

2017年12月08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

别慌, MLF 操作旨在熨平流动性

观点要点:

- 当前市场对经济增长预期的分歧体现在胶着的价格上。如果下周经济数据未超预期, 短期内债市的主导因素仍将是资金和政策面, 料难有趋势性的涨跌。预计短期内十年利率中枢在 3.85%-4%, 对应 T1803 合约价格区间在 91.92-93.39。
- 央行本月开展两次 MLF 操作旨在熨平月内流动性, 原因有四: 月初资金转松, 此时央行如果大规模续作 MLF 会导致资金过度宽松, 机构再加杠杆; 下周将有 4800 亿逆回购到期, 叠加缴税缴准高峰期, 资金大概率趋紧, 届时央行需投放大量资金; 下半月开始将陆续有大量财政投放, 预计超 2 万亿, 央行需通过公开市场回收部分流动性, 要依赖于下周投放的短期逆回购; 资本外流将是长期过程, 其影响并不是一次 MLF 操作能够对冲的。无论是为熨平流动性, 还是为美联储加息做准备, 甚至是上调政策利率, 下一次 MLF 操作大概率是在下周四。
- 目前老券 130005.IB 以及 160017.IB 较活跃, 且 IRR 水平在 4% 以上, 高于短端资金利率。但考虑到 1803 合约交割前要经历跨年、跨春节等资金扰动时期, IRR 收益有无法覆盖资金成本的风险, 正套需谨慎。
- 本周 T 合约跨期价差下行的主因是 T1803 净基差小幅上行, 当前净基差仍在历史较低水平, 后期继续上行的概率较大。而 T1806 合约距离交割尚有一段时间, 净基差的上行可能相对缓慢。因此, T1806-T1803 净基差之差仍有下行空间, 即 T 合约跨期价差仍有收窄的空间。建议做空跨期价差, 做空 T1803 合约的同时做多 T1806 合约。
- 中债利差触及 20 日均线, 跨品种套利在多空两方向上均有空间。下周公布经济数据, 若增速超预期, 叠加近期监管加严、货币政策难松, 十年利率或小幅上行。建议做陡曲线策略, 做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

一、资金面和政策面仍是主导因素，债市短期或延续震荡

本周国债期货呈震荡走势，小幅收跌，跌幅略大于现券。周二央行官员表示新的货币政策框架正在形成，并提及新兴经济体也应该启动货币政策正常化，引发市场的加息预期，期债午后跳水。周三晚间银监会发布《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，新增流动性风险监管指标并对同业负债的监测指标作出修改，旨在兼顾短中期流动性管理，降低商业银行的流动性风险。流动性管理办法给银行留出近一年的过渡期，短期可能会带来一定的冲击，但长期来看是有利于金融体系去杠杆及风险出清的。中国 11 月进口同比增 15.6%，预期 12.5%，前值 15.9%；出口增 10.3%，预期 2%，前值 6.1%；贸易顺差 2636 亿元，前值 2544.7 亿元。贸易顺差增加，带动 11 月外汇储备升至 3.11928 万亿美元，较 10 月增 100.64 亿美元，续创 2016 年 10 月以来新高，连续 10 个月上涨。11 月贸易数据和 PMI 数据好于预期，表明经济仍有韧性。当前市场对 11 月经济增长的预期存在分歧，而多空的对抗也部分体现在了胶着的价格上。如果下周四公布的经济数据未能大幅超预期，那么短期内债市的主导因素仍将是资金面和政策面，料难有趋势性的涨跌。预计短期内十年利率中枢在 3.85%-4%，近期期现利差在 5-10bp 内波动，对应的 T1803 合约价格区间在 91.92-93.39。

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）		
	2017/12/7	2017/11/30	涨跌	2017/12/7	2017/11/30	增减	2017/12/7	2017/11/30	增减
TF1803	96.440	96.545	-0.11%	10831	11067	-235	44371	46007	-1636
TF1806	96.780	96.695	0.09%	26	14	13	72	16	56
T1803	92.890	92.980	-0.10%	44976	46754	-1779	57705	60117	-2412
T1806	93.150	93.170	-0.02%	325	140	185	1075	943	132

