

# 大涨后止盈压力较大，期债或小幅偏弱震荡

兴证期货·研发中心

2018年4月16日 星期一

金融研究团队

## 内容提要

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

尚芳

从业资格编号：F3013528

投资咨询编号：Z0013058

高歆月

从业资格编号：F3023194

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

[shangfang@xzfutures.com](mailto:shangfang@xzfutures.com)

### ● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1806 上行 0.91% 收于 97.95 元，十年期国债期货主力合约 T1806 上行 1.27% 收于 95.075 元，现券方面，大多数期限国债收益率大幅下行，其中 5 年期下行 19.53 个 bp 至 3.3252%，10 年期下行 18.47 个 bp 至 3.5215%，收益率曲线小幅继续走陡，活跃券基差先下后上。上周二晚间央行公告在 4 月 25 日定向降准 1% 来置换到期的 MLF，净投放约 4000 亿元令市场预期未来资金面偏宽松，货币政策边际上转向利好债市，上周三期债大幅跳空高开后高走，同时现券收益率大幅下行约 15bp，同时中兴事件推升市场避险情绪，公布的 GDP、工业增加值数据略偏弱但基本符合预期，后半周由于缴税和影响，央行虽进行净投放但资金面偏紧，叠加大涨后获利盘止盈，期债震荡走弱。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的经济数据基本符合预期，同时贸易战可能会降低市场对未来经济预期，目前经济基本面对债市边际上利多；从政策面看，上周央行公布定向降准置换 MLF，且市场对资管新规担忧有所缓解，关注后续资管新规落地可能带来的冲击，美联储今年加息次数可能增加；从资金面来看，上周央行净投放 4700 亿元来对冲缴税影响，后半周资金面承压，资金利率走高，本周有 5200 亿元资金量到期，考虑到央行定向降准投放的资金，预计央行可能仅部分对冲到期量，资金面紧势或有所缓解；从供需来看，本周有续发的各 290 亿元 1 年期和 10 年期国债，供给压力有所减少，关注其中标利率和投标倍数。本周期债或在止盈盘和资金面紧势缓解的共同影响下整体略偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者前期日内逢低做多或日间多 TF 空 T，仅供参考。

# 1. 现货市场概况

## 1.1 利率债一级市场发行情况

上周利率债供给规模共 3030.89 亿元，上周加量供给的 290 亿元新发的 2 年期国债和 370 亿元新发的 5 年期国债，中标利率低于中债估值，投标倍数一般，需求尚可。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20180416-20180422)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/4/20	18贴现国债18	100.00	0.25	
2018/4/20	18付息国债06(续发)	290.00	30.00	4.22
2018/4/19	18福建03	35.00	7.00	3.77
2018/4/19	18福建06	24.80	7.00	3.80
2018/4/19	18福建04	35.00	10.00	3.85
2018/4/19	18福建07	24.80	10.00	3.90
2018/4/19	18进出05	30.00	1.00	3.49
2018/4/19	18进出04(增3)	50.00	3.00	4.46
2018/4/19	18进出03(增10)	50.00	5.00	4.97
2018/4/19	18进出10(增4)	40.00	10.00	4.89
2018/4/19	18国开07(增发)	50.00	1.00	3.57
2018/4/19	18国开02(增9)	40.00	2.00	4.53
2018/4/19	18国开03(增6)	80.00	3.00	4.62
2018/4/19	18国开05(增10)	50.00	10.00	4.88
2018/4/19	16国开05(增41)	30.00	20.00	3.80
2018/4/18	18湖南03	90.00	3.00	3.66
2018/4/18	18湖南01	110.00	3.00	3.53
2018/4/18	18湖南02	171.00	5.00	3.67
2018/4/18	18付息国债08	290.00	2.00	3.06
2018/4/18	18付息国债09	370.00	5.00	3.17
2018/4/18	18农发04(增6)	80.00	1.00	4.10
...				
<b>合计</b>		<b>3,030.89</b>		

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2：本周一二级市场利率债计划发行概况（20180423-20180429）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
发行起始日	债券简称	计划发行额	发行期	Wind债券类型
2018-04-25	18付息国债03(续2)	290.00	1.00	国债
2018-04-25	18付息国债04(续2)	290.00	10.00	国债
2018-04-24	18国开07(增2)	90.00	1.00	政策银行债
2018-04-24	18国开08	68.38	3.00	政策银行债
2018-04-24	18国开05(增11)	120.00	10.00	政策银行债
2018-04-23	18甘肃债01	66.00	5.00	地方政府债
2018-04-23	18农发05(增2)	40.00	2.00	政策银行债
2018-04-23	16农发13(增8)	20.00	5.00	政策银行债
<b>合计</b>		<b>984.38</b>		

