

定向降准预期落地，期债或偏弱震荡

兴证期货·研发中心

2018年6月25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

● 行情回顾

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 上行 0.34% 收于 98.125 元，十年期国债期货主力合约 T1809 上行 0.48% 收于 95.56 元，现券方面，除 1 年期收益率上行约 bp 外，其余主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 4.16bp 至 3.4149%，10 年期下行 4.24 个 BP 至 3.5604%，大多数活跃券基差下行。上周二由于贸易战升级期债大幅上涨逼近前高，现券收益率较大幅下行，期债走势明显强于现券，上周三由于获利盘止盈压力、跨季资金面趋紧和国债一级市场需求一般的影响，期债大幅下跌且抹平上一交易日涨幅，现券收益率亦较大幅走高，上周四由于周三晚间国常会指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力。”市场预期短期内央行会进行定向降准，带动期债盘中冲高再度逼近前高，但尾盘受止盈盘压力涨幅收窄，上周五受跨季资金面紧势有所缓解和降准预期令期债午盘再度拉高，盘中突破前高，但尾盘涨幅小幅收窄，现券收益率小幅下行。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周无经济数据公布但贸易战升级引发关注，基本面暂利多债市，关注将公布的 PMI 数据；从政策面看，上周三晚间国常会提出需运用定向降准工具，上周末央行决定从 2018 年 7 月 5 日起，定向降准 0.5% 支持债转股和小微企业融资，此次定向降准相比上次增加了外资银行，此次定向降准市场已有较充足预期，继续关注资管新规带来的机构业务调整的影响；从资金面来看，上周央行净投放 3400 亿元，资金面由趋紧转而趋松，本周公开市场有 7200 亿元资金量到期（包括国库现金定存到期），到期压力较大，但临近季末资金利率或有较大上行压力，预计央行可能继续进行净投放来维稳；从供需来看，本周无国债发行，供给压力有所减少。本周期债或在定向降准预期落地而短期止盈压力较大、盘中有正套空间和季末资金利率上行压力较大影响下整体偏弱震荡，但下行空间相对有限。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者关注正套机会或轻仓多 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 3539.12 亿元，上周续发 450.5 亿元 1 年期国债和新发 450.0 亿元 10 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，地方债发行规模将继续增加，整体上看，利率债供给规模较略有减少。

表 1：上周一级市场利率债发行情况 (20180618-20180624)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/6/22	18海南债01	16.00	3.00	3.69
2018/6/22	18海南债02	30.00	5.00	3.80
2018/6/22	18海南债03	30.00	7.00	4.05
2018/6/22	18海南债04	39.00	10.00	4.13
2018/6/22	18河北债10	177.00	5.00	4.08
2018/6/22	18河北债11	177.00	10.00	4.27
2018/6/22	18贴现国债29	100.00	0.25	3.04
2018/6/21	18辽宁09	102.03	5.00	4.15
2018/6/21	18辽宁10	104.41	7.00	4.23
2018/6/21	18青海债01	20.00	3.00	4.00
2018/6/21	18青海债02	40.00	5.00	4.10
2018/6/21	18青海债03	49.60	7.00	4.21
2018/6/21	18进出11	40.00	0.25	2.89
2018/6/21	18进出04(增10)	30.00	3.00	4.46
2018/6/21	18浙江债01	29.00	5.00	3.47
2018/6/21	18浙江债02	303.00	10.00	3.81
2018/6/21	18国开04(增12)	70.00	5.00	4.69
2018/6/21	18国开06(增11)	40.00	7.00	4.73
2018/6/20	18付息国债10(续发)	450.50	1.00	3.02
2018/6/20	18付息国债11(续发)	450.00	10.00	3.69
2018/6/20	18天津01	40.79	2.00	3.84
...				
合计		3,539.12		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：本周一级市场利率债计划发行概况（20180625-20180701）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-06-26	18国开08(增8)	50.00	3.00	政策银行债
2018-06-26	18国开04(增13)	70.00	5.00	政策银行债
2018-06-26	18国开06(增12)	40.00	7.00	政策银行债
2018-06-26	18国开05(增20)	120.00	10.00	政策银行债
2018-06-25	18贵州债14	50.00	3.00	地方政府债
2018-06-25	18青岛债03	23.00	5.00	地方政府债
2018-06-25	18贵州债13	150.00	5.00	地方政府债
2018-06-25	18青岛债01	42.04	5.00	地方政府债
2018-06-25	18贵州债15	100.00	5.00	地方政府债
2018-06-25	18青岛债02	42.00	7.00	地方政府债
2018-06-25	17农发绿债01(增2)(预)	30.00	2.00	政策银行债
合计		717.04		

