

2017年7月17日

国债期货

研发中心

张晨

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

央行重启公开市场操作， 债券收益率多数下行

观点要点：

- 上周公布6月金融数据。M2同比增长9.4%，低于前值9.6%。新增社融7175亿，前值减少3209亿。新增人民币贷款15400亿拉动社融增长，在一定程度上或表明金融去杠杆有所成效。
- 公开市场操作方面，上周央行公开市场操作净回笼700亿，MLF到期1795亿，当日央行超量续做1年期MLF3600亿，完全对冲上周和本周到期量。逆回购和MLF发行利率均维持不变。本周将有2000亿逆回购到期。此外，周二还有395亿MLF到期。上周资金价格涨跌不一。
- 一级市场方面，上周共发行1314亿付息国债和政金债。利率债一级市场发行情况较好，认购倍数普遍较高，多数发行利率高于前一日二级市场到期收益率。市场对5年期和10年期利率债认购热情较高，或表明配置盘正在入场。二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率多数下行，期限利差有所收窄，国债期货跟随现货收涨。料本周收益率继续下行。上周信用利差小幅扩大。
- 目前五年期合约活跃可交割券IRR水平高于十年期合约，而五年期合约的净基差处于历史较低的水平。建议考虑做多170007.IB的同时做空TF1709合约，如果后期净基差回升，可以考虑提前平仓赚取净基差收益。如果净基差未向有利方向变化，则可以考虑持有至交割，获取IRR收益。
- 上周1709合约的对应到期收益率曲线变平1bp；1712合约的对应收益率曲线变平2.6bp。中债国债到期收益率曲线变平5.3bp。目前价差水平仍然较低，长期看推荐做陡曲线策略，短期看建议继续持有前期的做陡曲线头寸，空单则暂时观望。具体操作上做多2手TF1709合约的同时做空1手T1709合约。

一、行情回顾

上周公布6月金融数据，M2同比增速小幅下降，新增人民币贷款拉动社融总量，一定程度上表明金融去杠杆有所成效。央行重启公开市场操作并超量续做1年期MLF，小幅带动长端资金价格下跌。利率债一级市场发行量较大，认购热情较高，国债到期收益率多数下行，国债期货跟随现货收涨。上周TF1709对应到期收益率上行2.4bp，周内收跌0.1%；T1709对应到期收益率下行3.4bp，周内收涨0.29%；TF1712对应到期收益率下行1.3bp，周内收涨0.07%；T1712对应到期收益率下行3.9bp，周内收涨0.34%。

图表1：国债期货合约一周行情统计

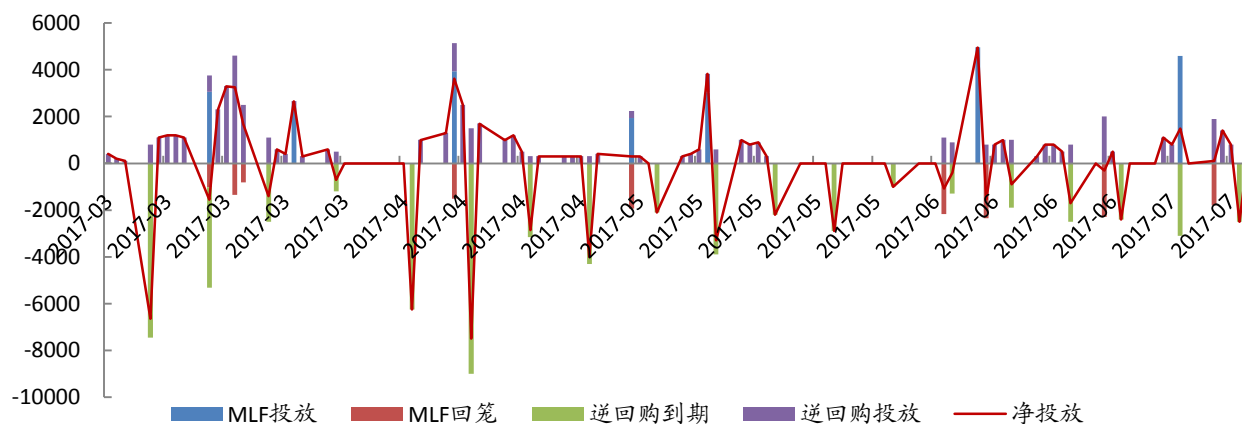
	收盘价			日均成交量（手）			持仓量（手）		
	2017-7-14	2017-7-7	涨跌	2017-7-14	2017-7-7	增减	2017-7-14	2017-7-7	增减
TF1709	97.870	97.965	-0.10%	12116	9134	2982	51326	50238	1088
TF1712	98.095	98.030	0.07%	996	705	291	6907	3906	3001
T1709	95.395	95.115	0.29%	42666	46091	-3425	50854	53819	-2965
T1712	95.430	95.110	0.34%	1255	1338	-83	7732	6568	1164

