

刘文波

投资咨询资格编号：Z0010856

期货从业资格编号：F0286569

尚芳

期货从业资格编号：F3013528

高歆月

期货从业资格编号：F3023194

联系人：尚芳

shangfang@xzfutures.com

021-20370946

上周期债较大幅走弱，本周或偏弱震荡

2017年10月16日 星期一

内容提要

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1712 下行 0.46% 收于 97.25 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.6% 收于 94.615 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 5 年期上行 6.16 个 bp 至 3.6782%，10 年期上行 6.04 个 bp 至 3.674%。上周在央行定向降准政策落地、市场对十九大后监管政策可能落地的预期、节后资金面并不如预期宽松、进出口数据超预期向好以及期债有正套空间的共同影响下，国债期货较大幅走弱，TF 正套空间仍存。

后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的进出口数据和金融数据超预期向好，关注本周将公布的经济数据，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，市场对国内监管担忧仍存，关注十九大期间是否有相关政策落地，美联储 12 月可能加息；从资金面来看，本周公开市场有 5255 亿元资金集中到期，其中包括 3555 亿元 MLF 到期，央行已在上周五提前续作，央行维稳意图明显，资金到期压力不大，但叠加月中缴税扰动，资金面仍承压；从供需来看，上周一二级市场显示国债供给规模较大，10 年期国债需求好于 1 年，本周有续发的 280 亿元 2 年期国债和新发的 360 亿元 5 年期国债。本周期债或偏弱震荡。操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者继续多 TF 空 T (2:1) 或暂观望为主。

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 3328.34 亿元，较上周有所增加。上周招标续发的 1 年期国债，中标收益率 3.4889%，高于预期；招标的 10 年期国债，中标收益率 3.6267%，接近预期，低于二级市场收益率，投标倍数分别为 2.13 倍和 3.61 倍，10 年期国债需求略好于 1 年期国债。

图表 1：上周一二级市场利率债发行情况（20171009-20171015）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率	中标区间	认购倍数
2017/10/12	17国开11(预)	71.00	1.00			
2017/10/12	WI172105	360.00	5.00			
2017/10/13	17贴现国债48	100.00	0.50	3.41		
2017/10/13	17贴现国债47	150.00	0.25	3.24		
2017/10/12	17进出10(增9)	30.00	3.00	4.03	-----	
2017/10/12	17进出09(增13)	40.00	5.00	4.11	-----	
2017/10/12	17进出03(增22)	30.00	10.00	4.11	-----	
2017/10/12	国开1702(增3)	30.00	5.00	3.91		
2017/10/12	国开1701(增3)	50.00	2.00	3.78		
2017/10/11	17农发15(增4)	70.00	10.00	4.39	-----	
2017/10/11	17农发10(增10)	70.00	1.00	3.58	-----	
2017/10/11	17农发04(增24)	30.00	7.00	3.83	-----	
2017/10/11	17宁夏定向11	12.00	10.00	4.21		
2017/10/11	17宁夏定向10	6.57	5.00	4.20		
2017/10/11	17宁夏定向09	19.00	10.00	4.21		
2017/10/11	17宁夏定向08	19.00	7.00	4.28		
2017/10/11	17宁夏定向07	19.00	5.00	4.20		
2017/10/11	17宁夏定向06	6.28	3.00	4.14		
2017/10/10	17国开15(增6)	150.00	10.00	4.24	-----	
...						
合计		3,328.34				

数据来源：WIND，兴证期货

图表 2: 本周一二级市场利率债计划发行概况 (20171016-20171022)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2017-10-20	17付息国债22	280.00	30.00	国债
2017-10-18	17农发15(增5)	70.00	10.00	政策银行债
2017-10-18	17农发10(增11)	70.00	1.00	政策银行债
2017-10-18	17农发04(增25)	30.00	7.00	政策银行债
2017-10-17	17国开15(增7)	150.00	10.00	政策银行债
2017-10-17	17国开09(增4)	60.00	3.00	政策银行债
2017-10-18	17付息国债21	360.00	5.00	国债
2017-10-18	17付息国债19(续发)	280.00	2.00	国债
2017-10-16	16农发13(增5)	50.00	5.00	政策银行债
2017-10-16	16农发12(增4)	40.00	3.00	政策银行债
2017-10-20	17青岛债16	20.00	5.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债15	1.50	5.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债14	10.22	10.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债13	10.48	7.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债12	30.70	5.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债11	7.20	10.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债10	7.1958	7	地方政府债
2017-10-20	17青岛债09	7.20	5.00	地方政府债
2017-10-20	17青岛债08	2.40	3.00	地方政府债
.....				
合计		2,146.26		

