

中美不打贸易战，期债或继续走弱

兴证期货·研发中心

2018年5月21日 星期一

金融研究团队

内容提要

刘文波

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 下行 0.34% 收于 97.35 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.05% 收于 94.07 元，现券方面，关键期限国债收益率呈现程度不一的上行，其中 5 年期上行 9.88 个 BP 至 3.4793%，10 年期上行 2.17 个 BP 至 3.7099%，大多数活跃券基差上行，期债走势略弱于现券，且五年期债走势明显弱于十年期债，国债期货和现券收益率曲线均较大幅走平。上周公布的工业增加值高于预期、投资和消费数据低于预期，期债盘中跌幅收窄，叠加月中缴税资金面趋紧和一级市场投标倍数较低，期债整体窄幅偏弱震荡，现券收益率小幅上行，后半周资金面因税期结束而有所改善，但美债收益率再次升破 3% 且上行幅度超过 10bp 令国内债市承压，叠加国内信用违约压制债市做多情绪，期债继续偏弱震荡，上周期债完成移仓换月。

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

● 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整体上略偏利空，周末消息称中美将不打贸易战，目前来看基本面对债市暂偏利空；从政策面看，上周暂无监管政策出台，但资管新规落地，关注机构业务调整的影响，美联储 6 月加息概率大，关注届时央行的操作；从资金面来看，上周央行净投放 4100 亿元，资金面由趋紧转而趋松，本周公开市场有 3200 亿元资金量到期，到期压力不大，但临近月末资金利率或有上行压力，预计央行可能进行净投放；从供需来看，本周暂无国债供给。本周期债或继续偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者前期跨期套利策略 TF 止盈 T 止损或做平曲线或逢高试空，仅供参考。

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

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 3349.89 亿元，上周新发了 410 亿元 1 年期和 0 年期国债，其中 1 年期中标利率高于二级市场收益率，10 年期中标利率低于二级市场收益率，投标倍数分别为 1.77 和 2.2 倍，显示需求一般，地方债发行规模将继续增加。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20180514-20180520）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/5/18	18江苏02	167.80	3.00	
2018/5/18	18江苏04	125.10	5.00	
2018/5/18	18山东债06	97.22	7.00	
2018/5/18	18江苏03	166.00	7.00	
2018/5/18	18山东债05	203.32	7.00	
2018/5/18	18江苏05	125.00	10.00	
2018/5/18	18贴现国债23	100.00	0.25	
2018/5/18	18付息国债12	290.00	50.00	
2018/5/17	18广西债06	50.00	3.00	3.61
2018/5/17	18广西债05	68.00	3.00	3.60
2018/5/17	18辽宁07	70.80	5.00	3.70
2018/5/17	18广西债07	57.00	5.00	3.75
2018/5/17	18辽宁08	57.60	7.00	3.95
2018/5/17	18进出06	30.00	0.25	2.80
2018/5/17	18进出04(增7)	70.00	3.00	4.46
2018/5/17	18进出03(增14)	55.30	5.00	4.97
2018/5/17	18国开04(增7)	50.00	5.00	4.69
2018/5/17	18国开06(增6)	40.00	7.00	4.73
2018/5/16	18付息国债10	410.00	1.00	3.02
2018/5/16	18付息国债11	410.20	10.00	3.69
2018/5/16	18农发07	80.00	1.00	3.89
...				
合计		3,349.89		

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（20180521-20180527）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-05-22	18云南债06	33.00	3.00	地方政府债
2018-05-22	18云南债04	66.70	5.00	地方政府债
2018-05-22	18云南债07	74.00	7.00	地方政府债
2018-05-22	18云南债05	68.60	10.00	地方政府债
2018-05-22	18国开07(增5)	74.00	1.00	政策银行债
2018-05-22	18国开08(增4)	63.00	3.00	政策银行债
2018-05-22	18国开04(增8)	61.00	5.00	政策银行债
2018-05-21	18湖南债04	100.00	5.00	地方政府债
2018-05-21	18湖南债07	60.00	5.00	地方政府债
2018-05-21	18湖南债05	123.00	7.00	地方政府债
2018-05-21	18湖南债08	27.00	7.00	地方政府债
2018-05-21	18湖南债06	31.00	10.00	地方政府债
2018-05-21	18农发05(增5)	40.00	2.00	政策银行债
合计		821.30		

