

监管政策密集发布，期债或震荡走弱波动加剧

兴证期货·研发中心

2018年7月23日 星期一

金融研究团队

内容提要

刘文波

● 行情回顾

从业资格编号：F0286569

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 下行 0.24% 收于 98.185 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.36% 收于 95.605 元，现券方面，主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 1.62bp 至 3.2896%，10 年期上行 2.77 个 BP 至 3.5135%，大多数活跃券基差上行。上周国债期货先扬后抑，前四天期债走势以震荡走高为主，盘中创新高，现券收益率亦创新低，主要原因是上周盘后公布的金融数据创新低，资金面在缴税压力和央行较大净投放对冲的影响下整体偏宽松以及周四央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF 的政策影响；但在上周五午盘因“资管新规执行通知本周或落地，公募可投非标、允许银行自主整改”政策面消息刺激，市场预期资管新规执行细则中关于非标投资的放松可能会令融资压力有所缓和和风险偏好有所提高，减缓经济下行压力，期债跳水大幅下跌。

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，上周无经济数据公布，但监管政策的公布令市场对未来经济下行压力的担忧有所缓和；从政策面看，上周央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF，在周五盘后央行公布了资管新规执行细节、银保监会公布银行理财细则征求意见稿和证监会公布证券期货私募资管业务的征求意见稿，整体上看政策有所放松，短期内在一定程度上有利于缓和目前的融资压力和提升风险偏好；从资金面来看，上周央行净投放 6100 亿元，整体资金面偏宽松，本周公开市场有 3700 亿元资金量到期，压力不大，资金面或继续维持偏宽松；从供需来看，本周无国债供给，供给压力有所减弱。本周期债可能震荡走弱波动加剧。操作上，长期投资者轻仓逢低做多，短期投资者做陡曲线或多 TF 空 T (1:1)，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 3949.63 亿元，上周续发 370.1 亿元 1 年期国债和续发 370.0 亿元 10 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数分别为 2.27 和 2.5 倍，需求一般，地方债发行规模将继续增加，整体上看，利率债供给规模较上周小幅减少。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20180716-20180722）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/7/20	安徽1808	96.54	5.00	
2018/7/20	安徽1806	73.04	5.00	
2018/7/20	安徽1807	100.00	7.00	
2018/7/20	18贴现国债34	100.00	0.25	
2018/7/20	18付息国债17	290.00	30.00	
2018/7/20	18重庆债07	80.00	3.00	
2018/7/20	18重庆债09	28.62	7.00	
2018/7/20	18重庆债08	66.08	10.00	
2018/7/19	18福建11	28.49	5.00	3.75
2018/7/19	18福建08	63.40	5.00	3.54
2018/7/19	18福建12	21.20	7.00	3.98
2018/7/19	18福建09	47.50	7.00	3.78
2018/7/19	18福建13	21.20	10.00	4.05
2018/7/19	18福建10	47.50	10.00	3.95
2018/7/19	18进出05(增5)	40.00	1.00	3.49
2018/7/19	18进出09(增3)	30.00	5.00	4.37
2018/7/19	18进出10(增10)	30.00	10.00	4.89
2018/7/18	18付息国债10(续2)	370.10	1.00	3.02
2018/7/18	18付息国债11(续2)	370.00	10.00	3.69
2018/7/18	18广西债09	318.66	5.00	3.85
2018/7/18	18广西债10	13.75	7.00	4.00
...				
合计		3,949.63		

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（20180723-20180729）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-07-26	18四川债08	150.00	5.00	地方政府债
2018-07-26	18新疆债08	40.10	3.00	地方政府债
2018-07-26	18新疆债07	143.50	5.00	地方政府债
2018-07-26	18新疆债09	21.50	7.00	地方政府债
2018-07-23	18大连债05	93.03	5.00	地方政府债
2018-07-23	18大连债07	1.99	5.00	地方政府债
2018-07-23	18大连债06	64.65	7.00	地方政府债
2018-07-23	18大连债08	7.72	7.00	地方政府债
2018-07-23	18甘肃债06	35.00	5.00	地方政府债
2018-07-23	18甘肃债07	32.70	7.00	地方政府债
2018-07-23	18甘肃债08	31.42	10.00	地方政府债
合计		621.61		