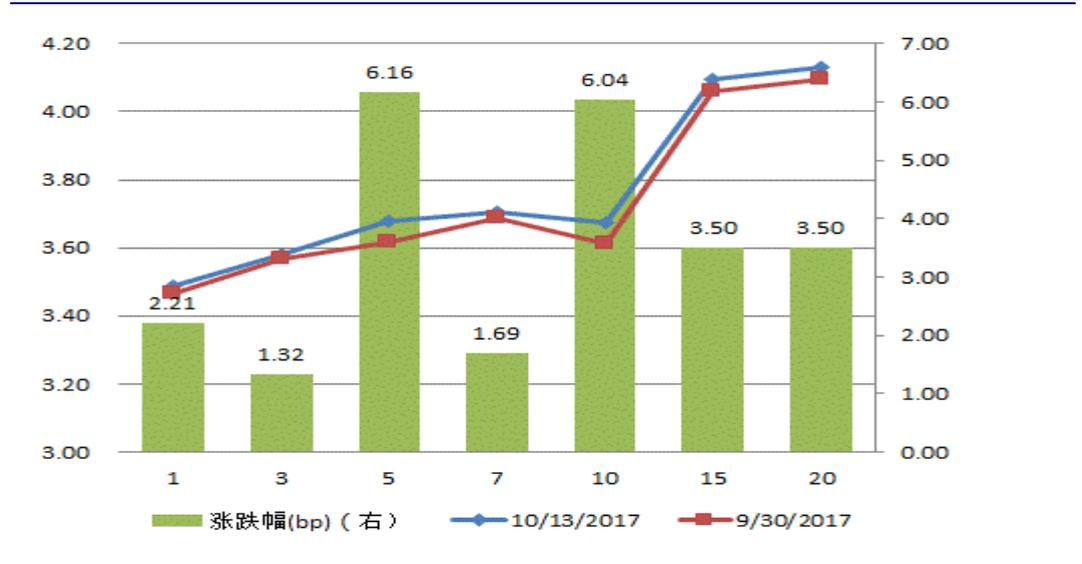
数据来源: WIND, 兴证期货

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 2146.26 亿元, 其中有续发的 280 亿元 2 年期国债和新发的 360 亿元 5 年期国债, 本周供给压力较大。

1.2 利率债二级市场变化

上周主要期限国债收益率出现程度不一的上行, 其中 5 年期上行 6.16 个 bp 至 3.6782%, 10 年期上行 6.04 个 bp 至 3.674%, 上周在央行定向降准政策落地、市场对十九大后监管政策可能落地的预期、节后资金面并不如预期宽松、进出口数据超预期向好以及期债有正套空间的共同影响下, 现券收益率出现不同程度的上行。

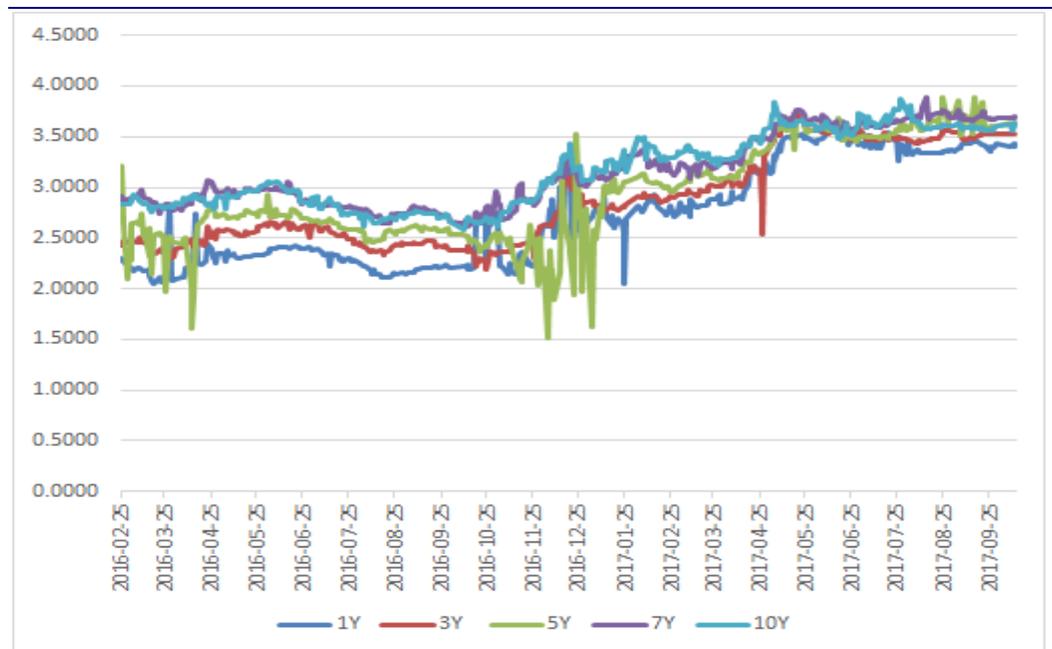
图表 3: 各期限国债收益率一周变化情况



数据来源: WIND, 兴证期货

具体来看, 上周一年期国债收益率上行 2.21 个 BP 至 3.4881%, 三年期上行 1.32 个 BP 至 3.5801%, 五年期上行 6.16 个 BP 至 3.6782%, 七年期上行 1.69 个 BP 至 3.7049%, 十年期上行 6.04 个 BP 至 3.674%。