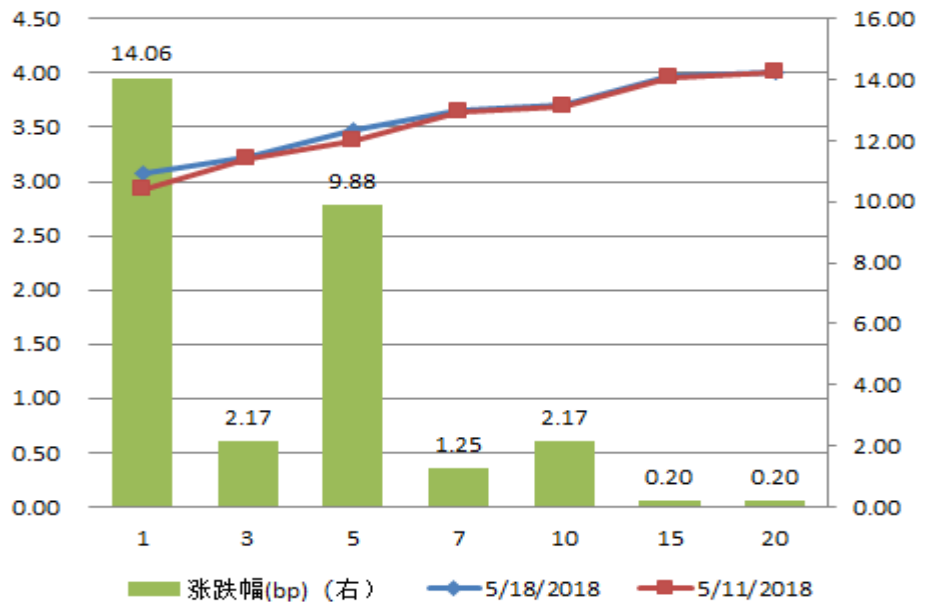
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 821.3 亿元，本周暂无国债供给，地方债供给压力较大。

1.2 利率债二级市场变化

上周现券方面，关键期限国债收益率呈现程度不一的上行，其中 5 年期上行 9.88 个 BP 至 3.4793%，10 年期上行 2.17 个 BP 至 3.7099%，收益率曲线较大幅走平。上周公布的工业增加值高于预期、投资和消费数据低于预期，叠加月中缴税资金面趋紧和一级市场投标倍数较低，现券收益率小幅上行，后半周资金面因税期结束而有所改善，但美债收益率再次升破 3% 且上行幅度超过 10bp 令国内债市承压，叠加国内信用违约压制债市做多情绪，现券收益率继续上行且短端上行幅度大于长端，现券在前期大幅走陡后开始走平，10Y-1Y 利差和 10Y-5Y 利差均走平。

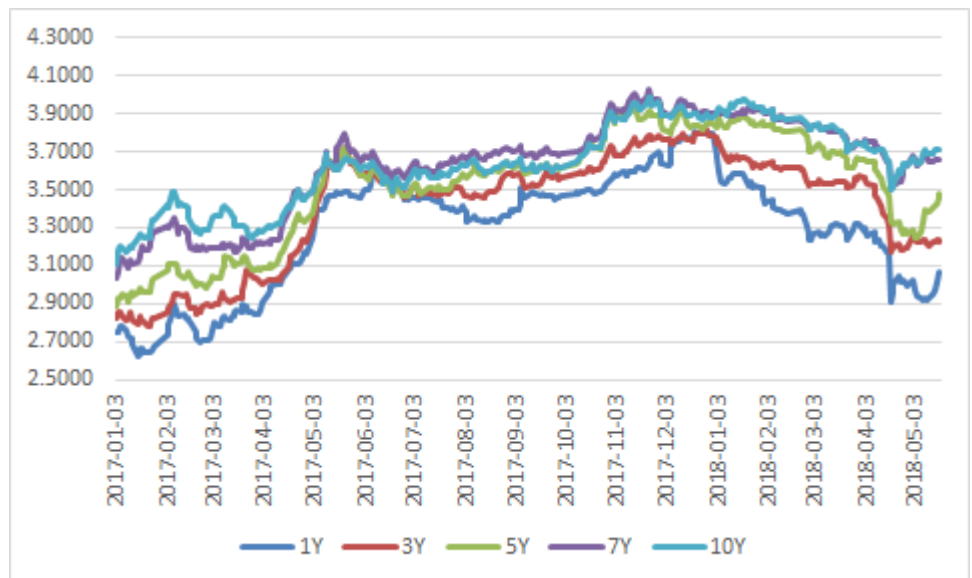
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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上行 14.06 个 BP 至 3.0711%，三年期上行 2.17 个 BP 至 3.228%，五年期上行 9.88 个 BP 至 3.4793%，七年期上行 1.25 个 BP 至 3.6602%，十年期上行 2.17 个 BP 至 3.7099%。