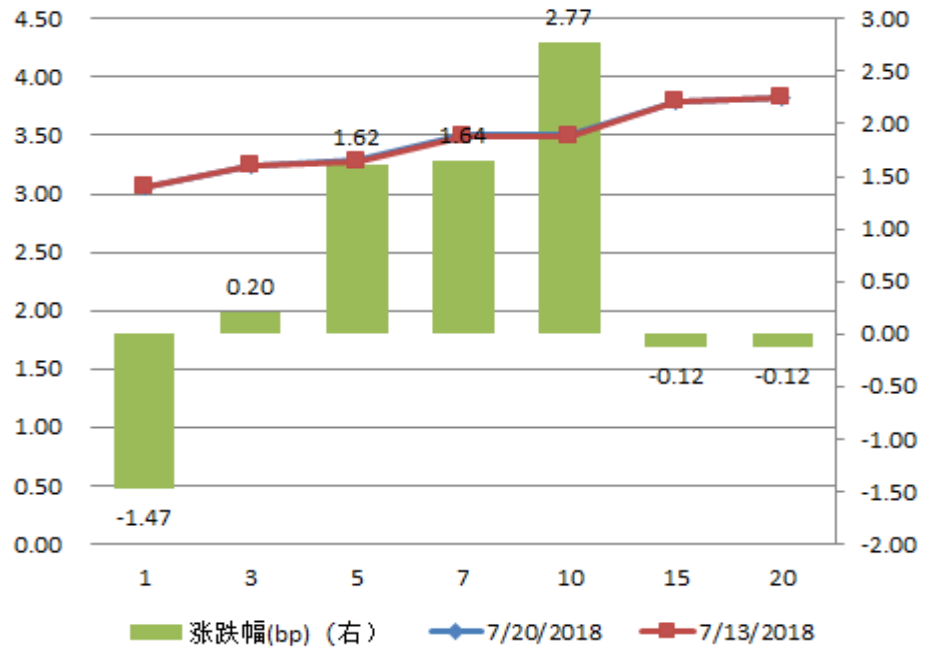
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 621.61 亿元，本周无国债发行，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，主要期限国债收益率涨跌不一，其中 5 年期上行 1.62bp 至 3.2896%，10 年期上行 2.77 个 BP 至 3.5135%。上周现券收益率先下后上，前四天现券收益率震荡下行创新低，主要原因是上周盘后公布的金融数据创新低，资金面在缴税压力和央行较大量净投放对冲的影响下整体偏宽松和周四央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF 的政策影响；但在上周五午盘因“资管新规执行通知本周或落地，公募可投非标、允许银行自主整改”政策面消息刺激，市场预期资管新规执行细则中关于非标投资的放松可能会令融资压力有所缓和和风险偏好有所提高，减缓经济下行压力，现券收益率大幅上行。

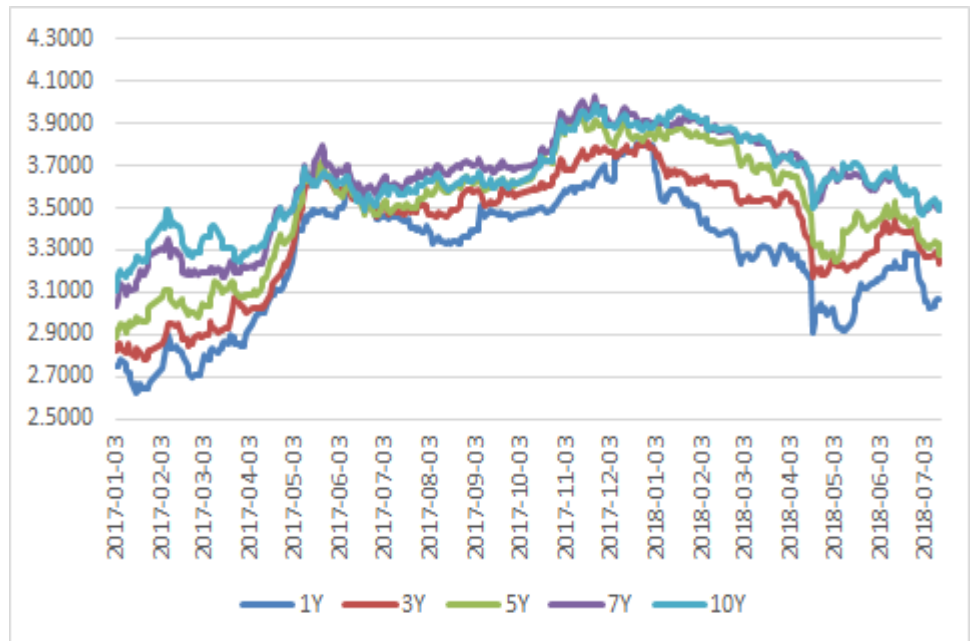
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 1.47bp 至 3.0507%，三年期上行 0.2bp 至 3.243%，五年期上行 1.62bp 至 3.2896%，七年期上行 1.64bp 至 3.5016%，十年期上行 2.77bp 至 3.5135%。

