

内容提要

● 行情回顾

3 月期债较大幅走高，5 年期国债期货主力合约 TF1806 收于 96.935 元，月涨 0.53 或 0.53%，10 年期国债期货主力合约 T1806 收于 93.635 元，月涨 1.04 或 1.07%；主要原因一是 3 月监管政策真空，市场监管担忧减弱，二是资金面虽然在季度末上行，但整体维持偏宽松，三是 3 月份利率债供给压力小而配置需求相对较好，四是美联储 3 月加息落地，且目前维持今年加息三次的决定，央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp，五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期，3 月期债成交量和持仓量均有所回升，大多数活跃券基差先上后下。现券方面，关键期限国债收益率短升长降，5 年期国债收益率下行 4bp 至 3.66%，10 年期国债收益率下行 8bp 至 3.74%，收益率曲线走平。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的 3 月官方制造业 PMI 高于预期，基本面目前对债市偏不利，但是中美贸易战可能会降低未来经济预期；从政策面看，3 月监管政策发布真空期，银监会和保监会合并，央行新行长上任，美联储 3 月加息落地且暂维持年内加息三次决议，国内公开 OMO 操作利率仅上调 5bp；从资金面看，3 月资金利率在最后跨季交易日较大幅上行，但整体资金面偏宽松，资金面平稳跨季；从供给端看，3 月国债供给增加；从需求端看，资金面整体偏宽松令一级市场配置需求相对较好，4 月期债可能先抑后扬。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者可先多 TF 空 T 后多 T 空 TF。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较好，国债发行规模增加

2018年3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29872.83亿元，较上月增加10716.42亿元，其中地方债供给规模为1909.83亿元，较上月增加1624.22亿元，地方债供给开始加速；国债发行规模合计为2100亿元，较上月增加900亿元，发行利率低于二级市场收益率且投标倍数较好；同业存单供给规模为21870.5亿元，较上月增加6227.3亿元，且同业存单发行利率出现较大下行，截止3月30日，1个月同业存单发行利率为4.1958%，3个月同业存单发行利率为4.1901%，6个月同业存单发行利率为4.475%，分别较上月底下行22.37bp、64.92bp和52.24bp；政策性银行债供给规模为3992.5亿元，较上月增加1964.9亿元，发行利率低于二级市场收益率且投标倍数较好。

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短升长降

3月主要期限国债收益率短降长升，其中1年期收益率上行9bp，长端收益率下行约8个bp，其中5年期收益率下行4个bp至3.66%，10年期收益率下行8个bp至3.74%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约17bp，10-5年利差走陡约4bp。3月国债收益率中长端出现不同程度的下行，主要原因一是3月监管政策真空，市场监管担忧减弱，二是资金面虽然在季度末上行，但整体维持偏宽松，三是3月份供给压力小而配置需求相对较好，四是美联储3月加息落地，央行仅跟随上调公开市场操作利率5bp，五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期，但由于在第三周收益率快速较大幅下行，第四周收益率整体走高，从月度数据来看，1Y期上行9bp至3.32%，3Y期上行5bp至3.57%，5Y期下行4bp至3.66%，7Y期下行8bp至3.74%，10Y期下行8bp至3.74%，15Y期下行9bp至4.01%，20Y期下行8bp至4.05%。

图 2: 3 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

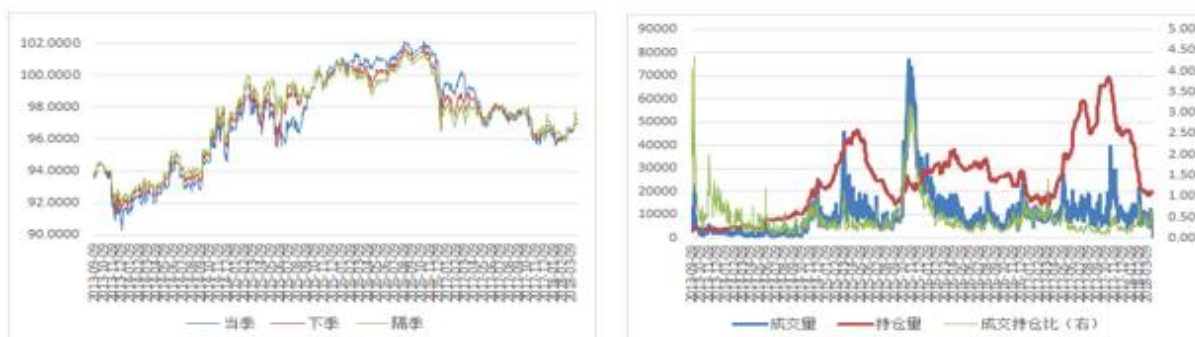
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债较大幅走高

