



# 国债期货月报

期货研究报告

2017年7月31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

## 8月流动性或改善， 尝试做多TF合约

### 观点要点：

- 7月多重因素利空现券，期货随现券收跌。五年期国债期货呈下跌趋势，十年期国债期货横向震荡。
- 我们发现，SHIBOR 3M 和 GC091 与 TF 主力合约对应到期收益率的相关系数较高。通过分析基本面预期流动性水平或帮助我们判断 TF 主力合约在一段时间内的方向。我们从基础货币和信贷两个方面来分析 8 月份的流动性。基础货币方面分析了财政存款、外汇占款以及公开市场操作。信贷方面分析了 M2 各派生渠道的同比拉动、银行去杠杆进程以及社会融资规模。
- 通过分析，我们认为，财政存款和外汇占款可能会支撑 8 月份 TF 合约的价格，央行公开市场操作可能是月内的调整因素，而信贷数据反映出的去杠杆成效对期货可能形成长期的支撑。因此我们 8 月份整体看多 TF 合约，并根据央行的投放情况做月内的调整。
- 可交割券方面，7 月各活跃可交割券到期收益率均上行，上半月期货表现强于现券，下半月现券表现强于期货。目前近月合约 IRR 已有比较明显的降幅，多数低于资金利率。近月合约净基差已全部转正，8 月中旬左右会完成近远月主力合约的切换。在主力合约移仓之后，“次季净基差 - 当季净基差”倾向于走阔。因此我们建议在这个时点做多跨期价差，并持有至交割月。具体操作上，做多 1709 合约的同时做空 1712 合约。

## 正文目录

一、行情回顾: 多重因素利空现券, 期货随现券收跌	4
二、方向性策略: 8月看多 TF 合约	5
三、7月资金扰动因素较多, 资金面整体紧平衡	9
四、一级市场发行情况良好, 二级市场现货表现转为强于期货	10
五、总结	13

# 8月流动性或改善， 尝试做多TF合约

## 一、行情回顾：多重因素利空现券，期货随现券收跌

7月第一周，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。

第二周公布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。

第三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。叠加二季度GDP超预期，基本面压力较大，国债到期收益率多数上行，国债期货跟随现货收跌。

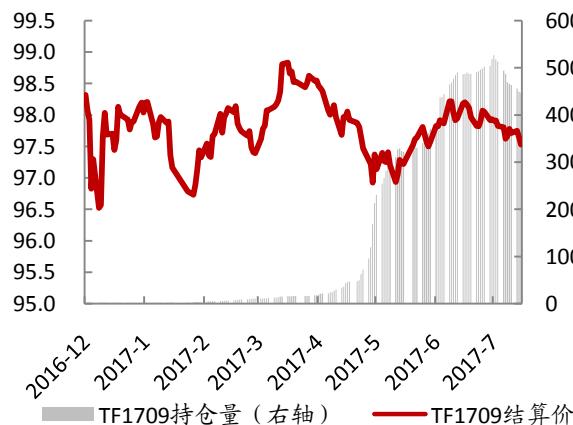
最后一周央行公开市场净投放量减少，叠加8月特别国债到期续做问题，市场情绪偏谨慎，导致债市进一步下跌，国债期货跟随现货收跌。整体来看，7月份，五年期国债期货呈下跌趋势，十年期国债期货横向震荡。

图表1：国债期货7月行情

	2017-06-30	2017-07-28	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量 (手)	日均成交量 (手)
TF1709	97.97	97.47	-0.50	-0.51%	48,277	9,830
T1709	95.24	94.95	-0.29	-0.30%	50,443	40,280
TF1712	97.99	97.71	-0.28	-0.29%	8,521	1,534
T1712	95.18	95.00	-0.18	-0.19%	9,049	2,280

来源：Wind，东兴期货研发中心

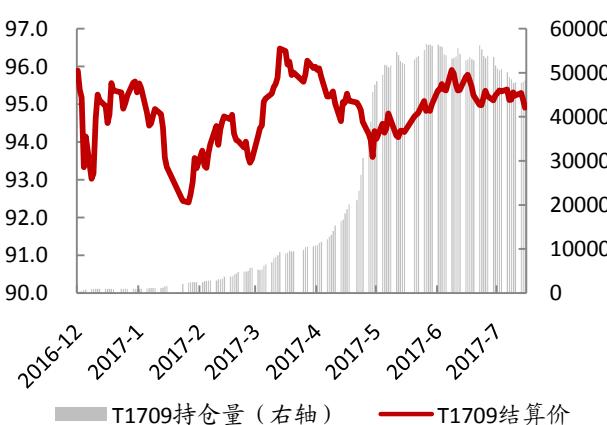
图表2：TF1709合约月内量价齐跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

