	400.00	2.55	0.00
国库定存3个月	国库现金定存	2018/8/16	1,200.00	3.70	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2018/8/15	3,830.00	3.30	0.00
MLF(降准置换回笼)	MLF(回笼)	2018/8/15	-630.00	3.20	
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2018/8/15	3,995.00	3.20	0.00
净投放			1,765.00		
净投放(含国库现金)			2,965.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上净投放 2965 亿元，受到缴税和政府债券发行扰动大多数期限资金利率上行，资金面边际趋紧，因人民币破位贬值市场对资金面继续宽松预期存疑。

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 77bp 至 2.63%；7 天期上行 43bp 至 2.70%；14 天期上行 40bp 至 2.75%；21 天期下行 3bp 至 3.52%；1 个月期上行 3bp 至 2.68%。

本周公开市场有 1300 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 0 亿元、0 亿元、0 亿元、400 亿元和 900 亿元，资金面到期压力不大，考虑到政府债券发行压力较大。特别是地方政府专项债的发行，对资金面仍会形成扰动，但资金利率继续大幅上行概率不大。

表 4：本周公开市场操作情况 (20180818-20180824)

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	2018/8/23	400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/8/24	900.00	2.55	0.00
净投放(含国库现金)			-1300.00		
净投放			-1300.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货震荡较大幅走弱

上上周五年期国债期货主力合约 TF1812 下行 0.42% 收于 97.62 元，十年期国债期货主力合约 T1812 下行 0.82% 收于 94.485 元，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.175 元，大多数活跃券基差上行。上周国债期货较大幅走弱，仅在上周二因公布的投资等经济数据和金融数据低于预期影和信用债违约令市场风险偏好有所降低而走高，其余四个交易日走势偏弱，主要原因一是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面确认更加积极的财政政策，强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面地方政府债发行规模和速度的增加，对国债一级市场需求有一定的挤出效应，从上周三新发 1 年和 10 年国债及上周五续发 30 年国债投标倍速不足 2 倍且 30 年国债中标利率明显高于二级市场收益率可以看出；二是由于缴税和政府债券发行的扰动，资金面由前期非常宽松转向各期限资金利率出现大幅上行，虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购，但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面；三是人民币在前半周出现破位贬值，令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松。

2 年期债主力合约 TS1812 周跌 0.00%，收于 99.16 元；下季合约 TS1903 周跌 0.00%，收于 99.175 元；隔季合约 TS1903 周跌 0.00%，收于 98.99 元。成交方面，三个合约日均成交 8571 手，持仓方面，TS1812 合约周增仓 2973 手，目前持仓 2073 手，截止 8 月 17 日，2 年期三个合约合计持仓 2981 手，周增仓 0 手，成交量上升，持仓量上升，成交大于持仓。

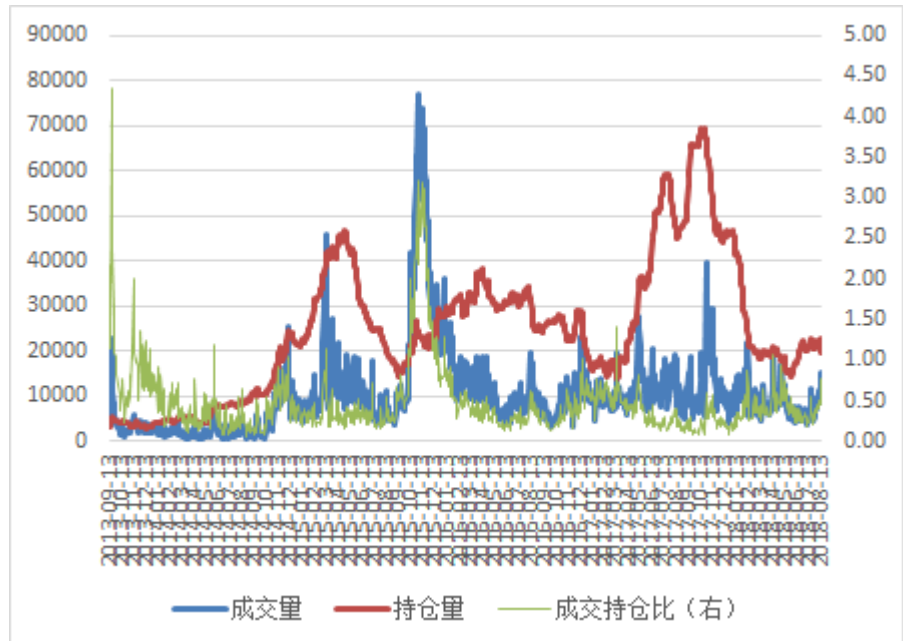
5 年期债近交割月合约 TF1809 周跌 0.41%，收于 97.58 元；主力合约 TF1812 周跌 0.42%，收于 97.62 元；隔季合约 TF1903 周跌 0.00%，收于 97.62 元。成交方面，三个合约日均成交 12282.2 手，持仓方面，TF1812 合约周增仓 2892 手，目前持仓 13825 手，截止 8 月 17 日，5 年期三个合约合计持仓 19712 手，周减仓 2751 手，成交量上升，持仓量下降。

