

刘文波

投资咨询资格编号:Z0010856

期货从业资格编号:F0286569

尚芳

期货从业资格编号:F3013528

高歆月

期货从业资格编号:F3023194

联系人:尚芳

shangfang@xzfutures.com

021-20370946

## 避险情绪升温，期债偏强震荡

2017年8月11日 星期五

### 内容提要

#### ● 行情回顾

昨日 10 年期国债期货近交割月合约 T1709 合约报 94.675 元，涨 0.17 元或 0.18%，成交 12089 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.49 元，涨 0.15 元或 0.16%，成交 31123 手。国债期货 T1803 合约报 94.495 元，涨 0.065 元或 0.07%，成交 435 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.16 元，涨 0.115 元或 0.12%，成交 7968 手。国债期货 TF1712 合约报 97.305 元，涨 0.065 元或 0.07%，成交 6763 手。国债期货 TF1803 合约报 97.515 元，涨 0.075 元或 0.08%，成交 163 手。

央行公开市场本月来首现单日净投放，银行间资金面较上日明显宽松，货币市场利率多数下跌。银行间质押式回购 1 天期品种跌 2.01bp 报 2.7885%，7 天期跌 2.11bp 报 2.9031%，14 天期跌 2.85bp 报 3.6661%，1 个月期跌 0.24bp 报 3.7926%。

#### 策略建议

昨日国债期货早盘高开后偏强震荡，午盘涨幅收窄。现券方面，5 年期收益率下行 1.23 个 bp 至 3.6232%，10 年期收益率下行 2.25 个 bp 至 3.6375%，IRS 小幅下行。昨日受到避险情绪升温影响期债偏强震荡；央行进行 7 天期 500 亿元，14 天期 400 亿元，利率持平于前期，净投放 300 亿元，大多数期限资金利率下行。

操作上，长期投资者可逢低做多，短期投资者多 TF 空 T (2:1)，仅供参考。

## 债市要闻

### 【货基收益率临近 3.9%，同业存单高利率占比创 7 个月新低】

央行呵护加上人民币重回升势，流动性继续改善。截至目前，Wind 资讯统计的 722 只货币基金中，7 日折算年收益率在 4%（含 4%）以上的货币基金数量达 348 只，占比 48.20%，自 6 月份以来首次低于 50%。此外，全市场货币基金年化收益率算数平均值报 3.9227%，创出 6 月份以来新低。

#### 收益率高点回落

在 8 月初货币基金年化收益率算数平均值短暂突破 4% 过后，近期，其收益率一路下行。截至目前，其平均收益率较 6 月份已降逾 44BP。

中信建投黄文涛研报分析，上周资金面改善得到确认，短期内资金面干扰因素较少，预计月初资金面缓和态势仍将延续。央行稳健中性货币政策并没有发生改变，考虑到本周资金面缓和，预计央行公开市场操作仍将以净回笼为主。

与此同时，报告认为，虑到 8 月份同业存单到期压力较大，且银行主动负债需求仍较为强劲的情况下，同业存单旺盛需求或称为 8 月资金面潜在制约因素。

不过，从已公布数据来看，同业存单发行利率下行明显。

截至目前，8 月份同业存单发行数量 899 只，4% 以上利率 755 只，占比 83.98%，该比例亦创今年 2 月份以来新低。截至目前，8 月份还未出现利率超过 5% 的同业存单。从数据来看，同业存单的利率水平已基本回到年初时点。

中金此前报告分析，伴随着同业去杠杆，货币基金收益率也在抬升短端利率去杠杆背景下，收益率进一步上行，从一季度的 3.35% 上行 40bp 至 3.75%。考虑资产端配置的调整与收益率的释放，二、三季度或是货基年内收益率的高点。

报告认为，以主要货基拟合的货币基金日度收益率走势，整体跟同业存单收益率走势更为一致。而根据市场分析，伴随着央行对流动性的呵护，以及同业存单去杠杆的顺利推进，货币基金收益率已基本踏入高点。

#### 人民币走强助推利率下行

实际上，除了央行对流动性呵护，人民币汇率走势也为国内市场流动性改善提供了机遇。

周四，人民币兑美元中间价调升 305 个基点报 6.6770，为去年 9 月 29 日以来新高。当日盘中，在岸、离岸人民币兑美元一度涨逾百个基点。

中金固收研报分析，人民币从贬值预期回到升值预期，带来外汇占款修复，国内流动性也会相应改善，银行存款恢复，降低对同业杠杆的依赖。同时，货币市场利率和短期债券收益率可能会进一步下行，带来收益率曲线进一步