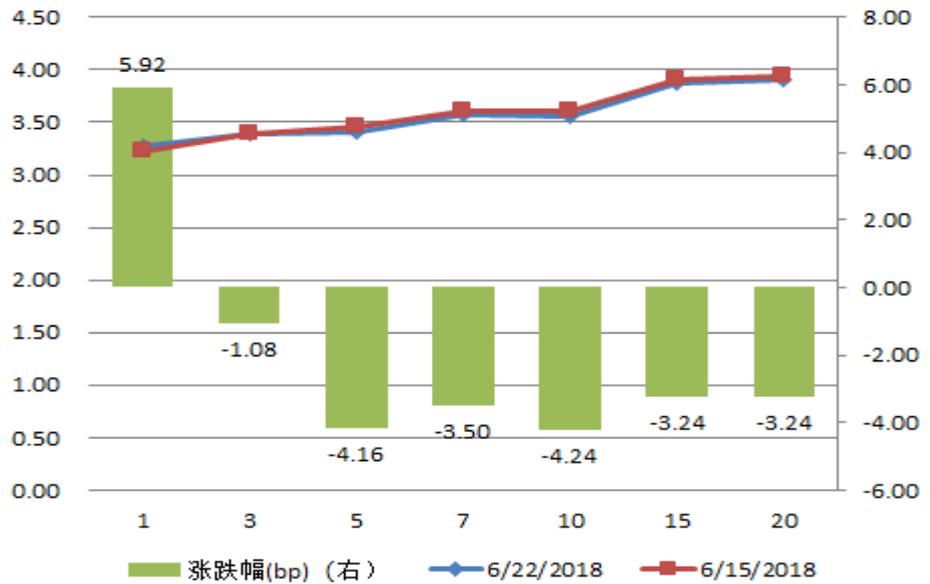
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 717.04 亿元，本周无国债供给，由于半年末时点，利率债发行规模有所减少，但季后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，除 1 年期收益率上行约 bp 外，其余主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 4.16bp 至 3.4149%，10 年期下行 4.24 个 BP 至 3.5604%。上周二由于贸易战升级期债大幅上涨逼近前高，现券收益率较大幅下行，上周三由于获利盘止盈压力、跨季资金面趋紧和国债一级市场需求一般的影响，现券收益率较大幅走高，上周四由于周三晚间国常会指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力。”市场预期短期内央行会进行定向降准，带动期债盘中冲高再度逼近前高，但尾盘受止盈盘压力涨幅收窄，上周五受跨季资金面紧势有所缓解和降准预期令期债午盘再度拉高，盘中突破前高，但尾盘涨幅小幅收窄，现券收益率小幅下行。

