

兴证期货·研究发展部

刘文波

期货从业资格编号：F0286569

投资咨询资格编号：Z0010856

联系人：尚芳

期货从业资格编号：F3013528

021-20370946

5 年期国债期货

品种	TF1709	TF1712	TF1803
开盘价	97.510	97.790	0.000
收盘价	97.455	97.695	97.840
最高价	97.550	97.795	0.000
最低价	97.435	97.685	0.000
结算价	97.465	97.710	97.760
涨跌	-0.090	-0.060	0.000
涨跌幅（%）	-0.09	-0.06	0.00
成交量	7,878	1,995	0
持仓量	42,391	16,004	21
仓差	-1,261	840	0

10 年期国债期货

品种	T1709	T1712	T1803
开盘价	95.040	95.050	95.010
收盘价	94.960	95.000	94.975
最高价	95.070	95.075	95.035
最低价	94.905	94.920	94.975
结算价	94.950	95.000	95.020
涨跌	-0.040	0.005	-0.010
涨跌幅（%）	-0.04	0.01	-0.01
成交量	24,772	4,708	13
持仓量	45,299	16,611	247
仓差	-1,203	1,327	-3

银行间国债收益率水平



资金面趋紧，期债低开探底回升

2017 年 7 月 31 日 星期一

内容提要

● 行情回顾

上周五 10 年期国债期货主力合约 T1709 合约报 94.96 元，跌 0.04 元或 0.04%，成交 24772 手。国债期货 T1712 合约报 95.00 元，涨 0.005 元或 0.01%，成交 4708 手。国债期货 T1803 合约报 94.975 元，跌 0.01 元或 0.01%，成交 13 手。5 年期国债期货主力合约 TF1709 合约报 97.455 元，跌 0.09 元或 0.09%，成交 7878 手。国债期货 TF1712 合约报 97.695 元，跌 0.06 元或 0.06%，成交 1995 手。国债期货 TF1803 合约报 97.84 元，涨 0.00 元或 0.00%，成交 0 手。

上周五资金面延续紧势，货币市场利率多数上涨。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.8604%，涨 5.28 个基点；7 天期报 2.9951%，涨 3.07 个基点；14 天期报 4.1809%，涨 33.82 个基点；1 个月期报 4.0000%，跌 27.59 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.8613%，涨 3 个基点；7 天期报 2.8543%，跌 7.98 个基点；14 天期报 4.0839%，涨 6.3 个基点；1 个月期无成交。

策略建议

上周五国债期货早盘小幅低开偏弱震荡，午盘跳水，跌幅有所扩大，尾盘拉涨小幅收跌。现券方面，5 年期收益率下行 0.49 个 bp 至 3.5408%，10 年期收益率上行 0.13 个 bp 至 3.6034%，IRS 小幅下行。上周五消息面淡静，市场等待将公布的 PMI 等经济数据；央行进行 7 天期 600 亿元，14 天期 400 亿元，利率持平于前期，净投放 400 亿元，资金面紧势稍有缓解，短期资金利率涨幅收窄。

操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者多 TF 空 T (2:1) 或多下季空当季操作，仅供参考。

债市要闻

【央行主管金融时报：过紧的货币供给甚至影响社会稳定】

全球货币政策分化 我国货币政策承压

2016 年末，美联储进入加息周期，美国货币政策开始逐渐向常态回归；2017 年 6 月，美联储决定 6 个月内第三次上调基准利率 25 个基点，且公布了今年开始缩减资产负债表的计划，进一步明确了美国货币政策向常态化回归的趋势。7 月，加拿大央行决定加息 25 个基点至 0.75%，7 年来首次加息，成为继美联储之后第二家加息的西方发达经济体。此外，全球多个主要国家央行也陆续表现出加息倾向。欧洲央行行长德拉吉不断重申对于欧元区经济前景非常乐观，政策方向将逐步从“超宽松政策”转为“利率正常化”；英国央行行长卡尼此前也表示，移除部分刺激政策是必要的，将在未来几个月内讨论加息问题；此前一直坚持宽松政策的日本央行尽管维持负利率不变，但也在默默地“缩表”。发达经济体的货币政策转向，可能进一步加剧发达经济体与新兴经济体之间货币政策的分化。

发达经济体货币政策的转向无疑将对全球经济产生重大影响，最直接的影响就是国际资本的外流。从我国的情况来看，比较直观的现象是我国实际使用外资金额出现下降，今年 1 至 6 月，我国实际使用外资金额 4415.4 亿元人民币，同比下降 0.1%，虽然 6 月当月实际使用外资金额同比增长 2.3%，但此前两个月我国使用外资金额连续出现下降。资金的外流还将直接影响我国社会投资，对我国形成进一步的冲击。此外，发达经济体货币政策的转向也将抬升国债利率，进一步打压大宗商品价格，大宗商品价格将长期走低，这可能引发期货、股权市场的头寸风险集中爆发，甚至不排除再一次发生金融危机的可能。基于以上两个渠道，可以看出，发达经济体货币政策的集体转向对新兴经济体的经济复苏可能产生负面冲击，无论是外资的流出还是大宗商品价格波动及其可能引发的风险，都将对整体上处于产业结构升级关键时期的新兴经济体造成重大影响。