截止到 3 月 30 日收盘, 五年期国债期货主力合约 TF1806 收于 96.935 元, 月涨 0.53 或 0.53%; 下季合约 TF1809 收于 96.985 元, 月涨 0.51 或 0.52%; 隔季合约 TF1812 收于 97.215 元, 月涨 0.63 或 0.63%; 成交方面, 主力合约 TF1806 成交量日均 7304 手, 三个合约日均成交 7347 手; 持仓方面截止到 3 月 30 日, 主力合约 TF1806 持仓量为 19335 手, 三个合约持仓达到 19508 手, 较上月底增加 1761 手。十年期国债期货主力合约 T1806 收于 93.635 元, 月涨 1.04 或 1.07%; 下季合约 TF1809 收于 93.735 元, 月涨 0.99 或 1.07%; 隔季合约 T1812 收于 93.915 元, 月涨 0.98 或 0.98%; 成交方面, 主力合约 T1806 成交量日均 29823 手, 三个合约日均成交 30013 手; 持仓方面截止到 3 月 30 日, 主力合约 T1806 持仓量为 44653 手, 三个合约持仓达到 45594 手, 较上月底增加 3991 手。

3 月期债较大幅走高, 主要原因一是 3 月监管政策真空, 市场监管担忧减弱, 二是资金面虽然在季度末上行, 但整体维持偏宽松, 三是 3 月份供给压力小而配置需求相对较好, 四是美联储 3 月加息落地, 央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp, 五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期。3 月期债成交量和持仓量均有所回升, 大多数活跃券基差先上后下。

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

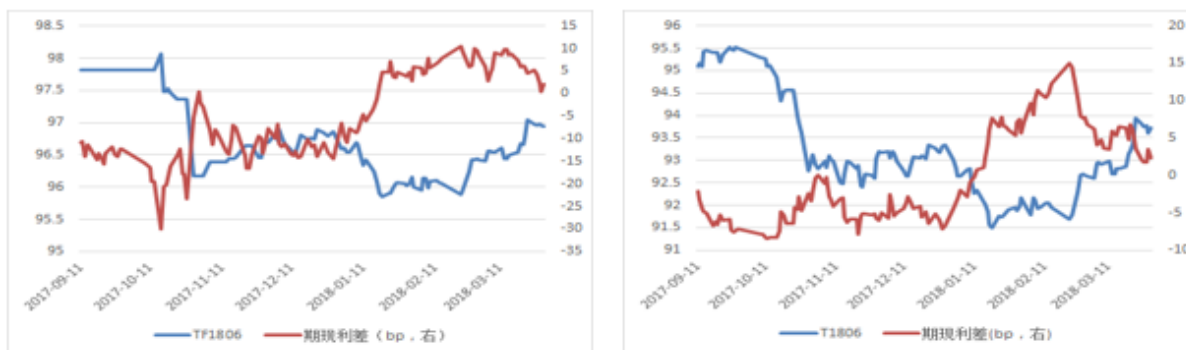


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差较大幅走低

从 3 月份的期现利差来看, 3 月前期国债期货价格大幅走高, 现券价格亦大幅走高, 期债走势强于现券, 合约 TF1806 的期现利差由 9.9bp 震荡走低至 2.1bp, 合约 T1806 的期现利差由 7.6bp 震荡走低至 2.3bp。

