

## 2 月期债先抑后扬, 3 月期债或走弱

兴证期货·研发中心

2018 年 3 月 5 日 星期一

金融研究团队

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](mailto:shangfang@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 行情回顾

2 月期债先抑后扬, 2 月第一周在具体在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下, 期债波动加大, 周度小幅上行, 节前成交偏清淡, 期债略偏强震荡, 节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而较大幅跳空低开后偏弱震荡, 期债走势弱于现券, 基差较大幅走高; 最后三个交易日受到央行较大净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过 4 倍配置需求向好和监管政策真空期而大幅拉涨近 1 元, 期债走势强于现券, 基差出现回落。2 月期债成交量和持仓量均出现较大幅度的下行, 同时在 2 月 12 日, 中金所修订国债期货相关制度, 调整可交割券范围、持仓限额和梯度保证金, 意在提高期现联动和国债期货活跃度。现券方面, 5 年期国债收益率下行 13bp 至 3.70%, 10 年期国债收益率下行 9bp 至 3.82%。

#### ● 后市展望及策略建议

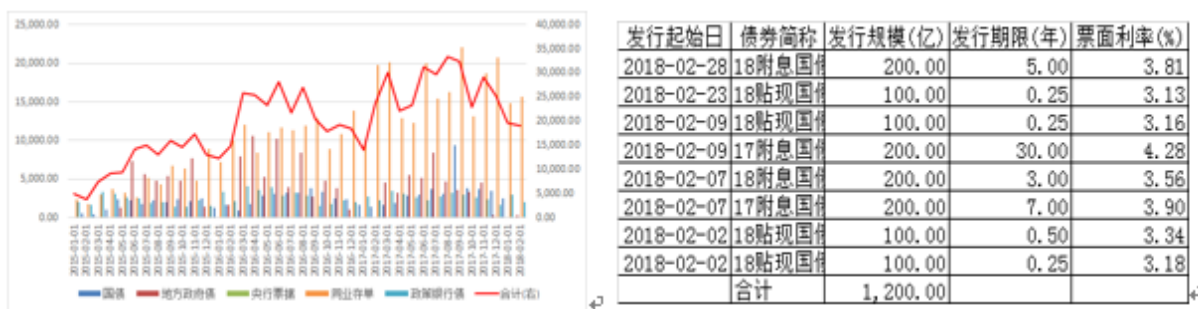
从经济基本面来看, 公布的 2 月官方制造业 PMI 低于预期, 财新制造业 PMI 高于预期, 而 2 月 CPI 受到春节错位预计冲高, 基本面预期目前令债市承压; 从政策面看, 2 月监管政策发布真空期, 同时央行进行 CRA 和节后较大净投放来维稳资金面, 但美联储 3 月大概率加息和 2018 年加息次数可能增加令国内货币政策承压; 从资金面看, 2 月资金面超预期偏宽松; 从供给端看, 2 月付息国债发行真空期, 3 月供给恢复; 从需求端看, 资金面宽松令一级市场招标情况向好, 观察其持续性。操作上, 长期投资者暂观望为主, 短期投资者关注多 TF 空 T 的操作或逢高试空。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求有所好转，国债发行规模缩减

2018年2月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为19156.41亿元，较上月减少588.19亿元，其中地方债供给规模为285.61亿元，较上月增加285.61亿元；国债发行规模合计为1200亿元，较上月减少700亿元，无付息国债发行，2月为春节期间，国债供给规模减少，发行利率低于二级市场收益率；同业存单供给规模为15643.2亿元，较上月增加817.8亿元，且同业存单发行利率在月末时点后走低，后由于春节而走高，截止2月28日，1个月同业存单发行利率为4.41%，3个月同业存单发行利率为4.84%，6个月同业存单发行利率为5.00%，分别较上月底下行5.12bp、15.12bp和5.31bp；政策性银行债供给规模为2027.6亿元，较上月减少991.6亿元，发行利率低于二级市场收益率且在春节后资金面超预期偏宽松情况下投标倍数超过4倍，配置需求向好。

