

2017年7月24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

财政缴税影响上周资金趋紧， 本周资金价格或有所回落

观点要点：

- 6月外汇占款小幅减少343亿，MLF净投放667亿，PSL净投放638亿，整体增加基础货币961亿，较前两月有小幅增长。叠加6月M2增速回落，金融去杠杆或见成效。
- 上周央行公开市场操作逆回购净投放5100亿，MLF到期395亿，发行利率均维持不变。本周将有5400亿逆回购到期，周一还有1385亿MLF到期。7月13日投放的3600亿MLF可以完全对冲此次到期量。
- 上周进入企业缴税高峰期，银行间资金面承压。尽管央行加码公开市场操作以缓解资金紧张局面，依然难挡资金价格上涨，短端资金价格悉数上涨。国债到期收益率多数上行，国债期货跟随现货收跌。根据以往经验，财政缴税对资金面造成的影响通常持续3-8天，叠加上周五资金价格已见回落，料缴税因素已在消退，预期本周资金价格带动收益率回落，国债期货价格或上涨。
- 现券方面，上周共发行1314.8亿附息国债和政金债，发行情况较好，认购倍数普遍较高，多数发行利率低于前一日二级市场到期收益率。上周银行间关键期限国债到期收益率短降长升，期限利差有所收窄，信用利差多数扩大。
- 跨品种策略方面，目前10Y-5Y收益率利差水平仍然较低，长期推荐近月合约做陡曲线策略。短期建议继续持有前期做陡曲线头寸，空单则暂时观望。本周起我们建议以期货价格对数收益率的波动率作为对冲比例，具体操作上建议做多1.37手TF1709合约的同时做空1手T1709合约。

一、行情回顾

上周进入财政缴税高峰期，资金面趋紧。尽管央行加量公开市场操作，当周逆回购净投放 5100 亿，短端资金价格仍悉数上涨。国债到期收益率多数上行，国债期货跟随现货收跌。上周 TF1709 对应到期收益率上行 3.5bp，周内收跌 0.14%；T1709 对应到期收益率上行 2.3bp，周内收跌 0.18%；TF1712 对应到期收益率上行 3.8bp，周内收跌 0.16%；T1712 对应到期收益率上行 3bp，周内收跌 0.24%。

图表 1：国债期货合约一周行情统计

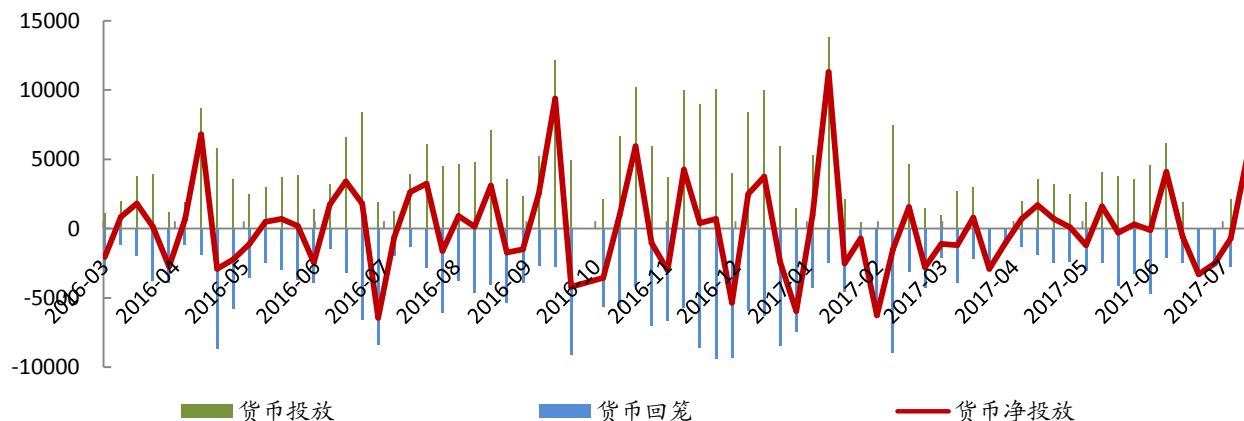
	收盘价			日均成交量（手）			持仓量（手）		
	2017-7-21	2017-7-14	涨跌	2017-7-21	2017-7-14	增减	2017-7-21	2017-7-14	增减
TF1709	97.730	97.870	-0.14%	10138	12116	-1978	46372	51326	-4954
TF1712	97.940	98.095	-0.16%	2549	996	1553	12932	6907	6025
T1709	95.220	95.395	-0.18%	38552	42666	-4114	47808	50854	-3046
T1712	95.200	95.430	-0.24%	2428	1255	1174	10567	7732	2835

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、财政缴税影响上周资金趋紧，本周资金价格或有所回落

上周央行公开市场操作回笼 2000 亿，投放 7100 亿，净投放 5100 亿。此外，上周二 MLF 到期 395 亿。上周逆回购和 MLF 发行利率均维持不变。本周将有 5400 亿逆回购到期，周一至周四分别到期 1300 亿、1400 亿、1300 亿、400 亿和 1000 亿。此外，周一还有 1385 亿 MLF 到期，7 月 13 日投放的 3600 亿 MLF 可以完全对冲此次到期量。

