

5 月期债整体偏强震荡, 6 月或先扬后抑

兴证期货·研发中心

2018 年 6 月 4 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

内容提要

● 行情回顾

5 月期债先抑后扬, 其中 5 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.08% 收于 97.715 元, 10 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.30% 收于 94.76 元; 主要影响因素包括公布的经济数据好坏不一, 市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空, 叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破 3%, 令期债前半个月整体上偏弱震荡; 下半个月虽然贸易战谈判结果有限, 但期债在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破 3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下出现大幅上涨后有所回落, 整体上看期债震荡走高, 国债期货和现券收益率由陡走平。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看, 公布的 5 月官方和财新 PMI 高于预期, 经济目前仍呈现韧性, 但中美贸易仍有摩擦; 从政策面看, 流动性风险管理办法新规落地, 较征求意见稿有所宽松, 关注央行对 6 月到期 MLF 的操作, 美联储 6 月大概率加息, 关注届时央行操作; 从资金面看, 6 月资金面面临美联储加息和年中考核时点, 资金利率上行压力较大, 预计央行会进行对冲来维稳资金面; 从供给端看, 6 月利率债供给规模或增加; 从需求端看, 5 月国债需求相对不高。6 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：一级市场需求相对不高，国债发行规模增加

2018年5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30972.37亿元，较上月增加6858.51亿元，其中地方债供给规模为3552.57亿元，较上月增加534.69亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3450.9亿元，较上月增加199.9亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数约为2倍，配置需求相对不高；同业存单供给规模为20274.6亿元，较上月增加6171.4亿元，且同业存单发行利率出现较大幅度的上行，截止5月31日，1个月同业存单发行利率为4.5735%，3个月同业存单发行利率为4.6215%，6个月同业存单发行利率为4.6133%，分别较上月底变动39.44bp、36.44bp和42.03bp；政策性银行债供给规模为3694.3亿元，较上月减少47.48亿元，发行利率低于二级市场收益率且关键期限投标倍数超过3倍，需求相对较高。

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

5月主要期限国债收益率短升长降，其中1年期收益率上行15bp，5年期收益率上行17bp至3.44%，10年期收益率下行1bp至3.61%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约16bp，10-5年利差走平约18bp。5月主要期限国债收益率冲高后回落，主要影响因素是公布的经济数据好坏不一，市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空，叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破3%，令现券收益率冲高；下半个月虽然贸易战谈判结果有限，但在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下现券收益率较大幅回落，现券收益率由陡走平，从月度数据来看，1Y期上行15bp至3.15%，3Y期上行11bp至3.30%，5Y期上行17bp至3.44%，7Y期下行3bp至3.60%，10Y期下行1bp至3.61%，15Y期下行2bp至3.89%，20Y期下行2bp至3.93%。

图 2：5 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

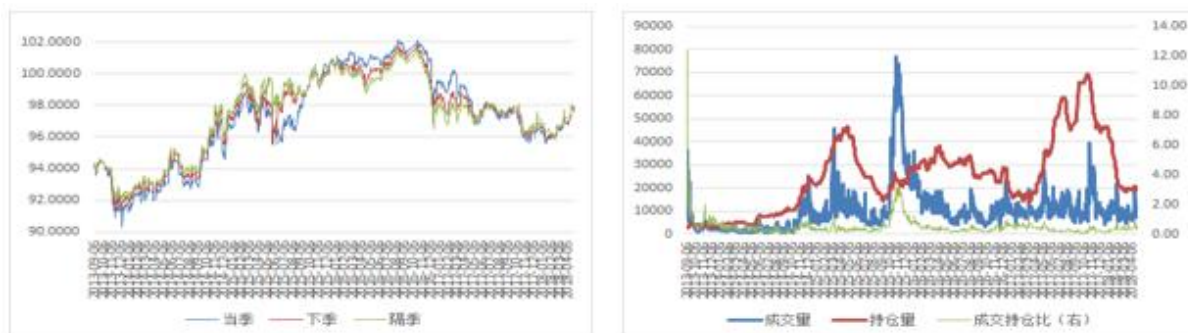
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬，整体偏强震荡

