

## 4 月期债大幅走高后有所回落，5 月或先扬后抑

兴证期货·研发中心

2018 年 5 月 2 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

021-20370946

[shangfang@xzfutures.com](mailto:shangfang@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 行情回顾

4 月期债较大幅走高，5 年期国债期货主力合约 TF1806 收于 97.69 元，月涨 0.82 或 0.78%，10 年期国债期货主力合约 T1806 收于 94.50 元，月涨 0.96 或 0.92%；主要原因一是 4 月公布的经济数据较平稳，物价数据低于预期，且中美贸易战升温降低市场对未来经济预期；二是央行超预期定向降准 1% 置换到期的 MLF 净投放 4000 亿元，市场预期未来资金面好转，且政治局会议释放信号偏利好；三是 4 月前半个月资金面偏宽松，四是地缘政治冲突降低市场风险偏好；后受缴税、月末时点和央行降准后部分投资者加杠杆令资金面偏紧、传闻资管新规将落地引发监管担忧和 10 年美债收益率升破 3% 的利空影响而有所回落，整体上看期债较大幅走高，现券收益率亦较大幅下行，且曲线大幅走陡，五年期债走势弱于现券，十年期债走势略弱于现券。

#### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的 4 月官方制造业 PMI 和财新 PMI 略高于预期，经济目前仍呈现韧性，但外需承压，关注中美贸易战进程；从政策面看，央行货币政策边际利好债市叠加资管新规落地，且较征求意见稿偏温和，美联储加息次数可能增加；从资金面看，4 月资金面前松后紧，预计 5 月资金利率先下后上，整体上较 4 月平稳；从供给端看，4 月国债发行规模上升，供给压力有所增加；从需求端看，4 月配置需求保持平稳，5 月期债可能先扬后抑。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求平稳，国债发行规模增加

2018年4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24113.86亿元，较上月减少5758.97亿元，其中地方债供给规模为3017.88亿元，较上月增加1108.05亿元，地方债供给加速；国债发行规模合计为3251亿元，较上月增加1151亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数有所下降；同业存单供给规模为14103.2亿元，较上月减少7767.3亿元，且同业存单发行利率出现较大下行，截止4月28日，1个月同业存单发行利率为4.1892%，3个月同业存单发行利率为4.2774%，6个月同业存单发行利率为4.2136%，分别较上月底变动-2.25bp、8.73bp和-26.14bp；政策性银行债供给规模为3741.78亿元，较上月减少250.72亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数略有下降。

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

4月主要期限国债收益率较大幅下行，其中1年期收益率下行32bp，5年期收益率下行39个bp至3.27%，10年期收益率下行12个bp至3.62%，盘中触及3.5%低位，收益率曲线大幅走陡，其中10-1年利差走陡约20bp，10-5年利差走陡约27bp。4月主要期限国债收益率较大幅下行，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期下行32bp至3.00%，3Y期下行38bp至3.19%，5Y期下行39bp至3.27%，7Y期下行11bp至3.63%，10Y期下行12bp至3.62%，15Y期下行10bp至3.91%，20Y期下行10bp至3.95%。

图 2：4 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

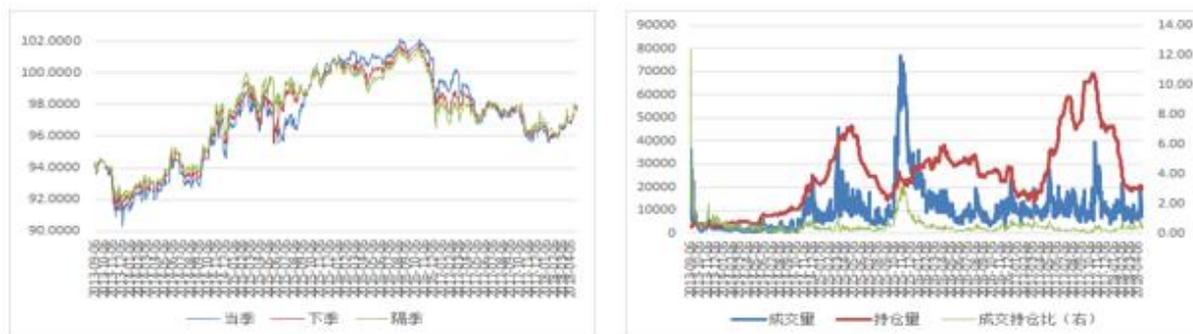
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债大幅冲高后有所回落