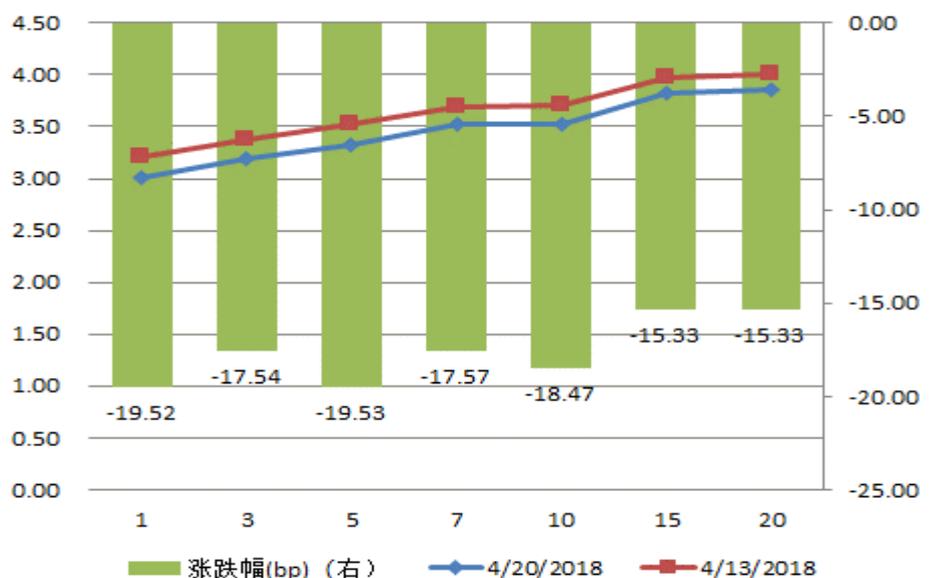
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 984.38 亿元，本周关注将续发的各 290 亿元 1 年期和 10 年期国债的中标利率和发行倍数，利率债单支国债发行规模继续增加。

### 1.2 利率债二级市场变化

上周现券方面，大多数期限国债收益率出现大幅下行，其中 5 年期下行 19.53 个 bp 至 3.3252%，10 年期下行 18.47 个 bp 至 3.5215%，收益率曲线小幅继续走陡。上周二晚间央行公告在 4 月 25 日定向降准 1% 来置换到期的 MLF，净投放约 4000 亿元令市场预期未来资金面偏宽松，货币政策边际上转向利好债市，上周三现券收益率大幅下行约 15bp，同时中兴事件推升市场避险情绪，公布的 GDP、工业增加值数据略偏弱但基本符合预期，后半周由于缴税影响，央行虽进行净投放但资金面偏紧，叠加大涨后获利盘的止盈，收益率止跌小幅上行。

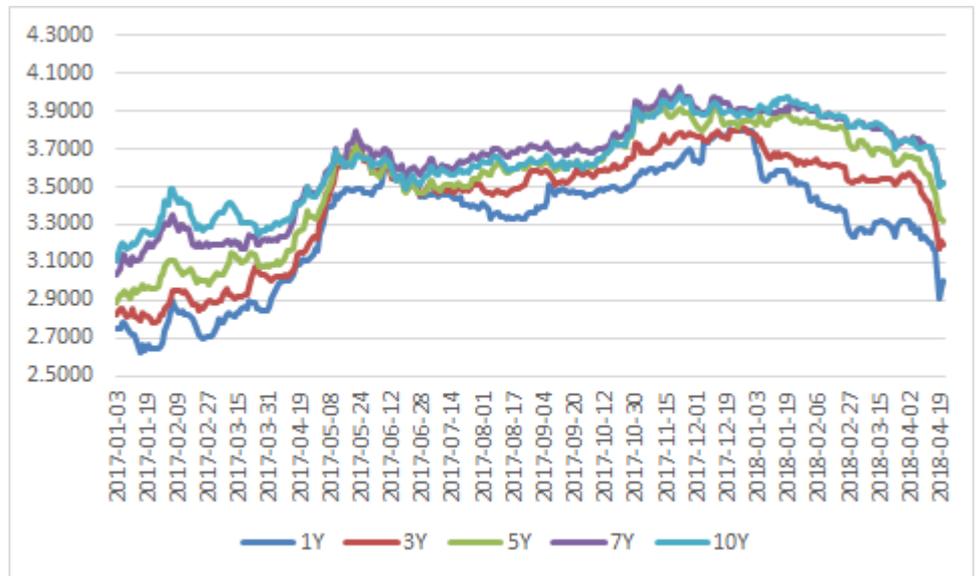
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