截止到 5 月 31 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1806 收于 97.74 元，月涨 0.05 或 0.05%；主力合约 TF1809 收于 97.715 元，月涨 0.08 或 0.08%；隔季合约 TF1812 收于 97.80 元，月涨-0.105 或-0.25%；成交方面，主力合约 TF1809 成交量日均 4089 手，三个合约日均成交 9183 手；持仓方面截止到 5 月 31 日，主力合约 TF1809 持仓量为 13704 手，三个合约持仓达到 14213 手，较上月底减少 5047 手。十年期国债期货近交割月合约 T1806 收于 94.86 元，月涨 0.315 或 0.38%；主力合约 TF1809 收于 94.76 元，月涨 0.32 或 0.30%；隔季合约 T1812 收于 94.86 元，月涨 0.35 或 0.32%；成交方面，主力合约 T1809 成交量日均 18289 手，三个合约日均成交 37245 手；持仓方面截止到 5 月 31 日，主力合约 T1809 持仓量为 45353 手，三个合约持仓达到 50326 手，较上月底增加 4808 手。

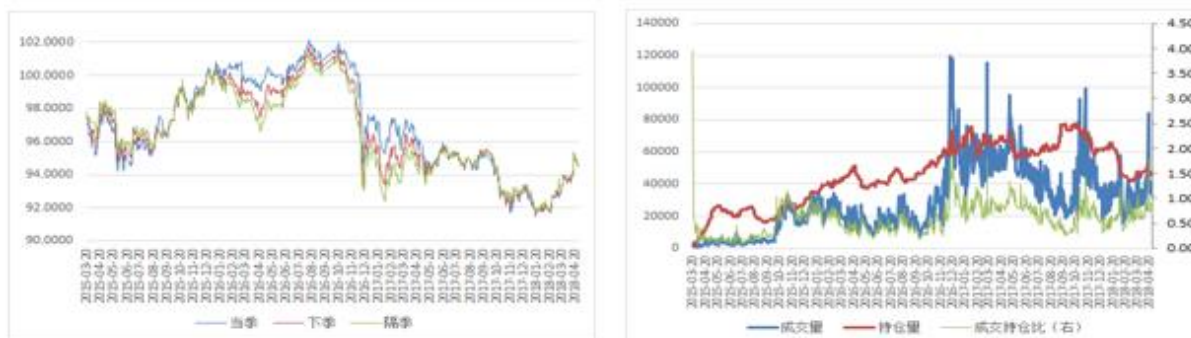
5 月期债先抑后扬，主要影响因素是公布的经济数据好坏不一，其中 PMI、工业增加值和 PPI 数据高于预期，而投资、消费和 CPI 数据低于预期，市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空，叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破 3%，令期债前半个月整体上偏弱震荡；下半个月虽然贸易战谈判结果有限，但期债在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破 3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下出现大幅上涨后有所回落，整体上看期债震荡走高，国债期货和现券收益率由陡走平。