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上行

上周央行在公开市场进行 2700 亿 7 天逆回购操作，同时有 800 亿 7 天逆回购到期，净投放 1900 亿；进行 2200 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天

逆回购到期，净投放 2200 亿；进行 0 亿 63 天逆回购操作，同时有 0 亿 63 天逆回购到期，净回笼 0 亿；进行 1560 亿 1 年 MLF 操作，同时有 3925 亿 1 年 MLF 到期，由于前期央行定向降准置换到期 MLF，本周实际到期 1560 亿元 MLF，央行进行了等量对冲，本周央行在公开市场上净投放 4100 亿元，利率持平于前期。

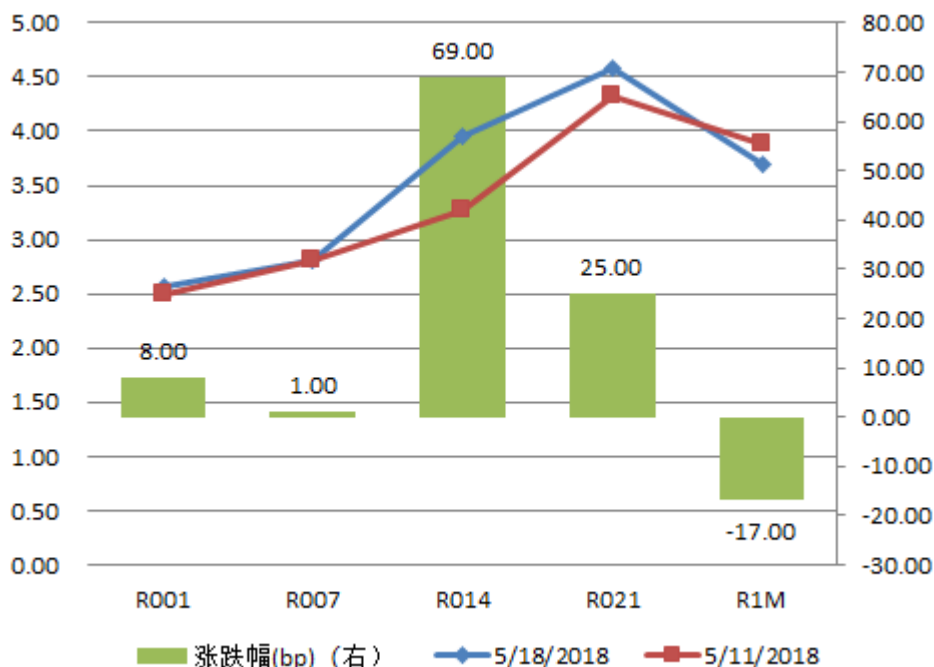
表 3：上周公开市场操作情况 (20180512-20180518)

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	2018/5/17	200.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/5/16	600.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/5/16	1,200.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/5/17	200.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/5/17	300.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/5/15	800.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/5/16	1,400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/5/15	1,000.00	2.55	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2018/5/14	1,560.00	3.30	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2018/5/12	3,925.00	3.20	0.00
净投放(含国库现金)			1,735.00		
净投放			1,735.00		

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 4100 亿元，资金面在前半周由于缴税因素而趋紧，后半周紧势缓解。

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 8bp 至 2.57%；7 天期

上行 1bp 至 2.81%；14 天期上行 69bp 至 3.96%；21 天期上行 25bp 至 4.58%；1 个月期下行 17bp 至 3.70%。

本周公开市场有 3200 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 0 亿元、1000 亿元、1800 亿元、400 亿元和 0 亿元，资金面到期压力不大，预计央行会进行净投放操作，资金利率有上行压力。

表 4：本周公开市场操作情况（20180519-20180525）

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14D	逆回购到期	2018/5/24	100.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/5/24	300.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/5/23	400.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/5/23	1,400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/5/22	1,000.00	2.55	0.00
净投放(含国库现金)			-3200.00		
净投放			-3200.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