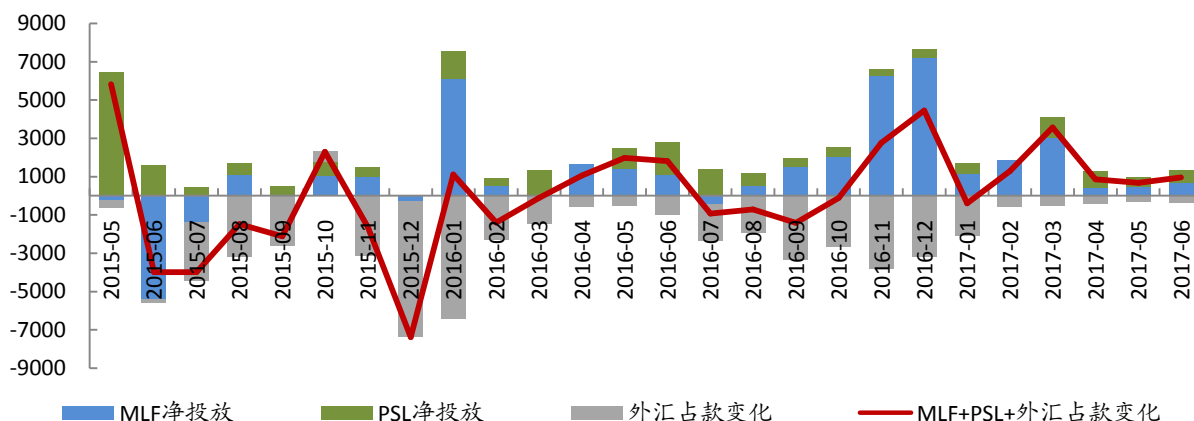
图表 2：央行上周逆回购净投放 5100 亿



来源：Wind，东兴期货研发中心

另外，6 月外汇占款小幅减少 343 亿，MLF 净投放 667 亿，PSL 净投放 638 亿，整体增加基础货币 961 亿，较前两月有小幅增长。叠加 6 月 M2 增速回落，金融去杠杆或见成效。

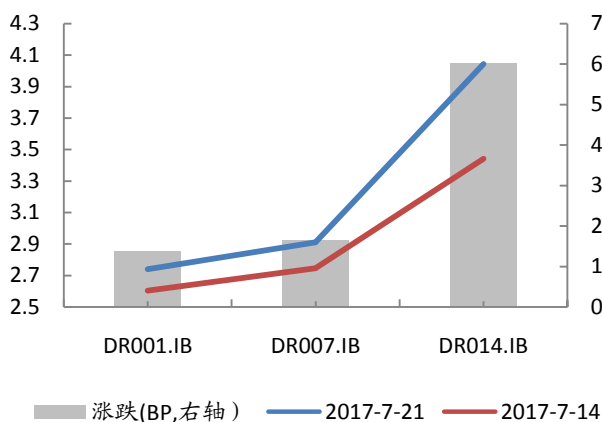
图表 3: 基础货币增量, M2 增速回落, 金融去杠杆或见成效。



来源: Wind, 东兴期货研发中心

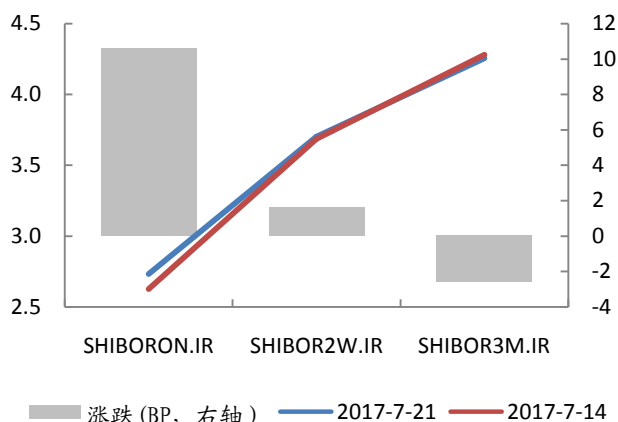
上周短端资金价格悉数上涨。银行间质押利率 1 日上涨 13.78bp 收于 2.7402%, 7 日上涨 16.33bp 收于 2.9099%, 14 日上涨 60.23bp 收于 4.0436%。Shibor 隔夜涨 10.6bp 收于 2.733%, 2 周涨 1.6bp 收于 3.702%, 3 月跌 2.6bp 收于 4.255%。上周进入企业缴税高峰期, 银行间资金面承压。尽管央行加码公开市场操作以缓解资金紧张局面, 依然难挡资金价格上涨。根据以往经验, 财政缴税对资金面造成的影响通常持续 3-8 天, 叠加上周五资金价格已见回落, 料缴税因素已在消退, 料本周资金价格继续回落。

图表 4: 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 5: 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 1314.8 亿付息国债和政金债, 其中, 国债 614.8 亿、国开债 400 亿、进出口债 100 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, 多数发行利率低于前一日二级市场到期收益率。