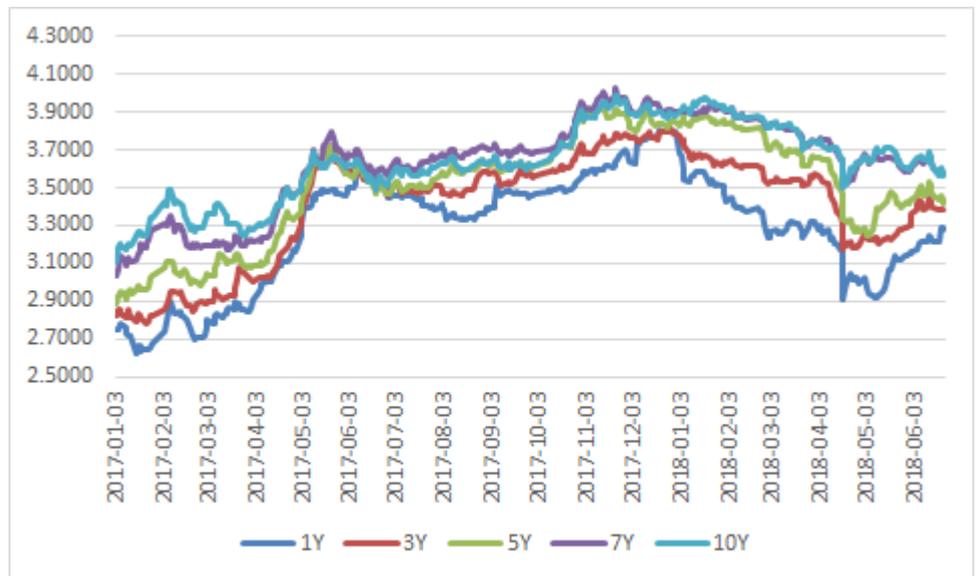
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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上行 5.92 个 BP 至 3.2775%，三年期下行 1.08 个 BP 至 3.3844%，五年期下行 4.16 个 BP 至 3.4149%，七年期下行 3.5 个 BP 至 3.5701%，十年期下行 4.24 个 BP 至 3.5604%。

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 货币市场资金利率涨跌不一

上周央行在公开市场进行 2400 亿 7 天逆回购操作，同时有 2300 亿 7 天逆回购到期，净投放 100 亿；进行 1200 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 1200 亿；进行 100 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净投放 100 亿，进行 2000 亿 MLF 操作，同时有 0 亿 MLF 到期，上周央行在公开市场上净投放 3400 亿元，利率均持平于前期。

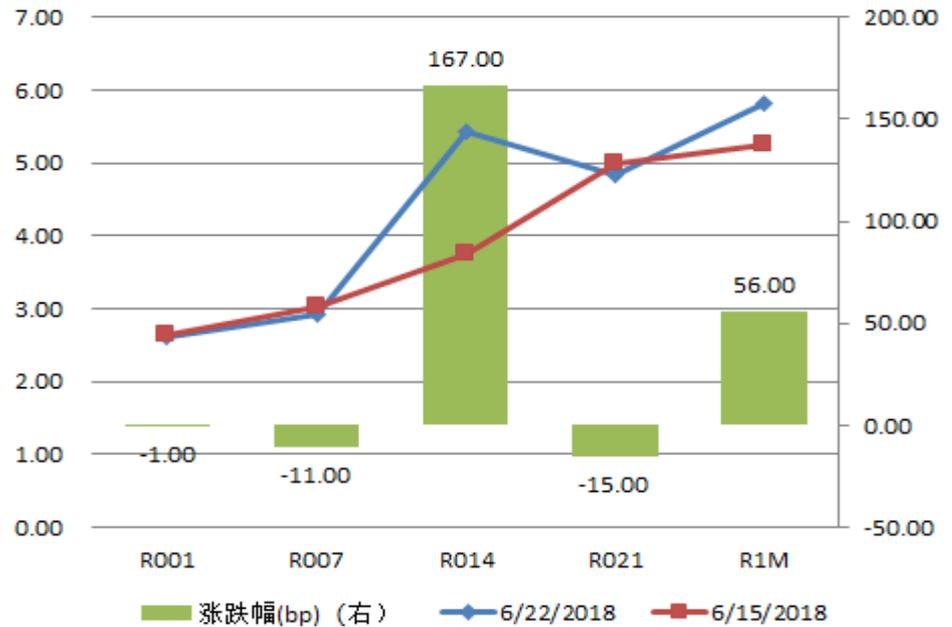
表 3：上周公开市场操作情况（20180616-20180622）

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	2018/6/21	700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/22	500.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/20	600.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/19	500.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/6/22	300.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/21	600.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/22	400.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/6/21	400.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/6/19	200.00	2.70	0.00
逆回购28D	逆回购	2018/6/19	100.00	2.85	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/20	700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/6/19	700.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/6/20	300.00	2.70	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2018/6/19	2,000.00	3.30	0.00
净投放(含国库现金)			3,400.00		
净投放			3,400.00		

