

兴证期货·研发产品系列

关注央行操作，本周或区间略偏弱震荡

兴证期货·研发中心

2018年9月17日 星期一

金融研究团队

内容提要

刘文波

● 行情回顾

上周两年期国债期货主力合约 TS1812 上行 0.05% 收于 99.30 元，五年期国债期货主力合约 TF1812 下行 0.08% 收于 97.57 元，十年期国债期货主力合约 T1812 下行 0.21% 收于 94.485 元，现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中 2 年期上行 0.16bp 至 3.1122%，5 年期上行 6.11bp 至 3.4977%，10 年期上行 0.5bp 至 3.6351%，大多数活跃券基差下行。上周国债期货先抑后扬，上周一公布的 CPI 和 PPI 数据超预期，期债走势偏弱，上周二尾盘市场可能预期将公布的金融数据偏不利影响而跳水较大幅走弱，上半周央行暂停公开市场操作，资金面受缴税和政府债券发行而趋紧；上周三央行重启 7 天和 4 天逆回购进行净投放，资金面紧势缓和，且受前一交易日超跌影响，期债反弹，上周四和上周五央行继续净投放，资金面趋松，期债小幅偏强震荡，公布的基建增速仍下行但消费和房地产增速仍有韧性，期债盘中冲高回落。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，本周暂无经济数据公布，前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，市场观察前期“稳经济”政策的实施效果，社融数据开始止跌回升，但基建增速仍下行，美联储 9 月大概率加息，观察届时央行的操作；从资金面来看，本周公开市场有 2700 亿元资金量到期，压力不大，但资金面受政府债发行影响仍有趋紧压力；从供需来看，本周将续发各 450 亿元 1 年期和 10 年期国债，供给压力较大。本周期债可能区间略偏弱震荡。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望为主或关注日内波动，仅供参考。

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

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 4852.52 亿元，上周续发 2 年期 290 亿元和续发 5 年期 450 亿元国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数约为 2 倍，国债需求偏弱，上周地方政府专项债发行规模增加，财政部此前发文截止 9 月 30 日至少完成 80%，整体上看，利率债供给规模较上周增加，供给压力较大。

表 1：上周一级市场利率债发行情况 (20180910-20180916)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/9/13	18青海10	6.00	7.00	4.05
2018/9/13	18青海11	3.00	7.00	4.05
2018/9/13	18宁夏10	13.00	7.00	4.05
2018/9/13	18青海12	15.00	7.00	4.05
2018/9/13	18青海14	7.00	7.00	4.05
2018/9/13	18青海13	2.00	7.00	4.05
2018/9/13	18宁夏13	7.00	10.00	4.05
2018/9/13	18辽宁16	8.23	10.00	4.05
2018/9/13	18宁夏11	19.00	10.00	4.05
2018/9/13	18进出12	30.00	1.00	3.00
2018/9/13	18进出04(增11)	30.00	3.00	4.46
2018/9/13	18进出09(增4)	40.00	5.00	4.37
2018/9/13	WI181801		1.00	2.79
2018/9/13	WI181910		10.00	3.54
2018/9/13	18国开06(增23)	50.00	7.00	4.73
2018/9/13	18国开10(增10)	120.00	10.00	4.04
2018/9/12	18内蒙23	27.05	5.00	3.85
2018/9/12	18内蒙22	24.60	10.00	4.04
2018/9/12	18付息国债15(续2)	290.00	2.00	3.14
2018/9/12	18付息国债16(续2)	450.50	5.00	3.30
2018/9/12	18浙江债12	142.70	5.00	3.85
...				
合计		4,852.52		

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（20180917-20180923）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-09-20	18海南债11	15.00	3.00	地方政府债
2018-09-20	18福建债14	193.75	5.00	地方政府债
2018-09-20	18福建债15	64.35	5.00	地方政府债
2018-09-20	18海南债12	86.00	5.00	地方政府债
2018-09-20	18海南债10	7.00	7.00	地方政府债
2018-09-20	18福建债16	20.50	15.00	地方政府债
2018-09-19	18云南债19	86.50	5.00	地方政府债
2018-09-19	18云南债20	27.70	5.00	地方政府债
2018-09-19	18云南债23	6.00	7.00	地方政府债
2018-09-19	18云南债22	15.30	7.00	地方政府债
2018-09-19	18云南债21	19.00	7.00	地方政府债
2018-09-19	18付息国债18(续发)	450.00	1.00	国债
2018-09-19	18付息国债19(续发)	450.00	10.00	国债
2018-09-19	18广西债17	7.33	7.00	地方政府债
2018-09-19	18广西债15	47.66	7.00	地方政府债
2018-09-19	18广西债18	11.30	7.00	地方政府债
2018-09-19	18广西债16	29.42	7.00	地方政府债
2018-09-18	18陕西债24	31.15	3.00	地方政府债
2018-09-18	18湖北债11	82.16	3.00	地方政府债
2018-09-18	18河北债38	5.00	5.00	地方政府债
2018-09-18	18陕西债25	87.76	5.00	地方政府债
.....				
合计		3,198.91		