图表 4: 各关键年限国债收益率走势



数据来源: WIND, 兴证期货

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 800 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 800 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 2500 亿 14 天逆回购到期，净回笼 2500 亿，上周进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 500 亿 28 天逆回购到期，净回笼 500 亿，上周超额续作 4980 亿元 MLF，到期 840 亿元 MLF，央行上周在公开市场上进行 1940 亿元的净投放来维稳资金面。

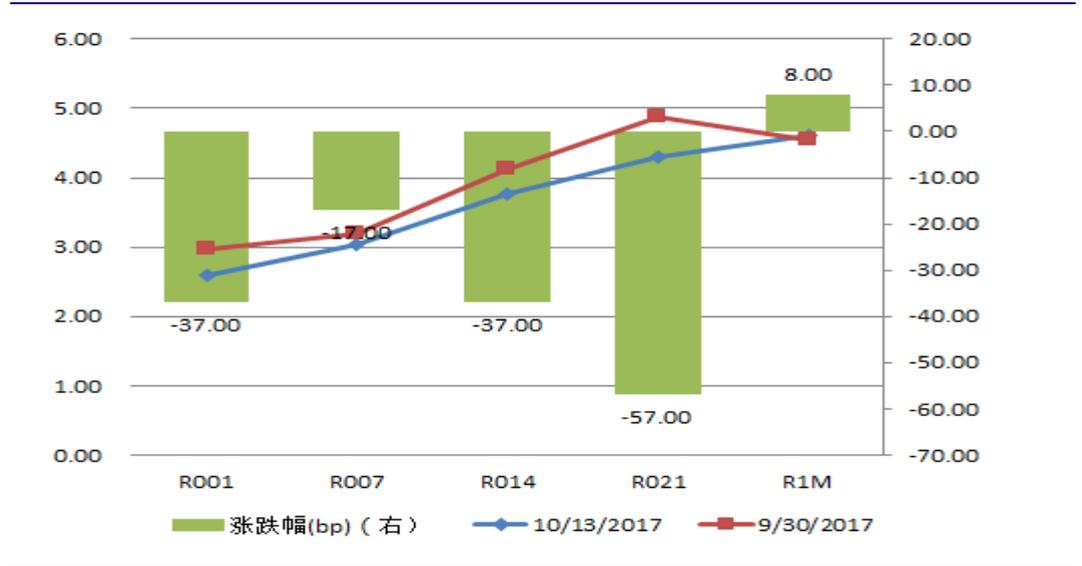
图表 5：上周公开市场操作情况 (20171009-20171015)

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	10/11/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购14D	逆回购到期	10/9/2017	1,600.00	2.60	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/12/2017	100.00	2.75	0.00
逆回购14D	逆回购到期	10/10/2017	400.00	2.60	0.00
逆回购28D	逆回购到期	10/13/2017	200.00	2.75	0.00
逆回购14D	逆回购到期	10/12/2017	500.00	2.60	0.00
逆回购7D	逆回购	10/10/2017	400.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	10/11/2017	200.00	2.45	0.00
逆回购7D	逆回购	10/12/2017	200.00	2.45	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	10/13/2017	4,980.00	3.20	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	10/13/2017	840.00	3.00	0.00
净投放			1,940.00		
净投放(含国库现金)			1,940.00		

资料来源：WIND，兴证期货

上周节后资金面改善有限，央行在前半周进行净回笼操作，叠加定向降准与 2018 年实施的政策落地，资金利率维持在较高位，下半周央行进行对冲并超额续作 MLF 带来资金面的较大幅度的改善。

图表 6: 银行间质押式回购利率一周变化



数据来源: WIND, 兴证期货

从周度数据来看, 银行间质押式回购利率隔夜下行 37bp 至 2.59%; 7 天期下行 17bp 至 3.03%; 14 天期下行 37bp 至 3.76%; 21 天期下行 57bp 至 4.31%; 1 个月期上行 8bp 至 4.62%。

本本周公开市场有 5255 亿元资金集中到期, 其中包括 3555 亿元 MLF 到期, 央行已在上周五提前续作, 央行维稳意图明显, 资金到期压力不大, 但叠加月中缴税扰动, 资金面仍承压。

图表 7: 本周公开市场操作情况 (20171016-20171022)

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	2017/10/17	200.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/19	200.00	2.75	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/18	100.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/17	400.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/20	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/18	200.00	2.45	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2017/10/16	200.00	2.75	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2017/10/19	200.00	2.45	0.00
国库定存3个月	国库现金定存	2017/10/16			
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2017/10/18	2,275.00	3.00	0.00
MLF(投放)183D	MLF(回笼)	2017/10/17	1,280.00	3.05	20.00
净投放			-5255.00		
净投放(含国库现金)			-5255.00		

