

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

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 94.35 元, 涨 0.05 元或 0.05%, 成交 38 手。国债期货主力 T1712 合约报 94.71 元, 涨 0.17 元或 0.18%, 成交 32073 手。国债期货 T1803 合约报 94.635 元, 涨 0.055 元或 0.06%, 成交 109 手。5 年期国债期货近交割月合约 TF1709 合约报 97.21 元, 涨 0.125 元或 0.13%, 成交 0 手。国债期货 TF1712 合约报 97.475 元, 涨 0.095 元或 0.10%, 成交 7091 手。国债期货 TF1803 合约报 97.55 元, 涨 0.105 元或 0.11%, 成交 49 手。

周三货币市场利率涨跌不一。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.6405%, 跌 2.47 个基点; 7 天期报 2.9257%, 涨 1.49 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.5961%, 跌 1.19 个基点; 7 天期报 2.8116%, 涨 4.76 个基点。

策略建议

昨日国债期货早盘高开后震荡走高, 午盘涨幅扩大, 尾盘较大幅收涨。现券方面, 5 年期收益率下行 0.89 个 bp 至 3.6314%, 10 年期收益率下行 0.87 个 bp 至 3.6554%, IRS 小幅下行。昨日央行重启 28 天逆回购操作, 表明维稳资金面意图, 关注是否续作今日到期的 1695 亿元 MLF, 一级市场方面, 10 年期国债中标利率低于二级市场, 全场倍数为 3, 同时避险情绪有所升温, 带动期债走强; 央行进行 7 天期 200 亿元, 28 天期 200 亿元逆回购, 利率持平于前期, 净回笼 1200 亿元, 短期限资金利率继续下行, 长端资金利率小幅走高, 对跨季资金面担忧仍存。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

【货币基金有大麻烦？同业存单利率突破 4%，全线反超货基】

时隔逾两个月，同业存单利率再度反超货币基金收益率。截至目前，货币基金 7 天年化收益率平均值为 4.0366%，已全面低于同业存单收益率。此外，本周已公布发行的 360 只同业存单中，仅有一只发行利率在 4% 以下。去年底同业存单利率攀升，曾一度引发货币基金赎回风波。市场分析 9 月同业存单发行压力将进一步推高利率，资金面或维持紧平衡。

同业存单“量缩价涨”

监管推进下，同业存单发行进一步收缩。

Wind 资讯统计显示，上周（8 月 28 日—9 月 3 日），同业存单发行量 2290.60 亿元，环比下滑 38.3%，净融资规模-679.0 亿元，净融资规模连续四周下滑，且连续三周告负。

从月度数据来看，8 月份同业存单发行规模 1.63 万亿元，较 7 月份略有回升，但当月净融资规模 321.1 亿元，较 7 月份规模骤降 92.87%。

伴随着发行量的下滑，同业存单发行利率上升明显。

Wind 资讯综合国有银行、股份制银行、城商行、农商行同业存单发行利率数据显示，当前 1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率时隔 1 个月后，再度全面突破 4%。

其中，周三 6 个月品种发行利率 4.8633%，创 6 月 16 日以来新高。其他品种均创 6 月下旬以来新高。

此外，股份制银行 1 年期同业存单发行利率已达 4.9600%，再度逼近 5.0% 利率关口。

本周以来，各家银行发行同业存单数量达 360 只，其中仅有一只发行利率在 3.90%（汇丰银行发行的 1 个月期品种），其余存单发行利率均在 4.00% 以上。

中信建投黄文涛研报分析，月末考核压力已经明显反映到 1 个月同业存单发行利率上来，此外货币基金监管也影响同业存单需求（货币基金是同业存单最大需求方），同业存单利率仍面临上行压力。

兴业证券吴畏、傅慧芳研报也分析，考虑到 9 月较大的到期量，以及后期部分银行具有逐步缩减同业存单规模以达到 MPA 监管要求的诉求，预计中短期存单利率仍将上行。股份行与城商行的利差有收窄的潜在动力，而 9 月的存单发行高峰很可能在下旬前出现。

值得注意的是，央行 8 月 31 日发布同业存单新规，规定自今年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单，取消 2 年和 3 年期同业存单，此前已发行的 1 年期（不含）以上同业存单可继续存续至到

期。

Wind 资讯统计显示，目前 2 年、3 年期同业存单存量规模 1404.8 亿元，存单数量 227 只，占同业存单总存量的比例分别仅为 1.67%、2.01%。

兴业证券亦称，未来几个月，在把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置的前提下，金融监管可能仍会继续稳步开展。

货币基金难套利

同业存单利率回升同时，货币基金赎回隐忧再显。

6 月以来，货币基金收益率多维持在 4% 以上，持续领先同业存单发行利率。

天风证券固收此前研报分析，货币基金收益率的上行，银行有动力通过委外投资货币基金的方式获利，这和去年 12 月以来银行赎回货币基金配置同业存单如出一辙。

去年底，因同业存单收益率上行，导致部分银行赎回货币基金购买同业理财，一度引发市场流动性风波。

但目前货币基金收益率的领先形势已经不再。Wind 资讯统计，8 月底至今，同业存单各期限品种收益率均突破 4%。周二 1 个月期收益率达 4.3044%，创 6 月底以来新高。