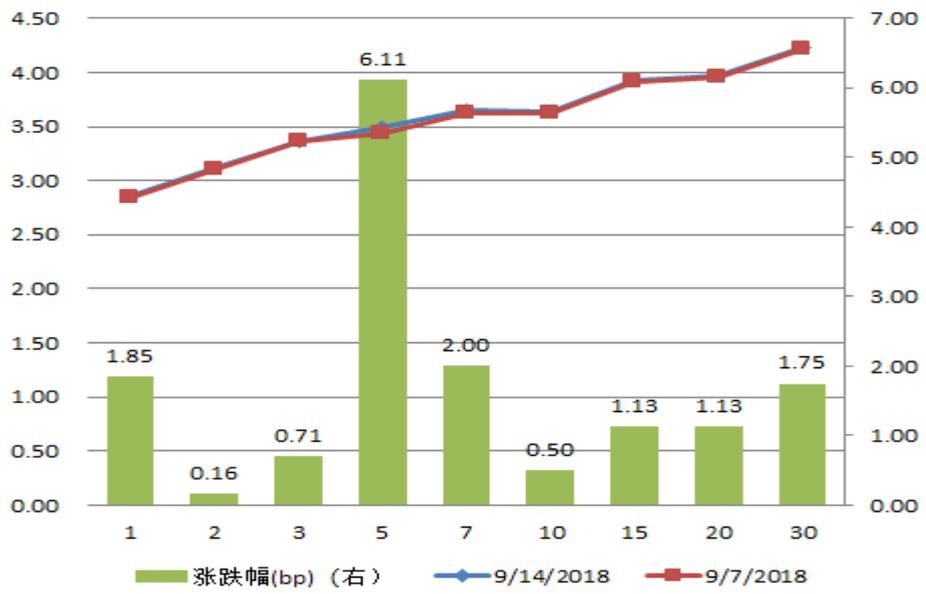
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 3198.91 亿元，本周将续发各 450 亿元 1 年期和 10 年期国债，地方债特别是专项债发行规模较大，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程度不一的上行，其中 2 年期上行 0.16bp 至 3.1122%，5 年期上行 6.11bp 至 3.4977%，10 年期上行 0.5bp 至 3.6351%。国债收益率窄幅震荡整体上行，上周一公布的 CPI 和 PPI 数据超预期，现券收益率小幅上行，上周二尾盘市场可能预期将公布的金融数据偏不利影响而小幅上行，上半周央行暂停公开市场操作，资金面受缴税和政府债券发行而趋紧；上周三央行重启 7 天和 4 天逆回购进行净投放，资金面紧势缓和，且受前一交易日超跌影响，现券收益率略有下行，上周四和上周五央行继续净投放，资金面趋松，期债小幅偏强震荡，公布的基建增速仍下行但消费和房地产增速仍有韧性，现券收益率窄幅震荡。

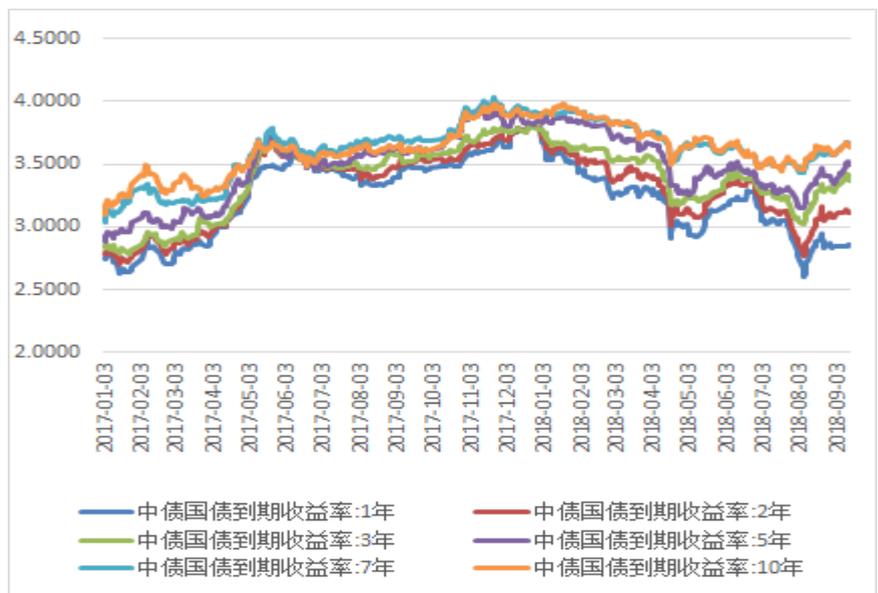
图 1: 各期限国债收益率一周变化情况



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 1.85bp 至 2.8623%, 二年期上行 0.16bp 至 3.1122%, 三年期上行 0.71bp 至 3.3678%, 五年期上行 6.11bp 至 3.4977%, 七年期上行 2.00bp 至 3.65%, 十年期上行 0.5bp 至 3.6351%。

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下行

上周央行在公开市场进行 2700 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 2700 亿；进行 600 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 600 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 0 亿元国库现金定存操作，同时有 1000 亿元国库现金定存到期，上周央行在公开市场上净投放 2300 亿元(包括国库现金定存)。

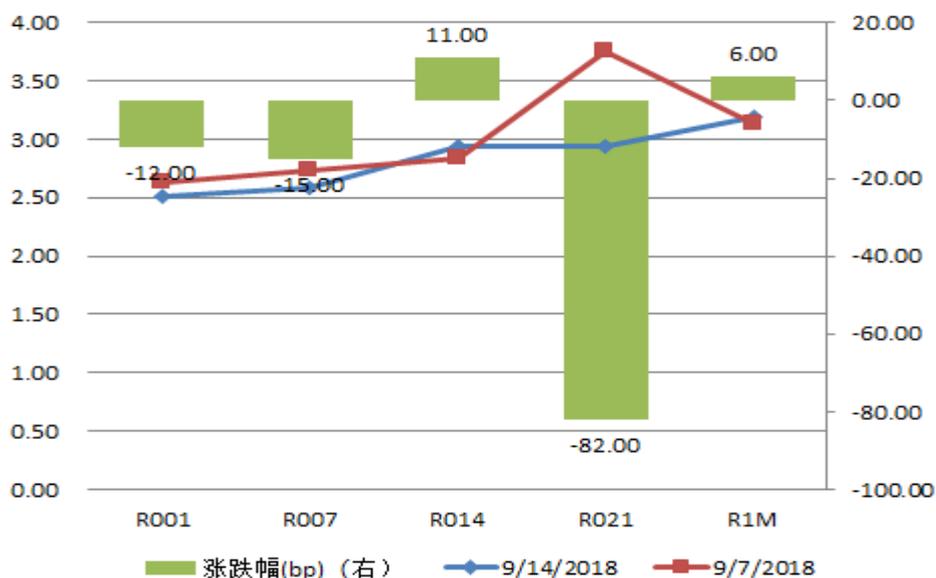
表 3：上周公开市场操作情况 (20180908-20180914)