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：T1803 利率敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.8	3.85	3.9	3.95	4	4.05	4.1
-10	94.86	94.49	94.12	93.75	93.39	93.02	92.65
-5	94.49	94.12	93.75	93.39	93.02	92.65	92.29
0	94.12	93.75	93.39	93.02	92.65	92.29	91.92
5	93.75	93.39	93.02	92.65	92.29	91.92	91.55
10	93.39	93.02	92.65	92.29	91.92	91.55	91.18
15	93.02	92.65	92.29	91.92	91.55	91.18	90.82
20	92.65	92.29	91.92	91.55	91.18	90.82	90.45

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、 央行两次 MLF 操作以熨平流动性，料下周资金紧平衡

公开市场操作方面，本周央行公开市场回笼 7800 亿，投放 2700 亿，净回笼 5100 亿，下周公开市场到期 4800 亿。周三央行全额续作当日到期的 1880 亿 MLF，一改过去半年于每月第一笔 MLF 到期时一次性续作整月到期量的操作方法。此举超出市场预期，引发期债跌幅迅速扩大。央行主管金融时报随即发文称，预计 12 月份央行将开展两次 MLF 操作以熨平流动性，今年春节央行大概率也会推出类似 2017 年春节临时流动性便利安排，跨年、跨春节流动性供应是有保障的。官方的及时解读安抚了市场悲观情绪，期债随即止跌反弹。

近期美国加息和税改引发了市场对资本外流的担忧，因此市场多认为央行本月开展两次 MLF 操作是为美联储加息做准备，提前留出操作空间。但我们认为此举确实旨在熨平月内流动性，原因有四：其一，月初资金转松，尽管本周央行大幅回笼资金，短端资金价格依然持续下行，此时央行如果大规模续作 MLF 可能会导致资金过度宽松，再度引起机构大规模加杠杆的行为。其二，下周将有 4800 亿逆回购到期，叠加缴税缴准高峰期，资金大概率趋紧，届时央行需要投放大量的资金。其三，下半月开始将陆续有大量财政投放，历史投放均值在 2 万亿以上，尽管有季末考核和同业存单到期等压力，央行可能仍然需要通过公开市场回收一部分流动性，这便要依赖于下周投放的 7 天和 14 天期逆回购。其四，资本外流将是一个长期的过程，其将带来的影响可能并不是一次 MLF 操作能够对冲的。但退一步讲，无论是为熨平流动性，还是为美联储加息做准备，甚至是上调政策利率，下一次 MLF 操作大概率是在下周四。

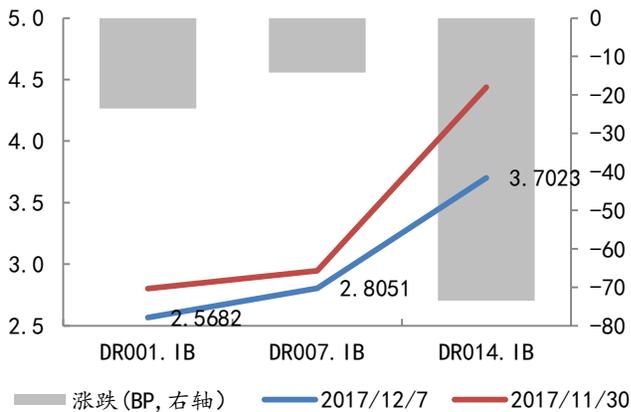
图表 3：公开市场操作

	逆回购 净投放	7 天逆回购 投放/回笼	14 天逆回购 投放/回笼	28 天逆回购 投放/回笼	63 天逆回购 投放/回笼	MLF 投放/回笼
2017/12/4	0/900	0/700	0/200	0/0	0/0	
2017/12/5	0/1700	0/1300	0/400	0/0	0/0	
2017/12/6	0/2400	0/1600	0/800	0/0	0/0	1880/1880
2017/12/7	2700/2700	1200/1500	500/1200	1000/0	0/0	
2017/12/8	0/100	0/0	0/100	0/0	0/0	
本周总计	2700/7800	1200/5100	500/2700	1000/0	0/0	1880/1880
下周回笼	-4800	-1200	-3600	0	0	