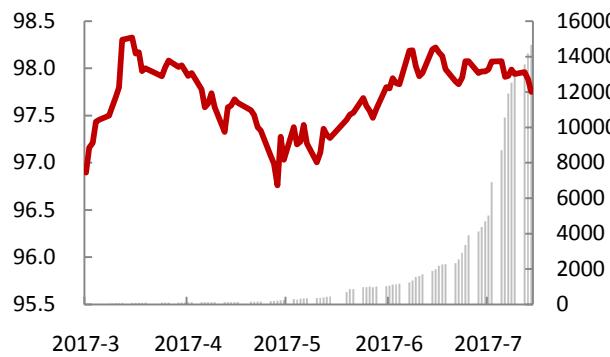
图表4：TF1712合约月内量涨价跌

图表3：T1709合约月内量价齐跌

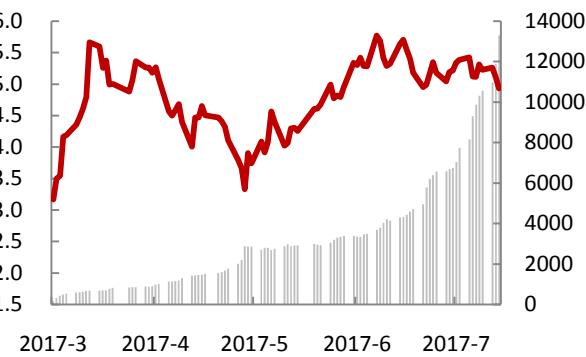


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表5：T1712合约月内量涨价跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心



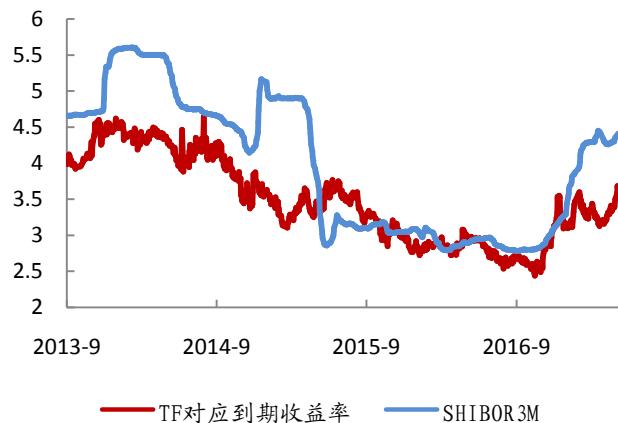
来源: Wind, 东兴期货研发中心

香港五年期国债期货 HTFF1709 本月横向震荡，收跌 0.13%，月内日均成交 44 手，日均持仓 598 手；HTFF1712 本月横向震荡，收跌 0.04%，月内日均成交 3 手，日均持仓 17 手。债券通的开通目前尚未带动香港国债期货成交量上涨，持仓依然较少。

## 二、方向性策略：8 月看多 TF 合约

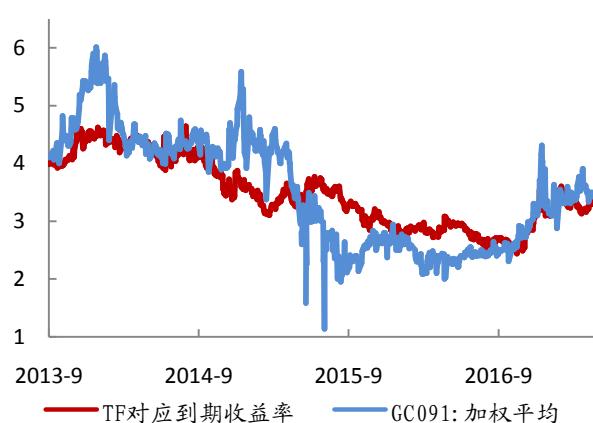
随着监管机构加大对金融去杠杆的重视，流动性成为近期的焦点。那么在去杠杆的过程中，流动性与国债期货是否存在关联呢？我们将国债期货主力合约的对应到期收益率与几个重要的反映流动性的利率做了相关性分析，包括上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）、回购定盘利率（FR）、银行间质押式回购利率（R 和 DR）、上证所新质押式国债回购利率（GC）和深交所质押式回购利率（R-）。我们发现，TF 合约与以上利率的相关性高于 T 合约。表现最突出的是 SHIBOR 3M 和 GC091，它们与 TF 主力合约对应到期收益率的相关系数分别为 0.85 和 0.84。因此我们认为，通过分析基本面预期未来一段时间的流动性情况可以在一定程度上帮助我们判断 TF 主力合约在未来一段时间内的方向。

图表 6: TF 与 SHIBOR 3M 相关系数为 0.85



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: TF 与 GC091 相关系数为 0.84

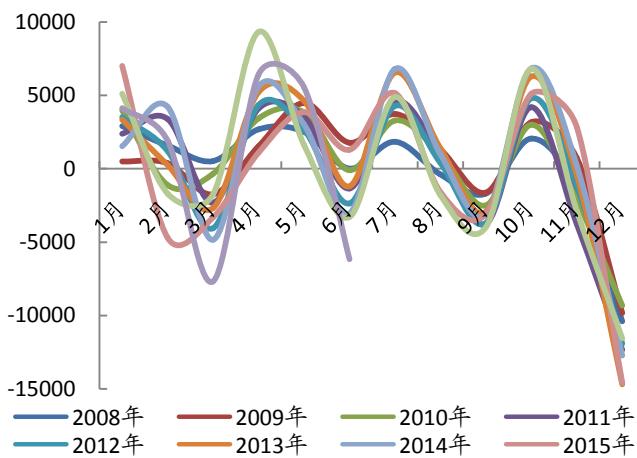


来源: Wind, 东兴期货研发中心

我们从基础货币和信贷两个方面来分析流动性。基础货币主要受三个因素的影响，包括财政存款的变化、央行外汇占款的变化和央行公开市场操作。接下来我们分别对这三个因素进行判断。