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 3400 亿元，资金面由于临近季末先趋紧后紧势略有缓解，资金利率涨跌不一。

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 1bp 至 2.62%；7 天期下行 11bp 至 2.92%；14 天期上行 167bp 至 5.42%；21 天期下行 15bp 至 4.83%；1 个月期上行 56bp 至 5.81%。

本周公开市场有 7200 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 600 亿元、1700 亿元、2100 亿元、1800 亿元和 1000 亿元，资金面到期压力较大，且临近 6 月年中时点和 MPA 考核时点，资金利率有较大上行压力，预计央行会进行对冲操作。

表 4：本周公开市场操作情况（20180623-20180629）

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	2018/6/27	700.00	2.55	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/6/25	100.00	2.85	5.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/29	400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/28	600.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/29	300.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/28	500.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/6/26	700.00	2.55	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/6/26	800.00	2.85	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/27	400.00	2.70	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/6/29	300.00	2.85	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/6/26	200.00	2.70	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/6/27	1,000.00	2.85	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/6/28	700.00	2.85	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2018/6/25	500.00	4.62	12.00
净投放(含国库现金)			-7200.00		
净投放			-6700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货较大幅上行

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 上行 0.34% 收于 98.125 元，十年期国债期货主力合约 T1809 上行 0.48% 收于 95.56 元，现券方面，除 1 年期收益率上行约 bp 外，其余主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 5 年期下行 4.16bp 至 3.4149%，10 年期下行 4.24 个 BP 至 3.5604%，大多数活跃券基差下行。上周二由于贸易战升级期债大幅上涨逼近前高，期债走势明显强于现券，上周三由于获利盘止盈压力、跨季资金面趋紧和国债一级市场需求一般的影响，期债大幅下跌且抹平上一交易日涨幅，现券收益率亦较大幅走高，上周四由于周三晚间国常会指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力。”市场预期短期内央行会进行定向降准，带动期债盘中冲高再度逼近前高，但尾盘受止盈盘压力涨幅收窄，上周五受跨季资金面紧势有所缓解和降准预期令期债午盘再度拉高，盘中突破前高，但尾盘涨幅小幅收窄。

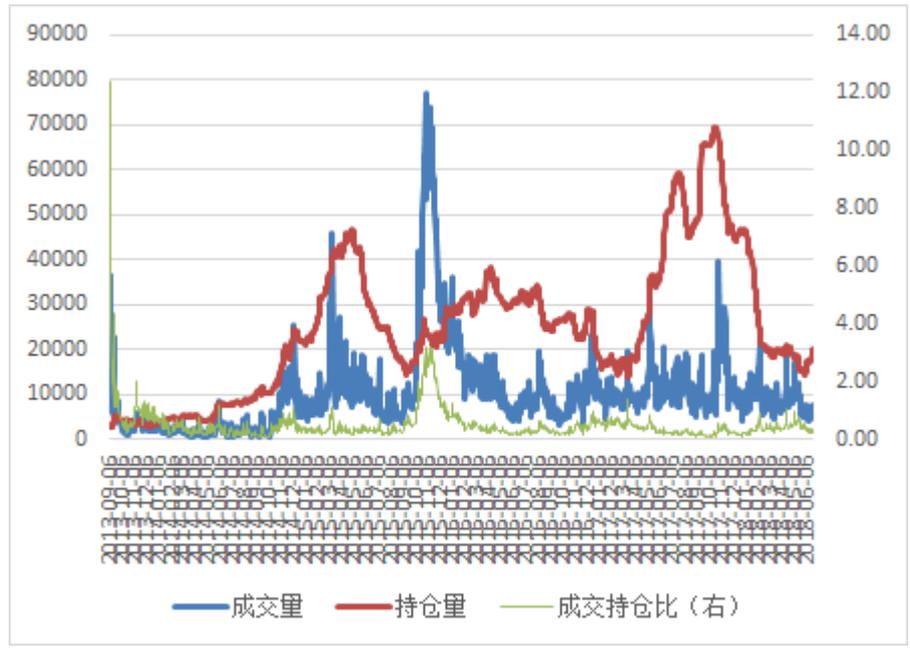
5 年期债主力合约 TF1809 周涨 0.34%，收于 98.125 元；下季合约 TF1812 周涨 0.37%，收于 98.195 元；隔季合约 TF1903 周涨 0.00%，收于 97.62 元。成交方面，三个合约日均成交 5009.2 手，持仓方面，TF1809 合约周增仓 1916 手，目前持仓 19595 手，截止 6 月 22 日，5 年期三个合约合计持仓 20003 手，周增仓 1982 手，成交量下降，持仓量上升。