图1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行

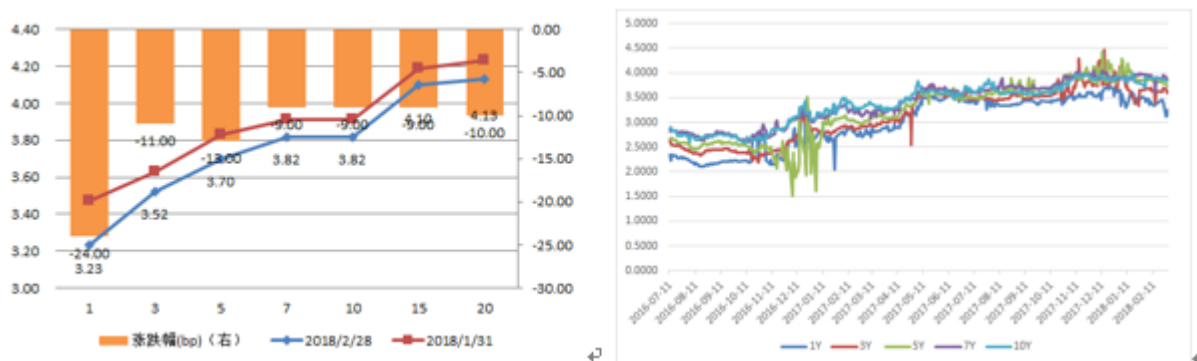


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率较大幅下行

2月主要期限国债收益率出现较大幅度的下行，短端收益率下行幅度大于长端收益率，其中1年期收益率下行幅度超过20个bp，中长端收益率下行约10个bp，其中5年期收益率下行13个bp至3.70%，10年期收益率下行9个bp至3.82%，10-1年利差走陡约15个bp，10-5年利差走陡约4个bp，2月第一周在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下，国债收益率窄幅震荡下行，节前成交偏清淡，现券收益率震荡，节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而小幅上行，最后三个交易日受到央行较大净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过4倍配置需求向好和监管政策真空期而较大幅下行。从月度数据来看，1Y期下行24bp至3.23%，3Y期下行11bp至3.52%，5Y期下行13bp至3.70%，7Y期下行9bp至3.82%，10Y期下行9bp至3.82%，15Y期下行9bp至4.10%，20Y期下行10bp至4.13%。

图 2：2 月关键期限国债收益率变动&amp;关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

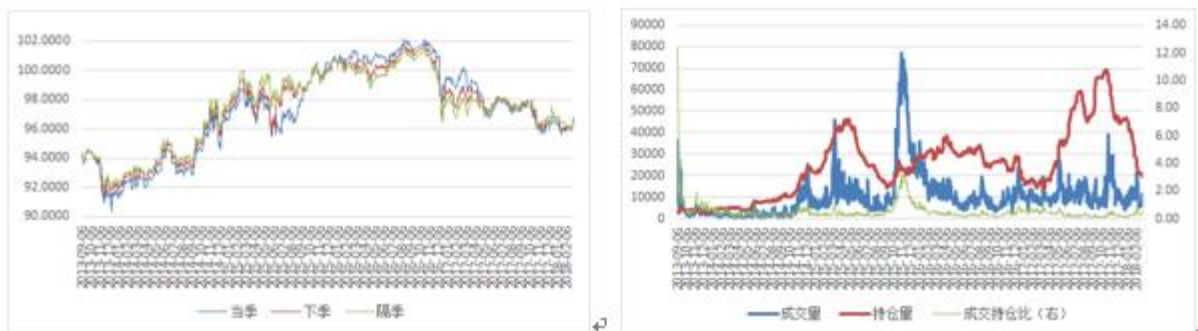
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债先抑后扬