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

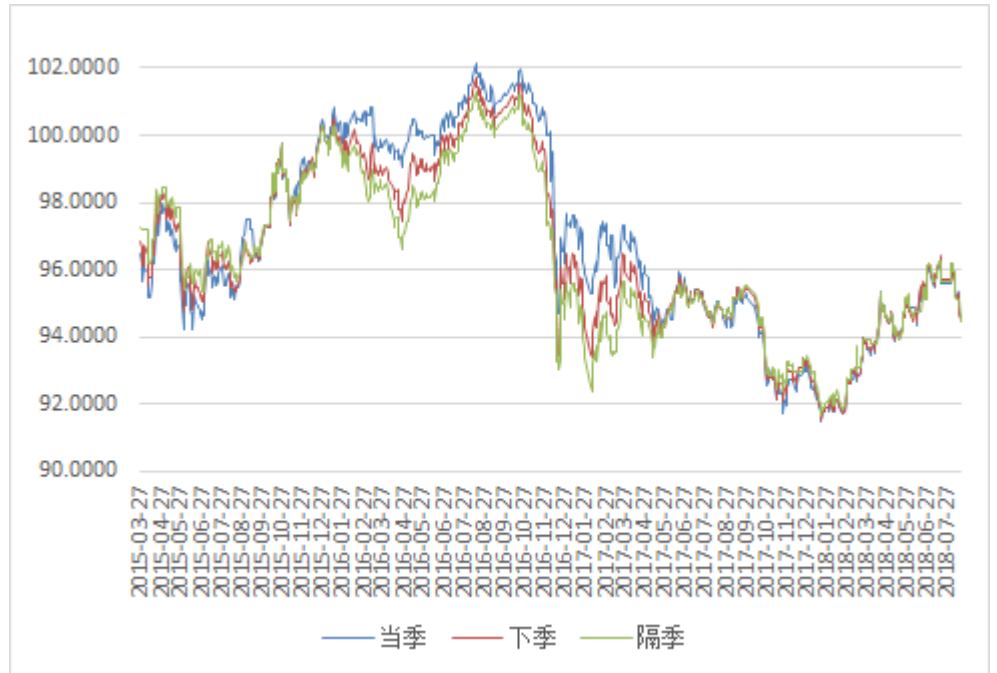
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

