

曲线走陡，期债或仍以偏弱震荡为主

兴证期货·研发中心

2018年7月30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 上行 0.18% 收于 98.365 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.06% 收于 95.55 元，现券方面，国债收益率短降长升，其中 5 年期下行 1.63bp 至 3.2733%，10 年期上行 0.77bp 至 3.5212%，期货和现券收益率曲线均走陡。上周国债期货先抑后扬，现券收益率亦先上后下，上周一在无 MLF 到期下央行超预期较大投放 5020 亿元 1 年期 MLF 和上周五理财细则的共同影响下，期债冲高回落，晚间国常会明确“积极财政政策更加积极”和“保证平台的合理融资需求”令市场认为政策面转向“宽信用”，叠加隔夜美债收益率的较大幅上行，期债在上周二较大幅跳空低开走势偏弱，现券收益率亦较大幅上行，后三天期债在资金面宽松、政策冲击担忧有所下降和公布的工业企业利润不及预期的影响下，震荡走高。上周期债日内和日间波动有所增大。

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，关注本周将公布的财新 PMI 和官方 PMI，预计整体上略偏利好，但上周政策的出台令市场对未来经济下行压力的预期有所缓和；从政策面看，上周国常会令市场认为政策面转向“宽信用”，政策层面再次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 1320 亿元，整体资金面偏宽松，本周公开市场有 2100 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，本周关注将续发的各 410 亿元 3 年期和 7 年期国债的中标利率和投标倍数，供给压力增加。本周期债暂缺明显利好，可能整体仍偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低做多，短期投资者做陡曲线继续持有或暂观望，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 1929.48 亿元，上周无国债发行，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较大幅减少。

表 1：上周一二级市场利率债发行情况（20180723-20180729）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/7/27	18贵州债16	59.78	3.00	
2018/7/27	18贵州债17	60.00	10.00	
2018/7/27	18贵州债18	5.22	10.00	
2018/7/27	国开1801	40.00	2.00	
2018/7/27	国开1802	25.00	5.00	
2018/7/27	国开1803	15.00	20.00	
2018/7/27	18贴现国债35	100.00	0.25	
2018/7/26	18四川债08	150.00	5.00	3.84
2018/7/26	18新疆债07	40.10	3.00	3.59
2018/7/26	18新疆债08	143.50	5.00	3.80
2018/7/26	18国开08(增12)	80.00	3.00	4.07
2018/7/26	18国开06(增16)	50.00	7.00	4.73
2018/7/26	18新疆债09	21.50	7.00	4.00
2018/7/25	18宁夏定向01	7.67	3.00	3.78
2018/7/25	18福建定向08	4.05	5.00	3.79
2018/7/25	18宁夏定向02	25.00	5.00	3.86
2018/7/25	18宁夏定向03	25.00	7.00	4.09
2018/7/25	18宁夏定向04	25.00	10.00	4.10
2018/7/25	18福建定向09	4.05	10.00	4.03
2018/7/25	18农发08(增5)	40.00	5.00	4.37
2018/7/25	18农发01(增26)	40.00	7.00	4.98
...				
合计		1,929.48		

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（20180730-20180805）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018-08-01	18付息国债14(续发)	410.00	3.00	国债
2018-08-01	18付息国债13(续2)	410.00	7.00	国债
2018-07-31	18湖北债05	176.00	2.00	地方政府债
2018-07-31	18湖北债06	146.00	7.00	地方政府债
2018-07-31	18湖北债07	73.00	10.00	地方政府债
2018-07-31	18北京债01	98.23	3.00	地方政府债
2018-07-31	18北京债02	36.79	5.00	地方政府债
2018-07-31	18北京债03	65.36	7.00	地方政府债
2018-07-31	18北京债04	95.62	10.00	地方政府债
合计		1,511.00		

