

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

监管加码，国债期货收跌

观点要点：

- 4月银监会加大金融去杠杆力度，政策趋紧，委外资金大量赎回，市场恐慌情绪加重。叠加一季度经济数据超预期，利空债市，国债期货收跌。
- 公开市场操作方面，央行重启OMO投放流动性，4月中上旬以回笼为主，4月13日以后转为净投放。OMO发行利率与三月持平。当月逆回购净投放2100亿，MLF净投放440亿。
- 资金面方面，月初短期资金利率整体大幅下行，但全月整体呈上涨走势。银质押期限利差月内整体走阔，曲线走平；拆借期限利差则整体收窄，曲线小幅走缓。
- 现券一级市场表现良好，国开债和进出口债的新发行利率均低于二级市场水平，认购倍数均高于2，十年期利率债更受欢迎。
- 现券二级市场方面，十年期活跃可交割券更受青睐，与一级市场一致。各关键期限国债收益率较上月均有不同程度的上涨。国债和国开债的收益率曲线均有较明显幅度的抬升且走平，进出口债相对走陡。
- 信用债方面，AAA企业债与国债的信用利差大幅走阔，信用利差曲线走平。近期信用债抛压，短期内信用利差或难下降。而委外赎回的大量资金可能被配置在利率债上，料利好利率债。
- 策略方面，推荐做空TF1706基差。第一个逻辑，从历史交割情况的角度与TF1606合约对比，有小幅潜在收益。第二个逻辑，从收益率的角度来看，分别假设未来收益率上行和下行，与历史相似时段对比，潜在收益0.23。

正文目录

一、行情回顾:利率全面上涨,4月呈下跌走势	4
二、策略推荐:做空 TF1706 基差	5
三、央行重启公开市场操作,货币政策中性偏紧	7
四、现券一级市场表现良好,二级市场承压	8
五、总结	10

监管加码，国债期货收跌

一、行情回顾： 利率全面上涨，4月呈下跌走势

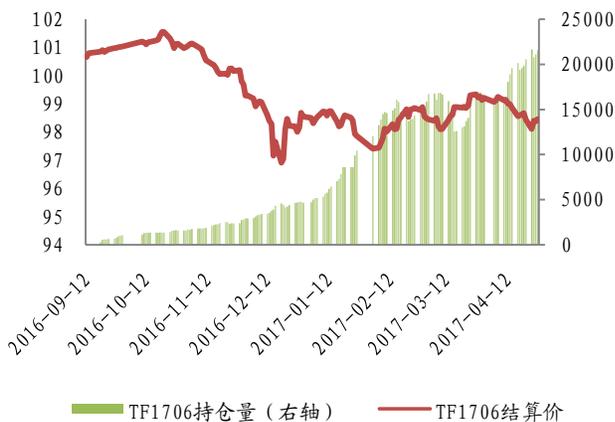
清明假期后第一个交易日，国债期货现较大跌幅，月内呈下跌走势。政策方面，3月底开始，银监会密集推出一系列风险防控政策，以服务实体为中心，治理银行三套利、三违反、四不当，整治市场乱象，弥补各项监管短板。金融去杠杆力度加大，或表明一季度经济企稳后，二季度政策将着重于金融监管。政策趋紧叠加委外赎回，市场恐慌情绪加重。通胀方面，3月CPI同比涨0.9%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。一季度CPI同比上涨1.4%，居民消费价格呈现温和上涨的态势。货币供应方面，3月新增社融规模超出市场预期，达到2.12万亿，其中，新增人民币贷款1.02万亿，不及预期1.25万亿，低于前值1.17万亿元；而表外融资及其他高达1.10万亿，占比超一半。M2同比增速下滑至10.6%，M1同比增速下滑至18.8%，M1-M2的剪刀差持续下降，几乎收窄到了近一年以来的最低值。三方面因素叠加，导致利率持续上涨，国债期货连续下跌。

