

张晨

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

资金面平稳跨季， 国债期货延续上涨行情

观点要点：

- 宏观方面，5月M2同比增速9.6%，低于前值10.5%，增速大幅不及预期，M1、M2剪刀差持续收窄。5月CPI同比上涨1.5%，前值1.2%，主要是受二季度中后翘尾因素的影响，目前仍处于较低水平。
- 政策方面，美联储加息落地，央行公开市场操作利率维持不变，一定程度上提振了市场信心。此外，央行呵护季末流动性进行大量公开市场操作，以致6月下旬实际流动性好转，季末资金不如预期紧张。7月上半月将陆续回笼7095亿，资金面压力较大。叠加季度缴税因素，7月上半月流动性或再度趋紧。
- 行情方面，利率债一级市场发行情况较好，或对二级市场到期收益率形成一定程度的压制。二级市场收益率整体下行，中短端下行幅度较大，平坦的收益率曲线有所修复，国债期货跟随现货全线收涨。AAA债与国债的信用利差于月内持续下行，且5年期信用利差明显低于10年期，从而导致AAA债期限利差涨幅明显高于国债期限利差。
- 交割方面，6月14日，TF1706和T1706两个合约完成交割，共交割1236手，交割金额12亿元。其中，DVP模式交割702手，交割金额6.7亿元，占比57%。
- 策略方面，五月报中提出的做空TF1706+做多TF1709合约策略，13个交易日的收益率为1.47%，最多可获得6个交易日3.95%的收益率。结合当前基本面和政策面，我们认为可以考虑继续做空跨期价差，即做空1709合约的同时做多1712合约。

正文目录

一、行情回顾: 央行呵护流动性, 国债期货延续上涨行情	4
二、做空跨期价差策略: 空 1709 多 1712	6
三、季末流动性充足, 料 7 月迎来一波趋紧行情	7
四、一级市场发行情况良好, 二级市场收益率全线下行	8
五、总结	11

资金面平稳跨季， 国债期货延续上涨行情

一、行情回顾：央行呵护流动性，国债期货延续上涨行情

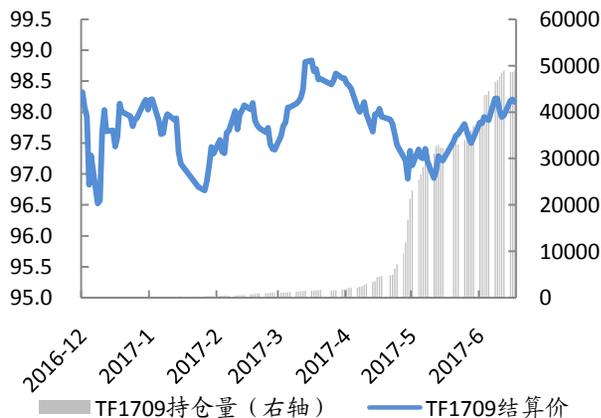
6月国债期货延续5月下旬以来的上涨行情，趋势较清晰，偶见小幅回调。近来的上涨行情是有基本面和政策面支撑的。基本上来看，5月M2同比增速9.6%，低于前值10.5%，增速大幅不及预期，M1、M2剪刀差持续收窄。5月CPI同比上涨1.5%，前值1.2%，虽有小幅回升，但主要是受二季度中后翘尾因素的影响，目前仍处于较低水平。政策面上，美联储加息落地，央行并未跟随加息，一定程度上提振了市场信心。此外，央行呵护季末流动性进行大量公开市场操作，以致6月下旬实际流动性好转，季末资金超预期宽松。各因素的共同影响下，债券市场收益率整体下行，中短端下行幅度较大，平坦的收益率曲线有所修复，国债期货跟随现货上涨。

图表 1: 国债期货 6 月行情

	2017-06-01	2017-06-28	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1709	97.62	98.17	0.55	0.56%	41,868	10,972
T1709	94.72	95.64	0.92	0.97%	54,667	49,389
TF1712	97.51	98.17	0.66	0.68%	1,287	238
T1712	94.61	95.56	0.95	1.00%	3,607	868