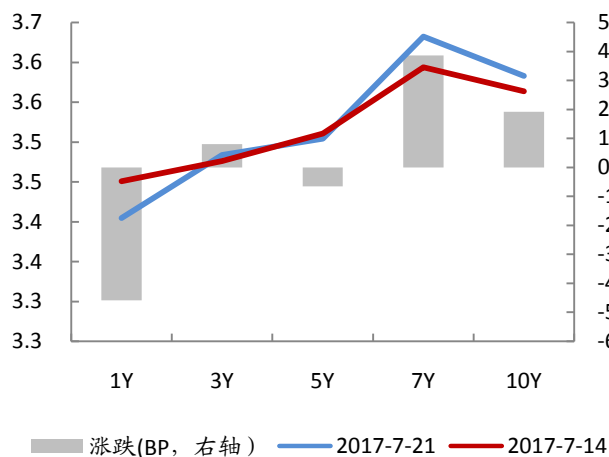
图表 6：一级市场利率债发行

	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 付息国债 13 (续发)	3.57	3.63	-5.99	3.76	323.3	2017-7-19	7
17 付息国债 15	4.05	3.97	8.07	/	291.5	2017-7-21	30
国开债							
17 国开 07 (增 2)	3.53	3.71	-18.36	2.76	60	2017-7-18	1
17 国开 10 (增 15)	4.04	4.17	-13.02	3.15	150	2017-7-18	10
17 国开 06 (增 12)	4.02	4.09	-7.22	3.71	70	2017-7-18	5
17 国开 01 (增 15)	3.85	4.22	-37.13	3.40	50	2017-7-20	7
17 国开 05 (增 14)	3.88	4.03	-15.10	3.39	70	2017-7-20	3
进出口债							
17 进出 09 (增 2)	4.11	4.13	-2.12	3.95	40	2017-7-20	5
17 进出 03 (增 13)	4.11	4.26	-14.74	4.03	30	2017-7-20	10
17 进出 08 (增 2)	3.85	3.76	9.00	5.11	30	2017-7-20	1
农发债							
17 农发 07 (增 10)	3.98	4.05	-6.85	5.15	40	2017-7-17	3
17 农发 09 (增 12)	4.13	4.13	-0.29	5.66	40	2017-7-17	5
17 农发 04 (增 14)	3.83	4.24	-41.48	5.10	30	2017-7-19	7
17 农发 05 (增 23)	3.85	4.27	-42.43	6.17	40	2017-7-19	10
17 农发 08 (增 12)	3.61	3.76	-14.82	6.53	50	2017-7-19	1

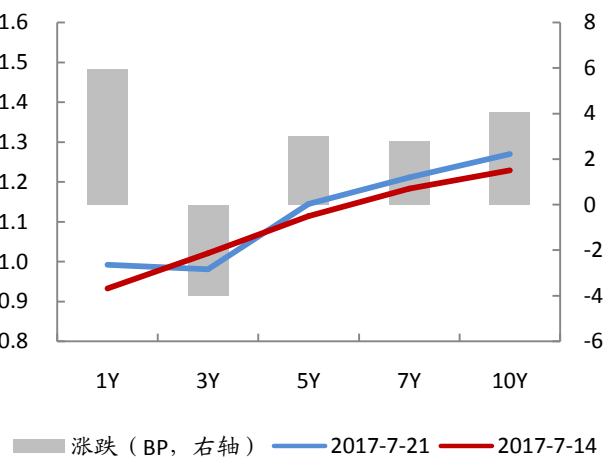
来源：Wind，东兴期货研发中心

二级市场方面，上周银行间关键期限国债到期收益率短降长升，期限利差有所收窄。具体地，1 年期降 4.59bp 收于 3.4047%、3 年期升 0.8bp 收于 3.484%、5 年期降 0.66bp 收于 3.5041%、7 年期升 3.86bp 收于 3.6324%，10 年期升 1.92bp 收于 3.5829%。缴税因素影响逐渐消退，料本周流动性紧张局势有所好转。叠加上周一二级市场发行利率大幅低于二级市场到期收益率，本周国债利率或见小幅回落。上周信用利差多数扩大。

图表 7：银行间关键期限国债到期收益率



图表 8：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

上周 1709 合约的对应到期收益率曲线整体上行，变平 1.2bp；1712 合约的对应收益率曲线整体上行并变平 0.8bp。中债国债到期收益率曲线短降长升，整体变陡 2.6bp。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。以往我们推荐根据久期中性原理来决定对冲比例（即 2 手 TF 合约对 1 手 T 合约），但收益的稳定性有待提高。经过对收益率水平和稳定性的实证检验，本周起我们建议以期货价格对数收益率的波动率作为对冲比例，具体操作上建议做多 1.37 手 TF1709 合约的同时做空 1 手 T1709 合约。

图表 9：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
2017-7-21	3.5301	3.5962	3.4810	3.5987	3.5041	3.5829
2017-7-14	3.4951	3.5729	3.4428	3.5685	3.5107	3.5637
基点变动	3.5	2.3	3.8	3.0	-0.7	1.9

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。