图表 1: 国债期货 4 月行情

	3-31 结算价	4-27 结算价	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量 (手)	日均成交量 (手)
TF1706	99.21	98.46	-0.75	-0.76%	18,908	8,548
T1706	96.85	96.13	-0.72	-0.75%	52,911	50,293
TF1709	98.54	98.06	-0.48	-0.49%	2,579	548
T1709	95.85	95.29	-0.56	-0.58%	13,152	4,160

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: TF1706 合约行情走势



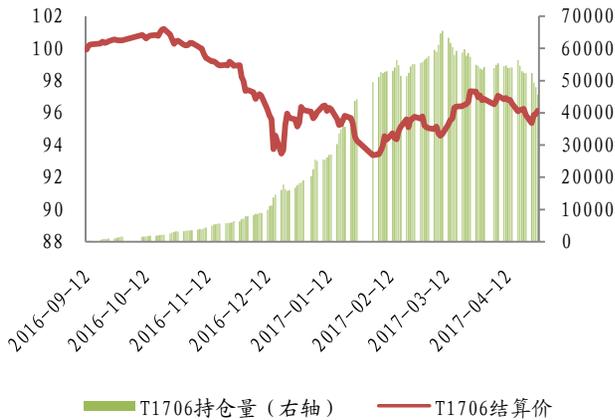
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: TF1709 合约行情走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: T1706 合约行情走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1709 合约行情走势



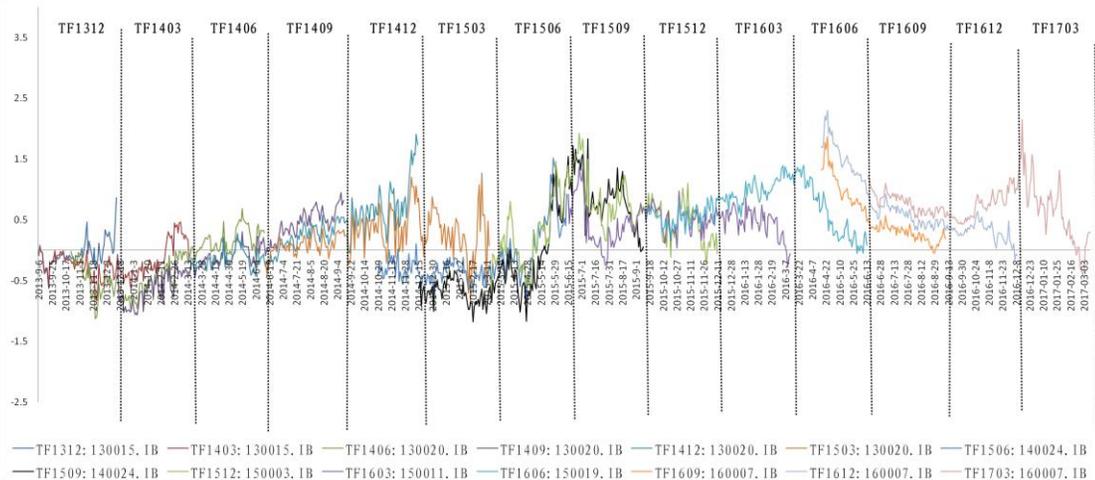
来源: Wind, 东兴期货研发中心

香港五年期国债期货 HTFF1706 和 HTFF1709 合约于 4 月 10 日上市交易, 成交量惨淡。近月合约日均成交约 170 张, 远月合约日均成交约 32 张。

二、策略推荐: 做空 TF1706 基差

第一个逻辑, 从历史交割情况的角度来看。观察已交割的五年期合约, 以每份合约交易期间成交量最大的可交割券为准, 图表 6 给出基差收敛情况。可以看到, TF1509 合约以前的合约, 在最后一个半月, 基差主要呈上升趋势。而从 TF1509 合约开始, 最后一个半月的基差呈下降趋势, 且最终收敛程度比较好。历史交割情况可能会有一定的借鉴作用。