具体来看，上周一年期国债收益率下行 19.52 个 BP 至 3.0061%，三年期下行 17.54 个 BP 至 3.1928%，五年期下行 19.53 个 BP 至 3.3252%，七年期下行 17.57 个 BP 至 3.5159%，十年期下行 18.47 个 BP 至 3.5215%。

图 2：各关键年限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.3 货币市场大多数期限资金利率大幅上行

上周央行在公开市场进行 4200 亿 7 天逆回购操作，同时有 200 亿 7 天逆回购到期，净投放 4000 亿；进行 700 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 700 亿；进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净回笼 0 亿；进行 3675 亿元 MLF 操作，同时有 3675 亿元 MLF 到期；进行 800 亿元国库现金定存操作，同时有 800 亿元国库现金定存到期。

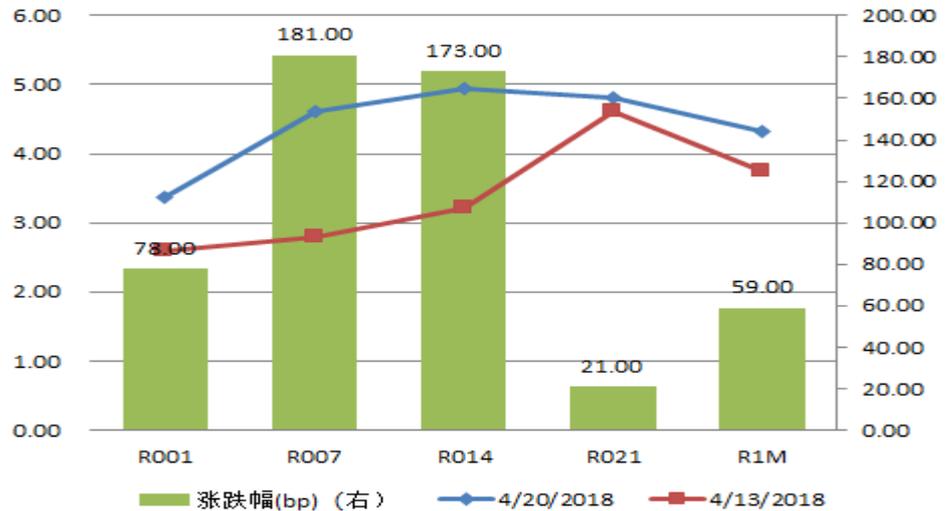
表 3：上周公开市场操作情况 (20180414-20180420)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购7D	逆回购到期	4/15/2018	100.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	4/16/2018	100.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	4/18/2018	1,500.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	4/19/2018	1,900.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	4/16/2018	700.00	2.70	5.00
逆回购7D	逆回购	4/16/2018	800.00	2.55	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	4/16/2018	800.00	4.70	28.00
国库定存3个月	国库现金定存	4/20/2018	800.00		
MLF(投放)365D	MLF(投放)	4/17/2018	3,675.00	3.30	5.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	4/17/2018	3,675.00	3.20	0.00
净投放(含国库现金)			4,700.00		
净投放			4,700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上净投放 4700 亿元，资金面在下半周受缴税影响偏紧，但公布 25 日定向降准置换 MLF 且净投放 4000 亿元，有利于稳定资金面预期。

图 3：银行间质押式回购利率一周变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从周度数据来看，银行间质押式回购利率隔夜上行 78bp 至 3.37%；7 天期上行 181bp 至 4.6%；14 天期上行 173bp 至 4.94%；21 天期上行 21bp 至 4.81%；1 个月期上行 59bp 至 4.33%。

本周公开市场有 5200 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 800 亿元、0 亿元、1500 亿元、2500 亿元和 400 亿元，考虑到定向降准释放资金，预计央行会部分进行对冲操作，资金面紧势或有所缓解。

表 4：本周公开市场操作情况 (20180421-20180426)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购7D	逆回购到期	2018/4/25	1,500.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/4/26	1,900.00	2.55	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/4/26	600.00	2.95	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/4/23	800.00	2.55	0.00
逆回购63D	逆回购到期	2018/4/27	400.00	2.95	0.00
净投放(含国库现金)			-5200.00		
净投放			-5200.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货大涨