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先上后下

上周央行在公开市场进行 3700 亿 7 天逆回购操作，同时有 300 亿 7 天逆回购到期，净投放 3400 亿；进行 2100 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 2100 亿；进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 100 亿 28 天逆回购到期，净回笼 100 亿，利率持平于前期，进行 1500 亿国库现金定存操作，同时有 800 亿国库现金定存到期，利率大幅下行 103bp，上周央行在公开市场上净投放 6100 亿元。

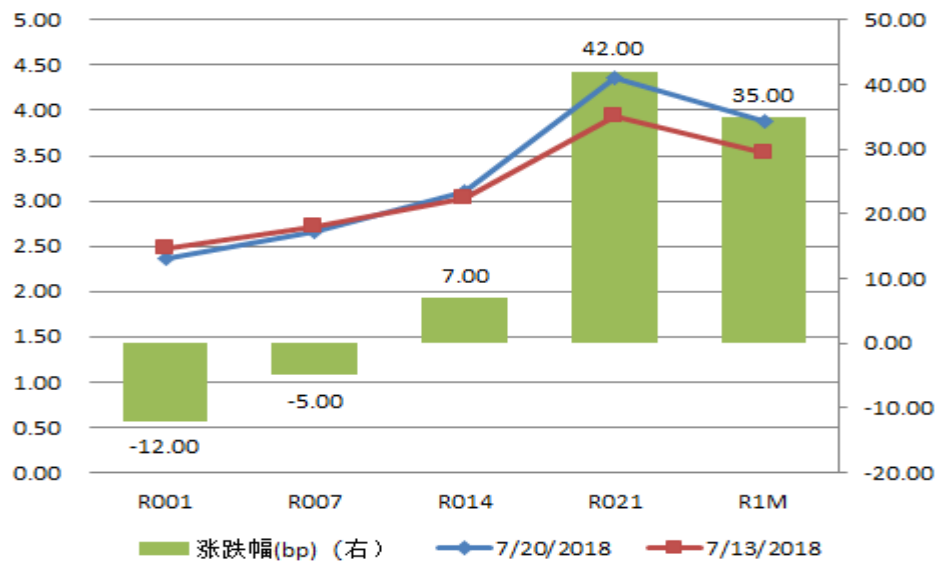
表 3：上周公开市场操作情况（20180714-20180720）

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	2018/7/19	300.00	2.55	0.00
逆回购28D	逆回购到期	2018/7/17	100.00	2.85	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/7/17	700.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/7/19	300.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/7/16	1,700.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/7/17	300.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/7/16	1,300.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/7/18	600.00	2.55	0.00
逆回购14D	逆回购	2018/7/18	200.00	2.70	0.00
逆回购7D	逆回购	2018/7/19	700.00	2.55	0.00
国库定存3个月	国库现金定存到期	2018/7/20	800.00	4.50	-12.00
国库定存3个月	国库现金定存	2018/7/17	1,500.00	3.70	-103.00
净投放(含国库现金)			6,100.00		
净投放			5,400.00		