图表 6: 五年期合约活跃可交割券基差收敛情况

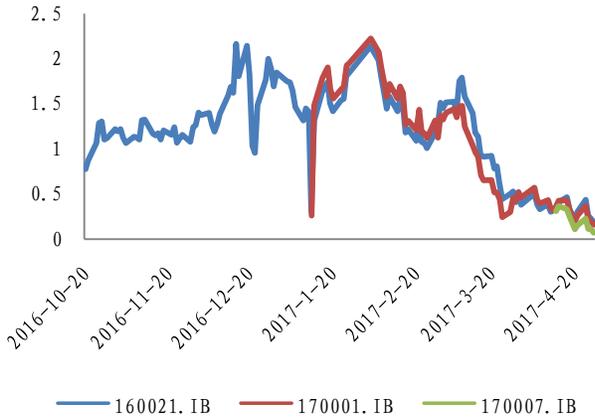


来源: Wind, 东兴期货研发中心

我们对比 TF1706 合约和去年同时期的 TF1606 合约, 图 7 和图 8

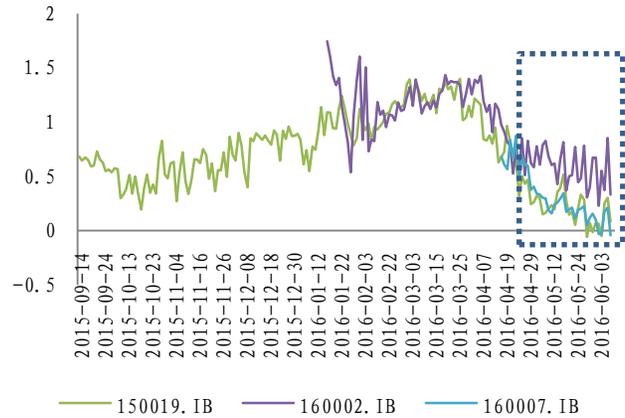
分别展示了各合约的活跃可交割券的基差走势。可见，两份合约在 4 月份的走势相似，即基差下行收敛。根据图表 9，可见 TF1706 合约各活跃券在 4 月的涨跌幅与 TF1606 相似。如果历史能够重复，后期基差或继续收敛，做空基差可能有小幅获利空间。

图表 7: TF1706 合约活跃券基差走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: TF1606 合约活跃券基差走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: TF1606 VS. TF1706

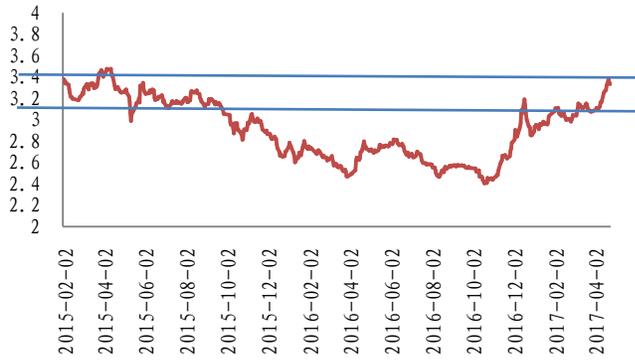
	TF1606			TF1706			
	150019.IB	160002.IB	160007.IB	160021.IB	170001.IB	170007.IB	
2016-03-31	1.15	1.40	0.00	2017-3-31	0.38	0.46	0.00
2016-04-29	0.47	0.83	0.60	2017-4-27	0.23	0.20	0.07
2016-06-13	0.08	0.33	-0.04				
4 月涨幅	-59.18%	-40.86%	/	4 月涨幅	-40.24%	-56.21%	/
5 月-交割涨幅	-82.47%	-59.93%	-107.32%				