资料来源: WIND, 兴证期货

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 TF1712 下行 0.46% 收于 97.25 元，十年期国债期货主力合约 T1712 下行 0.6% 收于 94.615 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 5 年期上行 6.16 个 bp 至 3.6782%，10 年期上行 6.04 个 bp 至 3.674%。上周在央行定向降准政策落地、市场对十九大后监管政策可能落地的预期、节后资金面并不如预期宽松、进出口数据超预期向好以及期债有正套空间的共同影响下，国债期货较大幅走弱。

(1) 5 年期国债期货

5 年期债主力合约 TF1712 周跌 0.46%，收于 97.25 元；下季合约 TF1803 周跌 0.37%，收于 97.545 元；隔季合约 TF1806 周跌 0.43%，收于 97.82 元。

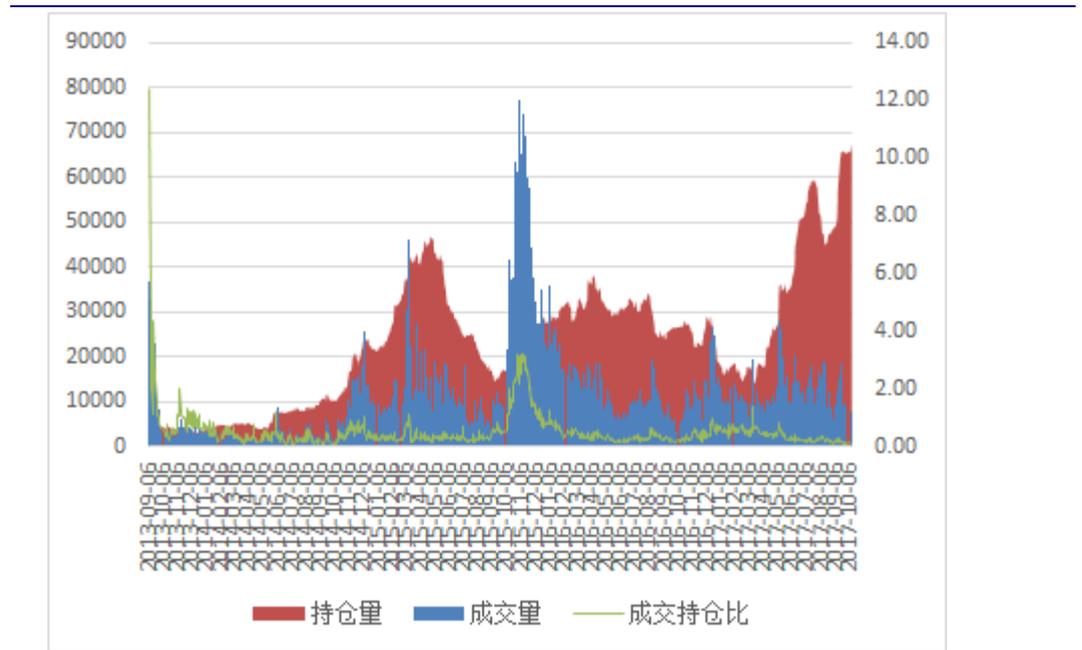
图表 8：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交方面，三个合约日均成交 7758 手，持仓方面，主力 TF1712 合约周增仓 2214 手，目前持仓 66621 手，截止 10 月 13 日，5 年期三个合约合计持仓 67828 手，周增仓 2533 手。

图表 9：5 年期国债期货成交持仓情况

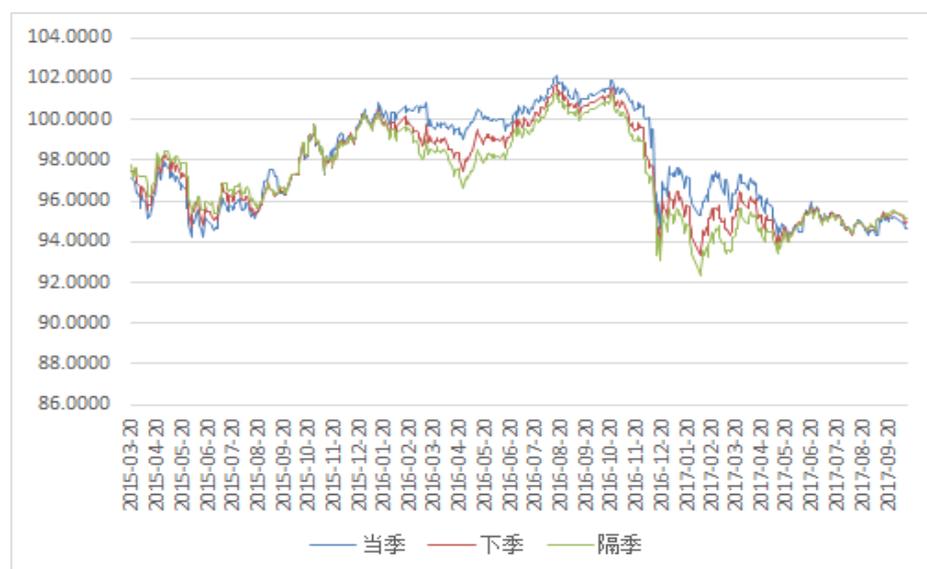


数据来源：WIND，兴证期货

(2) 10 年期国债期货

10 年期国债期货主力合约 T1712 周跌 0.60%，收于 94.615 元；下季合约 T1803 周跌 0.53%，收于 94.94 元；隔季合约 T1803 周跌 0.395%，收于 95.11 元。