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 6100 亿元，资金利率先上后下，资金面整体偏宽松。

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 12bp 至 2.36%；7 天期下行 5bp 至 2.66%；14 天期上行 7bp 至 3.10%；21 天期上行 42bp 至 4.36%；1 个月期上行 35bp 至 3.87%。

本周公开市场有 3700 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 1700 亿元、700 亿元、600 亿元、700 亿元和 0 亿元，资金面到期压力不大，预计资金面维持偏宽松。

表 4：本周公开市场操作情况 (20180721-20180727)

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	2018/7/24	700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/7/23	1,700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/7/25	600.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2018/7/26	700.00	2.55	0.00
净投放(含国库现金)			-3700.00		
净投放			-3700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货震荡先扬后抑

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 下行 0.24% 收于 98.185 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.36% 收于 95.605 元，大多数活跃券基差上行。上周国债期货先扬后抑，上周前四天期债走势以震荡走高为主，盘中创新高，现券收益率亦创新低，主要原因是上周盘后公布的金融数据创新低，资金面在缴税压力和央行较大量净投放对冲的影响下整体偏宽松和周四央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF 的政策影响；但在上周五午盘因“资管新规执行通知本周或落地，公募可投非标、允许银行自主整改”政策面消息刺激，市场预期资管新规执行细则中关于非标投资的放松可能会令融资压力有所缓和和风险偏好有所提高，减缓经济下行压力，期债跳水大幅下跌。

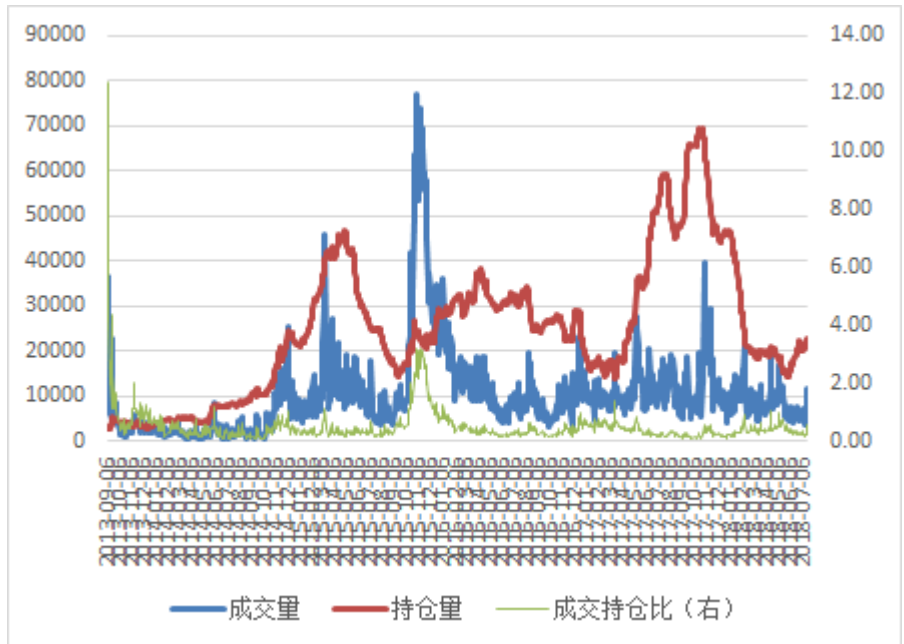
5 年期债主力合约 TF1809 周跌 0.24%，收于 98.185 元；下季合约 TF1812 周跌 0.08%，收于 98.415 元；隔季合约 TF1903 周涨 0.00%，收于 97.62 元。成交方面，三个合约日均成交 6888.8 手，持仓方面，TF1809 合约周增仓 345 手，目前持仓 20039 手，截止 7 月 20 日，5 年期三个合约合计持仓 21757 手，周增仓 1127 手，成交量上升，持仓量上升。