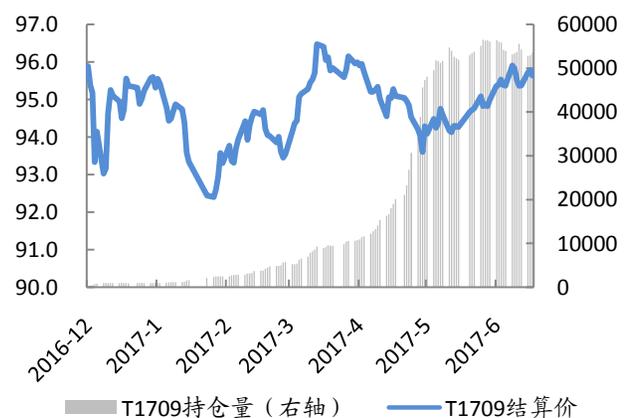
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: TF1709 合约月内量价齐涨



来源: Wind, 东兴期货研发中心

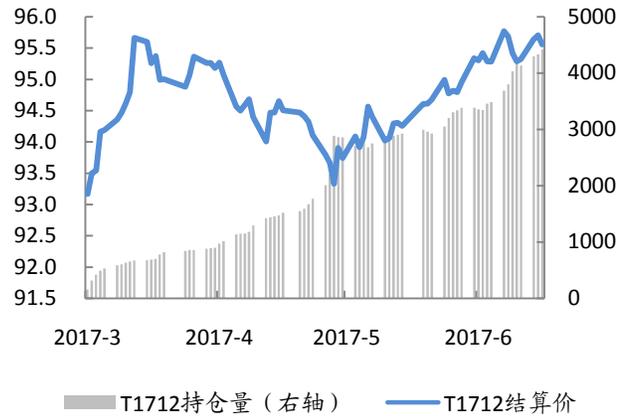
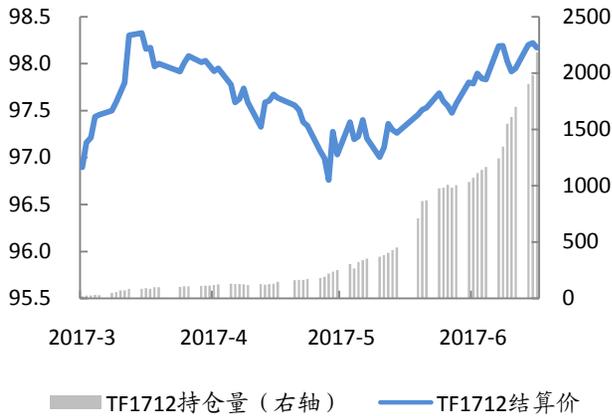
图表 3: T1709 合约月内量价齐涨



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1712 合约月内量价齐涨

图表 5: T1712 合约月内量价齐涨



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

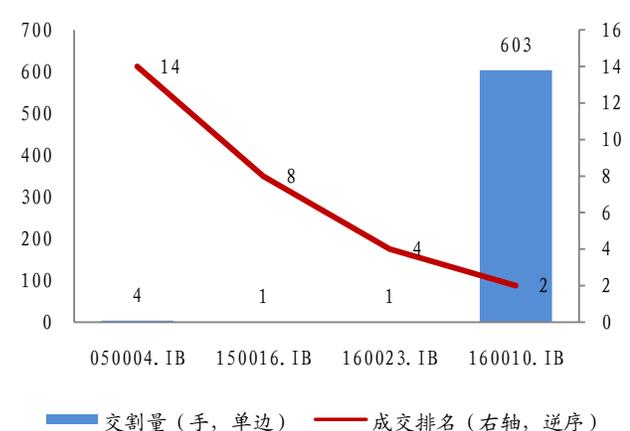
香港五年期国债期货 HTFF1709 和 HTFF1712 合约 6 月份呈上涨走势, 截至 6 月 28 日, HTFF1709 涨 0.55% 收于 97.82, 日均成交 71 手, 日均持仓 344 手。HTFF1712 自 6 月 12 日至 6 月 28 日涨 0.64% 收于 97.74, 成交量和持仓量惨淡。据悉, 债券通最快将于 7 月 3 日 (下周一) 正式启动, 首批做市商总计 20 家, 包括 14 家中资机构和 6 家国际金融机构。外资进入境内债券市场或增加境外机构对冲利率风险的需求, 从而在一定程度上提振香港国债期货的成交量。