上周五年期国债期货主力合约 TF1806 上行 0.91% 收于 97.95 元, 十年期国债期货主力合约 T1806 上行 1.27% 收于 95.075 元, 大多数活跃券基差先下后上。上周二晚间央行公告在 4 月 25 日定向降准 1% 来置换到期的 MLF, 净投放约 4000 亿元令市场预期未来资金面偏宽松, 货币政策边际上转向利好债市, 上周三期债大幅跳空高开后高走, 同时中兴事件推升市场避险情绪, 公布的 GDP、工业增加值数据略偏弱但基本符合预期, 后半周由于缴税和影响, 央行虽进行净投放但资金面偏紧, 叠加大涨后获利盘止盈, 期债震荡走弱。

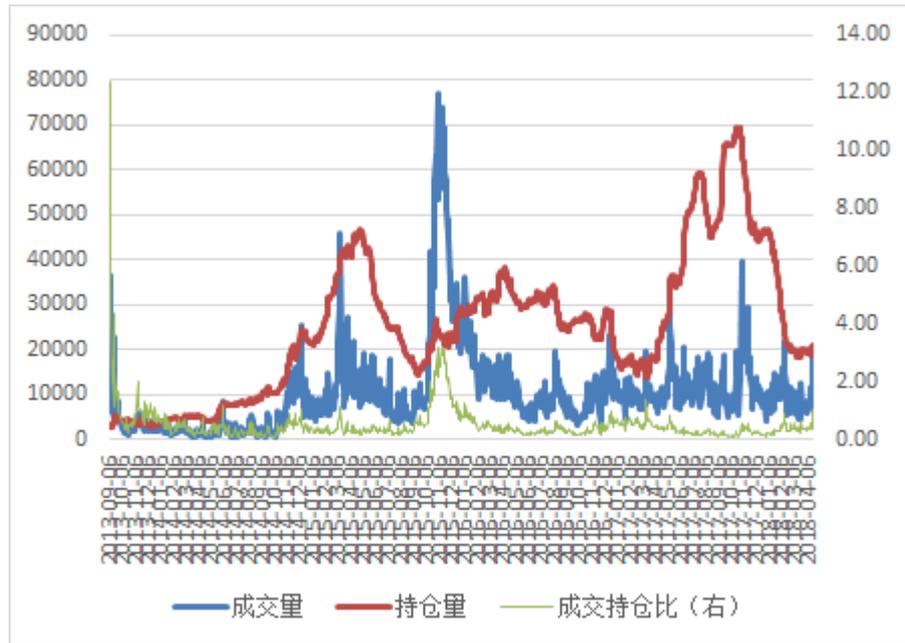
5 年期债主力合约 TF1806 周涨 0.91%, 收于 97.95 元; 下季合约 TF1809 周涨 0.84%, 收于 97.89 元; 隔季合约 TF1812 周涨 0.63%, 收于 97.83 元。成交方面, 三个合约日均成交 12485 手, 持仓方面, TF1806 合约周减仓 69 手, 目前持仓 18618 手, 截止 4 月 20 日, 5 年期三个合约合计持仓 19599 手, 周增仓 639 手, 成交量上升, 持仓量上升。