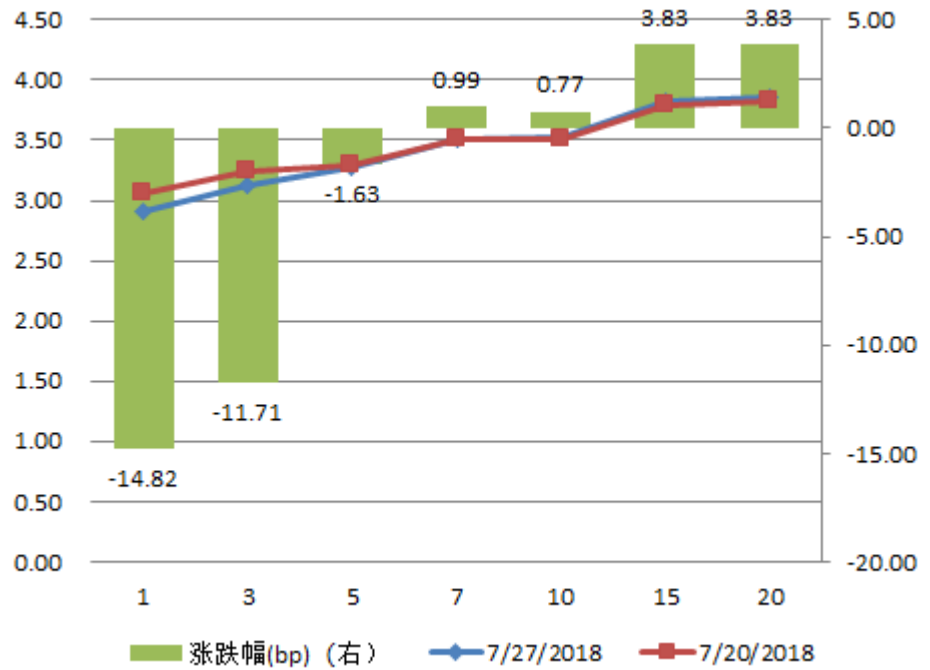
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示,本周利率债计划规模为 1511.00 亿元,关注将续发的各 410 亿元的 3 年期和 7 年期国债, 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短降长升，其中 5 年期下行 1.63bp 至 3.2733%，10 年期上行 0.77bp 至 3.5212%。上周现券收益率先上后下，上周一在无 MLF 到期下央行超预期较大量投放 5020 亿元 1 年期 MLF 和上周五理财细则的共同影响下，现券收益率先下后上，晚间国常会明确“积极财政政策更加积极”和“保证平台的合理融资需求”令市场认为政策面转向“宽信用”，叠加隔夜美债收益率的较大幅上行，现券收益率较大幅上行，后三天现券收益率在资金面宽松、政策冲击担忧有所下降和公布的工业企业利润不及预期的影响下，震荡走低。

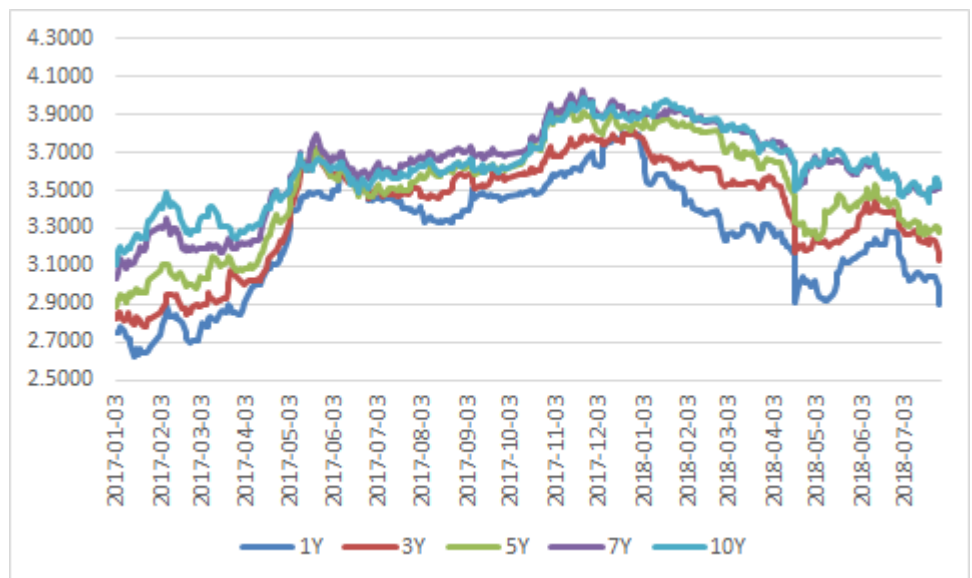
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 14.82bp 至 2.9025%，三年期下行 11.71bp 至 3.1259%，五年期下行 1.63bp 至 3.2733%，七年期上行 0.99bp 至 3.5115%，十年期上行 0.77bp 至 3.5212%。