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

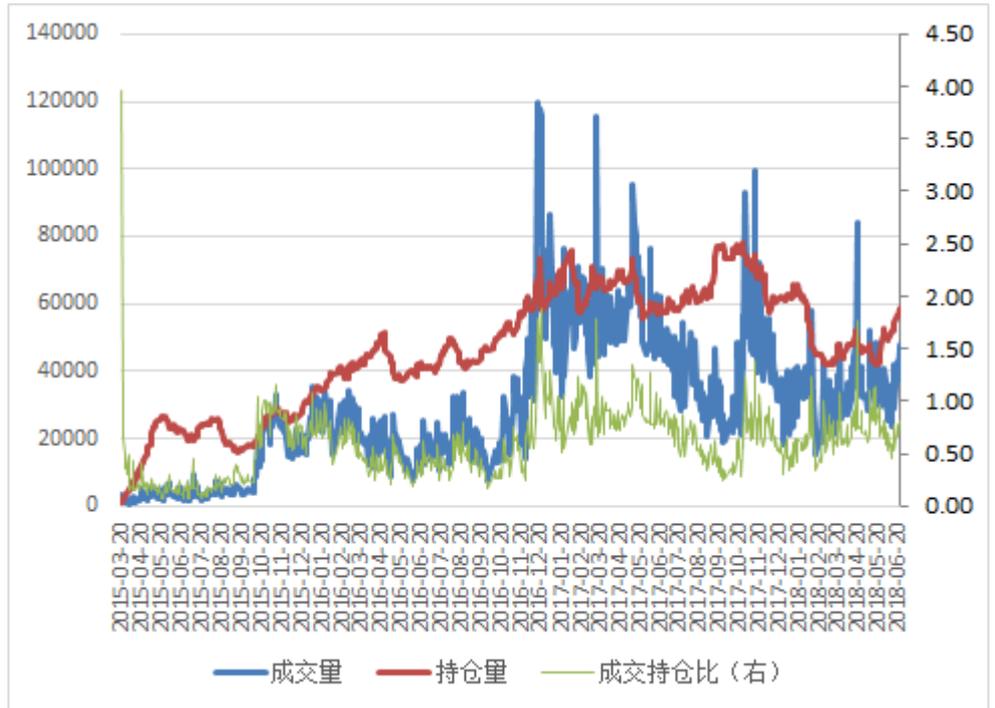
10 年期债主力合约 T1809 周涨 0.48%，收于 95.56 元；下季合约 T1812 周涨 0.52%，收于 95.625 元；隔季合约 T1903 周涨 0.73%，收于 95.455 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 34088.6 手，主力 T1809 合约周增仓 4009 手，持仓 58176 手，截至 6 月 22 日，10 年期三个合约合计持仓 58767 手，持仓增加 4152 手，成交量上升，持仓量上升。

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 先上后下，IRR 先上后下，在上周四和上周五有较明显的正向期现套利机会。