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

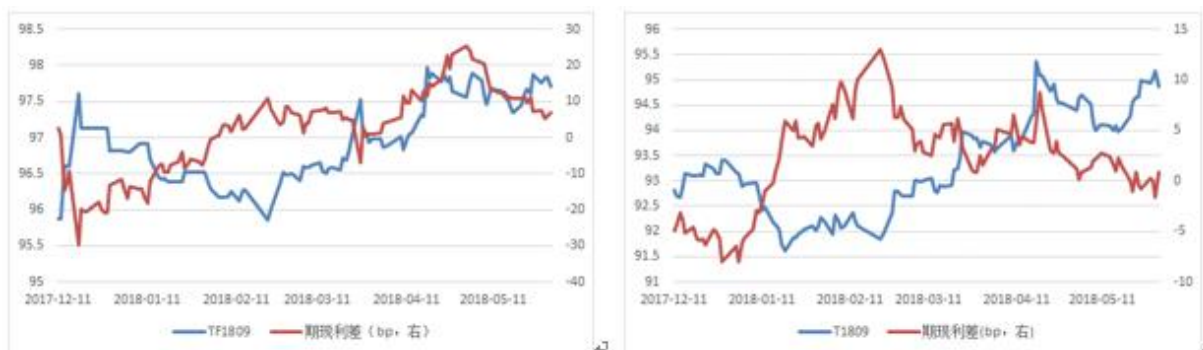


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差下行

从 5 月份的期现利差来看, 5 月前期国债期货价格震荡走高, 现券收益率震荡上行, 5 年期债走势强于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1809 的期现利差由 20bp 左右大幅下行至 5.8bp 左右, 合约 T1809 的期现利差由 2.3bp 震荡回落至 0.9bp。

图 5: TF1809 结算价与期现利差&T1809 结算价与期现利差

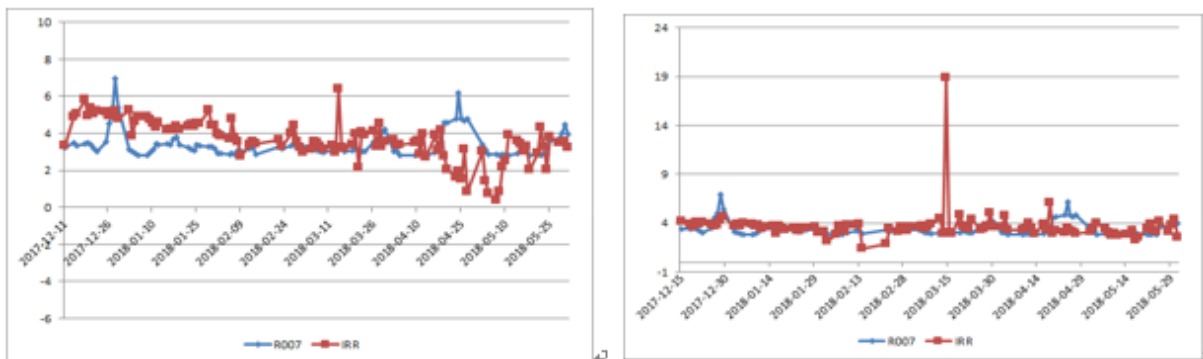


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 5 月份 TF1809 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡小幅走高, 而 R007 震荡上行, 在 5 月下旬 TF1809 合约存在一定的正套机会; 从 5 月份主力合约 T1809 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡走高, 而 R007 震荡上行, 在 5 月下旬 T1809 合约存在一定的正向期现套利机会。

图 6: TF1809 活跃 CTD 券 IRR&T1809 活跃 CTD 券 IRR

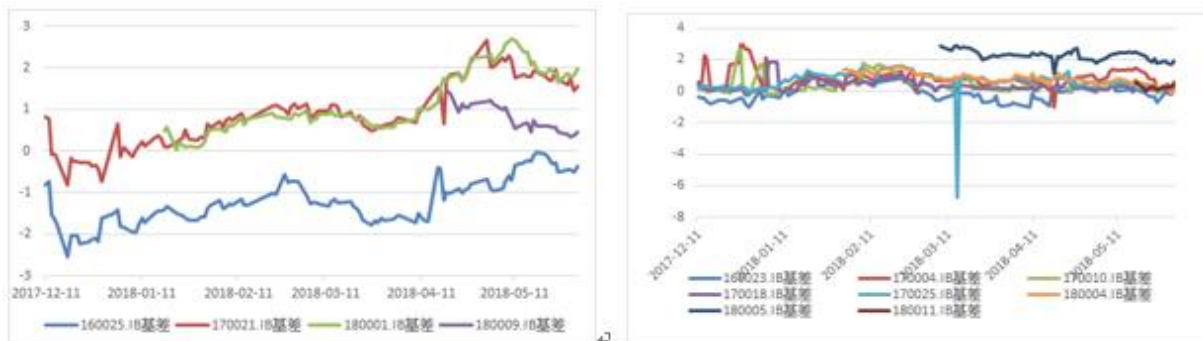


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1809 合约的活跃券 160025.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差, 170021.IB、180001.IB 和 180009.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1806 合约的活跃券 160023.IB、170010.IB、170018.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差, 170004.IB、170025.IB、180004.IB、180005.IB 和 180011.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差。