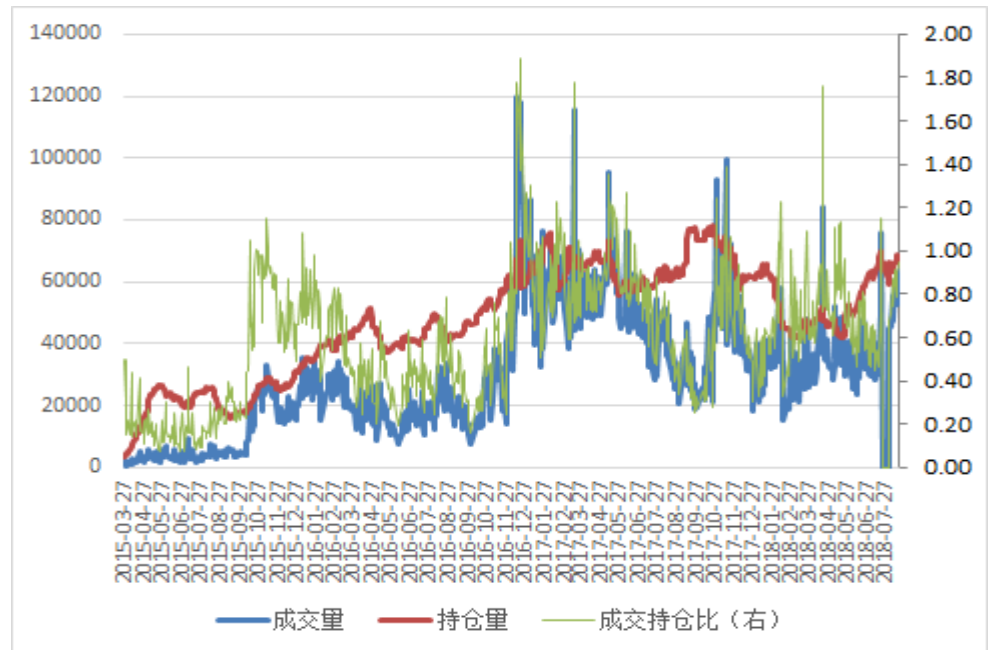
10 年期债近交割月合约 T1809 周跌 0.85%，收于 94.57 元；主力合约 T1812 周跌 0.82%，收于 94.485 元；隔季合约 T1903 周跌 0.83%，收于 94.46 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 57434.2 手，主力 T1812 合约周增仓 19903 手，持仓 49860 手，截至 8 月 17 日，10 年期三个合约合计持仓 66659 手，持仓增加 1260 手，成交量上升，持仓量上升。

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



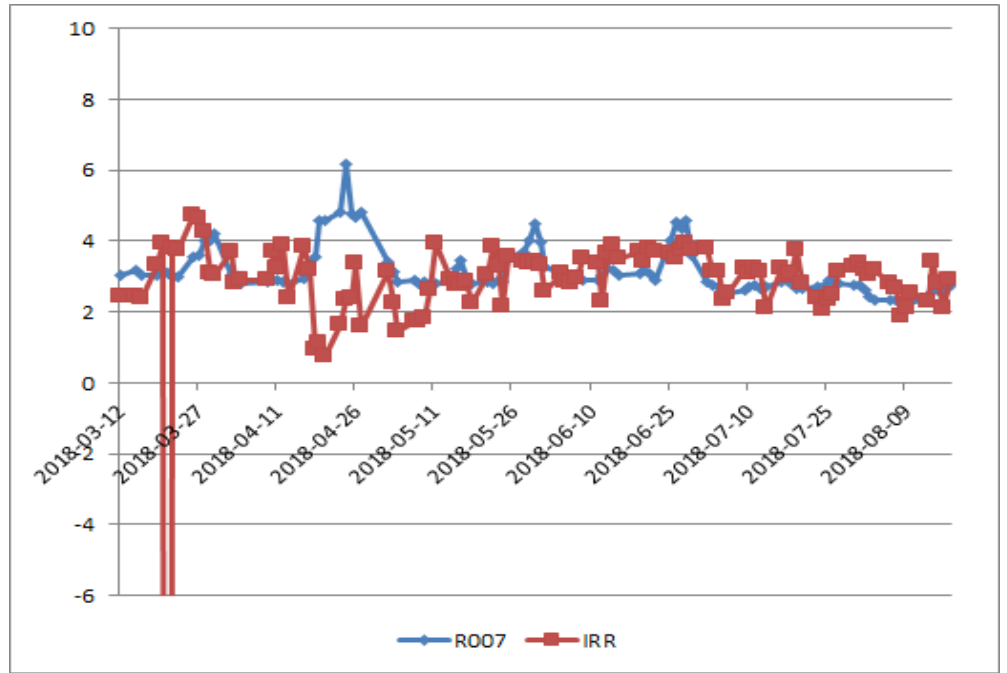
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 期现套利

从上周 TF1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡上行，IRR 先上后下，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。



