

张晨

研究员，期货执业证书编号 F3027880
zhangchen@dxqh.net

季末资金面料平稳过渡

观点要点:

- 上周国债二级市场到期收益率全线下行，带动国债期货全面上涨。本周可能会延续上涨行情，TF1709 合约关注 97.78 支撑，T1709 关注 95.2 支撑。
- 上周逆回购操作净回笼 600 亿，无 MLF 操作。本周将有 3300 亿逆回购到期。6 月份以来，央行通过 MLF 和逆回购等工具注入了充足的流动性，目前银行体系流动性较充裕，市场预期稳定，但 MPA 考核的影响仍不确定。上周货币市场利率涨跌互现，曲线走陡，隔夜及多数 7 天资金价格下降。
- 上周共发行 950.2 亿付息国债和政金债，认购倍数普遍较高，1 年期利率债热度最高，10 年期次之。发行利率普遍低于前一日二级市场到期收益率。总体来看，平坦的利率曲线可能正在向陡峭修复。
- 上周银行间关键期限国债到期收益率曲线下行并走陡，但 3 年和 7 年期收益率仍然较高，“M”形态仍在。此外，AAA 信用债利差短升长降。
- 上周现货表现强于期货，各合约活跃券 IRR 有所下降，但仍高于资金成本。建议考虑流动性和 IRR 均较高的可交割券的期现交易，并持有至交割。上周大部分活跃券基差有所扩大，短期内建议观望，长期看可以考虑做空 T 合约的基差。上周 1709 合约和 1712 合约的对应收益率曲线分别下行并变陡 1.5bp 和 3bp，中债国债到期收益率曲线则下行并变陡 2.7bp。推荐当季合约做陡曲线策略，具体操作上建议做多 2 收 TF1709 合约的同时做空 1 手 T1709 合约。

一、行情回顾

尽管上周央行净回笼 600 亿，但由于前一周央行释放了 4100 亿流动性，银行系统流动性仍然相对充足。加上此前五月经济增长延续下滑、公开市场操作利率未受美联储加息影响、现券一级市场认购热情持续高涨的影响，上周国债二级市场到期收益率下行，带动国债期货全面上涨。本周可能会延续上涨行情，建议 TF1709 合约关注 97.78 底部支撑, 98.34 顶部压制; T1709 关注 95.2 底部支撑, 96.095 顶部压制。

图表 1: 国债期货合约一周行情统计

	收盘价			日均成交量(手)			持仓量(手)		
	2017-6-23	2017-6-16	涨跌	2017-6-23	2017-6-16	增减	2017-6-23	2017-6-16	增减
TF1709	97.990	97.88	0.11%	12,427	12327	99.80	48,981	44499	4482
TF1712	98.000	97.815	0.19%	225	170	54.80	1,700	1168	532
T1709	95.420	95.345	0.08%	51,785	48385	3400.00	54,273	53969	304
T1712	95.360	95.265	0.10%	926	796	130.60	4,138	3487	651

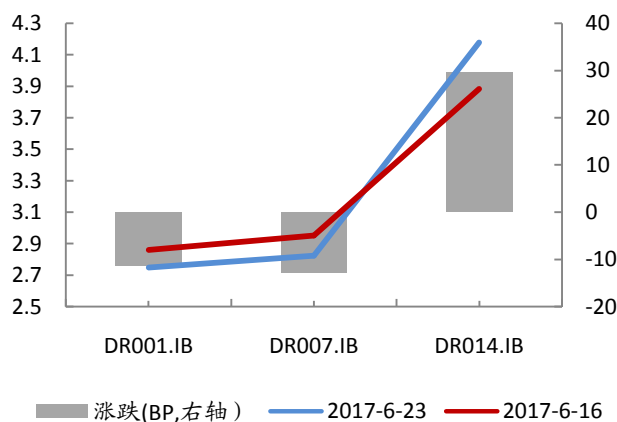
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、流动性小幅收紧，季末资金面料平稳过渡

公开市场操作方面，上周逆回购操作净回笼 600 亿，无 MLF 操作。本周将有 3300 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 500 亿、100 亿、500 亿、600 亿和 1600 亿。6 月份以来，央行通过 MLF 和逆回购等工具注入了充足的流动性，目前银行体系流动性较充裕，市场预期稳定，但 MPA 考核的影响仍不确定。