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	2018/9/14	1,100.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/9/14	400.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/9/12	600.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/9/13	1,000.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/9/13	200.00	2.70	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2018/9/14	1,000.00	4.73	10.00
净投放			3,300.00		
净投放(含国库现金)			2,300.00		

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 2300 亿元，资金利率先上后下，下半周在央行连续净投放的影响下，资金面由紧势缓和。

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 12bp 至 2.51%；7 天期下行 15bp 至 2.59%；14 天期上行 11bp 至 2.94%；21 天期下行 82bp 至 2.94%；1 个月期上行 6bp 至 3.19%。

本周公开市场有 2700 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、600 亿元、1000 亿元和 1100 亿元，资金面到期压力不大，但考

虑到下周地方政府专项债发行规模较大，预计央行会进行对冲操作。

表 4：本周公开市场操作情况（20180915-20180921）

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	2018/9/21	1,100.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/9/19	600.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/9/20	1,000.00	2.55	0.00
净投放			-2700.00		
净投放(含国库现金)			-2700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

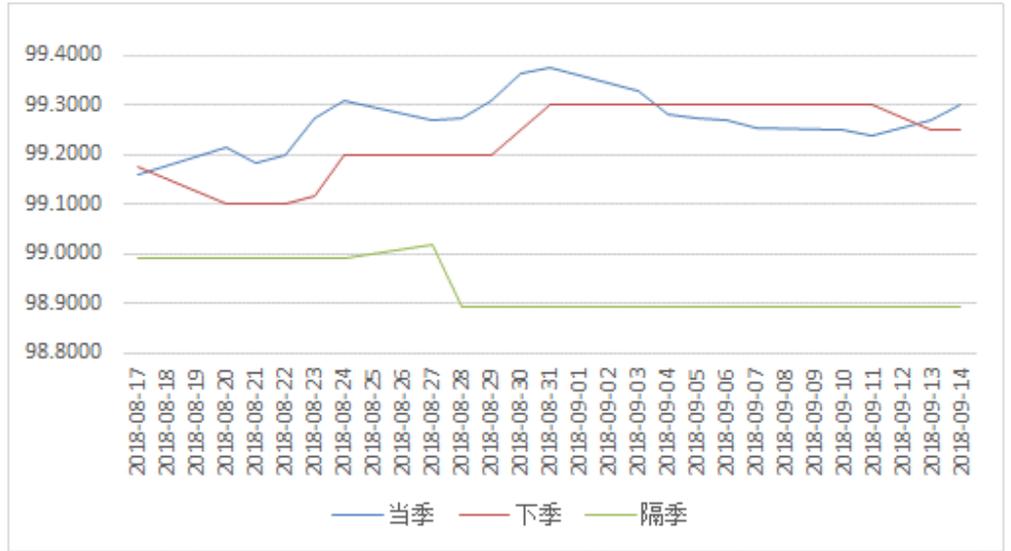
2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货先抑后扬

上周两年期国债期货主力合约 TS1812 上行 0.05% 收于 99.30 元，五年期国债期货主力合约 TF1812 下行 0.08% 收于 97.57 元，十年期国债期货主力合约 T1812 下行 0.21% 收于 94.485 元，大多数活跃券基差下行。上周国债期货先抑后扬，上周一公布的 CPI 和 PPI 数据超预期，期债走势偏弱，上周二尾盘市场可能预期将公布的金融数据偏不利影响而跳水较大幅走弱，上半周央行暂停公开市场操作，资金面受缴税和政府债券发行而趋紧；上周三央行重启 7 天和 4 天逆回购进行净投放，资金面紧势缓和，且受前一交易日超跌影响，期债反弹，上周四和上周五央行继续净投放，资金面趋松，期债小幅偏强震荡，公布的基建增速仍下行但消费和房地产增速仍有韧性，期债盘中冲高回落。