来源: Wind, 东兴期货研发中心

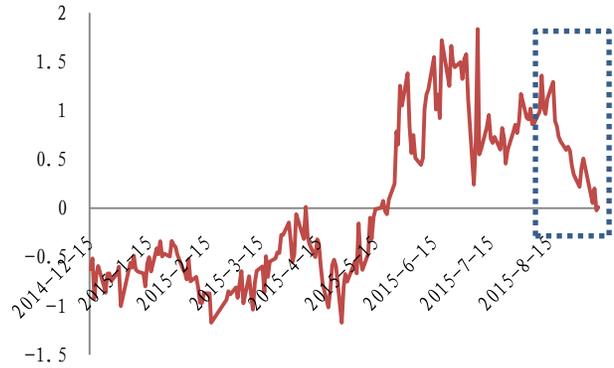
第二个逻辑，从收益率的角度来看。目前，五年国债收益率达到 3.34%，已接近历史高位，一方面，如果未来收益率继续上行，可以比照 2015 年 3 月至 4 月的情况。图 6 中可以看到，这段时间各合约基差为负。那么在这种情况下，后期 TF1706 的基差可能会继续下降，做空基差可能会获利。另一方面，如果收益率下行，我们可以比照 2015 年 8 月中旬至 9 月的情况，该期间同时满足收益率曲线向下和合约即将交割两个条件。根据图 6，该期间内各合约的基差在横轴上方横向震荡，趋势并不明显。于是我们单独以即将交割的 TF1509 合约做参照。可见，在收益率下行的这段时间，TF1509 合约的基差同样呈下降趋势，区间跌幅为 -101.61%。对应当前 TF1706 的基差，潜在收益为 0.23。

图表 10: 国债收益率已接近历史高位

图表 11: TF1509 合约基差走势



中债国债到期收益率:5年



TF1509:140024.1B

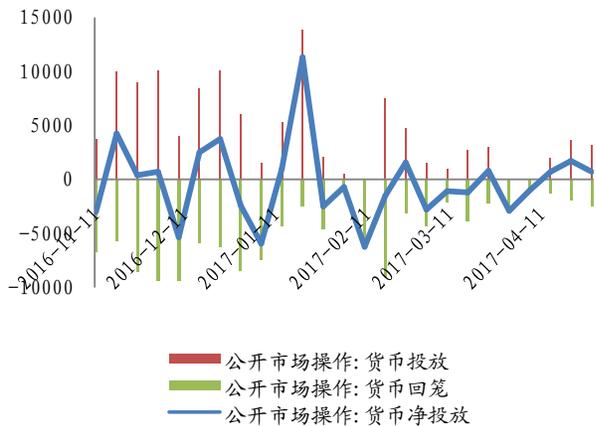
来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、央行重启公开市场操作，货币政策中性偏紧

央行于3月24日起暂停公开市场操作，间隔13日后，于4月13日重启。央行重启OMO投放流动性，一方面减缓缴税和MLF大量到期的压力，另一方面是在4月中下旬流动性趋紧前投放流动性。4月中上旬，资金面整体较为宽裕，公开市场以回笼为主。4月13日以后，资金面转紧，公开市场转为净投放。短期方面，4月份逆回购投放8000亿元，到期6700亿元，净投放1300亿元。发行利率与3月下半月持平，7天、14天以及28天期逆回购发行利率分别为2.45%、2.6%以及2.75%。中长期方面，MLF投放4955亿元，到期4515亿元，净投放440亿元。发行利率较三月并未上调，维持在6个月和12个月期分别为3.05%和3.2%。公开市场操作发行利率未提价，表示中性偏紧的货币政策并未继续强化。

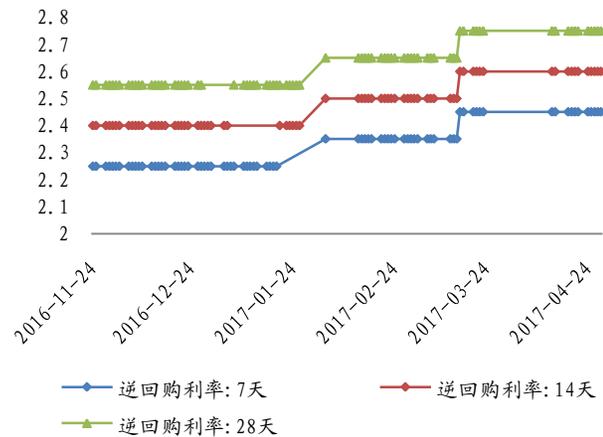
图表 12: 公开市场操作 (周, 亿元)



■ 公开市场操作: 货币投放
■ 公开市场操作: 货币回笼
■ 公开市场操作: 货币净投放

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 公开市场逆回购操作利率 (%)