截止到 2 月 28 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1803 收于 96.70 元，月涨 0.745 或 0.82%；主力合约 TF1806 收于 96.42 元，月涨 0.39 或 0.37%；隔季合约 TF1809 收于 96.485 元，月跌 0.075 或 0.04%；成交方面，主力合约 TF1806 成交量日均 4788 手，三个合约日均成交 11554 手；持仓方面截止到 2 月 28 日，主力合约 TF1806 持仓量为 17707 手，三个合约持仓达到 19788 手，较上月底大幅减少 11983 手。十年期国债期货近交割月合约 T1803 收于 92.70 元，月涨 0.77 或 0.83%；主力合约 T1806 收于 92.645 元，月涨 0.72 或 0.73%；隔季合约 TF1809 收于 92.74 元，月涨 0.685 或 0.68%；成交方面，主力合约 T1806 成交量日均 19914 手，三个合约日均成交 34993 手；持仓方面截止到 2 月 28 日，主力合约 T1806 持仓量为 41160 手，三个合约持仓达到 41951 手，较上月底减少 17140 手。

2 月期债先抑后扬，2 月第一周在具体在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下，期债波动加大，周度小幅上行，节前成交偏清淡，期债略偏强震荡，节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而较大幅跳空低开后偏弱震荡，期债走势弱于现券，基差较大幅走高；最后三个交易日受到央行较大幅净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过 4 倍配置需求向好和监管政策真空期而大幅拉涨近 1 元，期债走势强于现券，基差出现回落。2 月期债成交量和持仓量均出现较大幅度的下行，同时在 2 月 12 日，中金所修订国债期货相关制度，一是调整可交割国债范围，将 5 年期国债期货可交割国债改为“发行期限不高于 7 年、合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债”，将 10 年期国债期货可交割国债改为“发行期限不高于 10 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债”，从 1812 合约开始执行；二是调整投机客户限仓额度：一般月份持仓限额提高到 2000 手，临近交割月份提高到 600 手，从 1806 合约开始执行；三是调整保证金梯度：梯度保证金由三级调整为两级，切换时点调整为自交割月份之前的两个交易日结算时起，5 年期国债期货梯度保证金由“1.2%-1.5%-2%”调整为“1.2%-2%”，10 年期国债期货梯度保证金由“2%-3%-4%”调整为“2%-3%”，从 1806 合约开始执行。

图 3: TF 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势&T 成交与持仓

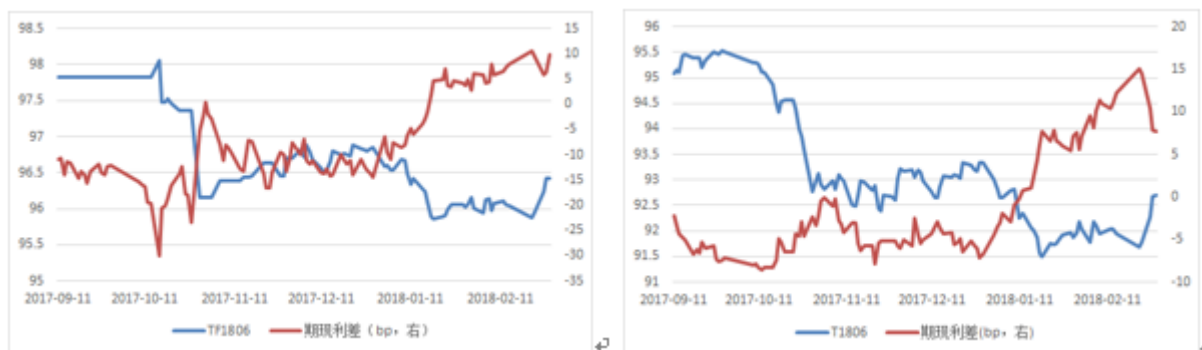


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差先上后下

从 2 月份的期现利差来看, 2 月前期国债期货价格走弱, 现券价格窄幅震荡, 期债走势弱于现券, 在 2 月最后三个交易日国债期货价格大幅拉涨, 期债走势强于现券, 合约 TF1806 的期现利差正向先走扩后小幅收窄, 合约 T1806 的期现利差正向先走扩后较大幅收窄。