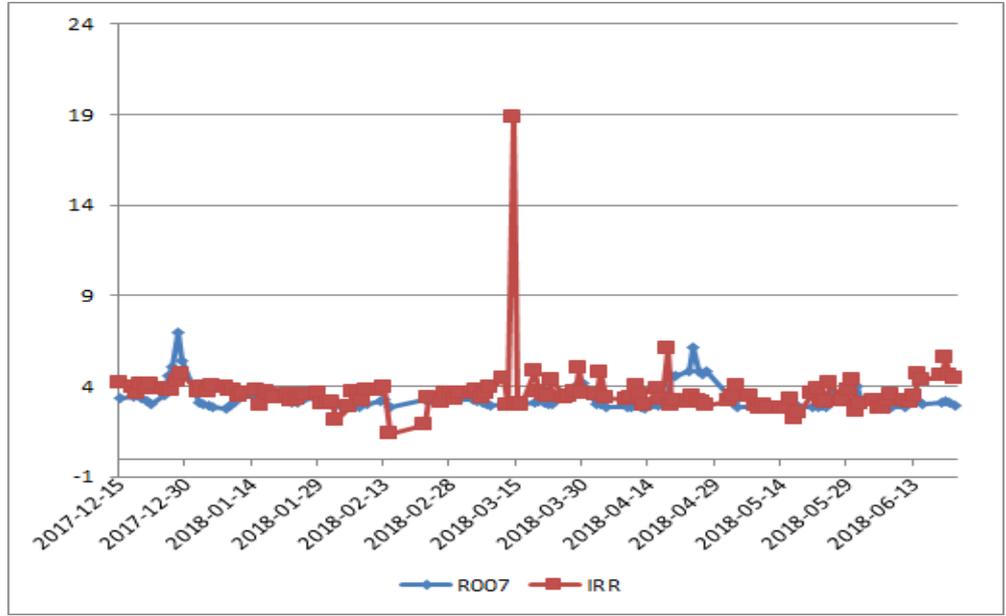
图 8：近期 TF1809 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 先上后下，且 IRR 先上后下，在上周二、上周三、上周四和上周五有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

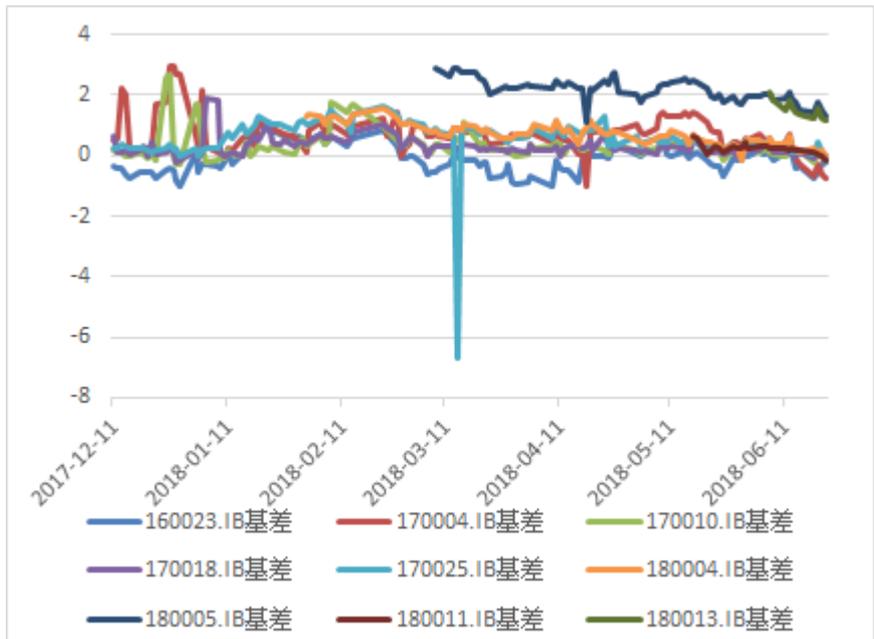
TF1809 合约的活跃券 160025.IB、170021.IB 和 180001.IB 的基差震荡下行，适宜做空，180009.IB 的基差震荡上行，适宜做多；T1809 合约的活跃券、170004.IB、170010.IB、170018.IB、180005.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB 和 180013.IB 的基差震荡下行，适宜做空，160023.IB 的基差震荡上行，适宜做多。