截止到4月27日收盘,五年期国债期货主力合约TF1806收于97.69元,月涨0.82或0.78%;下季合约TF1809收于97.64元,月涨0.72或0.68%;隔季合约TF1812收于98.045元,月涨0.65或0.85%;成交方面,主力合约TF1806成交量日均9013手,三个合约日均成交9182手;持仓方面截止到4月27日,主力合约TF1806持仓量为17824手,三个合约持仓达到19260手,较上月底减少248手。十年期国债期货主力合约T1806收于94.50元,月涨0.96或0.92%;下季合约TF1809收于94.495元,月涨0.865或0.81%;隔季合约T1812收于94.56元,月涨0.825或0.69%;成交方面,主力合约T1806成交量日均38916手,三个合约日均成交39703手;持仓方面截止到4月27日,主力合约T1806持仓量为41012手,三个合约持仓达到45518手,较上月底减少76手。

4月期债较大幅走高,主要原因一是4月公布的经济数据较平稳,物价数据低于预期,且中美贸易战升温降低市场对未来经济预期;二是央行超预期定向降准1%置换到期的MLF净投放4000亿元,市场预期未来资金面好转,且政治局会议释放信号偏利好;三是4月前半个月资金面偏宽松,四是地缘政治冲突降低市场风险偏好;后受缴税、月末时点和央行降准后部分投资者加杠杆令资金面偏紧、传闻资管新规将落地引发监管担忧和10年美债收益率升破3%的利空影响而有所回落,整体上看期债较大幅走高,成交量上升,持仓量略有下降。

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

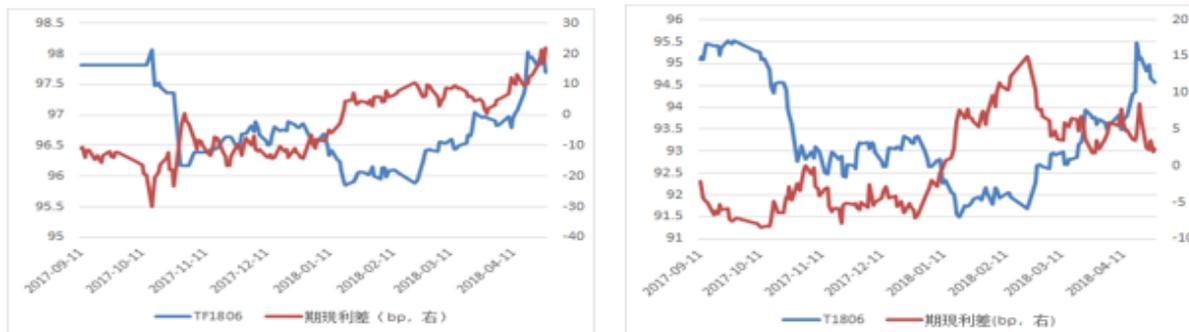


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差走势分化

从 4 月份的期现利差来看, 4 月前期国债期货价格大幅冲高后小幅回落, 现券价格亦大幅走高后回落, 5 年期债走势弱于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1806 的期现利差由 2.1bp 震荡走高至 20bp 左右, 合约 T1806 的期现利差由 2.3bp 冲高回落至 0.0bp。

图 5: TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

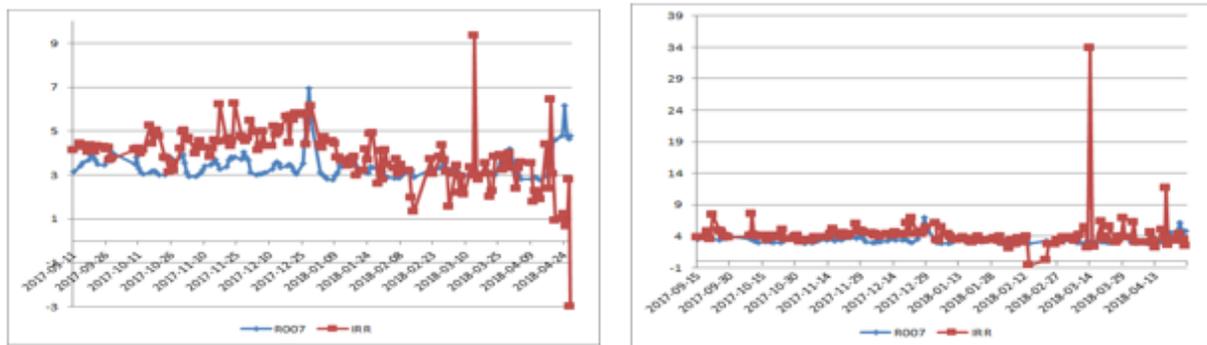


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从4月份TF1806合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR较大幅震荡，而R007震荡上行，在4月份TF1806合约存在一定的正套机会；从4月份主力合约T1806活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR较大幅震荡，而R007震荡上行，在4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