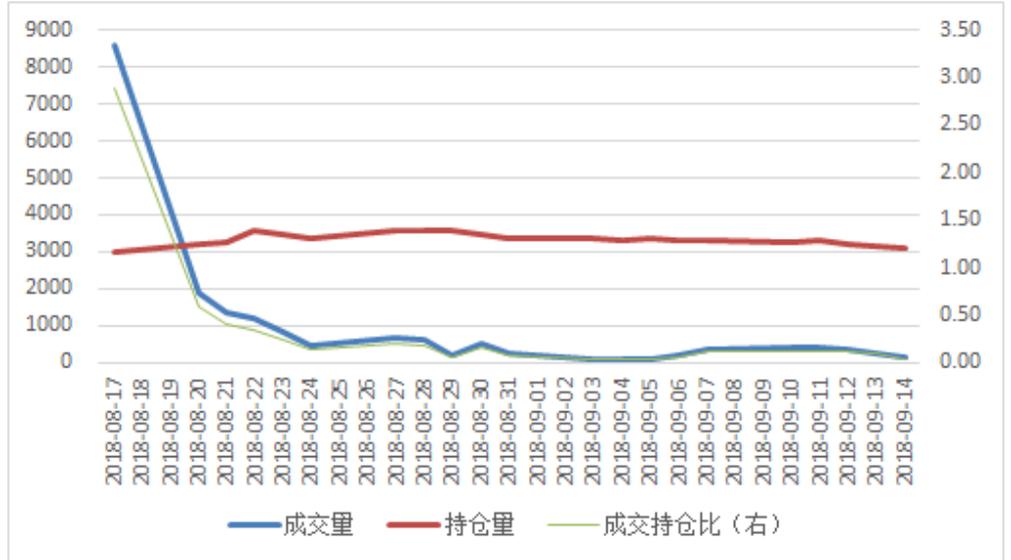
2 年期债主力合约 TS1812 周涨 0.05%，收于 99.300 元；下季合约 TS1903 周跌 0.05%，收于 99.25 元；隔季合约 TS1903 周跌 0.00%，收于 98.895 元。成交方面，三个合约日均成交 309 手，持仓方面，TS1812 合约周减仓 177 手，目前持仓 3080 手，截止 9 月 14 日，2 年期三个合约合计持仓 3115 手，周减仓 8169 手，成交量小幅上升，持仓量小幅下降。

图 4：2 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 5：2 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

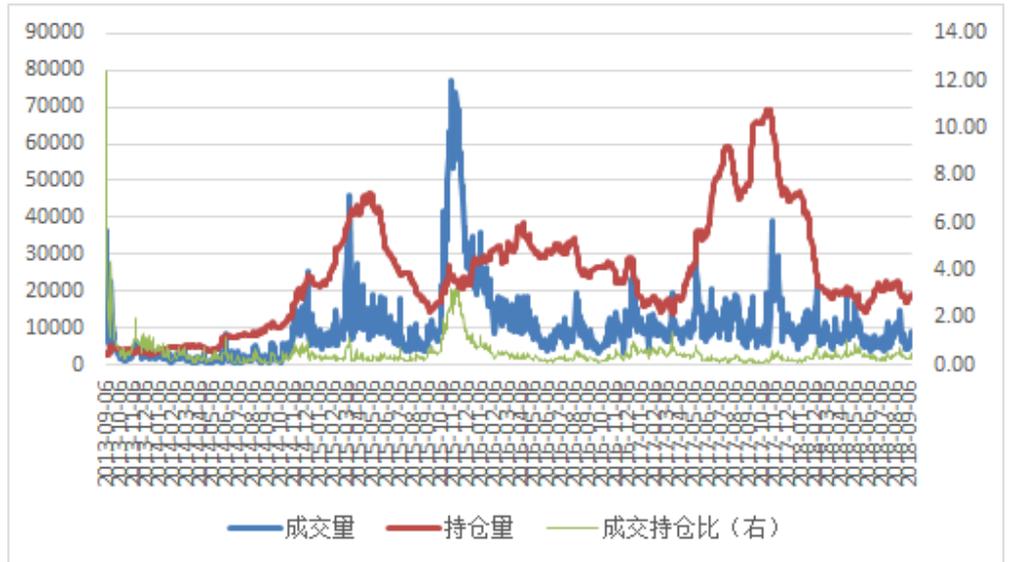
5 年期债近交割月合约 TF1809 周跌 0.00%，收于 97.60 元；主力合约 TF1812 周跌 0.08%，收于 97.57 元；隔季合约 TF1903 周跌 0.32%，收于 97.41 元。成交方面，三个合约日均成交 6907.4 手，持仓方面，TF1812 合约周增仓 1128 手，目前持仓 18142 手，截止 9 月 14 日，5 年期三个合约合计持仓 18822 手，周增仓 900 手，成交量上升，持仓量上升。

图 6：5 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 7：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

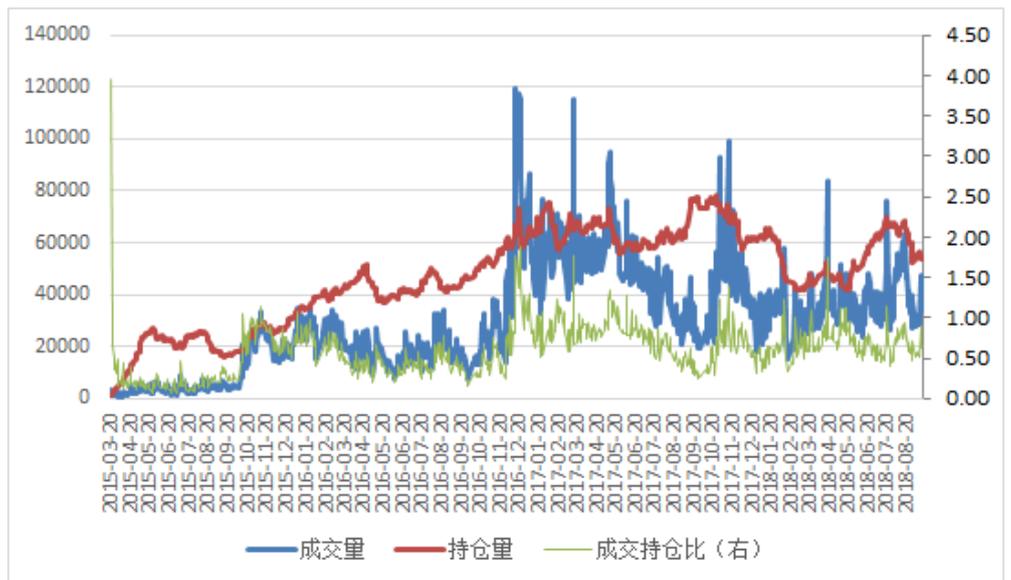
10 年期债近交割月合约 T1809 周跌 0.97%，收于 94.00 元；主力合约 T1812 周跌 0.21%，收于 94.485 元；隔季合约 T1903 周跌 0.23%，收于 94.62 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 34906.2 手，主力 T1812 合约周减仓 1122 手，持仓 53626 手，截至 9 月 14 日，10 年期三个合约合计持仓 54101 手，持仓减少 1016 手，成交量上升，持仓量下降。

