

多空因素交织，期债或略偏强震荡

兴证期货·研发中心

2018年6月11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 0.21% 收于 97.54 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.17% 收于 94.705 元，现券方面，关键期限国债收益率出现程度不一的上行，其中 5 年期上行 1.57bp 至 3.4563%，10 期上行 2.51bp 至 3.6453%，十年期债活跃券基差下行，十年期债走势强于现券。上周前四个交易日期债震荡走弱，主要原因是央行扩大 MLF 担保品范围后进行超额续作 MLF，部分投资者前期降准预期落空，叠加公布的进出口数据高于预期，目前经济仍呈韧性，而一级市场方面投标倍数约为 2 倍表明需求一般，同时美债收益率再度攀升至接近 3%，对债市情绪影响偏负面，最后一个交易日，由于资金面维持偏宽松，叠加股市较大幅走弱，期债止跌反弹，期债先抑后扬整体偏弱震荡。

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，上周公布的进出口数据高于预期，周末公布的 CPI 持平于前期，略低于预期，PPI 高于预期，关注将公布的金融数据，预计其对债市略偏利多；从政策面看，美联储 6 月大概率加息，关注央行届时是否跟随上调公开市场操作利率 5bp，同时关注资管新规带来的机构业务调整的影响；从资金面来看，上周央行净回笼 965 亿元，资金面整体上偏宽松，但跨季资金利率上行，本周公开市场有 2400 亿元资金量到期，到期压力不大，但临近季末资金利率或有上行压力，预计央行可能进行净投放来维稳；从供需来看，本周将续发 290 亿元 2 年期国债和续发 450 亿元 5 年期国债，叠加地方债供给可能加快，供给压力较大，对债市偏利空。本周期债多空交织下可能略偏强震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者轻仓多 T 空 TF 继续持有，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 2995.4 亿元，上周续发 453.1 亿元 3 年期国债和新发 450 亿元 7 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数在 2 倍左右，需求一般，地方债发行规模将增加，整体上看，利率债供给规模较上周增加。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20180604-20180610)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/6/10	18储蓄03	200.00	3.00	4.00
2018/6/10	18储蓄04	200.00	5.00	4.27
2018/6/8	18重庆债05	90.00	3.00	
2018/6/8	18重庆债03	66.00	5.00	
2018/6/8	18重庆债04	70.00	7.00	
2018/6/8	18重庆债06	71.00	10.00	
2018/6/8	18贴现国债26	100.00	0.25	
2018/6/8	18贴现国债27	100.00	0.50	
2018/6/7	18进出08	40.00	0.25	2.76
2018/6/7	18进出03(增16)	30.00	5.00	4.97
2018/6/7	18国开06(增9)	40.00	7.00	4.73
2018/6/7	18国开05(增17)	120.00	10.00	4.88
2018/6/6	18广西定向03	68.03	5.00	3.99
2018/6/6	18广西定向04	10.13	7.00	4.19
2018/6/6	18付息国债07(续2)	453.10	3.00	3.42
2018/6/6	18付息国债13	450.00	7.00	3.61
2018/6/6	18农发07(增3)	76.80	1.00	3.89
2018/6/6	18农发01(增19)	41.10	7.00	4.98
2018/6/6	18农发06(增4)	60.00	10.00	4.65
2018/6/6	18广西债08	88.49	5.00	3.85
2018/6/5	18辽宁定向05	20.00	3.00	3.82
...				
合计		2,995.40		

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（20180611-20180617）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-06-14	18甘肃债02	91.25	5.00	地方政府债
2018-06-14	18吉林债01	101.07	5.00	地方政府债
2018-06-14	18甘肃债05	4.94	5.00	地方政府债
2018-06-14	18甘肃债03	45.87	7.00	地方政府债
2018-06-14	18吉林债02	100.00	7.00	地方政府债
2018-06-14	18吉林债03	70.00	10.00	地方政府债
2018-06-14	18甘肃债04	30.00	10.00	地方政府债
2018-06-13	18付息国债08(续2)	290.00	2.00	国债
2018-06-13	18付息国债09(续2)	450.00	5.00	国债
2018-06-12	18广东债04	64.30	5.00	地方政府债
2018-06-12	18广东债03	131.90	5.00	地方政府债
2018-06-12	18国开04(增11)	70.00	5.00	政策银行债
2018-06-12	18国开06(增10)	40.00	7.00	政策银行债
2018-06-12	18国开05(增18)	120.00	10.00	政策银行债
2018-06-11	18河南债01	146.45	3.00	地方政府债
2018-06-11	18河南债02	147.00	5.00	地方政府债
2018-06-11	18河南债03	147.00	7.00	地方政府债
2018-06-11	18陕西债09	66.56	3.00	地方政府债
2018-06-11	18陕西债10	100	5	地方政府债
2018-06-11	18陕西债11	100.00	7.00	地方政府债
2018-06-11	18陕西债12	66.00	10.00	地方政府债
.....				
合计		2,552.34		