图 5: TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

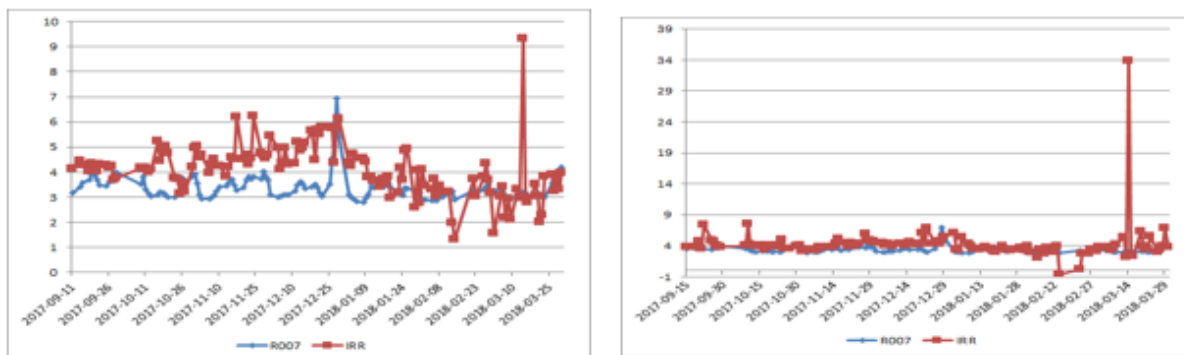


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 3 月份 TF1806 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 大幅震荡, 而 R007 震荡上行, 在 3 月份 TF1806 合约存在一定的正套机会; 从 3 月份主力合约 T1806 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 大幅震荡, 而 R007 震荡上行, 在 3 月 T1806 合约存在一定的正向期现套利机会。

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

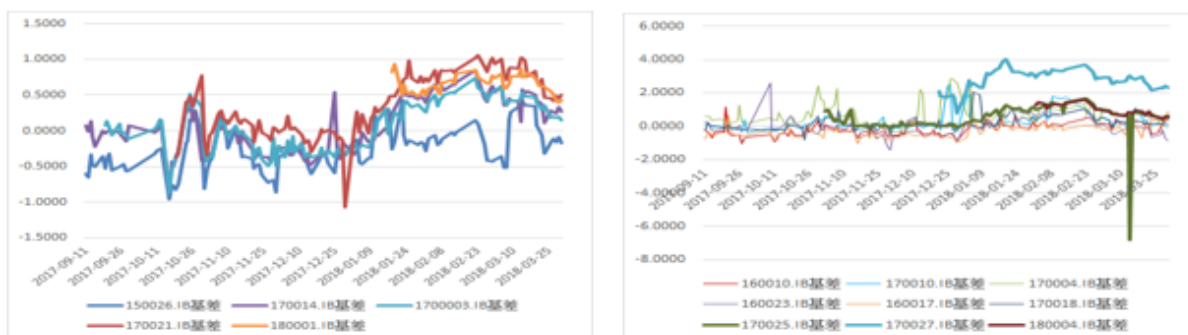


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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 的基差先上行后下行, 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、170027.IB 和 180004.IB 的基差先上行后下行, 适宜先做多基差后做空基差, 170025.IB 基差在 3 月 14 日出现异常低值后恢复正常。

图 7: TF1806 活跃券基差走势&T1806 活跃券基差走势

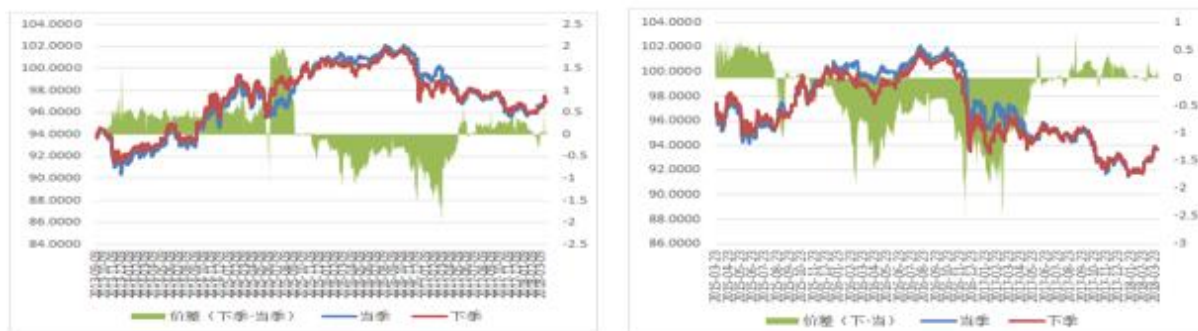


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 3 月份, 国债期货不处于移仓换月阶段, 五年期国债期货价差转负后走扩, 后由负转正; 十年期国债期货价差由负快速大幅转正后正向收窄, 下季合约走势强于当季合约。