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 0 亿 7 天逆回购操作，同时有 3700 亿 7 天逆回购到期，净回笼 3700 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 0 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 5020 亿 1 年期 MLF 操作，同时有 0 亿 1 年期 MLF 到期，利率持平于前期，上周央行在公开市场上净投放 1320 亿元。

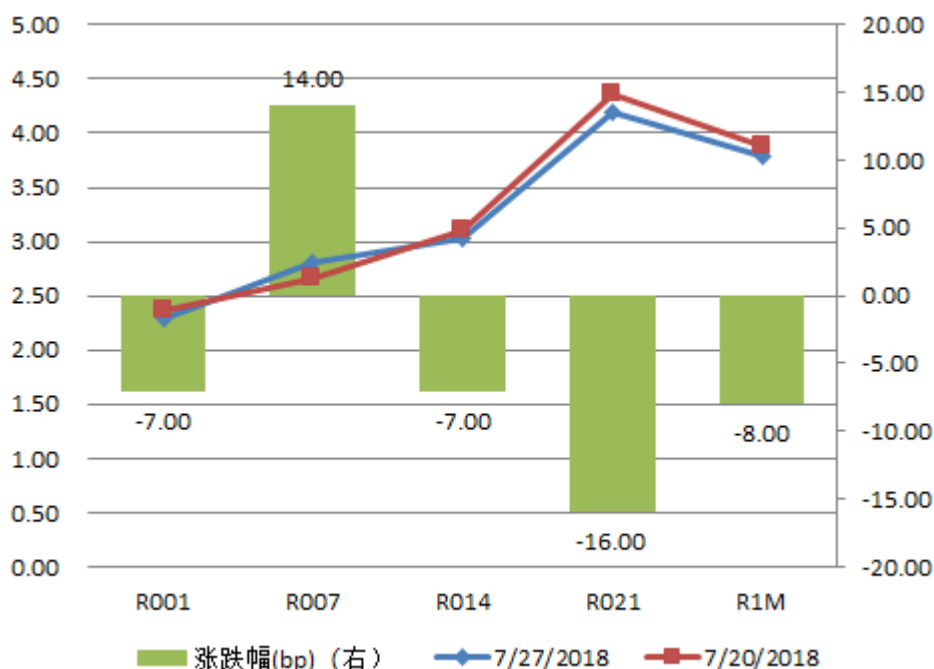
表 3：上周公开市场操作情况 (20180721-20180727)

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	7/24/2018	700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	7/23/2018	1,700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	7/26/2018	700.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	7/25/2018	600.00	2.55	0.00
MLF(投放)365D	MLF(投放)	7/23/2018	5,020.00	3.30	0.00
净投放(含国库现金)			1,320.00		
净投放			1,320.00		

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 1320 亿元，大多数期限资金利率下行，资金面维持偏宽松。

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 7bp 至 2.29%；7 天期

上行 14bp 至 2.8%；14 天期下行 7bp 至 3.03%；21 天期下行 16bp 至 4.2%；1 个月期下行 8bp 至 3.79%。

本周公开市场有 2100 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 1300 亿元、300 亿元、200 亿元、300 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（20180728-20180803）