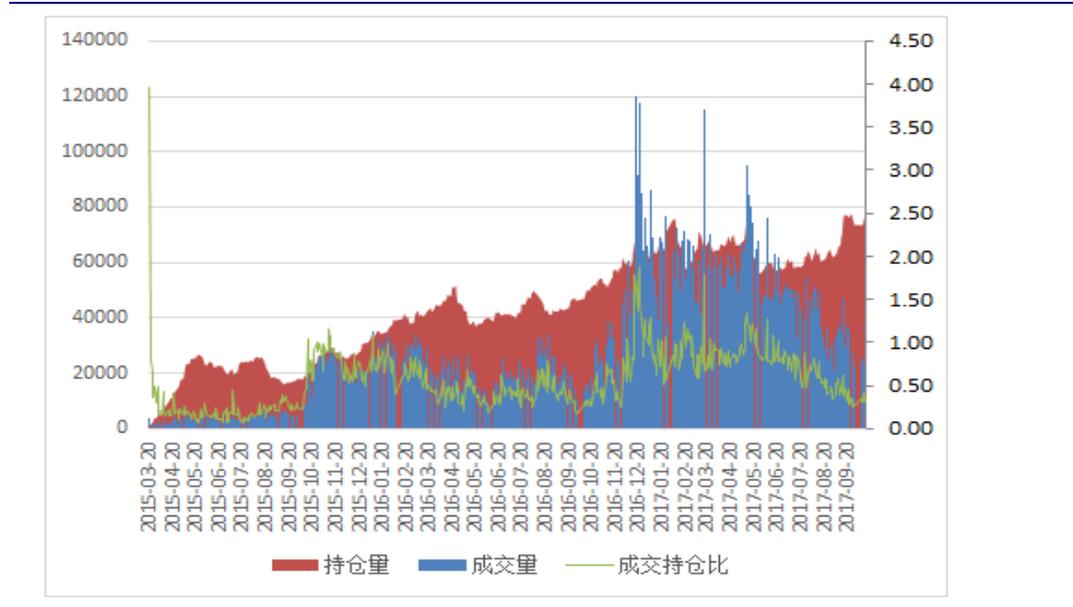
图表 10：10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：WIND，兴证期货

成交持仓方面，三个合约日均成交 25500.4 手，主力 T1712 合约周增仓 204 手，持仓 71748 手，截至 10 月 13 日，10 年期三个合约合计持仓 75318 手，持仓增加 1834 手。

图表 11：10 年期国债期货成交持仓走势

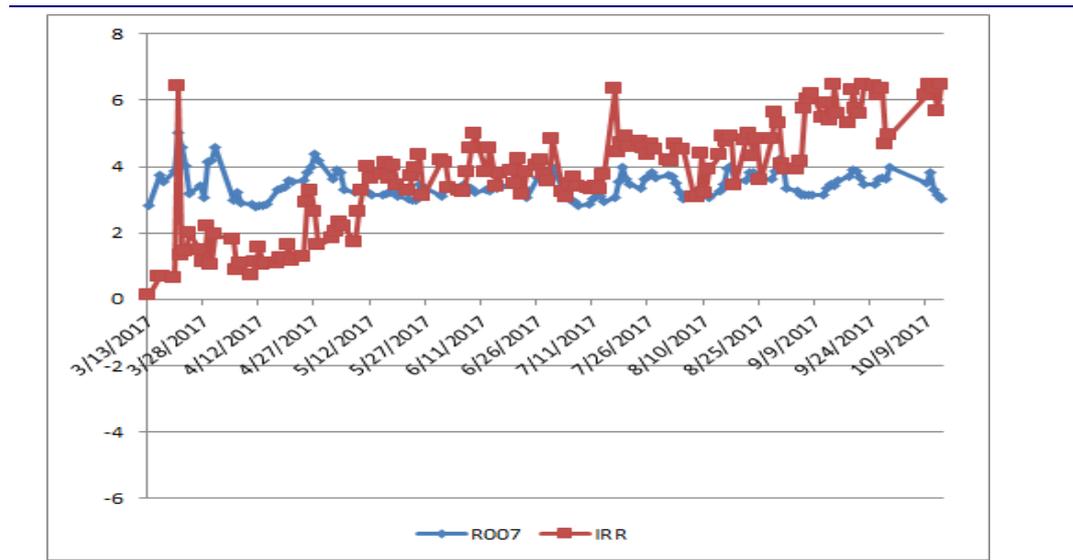


数据来源：WIND，兴证期货

2.2 期现套利分析

从上周 TF1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡走低，IRR 继续位于相对高位，在上周一到上周五有明显的正向期现套利机会。