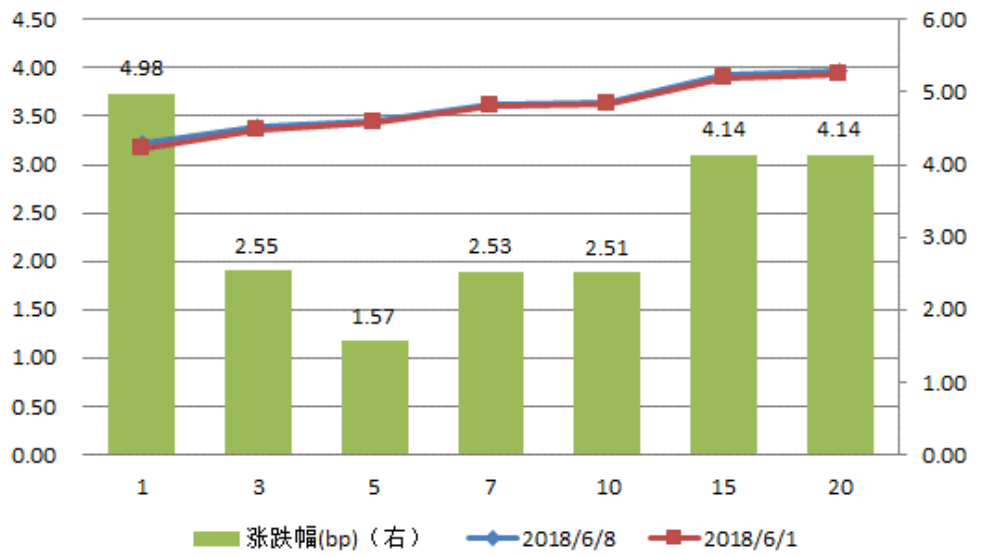
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 2552.34 亿元，本周将续发 290 亿元 2 年期国债和续发 450 亿元 5 年期国债，国债供给压力较大，且地方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，关键期限国债收益率出现不同程度上行，其中 5 年期上行 1.57 个 BP 至 3.4563%，10 期上行 2.51 个 BP 至 3.6453%。上周前四个交易日国债收益率小幅上行，主要原因是央行扩大 MLF 担保品范围后进行超额续作 MLF，部分投资者前期降准预期落空，叠加公布的进出口数据高于预期，目前经济仍呈韧性，而一级市场方面投标倍数约为 2 倍表明需求一般，叠加美债收益率再度攀升至接近 3%，对债市情绪影响偏负面，最后一个交易日，由于资金面维持偏宽松，叠加股市较大幅走弱，带动现券收益率小幅下行，整体看，国债收益率小幅攀升。

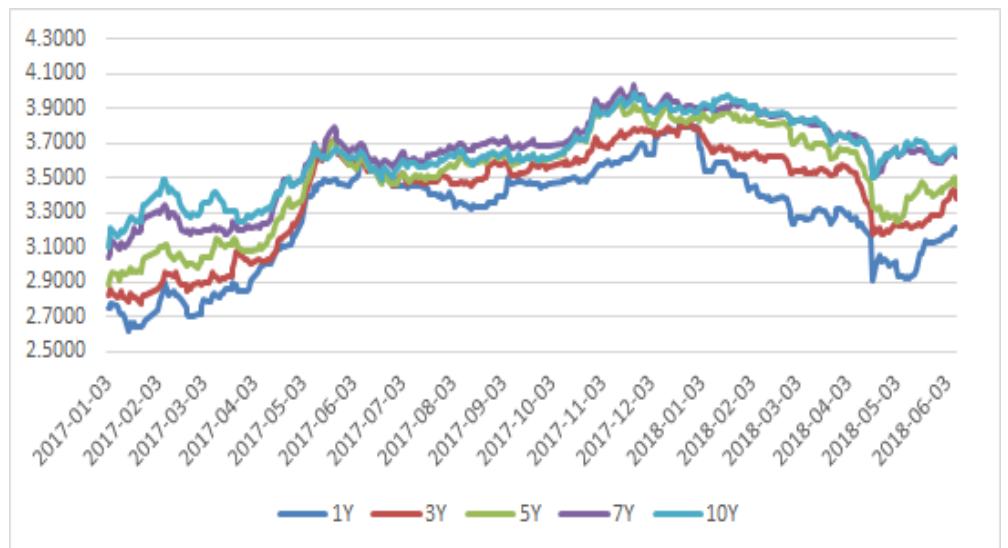
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 4.98 个 BP 至 3.2117%，三年期上行 2.55 个 BP 至 3.3858%，五年期上行 1.57 个 BP 至 3.4563%，七年期上行 2.51 个 BP 至 3.6255%，十年期上行 2.51 个 BP 至 3.6453%。