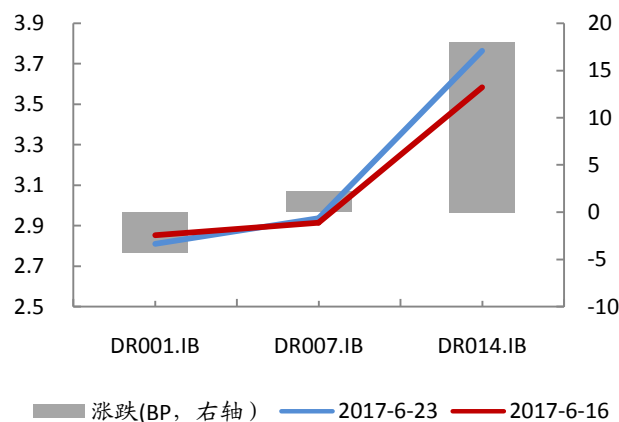
上周货币市场利率涨跌互现，曲线走陡，隔夜及多数 7 天资金价格下降。银行间质押利率 1 日下跌 11.29bp 收于 2.7476%，7 日下跌 12.8bp 收于 2.8233%，14 日上涨 29.52bp 收于 4.1771%。Shibor 隔夜跌 4.28bp 收于 2.81%，1 周涨 2.2bp 收于 2.9360%，2 周涨 18.01bp 收于 3.7634%。

图表 2: 银行间质押式回购利率一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、现券市场

一级市场方面，上周共发行 950.2 亿付息国债和政金债，其中，国债 403.3 亿、国开债 270 亿、进出口债 90 亿、农发债 186.9 亿。认购倍数普遍较高，1 年期利率债热度最高，10 年期次之。从发行利率来看，除 7 年国债和 3 年进出口债外，其他债券的发行利率均低于前一日二级市场到期收益率，1 年期利率债尤其明显，10 年期次之。总体来看，平坦的利率曲线可能正在向陡峭修复。

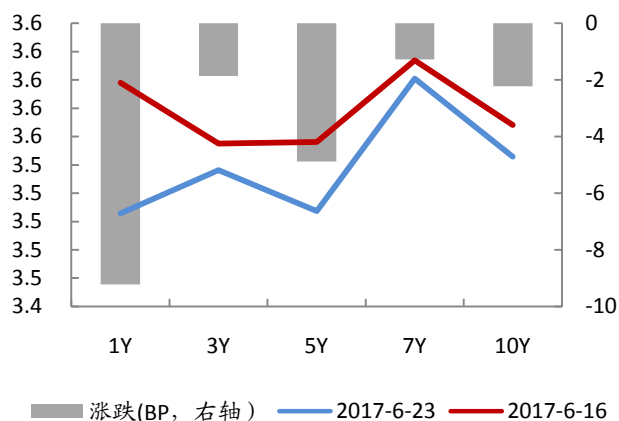
图表 4：一级市场利率债发行

	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 13	3.57	3.54	3.05	3.06	403.3	2017-6-21	7
国开债							
17 国开 05(增 10)	3.88	4.17	-29.39	3.39	60	2017-6-20	3
17 国开 04(增 14)	3.20	4.15	-95.23	4.37	40	2017-6-20	1
17 国开 06(增 8)	4.02	4.13	-11.44	3.64	50	2017-6-20	5
17 国开 10(增 11)	4.04	4.16	-12.45	3.73	120	2017-6-20	10
进出口债							
17 进出 03(增 11)	4.11	4.31	-20.48	2.71	30	2017-6-22	10
17 进出 06(增 5)	3.79	4.10	-31.09	3.24	30	2017-6-22	1
17 进出 07(增 5)	4.37	4.19	17.70	3.19	30	2017-6-22	3
农发债							
17 农发 08(增 9)	3.61	4.17	-55.75	4.91	46.9	2017-6-21	1
17 农发 05(增 21)	3.85	4.27	-41.70	4.17	40	2017-6-21	10
17 农发 09(增 9)	4.13	4.20	-6.84	3.03	50	2017-6-21	5
17 农发 07(增 7)	3.98	4.20	-22.48	3.72	50	2017-6-21	3

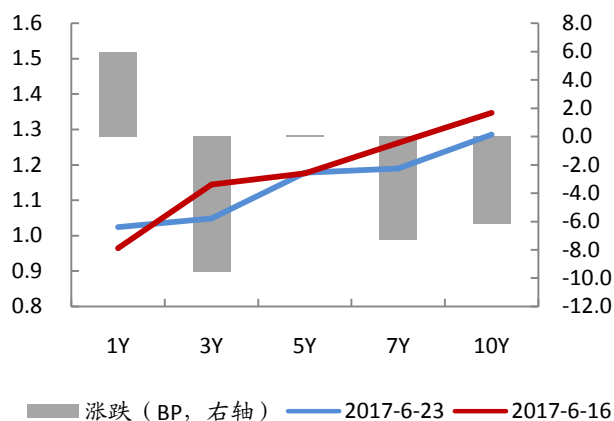
来源：Wind，东兴期货研发中心

二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率曲线下行并走陡，但 3 年和 7 年期收益率仍然较高，“M”形态仍在。此外，AAA 信用债利差短升长降。