图 8：10 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 9：10 年期国债期货成交持仓走势

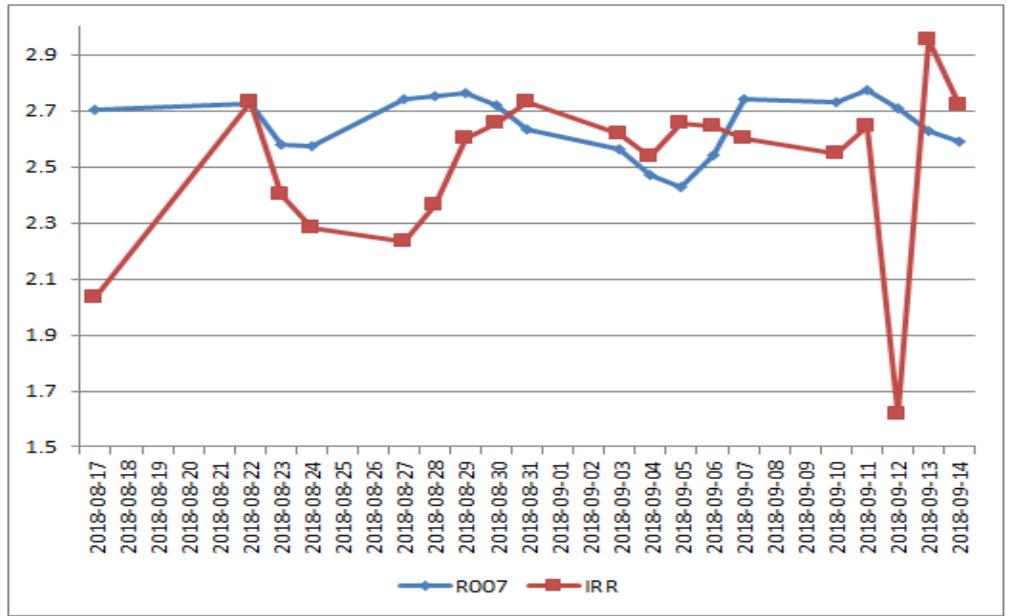


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TS1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡下行，IRR 震荡上行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

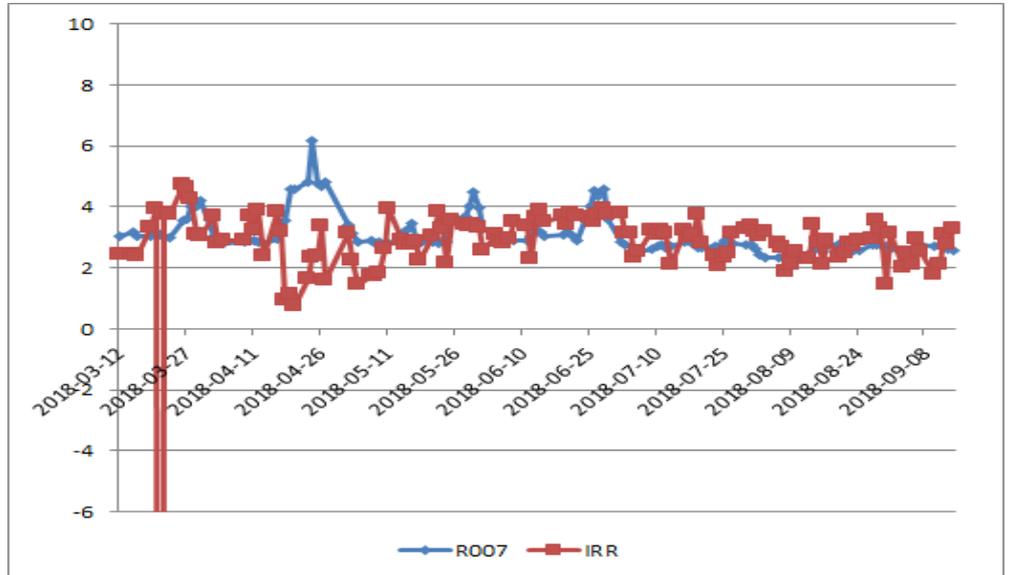
图 10: 近期 TS1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