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	2018/7/31	300.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/7/30	1,300.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/8/1	200.00	2.70	0.00
逆回购14D	逆回购到期	2018/8/2	300.00	2.70	0.00
净投放(含国库现金)			-2100.00		
净投放			-2100.00		

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抑后扬

上周五年期国债期货主力合约 TF1809 上行 0.18% 收于 98.365 元，十年期国债期货主力合约 T1809 下行 0.06% 收于 95.55 元，期货收益率曲线走陡。上周国债期货先抑后扬，上周一在无 MLF 到期下央行超预期较大量投放 5020 亿元 1 年期 MLF 和上周五理财细则的共同影响下，期债冲高回落，晚间国常会明确“积极财政政策更加积极”和“保证平台的合理融资需求”令市场认为政策面转向“宽信用”，叠加隔夜美债收益率的较大幅上行，期债在上周二较大跳空低开后走势偏弱，后三天期债在资金面宽松、政策冲击担忧有所下降和公布的工业企业利润不及预期的影响下，震荡走高。上周期债日内和日间波动有所增大。

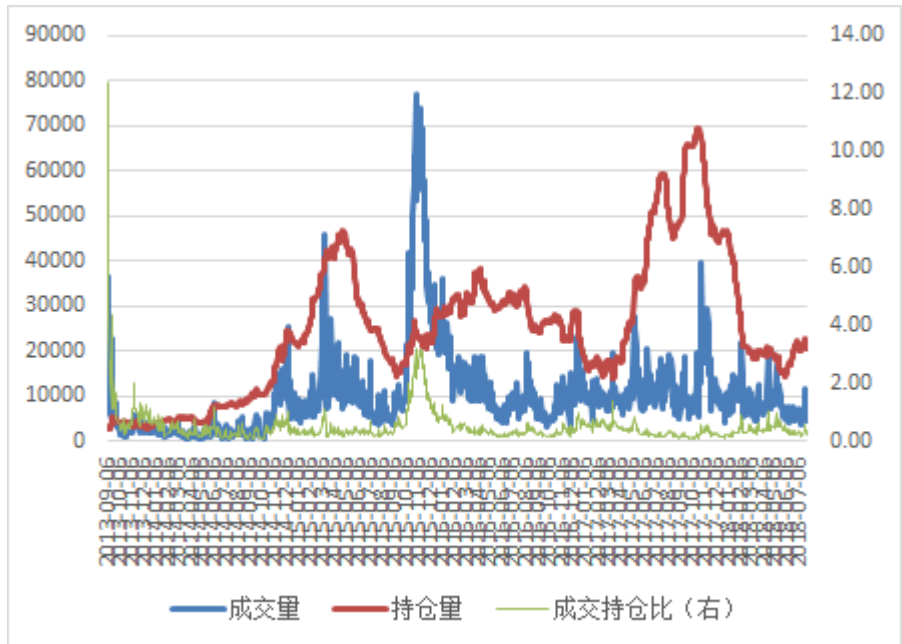
5 年期债主力合约 TF1809 周涨 0.18%，收于 98.365 元；下季合约 TF1812 周涨 0.09%，收于 98.500 元；隔季合约 TF1903 周涨 0.00%，收于 97.62 元。成交方面，三个合约日均成交 6423.2 手，持仓方面，TF1809 合约周减仓 1976 手，目前持仓 18063 手，截止 7 月 27 日，5 年期三个合约合计持仓 20691 手，周减仓 1066 手，成交量下降，持仓量下降。