图 5：TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

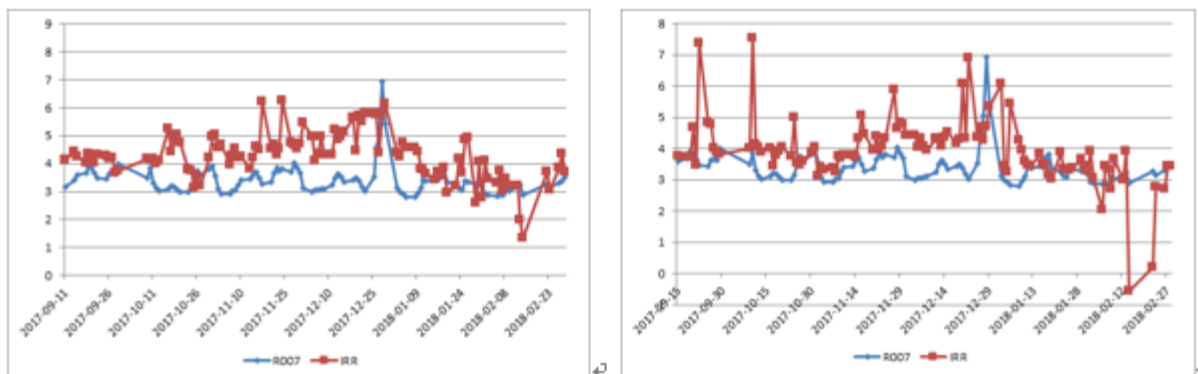


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从 2 月份 TF1806 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先下后上，而 R007 震荡上行，在 2 月份 TF1806 合约无正套和反套机会；从 2 月份主力合约 T1806 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先下后上，而 R007 震荡上行，在 2 月 T1806 有较多的无明显的正向期现套利机会，盘中出现非 CTD 券的反套机会。

图 6：TF1806 活跃 CTD 券 IRR&T1806 活跃 CTD 券 IRR

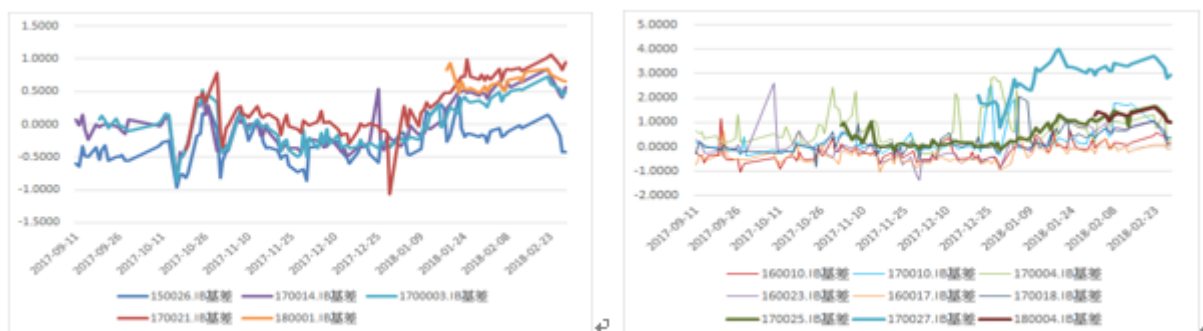


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

TF1806 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170021.IB 和 180001.IB 的基差先较大幅上行后小幅下行，适宜先做多基差后做空基差；T1806 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170018.IB、170025.IB、170027.IB 和 180004.IB 的基差先较大幅上行后小幅下行，适宜先做多基差后做空基差。

图 7: TF1806 活跃券基差走势&T1806 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差

在 2 月份月上旬, 国债期货处于移仓换月阶段, 五年期国债期货和十年期国债期货价差由正转负且负向走扩, 当季合约走势明显强于下季合约, 移仓换月阶段推荐的多当空下策略整体上盈利。

图 8: TF 当季、下季及价差走势&T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 3. 后市分析及展望