在开放经济条件下，我国宏观经济对外联系日益紧密，货币政策的外溢性效果也愈发明显，发达经济体货币政策的转变对我国货币政策也有着很大影响。我国央行“被动缩表”现象十分明显，在外汇占款作用机制下，我国央行的资产负债表自 2016 年 11 月开始便出现明显的缩量，随着美国等发达经济体的货币政策而出现被动变动。笔者认为，在外汇占款机制维持不变的情况下，国际市场上人民币汇率并没有基于我国的宏观经济基本面情况来决定，更多地是受到顺周期的市场情绪影响，使汇率偏离了均衡水平，从而导致资本外流，进而导致货币政策的被动。今年 5 月，央行表示将在汇率中间价定价机制中引入逆周期因子，渠道的影响也有望得到缓解。此外，面对全球货

币政策分化产生的冲击，货币政策应当如何与汇率政策、宏观审慎政策相配合，防范系统性风险的爆发与蔓延，也是一个值得思考的问题。

货币政策需配合供给侧结构性改革

从战略高度来看，我国宏观经济正处于改革开放以来近 40 年的“命运攸关”时期，经济结构转型、产业结构升级的效率与效果将直接决定我国经济在新的全球经济周期中的地位。因此，此前中央召开的多次会议都将经济结构转型升级作为我国经济发展的关键词，并提出供给侧结构性改革，推动提升经济转型的效率。需要明确的是，我国的供给侧结构性改革不同于经典经济学理论中应对经济滞胀或通缩的对策手段，而是在我国面临人口红利衰减、“中等收入陷阱”、部分传统产业产能过剩、房地产库存严重、金融杠杆风险累积、国际经济格局深刻调整等一系列发展变化背景下的制度创新安排。供给侧结构性改革的核心在于经济结构调整，即通过政府引导实现各类资源最优配置，进而促进经济有质量、有效益的发展。

作为我国经济战略举措的供给侧结构性改革需要稳健中性的货币政策予以配合。

首先，供给侧结构性改革强调经济结构调整，而货币供给应与经济增长情况相符合，保持总量稳健。2016 年我国 GDP 增长 6.7%，2017 年预期增长 6.5%左右，并“在实际工作中争取更好结果”，GDP 增长遵循“稳中求进”的总基调。在货币周转速度大致不变的情况下，货币供给对应 GDP 增速进行安排，维护流动性基本稳定。

其次，反过来看，过松或过紧的货币政策环境均不利于供给侧结构性改革。假设货币供给宽松，将在惯性作用下对冲结构改革初衷。生产处于价值链中低端的产品、从高耗能高污染行业攫取利益已经成为我国改革开放 30 年来经济发展的惯性，在新动能尚未培育成形的前提下，可以设想，一旦货币供给宽松，经济模式将再次回到简单易行的“老路上”，不利于实现结构改革目标。而过紧的货币供给，则会抬升社会融资成本，抑制经济正常增长，甚至影响社会稳定，更谈不上供给侧结构性改革。

创新货币政策工具 提升政策现实效果

近年来，随着外汇占款逐渐下降并转为负增长，我国央行重新增强了主动供给和调节银行体系流动性的功能，并相应丰富和补充了流动性管理工具。同时，对一些市场力量不愿参与但从国家战略上亟待发展的领域，货币政策在保持总量稳定的前提下，探索发挥边际的、辅助性的作用，通过适度“精准滴灌”，加大对重点领域和薄弱环节的金融支持。

其一，盯住流动性供需变化，利用创新工具加强预调微调。央行通过完善公开市场操作机制、增加工具期限品种，更多借助公开市场操作、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）以及抵押补充贷款（PSL）等货币政策工

具，提供不同期限的流动性，保持了流动性的合理适度，也在一定程度上起到了防范金融机构期限错配和流动性风险的作用。

其二，央行扩展 PSL 的机构范围和支持领域，注重发挥好信贷政策支持再贷款、再贴现的定向支持作用，将民营银行纳入支小再贷款的支持范围，创设扶贫再贷款助力脱贫攻坚战略，扶贫再贷款执行比支农再贷款更为优惠的利率。这些措施对引导金融机构加大对小微企业、“三农”等国民经济薄弱环节和重点领域的信贷支持发挥了积极作用。

