

张晨

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

资金平稳跨季， 债券收益率曲线走陡

观点要点：

- 上周央行未进行公开市场操作，当周净回笼 3800 亿，但由于此前央行连续注入大量流动性呵护市场，上周银行间流动性超预期宽松，平稳跨季。TF1709 对应收益率上行 0.2bp，整周收平，表现不及现货；T1709 对应收益率上行 1.9bp，整周跌 0.15%，表现略强于现货。
- 公开市场操作方面，上周逆回购操作净回笼 3800 亿，无 MLF 操作。本周将有 2500 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 700 亿、0 亿、900 亿、700 亿和 200 亿。此外，7 月还有 3575 亿 MLF 到期，流动性或再度趋紧。上周货币市场利率涨跌互现。
- 一级市场方面，上周共发行 602 亿附息国债和政金债，其中，国债 402 亿、国开债 150 亿、进出口债 50 亿。认购倍数普遍较高，发行利率均低于前一日二级市场到期收益率，3 年和 7 年期利率债尤其明显，期限利差或有所修复。
- 二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率曲线短降长升，曲线走陡。上周信用利差全线下行且曲线走陡。
- 策略方面，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。目前仍可以考虑流动性和 IRR 均较高的可交割券 170007、IB 做期现交易，并持有至交割。上周 1709 合约和 1712 合约的对应收益率曲线分别上行并变陡 1.7bp 和 1.8bp，中债国债到期收益率曲线短降长升，整体变陡 3.7bp。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 手 TF1709 合约的同时做空 1 手 T1709 合约。

一、行情回顾

上周央行未进行公开市场操作，当周净回笼 3800 亿，但由于此前央行连续注入大量流动性呵护市场，上周银行间流动性超预期宽松，平稳跨季。TF1709 对应收益率上行 0.2bp，整周收平，表现不及现货；T1709 对应收益率上行 1.9bp，整周跌 0.15%，表现略强于现货。

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)		
	2017-6-30	2017-6-23	涨跌	2017-6-30	2017-6-23	增减	2017-6-30	2017-6-23	增减
TF1709	97.990	97.990	0.00%	10699	12427	-1728	48679	48981	-302
TF1712	98.000	98.000	0.00%	314	225	89	2271	1700	571
T1709	95.275	95.420	-0.15%	46752	51785	-5033	52778	54273	-1495
T1712	95.210	95.360	-0.16%	947	926	20	4722	4138	584

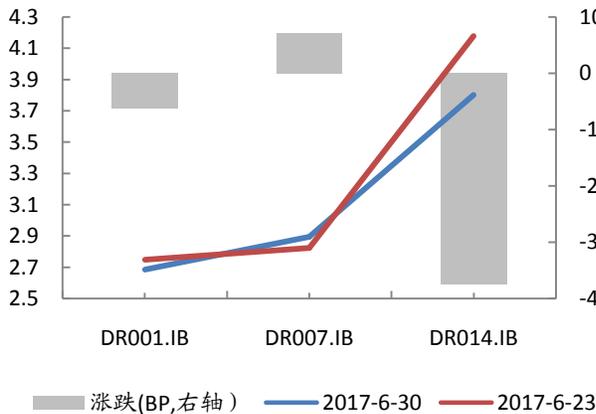
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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 3800 亿，无 MLF 操作。本周将有 2500 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 700 亿、0 亿、900 亿、700 亿和 200 亿。此外，7 月还有 3575 亿 MLF 到期，流动性或再度趋紧。

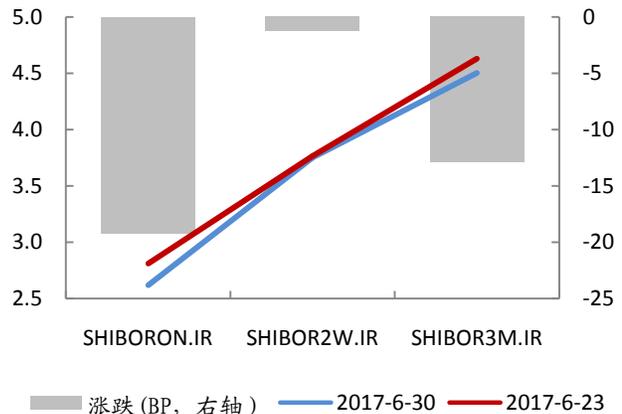
上周货币市场利率涨跌互现。银行间质押利率 1 日下跌 6.23bp 收于 2.6853%，7 日上涨 7.03bp 收于 2.8936%，14 日下跌 37.54bp 收于 3.8017%。Shibor 隔夜跌 19.2bp 收于 2.618%，2 周跌 1.24bp 收于 3.751%，3 月跌 12.91bp 收于 4.5009%。

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 602 亿付息国债和政金债，其中，国债 402 亿、国开债 150 亿、进出口债 50 亿。认购倍数普遍较高，发行利率均低于前一日二级市场到期收益率，3 年和 7