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

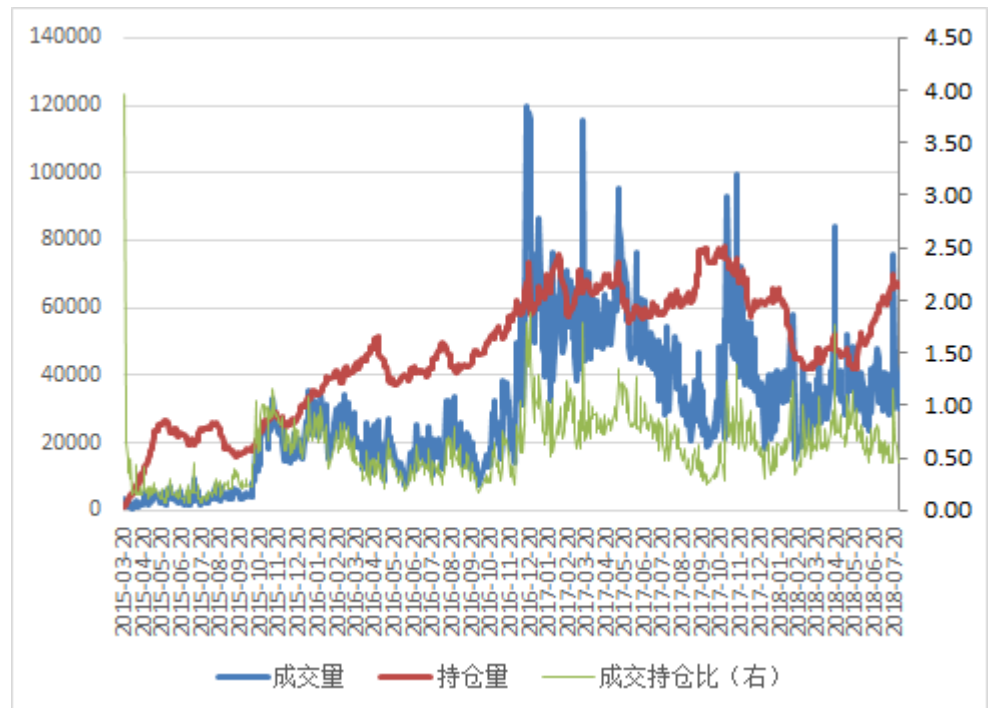
10 年期债主力合约 T1809 周跌 0.06%，收于 95.550 元；下季合约 T1812 周跌 0.09%，收于 95.61 元；隔季合约 T1903 周跌 0.13%，收于 95.55 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 36115.4 手，主力 T1809 合约周减仓 2491 手，持仓 60672 手，截至 7 月 27 日，10 年期三个合约合计持仓 66316 手，持仓增加 413 手，成交量下降，持仓量上升。