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下行

上周央行在公开市场进行 1100 亿 7 天逆回购操作，同时有 3600 亿 7 天逆

回购到期，净回笼 2500 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 1400 亿 14 天逆回购到期，净回笼 1400 亿；进行 900 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净投放 900 亿，进行 4630 亿 1 年期 MLF 操作，同时有 4980 亿 1 年期 MLF 到期，考虑到前期定向降准置换的 MLF，本次央行超量 2035 亿 MLF 操作；本周央行在公开市场上净回笼 965 亿元，利率均持平于前期。

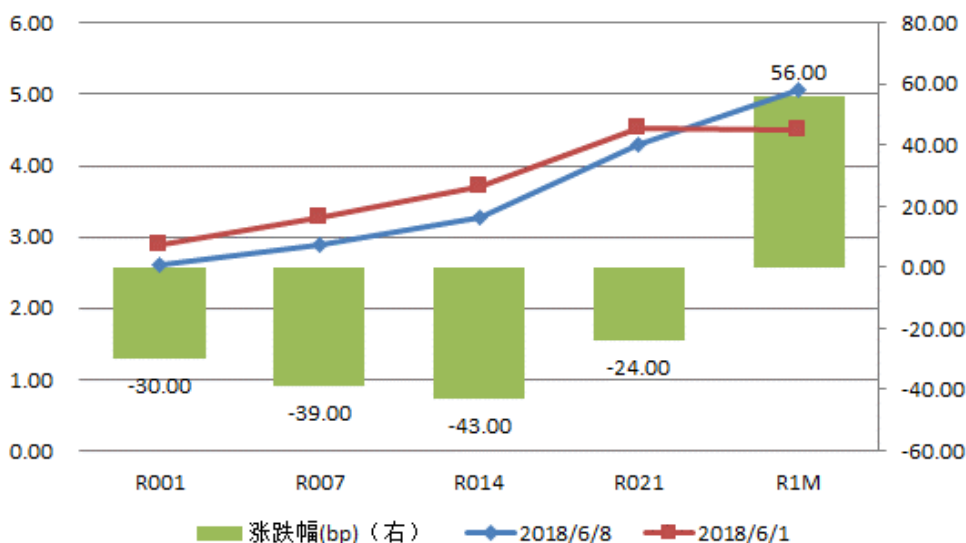
表 3：上周公开市场操作情况（20180602-20180608）

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	2018/6/6	1,100.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/7	900.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/7	200.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/4	200.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/6	700.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/8	400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/5	1,000.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/5	500.00	2.70	0.00
逆回购28D	逆回购	2018/6/7	200.00	2.85	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/4	200.00	2.55	0.00
逆回购28D	逆回购	2018/6/4	200.00	2.85	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/5	700.00	2.55	0.00
逆回购28D	逆回购	2018/6/5	500.00	2.85	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/7	200.00	2.55	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2018/6/6	4,630.00	3.30	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2018/6/6	4,980.00	3.20	0.00
净投放(含国库现金)			-3,350.00		
净投放			-3,350.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行在公开市场上净回笼 965 亿元，跨月后资金面偏宽松，除了跨季资金利率较大幅上行外，其余大多数期限资金利率较大幅下行。

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下行 30bp 至 2.6%；7 天期下行 39bp 至 2.88%；14 天期下行 43bp 至 3.27%；21 天期下行 24bp 至 4.29%；1 个月期上行 56bp 至 5.05%。

本周公开市场有 2400 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 200 亿元、700 亿元、600 亿元、800 亿元和 100 亿元，资金面到期压力不大，但 6 月临近年中时点和 MPA 考核，资金利率有上行压力，预计央行会进行对冲操作。

表 4：本周公开市场操作情况 (20180609-20180615)

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	2018/6/15	100.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/14	200.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/11	200.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/12	700.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/14	600.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/13	600.00	2.70	0.00
净投放(含国库现金)			-2400.00		
净投放			-2400.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货先抑后扬