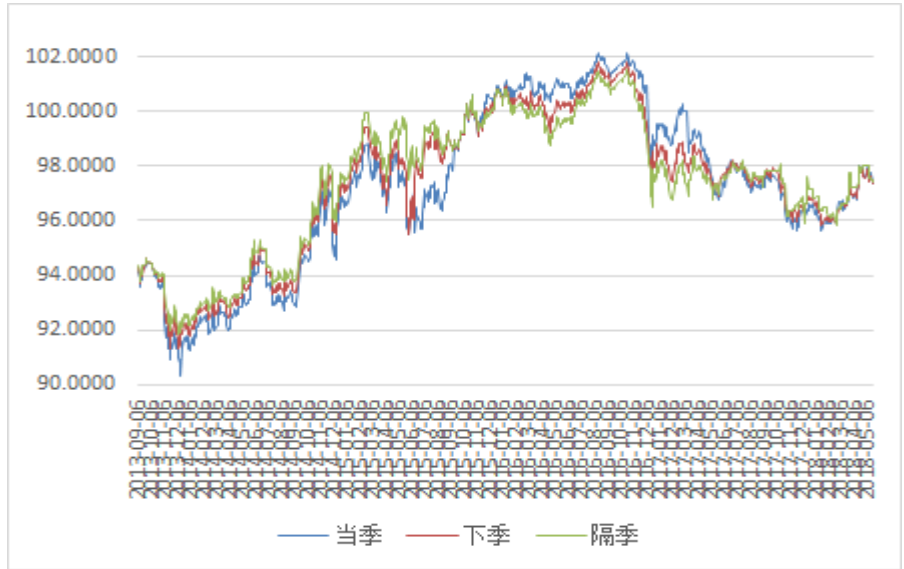
2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货偏弱震荡

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 下行 0.34% 收于 97.35 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.05% 收于 94.07 元，大多数活跃券基差上行，期债走势略弱于现券，且五年期债走势明显弱于十年期债，国债期货和现券收益率曲线均较大幅走平。上周公布的工业增加值高于预期、投资和消费数据低于预期，期债盘中止跌，叠加月中缴税资金面趋紧和一级市场投标倍数较低，期债整体窄幅偏弱震荡，现券收益率小幅上行，后半周资金面因税期结束而有所改善，但美债收益率再次升破 3% 且上行幅度超过 10bp 令国内债市承压，叠加国内信用违约压制债市做多情绪，期债继续偏弱震荡，上周期债完成移仓换月。

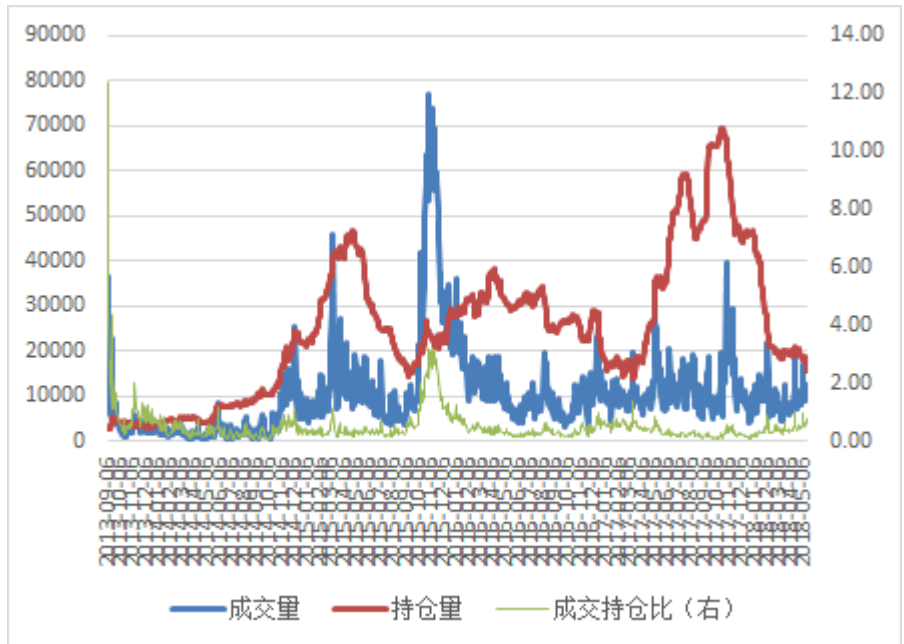
5 年期债近交割月合约 TF1806 周跌 0.42%，收于 97.36 元；主力合约 TF1809 周跌 0.34%，收于 97.35 元；隔季合约 TF1812 周跌 0.12%，收于 97.43 元。成交方面，三个合约日均成交 11021.4 手，持仓方面，TF1809 合约周增仓 3803 手，目前持仓 11602 手，截止 5 月 18 日，5 年期三个合约合计持仓 15761 手，周减仓 2442 手，成交量下降，持仓量下降。