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

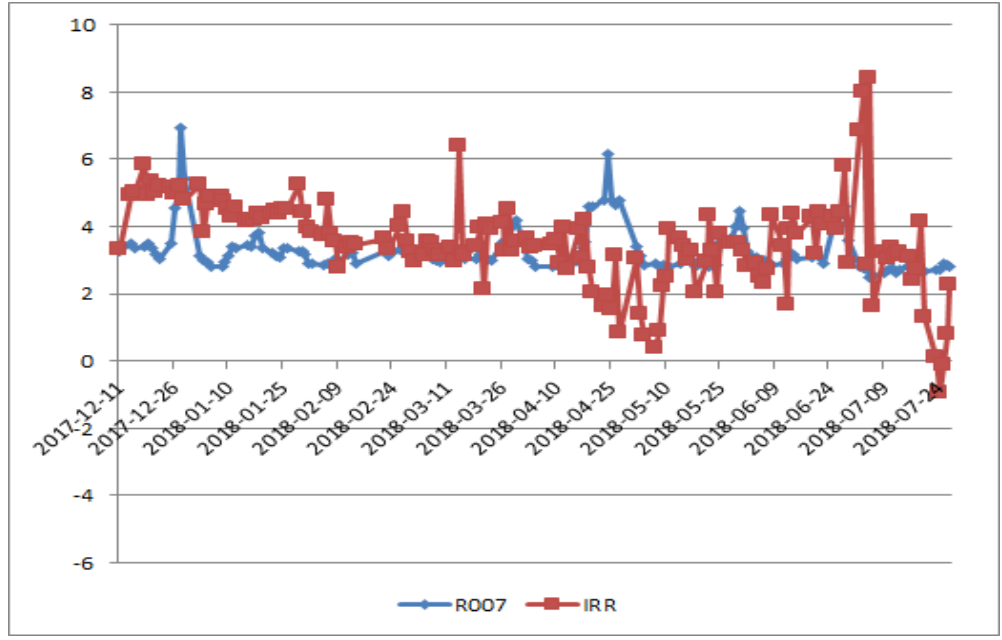


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 震荡上行，IRR 先上后下，在上周无明显的正向期现套利机会。

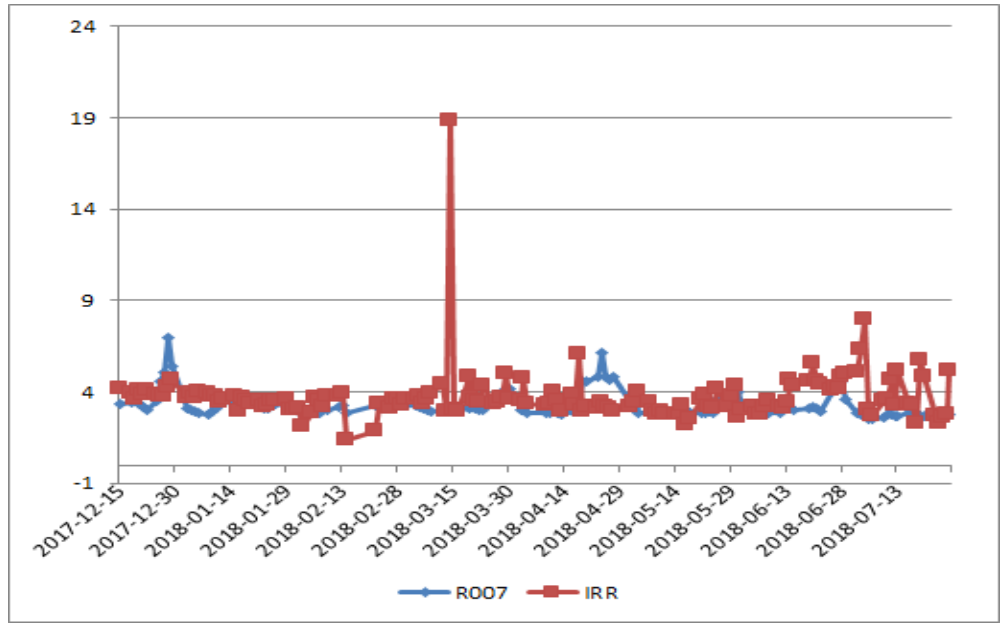
图 8：近期 TF1809 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡上行，且 IRR 先下后上，在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

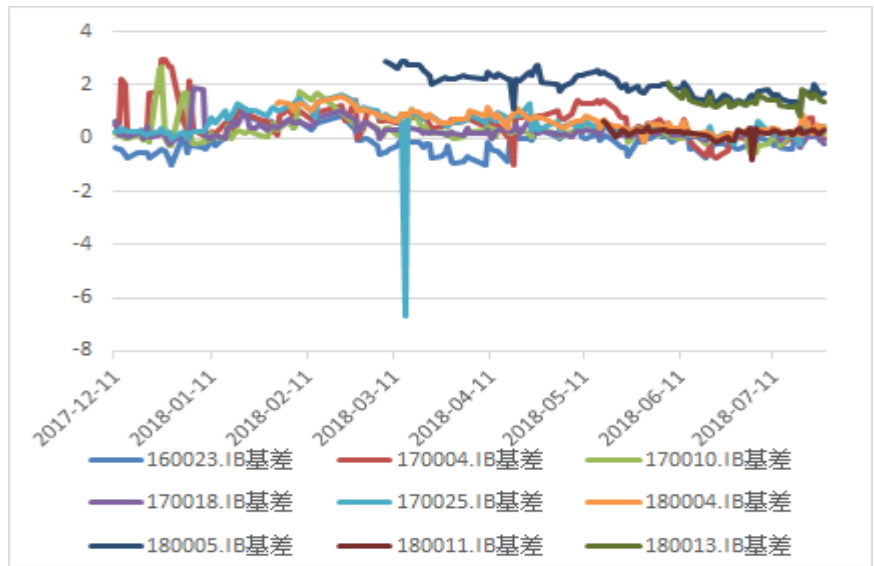
TF1809 合约的活跃券 160025.IB、170021.IB、180001.IB 和 180009.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; T1809 合约的活跃券 160023.IB、170004.IB、170010.IB、170018.IB、180005.IB 和 180004.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 170025.IB 和 180011.IB 基差震荡上行, 适宜做多。