### 3.1 宏观经济

2018 年 2 月财新中国制造业 PMI 为 51.6%, 较上月上行 0.1%, 高于预期, 国家统计局公布的 1 月中国官方制造业 PMI 为 50.3%, 较上月下行 1.0%, 低于预期, 财新制造业 PMI 与官方制造业 PMI 出现背离。从官方制造业 PMI 的分类指数看, 生产指数和新订单指数为 50.7%和 51.0%, 分别比上月回落 2.8%和 1.6%, 生产和需求均放缓, 部分原因与春节生产活动放缓有关, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 53.4%和 49.2%, 比上月回落 6.3%和 2.6%, 出厂价格指数是 2017 年 7 月以来首次降至临界点以下, 新出口订单指数和进口指数为 49.0%和 49.8%,

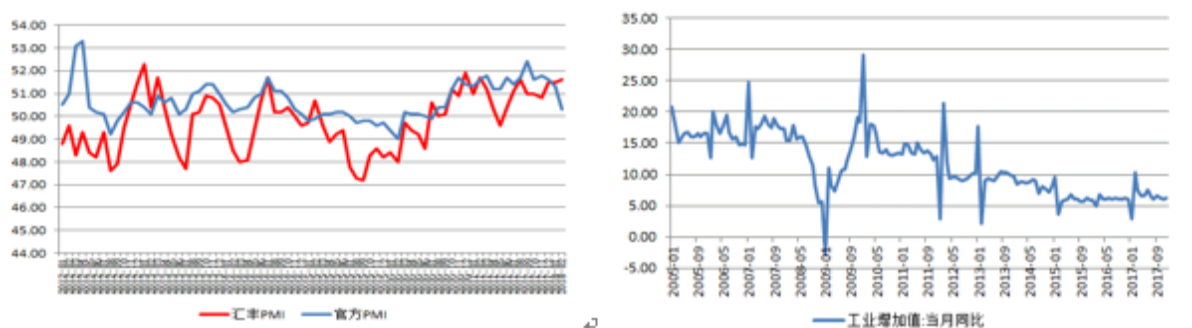
比上月下降 0.5%和 0.6%，出口有所放缓。从已经公布的数据来看，官方 PMI 低于预期，下行幅度较大，而财新 PMI 数据高于预期，两者再次出现背离，但都处于扩张区间，2018 年 2 月经济虽有下行，但目前看仍有韧性。

由于春节因素，统计局未公布 1 月投资数据和消费数据，预计 2 月房地产投资增速或将震荡回落，基建对经济支撑力度或继续减弱，制造业投资可能重新回落，整体投资增速或小幅下行；预计 2 月消费增速止跌回升；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速小幅上行至 11.1%，进口增速大幅上行至 36.8%，贸易顺差收窄，预计 2 月进出口增速或下行。

通胀方面，1 月份 CPI 为 1.5%，较上月下行 0.3%，主要是受到春节错位基数较高的影响，PPI 回落至 4.3%，较上月回落 0.6%，蔬菜价格增速负向继续收窄，蔬菜价格对 CPI 的拖累可能会逐渐转变成拉动，猪肉价格下行速度小幅反弹，猪价和鲜菜价格可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而从 2018 年 2 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 2018 年 2 月 PPI 同比继续下行，2018 年 2 月 CPI 受到春节和低基数影响或将大幅上行至 2.5%。

2018 年 1 月新增贷款 26850.00 亿元，较上月大幅增加约 21080.51 亿元，主要受到银行年初贷款投放冲动较大和去年末积累的贷款集中释放有关，具有一定的季节性因素，债券融资为 1194.00 亿元，比上月较大幅增加约 850.89 亿元，信用债供给开始恢复，委托贷款为-714 亿元，较上月大幅回落 1315.49 亿元，信托贷款为 445 亿元，较上月大幅回落 1790.17 亿元，主要受 1 月份发布的《商业银行委托贷款管理办法》控制非标融资影响；M2 同比为 8.6%，央行用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）纳入 M2 计算，M2 较上月上行 0.4%至 8.6%，M1 较上月下行 3.2%至 15.0%，导致 M1-M2 的剪刀差走阔。预计 2 月社融增速或走低，特别是新增人民币贷款或较大幅走低，其中的新增委托贷款和信托贷款受政策影响或继续维持较低，M2 或持平。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