6 月 14 日, TF1706 和 T1706 两个合约完成交割, 共交割 1236 手, 交割金额 12 亿元。其中, DVP 模式交割 702 手, 交割金额 6.7 亿元, 占比 57%。值得关注的是, 尽管 TF1706 合约的交割量和交割率并没有较以往合约出现巨大的差距, 但本次有多达 13 只可交割券被用于交割。我们认为可能有两个原因: 一、目前国债到期收益率处于高位, 可交割券的净基差即转换期权价值普遍偏低, 接近于 0, 因此没有一个明显的最便宜券; 二、当时市场普遍认为收益率将见顶回落, 交券方更青睐长久期债券, 倾向于交割短久期的老券。相比之下, T1706 合约的交割则较为寻常, 160010.IB 因其低净基差和高流动性被大量交割。

图表 6: 13 只券被用于 TF1706 合约的交割



图表 7: T1706 合约交割券集中于 160010.IB



来源: Wind, 东兴期货研发中心

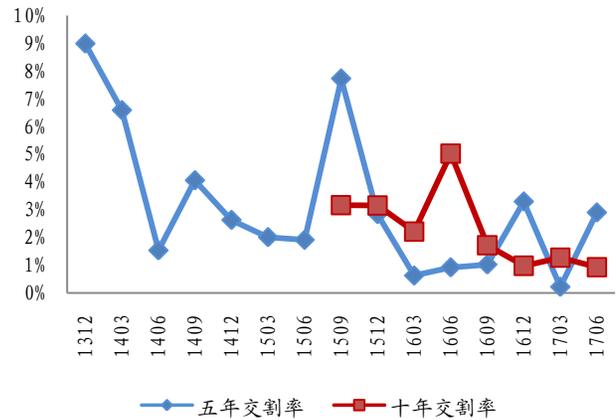
图表 8: 合约交割量统计



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 合约交割率统计



来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、做空跨期价差策略: 空 1709 多 1712

在五月报中, 我们提出了做空 TF1706+做多 TF1709 合约的策略。假设 100 万元的初始资金加 16 倍杠杆, 于 5 月 22 日做空跨期价差并于 6 月 9 日平仓, 13 个交易日的收益率为 1.47%, 如果能够做到 6 月 1 日底部平仓, 则最高可以获得 6 个交易日 3.95% 的收益。此外, T 合约在做空跨期价差上可以获得更好的收益。假设 100 万元的初始资金加 12 倍杠杆, 13 个交易日的收益率为 3.83%, 而最多能获得 7 个交易日 4.28% 的收益。

图表 10: 策略跨期价差继续走低



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 策略收益跟踪

	TF1706-TF1709	T1706-T1709
最大收益	0.495	0.715
期间收益	0.185	0.640
保证金	3.2%	5%
安全垫	2.71%	2.44%
最低保证金比率	5.91%	7.44%
杠杆倍数	16	12
手续费	96	72
最大净收益率	3.95%	4.28%
期间净收益率	1.47%	3.83%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

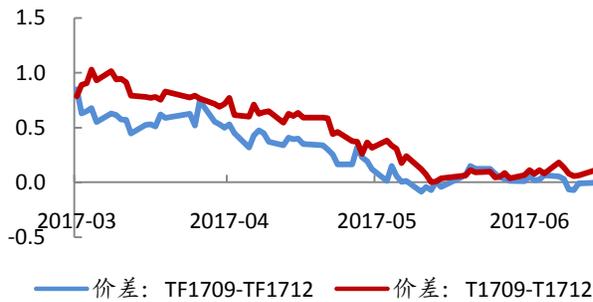
五月报中我们推导出跨期价差的一个近似公式:

$$\text{跨期价差} \approx \left(\frac{1}{CF_1}\right) \times (\text{次季净基差} - \text{当季净基差} + \text{当季末至次季持有收益})$$