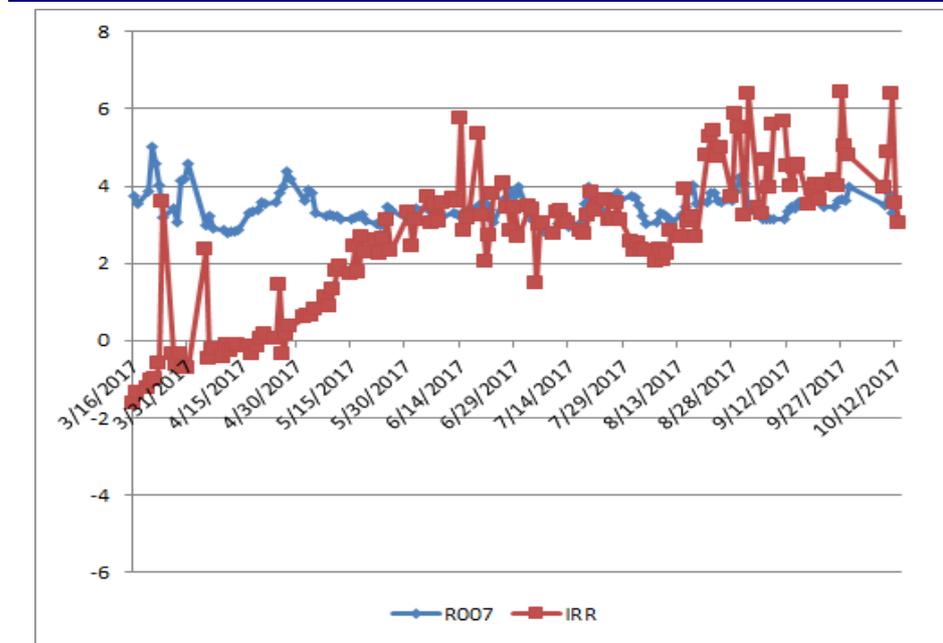
图表 12：近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：WIND，兴证期货

从上周 T1712 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 震荡走低，且 IRR 波动较大，在上周二和上周三有较明显的正向期现套利交易机会。