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

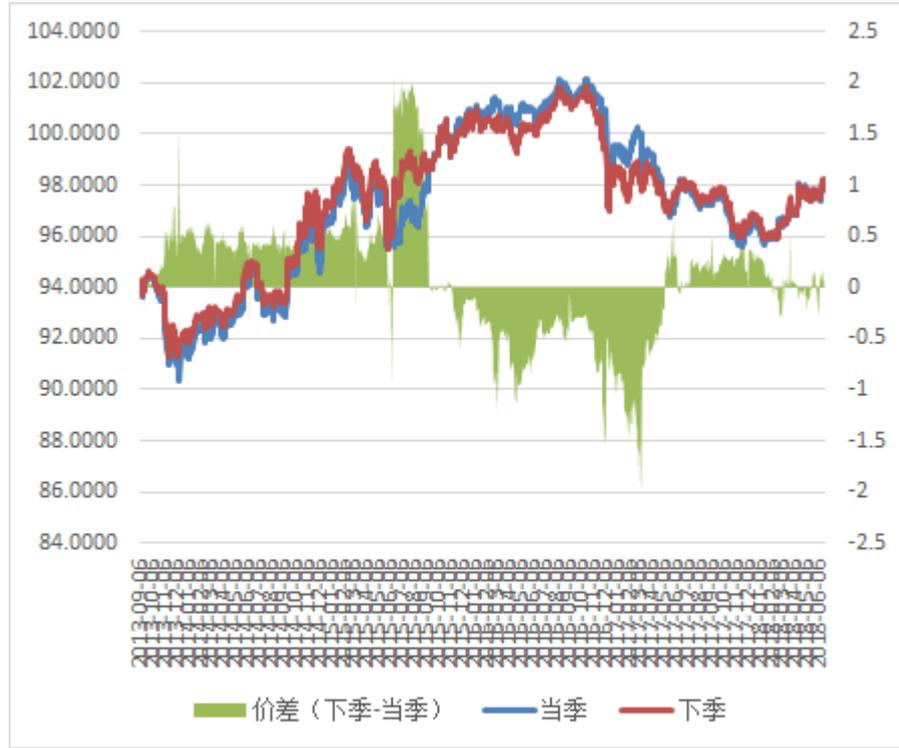


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

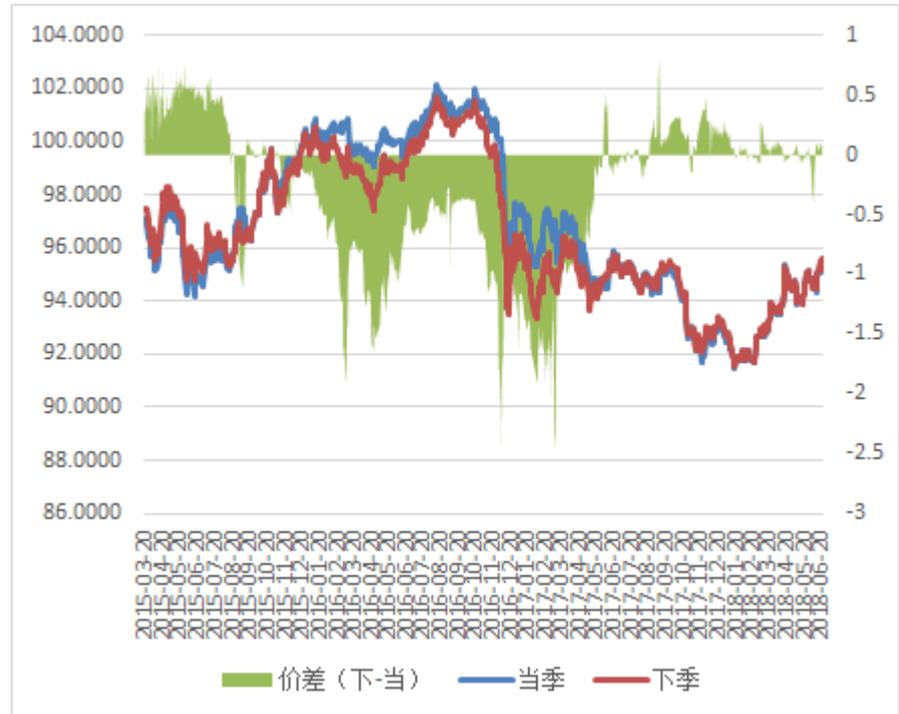
上周 5 年期债合约价差正向震荡小幅上行, 期债已完成移仓换月, 暂无跨期策略推荐; 上周 10 年期债合约价差正向震荡小幅上行, 期债已完成移仓换月, 暂无跨期策略推荐。