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3月国家统计局公布的3月中国官方制造业PMI为51.5%，较上月上行1.2%，高于预期。从官方制造业PMI的分类指数看，生产指数和新订单指数为53.1%和53.3%，分别比上月上行2.4%和2.3%，生产和需求均提高，新出口订单指数和进口指数为51.3%和51.3%，比上月上升2.3%和1.5%，进出口回到临界值以上。3月财新制造业PMI为51%，较上月下行0.6%，低于预期，新增出口业务增速下滑至10个月来最低，产出增速和新订单总量增速均放缓至4个月最低点，原材料价格涨幅继续放缓，通胀压力进一步缓解，从已经公布的数据来看，官方PMI高于预期，较上月上行幅度较大，而财新PMI低于预期，但仍高于50%荣枯线，经济目前看仍有韧性。

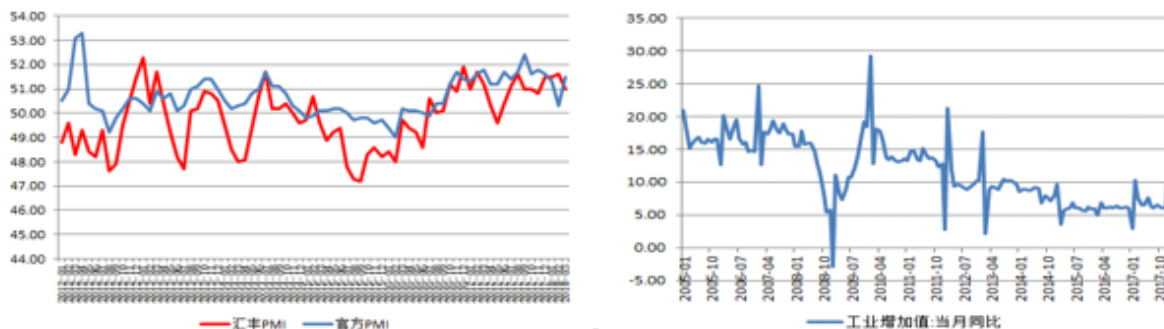
从房地产销售来看，房地产开发投资在1-2月止跌回升2.9%至9.9%，商品房销售面积增速大幅放缓3.6%至4.1%，房地产开发增速回升主要与此前的土地购置费增速上行有关，扣除土地购置费增速后的房地产投资增速小幅下行，目前房地产调控政策仍严，预计3月增速或下行；1-2月份基建投资增速回落至0%，基建增速大幅放缓；1-2月份制造业投资增速下滑0.5%至4.3%，从投资角度来看，1-2月投资增速走高，但可持续性存疑；消费增速上行0.3%至9.7%，整体消费保持平稳；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏、国内春节错位和贸易战的影响，出口增速大幅冲高33.3%至44.5%，进口增速受到春节基数效应大幅回落至6.3%，贸易顺差较大幅增加。

通胀方面，2月份CPI较上月上行1.4%至2.9%，超出市场预期，主要是受到春节错位基数较低的影响，PPI较上月回落0.6%至3.7%，蔬菜价格增速由负转正，猪肉价格下行速度放缓3.3%，猪价和鲜菜价格可能是2018年拉动CPI的因素，预计3月PPI同比继续下行，3月CPI同比转而下行。

2018年2月新增贷款10199亿元，较上月减少约16651亿元，企业债融资为722亿元，较上月减少约487亿元，企业债发行放缓，委托贷款为-750亿元，较上月继续回落36亿元，信托