图 7: TF1809 活跃券基差走势&T1809 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 5 月前两周, 国债期货处于移仓换月阶段, 五年期国债期货价差先负向走扩后收窄, 推荐的多下季空当季合约策略盈利; 十年期国债期货价差由负转正, 后正向窄幅波动, 推荐的多下季空当季合约策略略有亏损。

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 5 月中国官方制造业 PMI 为 51.9%, 较上月上行 0.5%, 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 54.1%和 53.8%, 分别比上月上行 1.0%和 0.9%, 新订单指数上升较明显, 需求仍较强, 新出口订单指数和进口指数为 51.2%和 50.9%, 比上月上行 0.5%和 0.7%, 出口目前来看受到中美贸易战的影响较小, 原材料购进价格为 56.7%,

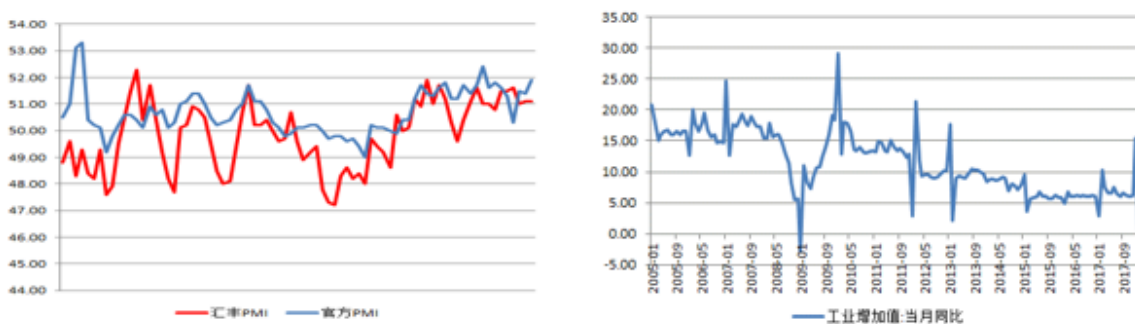
较上月大幅上行 3.7%，可能与原油价格上升有关。5 月财新制造业 PMI 为 51.1%，持平于上月，略高于市场预期，从已经公布的数据来看，5 月官方 PMI 和财新 PMI 均高于预期，经济目前看仍有韧性。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 4 月止升回落 0.1% 至 10.3%，商品房销售面积增速大幅放缓 2.3% 至 1.3%，房地产开发增速止升开始回落，前期土地增值费增速影响减弱，目前房地产调控政策仍严，预计房地产投资会继续回落；4 月份基建投资增速维持 0%，基建增速维持低位；4 月份制造业投资增速止跌回升 1.0% 至 4.8%；消费增速下行 0.7% 至 9.4%，消费增速小幅走弱；出口增速上升 15.5% 至 12.7%，进口增速回升 7.1% 至 21.5%，贸易顺差由负转正。

通胀方面，4 月份 CPI 较上月下行 0.3% 至 1.8%，略低于市场预期，主要是猪肉价格和蔬菜价格出现较大幅回落，PPI 较上月上行 0.3% 至 3.4%，蔬菜价格增速正向继续小幅回落 0.6% 至 8.2%，猪肉价格下行速度加快 4.1% 至 -16.1%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 5 月 PPI 同比增速或继续回升，5 月 CPI 同比或小幅上行。