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 下行 0.21% 收于 97.54 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.17% 收于 94.705 元，现券方面，关键期限国债收益率出现程度不一的上行，其中 5 年期上行 1.57bp 至 3.4563%，10 期上行 2.51bp 至 3.6453%，十年期债活跃券基差下行，十年期债走势强于现券。上周前四个交易日期债震荡走弱，主要原因是央行扩大 MLF 担保品范围后进行超额续作 MLF，部分投资者前期降准预期落空，叠加公布的进出口数据高于预期，目前经济仍呈韧性，而一级市场方面投标倍数约为 2 倍表明需求一般，同时美债收益率再度攀升至接近 3%，对债市情绪影响偏负面，最后一个交易日，由于资金面维持偏宽松，叠加股市较大幅走弱，期债止跌反弹，期债先抑后扬整体偏弱震荡。

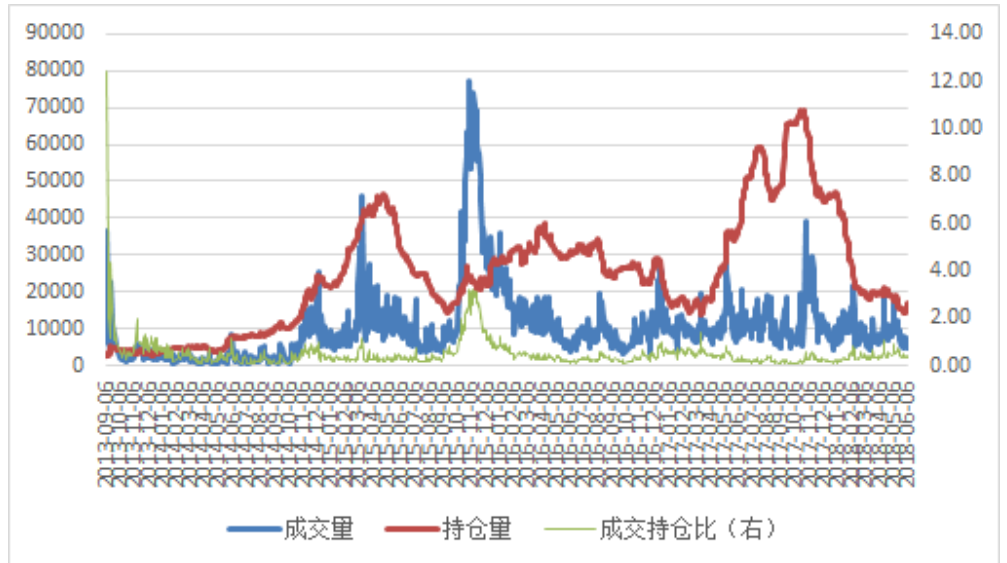
5 年期债交割月合约 TF1806 周涨 0.00%，收于 97.70 元；主力合约 TF1809 周跌 0.21%，收于 97.54 元；隔季合约 TF1812 周跌 0.20%，收于 97.62 元。成交方面，三个合约日均成交 6117.0 手，持仓方面，TF1809 合约周增仓 3023 手，目前持仓 30502 手，截止 6 月 8 日，5 年期三个合约合计持仓 17231 手，周增仓 2912 手，成交量下降，持仓量上升。

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

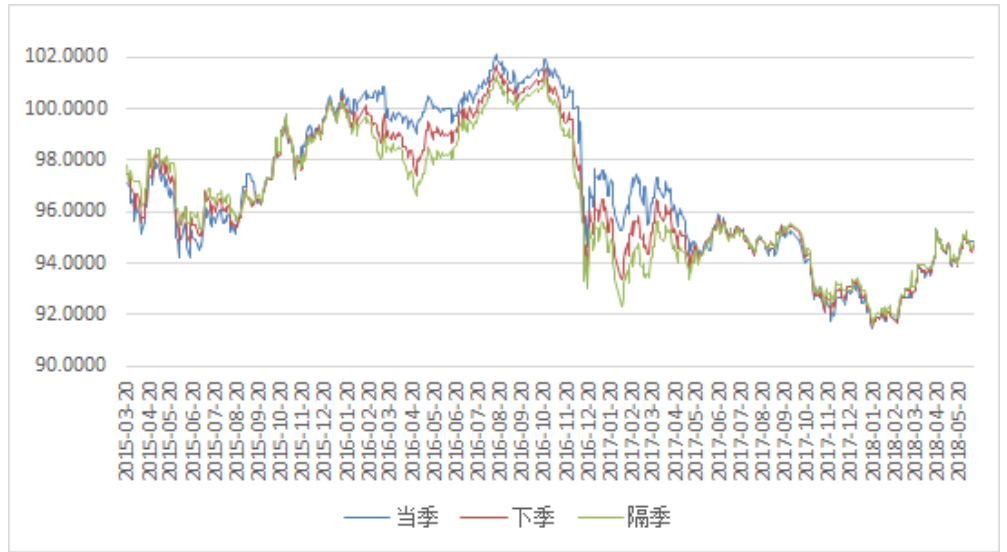
图 5：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