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、央行重启公开市场操作，超量续做MLF

公开市场操作方面，上周央行公开市场操作回笼2800亿，投放2100亿，净回笼700亿。此外，上周四MLF到期1795亿，当日央行超量续做1年期MLF3600亿，完全对冲上周和本周到期量。上周逆回购和MLF发行利率均维持不变。本周将有2000亿逆回购到期，周一至周五分别到期300亿、300亿、400亿、0亿和1000亿。此外，周二还有395亿MLF到期。

图表2：上周央行重启公开市场操作，逆回购净回笼700亿，超量续做3600亿MLF

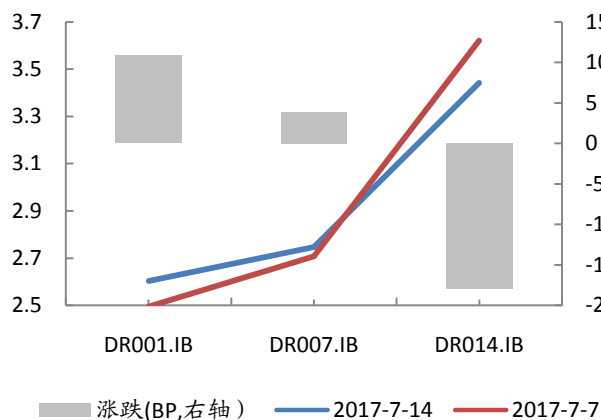


来源：Wind，东兴期货研发中心

上周资金价格涨跌不一。银行间质押利率1日上涨10.85bp收于2.6024%，7日上涨3.93bp收于2.7466%，14日下跌18.02bp收于3.4413%。Shibor隔夜涨9.4bp收于2.627%，2周跌1.3bp收于3.686%，3月跌7.97bp收于4.281%。本周将进入企业缴税高峰期，或在一定程度上收紧银行间

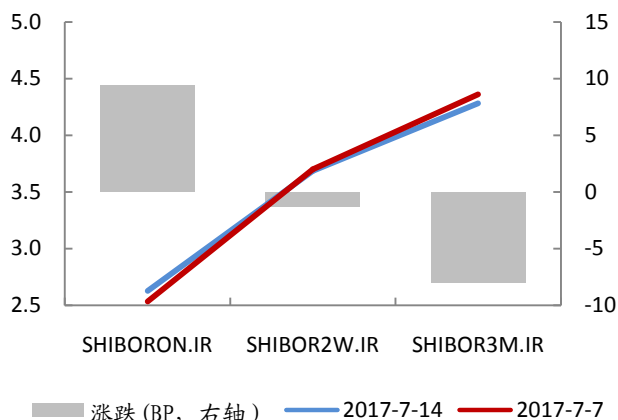
流动性。但考虑到上周央行对冲到期 MLF 后仍超量投放 1805 亿，在一定程度上或有所缓解资金压力。

图表 3: 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

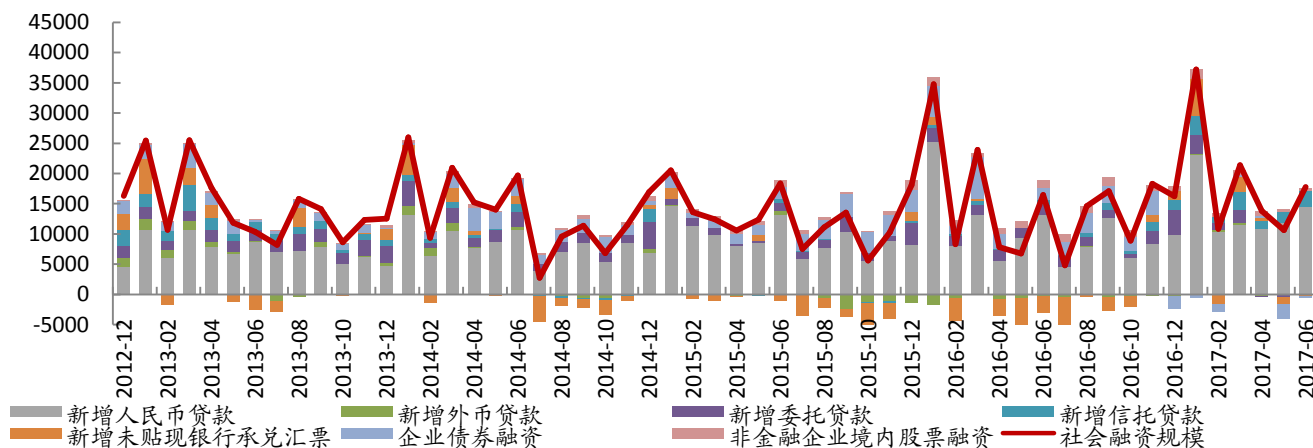
图表 4: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