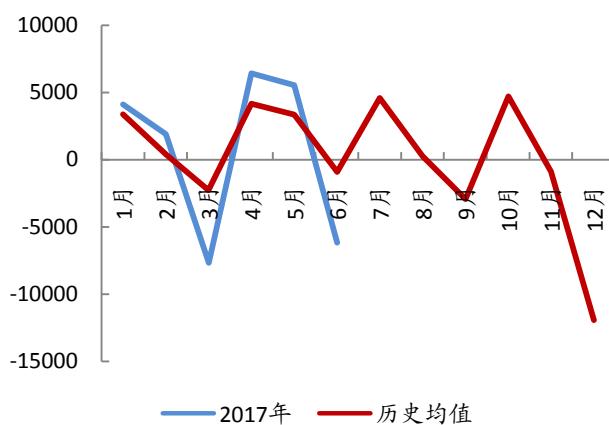
财政存款的变动存在较强的季节性扰动，7月资金面偏紧有很大一部分原因是财政缴税。以历史经验来看，8月份新增财政存款通常小于7月份，因此预期8月新增财政存款所回笼的基础货币量会少于7月。8月新增财政存款对流动性的压力会明显小于7月，对利率的影响可能会是向下带动的，那么对TF可能会有向上的支撑。另外，近期媒体传财政部计划续发6000亿元用于成立中投公司的特别国债，该国债将于8月29日到期。市场普遍预期央行将继续持有，对市场的影响预期不大。

图表 8: 新增财政存款受季节因素扰动



来源: Wind, 东兴期货研发中心

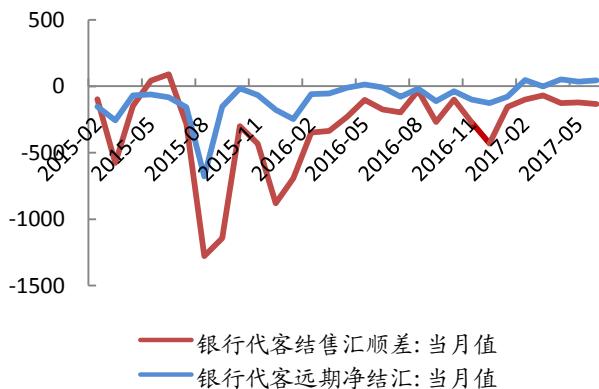
图表 9: 今年新增财政存款的幅度大于历史均值



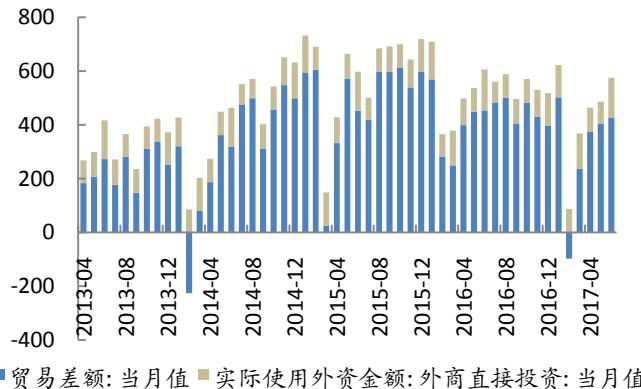
来源: Wind, 东兴期货研发中心

从外汇占款来看，预期8月外汇占款降幅有所减小。首先，银行代客远期净结汇值已转正，叠加银行代客结售汇逆差有所收窄，表明企业和居民的结汇意愿增强，对未来外汇占款的持续下降有一定的阻力。其次，贸易顺差与实际使用外资金额的总额会增加外汇占款，而该数值往年8月份通常会高于7月份，预期下个月依然会高于本月，即在一定程度上增加外汇占款。最后，美元兑人民币远期汇率呈下行趋势，人民币升值会带动热钱流入，从而增加外汇占款。综上，我们预期8月外汇占款的减少可能会少于7月，从而减少基础货币的回笼，减缓流动性的压力，带动利率下行，支撑TF主力合约上行。

图表 10: 企业和居民结汇意愿增强



图表 11: 贸易顺差与实际使用外资金额进入增长周期



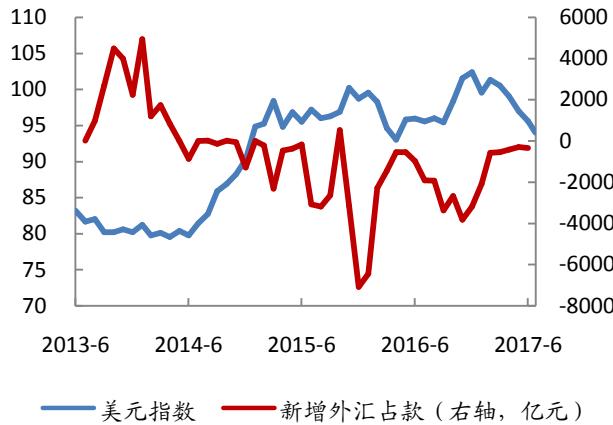
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 人民币升值带动热钱流入压力