并提出, 当季净基差为正时, 次季净基差往往更大; 当季净基差为负

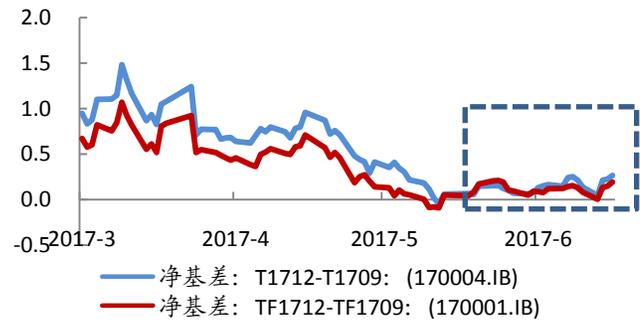
时，次季净基差往往更小。这反映了较远期的期现差异会对市场情绪做出放大反应。五月下旬以来，5年和10年国债到期收益率已经分别从3.72%和3.69%的位置上回落。由于目前收益率水平依然较高，期权转换价值已接近0，需要较大的跌幅才能够有明显的净基差的上升。而如果收益率上行，那么下季合约净基差的收窄空间很可能大于当季合约净基差。即下季净基差-当季净基差的收窄空间较大。此外，考虑到短期内资金面大概率维持紧平衡，资金成本易上难下，叠加跨季结束，7月上半月大概率会出现新一轮的流动性趋紧，净持有收益可能进一步减少。事实上，我们可以看到，目前跨期价差的主要影响因素仍然是净基差之差。因此，我们认为目前可以考虑继续做空跨期价差，即做空1709合约的同时做多1712合约。

图表 12: 跨期价差处于低位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 目前净基差之差仍处于低位

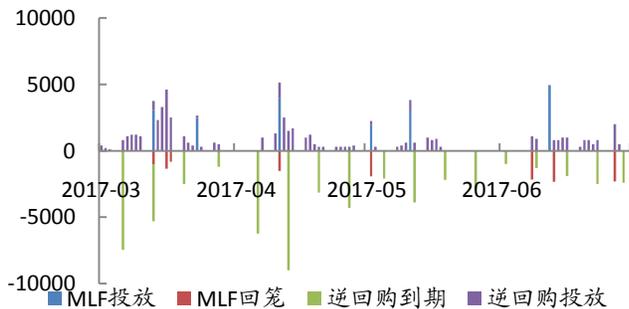


来源: Wind, 东兴期货研发中心

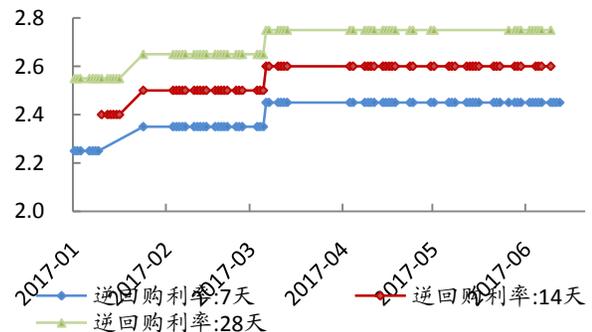
三、季末流动性充足，料7月迎来一波趋紧行情

进入6月季末，央行为保证流动性充足以平稳过季而进行了连续的公开市场操作，注入大量流动性。整体来看，6月央行逆回购操作净回笼1700亿，回笼15900亿，投放14200亿（7天4800亿，14天4200亿，28天5200亿），逆回购利率仍然维持不变。此外，央行于6月6日进行1年期MLF操作投放4980亿，超量对冲后续到期的4313亿（其中3580亿为半年期），叠加央行重启28天期逆回购且投放量相对较大，再次表明央行锁短放长、温和去杠杆的态度。

图表 14: 公开市场操作 (亿元)