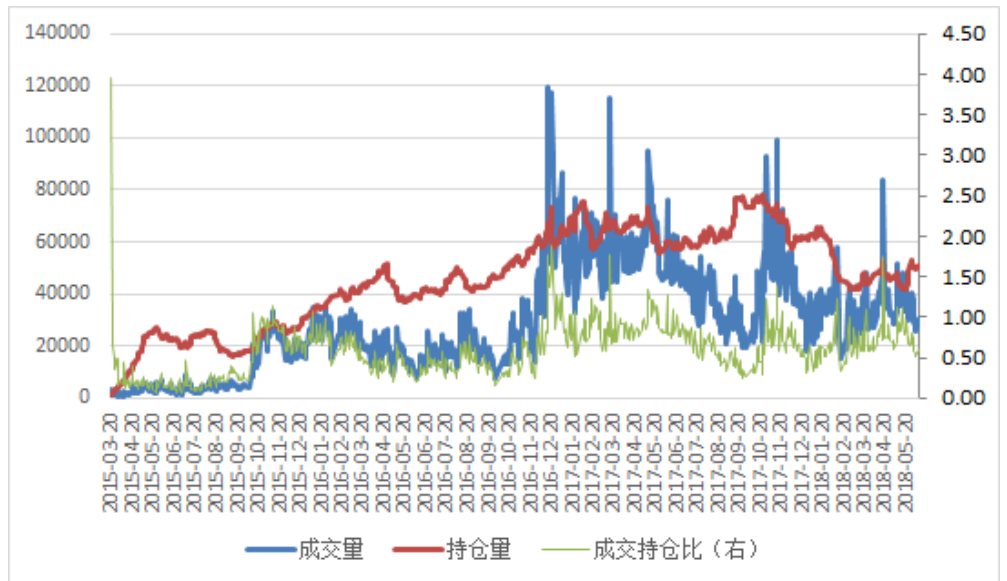
10 年期债交割月合约 T1806 周涨 0.00%，收于 94.86 元；主力合约 T1809 周跌 0.17%，收于 94.705 元；隔季合约 T1812 周跌 0.14%，收于 94.815 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 29543.8 手，主力 T1809 合约周增仓 437 手，持仓 50712 手，截至 6 月 8 日，10 年期三个合约合计持仓 51083 手，持仓增加 415 手，成交量下降，持仓量上升。

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

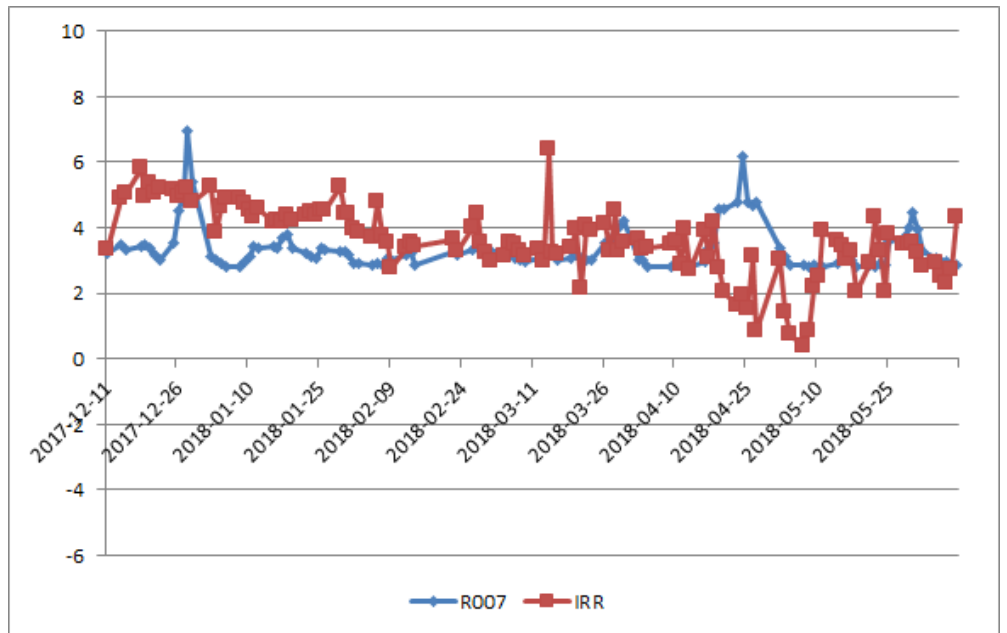


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 震荡下行，IRR 震荡上行，在上周五有较明显的正向期现套利机会。