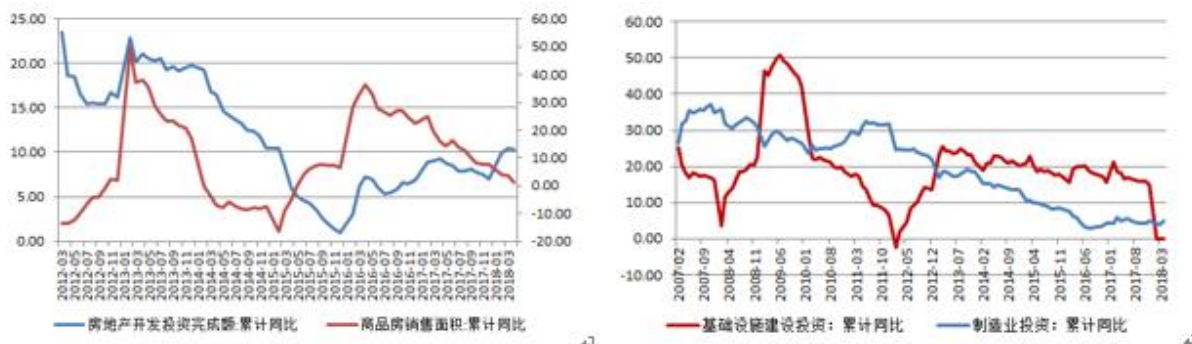
2018 年 4 月新增贷款 10987.35 亿元，较上月减少约 437.22 亿元，企业债融资为 3776.13 亿元，较上月增加约 259.39 亿元，企业债发行小幅增加，委托贷款为 -1481.28 亿元，较上月少减少 368.5 亿元，信托贷款为 -94.22 亿元，较上月少减少 262.68 亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响而减少，银行承兑汇票较上月大幅上行 1776.19 亿元，因委托贷款和信托贷款持续减少导致市场转而通过银行承兑汇票来融资；M2 同比为 8.3%，较上月上升 0.1%，今年 M2 增速或继续出现止跌企稳的走势，M1 较上月上行 0.1% 至 7.2%，导致 M1-M2 的剪刀差维持不变。预计 5 月社融增速或小幅下滑，新增人民币贷款或小幅下滑，M2 增速或继续企稳。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



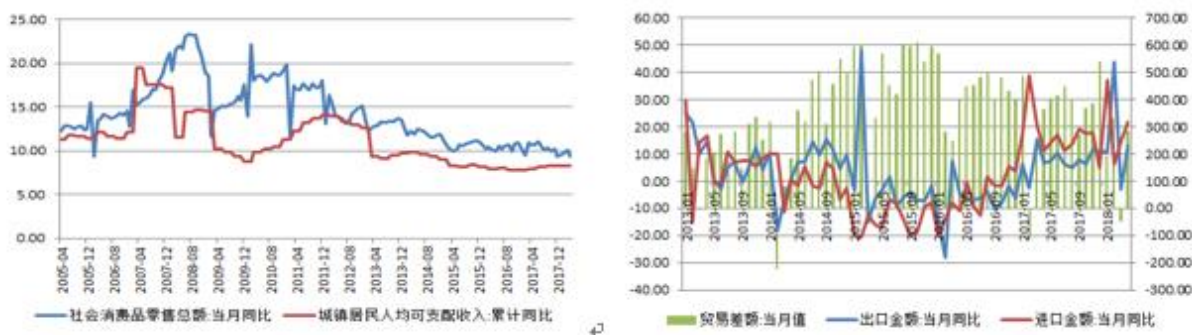
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



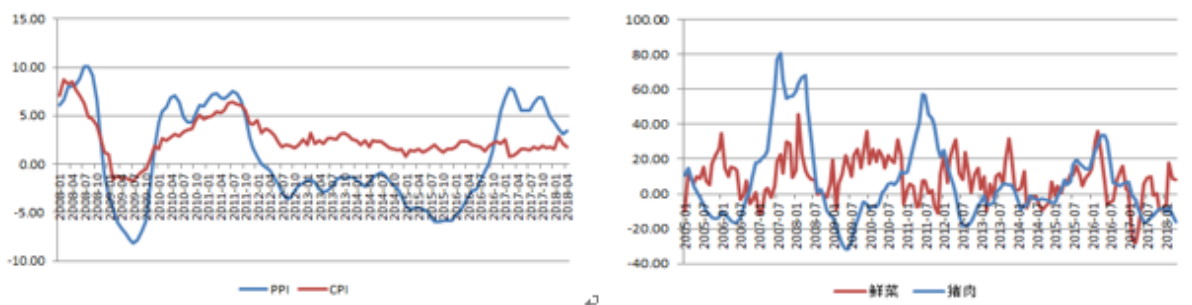
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