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 新增外汇占款与美元指数反向变动

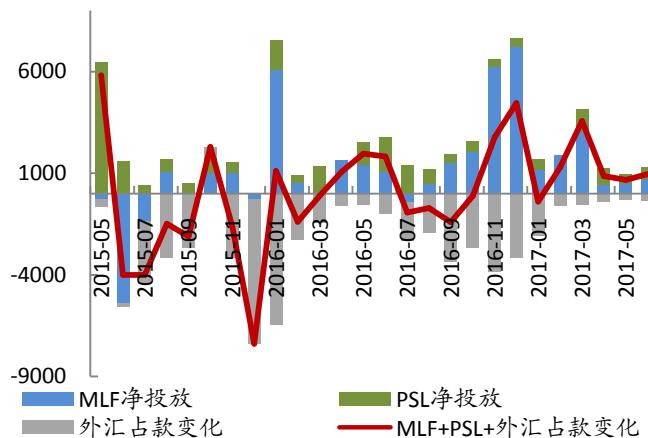


来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

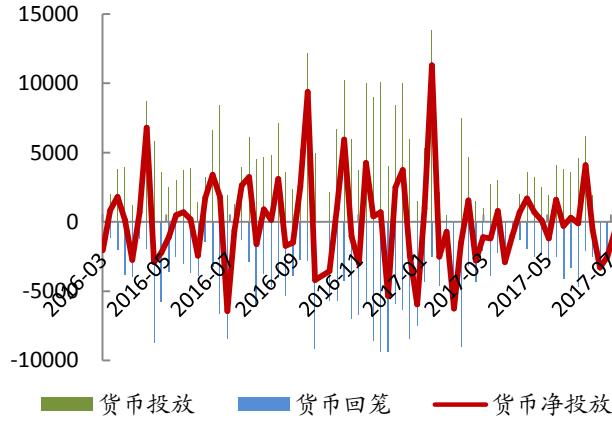
公开市场操作对基础货币的投放相对来说是较难预测的，主要取决于央行的态度。但央行近期有明显的“削峰填谷”动作，目的可能在于维持货币的紧平衡。我们看到，近几个月 MLF 和 PSL 净投放总量在弥补了外汇占款减少额度以后剩余的部分是比较稳定的，这可能已经成为 4 月监管趋严以后的常态，料 8 月对流动性有超预期影响的可能性不大。就逆回购而言，8 月第一周将到期 7500 亿，如果央行不续做，可能会在前期对流动性造成一定的压力，但后期压力可能会得到释放；如果央行续做，那么 8 月整体的逆回购净投放可能会相对更平衡。综上，8 月份公开市场操作对基础货币的投放难以预测，可能会是前期偏紧后期偏松，也可能会是整月紧平衡。

图表 14: 公开市场操作对冲外汇占款减少的影响



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 央行逆回购周度净投放统计



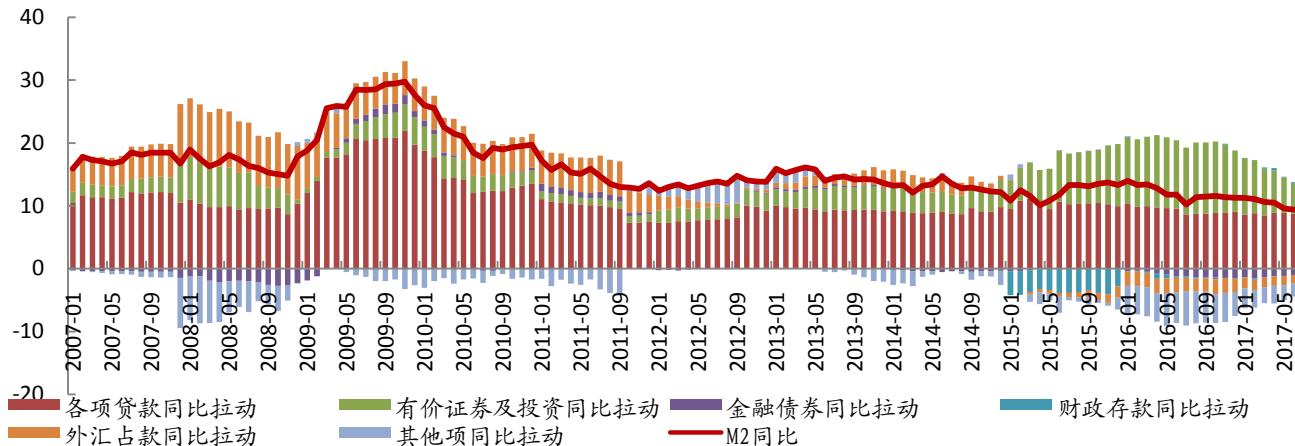
来源: Wind, 东兴期货研发中心

综合以上三方面的分析，我们认为 8 月基础货币的投放量可能会高于 7 月，从而在一定程度上放松流动性，进而带动利率下行，支撑 TF 合约上行。

接下来，我们从信贷方面来看 8 月份流动性如何变。今年以来，M2 同比增速持续下降。通过对派生渠道进行分解，我们看到，金融机构有价证券及投资的增加对 M2 的同比拉动最明显，而各项贷款对 M2 的同比拉动变化不大。因此，我们认为目前 M2

减速增长并不代表实体经济的增长会受到抑制。反而，有价证券及投资的减速增长或许可以在一定程度上表明金融去杠杆有所成效。

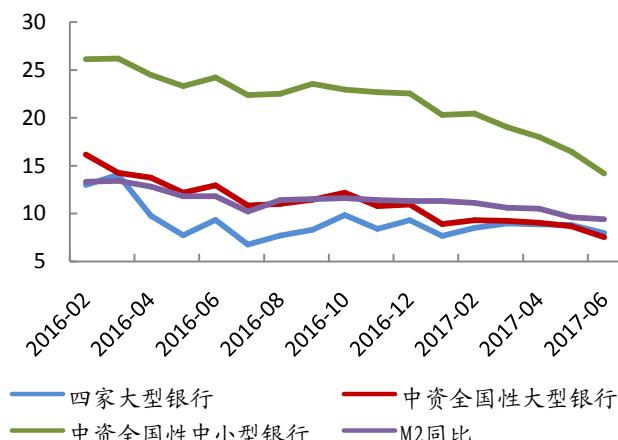
图表 16: 有价证券及投资同比拉动 M2 增速下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