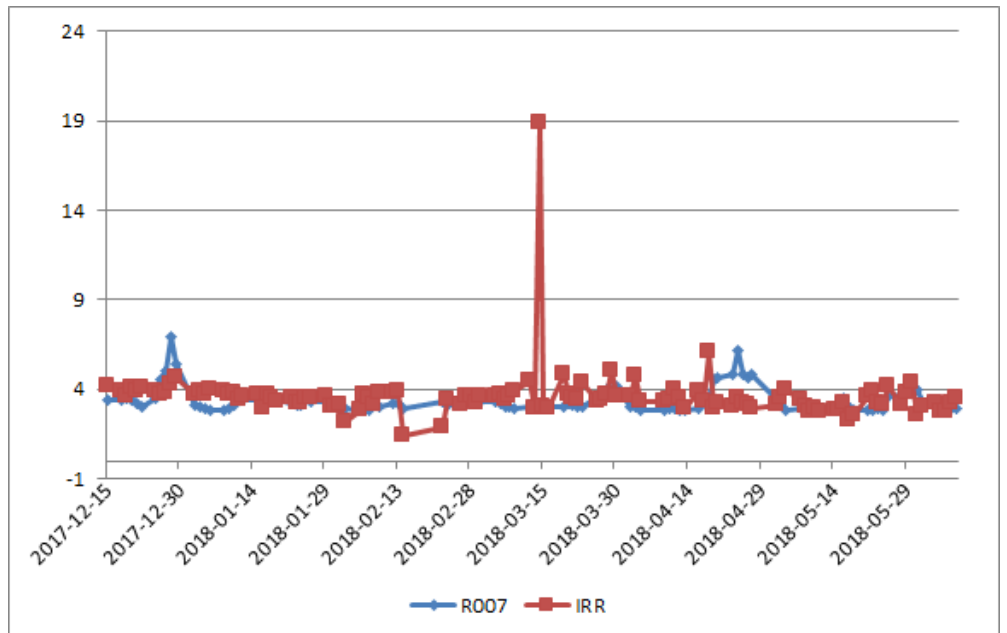
图 8：近期 TF1809 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡下行，且 IRR 震荡上行，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