图 4: 5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

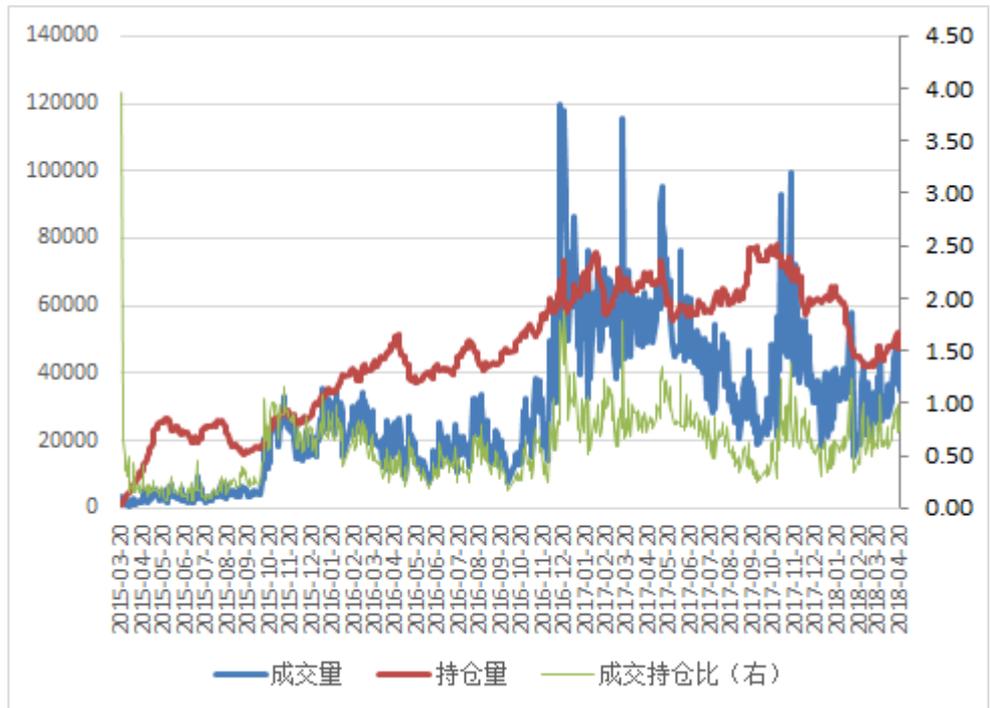
10年期债主力合约 T1806 周涨 1.27%，收于 95.075 元；下季合约 T1809 周涨 1.21%，收于 95.045 元；隔季合约 T1812 周涨 1.11%，收于 95.045 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 50251 手，主力 T1806 合约周减仓 2941 手，持仓 44593 手，截至 4 月 20 日，10 年期三个合约合计持仓 47279 手，持仓减少 1539 手，成交量上升，持仓量下降。

图 6：10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：10 年期国债期货成交持仓走势

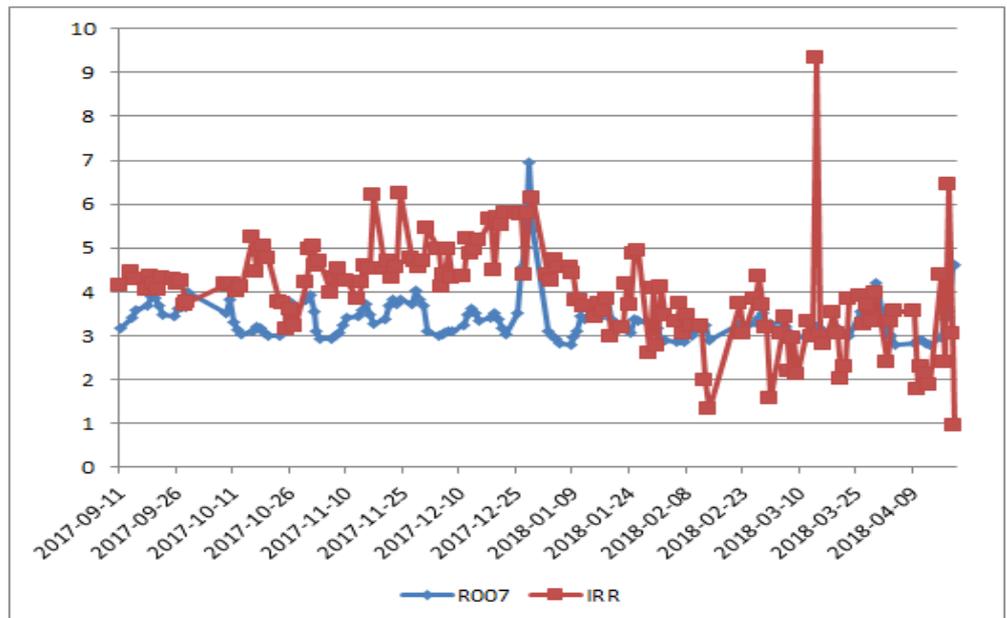


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 期现套利

从上周 TF1806 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡上行，IRR 先上后下，在上周三有明显的正向期现套利机会。