货币政策配合实现供给侧关键领域的改革和突破，重点还在于疏通货币政策传导渠道和机制，唯有如此，才能促进金融体系健康发展、防范金融风险，才能提升金融资源配置效率，解决好金融与实体经济失衡问题，才能屏蔽“资金空转”、防止“脱实向虚”，才能进一步提高金融服务实体经济的质量和效益。

具体来说，其一，完善利率期限结构，进一步深入推进利率市场化改革。督促金融机构增强自主合理定价能力和风险管理水平，着力培育市场基准利率和收益率曲线，完善利率走廊，提高常备借贷便利操作效率，有效发挥利率走廊上限作用，增强中央银行利率调控能力。

其二，组织实施好宏观审慎评估（MPA）。通过设置广义信贷指标，将表外理财业务纳入考核，收缩房地产等领域的资产泡沫；通过设置同业负债指标，将在一定程度上压缩当前部分商业银行通过资产负债期限错配赚取利差的空间，有利于引导金融机构更加审慎经营。

其三，尽快制定出台我国资产管理业务的统一规范，加强对嵌套投资的监管，强化穿透式管理，缩短融资链条，进而降低社会融资成本。同时，对游离于考核之外的同业存单予以关注，从负债端发行同业存单再到资产端委外投资，其中潜在的“以钱炒钱”以及不合理的加杠杆风险不容忽视。

其四，继续加强支农再贷款、支小再贷款、再贴现、抵押补充贷款管理，加大扶贫再贷款支持力度，继续发挥定向降准持续考核的作用，完善政策效果评估。同时，要注意避免过量使用结构性工具导致总量偏多的问题。

应对外部压力、支持国内经济改革，货币政策管理需要高超的操作技巧和调控艺术。在把好货币总闸门、维护流动性基本稳定、确保经济运行在合理区间的基础上，统筹内外、预调微调，加强定向调控、相机调控，提高操作的预见性、精准性和有效性，这应是新形势下我国货币政策管理的题中应有之义。

【Shibor 涨跌不一，隔夜品种大涨逾 6bp】

周五（7月28日），Shibor 多数上涨。

隔夜 Shibor 涨 2.92bp 报 2.8152%，7 天 Shibor 涨 1.44 报 2.8770%，1 个月 Shibor 跌 0.79bp 报 3.8915%；3 个月 Shibor 涨 0.14bp 报 4.2514%；

1 年 Shibor 跌 0.16bp 报 4.3992%。

央行今日进行 1000 亿 7 天、400 亿 14 天逆回购操作，当日有 1000 亿逆回购到期，净投放 400 亿，连续两日净投放。按逆回购口径计算，本周公开市场累计净投放 2800 亿。

分析人士指出，临近月末，为应对跨月资金需求，央行公开市场操作（OMO）回归净投放，再度彰显了“削峰填谷”维稳流动性的意图。目前来看，7 月份仅余两个交易日，机构跨月需求已逐步得到满足，且月末可能还有财政投放助力，流动性压力正逐渐减弱。跨月后，8 月初流动性料进一步改善，货币市场利率将打开一定的下行空间。

价差跟踪

表 1：跨品种和跨期价差跟踪表

价差	跨品种价差 (TF-T 结算价)			TF 跨期价差 (结算价)		T 跨期价差 (结算价)	
	当季(主力)	下季	隔季	当季-下季	下季-隔季	当季-下季	下季-隔季
现值	2.515	2.71	2.74	-0.245	-0.05	-0.05	-0.02
前值	2.545	2.76	2.855	-0.21	-0.085	0.005	0.01
变动	-0.030	-0.050	-0.115	-0.035	0.035	-0.055	-0.030

数据来源：WIND，兴证期货

可交割券及 CTD 概况

表 2：TF1709 活跃可交割券（5 年期）

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	IRR	成交量 (亿)
1	120015.IB	3.5609	5.074	1.0177	3.2575	0.1
2	170007.IB	3.5700	4.7123	1.0054	2.1723	28.2
3	170014.IB	3.5400	4.9616	1.0208	1.9498	33.8
4	150007.IB	3.5100	4.7205	1.0227	0.0596	0.4
5	140024.IB	--	4.2411	1.0265	--	--

数据来源：WIND，兴证期货

表 3：T1709 活跃可交割券（10 年期）

序号	代码	到期收益率	剩余期限	转换因子	IRR	成交量 (亿)
1	160017.IB	3.6506	9.0247	0.9798	2.6822	1.3
2	170010.IB	3.5975	9.7726	1.0433	1.1002	29.3
3	170013.IB	3.6550	6.9068	1.0343	-6.576	24.7
4	170006.IB	3.6483	6.6384	1.0115	-7.6059	13
5	070013.IB	--	10.0575	1.1295	--	--

数据来源：WIND，兴证期货

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。