



悲观预期逐渐修正， 期债短期面临回调 ——国债期货投资策略周报

一德期权部 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

核心观点摘要

- 期货市场，上周国债期货高位回调。TF1806 和 T1806 周累计分别收跌 0.20% 和 0.71%，收于 97.775 和 94.10。从期货对应的远期收益率来看，TF1806 表现强于 T1806，周内上行 5BP，T1806 周内上行 8BP。周内 06 合约持仓下滑加速，09 合约增仓加速，显示主力移仓加快。
- 上周央行公开市场投放 1300 亿流动性，当周到期 2700 亿，净回笼 1400 亿流动性。资金面延续宽松，R001 加权平均利率收于 2.49% (-10BP)，R007 加权平均利率收于 2.79% (-7BP)。DR001 加权平均利率收于 2.45% (-8BP)，DR007 加权平均利率收于 2.69% (-1BP)。
- 现券市场，上周利率债净供给 1892 亿。从发行招标结果看，市场需求较前一周有所改善，短久期债券需求好于长久期债券需求。二级市场，短债表现好于长债，一年期国债收益率下行 1BP 至 2.93%，一年期国开债收益率收上行 5BP 至 3.74%。十年期国债和国开债收益率上行 5BP 和 10P，收于 3.68% 和 4.50%，五年期国债和国开周内上行 13BP 和 8BP 至 3.38% 和 4.37%。国债 10Y-1Y 走扩 6BP 至 75BP，10Y-5Y 走缩 8BP 至 30BP；国开 10Y-1Y 走扩 5BP 至 86BP，10Y-5Y 走扩 2BP 至 13BP。
- 上周初在及超预期好的贸易数据影响下，期债高位回调，而随后公布的 CPI 同比增速不及预期令期债走势陷入纠结。周五公布的 4 月金融数据显示，表外融资继续收缩致社融继续回落，但信贷增速平稳，结构上较前期一致，超出市场预期。此外，近期高频显示下游需求没有出现大规模的回落，说明经济韧性仍在。
- 5 月 11 日，央行发布一季度货币政策执行报告。尽管央行对货币政策仍然表态稳健中性，但有几个细节值得注意：一是强调“稳杠杆”而非“去杠杆”，“把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡”，或意味着 2018 年流动性较 2017 年更为平稳；二是利率调控方面肯定了利率走廊机制和商业银行建立行内统一的 FTP 曲线，未来价格型信号重要性加强；三是金融监管仍将继续推进。
- 消息面上，自 4 月开始市场上不断爆出信用违约事件令市场人心惶惶，截至上周今年债市已出现 18 例债券违约。今年以来的违约事件并非盈利恶化导致现金流问题，而是再融资压力导致现金流萎缩。在监管层严格管控融资渠道的背景下，类似违约事件可能继续爆发，届时广义基金抛售流动性好的利率债以缓解流动性压力的故技或会重施。此外，5 月 8 日财政 61 号文的发布，或预示着近期地方债发行的加快。而二三季度本身就是利率债供给高峰，叠加今年前 4 月利率债发行较缓慢，后期供给冲击不容忽视。
- 综上所述，我们认为短期内经济增长的悲观预期在逐渐修正，而债券供给和信用违约的风险在不断加大，货币政策维持稳健中性基调下，短期内期债面临高位回落风险，单边操作建议逢高沽空。
- 跨品种方面，自 4 月央行降准以来，国债期限利差大幅走扩，带动国债期货期限利差

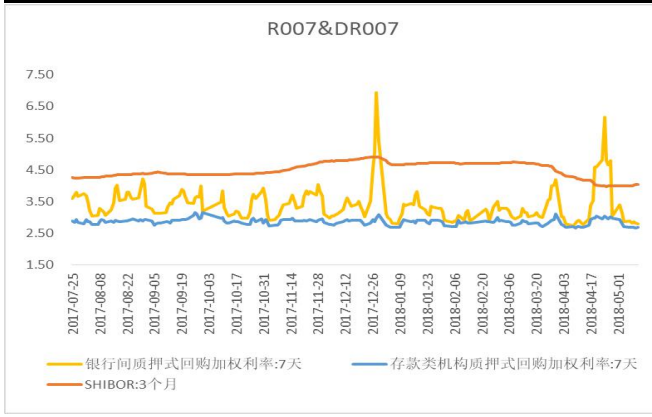
走扩。上周做陡策略表现出色，期货 10 年-5 年向现券期限利差修复，周内从 18BP 走扩至 23BP。但同时我们关注到现券五债走弱导致现券 10-5 利差自周初 38BP 收缩至当前 30BP。考虑下周公开市场到期量增加和税期影响，资金面出现收紧导致五债上行压力较大影响。我们倾向于在目前 TF1806 升水现货较高位置，先平 TF 再平 T 合约离场。