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

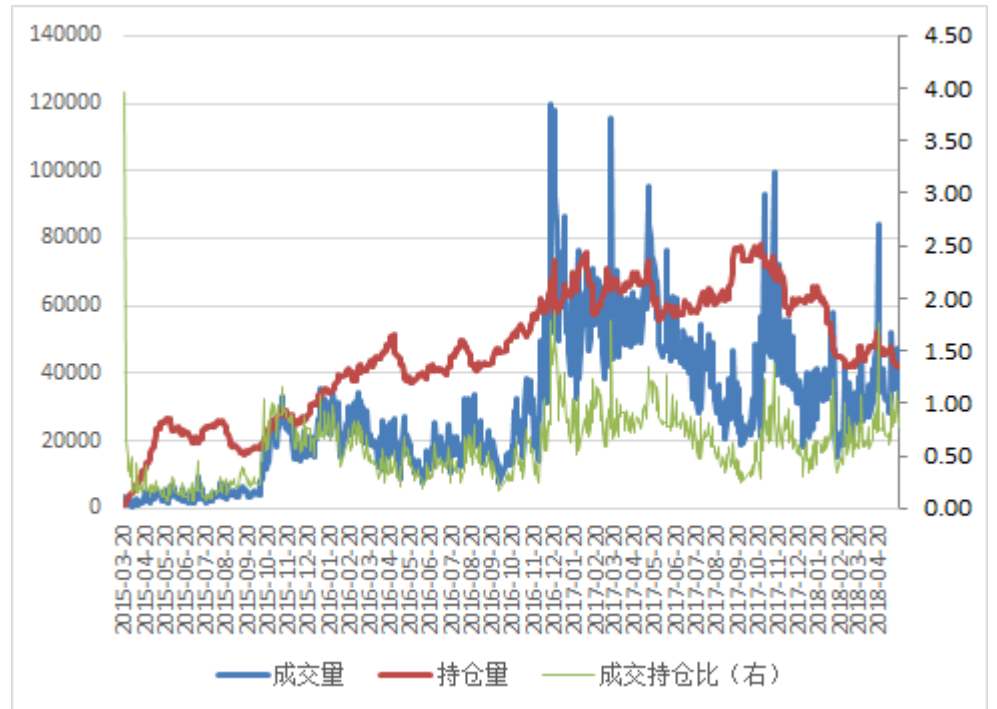
10 年期债近交割月合约 T1806 周涨 0.05%，收于 94.145 元；主力合约 T1809 周跌 0.05%，收于 94.07 元；隔季合约 T1812 周跌 0.28%，收于 94.065 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 41449 手，主力 T1809 合约周增仓 13958 手，持仓 29587 手，截至 5 月 18 日，10 年期三个合约合计持仓 42616 手，持仓减少 824 手，成交量上升，持仓量下降。