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

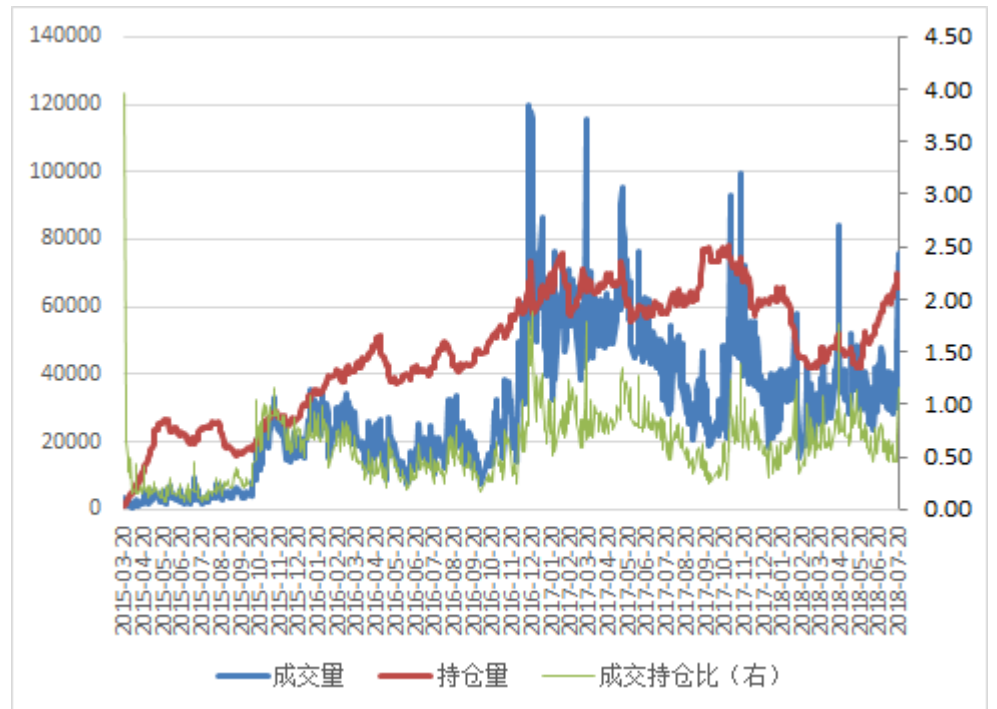
10 年期债主力合约 T1809 周跌 0.36%，收于 95.605 元；下季合约 T1812 周跌 0.36%，收于 95.695 元；隔季合约 T1903 周跌 0.29%，收于 95.675 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 44561 手，主力 T1809 合约周减仓 471 手，持仓 63163 手，截至 7 月 20 日，10 年期三个合约合计持仓 65903 手，持仓增加 1286 手，成交量上升，持仓量上升。