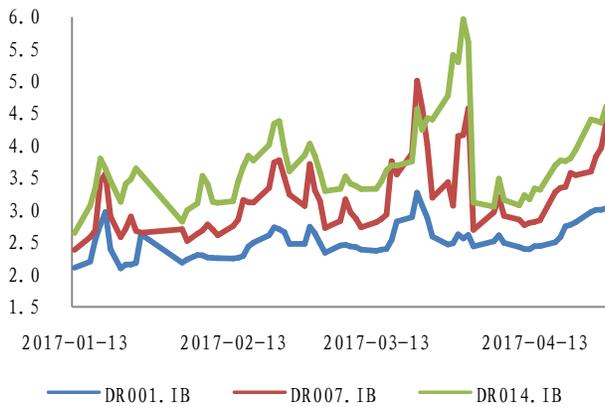
—●— 逆回购利率: 7天
—●— 逆回购利率: 14天
—●— 逆回购利率: 28天

来源: Wind, 东兴期货研发中心

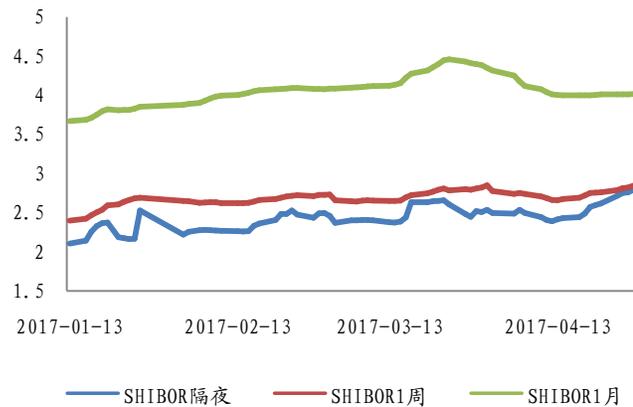
跨季过后，商业银行资金融出恢复，短期资金供给充裕，月初短期资金利率整体大幅下行，但全月整体呈上涨走势。质押式回购

利率在月初全面下调,隔夜、7天和14天分别下降17.69bp、188.64bp以及248.69bp。随后在月内呈全线上涨态势,截至4月27日收盘,隔夜、7天和14天分别报收3.0310%、4.3649%、以及4.6139%,与4月1日相比分别上涨59.13bp、167.11以及149.2bp。银行间拆借市场利率短升长降,截至4月27日收盘,隔夜、1周和1个月拆借利率分别报收2.7920%、2.8449%和4.0161%,分别较4月1日上涨29.5bp、6.69bp以及-30.09bp。期限利差方面,银质押利差月内整体走阔,且曲线走平;而拆借利差则整体收窄,曲线相对小幅走缓。

图表 14: 银行间质押式回购利率



图表 15: 上海银行间同业拆借利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、现券一级市场表现良好, 二级市场承压

4月份,新招标发行640亿记账式付息国债、50亿进出口债以及245亿国开债。除记账式付息国债以外,进出口债和国开债的新发行利率均低于二级市场水平,且3年期债券利差更明显。总体来看,市场配置需求仍较强,政策债认购倍数均高于2,且十年期17国开债10的认购倍数高达4.67。

图表 16: 4月新发利率债统计

	发行利率	前一日市场利率	差额 (bp)	认购倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债							
17 付息国债 07	3.13	3.1259	0.41	1.62	320	2017-04-12	5
17 付息国债 08	3.23	3.1993	3.07	1.59	320	2017-04-26	3
进出口债							
17 进出 05	3.89	3.9343	-4.43	2.86	50	2017-04-07	3
国开债							
17 国开 10	4.04	4.0774	-3.74	4.67	100	2017-04-06	10
17 国开 05	3.88	3.9507	-7.07	2.03	75	2017-04-11	3
17 国开 06	4.02	4.0304	-1.04	2.12	70	2017-04-13	5