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



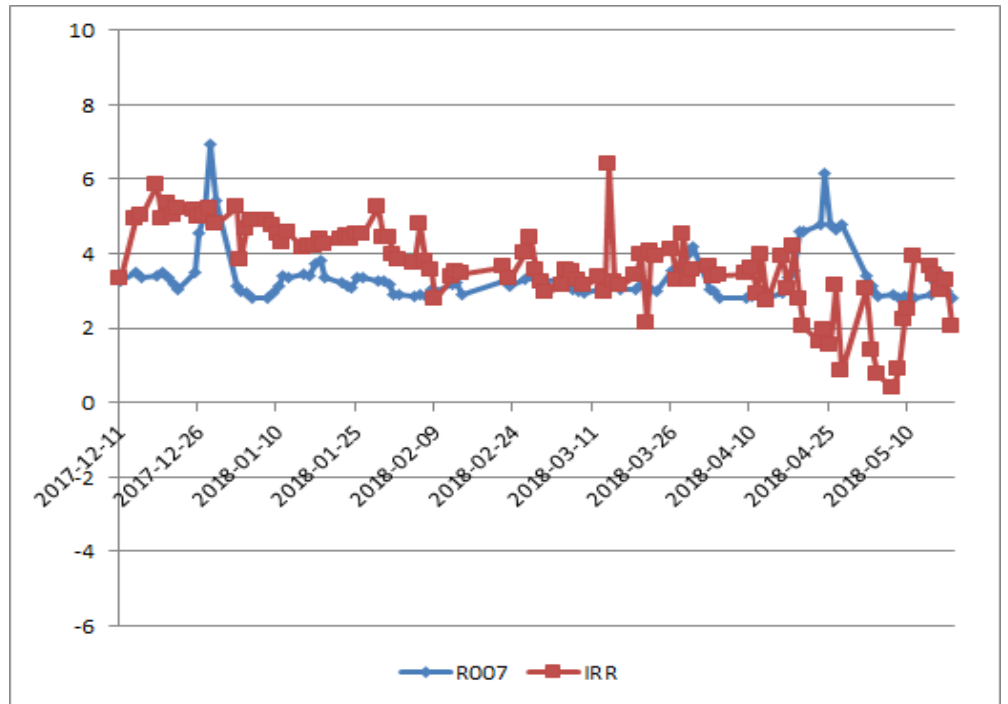
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TF1809 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 先上后下，

IRR 下行，在上周无明显的正向期现套利机会。

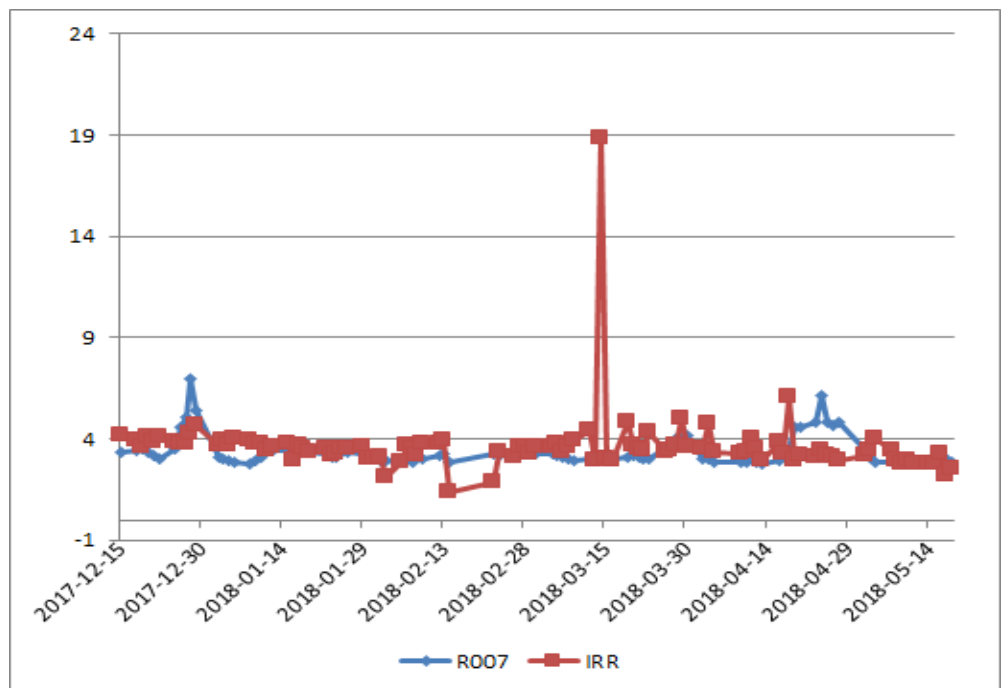
图 8：近期 TF1809 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1809 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 先上后下，且 IRR 先上后下，在上周无明显的期现套利交易机会。