来源：Wind，东兴期货研发中心

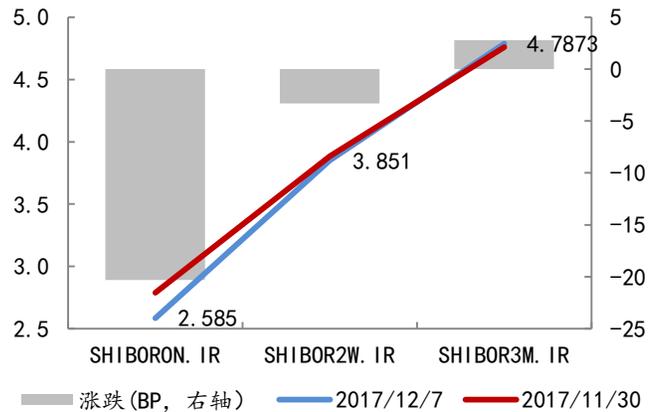
资金方面，月初资金转松，尽管央行本周于公开市场大量回笼资金，短端资金价格仍有较大幅度的下跌，1 个月和 3 个月的跨年、跨春节资金价格则持续攀升。虽然下周缴税缴准叠加大量逆回购到期，但预计央行将于公开市场大量投放并于周四开展本月第二次 MLF 操作，料资金紧平衡。

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、一级市场发行状况较好, 二级市场利率曲线牛平

一级市场方面, 本周发行 520.7 亿付息式国债和 580 亿政金债, 发行规模较上周有所扩大, 认购倍数较高, 发行利率多低于前一日二级市场到期收益率。国开债老券置换新券的认购倍数不高, 显示市场做空 170215 力量不足, 做多情绪有所回升。整体看, 本周一级发行状况较好, 表明市场悲观情绪较前期有所缓解。

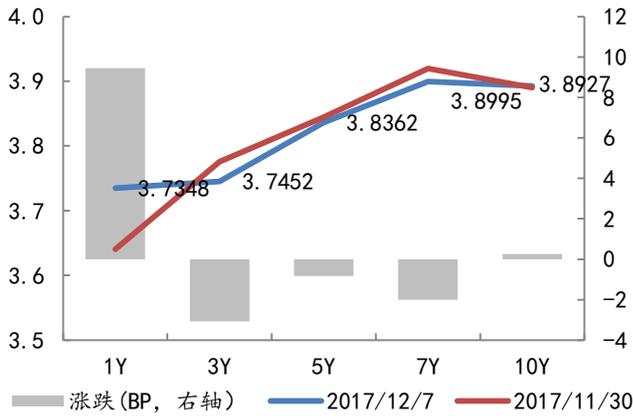
图表 6: 一级市场利率债发行

	发行利率	前一日 市场利率	利差 (bp)	全场倍数	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 24(续发)	3.70	3.63	-6.33	1.72	260	2017/12/6	1
17 付息国债 25(续发)	3.84	3.88	3.56	2.82	260.7	2017/12/6	10
国开债							
17 国开 03X7	3.22	4.53	/	1.61	180	2017/12/7	1
17 国开 09X10	4.60	4.68	8	2.78	40	2017/12/7	3
16 国开 08X26	4.68	4.68	0	1.23	60	2017/12/7	3
17 国开 12X4	4.68	4.71	3	3.12	40	2017/12/7	5
17 国开 08X15	4.80	4.86	6	3.64	30	2017/12/7	7
进出口债							
17 进出 06(增 6)	4.13	4.54	41.32	2.78	40	2017/12/7	1
17 进出 09(增 19)	4.72	4.79	7.11	2.93	30	2017/12/7	5
17 进出 10(增 15)	4.64	4.70	6.79	3.46	30	2017/12/7	3
农发债							
15 农发 06(增 4)	3.80	4.70	/	2.38	80	2017/12/6	3
17 农发 12(增 13)	4.71	4.71	-0.09	7.75	20	2017/12/6	5
17 农发 11(增 13)	4.63	4.67	4.13	4.53	30	2017/12/6	3