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

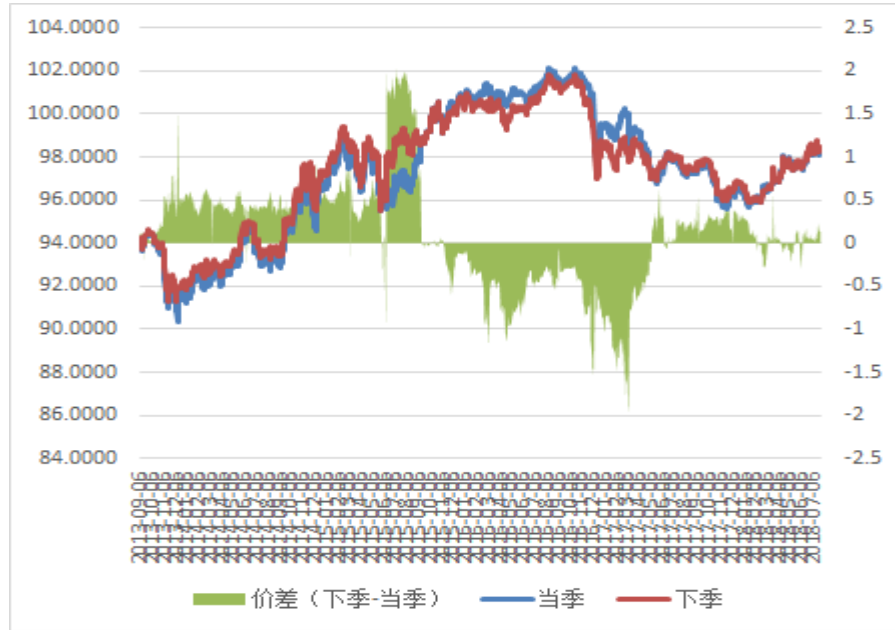


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

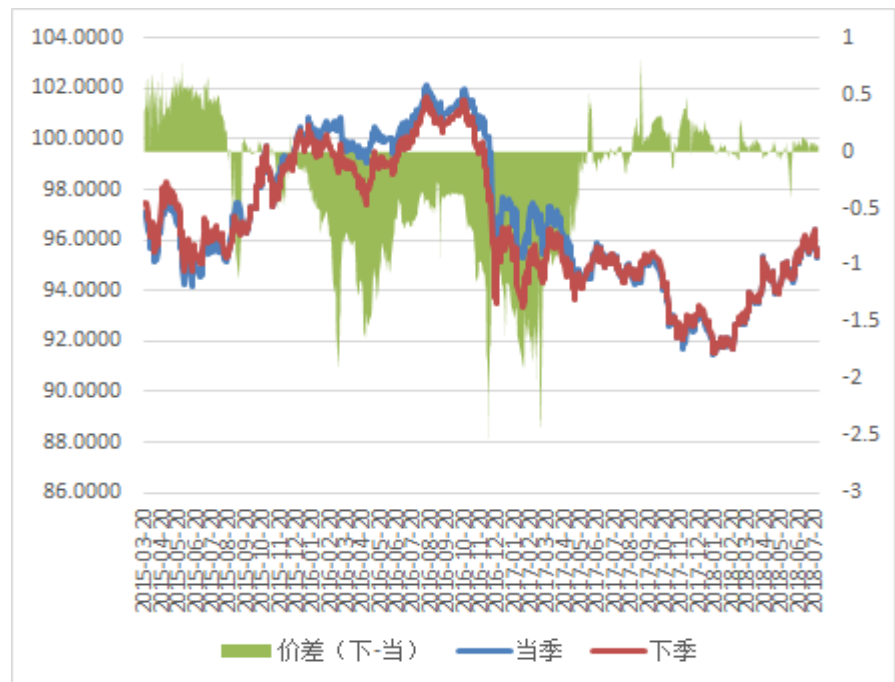
上周 5 年期债合约价差正向震荡下行，期债不处于移仓换月，暂无跨期策略推荐；上周 10 年期债合约价差正向窄幅震荡小幅下行，期债不处于移仓换月，暂无跨期策略推荐。