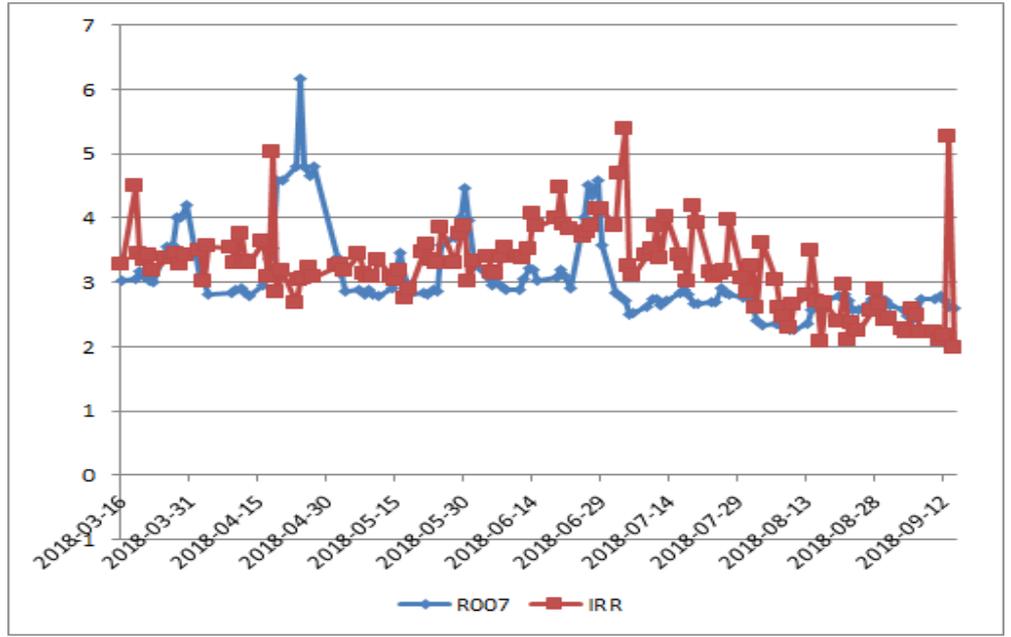
图 11: 近期 TF1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡下行, 且 IRR 冲高回落, 在上周四有较明显的正向期现套利交易机会。

图 12: 近期 T1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

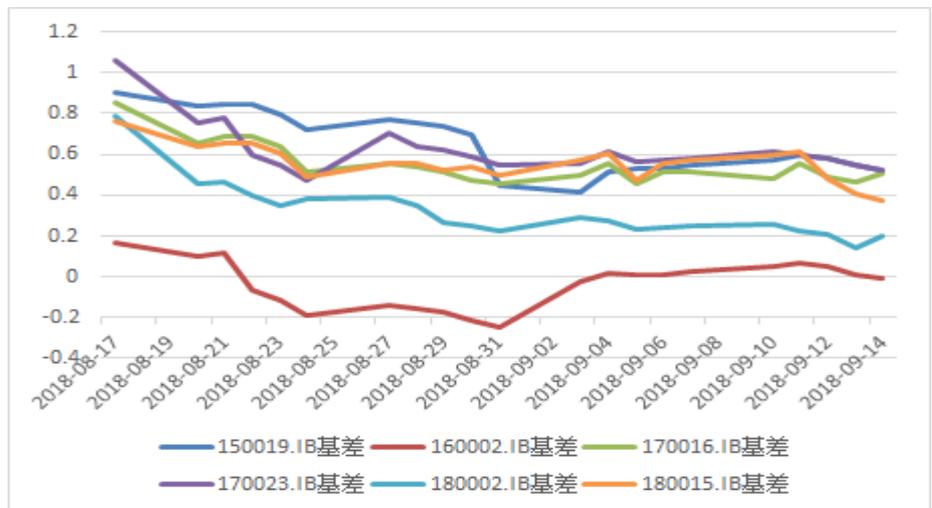


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

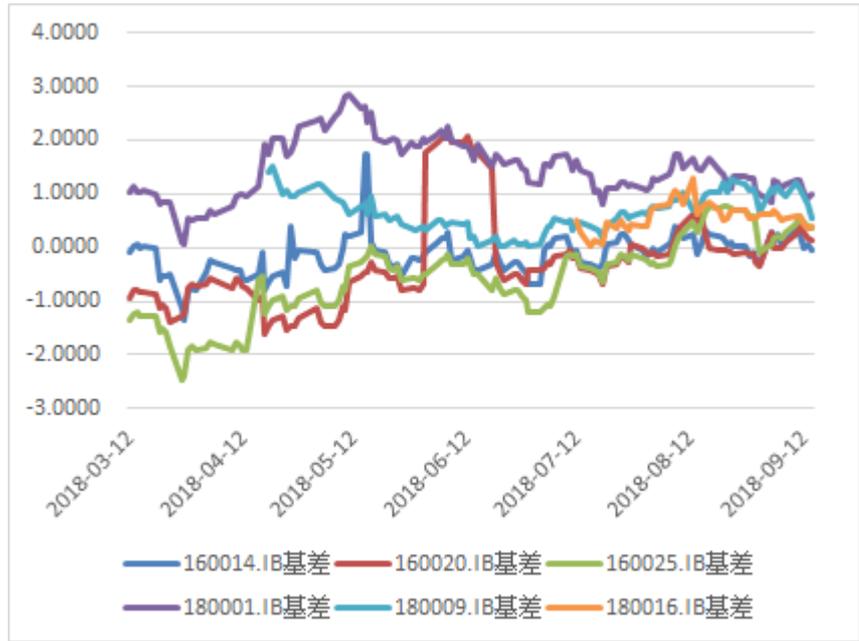
TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、170016.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; TF1812 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB、180009.IB 和 180016.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 160025.IB、180001.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; T1812 合约的活跃券 170010.IB、170025.IB、170018.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 160023.IB、170004.IB、180004.IB、180013.IB 和 180011.IB 基差震荡上行, 适宜做多。