- ▶ 跨期套利方面，按照历史经验，临近交割月是跨期价差出现趋势的窗口，而价差的走向与当季合约主力移仓意愿关系密切。而需要注意的是，由于剔除旧券的规则将在 1812 合约上实施，因此本可用于 1806 和 1809 合约交割券有可能不是 1812 的交割券，因此 1806 合约多头在 5 月平仓离场的可能性较大，这会导致 1806-1809 合约价差进一步走弱，可考虑空 06 多 09 套利。但同样原因，部分多头可能不再展仓至 09 合约，由此跨期价差 09-06 价差走扩可能空间不及以往移仓换月策略收益，因此该策略注意止盈。

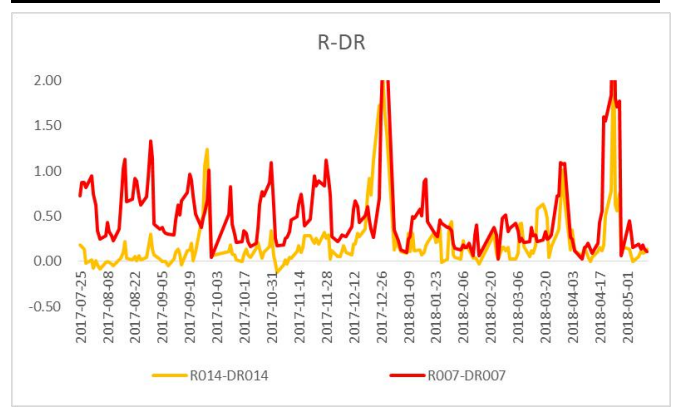
上周走势回顾

1、货币市场

银行间质押式回购利率 (%)



银行与非银机构质押式回购利差 (%)

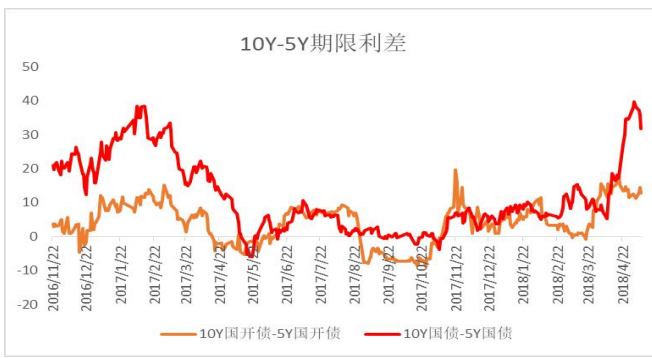


2、现券市场

表2 债券收益率变化

期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.9305	-0.67	-27.87	3.7412	5.39	-0.79
3Y	3.2063	-2.37	-20.42	4.2492	6.83	-2.5
5Y	3.3805	13	-17.92	4.3745	8.47	-5.68
7Y	3.6477	2.26	-6.73	4.5891	4.02	-6.68
10Y	3.6882	5.63	-2.27	4.5077	10.61	-4.95
期限	AAA企业债			AA企业债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	4.4433	0.44	-6.49	4.9933	3.44	1.51
3Y	4.7123	6.12	1.96	5.3123	7.12	9.96
5Y	4.8988	8.34	-5.39	5.5488	8.34	2.61
7Y	5.0314	10.35	-3.65	5.7514	12.35	8.35
10Y	5.1216	13.57	-9.32	5.8316	14.57	1.68