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

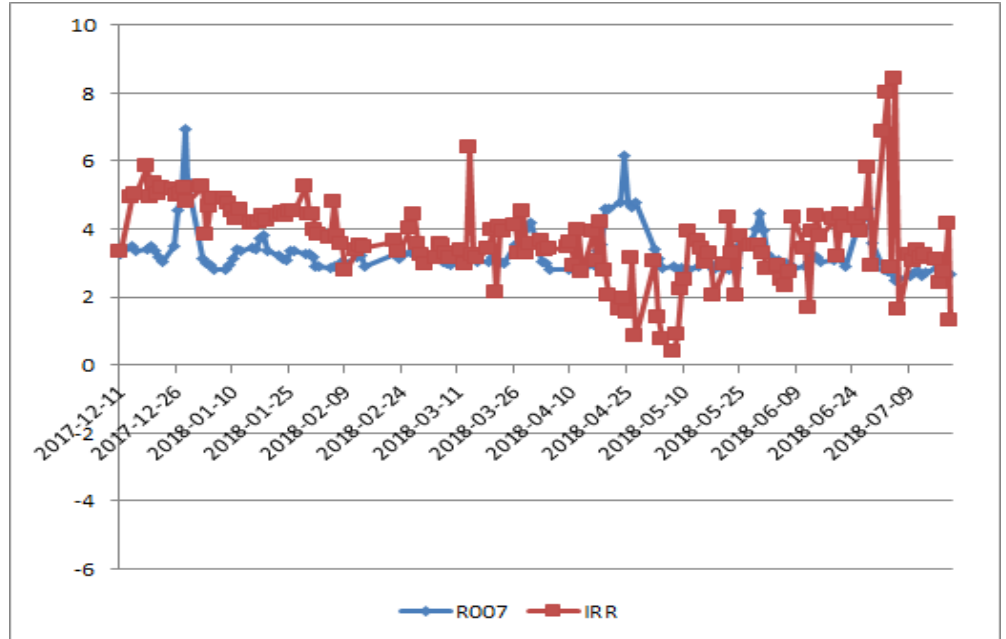


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。

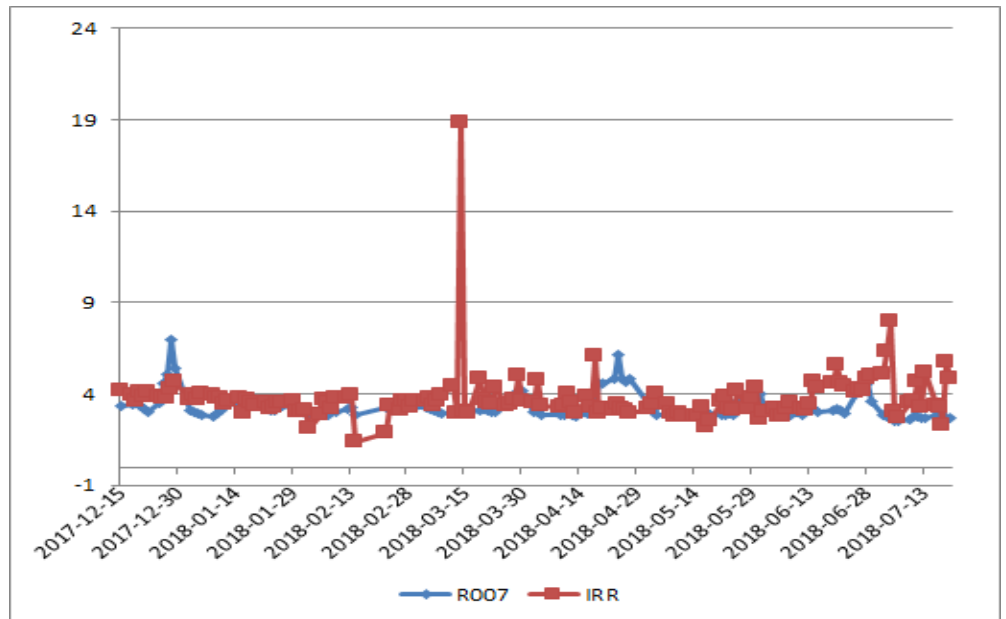
图 8：近期 TF1809 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡上行，在上周四和上周五有较明显的正向期现套利交易机会。

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

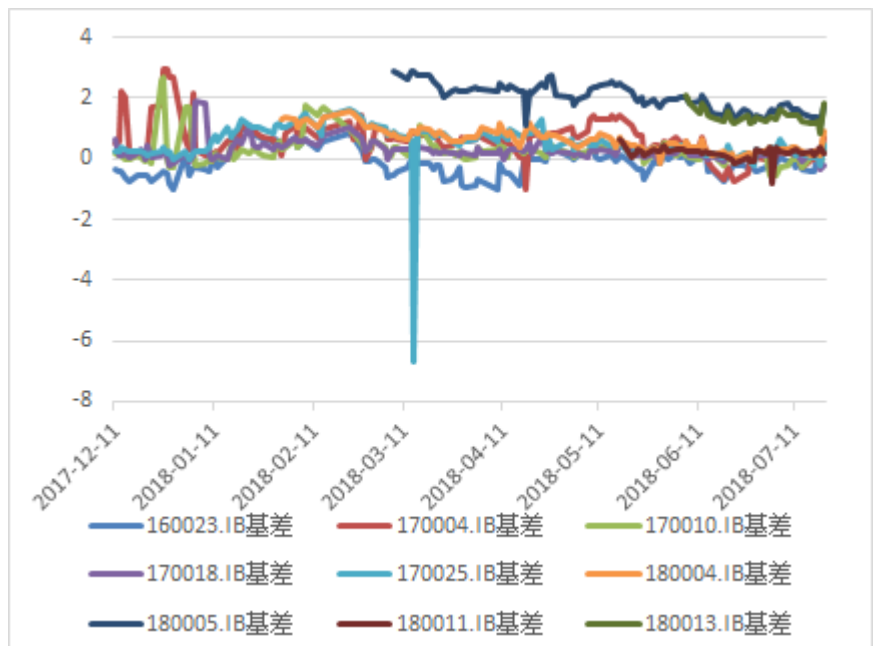
TF1809 合约的活跃券 180001.IB 基差下行，适宜做空，160025.IB、170021.IB 和 180009.IB 基差震荡上行，适宜做多；T1809 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170010.IB、180005.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB 和的基差震荡上行，适宜做多，170018.IB 基差震荡下行，适宜做空。