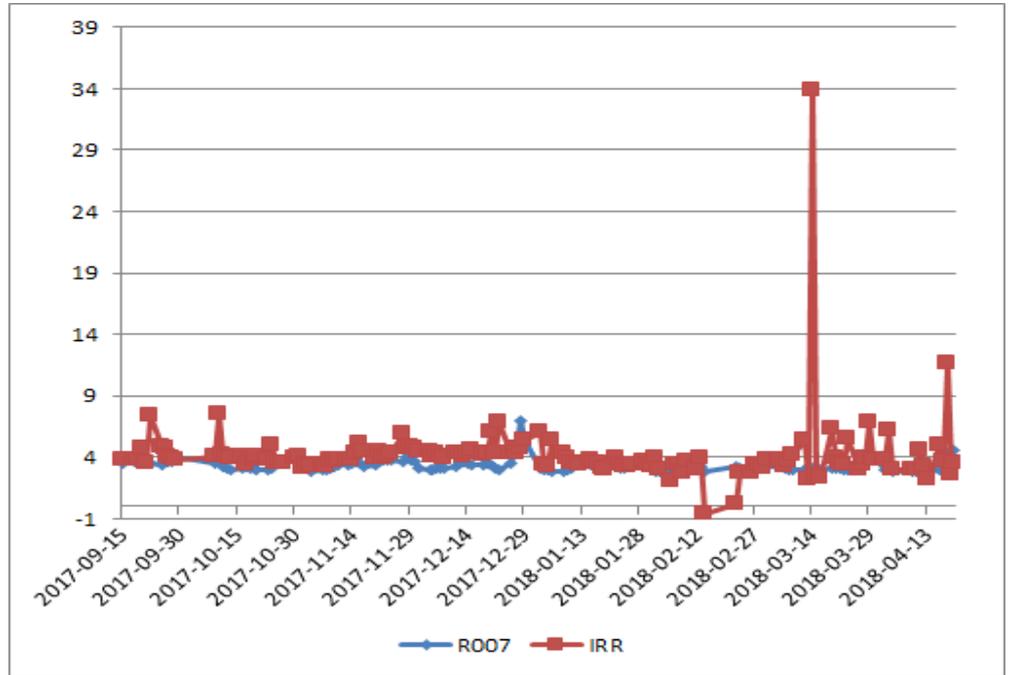
图 8：近期 TF1806 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1806 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 震荡上行，且 IRR 先上后下，在上周一和上周三有明显的正向期现套利交易机会。