图表 13：近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

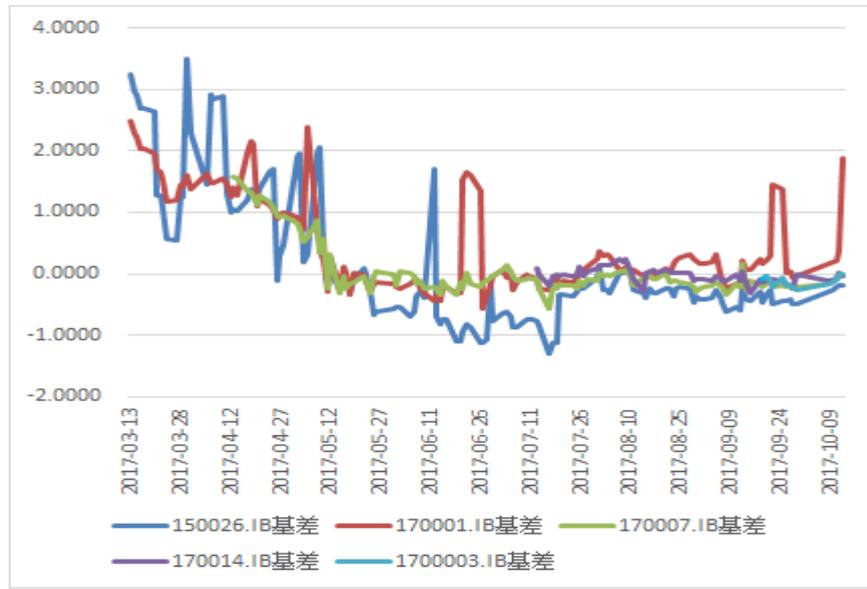


数据来源：WIND，兴证期货

2.3 活跃券基差走势分析

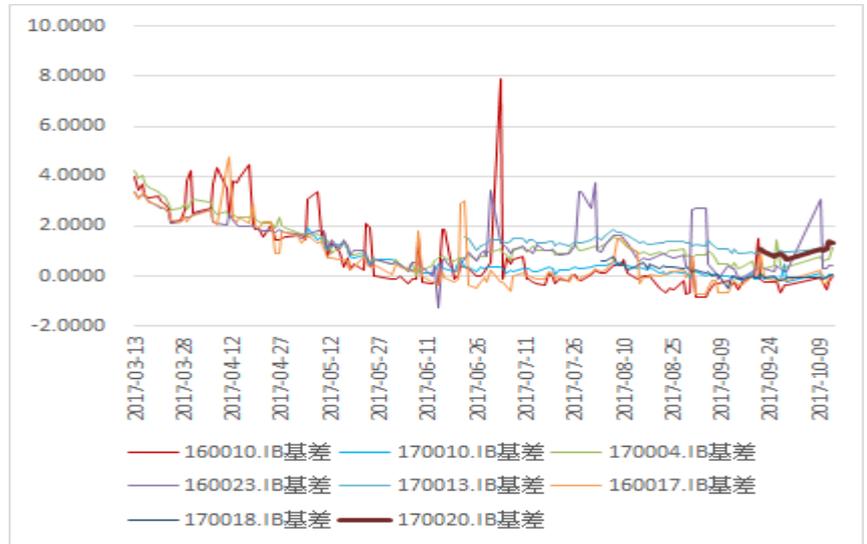
TF1712 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170001.IB 的基差负向收窄，适宜做多基差，170014.IB 基差适宜做空；T1712 合约的活跃券 160010.IB、170004.IB、170010.IB、160017.IB、160023.IB、170013.IB、170018.IB 和 170020.IB 的基差扩大，适宜做多基差。

图表 14: TF1712 活跃券基差走势



数据来源: WIND, 兴证期货

图表 15: T1712 活跃券基差走势



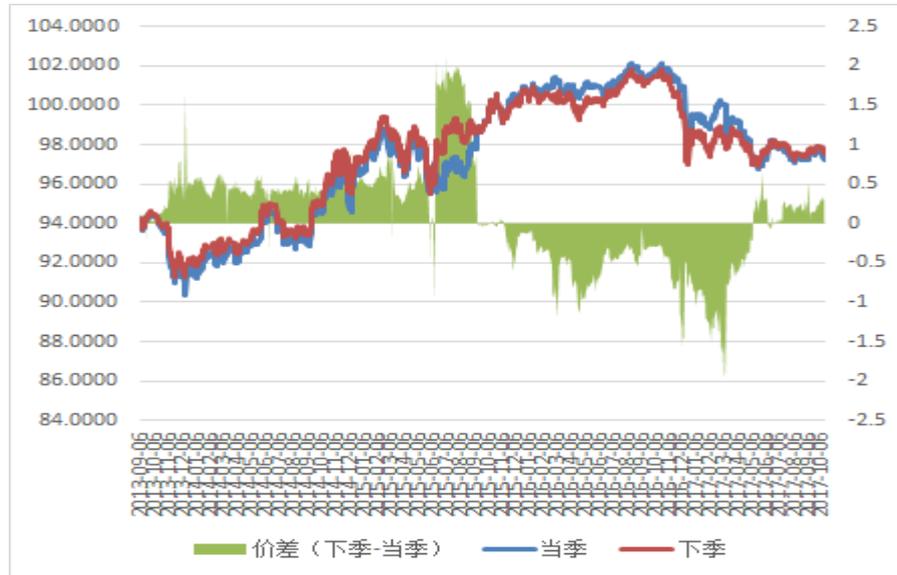
数据来源: WIND, 兴证期货

2.4 跨期价差分析

上周 5 年期债合约价差正向微幅扩大, 由于期债不处于移仓换月阶段, 无跨期价

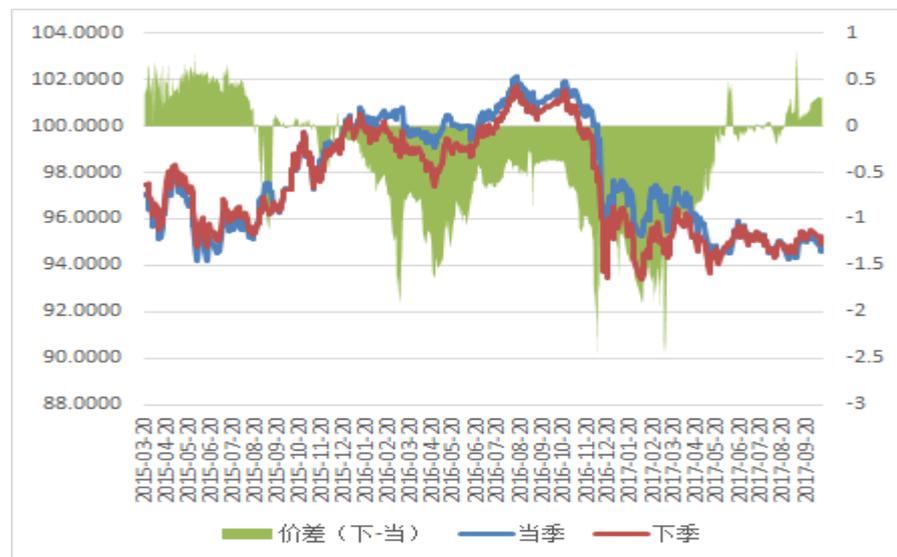
差策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向小幅扩大，由于期债不处于移仓换月阶段，无跨期价差策略推荐。