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

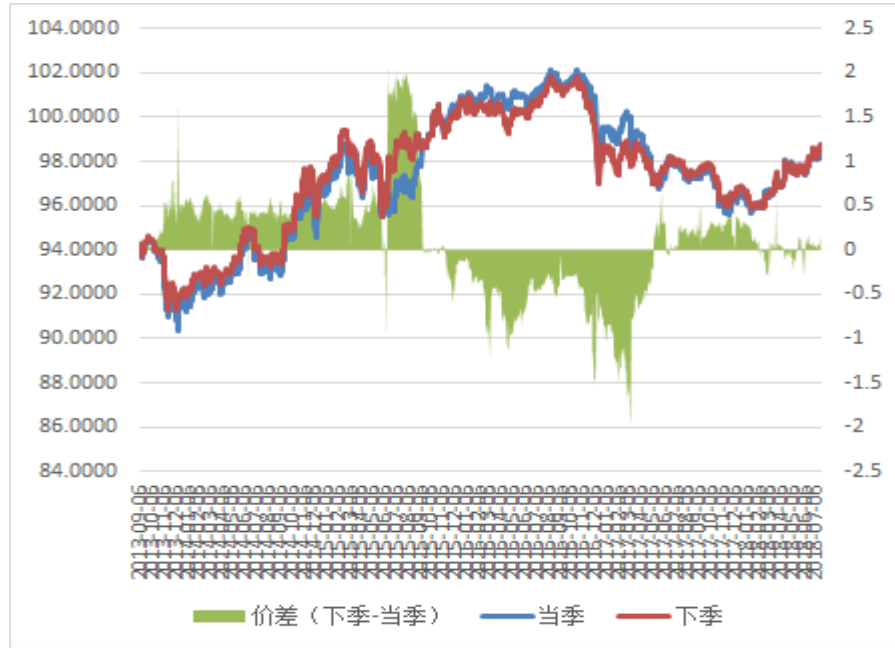


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

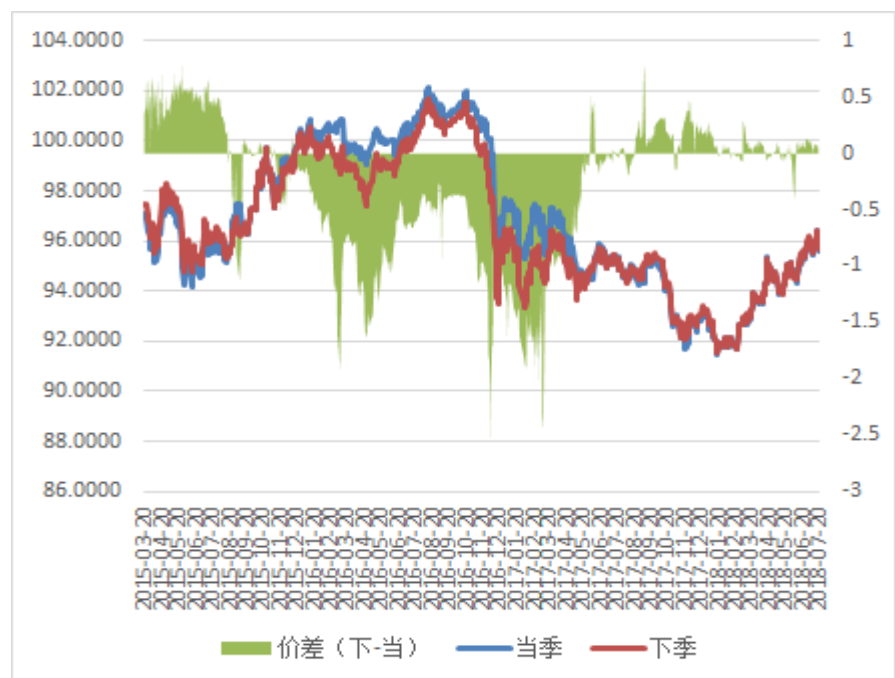
上周 5 年期债合约价差正向震荡较大幅上行，期债不处于移仓换月，暂无跨期策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向窄幅震荡微幅上行，期债不处于移仓换月，暂无跨期策略推荐。