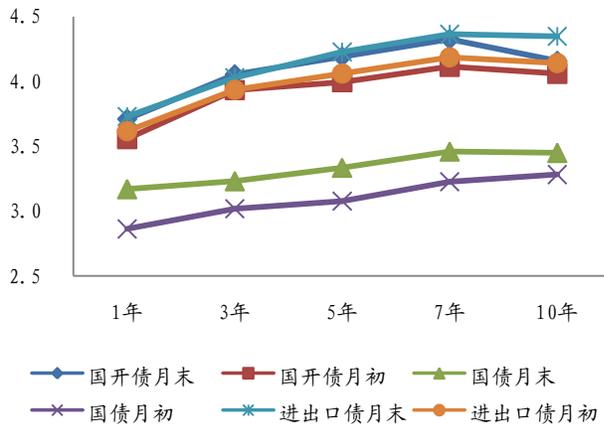
来源: Wind, 东兴期货研发中心

4 月份，国债二级市场走势基本与国债期货一致。各关键期限国债收益率较上月均有不同程度的上涨，其中，1 年期限上行幅度最大，达 30.68bp；3 年、5 年以及 7 年期限上行幅度分别为 21.2bp、25.61bp 和 23.27bp；10 年期限上行幅度最小为 16.66bp。就收益率曲线而言，与 3 月相比，4 月国债和国开债均有较明显幅度的上移并且更为平缓，进出口债则相对走陡。

AAA 企业债与国债的信用利差大幅走阔，信用期限利差走低，且与国债期限利差在走势和水平上一致性较高。考虑到近期监管加码，赎回的委外资金大多投资于信用债，信用债抛压，短期内信用利差或难下降。

两个原因可能导致了收益率全面上涨。一方面，一季度经济数据迎“开门红”，反映整体经济向好的局面，债券作为避险资产而承压。另一方面，银监会从 3 月 29 日起的两周内连发 7 个监管文件，这场监管风暴引发了市场的悲观情绪，特别是银行委外赎回带来的债券抛售压力明显抑制了债市。考虑到理财主要配置的是信用债，理财委外赎回可能对信用债的冲击比较大。相反地，赎回的大量资金有可能会被配置在提供无风险利率的利率债上，或许可以使利率债在严监管的环境下受益。

