

张晨

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

从做陡曲线到蝶式套利， 再到期现套利

观点要点：

- 上周一债券通开通首日，利率债一级市场认购热情空前高涨。跨季资金平稳过渡，在一定程度上改善了市场对央行货币政策的预期，短端收益率有所下行。但 PMI 数据的强劲反弹则拉动了长端收益率的上行，国债期货跟随现货收跌。
- 公开市场操作方面，上周逆回购操作净回笼 2500 亿，无 MLF 操作。本周将有 2800 亿逆回和 1795 亿 MLF 到期。资金价格方面，由于季节性扰动因素减少，货币市场利率多数下行。
- 一级市场方面，上周共发行 952.6 亿付息国债和政金债，其中，国债 642.6 亿、国开债 150 亿、农发债 160 亿。上周一债券通开通首日一级市场认购热情高涨，当日农发债认购倍数高达 10。
- 二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率曲线倒挂情况有所修复，曲线短降长升，小幅下行并走陡。上周信用利差小幅上行并走陡。
- 策略方面，我们基于“M”型曲线会进一步修复的预期，推荐一个由五年期和十年期国债期货，以及可交割券 150007.IB 和 170013.IB 共同组成的蝶式套利组合。如果未来 7 年和 10 年收益率倒挂有进一步修复，则在获得较大收益时平仓获利。如果未来倒挂没有得到修复，则可以选择持有现券至交割，获取超过 4% 的 IRR 收益。
- 上周 1709 合约和 1712 合约的对应收益率曲线分别上行并变陡 1.3bp 和 1.9bp，中债国债到期收益率曲线短降长升，整体变陡 3bp。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

上周一债券通开通首日，利率债一级市场认购热情空前高涨。跨季资金平稳过渡，在一定程度上改善了市场对央行货币政策的预期，短端收益率有所下行。但 PMI 数据的强劲反弹则拉动了长端收益率的上行，国债期货跟随现货收跌。上周 TF1709 对应到期收益率上行 8bp，周内收跌 0.03%；T1709 对应到期收益率上行 2.1bp，周内收跌 0.17%；TF1712 对应到期收益率下行 0.5bp，周内收涨 0.03%；T1712 对应到期收益率上行 1.4bp，周内周跌 0.11%。

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)		
	2017-7-7	2017-6-30	涨跌	2017-7-7	2017-6-30	增减	2017-7-7	2017-6-30	增减
TF1709	97.965	97.990	-0.03%	9134	10699	-1565	50238	48679	1559
TF1712	98.030	98.000	0.03%	705	314	391	3906	2271	1635
T1709	95.115	95.275	-0.17%	46091	46752	-662	53819	52778	1041
T1712	95.110	95.210	-0.11%	1338	947	391	6568	4722	1846

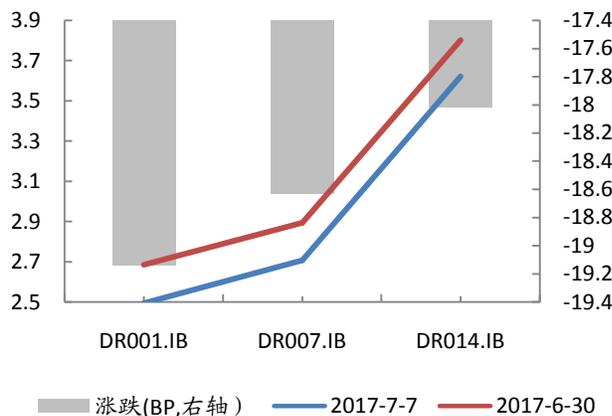
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、季节性扰动因素减少，流动性不紧

公开市场操作方面，上周逆回购操作净回笼 2500 亿，无 MLF 操作。本周将有 2800 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 300 亿、400 亿、500 亿、600 亿和 1000 亿。此外，周四还有 1795 亿 MLF 到期。叠加周内将进入缴税期，本周央行可能会重启公开市场操作，来对冲大额到期资金的影响。

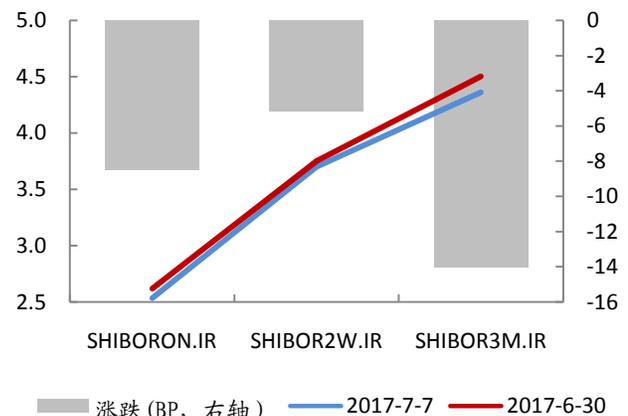
资金平稳跨季后，央行连续十一日未进行公开市场操作。但由于季节性扰动因素减少，货币市场利率多数下行。银行间质押利率 1 日下跌 19.14bp 收于 2.4939%，7 日下跌 18.63bp 收于 2.7073%，14 日下跌 18.02bp 收于 3.6215%。Shibor 隔夜跌 8.5bp 收于 2.533%，2 周跌 5.2bp 收于 3.699%，3 月跌 14.02bp 收于 4.3607%。目前 DR007 价格已下行至利率走廊中部以下位置，R007 与 DR007 利差已收窄至较低水平，或表明目前银行间流动性确实比较充裕，央行货币政策或已发生边际变化，当前为不松不紧，稳健中性。