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

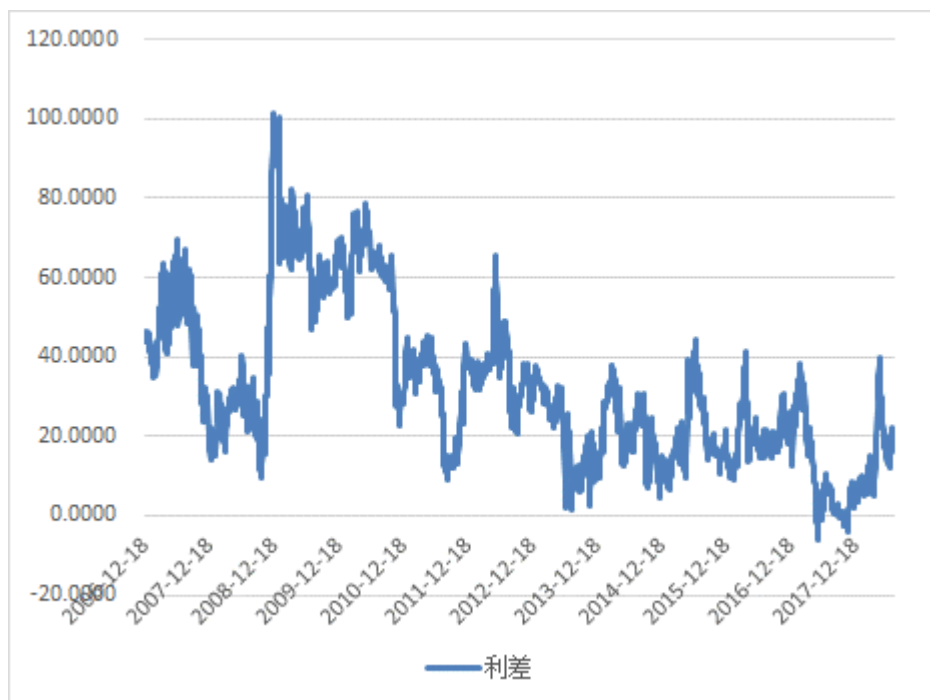


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差上行 1.15bp 至 22.39bp, 上周推荐轻仓多 TF 空 T 在上周五止盈。

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, 上周无经济数据公布, 但监管政策的公布令市场对未来经济下行压力的担忧有所缓和; 从政策面看, 上周央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的 MLF, 在周五盘后央行公布了资管新规执行细节、银保监会公布银行理财细则征求意见稿和证监会公布证券期货私募资管业务的征求意见稿, 整体上看政策有所放松, 短期内在一定程度上有利于缓和目前的融资压力和提升风险偏好; 从资金面来看, 上周央行净投放 6100 亿元, 整体资金面偏宽松, 本周公开市场有 3700 亿元资金量到期, 压力不大, 资金面或继续维持偏宽松; 从供需来看, 本周无国债供给, 供给压力有所减弱。本周期债可能震荡走弱波动加剧。操作上, 长期投资者轻仓逢低做多, 短期投资者做陡曲线或多 TF 空 T (1:1), 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。