图表 16：5 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源：WIND，兴证期货

图表 17：10 年期债当季、下季及二者价差走势

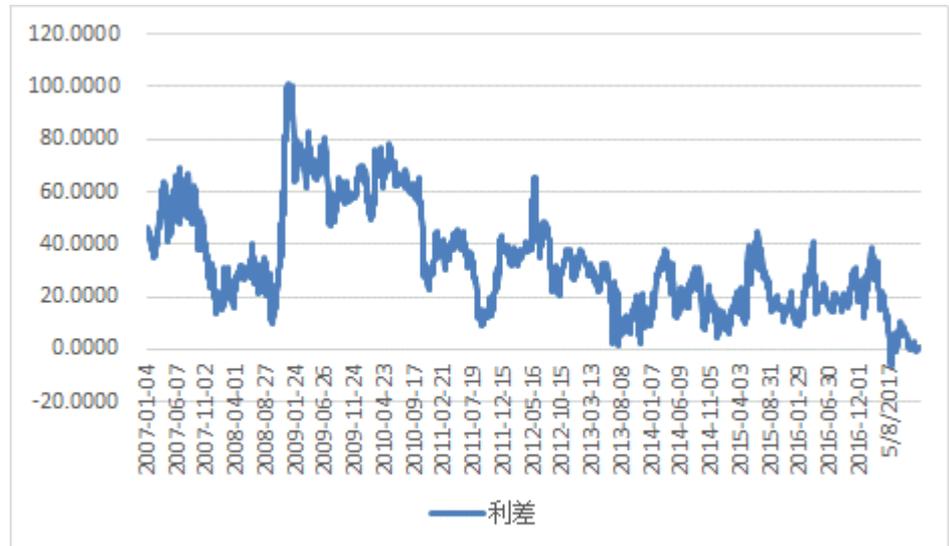


数据来源：WIND，兴证期货

2.5 跨品种套利机会

近期 10 年期和 5 年期收益率利差收窄，根据上周国债期货行情，主力合约 1712 应采取多 TF 空 T 策略 (1:1)，做陡收益率曲线策略继续亏损 (多 TF 空 T (2:1))。

图表 18: 5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源: WIND, 兴证期货

2.6 CTD 券一览 (银行间市场)

图表 19: TF1712 近两周 CTD 券走势 (5 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
10/13/2017	130005.IB	99.1812	3.6894	6.4691	-0.4862
10/12/2017	130005.IB	99.3208	3.6601	5.6372	-0.3569
10/11/2017	130005.IB	99.3429	3.6555	6.3476	-0.4834
10/10/2017	130005.IB	99.3575	3.6524	6.4549	-0.5098
10/9/2017	130005.IB	99.4371	3.6358	6.1258	-0.4609
9/29/2017	1700005.1	99.935	3.6041	4.9239	-0.2708
9/28/2017	170014.IB	99.384	3.61	4.6608	-0.2458
9/27/2017	130005.IB	99.4346	3.6358	6.3457	-0.5915
9/26/2017	130005.IB	99.5002	3.6222	6.1154	-0.5515
9/25/2017	130005.IB	99.4313	3.6364	6.4334	-0.6255

数据来源: WIND, 兴证期货

图表 20: T1712 近两周 CTD 券走势 (10 年期)

日期	CTD券	净价	收益率(%)	IRR(%)	基差
10/13/2017	170010.IB	98.7594	3.675	3.05	0.0858
10/12/2017	170018.IB	99.3015	3.675	3.5614	0
10/11/2017	160010.IB	93.6843	3.7694	6.4339	-0.5283
10/10/2017	160017.IB	92.7604	3.71	4.8656	-0.3142
10/9/2017	170018.IB	99.505	3.65	3.95	-0.0693
9/29/2017	170010.IB	99	3.6441	4.8032	-0.2469
9/28/2017	160010.IB	94.1758	3.6964	5.0556	-0.3793
9/27/2017	160010.IB	93.7752	3.753	6.4716	-0.6558
9/26/2017	170018.IB	99.795	3.6145	3.969	-0.0888
9/25/2017	160010.IB	94.3241	3.675	4.1846	-0.2211

数据来源：WIND，兴证期货

3 周度策略建议

从经济基本面来看，上周公布的进出口数据和金融数据超预期向好，关注本周将公布的经济数据，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，市场对国内监管担忧仍存，关注十九大期间是否有相关政策落地，美联储 12 月可能加息；从资金面来看，本周公开市场有 5255 亿元资金集中到期，其中包括 3555 亿元 MLF 到期，央行已在上周五提前续作，央行维稳意图明显，资金到期压力不大，但叠加月中缴税扰动，资金面仍承压；从供需来看，上周一级市场显示国债供给规模较大，10 年期国债需求好于 1 年，本周有续发的 280 亿元 2 年期国债和新发的 360 亿元 5 年期国债。本周债市或偏弱震荡。操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者继续多 TF 空 T (2:1) 或暂观望为主。

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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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

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。