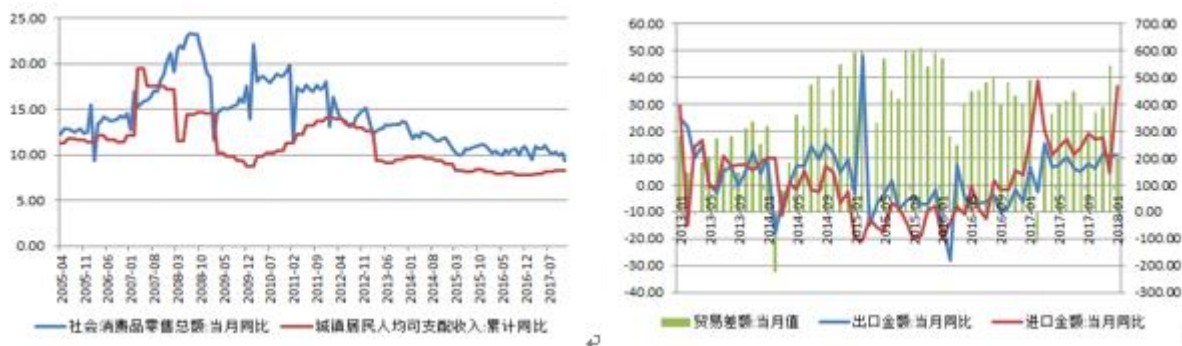
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



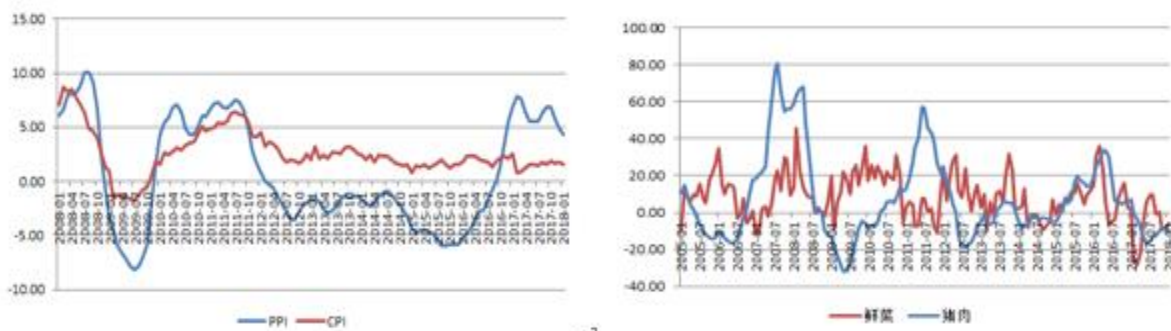
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

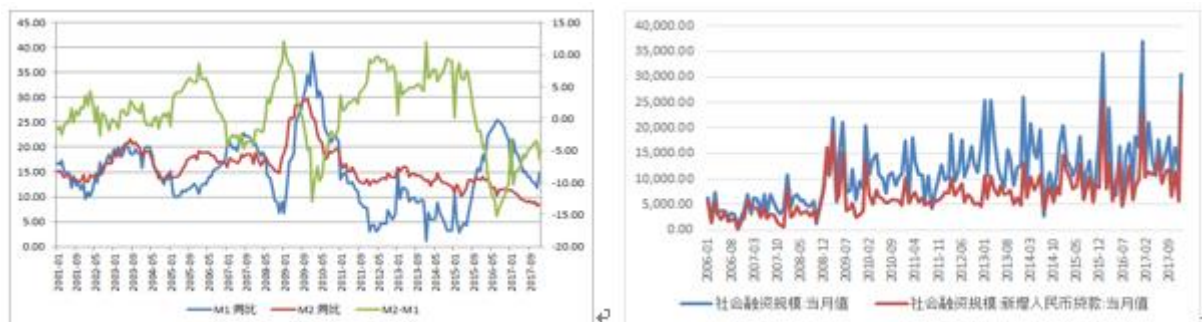
图 12: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 13: M1 与 M2 增速&amp;社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