陡峭化。

中国基金业协会此前发布二季度公募基金市场数据显示,公募基金市场规模突破 10 万亿元,而货币基金规模则达 5.1 万亿元。其中,同业存单的配置比例高达 9866.13 亿元。

受金融去杠杆影响,市场资金流动性偏紧,货币基金上半年投资价值一度凸显。其平均年化收益率也一度从去年 5 月份的 2.4654%,涨至今年 6 月份的 4.3687%,涨近 200BP。

申万宏源孟祥娟研报早前分析,年中考核结束后,资金面改善,因此 7 月银行理财产品的发行量和短期限收益率均回落,主要期限理财收益率增幅收窄。预计后期资金面将持续改善,金融监管预期弱化,理财产品发行和收益率继续上行可能性不高。

不过,中金公司研报亦提醒,在机构占比明显提升、而个人申购货基更加往余额宝等其他互联网平台接入的货基聚集背景下,意味着机构资金在行业中其他货基的占比是提升的(个人资金在货基行业分布不均),若市场变动较大时机构集中赎回,则会蕴含一定的流动性风险。

去年底,因为同业存单收益率上行,导致部分银行赎回货币基金,并购买同业理财,这一度引发货币基金流动性风波。

### 【三期进出口行债中标利率低于中债估值,需求尚可】

进出口行 3 年期固息增发债中标利率 4.1047%,全场倍数 2.29,边际倍数 14.5;5 年期固息增发债中标利率 4.2012%,全场倍数 2.76,边际倍数 2.56;10 年期固息增发债中标利率 4.3334%,全场倍数 4.37,边际倍数 3.97。8 月 9 日,中债 3 年、5 年和 10 年期进出口行债到期收益率为分别 4.1203%、4.2452% 和 4.3657%。

### 【资金面转松,Shibor 涨跌不一】

周四(8 月 10 日),资金面转松,Shibor 涨跌不一。

隔夜 Shibor 跌 0.48bp 报 2.7970%,7 天 Shibor 跌 0.54bp 报 2.8767%,1 个月 Shibor 涨跌 0.65bp 报 3.8691%;3 个月 Shibor 涨 0.49bp 报 4.2867%;1 年 Shibor 涨 0.05bp 报 4.3985%。

央行今日公开市场进行 500 亿 7 天、400 亿 14 天逆回购操作,当日有 600 亿逆回购到期,净投放 300 亿。

经济参考报刊文称,基于此前表态和目前市场情况,业内人士认为,今年整体的货币政策将保持“不松不紧”的节奏,去杠杆和防风险仍将是政策重要的考量因素。从市场流动性角度来看,8 月资金面面临压力较小,整体资金面保持稳定状态是大概率事件。央行仍将维持稳健中性的货币政策,进行“削峰填谷”的平滑操作。

## 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	2.48	2.835	3.01	-0.16	-0.215	0.195	-0.04
前值	2.54	2.9	3.01	-0.195	-0.2	0.165	-0.09
变动	-0.060	-0.065	0.000	0.035	-0.015	0.030	0.050

数据来源：WIND，兴证期货

## 可交割券及 CTD 概况

表 2：TF1712 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	久期	IRR	基差	成交量（亿）
1	170014.IB	3.6250	4.926	1.0197	4.6002	3.1843	0.1017	56.3
2	170007.IB	3.6450	4.6767	1.0051	4.3781	3.0906	0.0256	56.4
3	150007.IB	3.6300	4.6849	1.0215	4.3535	2.8617	0.2234	1.6
4	080002.IB	--	5.5562	1.0551	--	--	--	--
5	130005.IB	--	5.537	1.0247	--	--	--	--

数据来源：WIND，兴证期货

表 3：T1712 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	久期	IRR	基差	成交量（亿）
1	170010.IB	3.6550	9.737	1.0424	8.2445	2.2603	0.439	24.4
2	170018.IB	3.6425	9.9863	1.0492	8.474	2.2111	0.4612	23.7
3	160010.IB	3.6503	8.7397	0.9926	7.6892	0.9703	0.673	0.4
4	170004.IB	3.5500	9.5068	1.0318	8.1952	-0.5821	1.3411	8.1
5	170013.IB	3.6925	6.8712	1.0331	6.1837	-1.3791	1.68	20.3

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。