图表 15: 逆回购利率维持不变

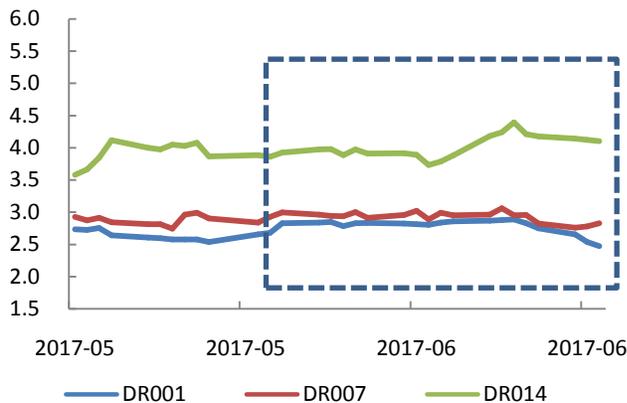


来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

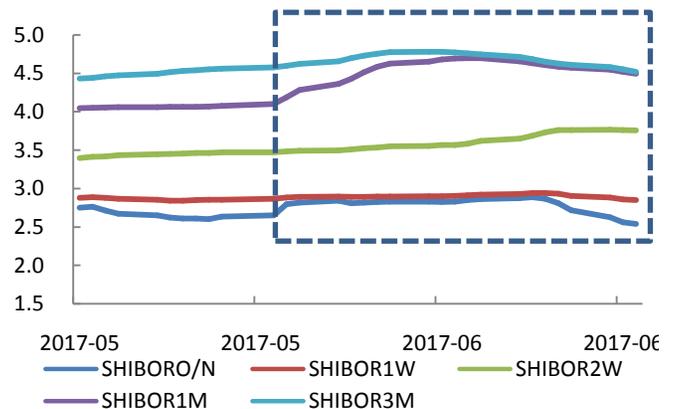
本月资金价格涨跌互现, 整体来看隔夜和 7 天利率均在前 20 日比较平稳, 而在下旬开始连续下行, 各期限利差均有不同程度的修复。以往季月下半月通常会有一段流动性紧张的时期, 表现为资金价格的抬升。而本次在央行呵护流动性的操作下, 季末流动性不及预期紧张, 资金价格企稳。然而 7 月上半月将陆续回笼 7095 亿, 资金面压力较大。

图表 16: 银行间质押式回购利率



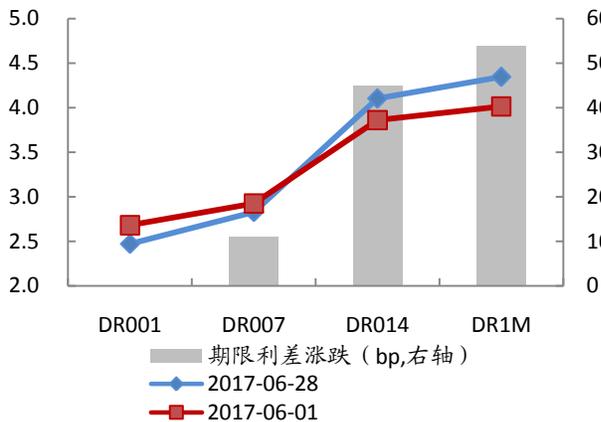
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 上海银行间同业拆借利率



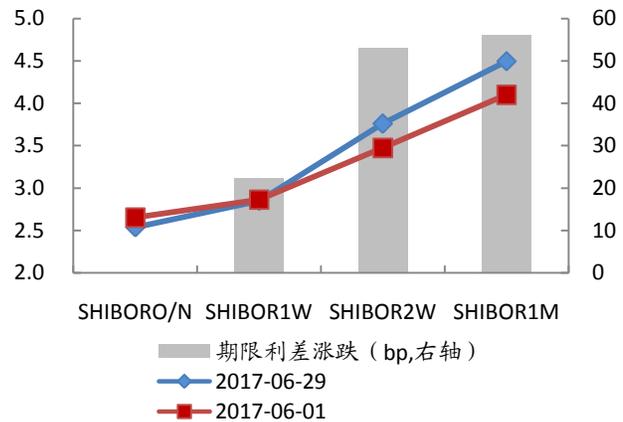
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 银行间质押式回购利率涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 上海银行间同业拆借利率涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况良好, 二级市场收益率全线下行