图表 2: 银行间质押式回购利率一周涨跌



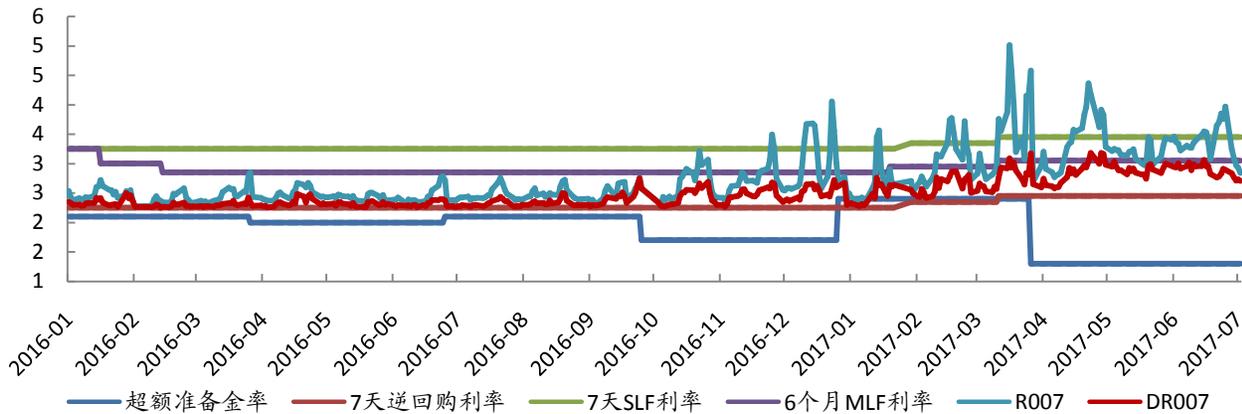
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 资金价格已下行至利率走廊中部以下位置



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 952.6 亿付息国债和政金债, 其中, 国债 642.6 亿、国开债 150 亿、农发债 160 亿。上周一债券通开通首日一级市场认购热情高涨, 当日农发债认购倍数高达 10, 且 1 年期发行利率高于前一日二级市场到期收益率 35.52bp。随后, 周二和周三发行的国开债和国债也均有惊人的发行结果。此外, 1 年期和 3 年期利率债发行利率相对较低, 期限利差或有所修复。

图表 4: 一级市场利率债发行

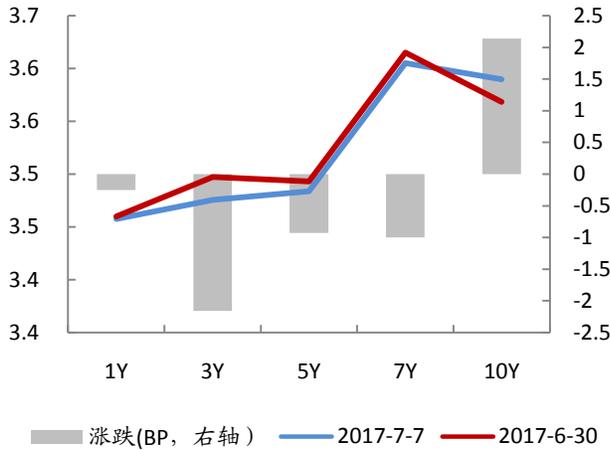
	发行利率	前一日市场利率	差额 (bp)	认购倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债							
17 付息国债 09 (续 2)	3.32	3.45	-13.46	2.27	321	2017-7-5	1
17 付息国债 10 (续 2)	3.52	3.60	-8.09	4.17	321.6	2017-7-5	10
国开债							
17 国开 05 (增 12)	3.88	4.07	-19.00	6.87	50	2017-7-4	3
17 国开 10 (增 13)	4.04	4.23	-18.52	3.66	100	2017-7-4	10
农发债							
17 农发 07 (增 8)	3.98	4.13	-15.38	10.59	55	2017-7-3	3
17 农发 09 (增 10)	4.13	4.17	-3.53	9.32	50	2017-7-3	5
17 农发 08 (增 10)	3.61	3.97	-35.52	10.04	55	2017-7-3	1