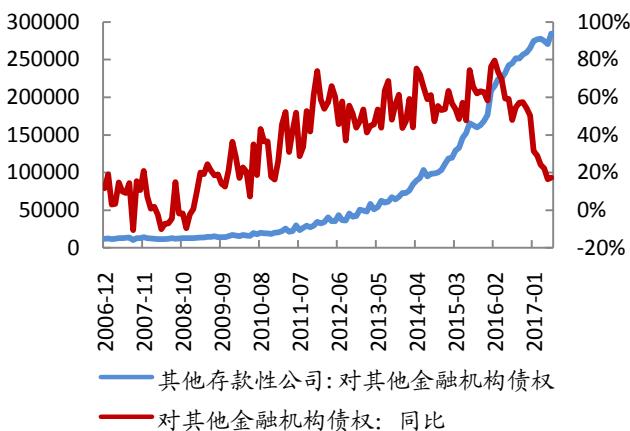
银行层面上，去杠杆也有所成效。银行广义信贷在央行 MPA 考核中占较重比例，资金相对较少的中资全国性中小银行成为主力军，其广义信贷在今年以来持续减速增长。此外，今年以来商业银行对其他金融机构债券同比大幅降低，表明同业链条去化成效显著。

图表 17: 银行广义信贷（不含表外理财）同比增速减缓



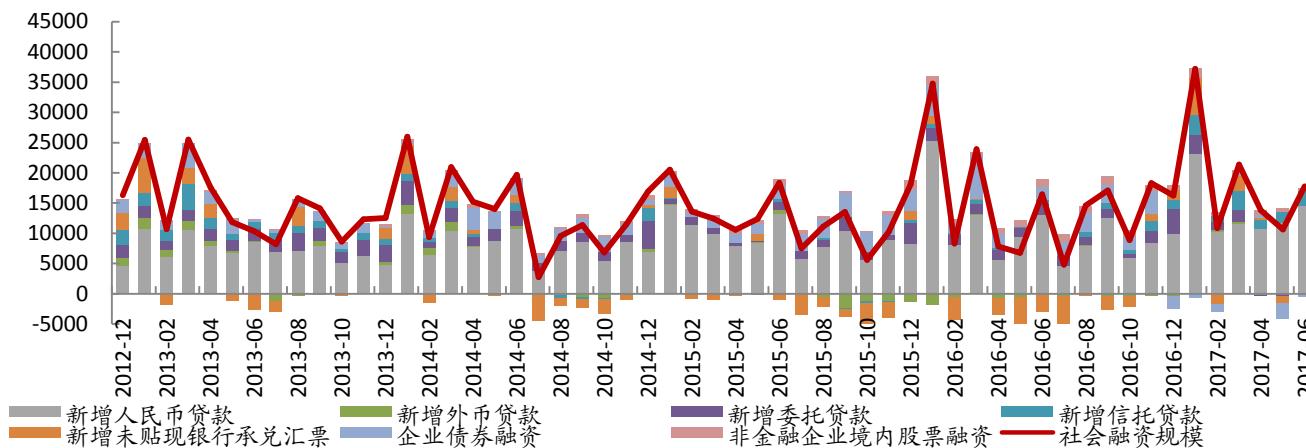
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 同业链条去化成效显著



来源: Wind, 东兴期货研发中心

从社会融资规模来看，今年 5 月份以来，新增人民币贷款带动社融规模增长，一定程度上表明资金脱虚向实、支持实体经济发展。

**图表 18: 6月新增人民币贷款拉动社融规模增速增长**


来源: Wind, 东兴期货研发中心

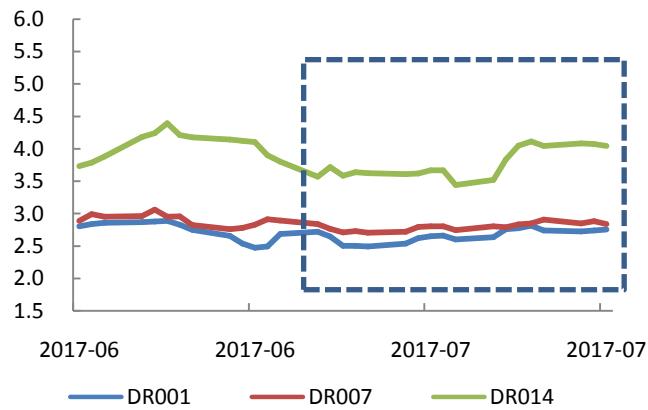
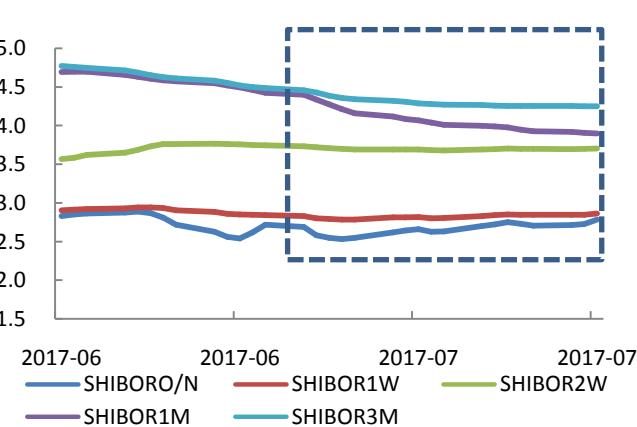
综上, M2 减速增长, 贷款带动社融增长, 叠加今年前两个季度 GDP 增长超预期, 我们认为信贷在总体上是良性变化, 有利于降低全社会的杠杆率。因此, 近来信贷数据的变化在长期来看或许利好实体经济, 对国债收益率继续上行形成阻力, 进而支撑国债期货上行。