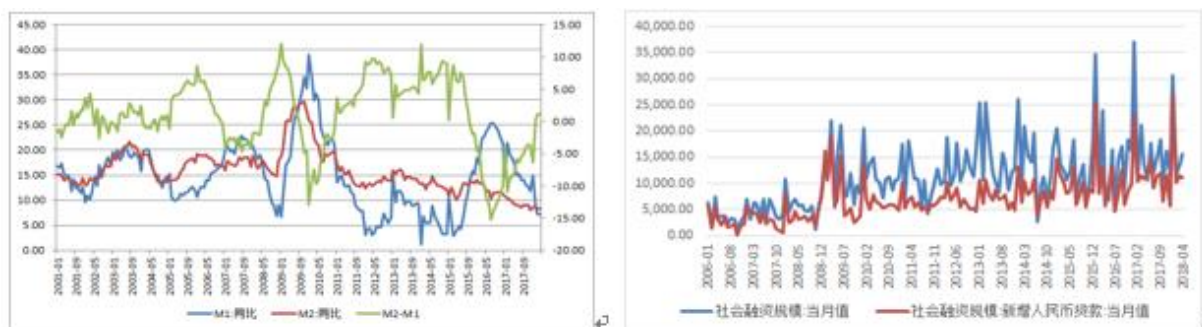
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

央行在 5 月 25 日公布《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长, 整体看公布的新规略偏温和, 监管政策边际继续好转, 同时央行在 6 月 1 日公布扩大 MLF 担保品范围, 新纳入的担保品主要包括符合普惠金融的小微企业、绿色和三农金融债及其贷款, 另外还加入中低评级信用债, 可以看出政策面引导资金流向普惠金融领域和缓解近期因违约导致的信用债市场压力, 同时公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》, 其中对货基 T+0 赎回进行一定的约束, 对货币基金延续监管, 利于机构负债端成本的降低。

3.3 资金利率: 5 月资金面先趋松后趋紧, 6 月资金利率可能有上行压力

5 月在月中缴税和月末时点资金利率承压上行外, 其他时间资金面整体偏宽松。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 55bp 至 3.35%, 7 天上行 92bp 至 3.97%, 14 天上行 28bp 至 4.38%, 1M 下行 55bp 至 3.95%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 1bp 至 2.83%, 7 天下行 7bp 至 2.90%, 14 天下行 13bp 至 3.74%, 1M 上行 1bp 至 3.91%, 3M 上行 32bp 至 4.33%。5 月份有 12500 亿元逆回购操作到期, 央行进行 18800 亿元投放, 净投放 6300 亿元, 5 月份有 3925 亿元 MLF 到期, 央行进行 1560 亿元 MLF 投放, 由于前期定向降准置换了 2365 亿元的 MLF, 故央行对 MLF 进行等量对冲, 5 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, 中标利率上行 13bp, 6 月公开市场有 14680 亿元资金量到期, 其中包括 4980 亿元 1 年期 MLF 到期和 500 亿元国库现金定存到期, 到期压力较大, 央行可能会进行定向降准来对冲到期的 MLF, 且临近半年考核时点, 预计资金面在月中和月末有上行压力。

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

3.4 期债市场展望: 6 月期债或先扬后抑

从经济基本面来看, 公布的 5 月官方和财新 PMI 高于预期, 经济目前仍呈现韧性, 但中美贸易仍有摩擦; 从政策面看, 流动性风险管理新规落地, 较征求意见稿有所宽松, 关注央行对 6 月到期 MLF 的操作, 美联储 6 月大概率加息, 关注届时央行操作; 从资金面看, 6 月资金面面临美联储加息和年中考核时点, 资金利率上行压力较大, 预计央行会进行对冲来维稳资金面; 从供给端看, 6 月利率债供给规模或增加; 从需求端看, 5 月国债需求相对不高。6 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。

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。