一级市场方面, 6 月发行付息国债 2608.1 亿, 国开债 905 亿, 进出口债 270 亿, 农发债 546.9 亿, 共计 4330 亿。从认购倍数来看, 对各类债券的认购热情普遍较高, 当前市场收益率的配置价值较高。从发行利率来看, 除 7 年期 17 付息国债 13 外, 全部国债的票面利率均高于相同期限国债前一日二级市场到期收益率。而除了 5 年期 17

国开 06 (增 8) 外, 全部政金债的发行利率均低于前一日二级市场到期收益率。从发行规模来看, 10 年国开债 400 亿规模明显高于其他期限国开债, 其他利率债的发行规模则在不同期限间有较为均匀分布。总体来看, 利率债一级市场发行情况较好, 或对二级市场到期收益率形成一定程度的压制。

图表 20: 6 月一级市场利率债统计

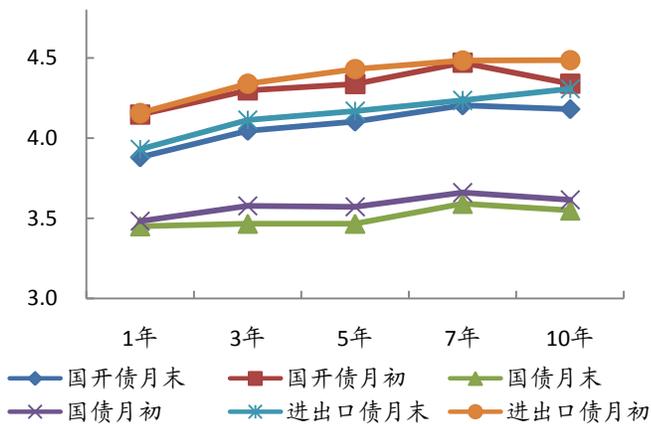
债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	票面利率 (%)	前一日二级 市场收益率 (%)	认购倍数
17 附息国债 09 (续发)	2017-06-07	402	1	4.04	3.52	3.4
17 附息国债 10 (续发)	2017-06-07	412	10	4.02	3.63	3.2
17 附息国债 07 (续 2)	2017-06-14	420	5	4.05	3.56	2.8
17 附息国债 12	2017-06-14	282	2	3.88	3.58	3.2
17 附息国债 05 (续 2)	2017-06-16	287	30	4.37	3.90	2.6
17 附息国债 13	2017-06-21	403	7	3.38	3.54	2.0
17 附息国债 08 (续 2)	2017-06-28	402	3	4.11	3.45	3.7
17 国开 05 (增 7)	2017-06-01	40	3	3.85	4.31	4.7
17 国开 06 (增 7)	2017-06-01	40	5	3.61	4.34	2.9
17 国开 10 (增 8)	2017-06-01	70	10	4.05	4.34	3.1
17 国开 01 (增 11)	2017-06-06	30	7	3.88	4.44	2.4
17 国开 05 (增 8)	2017-06-06	50	3	3.98	4.30	2.5
17 国开 10 (增 9)	2017-06-06	110	10	4.37	4.34	2.8
17 国开 04 (增 12)	2017-06-08	40	1	4.04	4.25	2.4
17 国开绿债 02 (增发)	2017-06-08	50	5	3.49	4.36	2.1
17 国开 04 (增 13)	2017-06-13	65	1	3.85	4.25	2.9
17 国开 05 (增 9)	2017-06-13	40	3	4.13	4.27	3.1
17 国开 10 (增 10)	2017-06-13	100	10	3.20	4.27	3.1
17 国开 04 (增 14)	2017-06-20	40	1	3.32	4.15	1.8
17 国开 05 (增 10)	2017-06-20	60	3	3.52	4.17	2.9
17 国开 06 (增 8)	2017-06-20	50	5	4.19	4.13	1.8
17 国开 10 (增 11)	2017-06-20	120	10	4.11	4.16	3.4
17 进出 03 (增 8)	2017-06-01	30	10	4.04	4.50	3.7
17 进出 04 (增 10)	2017-06-01	30	5	3.88	4.43	4.4
17 进出 07 (增 3)	2017-06-01	30	3	3.85	4.35	5.5
17 进出 03 (增 9)	2017-06-08	30	10	3.20	4.49	2.0
17 进出 04 (增 11)	2017-06-08	30	5	3.13	4.43	3.8
17 进出 07 (增 4)	2017-06-08	30	3	3.98	4.34	3.4
17 进出 03 (增 11)	2017-06-22	30	10	3.66	4.31	1.8
17 进出 06 (增 5)	2017-06-22	30	1	3.62	4.10	2.6
17 进出 07 (增 5)	2017-06-22	30	3	4.13	4.19	3.9
17 农发 05 (增 19)	2017-06-07	40	10	3.61	4.48	4.2
17 农发 07 (增 5)	2017-06-07	50	3	3.88	4.34	3.4
17 农发 08 (增 7)	2017-06-07	40	1	4.04	4.24	3.7