图 9：近期 T1806 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

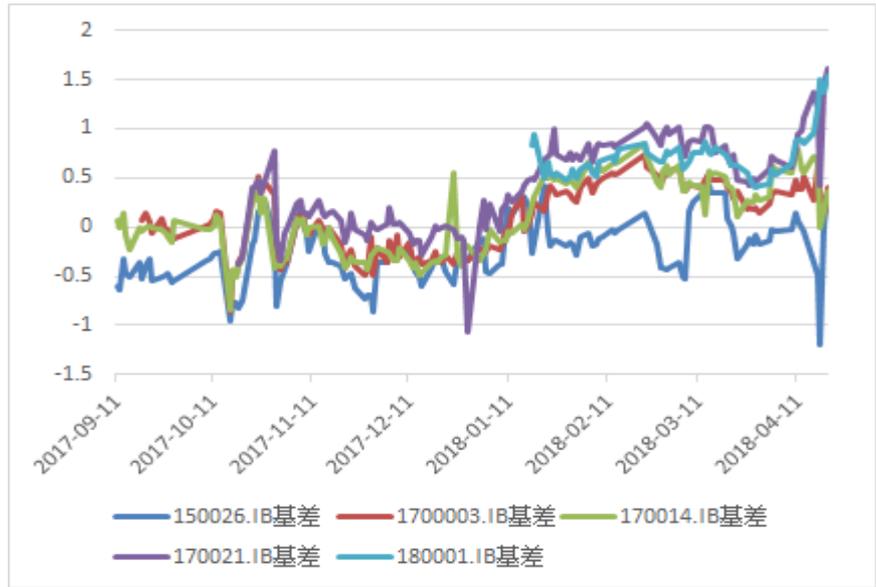


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

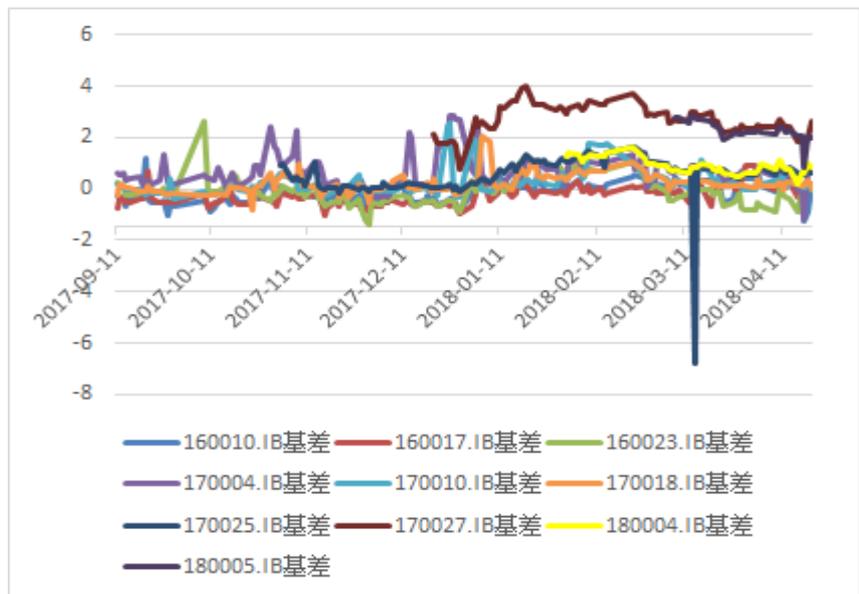
TF1806 合约的活跃券 150026.IB、170021.IB、180001.IB 基差震荡上行，适宜做多，1700003.IB、170014.IB 基差先上后下，适宜做空；T1806 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170027.IB、180004.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，160010.IB、160017.IB、170010.IB、180005.IB、170025.IB、170018.IB、和的基差先上后下，适宜做空基差。

图 10：TF1806 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：T1806 活跃券基差走势

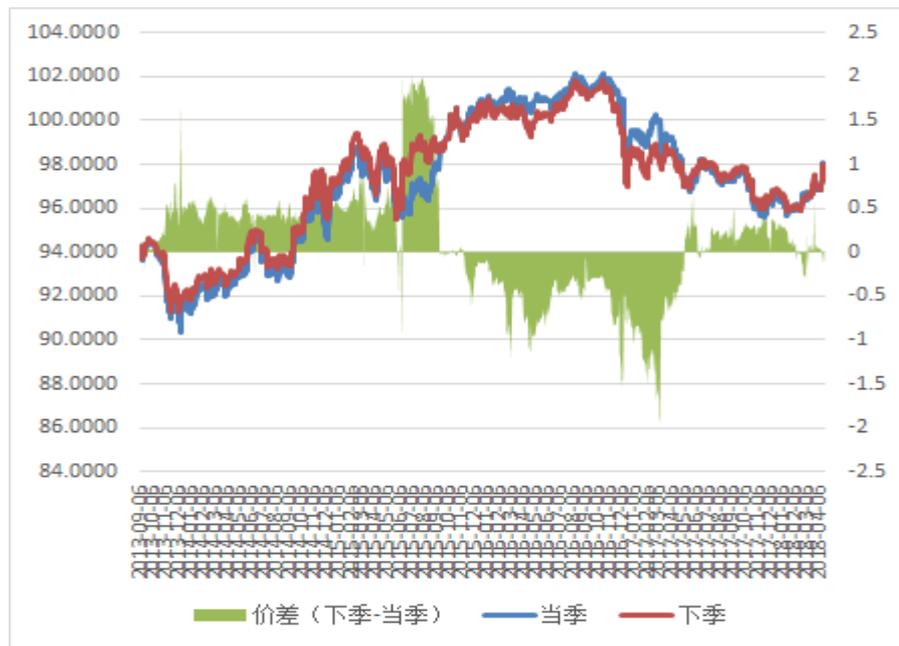


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

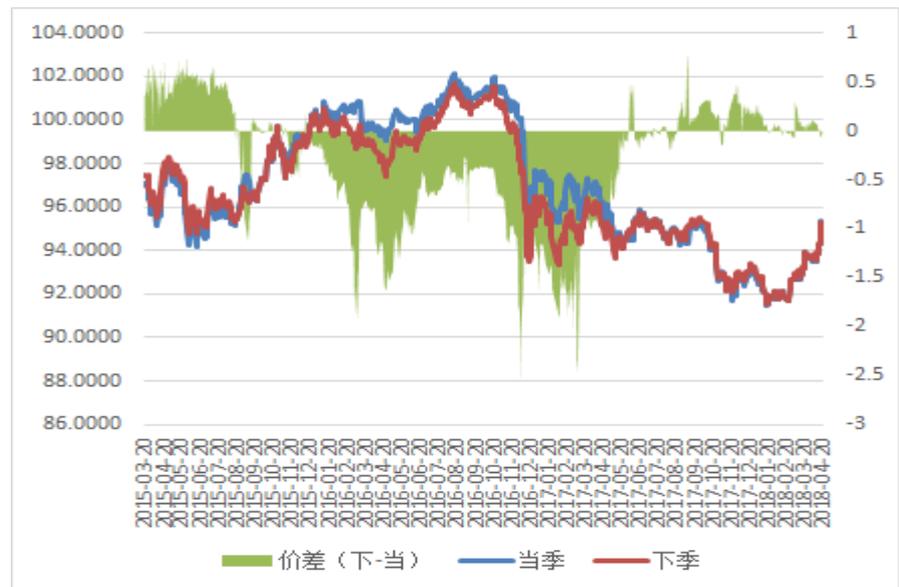
上周 5 年期债合约价差由正转负，由于期债不处于移仓换月阶段，故暂无跨期策略推荐；上周 10 年期债合约价差由正转负，由于期债不处于移仓换月阶段，故无跨期策略推荐。