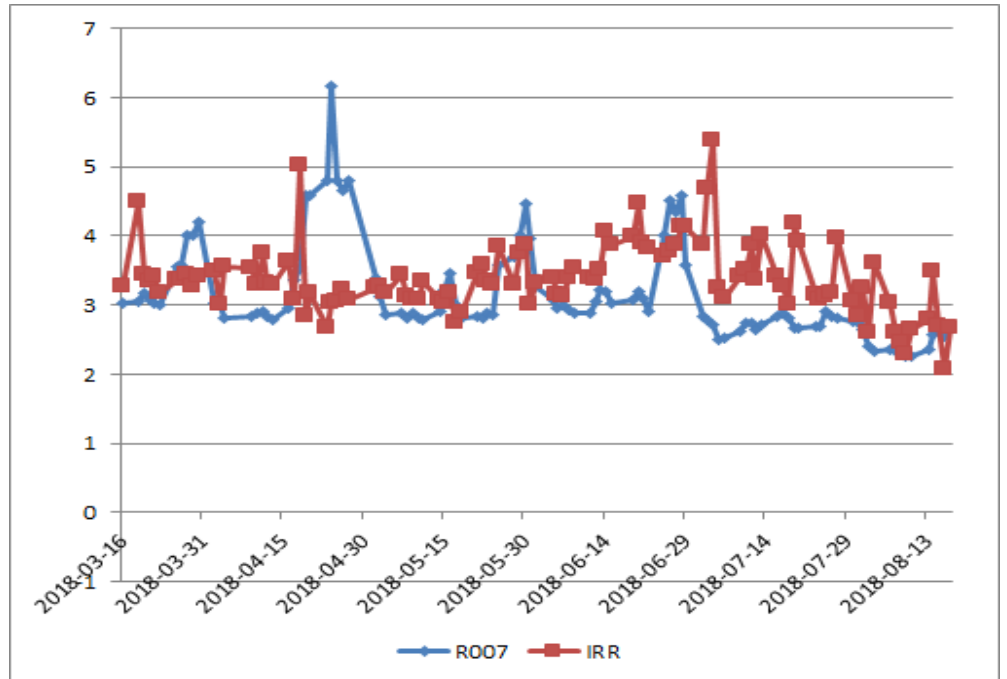
图 8：近期 TF1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 先上后下，且 IRR 震荡下行，在上周无明显的正向和反向期现套利交易机会。