17 农发 09 (增 7)	2017-06-07	50	5	3.85	4.43	4.2
17 农发 05 (增 20)	2017-06-14	40	10	3.77	4.37	
17 农发 07 (增 6)	2017-06-14	50	3	3.20	4.32	4.4
17 农发 08 (增 8)	2017-06-14	40	1	3.61	4.23	4.9
17 农发 09 (增 8)	2017-06-14	50	5	4.13	4.34	3.0
17 农发 05 (增 21)	2017-06-21	40	10	3.53	4.27	2.7
17 农发 07 (增 7)	2017-06-21	50	3	4.02	4.20	3.6
17 农发 08 (增 9)	2017-06-21	47	1	3.57	4.17	3.1
17 农发 09 (增 9)	2017-06-21	50	5	3.98	4.20	3.7

来源: Wind, 东兴期货研发中心

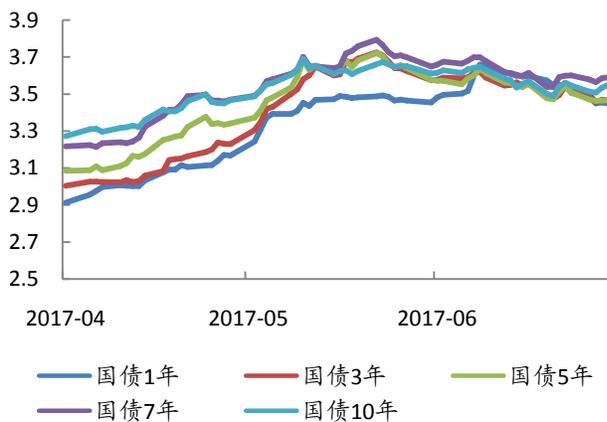
二级市场方面, 5 月经济增长数据持续下滑叠加央行维稳货币政策, 月内国债和政金债均迎来阶段性牛市行情, 各期限到期收益率均有不同程度的降幅。国债收益率曲线有较为明显的修复。

图表 21: 利率债收益率曲线全线下行:



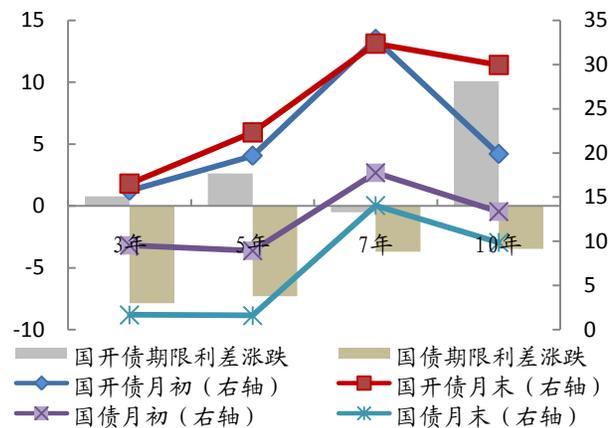
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 23: 国债到期收益率月内全线下行