来源: Wind, 东兴期货研发中心

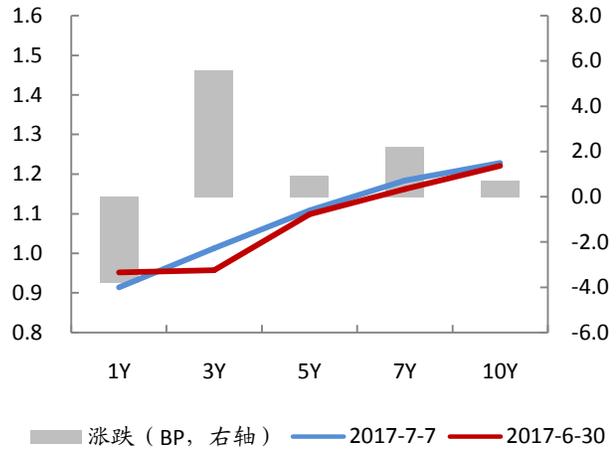
二级市场方面, 上周银行间关键期限国债到期收益率曲线倒挂情况有所修复, 曲线短降长升, 小幅下行并走陡。具体地, 1 年期降 0.25bp 收于 3.4575%、3 年期降 2.16bp 收于 3.4757%、5 年期降 0.93bp 收于 3.4838%, 7 年期降 1bp 收于 3.6050%, 10 年期升 2.14bp 收于 3.5897%。上周信用利差小幅上行并走陡。

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



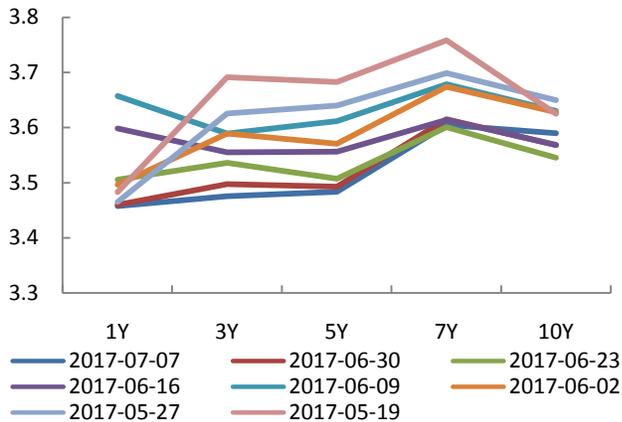
来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、策略推荐

1、“M”曲线下的“蝶式套利+期现套利”策略

自5月17日首次出现“M”曲线以来,倒挂的曲线已经在逐步的修复当中。6月20日财政部启动国债做市制度,支持做市商对新发关键期限国债做市,以此引导收益率曲线正常化。可见政策层对修复收益率曲线持支持态度;此外,造成“M”曲线的原因,即严监管、紧货币政策已经逐渐成为常态化,目前难以构成超预期因素。市场自身具有一定的调节作用,可以期待后期曲线的修复。事实上,近期收益率曲线已经在逐步修复中。因此我们基于“M”型曲线将进一步修复的预期,推荐一个蝶式套利组合。具体操作如图表8所示。如果未来7年和10年收益率的倒挂有进一步修复,则在获得较大收益时平仓获利。如果未来倒挂没有得到修复,则可以选择持有现券至交割,获取超过4%的IRR收益。

图表7: “M”收益率曲线已有所修复



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表8: 蝶式套利组合

蝶式组合	标的	修正久期	组合久期
卖 5Y	TF1712	-4.3	
买 7Y*2	170013.IB	+6.1	-2
	150007.IB	+4.3	
卖 10Y	T1712	-8.1	

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表9: 7年期活跃券 IRR

	7-3	7-4	7-5	7-6	7-7	平均 IRR
TF1709						

150007. IB	3.78%	3.63%	3.57%	3.95%	3.84%	3.75%
TF1712						
150007. IB	3.44%	3.31%	3.24%	3.44%	3.44%	3.37%
T1709						
170013. IB	-2.68%	-2.95%	-3.28%	-2.95%	-3.23%	-3.02%
170006. IB	-3.30%	-3.57%	-3.71%	-3.52%	-3.84%	-3.59%
T1712						
170013. IB	0.48%	0.47%	0.29%	0.47%	0.32%	0.41%

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 1.3bp 和 1.9bp，中债国债到期收益率曲线短降长升，整体变陡 3bp。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 10：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
2017-7-7	3.4708	3.6066	3.4558	3.6072	3.4838	3.5897
2017-6-30	3.4631	3.5851	3.4608	3.5932	3.4931	3.5683
基点变动	0.8	2.1	-0.5	1.4	-0.9	2.1

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。