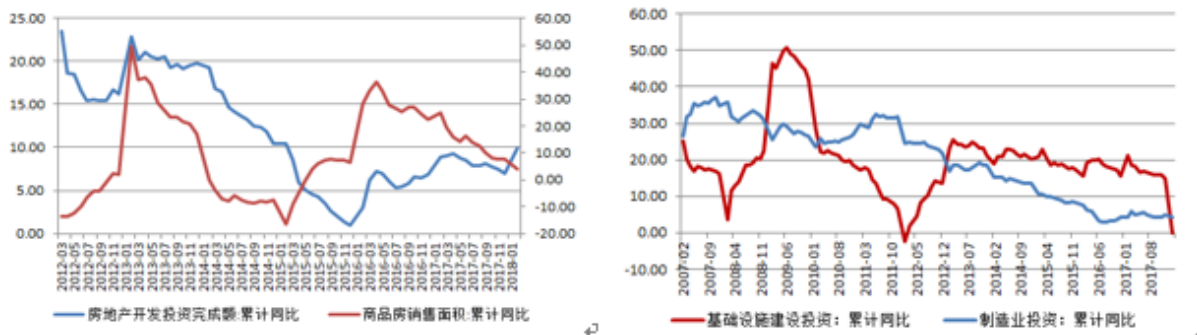
贷款为 660 亿元，较上月小幅回升 205 亿元，委托贷款和信托贷款受政策影响维持低位；M2 同比为 8.8%，较上月回升 0.2%，今年 M2 增速或出现止跌企稳的走势，M1 较上月下行 6.5% 至 8.5%，导致 M1-M2 的剪刀差由负转正。预计 3 月社融增速或走低，新增人民币贷款或上行，M2 增速或小幅下行。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



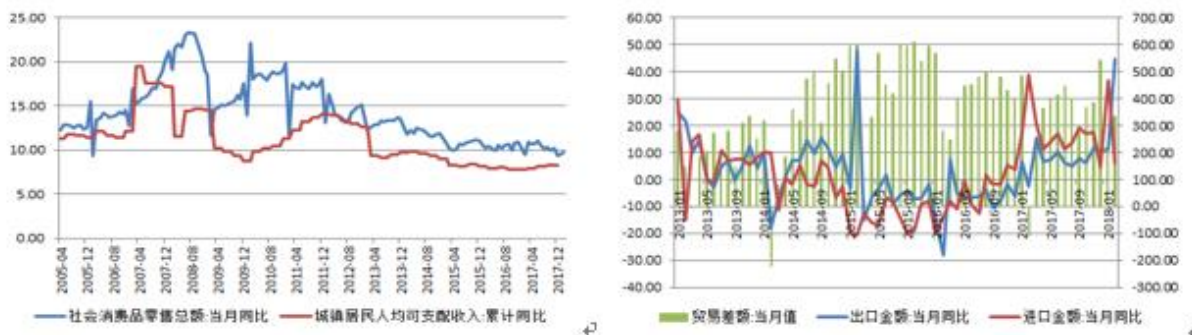
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



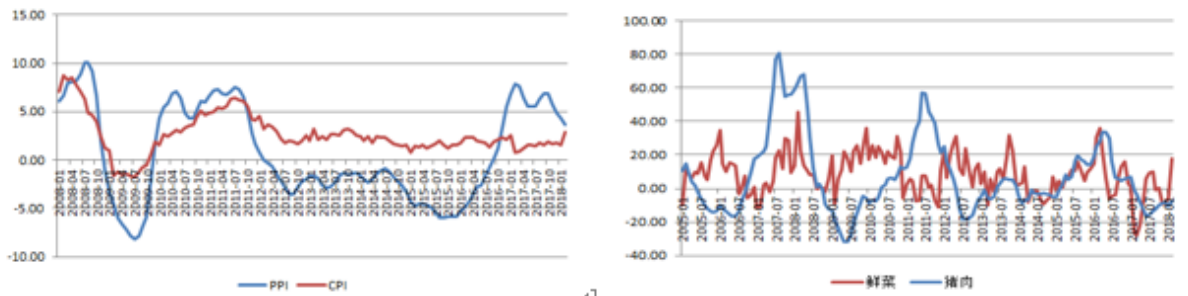
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