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

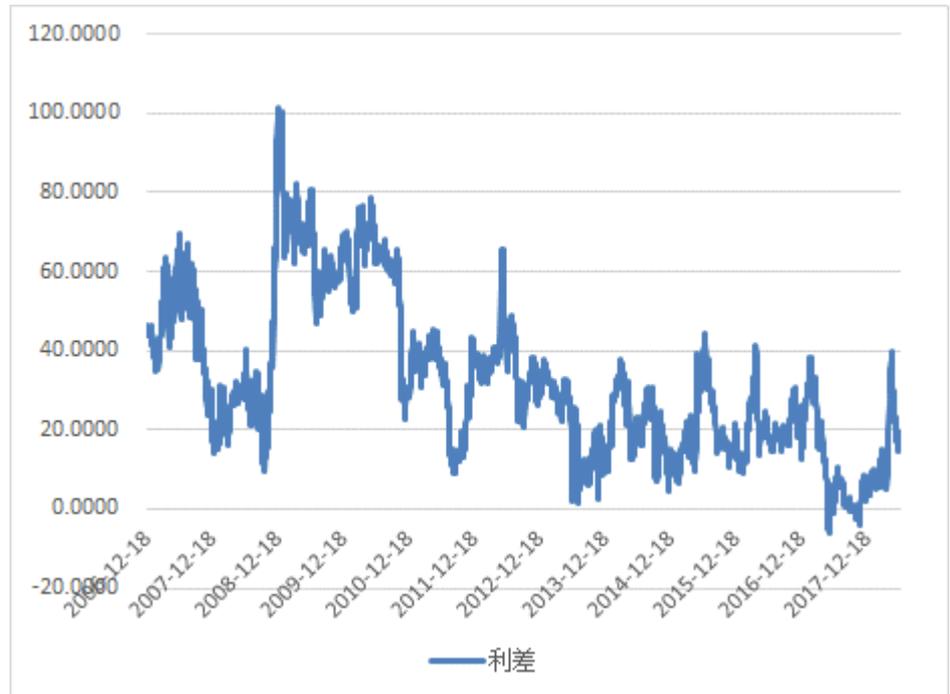


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差震荡下行 0.08bp 至 14.55bp, 上周无策略推荐。

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, 上周无经济数据公布但贸易战升级引发关注, 基本面暂利多债市, 关注将公布的 PMI 数据; 从政策面看, 上周三晚间国常会提出需运用定向降准工具, 上周末央行决定从 2018 年 7 月 5 日起, 定向降准 0.5% 支持债转股和小微企业融资, 此次定向降准相比上次增加了外资银行, 此次定向降准市场已有较充足预期, 继续关注资管新规带来的机构业务调整的影响; 从资金面来看, 上周央行净投放 3400 亿元, 资金面由趋紧转而趋松, 本周公开市场有 7200 亿元资金量到期 (包括国库现金定存到期), 到期压力较大, 但临近季末资金利率或有较大上行压力, 预计央行可能继续进行净投放来维稳; 从供需来看, 本周无国债发行, 供给压力有所减少。本周期债或在定向降准预期落地而短期止盈压力较大、盘中有正套空间和季末资金利率上行压力较大影响下整体偏弱震荡, 但下行空间相对有限。操作上, 长期投资者轻仓逢低试多, 短期投资者关注正套机会或轻仓多 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。