通过对基础货币和信贷两个方面的分析, 我们认为, 财政存款和外汇占款可能会对 8 月份五年国债期货合约的价格形成向上的支撑, 央行公开市场操作可能会是月内的调整因素, 而信贷数据反映出的去杠杆成效对国债期货可能形成长期的支撑。因此我们 8 月份整体看多 TF 合约, 并根据央行的投放情况做月内的调整。

### 三、7月资金扰动因素较多, 资金面整体紧平衡

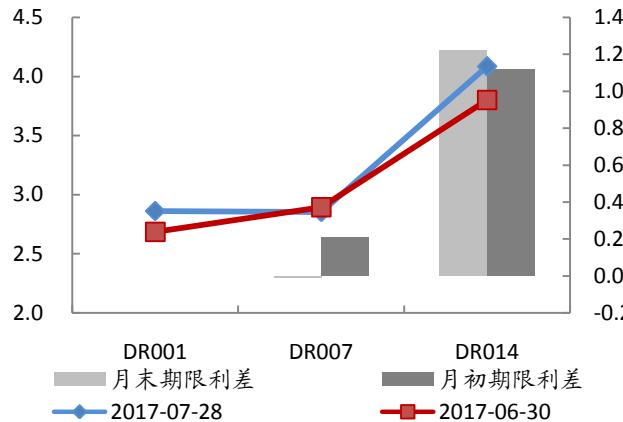
公开市场操作方面, 7 月央行共投放逆回购 19800 亿, 逆回购到期 15100 亿, 月内净投放 4700 亿。半年期 MLF 投放 3600 亿, 半年期和一年期 MLF 回笼 3575 亿, 净投放 25 亿。公开市场操作利率维持不变。

资金方面, 各期限资金价格月内涨跌不一。央行精准投放流动性以对冲到期量和财政缴税及地方政府债券发行缴款等, 7 月资金整体紧平衡。

**图表 19: 银行间质押式回购利率**

**图表 20: 上海银行间同业拆借利率**


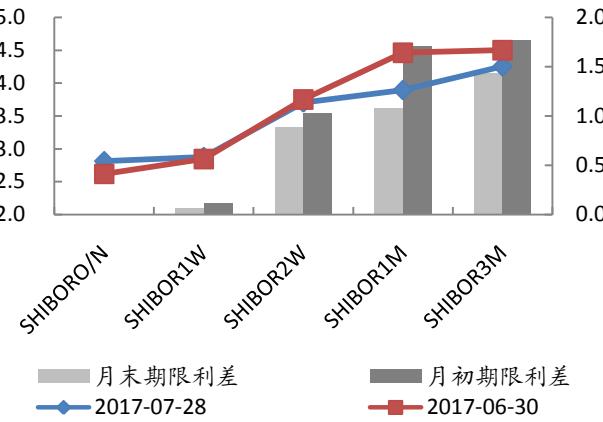
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 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 22: 上海银行间同业拆借利率涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

#### 四、一级市场发行情况良好，二级市场现货表现转为强于期货

一级市场方面，7月共发行附息国债和政策性金融债4902.7亿，其中，附近国债2184.2亿，国开债1539亿，口行债409.5亿，农发债770亿。一级市场发行认购倍数较高，以发行规模加权平均计算，附息国债的认购倍数为3.17，国开债认购倍数3.38，口行债认购倍数3.64，农发债认购倍数6.32。从发行利率上来看，附息国债的发行利率与前一日二级市场到期收益率差距不大，范围在负13bp至正15bp之间。而农发债一级二级市场利率差距较大，范围在负140bp至0bp之间。总体来看，7月利率债一级市场发行情况较好。