图 13: TS1812 活跃券基差走势



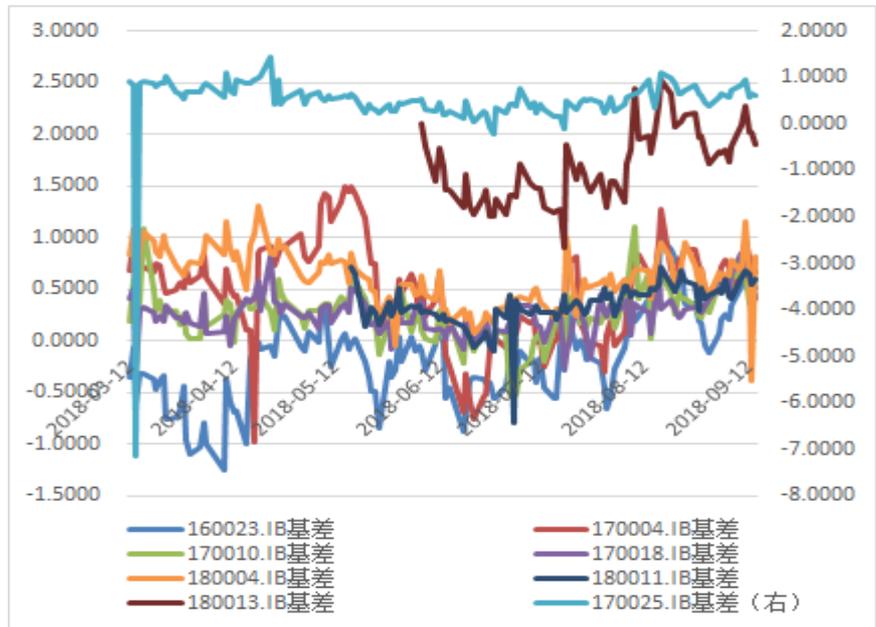
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TF1812 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: T1812 活跃券基差走势

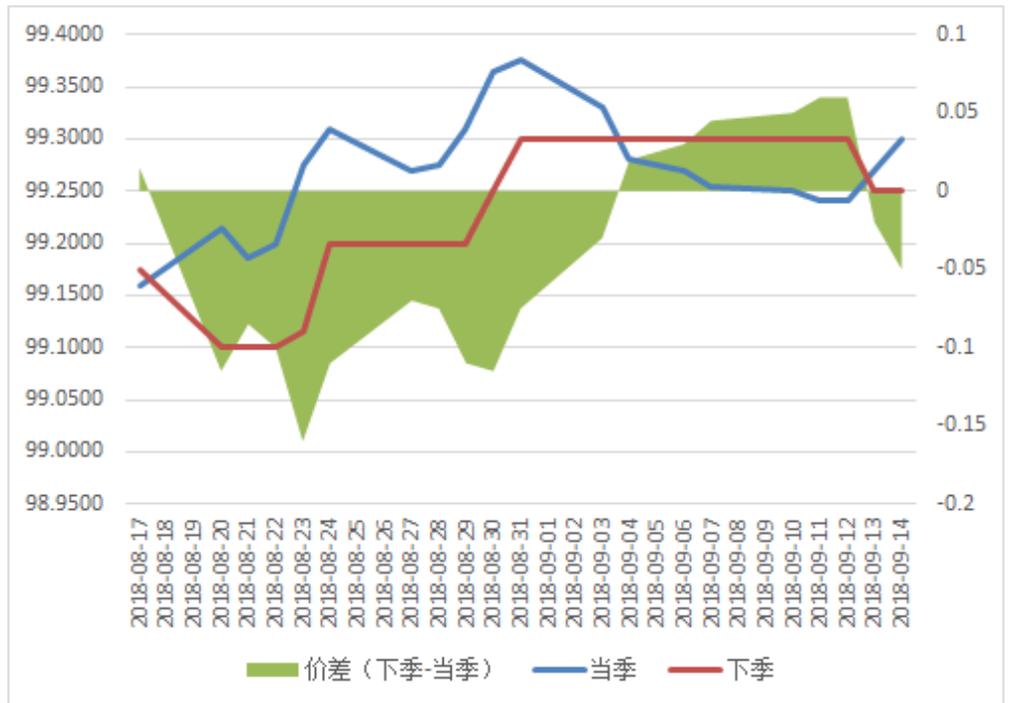


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

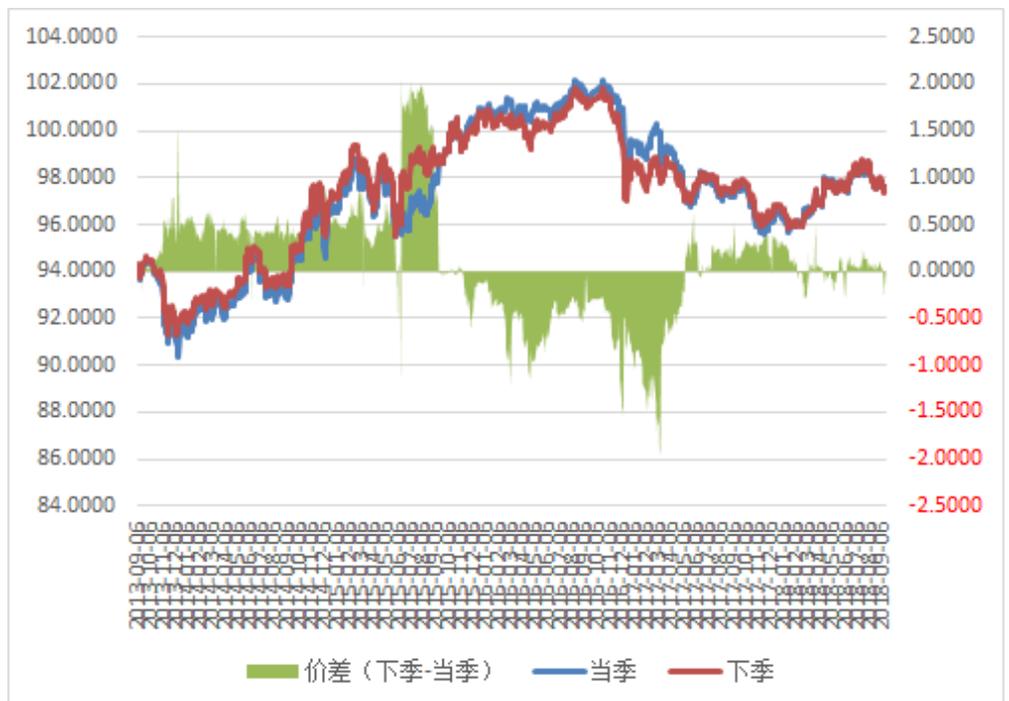
上周2年期债合约价差由正转负,期债已完成移仓换月,上周无策略推荐; 5年期债合约价差由正转负,期债已完成移仓换月,上周无策略推荐; 上周10年期债合约价差由负转正,期债已完成移仓换月,上周无策略推荐。