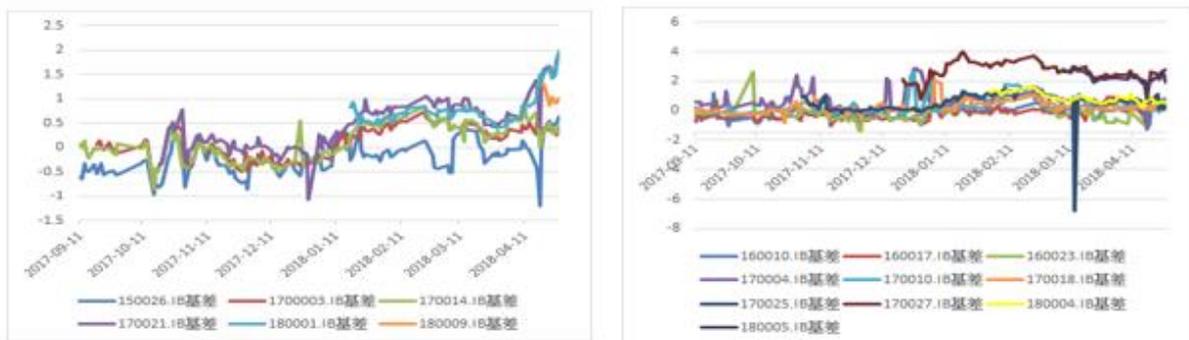


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

TF1806合约的活跃券150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170021.IB、180001.IB的基差震荡上行，适宜先做多基差，新发券180009.IB的基差略有下行；T1806合约的活跃券160010.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170018.IB、170027.IB和180004.IB的基差震荡上行，适宜先做多基差，160017.IB、170025.IB和180005.IB的基差震荡下行，适宜做空基差。

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 4 月份，国债期货不处于移仓换月阶段，五年期国债期货价差由正转负，且负向先走扩后收窄；十年期国债期货价差由正转负，后负向窄幅波动，下季合约走势略弱于当季合约。

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

国家统计局公布的 4 月中国官方制造业 PMI 为 51.4%，较上月下行 0.1%，略高于预期。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 52.9%，分别比上月下行 0.0%和 0.4%，新订单指数小幅下滑，新出口订单指数和进口指数为 50.7%和 50.2%，比上月下行 0.6%和 1.1%，进出口值虽然仍在 50%以上但较上月下行。4 月财新制造业 PMI 为 51.1%，较上月上行 0.1%，高于市场预期，新增出口订单量自 2016 年 11 月以来首次出现下降，降幅较小，但影响了新订单总体表现，国际市场需求疲软，原材料价格略有回升，涨幅接近 3 月水平，通胀压力相对缓和，从已经公布的数据来看，官方 PMI 和财新 PMI 均高于预期，经济目前看仍有韧性。

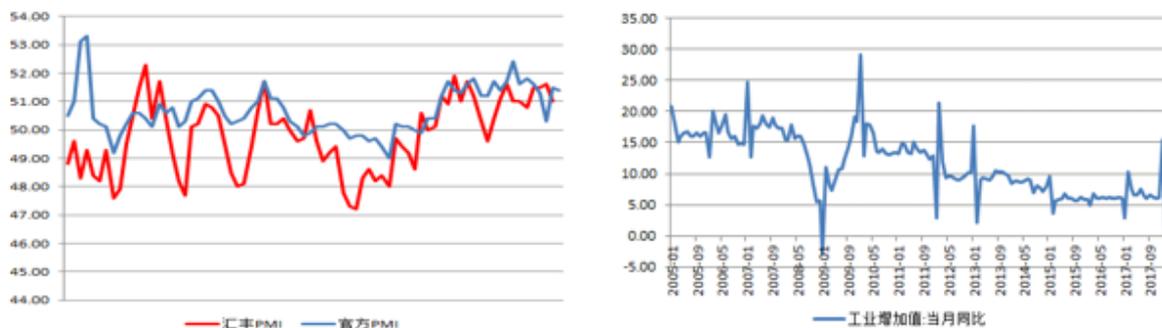
从房地产销售来看，房地产开发投资在 3 月继续小幅回升 0.5%至 10.4%，商品房销售面积增速继续放缓 0.5%至 3.6%，房地产开发增速继续回升仍与此前的土地购置费增速上行有关，目前房地产调控政策仍严，预计房地产投资高增速可持续性存疑；3 月份基建投资增速维持 0%，基建增速维持低位；3 月份制造业投资增速继续下滑 0.5%至 3.8%；消费增速上行 0.4%至 10.1%，整体消费保持平稳；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏、国内春节错位和贸易战的影响，出口增速大幅回落 46.8%至-2.7%，进口增速回升至 14.4%，贸易顺差较大幅减少。