来源: Wind, 东兴期货研发中心

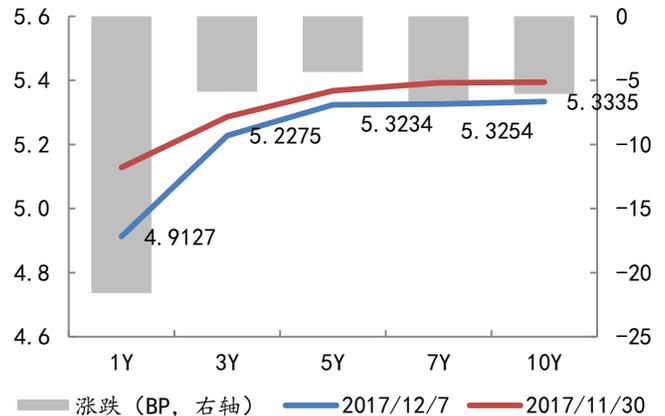
二级市场方面，本周国债利率整体呈窄幅震荡走势，资金转松带动1年期利率上行，而宏观数据真空以及对经济增长的预期存在分歧导致长端利率变动幅度不大，国债利率曲线重归平坦化。AAA企业债关键期限到期收益率则全线下行，短端利率大幅下行，曲线走陡，信用利差整体收窄。

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 企业债关键期限到期收益率

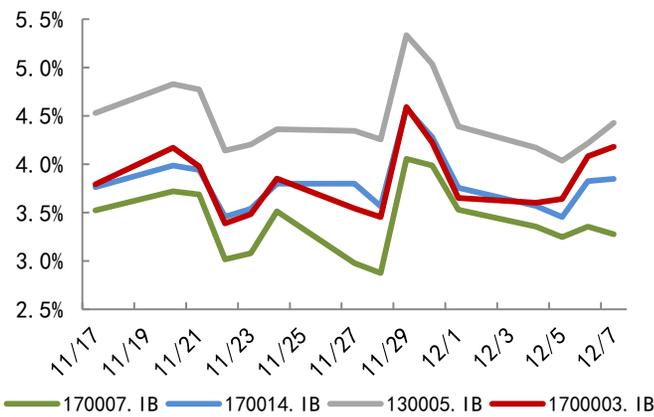


来源：Wind，东兴期货研发中心

四、 建议做空跨期价差策略和做陡曲线策略

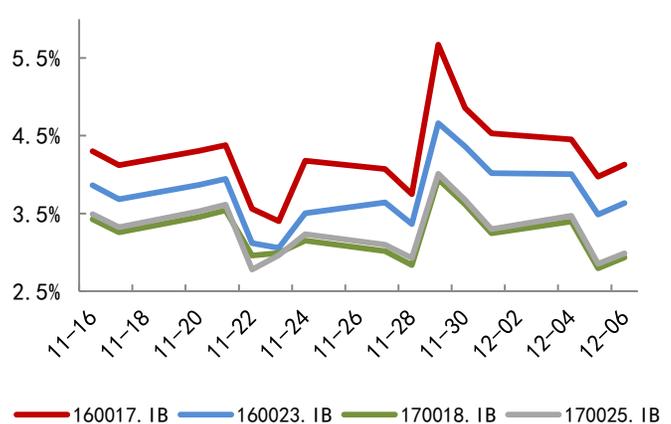
期现方面，本周期货跌幅略大于现货跌幅，TF1803 合约活跃券 IRR 多数下跌，而现券 170014. IB 与 1700003. IB 跌幅相对较大，其 IRR 有所上涨。T1803 合约活跃券 IRR 多数小幅下行，在 3%-4% 的中枢范围内运行。目前老券 130005. IB 以及 160017. IB 较活跃，且 IRR 水平在 4% 以上，高于短端资金利率。但考虑到 1803 合约交割前要经历跨年、跨春节等资金扰动时期，当前的 IRR 收益率水平存在无法覆盖资金成本的风险，正套需谨慎。