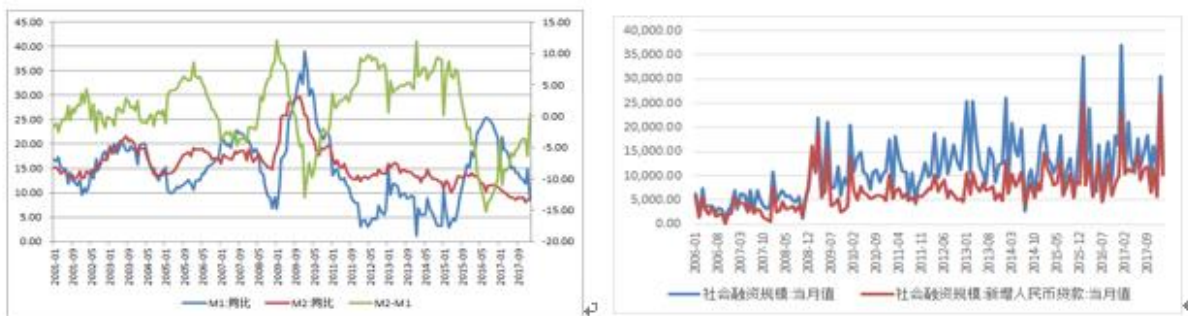
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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&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

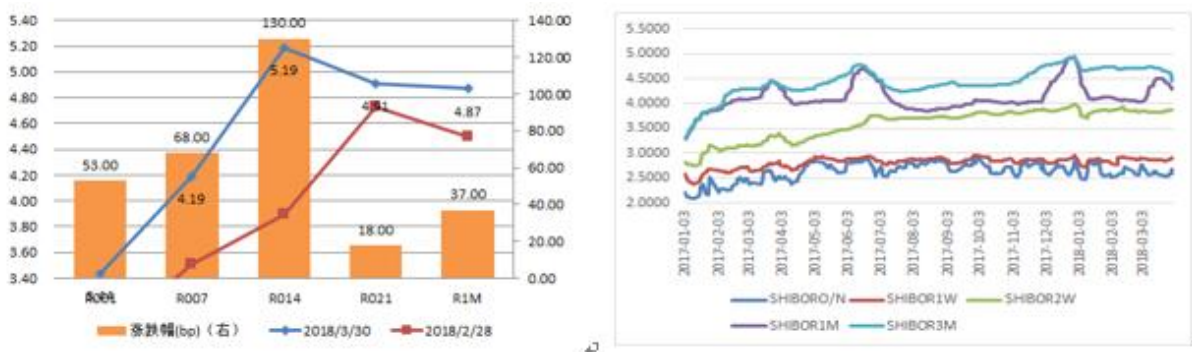
今年 3 月两会期间，监管处于真空期，央行新行长和新党委书记上任，同时中国银监会和保监会合并为中国银保监会，同时将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行，银保监会会长任央行党委书记，金融监管机构的改革有利于金融监管政策的制定和协调，同时 3 月底中央会议通过规范金融机构资产管理业务的指导意见，等待具体细则的公布，今年金融监管或一直持续但也会注重政策间的协调；一季度末同业存单纳入同业负债考核正式实施，3 月同业存单余额不降反升；国外美联储 3 月 22 日如期加息，议息会议结果显示今年加息三次，但支持加息四次的票数增加，央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp，上调幅度低于市场预期。

3.3 资金利率：3 月资金面比预期宽松，4 月资金利率先下后上

3 月资金面除在最后一天跨季资金利率较大幅走高外，其余时间资金面整体比预期偏宽松，

跨季走势相对平稳。从质押式回购利率来看，隔夜上行 53bp 至 3.44%，7 天上行 68bp 至 4.19%，14 天上行 130bp 至 5.19%，1M 上行 37bp 至 4.87%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜下行 20bp 至 2.71%，7 天下行 60bp 至 2.91%，14 天下行 5bp 至 3.84%，1M 下行 69bp 至 4.04%，3M 上行 21bp 至 4.71%。3 月份有 10500 亿元公开市场操作到期，央行进行 5400 亿元投放，净回笼 5100 亿元，3 月份有 2950 亿元 MLF 到期，央行进行 4325 亿元 MLF 投放进行超额对冲，3 月份有 0 亿元国库现金定存到期，央行进行了 500 亿元国库现金定存，4 月公开市场有 6975 亿元资金量到期，其中包括 3675 亿元 1 年期 MLF 到期，到期压力相对较大，预计央行会进行投放来对冲到期的资金量，4 月资金面或先趋松后趋紧。

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。