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

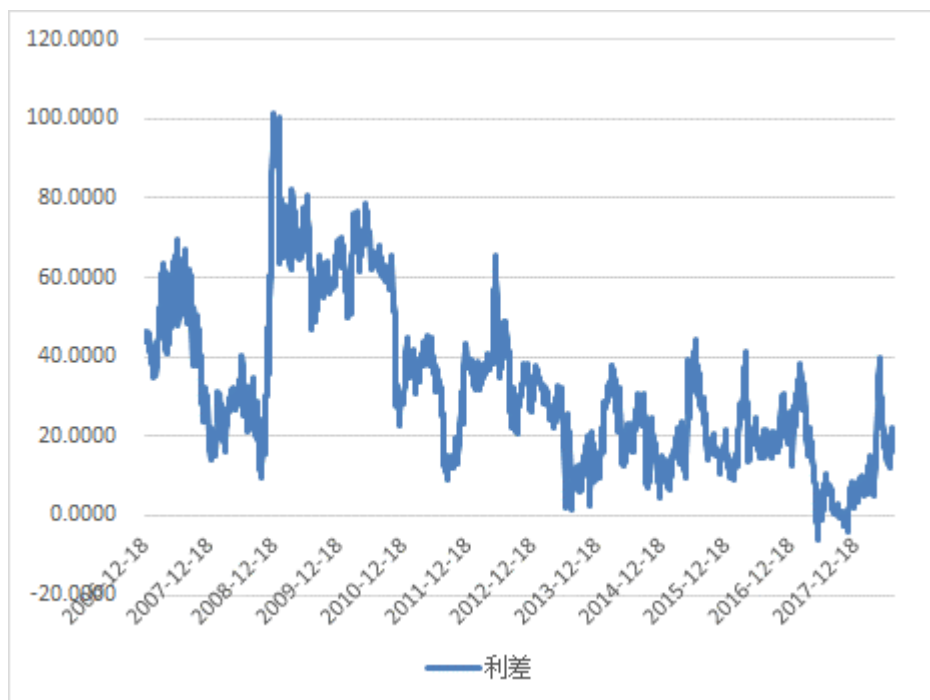


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 5 年期收益率利差上行 2.4bp 至 24.79bp，上周推荐多 TF 空 T 在上周五止盈和做陡曲线盈利可继续持有。

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，关注本周将公布的财新 PMI 和官方 PMI，预计整体上略偏利好，但上周政策的出台令市场对未来经济下行压力的预期有所缓和；从政策面看，上周国常会令市场认为政策面转向“宽信用”，政策层面再次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 1320 亿元，整体资金面偏宽松，本周公开市场有 2100 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，本周关注将续发的各 410 亿元 3 年期和 7 年期国债的中标利率和投标倍数，供给压力增加。本周期债暂缺明显利好，可能整体仍偏弱震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低做多，短期投资者做陡曲线继续持有或暂观望，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。