图表 9：TF1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：T1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

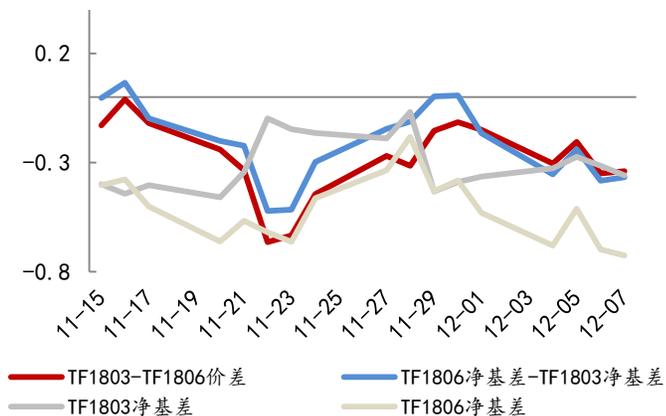
图表 11: 活跃券 IRR

	12/1	12/4	12/5	12/6	12/7
TF1803					
170007. IB	3.53%	3.35%	3.25%	3.36%	3.27%
170014. IB	3.76%	3.57%	3.45%	3.83%	3.85%
1700003. IB	3.65%	3.60%	3.64%	4.08%	4.18%
130005. IB	4.39%	4.17%	4.04%	4.22%	4.43%
T1803					
160017. IB	4.53%	4.45%	3.97%	4.13%	4.15%
160023. IB	4.02%		3.48%	3.64%	3.69%
170018. IB	3.24%	3.40%	2.79%	2.93%	3.06%
170025. IB	3.30%	3.47%	2.85%		3.13%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

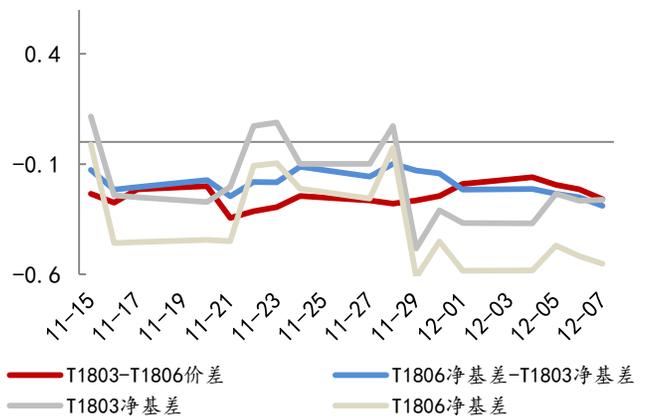
跨期方面, 本周 1803-1806 跨期价差小幅下行。本周资金转松, DR007 有所下行但幅度不大, 持有收益对跨期价差的影响很小。尽管下周资金可能会小幅收紧, 但对持有收益的影响仍然不大。目前 TF1806 合约的成交量仍非常小, TF1803 合约跌幅大于 TF1806 合约。跨期套利的可操作性和可预测性仍然较低。本周 T 合约跨期价差下行的主要原因是 T1803 净基差小幅上行, 且当前净基差仍在历史较低水平, 后期继续上行的概率较大。而 T1806 合约距离交割尚有一段时间, 转换期权价值修复的动力不大, 净基差的上行可能相对缓慢一些。因此, T1806-T1803 净基差之差仍有下行空间, 即 T 合约跨期价差仍有继续收窄的空间。建议做空跨期价差, 做空 T1803 合约的同时做多 T1806 合约。

图表 12: TF 跨期价差小幅下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: T 跨期价差小幅下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 14: TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1803-TF1806	TF1803 130005. IB	TF1806 130005. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/12/1	-0.150	-0.364	-0.530	-0.166	0.1700
2017/12/4	-0.305	-0.327	-0.681	-0.354	0.1859
2017/12/5	-0.205	-0.274	-0.512	-0.239	0.1828
2017/12/6	-0.350	-0.315	-0.698	-0.383	0.1889
2017/12/7	-0.340	-0.359	-0.726	-0.367	0.1782