通胀方面，3 月份 CPI 较上月下行 0.8%至 2.1%，低于市场预期，主要是猪肉价格和蔬菜价格出现较大幅回落，PPI 较上月回落 0.6%至 3.1%，蔬菜价格增速正向较大幅回落 8.9%，猪肉价格下行速度增加 4.7%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 4 月 PPI 同比增速或企稳回升，4 月 CPI 同比或持平。

2018 年 3 月新增贷款 11424.57 亿元，较上月增加约 1225.08 亿元，企业债融资为 3344.5 亿

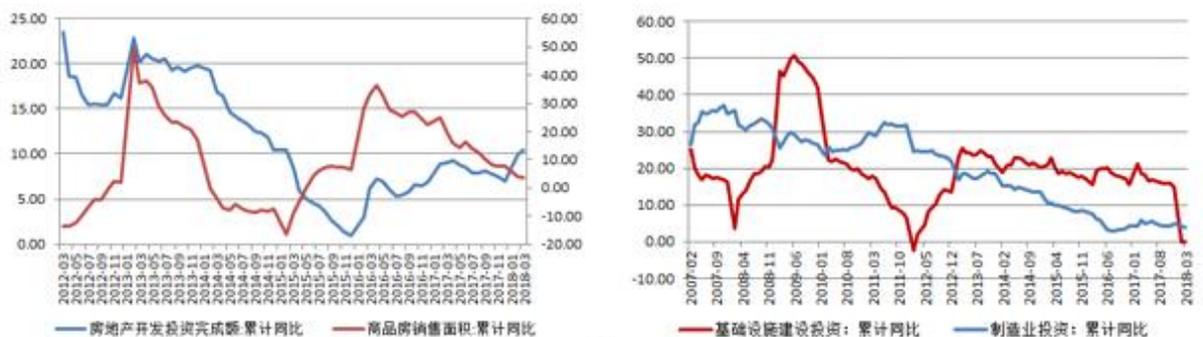
元，较上月增加约 2630.5 亿元，企业债发行大幅增加，委托贷款为-1850.03 亿元，较上月继续减少 1099.8 亿元，信托贷款为-356.9 亿元，较上月大幅减少 1017.2 亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响大幅减少；M2 同比为 8.2%，较上月下降 0.6%，今年 M2 增速或出现止跌企稳的走势，M1 较上月下行 1.4%至 7.1%，导致 M1-M2 的剪刀差正向小幅上升。预计 4 月社融增速或继续小幅下滑，新增人民币贷款或小幅上行，M2 增速或企稳。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



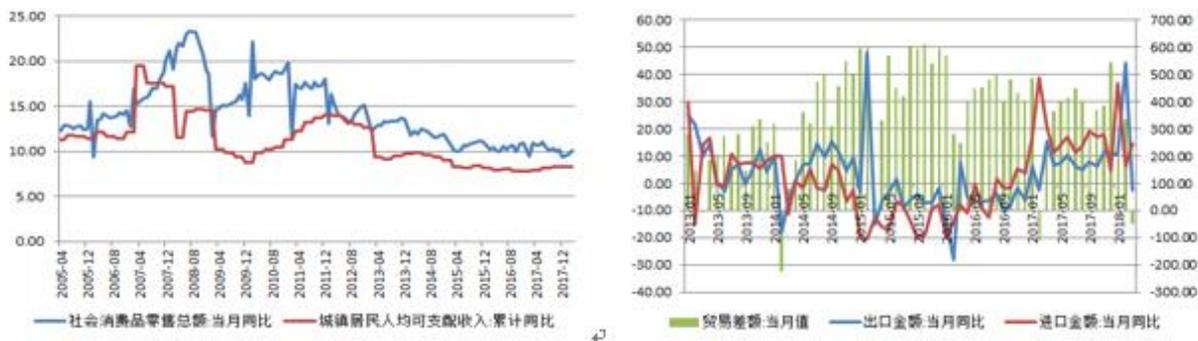
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