图表 23: 7月一级市场利率债统计

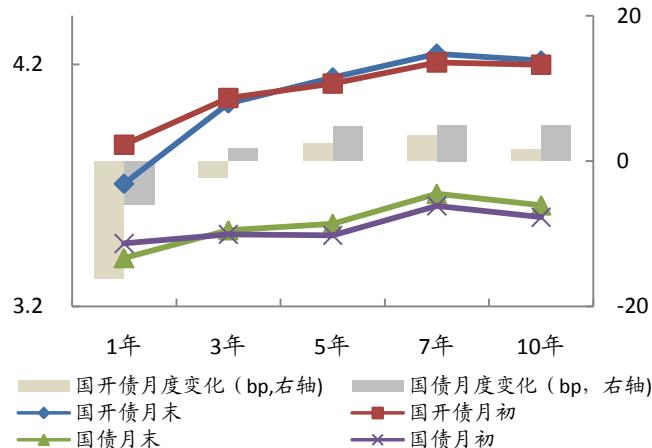
债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	票面利率 (%)	前一日二级 市场收益率	认购倍数
17附息国债09(续2)	2017-7-5	321	1	3.32	3.45	2.3
17附息国债10(续2)	2017-7-5	321.6	10	3.52	3.60	4.2
17附息国债12(续发)	2017-7-12	281.4	2	3.62	3.47	2.7
17附息国债14	2017-7-12	322.6	5	3.47	3.51	3.6
17附息国债13(续发)	2017-7-19	323.3	7	3.57	3.63	3.8
17附息国债15	2017-7-21	291.5	30	4.05	3.97	1.7
17附息国债16	2017-7-26	322.8	3	3.46	3.49	3.9
17国开05(增12)	2017-7-4	50	3	3.88	4.07	6.9
17国开07	2017-7-4	89	1	3.53	3.87	4.1
17国开10(增13)	2017-7-4	100	10	4.04	4.23	3.7
17国开01(增13)	2017-7-6	50	7	3.85	4.21	2.3
17国开06(增10)	2017-7-6	70	5	4.02	4.12	3.2
17国开01(增14)	2017-7-11	50	7	3.85	4.22	2.1
17国开06(增11)	2017-7-11	70	5	4.02	4.15	3.7
17国开05(增13)	2017-7-13	70	3	3.88	4.02	2.7

17 国开 07 (增发)	2017-7-13	70	1	3.53	3.78	1.9
17 国开 10 (增 14)	2017-7-13	140	10	4.04	4.18	3.6
17 国开 06 (增 12)	2017-7-18	70	5	4.02	4.09	3.7
17 国开 07 (增 2)	2017-7-18	60	1	3.53	3.71	2.8
17 国开 10 (增 15)	2017-7-18	150	10	4.04	4.17	3.2
17 国开 01 (增 15)	2017-7-20	50	7	3.85	4.22	3.4
17 国开 05 (增 14)	2017-7-20	70	3	3.88	4.03	3.4
17 国开 06 (增 13)	2017-7-25	70	5	4.02	4.11	3.8
17 国开 07 (增 3)	2017-7-25	50	1	3.53	3.69	1.9
17 国开 10 (增 16)	2017-7-25	140	10	4.04	4.18	3.4
17 国开 05 (增 15)	2017-7-27	70	3	3.88	4.04	4.4
17 国开 01 (增 16)	2017-7-27	50	7	3.85	4.24	3.4
17 进出 07 (增 6)	2017-7-6	30	3	4.37	4.09	3.6
17 进出 08 (增发)	2017-7-6	30	1	3.85	3.89	5.2
17 进出 09	2017-7-6	40	5	4.11	4.20	3.5
17 进出 03 (增 12)	2017-7-13	30	10	4.11	4.26	4.3
17 进出 07 (增 7)	2017-7-13	30	3	4.37	4.07	4.7
17 进出 09 (增发)	2017-7-13	50	5	4.11	4.14	2.8
17 进出 03 (增 13)	2017-7-20	30	10	4.11	4.26	4.0
17 进出 08 (增 2)	2017-7-20	30	1	3.85	3.76	5.1
17 进出 09 (增 2)	2017-7-20	40	5	4.11	4.13	4.0
17 进出 09 (增 3)	2017-7-27	59.5	5	4.11	4.13	2.2
17 进出 07 (增 8)	2017-7-27	40	3	4.37	4.05	2.9
17 农发 07 (增 8)	2017-7-3	55	3	3.98	4.13	10.6
17 农发 08 (增 10)	2017-7-3	55	1	3.61	3.97	10.0
17 农发 09 (增 10)	2017-7-3	50	5	4.13	4.17	9.3
17 农发 05 (增 22)	2017-7-12	50	10	3.85	4.29	6.9
17 农发 07 (增 9)	2017-7-12	50	3	3.98	4.09	4.9
17 农发 08 (增 11)	2017-7-12	50	1	3.61	3.88	5.4
17 农发 09 (增 11)	2017-7-12	50	5	4.13	4.16	5.5
17 农发 07 (增 10)	2017-7-17	40	3	3.98	4.05	5.1
17 农发 09 (增 12)	2017-7-17	40	5	4.13	4.13	5.7
17 农发 04 (增 14)	2017-7-19	30	7	3.83	4.24	5.1
17 农发 05 (增 23)	2017-7-19	40	10	3.85	4.27	6.2
17 农发 08 (增 12)	2017-7-19	50	1	3.61	3.76	6.5
17 农发 04 (增 15)	2017-7-24	30	7	3.83	4.24	4.2
17 农发 05 (增 24)	2017-7-24	40	10	3.85	4.25	5.1
17 农发 10	2017-7-24	40	1	3.58	3.69	4.5
16 农发 13 (增 4)	2017-7-26	50	5	2.98	4.13	3.0
16 农发 12 (增 3)	2017-7-26	50	3	2.63	4.03	/