来源: Wind, 东兴期货研发中心

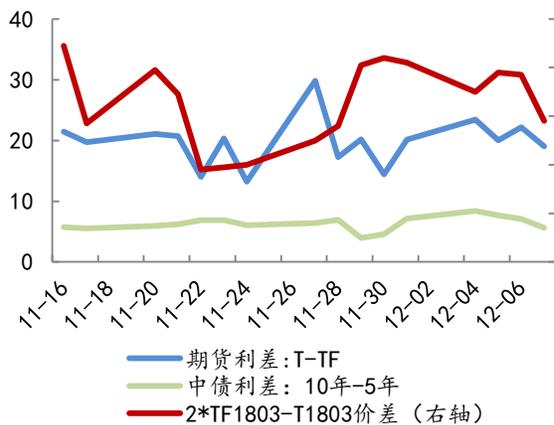
图 15: T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	T1803-T1806	T1803 160017. IB	T1806 160017. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/12/1	-0.190	-0.368	-0.584	-0.216	-0.0245
2017/12/4	-0.160	-0.369	-0.582	-0.213	-0.0086
2017/12/5	-0.195	-0.235	-0.470	-0.235	-0.0117
2017/12/6	-0.215	-0.267	-0.518	-0.251	-0.0056
2017/12/7	-0.260	-0.263	-0.552	-0.289	-0.0162

来源: Wind, 东兴期货研发中心

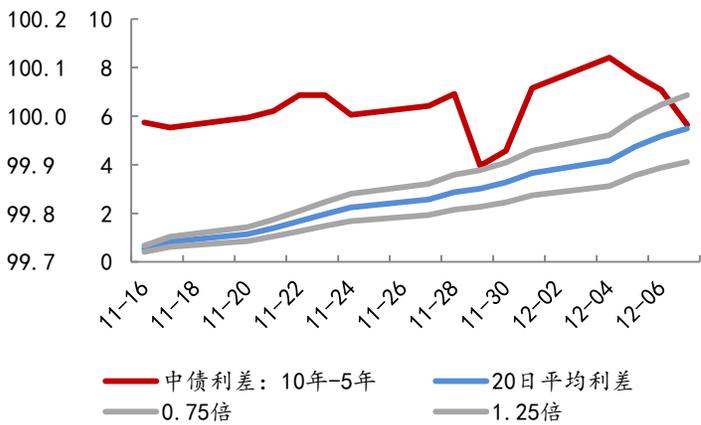
跨品种方面, 本周 T1803 对应到期收益率上涨幅度小于 TF1803, 期货利差小幅收窄, 跨品种价差收窄。目前中债利差触及 20 日均线, 跨品种套利在多空两个方向上均有一定的空间。下周将公布经济数据, 如果增速超预期, 叠加近期监管加严、货币政策难以放松, 十年利率有小幅上行的可能。而五年利率对上述影响因素的敏感性低于十年利率, 因此 TF 跌幅可能小于 T。建议做陡曲线策略, 做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

图表 16: 跨品种价差收窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 中债利差收窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18：跨品种策略

	跨品种价差 2*TF1803-T1803	期货合约对应到期收益率			中债国债到期收益率		
		TF1803	T1803	期货利差 (BP)	5 年	10 年	中债利差 (BP)
2017/12/1	100.11	3.75	3.95	20.16	3.81	3.89	7.16
2017/12/4	100.05	3.72	3.95	23.46	3.81	3.89	8.41
2017/12/5	100.09	3.76	3.96	20.01	3.80	3.88	7.69
2017/12/6	100.09	3.76	3.98	22.18	3.80	3.88	7.08
2017/12/7	99.99	3.78	3.97	19.04	3.84	3.89	5.65
一周变动	-0.12	2.5	1.4	-1.1	2.3	0.7	-1.5

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。