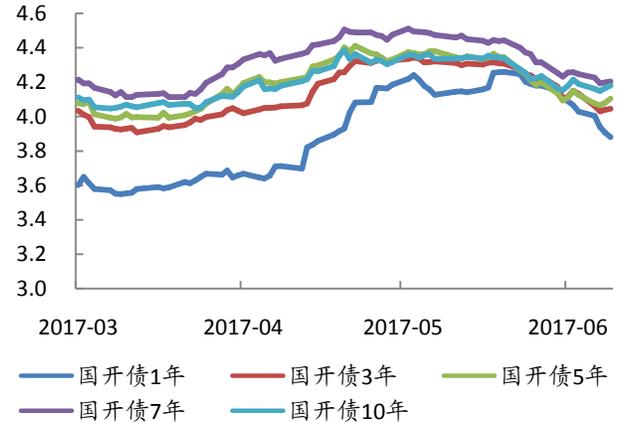
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 22: 国债收益率曲线小幅走陡



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 24: 国开债到期收益率月内全线下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

信用债方面, AAA 债与国债的信用利差于月内持续下行, 且 5 年

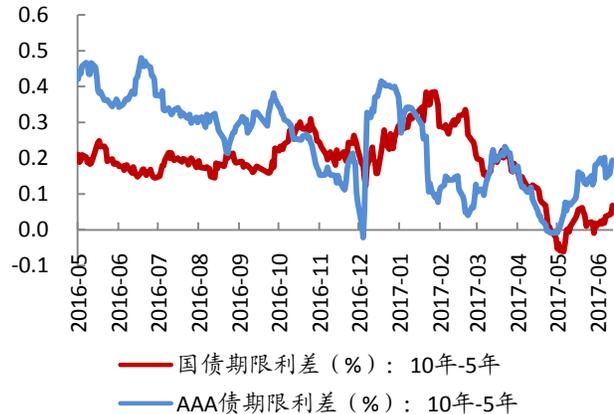
期信用利差明显低于 10 年期，从而导致 AAA 债期限利差涨幅明显高于国债期限利差。

图表 25: 信用利差维持高位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 26: 信用期限利差下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

可交割券方面, 本月 170007. IB 和 170010. IB 最为活跃, 成交量分别达到 2041 亿和 1727 亿。各活跃可交割券的到期收益率均有不同程度的下降, 且整体来看五年期可交割券到期收益率的降幅大于五期中债国债到期收益率的降幅, 同时也大于十年期可交割券到期收益率的降幅。因此五年期国债期货可交割券价格的上涨幅度较大, 表现相对较好。

图表 27: 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)	收益率 (%)		较上月 涨跌 (BP)	中债 收益率	收益率 (%)	
			2017-06-29	2017-06-01			2017-06-29	较上月 涨跌 (BP)
TF	160021. IB	59	3.4600	3.5759	-11.59	国债	3.47	-10.53
	170001. IB	22	3.4800	3.6300	-15.00	国开债	4.10	-23.41
	170007. IB	2,041	3.4600	3.6250	-16.50	进出口债	4.17	-26.09
T	170004. IB	439	3.4750	3.6110	-13.60	国债	3.55	-6.69
	170006. IB	514	3.5950	3.6600	-6.50	国开债	4.18	-15.97
	170010. IB	1,727	3.5425	3.6150	-7.25	进出口债	4.31	-17.80
	170013. IB	745	3.5900	/	/			

来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、 总结

6 月国债期货延续 5 月下旬以来的上涨行情, 是有基本面和政策面支撑的。本月央行呵护流动性进行大量公开市场操作, 季末流动性超预期宽松, 资金价格企稳。利率债一级市场发行情况较好, 二级市场各期限到期收益率均有不同程度的降幅, 国债收益率曲线有较为明显的修复。7 月上半月将陆续回笼 7095 亿, 资金面压力较大。结合当前的收益率和资金成本水平, 我们推荐继续做空跨期价差, 即做空 1709 做多 1712。

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。