图表 17: 国债利率曲线走平

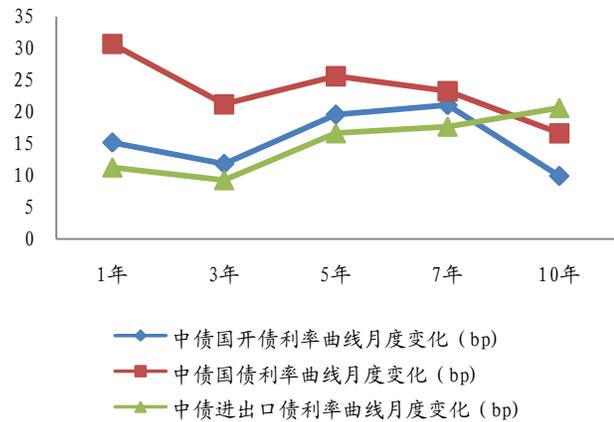


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 关键期限国债收益率

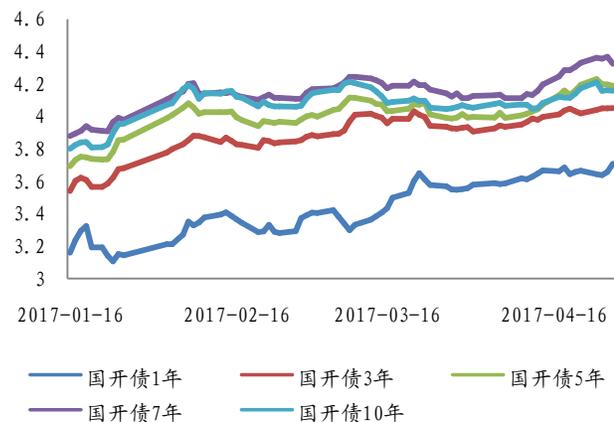


图表 18: 短期利率债收益率走高



来源: Wind, 东兴期货研发中心

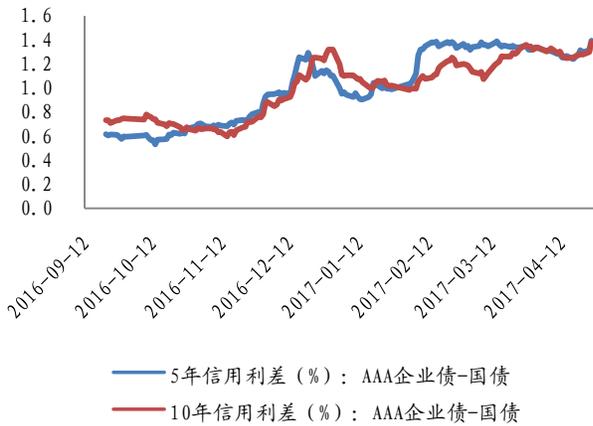
图表 20: 关键期限国开债收益率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

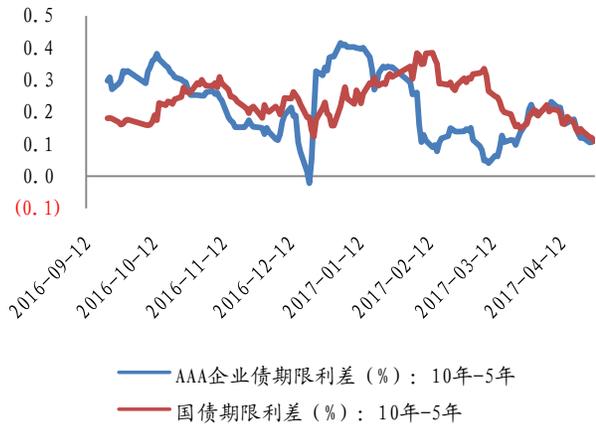
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 信用利差维持高位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 22: 信用期限利差下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

整体上看, 十年期活跃可交割券更受青睐, 与一级市场一致。五年期 170007. IB 和十年期 170004. IB 月内成交金额最高, 截止至 4 月 27 日收盘, 分别达 428 和 1327 亿。收益率方面, 全部活跃交割券均有 10bp 以上涨幅, 160021. IB 和 170006. IB 分别大幅上涨 27.22bp 和 21.49bp, 上涨幅度均高于相同期限国债收益率涨幅。

图表 23: 各合约活跃可交割券成交情况

合约	活跃可交割券	成交量 (亿元)	月末收益率 (%)	月初收益率 (%)	较上月涨跌 (BP)	中债收益率	月末收益率 (%)	较上月涨跌 (BP)
TF	160021. IB	88	3.3200	3.0478	27.22	国债	3.33	25.61
	170001. IB	231	3.3000	3.1208	17.92	国开债	4.19	19.59
	170007. IB	428	3.3300	/	/	进出口债	4.23	16.67
T	160017. IB	178	3.4300	3.3000	13.00	国债	3.45	16.66
	160023. IB	151	3.4100	3.2800	13.00	国开债	4.16	9.92
	170004. IB	1,327	3.4350	3.2700	16.50	进出口债	4.35	20.63
	170006. IB	439	3.4600	3.2451	21.49			

来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、总结

4 月银监会加大金融去杠杆力度, 政策趋紧叠加委外赎回, 市场恐慌情绪加重, 国债期货整体收跌。公开市场操作方面, 央行重启 OMO 投放流动性, 4 月中上旬以回笼为主, 4 月 13 日以后转为净投放。OMO 发行利率与三月持平。资金面方面, 月初短期资金利率整体大幅下行, 但全月整体呈上涨走势。银质押期限利差月内整体走阔, 曲线走平; 拆借期限利差则整体收窄, 曲线小幅走缓。现券方面, 一级市场表现良好, 国开债和进出口债的新发行利率均低于二级市场水平, 认购倍数均高于 2, 十年期利率债更受欢迎。二级

市场上，十年期活跃可交割券更受青睐，与一级市场一致。各关键期限国债收益率较上月均有不同程度的上涨。国债和国开债的收益率曲线均有较明显幅度的抬升且走平，进出口债相对走陡。AAA企业债与国债的信用利差大幅走阔，信用利差曲线走平。近期信用债抛压，短期内信用利差或难下降。而委外赎回的大量资金可能被配置在利率债上，料利好利率债。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。