图 9：近期 T1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

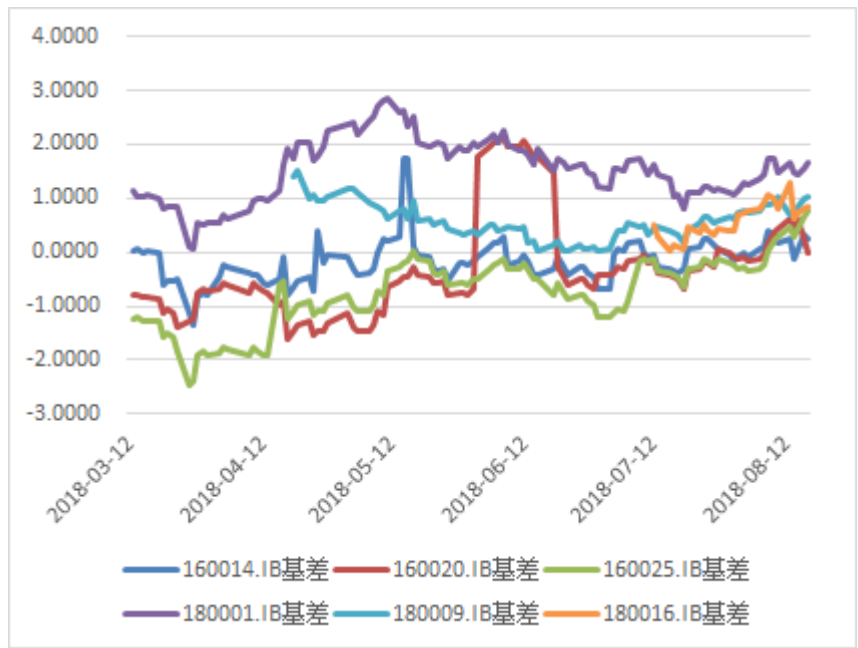


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

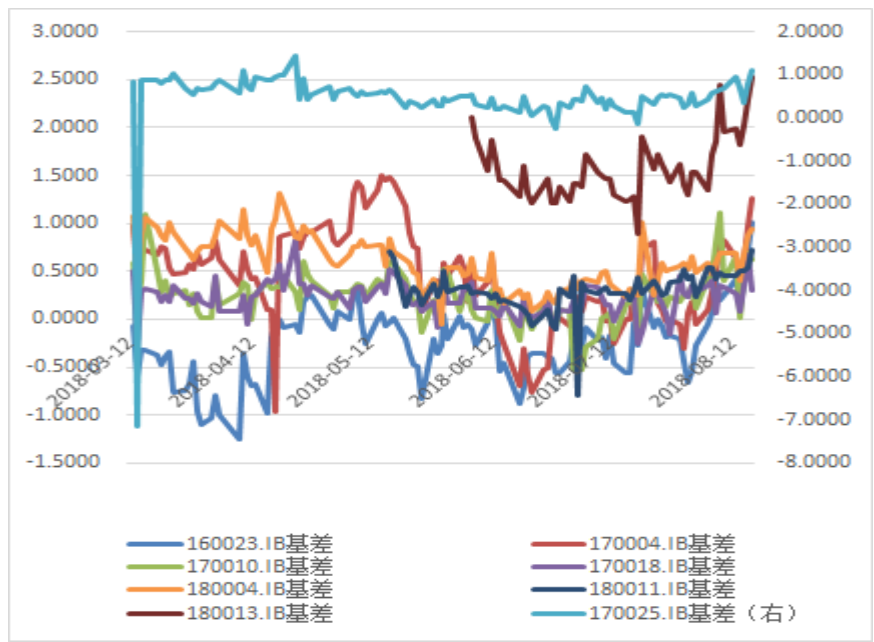
TF1812 合约的活跃券 160025.IB、180001.IB、180016.IB 的基差震荡上行，适宜做多，180009.IB 的基差略有下行，适宜做空；T1812 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170010.IB、180004.IB、170025.IB、180011.IB 和 180013.IB 的基差震荡上行，适宜做多，170018.IB 基差震荡下行，适宜做空。