年期利率债尤其明显，期限利差或有所修复。

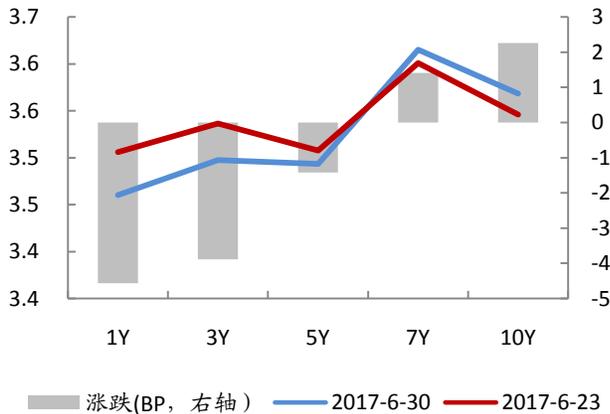
图表 4：一级市场利率债发行

	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)
记账式附息国债							
17 附息国债 08 (续 2)	3.23	3.45	-22.49	2.72	402	2017-6-28	3
国开债							
17 国开 05 (增 11)	3.88	4.06	-18.18	2.68	60	2017-6-27	3
17 国开 06 (增 9)	4.02	4.08	-5.59	2.96	60	2017-6-27	5
17 国开 01 (增 12)	3.85	4.23	-37.55	4.01	30	2017-6-27	7
进出口债							
17 进出 08	3.85	3.93	-8.11	2.51	50	2017-6-29	1

来源：Wind，东兴期货研发中心

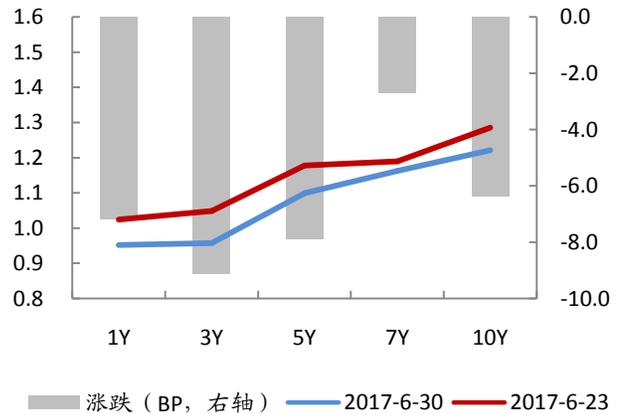
二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率曲线短降长升，曲线走陡。具体地，1 年期降 4.57bp 收于 3.46%、3 年期降 3.89bp 收于 3.4973%、5 年期降 1.42bp 收于 3.4931%，7 年期升 1.41bp 收于 3.6150%，10 年期升 2.26bp 收于 3.5683%。上周信用利差全线下行且曲线走陡。

图表 5：银行间关键期限国债到期收益率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6：AAA 信用债利差



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。目前仍可以考虑流动性和 IRR 均较高的可交割券 170007.IB 做期现交易，并持有至交割。

图表 7：活跃券 IRR

	6-26	6-27	6-28	6-29	6-30	平均 IRR
TF1709						
170007.IB	4.21%	4.16%	4.03%	3.79%	3.64%	3.97%
160021.IB	3.47%	3.31%	3.22%	2.97%	2.77%	3.15%

120004. IB	3.95%	3.89%	3.76%	3.52%	3.35%	3.69%
150007. IB	4.17%	4.12%	3.99%	3.75%	3.60%	3.93%
TF1712						
170007. IB	3.61%	3.59%	3.50%	3.41%	3.37%	3.50%
150007. IB	3.60%	3.57%	3.48%	3.40%	3.35%	3.48%
120004. IB	3.53%	3.49%	3.41%	3.32%	3.26%	3.40%
T1709						
170013. IB	-0.59%	-0.73%	-0.92%	-1.63%	-2.17%	-1.21%
170010. IB	2.73%	2.82%	3.07%	2.87%	2.45%	2.79%
170006. IB	-0.94%	-1.24%	-1.47%	-2.19%	-2.75%	-1.72%
T1712						
170013. IB	1.20%	1.16%	1.07%	0.78%	0.59%	0.96%
170010. IB	2.80%	2.85%	2.96%	2.89%	2.73%	2.84%
170004. IB	2.31%	2.00%	1.74%	1.66%	1.49%	1.84%

来源：Wind，东兴期货研发中心

2、跨品种策略

上周 1709 合约和 1712 合约的对应收益率曲线分别上行并变陡 1.7bp 和 1.8bp，中债国债到期收益率曲线短降长升，整体变陡 3.7bp。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 手 TF1709 合约的同时做空 1 手 T1709 合约。

图表 8：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
2017-6-30	3.4631	3.5851	3.4608	3.5932	3.4931	3.5683
2017-6-23	3.4613	3.5657	3.4590	3.5731	3.5073	3.5457
基点变动	0.2	1.9	0.2	2.0	-1.4	2.3

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。