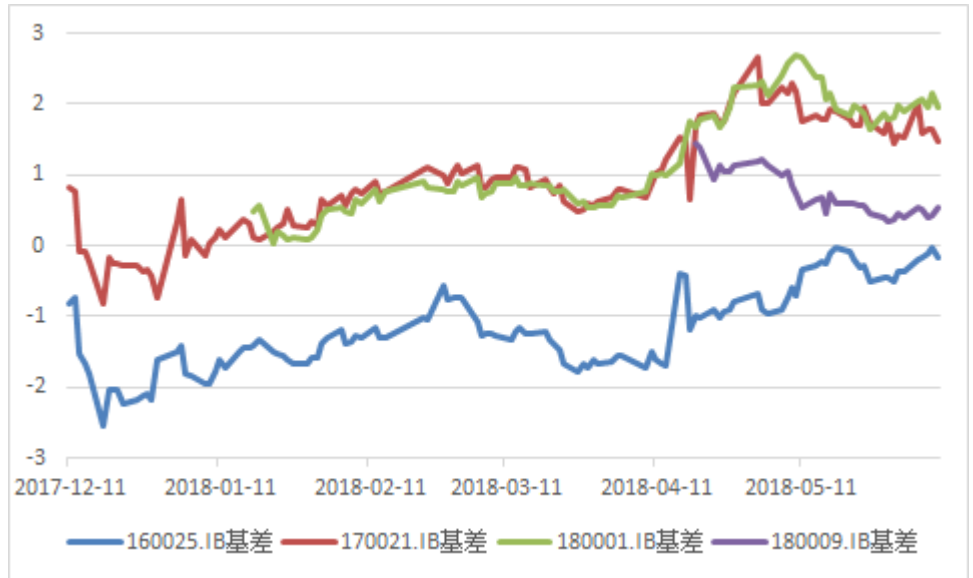


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

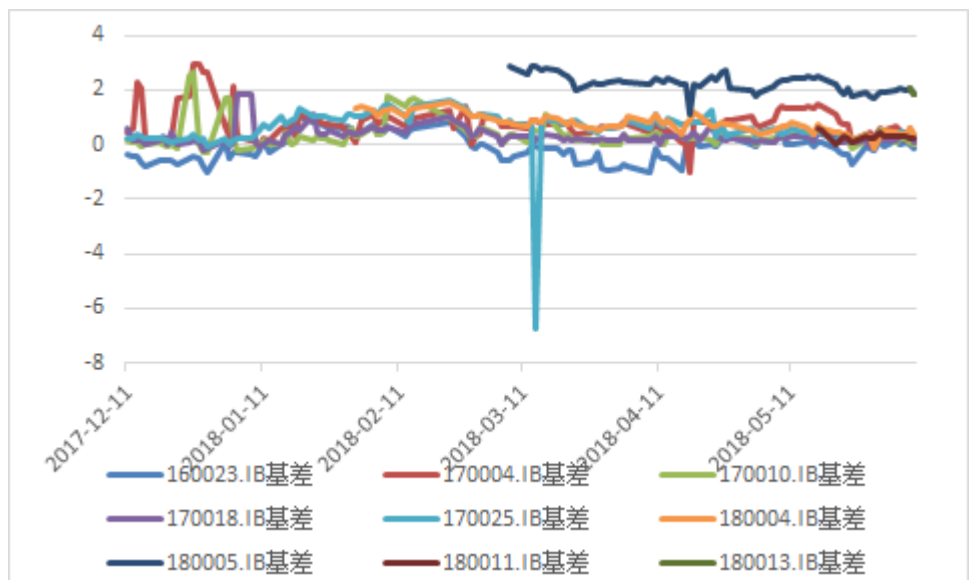
TF1809 合约的活跃券 160025.IB、180001.IB 和 180009.IB 基差震荡上行，适宜做多，活跃券 170021.IB 基差先上后下，适宜做空；T1809 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170010.IB、170018.IB、180005.IB、170025.IB、180004.IB 基差震荡下行，适宜做空基差。