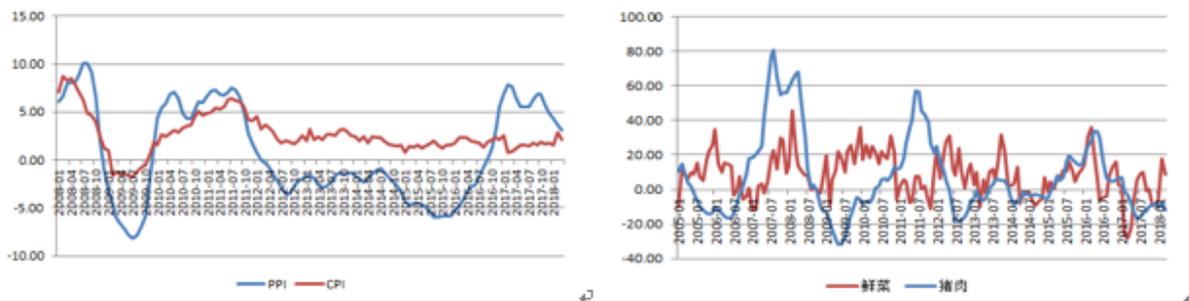
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



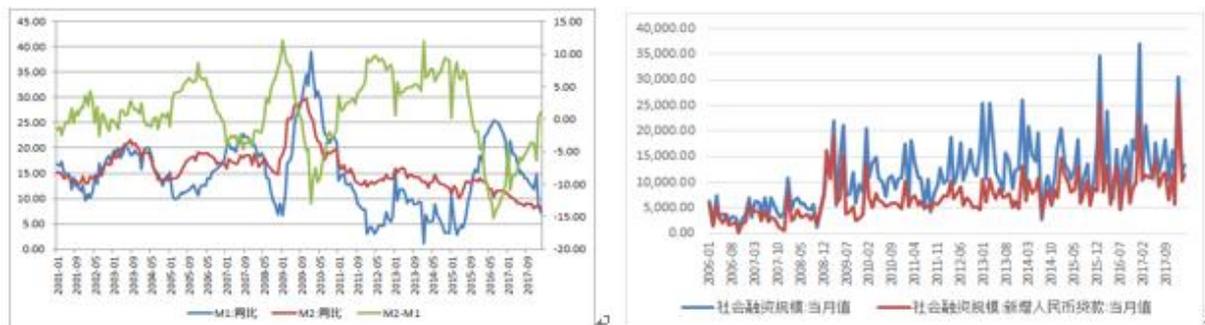
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

4月17日央行公布25日定向降准1%置换到期的MLF净投放约4000亿元,央行超预期以长周期低成本资金来置换1年期高成本(MLF操作利率为3.3%)资金,显示其边际宽松维稳资

金面未来预期的意图，且在中美贸易战较为激烈的时点公布定向降准，可能也是考虑到贸易战对未来经济带来的不利影响；4月27日市场等待已久的资管新规落地，相较于去年11月公布的征求意见稿，新规过渡期延长至2020年底且净值化管理标准放宽，整体看公布的新规略偏温和，相较于去年和今年一月份的严监管，其后监管政策可能存在边际好转；货币政策和监管政策边际上好转。

### 3.3 资金利率：4月资金利率先下后上，5月资金或先趋松后趋紧

4月上旬和中旬资金面整体偏宽松，从4月下旬进入缴税期后资金面偏紧，主要原因一是央行虽进行定向降准1%来置换到期MLF，净投放4000亿元从而在公开市场上开始净回笼资金，二是央行降准后市场预期未来资金面好转而进行加杠杆操作令资金需求增加，三是临近月末和五一假期的时点效应。从质押式回购利率来看，隔夜下行64bp至2.80%，7天下行114bp至3.05%，14天下行109bp至4.10%，1M下行37bp至4.50%；从shibor利率变动来看，月度隔夜上行13bp至2.82%，7天上行5bp至2.97%，14天下行1bp至3.87%，1M下行39bp至3.90%，3M下行45bp至4.01%。4月份有8400亿元逆回购操作到期，央行进行7600亿元投放，净回笼800亿元，4月份有3675亿元MLF到期，央行进行3675亿元MLF投放进等量对冲，4月份有800亿元国库现金定存到期，央行进行了800亿元国库现金定存，5月公开市场有7225亿元资金量到期，其中包括3925亿元1年期MLF到期和1200亿元国库现金定存到期，到期压力较大，预计央行会进行投放来对冲到期的资金量，5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。