图 10：TF1812 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：T1812 活跃券基差走势

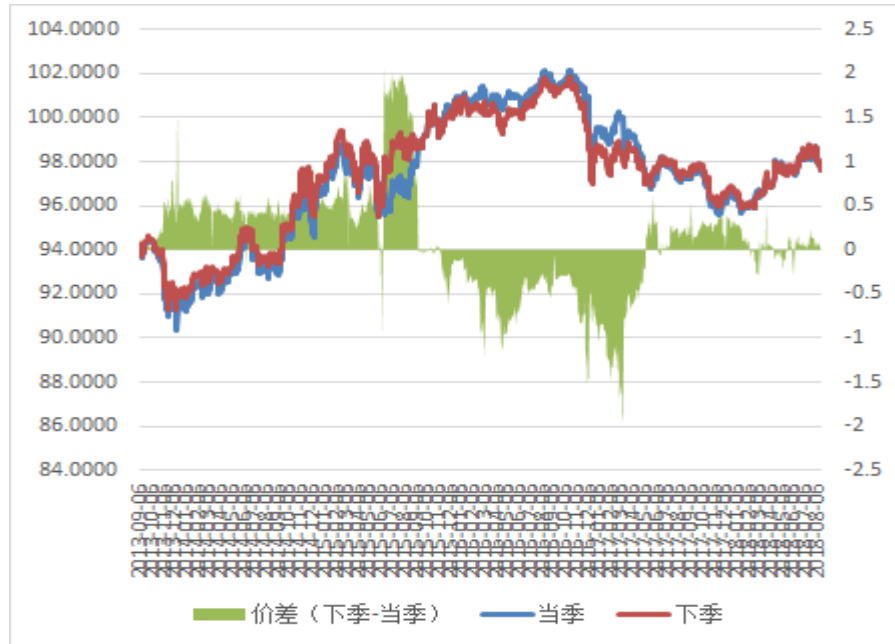


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

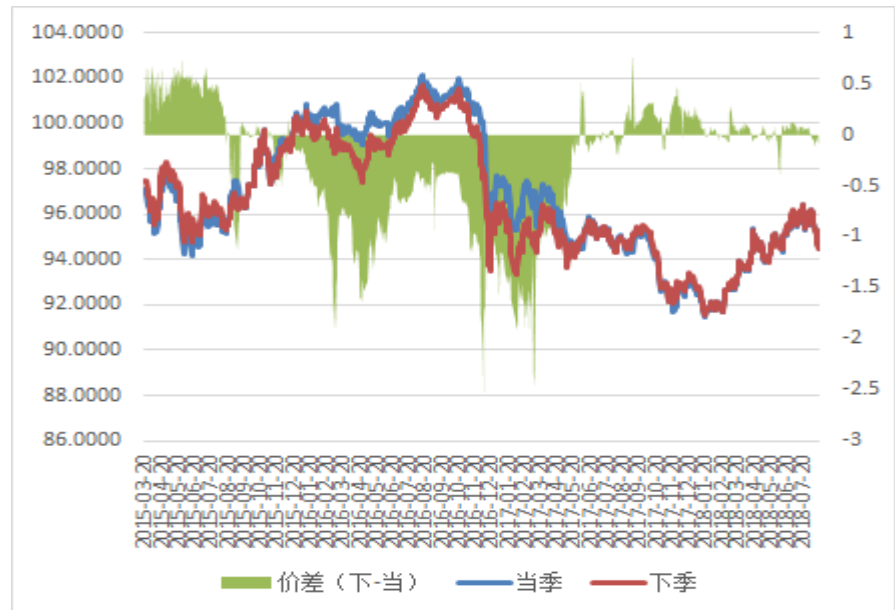
上周 2 年期债合约价差正向震荡上行，期债处于移仓换月，上周推荐的多下空当策略小幅盈利；5 年期债合约价差正向先上后下，期债处于移仓换月，上周推荐的多下空当策略止盈；上周 10 年期债合约价差负向先收窄后走扩，期债处于移仓换月，上周推荐的多下空当策略止损。

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

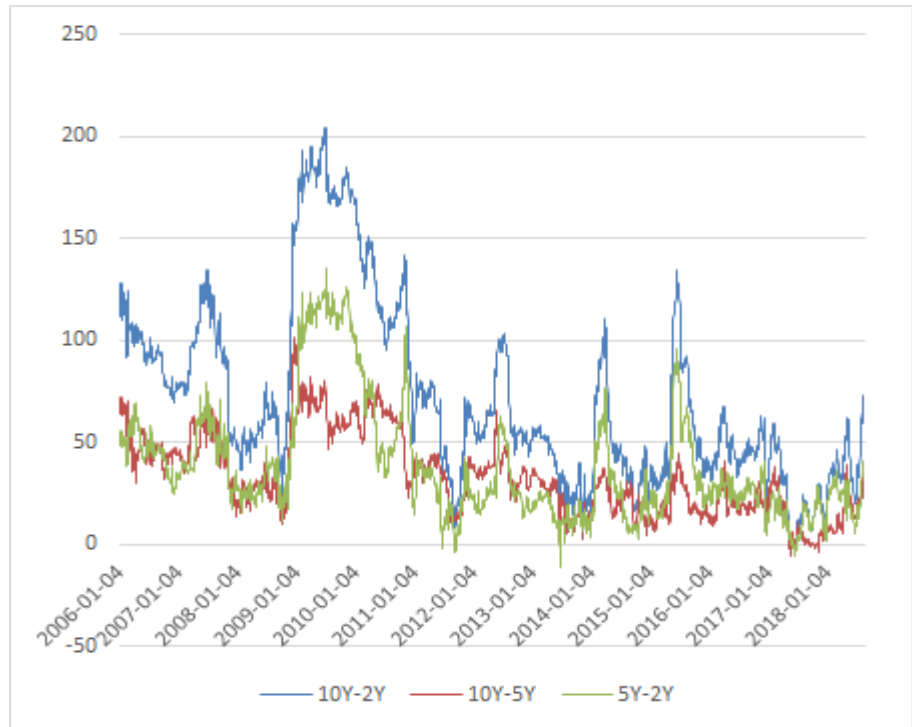


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差下行 8.8bp 至 58.62bp，10 年期和 5 年期收益率上行 0.24bp 至 26.73bp。上周推荐的多 TF 空 T 策略止盈。

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

## 3. 周度操作建议

从经济基本面来，本周暂无经济数据公布，近期政策的出台令市场对未来经济下行压力的预期有所缓和；从政策面看，上周财政部发文要求加快地方政府专项债的发行和周末银保监会出台 76 号文，均继续落实中央经济工作会议中的“稳经济”基调；从资金面来看，上周央行重启逆回购净投放 2965 亿元，资金利率大幅上行，本周公开市场有 1300 亿元资金量到期，压力不大，缴税压力消退但政府债券发行仍对资金面有扰动；从供需来看，上周国债需求偏弱，本周暂无国债发行，但地方债发行压力较大。本周期债可能出现超跌反弹，但在利空因素压制下反弹空间有限。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者轻仓多 T 空 TF 或关注 10-2 年做平策略或关注日内波动，仅供参考。

## 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。