来源: Wind, 东兴期货研发中心

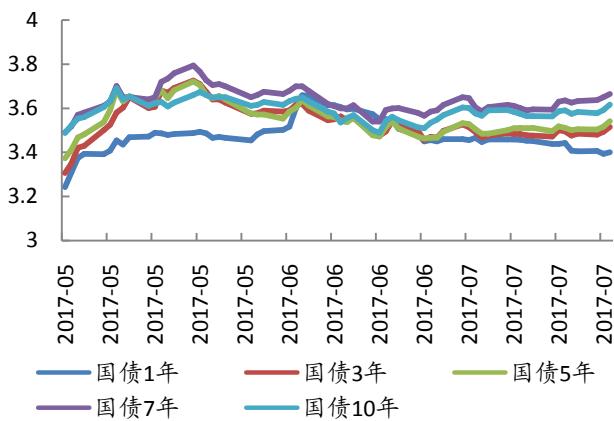
二级市场方面，7月国债到期收益率呈横盘震荡走势，除1Y收益率下跌外，其它关键期限收益率均于月末小幅收涨，各期限与1Y期限利差均有所扩大。国开债表现略强于国债。

图表 24: 收益率曲线小幅抬升



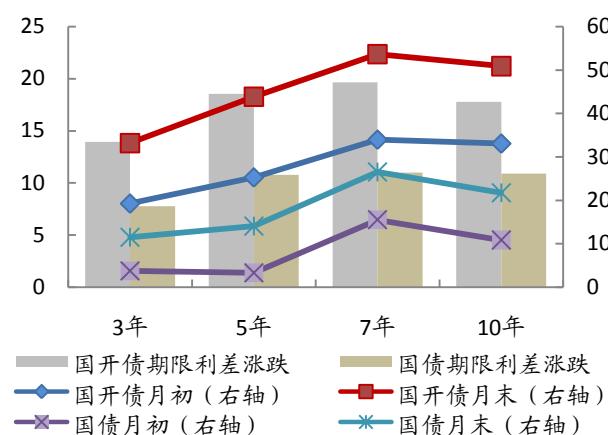
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 26: 国债到期收益率月内呈震荡走势



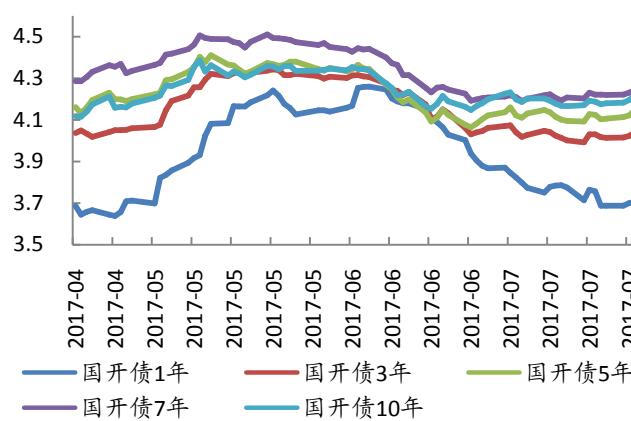
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 25: 期限利差全线扩大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 27: 国开债到期收益率月内呈震荡走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

信用债方面，信用利差月内呈震荡走势，月末小幅收窄。信用债期限利差月内继续走阔，与国债期限利差差距继续拉大。

**图表 28: 信用利差月内震荡, 月末小幅收窄**


来源: Wind, 东兴期货研发中心

**图表 29: 信用债期限利差月内继续走阔**


来源: Wind, 东兴期货研发中心

可交割券方面, 7月各活跃可交割券到期收益率均上行, 上半月期货表现强于现券, 下半月现券表现强于期货。目前近月合约IRR已有比较明显的降幅, 多数低于资金利率。目前, 近月合约净基差已全部转正, 8月中旬左右会完成近远月主力合约的切换。在主力合约移仓之后, “次季净基差-当季净基差”倾向于走阔。因此我们建议在这个时点做多跨期价差, 并持有至交割月。具体操作上, 做多1709合约的同时做空1712合约。

**图表 30: 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 (%)	较上月涨跌 (BP)
			2017-07-28	2017-06-30				
TF	120015. IB	1	3.5609	3.5411	1.98	国债	3.54	4.77
	150007. IB	9	3.5100	3.4600	5.00	国开债	4.13	0.98
	170007. IB	1,139	3.5700	3.4875	8.25	进出口债	4.13	-3.17
	170014. IB	756	3.5400	/	/			
T	160010. IB	90	3.6903	3.5602	13.01	国债	3.60	3.51
	170004. IB	157	3.5200	3.5000	2.00	国开债	4.20	0.21
	170006. IB	472	3.6483	3.5900	5.83	进出口债	4.27	-4.84
	170010. IB	1,329	3.5975	3.5675	3.00			

来源: Wind, 东兴期货研发中心

## 五、 总结

7月多重因素利空现券, 期货随现券收跌。五年期国债期货呈下跌趋势, 十年期国债期货横向震荡。本月我们提出了通过判断流动性水平(从而判断资金利率水平)来对TF合约价格走势做出判断的策略。我们从基础货币和信贷两个方面分析了8月份的流动性。基础货币方面分析了财政存款、外汇占款以及公开市场操作。信贷方面分析了M2各派生渠道的同比拉动、银行去杠杆进程以及社会融资规模。通过分析, 我们认为, 财政存款和外汇占款的变化可能会支撑8月份TF合约的价格, 央行公开市场操作可能是月内的调整因素, 而信贷数据反映出的去杠杆成效对期货可能形成长

期的支撑。因此我们8月份整体看多TF合约，并根据央行的投放情况做月内的调整。此外，近月合约净基差已全部转正，8月中旬左右会完成近远月主力合约的切换。在主力合约移仓之后，“次季净基差-当季净基差”倾向于走阔。因此我们建议在这个时点做多跨期价差，具体操作上，做多1709合约的同时做空1712合约。

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。