与此同时，截至周二，货币基金 7 天年化收益率平均值为 4.0366%，已全面低于同业存单收益率。

不过，从市场反馈情况来看，随着货币基金新规的出台实施，伴随着同业存单发行利率上行，货币基金赎回风波难现。

9 月初，监管机构正式发布了《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（以下简称新规），将于 10 月 1 日起施行。

长江证券赵伟研报分析，公募基金的相关规定，有助于缓解通过同业存单进行同业套利的问题。其中关于货币基金的特别规定，进一步对定制货币基金进行了限制，并特别就同业存单等金融工具的配置集中度和低评级资产占比进行了限制。

腾讯财经周二（9 月 5 日）报道，针对规模不断膨胀的货币基金市场，监管层提示流动性风险，并考虑对个别规模巨大的货币基金，实行特别规定管理。

证监会副主席李超强调，有个别货币基金，规模巨大。同时表示已经签署了流动性管理规定，目的是要管控货币基金可能的潜在的流动性隐患。

【8 月境外机构持有人民币债券 8393.18 亿元，规模创历史新高】

9 月 5 日，中央结算公司最新数据显示，8 月境外机构持有人民币债券 8393.18 亿元规模创历史新高，环比增持 153.32 亿元，连续 6 个月增持；国债仍是境外机构配置人民币债券的首选，增持 109.91 亿元，连续 6 个月增持。

市场人士分析称，“债券通”的开通推动境外机构继续大幅增持人民币债。虽然“债券通”开通之后的成交情况并不如开通首日般火爆，但“债券通”仍显著推动了境外机构对人民币债券的积极购买；此外人民币走强也是境外机构大幅增持人民币债券的重要原因。

不过招商宏观此前报告提到，境外机构逐步增持人民币债券，将是我国债券市场开放这个大环境、大趋势之下的必然事件；但也必须意识到，虽然“债券通”的开通无疑将起到积极作用，但仍不应过度高估其所可能带来的国际资本流入规模。

招商固收徐寒飞此前发布报告称，当前的全球经济基本面和货币政策走向意味着人民币汇率将“稳中有升”，这将有助于扩大境外机构投资我国债市的“套利空间”。根据测算，下半年对冲汇率风险后的“套利空间”约在 30—80bp，这将吸引更多境外机构通过“债券通”“入场”。

【财政部两期国债中标结果分化，10 年期好于 1 年】

周三（9 月 6 日），财政部两期国债中标结果分化，10 年期好于 1 年。财政部 1 年期国债中标收益率 3.4753%，边际中标收益率 3.5576%，投标倍数 1.49 倍；10 年期国债中标收益率 3.6341%，边际中标收益率 3.6651%，投标倍数 3.07。中债国债到期收益率数据显示，最新 1 年、10 年期国债到期收益率分别为 3.4214%、3.6641%。农发行三期债中标收益率全部低于二级市场水平，需求旺盛。农发行 1 年期固息增发债中标收益率 3.8826%，投标倍数 2.58；农发行 7 年期固息增发债中标收益率 4.4005%，投标倍数 4.36；农发行 10 年期固息增发债中标收益率 4.39%，投标倍数 4.44。中债农发行债到期收益率显示，最新 1 年、7 年、10 年期到期收益率分别为 4.0301%、4.4206%、4.4201%。

【流动性谨慎预期未改，Shibor 短端跌幅收窄长端延续全线上涨】

周三（9 月 6 日），资金面整体延续宽松，但短端品种跌幅收窄且长端品种延续全线上涨，显示市场资金谨慎预期未改。隔夜 Shibor 跌 2.4bp 报 2.6410%，7 天 Shibor 跌 1.10bp 报 2.8092%，14 天期 Shibor 跌 0.2bp 报 3.7130%，1 个月及以上 Shibor 全线小幅上涨。

当日央行公开市场进行 200 亿 7 天、200 亿 28 天逆回购操作，当日有 1600 亿逆回购到期，净回笼 1200 亿。交易员分析称，近两日虽然资金面维持宽松，但是跨月以及更长期限资金利率延续上行，显示市场资金谨慎预期未改；三季度 MPA 考核在即，央行时隔近三个月重启 28 天期逆回购利于市场平稳跨过考核。Wind 资讯统计数据显示，上次 28 天逆回购操作的时间是在 6 月 19 日。

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	2.82	2.755	2.85	-0.295	-0.09	-0.36	0.005
前值	2.785	2.84	2.865	-0.295	-0.065	-0.24	-0.04
变动	0.035	-0.085	-0.015	0.000	-0.025	-0.120	0.045

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	130005.IB	3.6659	5.463	1.0247	5.0091	5.741	-0.5892	2
2	170007.IB	3.6600	4.6027	1.0051	4.304	3.8498	-0.1814	39.2
3	170014.IB	3.6250	4.8521	1.0197	4.5262	3.7426	-0.0709	50.6
4	170001.IB	3.6251	4.3534	0.9954	4.0755	2.8293	0.0217	1.4
5	080002.IB	--	5.4822	1.0551	--	--	--	--

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	160010.IB	3.7700	8.6658	0.9926	7.6092	4.6812	-0.3895	5.1
2	160017.IB	3.7150	8.9151	0.9803	7.9064	3.6658	-0.1829	2.1
3	170010.IB	3.6725	9.663	1.0424	8.1692	3.4237	0.0403	29
4	150023.IB	3.7300	8.1123	0.9993	7.1491	2.2901	0.2196	0.3
5	150016.IB	3.7400	7.863	1.0343	6.8987	1.6757	0.4845	0.3

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。