上周一公布 6 月金融数据。M2 同比增长 9.4%，低于前值 9.6%。新增社融 7175 亿，前值减少 3209 亿。新增人民币贷款 15400 亿拉动社融增长。6 月金融数据在一定程度上或表明金融去杠杆有所成效。

图表 5: 新增人民币贷款重回正值，带动社融总量回升



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 1314 亿付息国债和政金债，其中，国债 604 亿、国开债 400 亿、进出口债 110 亿、农发债 200 亿。利率债一级市场发行情况较好，认购倍数普遍较高，多数发行利率高于前一日二级市场到期收益率。市场对 5 年期和 10 年期利率债认购热情较高，或表明配置盘正在入场。

图表 6: 一级市场利率债发行

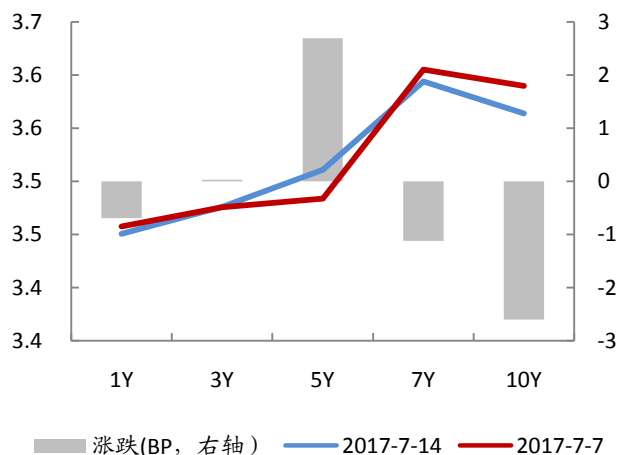
发行利率	前一日市场利率	差额 (bp)	认购倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债						

17 附息国债 14	3.47	3.51	-3.96	3.57	322.6	2017-7-12	5
17 附息国债 12 (续发)	3.62	3.47	15.23	2.66	281.4	2017-7-12	2
国开债							
17 国开 01 (增 14)	3.85	4.22	-36.77	2.12	50	2017-7-11	7
17 国开 06 (增 11)	4.02	4.15	-12.79	3.71	70	2017-7-11	5
17 国开 05 (增 13)	3.88	4.02	-14.46	2.70	70	2017-7-13	3
17 国开 07 (增发)	3.53	3.78	-25.45	1.86	70	2017-7-13	1
17 国开 10 (增 14)	4.04	4.18	-13.85	3.56	140	2017-7-13	10
进出口债							
17 进出 03 (增 12)	4.11	4.26	-14.88	4.32	30	2017-7-13	10
17 进出 07 (增 7)	4.37	4.07	30.07	4.71	30	2017-7-13	3
17 进出 09 (增发)	4.11	4.14	-3.36	2.84	50	2017-7-13	5
农发债							
17 农发 09 (增 11)	4.13	4.16	-3.08	5.49	50	2017-7-12	5
17 农发 07 (增 9)	3.98	4.09	-10.54	4.92	50	2017-7-12	3
17 农发 05 (增 22)	3.85	4.29	-44.32	6.86	50	2017-7-12	10
17 农发 08 (增 11)	3.61	3.88	-27.21	5.35	50	2017-7-12	1

来源: Wind, 东兴期货研发中心

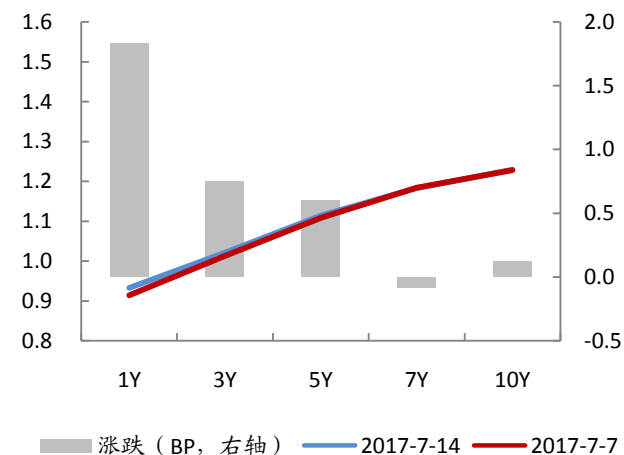
二级市场方面, 上周银行间关键期限国债到期收益率曲线涨跌不一, 期限利差有所收窄。具体地, 1 年期降 0.69bp 收于 3.4506%、3 年期升 0.03bp 收于 3.476%、5 年期升 2.69bp 收于 3.5107%, 7 年期降 1.12bp 收于 3.5938%, 10 年期降 2.6bp 收于 3.5637%。本周流动性仍存在一定程度的压力, 但总体上可能不会过紧。考虑到二季度 GDP 增长持平一季度, 基本面压力不大。叠加上周一二级市场发行情况较好带动二级债券收益率多数下行, 料本周收益率继续下行。上周信用利差小幅扩大。