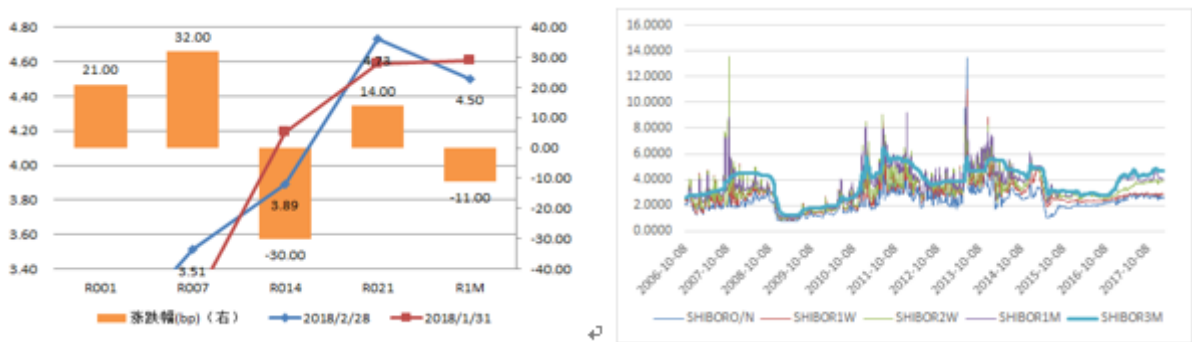
### 3.2 货币政策和监管政策

2018年2月央行发布《四季度货币政策执行报告》，报告中指出“实施好稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，管住货币供给总闸门，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，延续了稳健中性的货币政策基调，并指出“未来一段时间将是较高增长和较低通胀的组合”，目前央行对通胀预期比市场预期低，央行强调一方面要去杠杆防风险，另一方面要考虑到金融监管的宏观效应及对金融业态和市场运行格局的影响，加强监管协调，同时2018年2月26日至28日，举行中国共产党第十九届中央委员会第三次全体会议，强调了“深化党和国家机构改革是推进国家治理体系和治理能力现代化的一场深刻变革”，关注金融监管改革，3月份资管新规可能落地，2018年金融监管或一直持续。央行为维稳春节期间的资金面，进行了CRA，释放约2万亿元资金，叠加节前的定向降准释放约4500亿元资金量，体现其维稳意图。

### 3.3 资金利率: 2月资金面比预期宽松, 3月资金利率或先下后上

2月资金面在央行通过CRA和定向降准的呵护下超预期的偏宽松，特别是春节后央行出于缴准和CRA退出的影响而较大量的净投放，资金利率维持在较低位。从质押式回购利率来看，隔夜上行21bp至2.91%，7天上行32bp至3.51%，14天下行30bp至3.89%，1M下行11bp至4.5%；从shibor利率变动来看，月度隔夜上行12bp至2.71%，7天上行8bp至2.91%，14天下行2bp至3.84%，1M下行9bp至4.04%，3M下行2bp至4.71%。2月份有3900亿元公开市场操作到期，央行进行7300亿元投放，净投放3400亿元，2月份有2435亿元MLF到期，央行进行3930亿元MLF投放进行超额对冲，2月份有1200亿元国库现金定存到期，央行进行了1200亿元国库现金定存，3月公开市场有11750亿元资金量到期，其中包括2950亿元1年期MLF到期，到期压力较大且叠加CRA的退出，预计央行会进行净投放来对冲到期的资金量，3月资金面可能在美联储加息、MPA考核等因素下转向偏紧。

图 14: 关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 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。