图表 5：银行间关键期限国债到期收益率



图表 6：AAA 信用债利差



来源：Wind，东兴期货研发中心

来源：Wind，东兴期货研发中心

四、策略推荐

1、IRR 策略

上周现货表现强于期货，各合约活跃券 IRR 有所下降，但仍高于资金成本。建议考虑流动性和 IRR 均较高的可交割券（例如 170007.IB）的期现交易，并持有至交割。

图 7：活跃券 IRR

	6-19	6-20	6-21	6-22	6-23	平均 IRR
TF1709						
170007.IB	4.44%	4.35%	4.32%	4.39%	3.82%	4.26%
170001.IB	4.90%	4.83%	4.72%	4.81%	4.31%	4.71%
160021.IB	3.67%	3.58%	3.40%	3.49%	3.06%	3.44%
TF1712						
170007.IB	3.65%	3.61%	3.63%	3.68%	3.42%	3.60%
170001.IB	3.87%	3.84%	3.83%	3.88%	3.66%	3.82%
130005.IB	4.68%	4.67%	4.84%	4.81%	4.68%	4.73%
T1709						
170010.IB	3.18%	2.36%	2.88%	2.85%	2.36%	2.73%
170004.IB	1.61%	1.49%	1.97%	1.90%	1.42%	1.68%
160023.IB	2.22%	1.43%	1.90%	1.81%	0.29%	1.53%
T1712						
170010.IB	2.89%	2.48%	2.81%	2.87%	2.68%	2.74%
170004.IB	2.08%	2.02%	2.32%	2.37%	2.19%	2.20%
140021.IB	1.22%	1.02%	1.10%	0.92%	0.99%	1.05%

来源：Wind，东兴期货研发中心

2、基差策略

上周现货表现强于期货，大部分活跃券基差有所扩大。目前，十年期活跃券净基差普遍为正，但考虑到目前收益率水平仍然较高，距离 CTD 券由高久期向低久期债券的转变仍然有一定距离，十年期活跃 CTD 券的转换期权价值仍然比较低。但考虑到当前距离近月合约交割仍有一段时间，净基差的收敛尚未完成，因此短期内建议观望，长期看可以考虑做空 T 合约的基差。

图 8：基差策略

	基差			净基差				
	6-23	6-16	变化幅度	6-19	6-20	6-21	6-22	6-23
TF1709								
170007.IB	-0.1124	-0.2593	0.1469	-0.2210	-0.1863	-0.1788	-0.2307	-0.1658
170001.IB	-0.2749	-0.4100	0.1352	-0.3278	-0.2942	-0.2698	-0.3241	-0.2728

160021. IB	-0.1127	-0.2326	0.1199	-0.0409	-0.0080	0.0307	-0.0275	0.0034
TF1712								
170007. IB	-0.0880	-0.1897	0.1017	-0.0747	-0.0309	-0.0486	-0.1483	-0.1626
170001. IB	-0.3092	-0.3996	0.0904	-0.1829	-0.1401	-0.1404	-0.2422	-0.2699
150014. IB	-0.1358	-0.2390	0.1032	-0.5736	-0.5378	-0.6199	-0.6830	-0.7523
T1709								
170010. IB	0.2804	0.1103	0.1702	0.0628	0.2694	0.1405	0.1074	0.1519
170006. IB	1.1467	1.0838	0.0629	0.4459	0.4836	0.3620	0.3334	0.3739
170004. IB	0.4872	0.4819	0.0053	0.2764	0.4614	0.3469	0.3246	0.5859
T1712								
170010. IB	0.4288	0.2847	0.1441	0.2827	0.5042	0.3364	0.2238	0.1783
170004. IB	0.6254	0.6459	-0.0205	0.6862	0.7373	0.5773	0.4696	0.4203
140021. IB	1.5084	1.6028	-0.0944	1.1353	1.2560	1.1965	1.1965	1.0138

来源：Wind，东兴期货研发中心

3、跨品种策略

上周 1709 合约和 1712 合约的对应收益率曲线分别下行并变陡 1.5bp 和 3bp，中债国债到期收益率曲线则下行并变陡 2.7bp。从历史水平看，目前价差水平仍然较低，推荐近月合约做陡曲线策略，具体操作上建议做多 2 收 TF1709 合约的同时做空 1 手 T1709 合约。

图表 9：跨品种策略

	期货合约对应到期收益率				5 年国债到期收	10 年国债到期
	TF1709	T1709	TF1712	T1712	益率	收益率
2017-6-23	3.4613	3.5786	3.4590	3.5862	3.5073	3.5457
2017-6-16	3.4847	3.5870	3.4996	3.5971	3.5561	3.5680
基点变动	-2.3	-0.8	-4.1	-1.1	-4.9	-2.2

来源：Wind，东兴期货研发中心

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。