图 9：近期 T1809 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

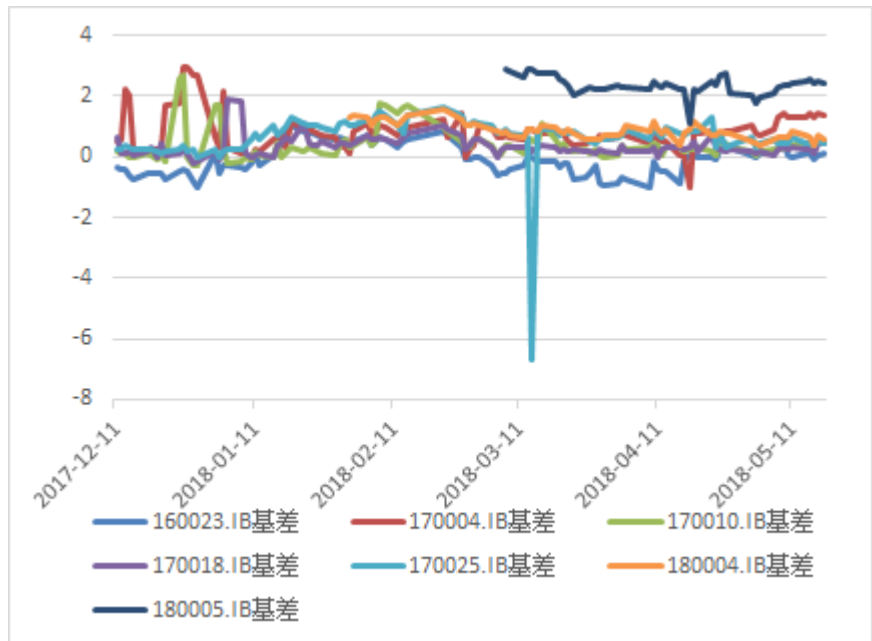
TF1809 合约的活跃券 160025.IB、170021.IB 和 180009.IB 基差震荡上行，适宜做多，180001.IB 基差下行，适宜做空；T1809 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170010.IB、170018.IB、180005.IB 基差上行，适宜做多基差，170025.IB、180004.IB 基差震荡下行，适宜做空基差。