图 16: 2 年期债当季、下季及二者价差走势



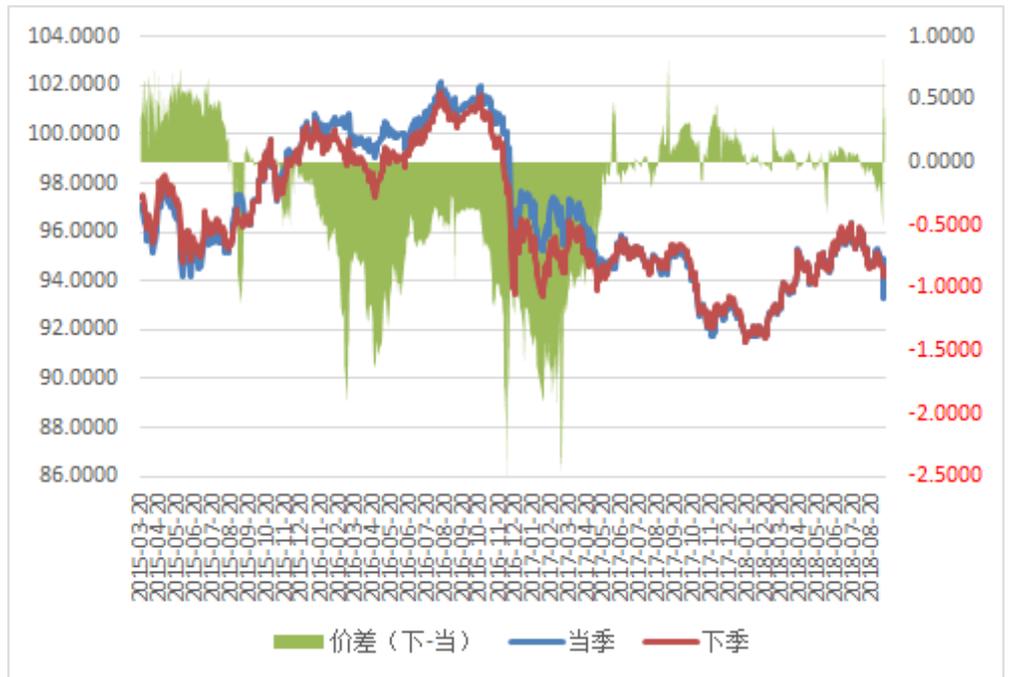
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 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 18: 10 年期债当季、下季及二者价差走势

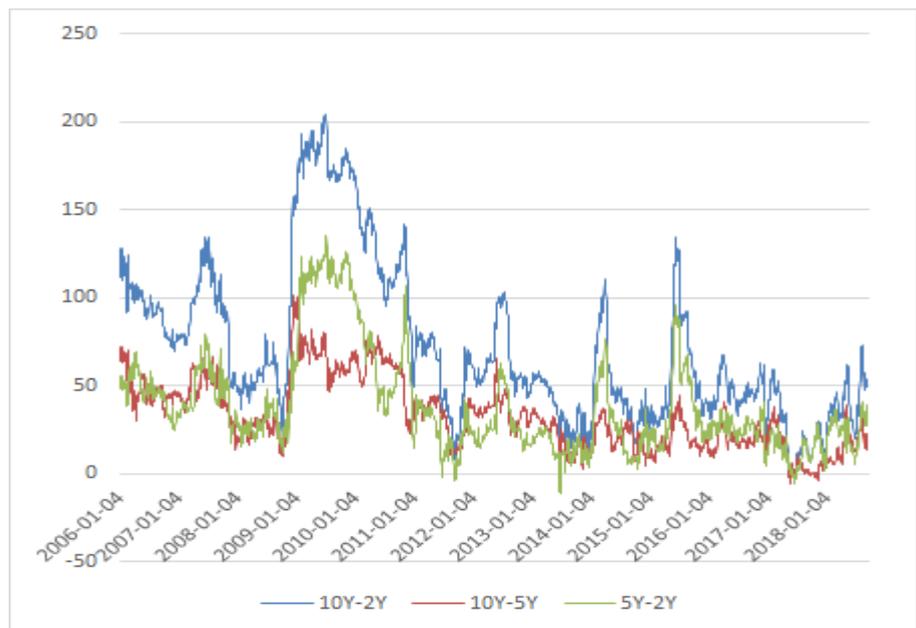


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行 0.34bp 至 52.29bp, 10 年期和 5 年期收益率下行 5.61bp 至 13.74bp。

图 19: 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，本周暂无经济数据公布，前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，市场观察前期“稳经济”政策的实施效果，社融数据开始止跌回升，但基建增速仍下行，美联储9月大概率加息，观察届时央行的操作；从资金面来看，本周公开市场有2700亿元资金量到期，压力不大，但资金面受政府债发行影响仍有趋紧压力；从供需来看，本周将续发各450亿元1年期和10年期国债，供给压力较大。本周期债可能区间略偏弱震荡。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望为主或关注日内波动，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。