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

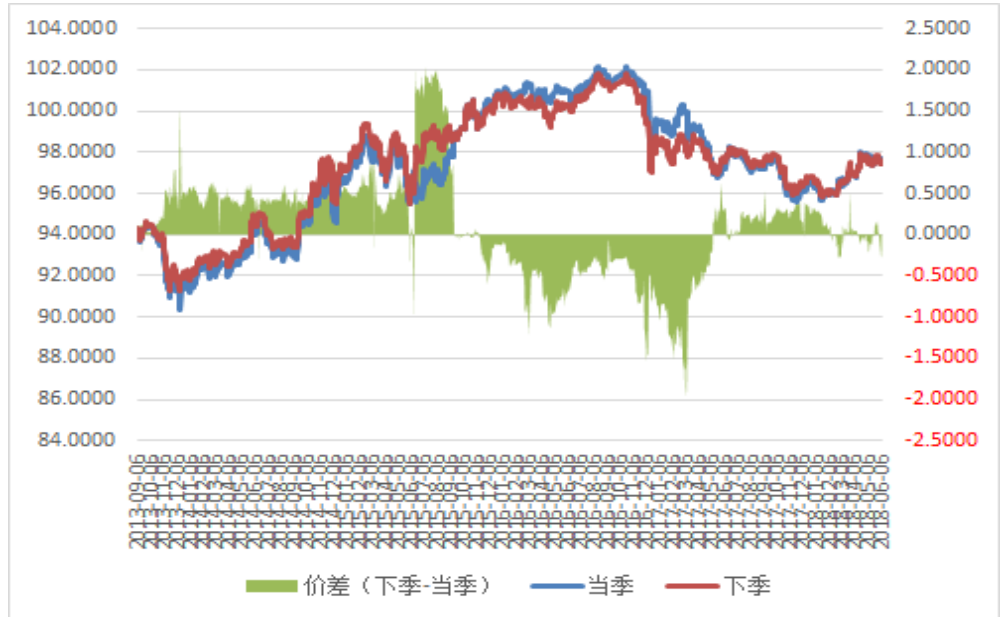


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

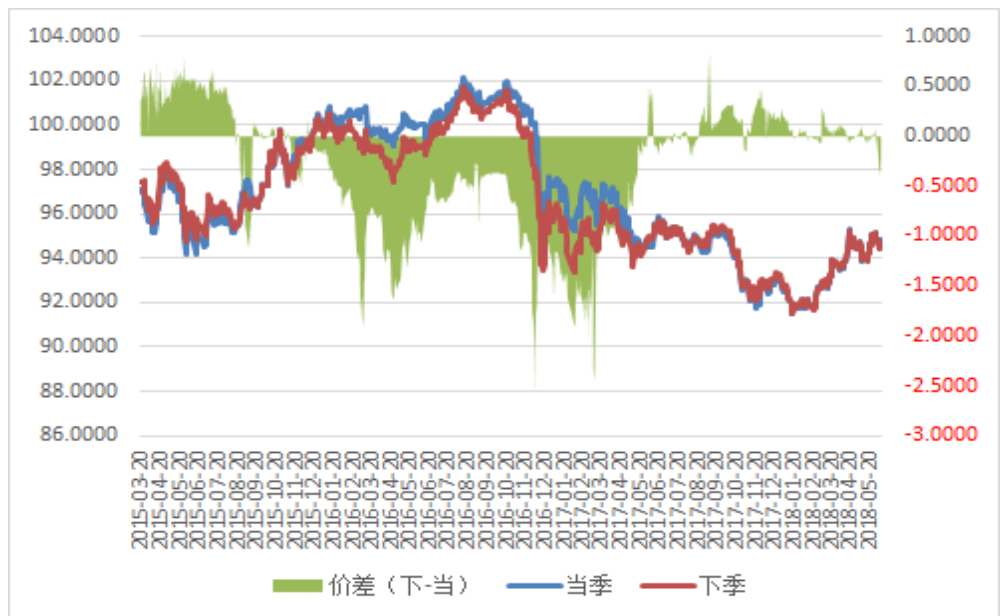
上周 5 年期债合约价差由正转负且负向走扩，期债已完成移仓换月，暂无跨期策略推荐；上周 10 年期债合约价差由正转负且负向小幅收窄，期债已完成移仓换月，暂无跨期策略推荐。

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

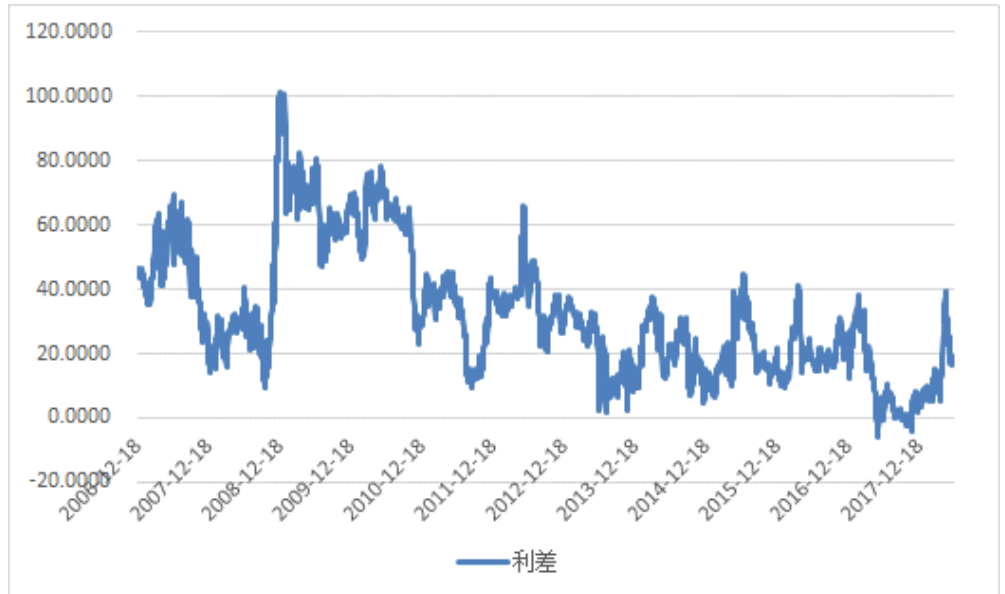


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差震荡上行 0.94bp 至 18.9bp，上周可做平策略（多 T 空 TF（1:2））止盈，推荐的多 T 空 TF（1:1）小幅盈利。

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，上周公布的进出口数据高于预期，周末公布的 CPI 持平于前期，略低于预期，PPI 高于预期，关注将公布的金融数据，预计其对债市略偏利多；从政策面看，美联储 6 月大概率加息，关注央行届时是否跟随上调公开市场操作利率 5bp，同时关注资管新规带来的机构业务调整的影响；从资金面来看，上周央行净回笼 965 亿元，资金面整体上偏宽松，但跨季资金利率上行，本周公开市场有 2400 亿元资金量到期，到期压力不大，但临近季末资金利率或有上行压力，预计央行可能进行净投放来维稳；从供需来看，本周将续发 290 亿元 2 年期国债和续发 450 亿元 5 年期国债，叠加地方债供给可能加快，供给压力较大，对债市偏利空。本周期债多空交织下可能略偏强震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者轻仓多 T 空 TF 继续持有，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。