图 12: 5 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 10 年期债当季、下季及二者价差走势

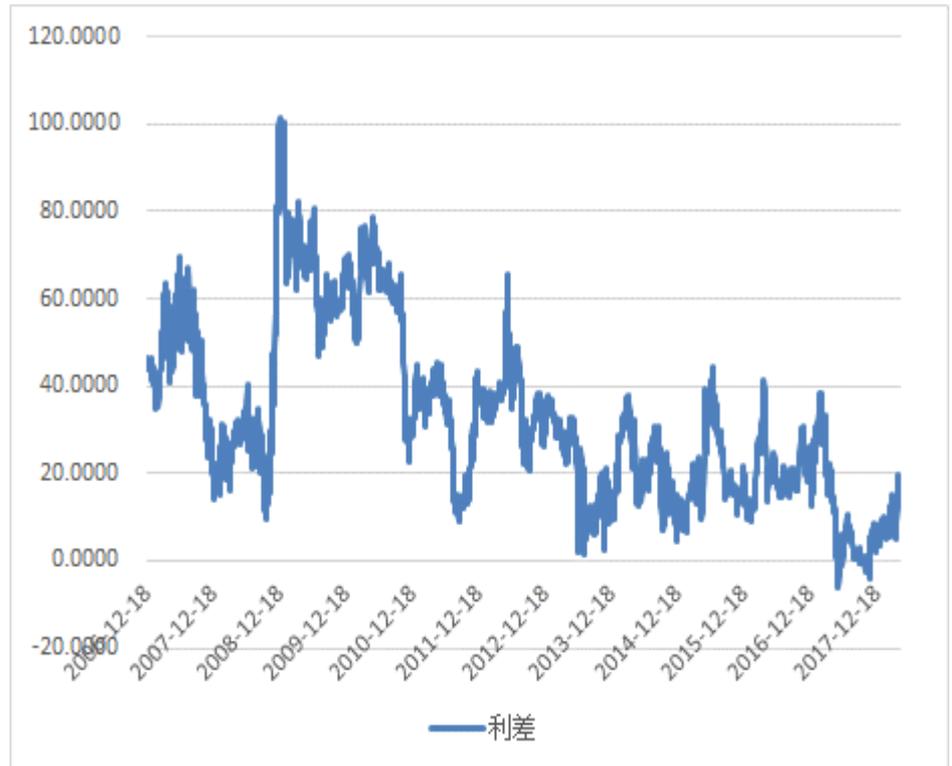


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差先下后上至 19.63bp, 上周先多 TF 空 T 策略在上周一止损。

图 14：5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 周度操作建议

从经济基本面来看，上周公布的经济数据基本符合预期，同时贸易战可能会降低市场对未来经济预期，目前经济基本面对债市边际上利多；从政策面看，上周央行公布定向降准置换 MLF，且市场对资管新规担忧有所缓解，关注后续资管新规落地可能带来的冲击，美联储今年加息次数可能增加；从资金面来看，上周央行净投放 4700 亿元来对冲缴税影响，后半周资金面承压，资金利率走高，本周有 5200 亿元资金量到期，考虑到央行定向降准投放的资金，预计央行可能仅部分对冲到期量，资金面紧势或有所缓解；从供需来看，本周有续发的各 290 亿元 1 年期和 10 年期国债，供给压力有所减少，关注其中标利率和投标倍数。本周期债或在止盈盘和资金面紧势缓解的共同影响下整体略偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者前期日内逢低做多或日间多 TF 空 T，仅供参考。

## 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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。