图表 7: 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 8: AAA 信用债利差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、策略推荐

1、期现策略

目前五年期合约活跃可交割券 IRR 水平高于十年期合约，而五年期合约的净基差处于历史较低的水平。建议考虑做多 170007.IB 的同时做空 TF1709 合约，如果后期净基差回升，可以考虑提前平仓赚取净基差收益。如果净基差没有向有利方向变化，则可以考虑持有至交割，获取 IRR 收益。

图表 9：活跃券 IRR

	7-10	7-11	7-12	7-13	7-14	平均 IRR
TF1709						
170007.IB	3.54%	3.84%	3.73%	3.70%	3.25%	3.61%
170001.IB	2.93%	3.18%	3.05%	3.00%	2.52%	2.94%
160021.IB	2.45%	2.64%	2.50%	2.44%	1.94%	2.39%
120004.IB	3.17%	3.44%	3.32%	3.28%	2.81%	3.20%
TF1712						
170007.IB	3.32%	3.44%	3.45%	3.48%	3.70%	3.48%
170001.IB	3.06%	3.16%	3.17%	3.19%	3.41%	3.20%
120004.IB	3.19%	3.31%	3.32%	3.34%	3.56%	3.34%
T1709						
170013.IB	-3.81%	-3.39%	-3.48%	-3.49%	-3.63%	-3.56%
170010.IB	2.56%	2.90%	2.84%	2.77%	2.58%	2.73%
170006.IB	-4.45%	-4.01%	-4.10%	-4.10%	-4.24%	-4.18%
170004.IB	-0.50%	-0.20%	-1.24%	-2.79%	-2.59%	-1.47%
T1712						
170013.IB	0.06%	0.33%	0.23%	0.36%	0.52%	0.30%
170010.IB	2.78%	2.99%	2.88%	2.96%	3.07%	2.94%
170004.IB	1.44%	1.65%	1.15%	0.64%	0.93%	1.16%

来源：Wind，东兴期货研发中心

图 10：活跃券净基差

	净基差					平均净基差
	7-10	7-11	7-12	7-13	7-14	
TF1709						
170007.IB	-0.1180	-0.1391	-0.1069	-0.0993	-0.0510	-0.1028
170001.IB	-0.0110	-0.0233	0.0098	0.0181	0.0682	0.0124
160021.IB	0.0735	0.0700	0.1039	0.1126	0.1645	0.1049
120004.IB	-0.0502	-0.0668	-0.0334	-0.0252	0.0251	-0.0301
TF1712						
170007.IB	-0.1900	-0.1686	-0.1451	-0.1512	-0.3171	-0.1944
170001.IB	-0.0812	-0.0510	-0.0265	-0.0318	-0.1939	-0.0769
150014.IB	-0.1357	-0.1096	-0.0852	-0.0909	-0.2575	-0.1358
T1709						
170013.IB	1.1878	1.1262	1.1378	1.1230	1.0978	1.1345
170010.IB	0.0462	0.0153	0.0379	0.0503	0.0522	0.0404

170006. IB	1.2851	1.2201	1.2272	1.2093	1.1853	1.2254
T1712						
170013. IB	1.1985	1.1494	1.2143	1.1549	1.0084	1.1451
170010. IB	0.0300	0.0109	0.0869	0.0545	-0.0648	0.0235
140021. IB	0.6057	0.5859	0.8235	1.0354	0.8341	0.7769

来源：Wind，东兴期货研发中心

2、跨品种策略

上周 1709 合约的对应到期收益率曲线短升长降，变平 1bp；1712 合约的对应收益率曲线整体下行并变平 2.6bp。中债国债到期收益率曲线短升长降，整体变平 5.3bp。从历史水平看，目前价差水平仍然较低，长期来看，推荐近月合约做陡曲线策略。短期来看，建议继续持有前期做陡曲线头寸，空单则暂时观望。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 11：跨品种策略

	TF1709	期货合约对应到期收益率			5 年国债到期收	10 年国债到期
		T1709	TF1712	T1712	益率	收益率
2017-7-14	3.4951	3.5729	3.4428	3.5685	3.5107	3.5637
2017-7-7	3.4708	3.6066	3.4558	3.6072	3.4838	3.5897
基点变动	2.4	-3.4	-1.3	-3.9	2.7	-2.6

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。