图 10: TF1809 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1809 活跃券基差走势

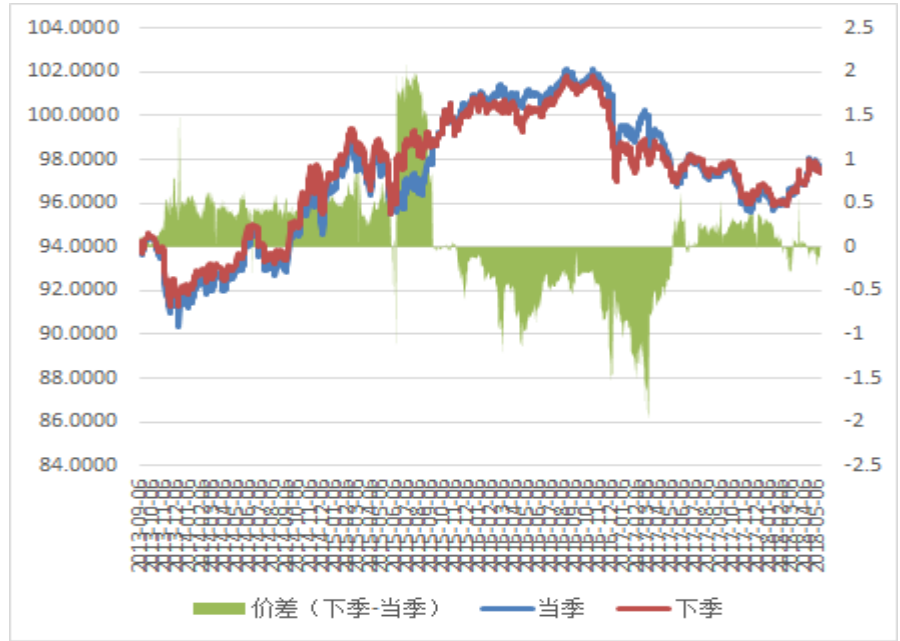


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

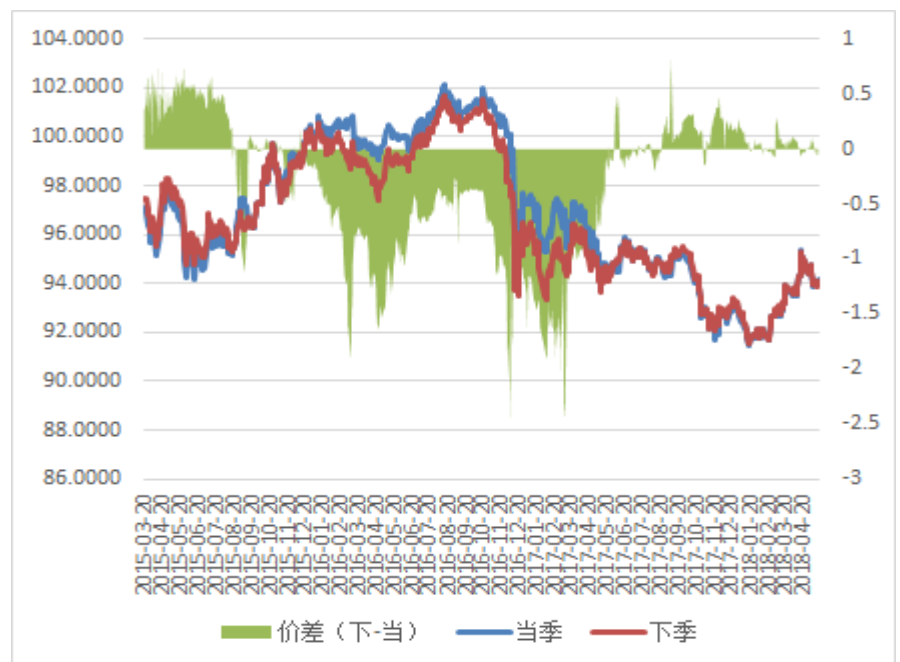
上周 5 年期债合约价差负向先走扩后收窄，期债已完成移仓换月，建议的多下空当策略止盈；上周 10 年期债合约价差负向小幅走扩，期债已完成移仓换月，建议的多下空当策略止损。

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

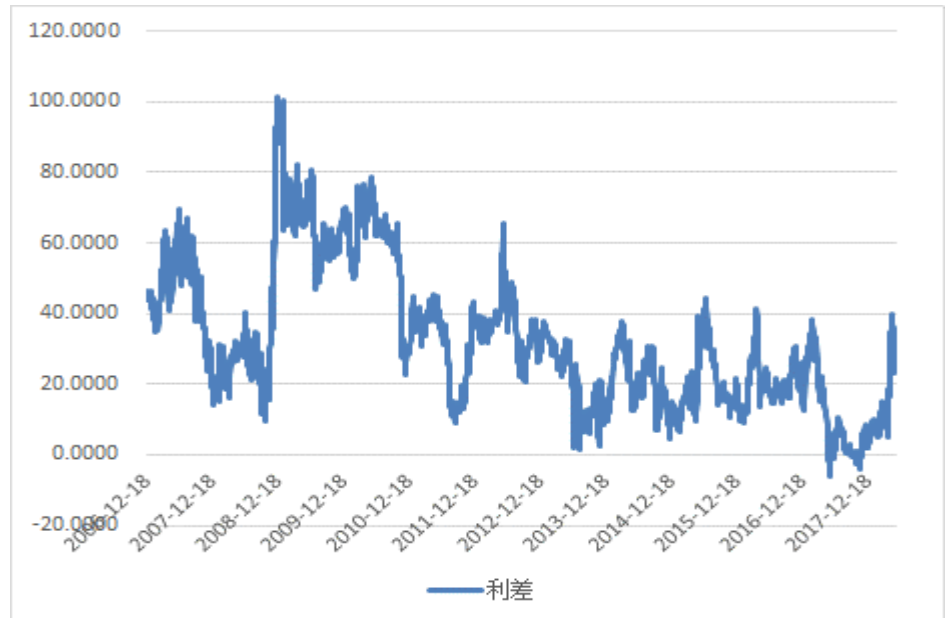


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差下行 7.71bp 至 23.06bp, 本周可建仓做平策略 (多 T 空 TF (1:2))。

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整体上略偏利空, 周末消息称中美将不打贸易战, 目前来看基本面对债市暂偏利空; 从政策面看, 上周暂无监管政策出台, 但资管新规落地, 关注机构业务调整的影响, 美联储 6 月加息概率大, 关注届时央行的操作; 从资金面来看, 上周央行净投放 4100 亿元, 资金面由趋紧转而趋松, 本周公开市场有 3200 亿元资金量到期, 到期压力不大, 但临近月末资金利率或有上行压力, 预计央行可能进行净投放; 从供需来看, 本周暂无国债供给。本周期债或继续偏弱震荡。操作上, 长期投资者轻仓逢低试多, 短期投资者前期跨期套利策略 TF 止盈 T 止损或做平曲线或逢高试空, 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。