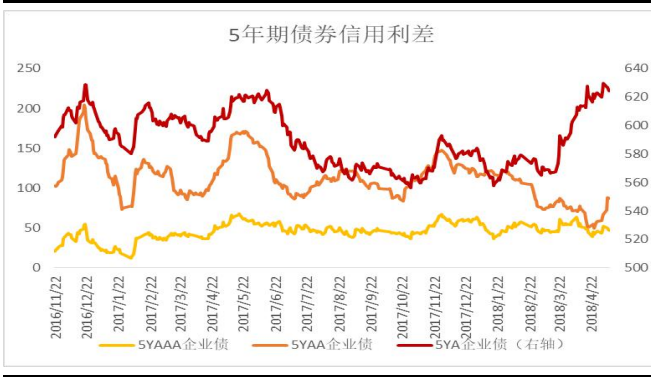
期限利差 10Y-5Y (BP)



期限利差 10Y-1Y (BP)



5 年期债券信用利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

3 年期债券信用利差 (BP)



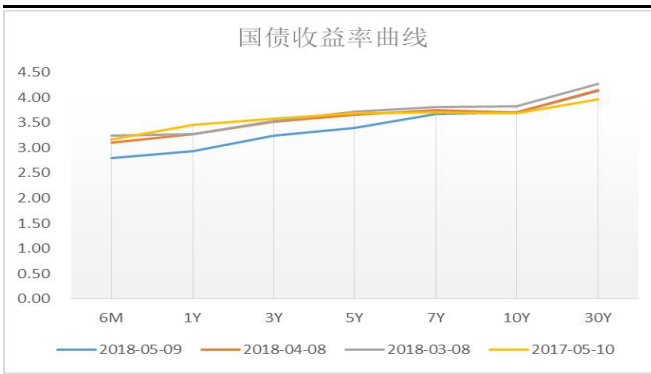
资料来源: wind, 一德期权部

3、期货行情

表3 期货行情回顾

合约	最新收盘价 (元)	周内涨跌幅 (%)	周成交量 (手)	成交变化 (手)	最新持仓量 (手)	持仓变化 (手)
TF1803	97.775	-0.20%	48677	4524	10381	-5624
TF1806	97.680	-0.21%	9892	7375	7799	5234
TF1809	97.550	-0.50%	9	9	23	-2
T1803	94.100	-0.71%	167496	8644	27751	-12104
T1806	94.115	-0.70%	30620	22604	15629	9219
T1809	94.325	-0.40%	38	-6	60	5

国债收益率曲线 (%)



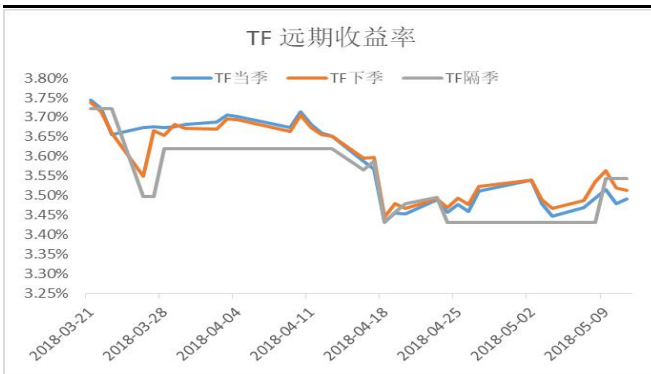
资料来源: wind, 一德期权部

国债期货持仓变化 (%)



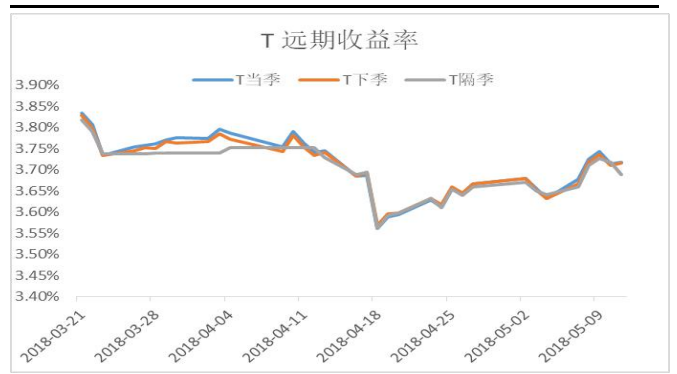
资料来源: wind, 一德期权部

国债收益率曲线 (%)



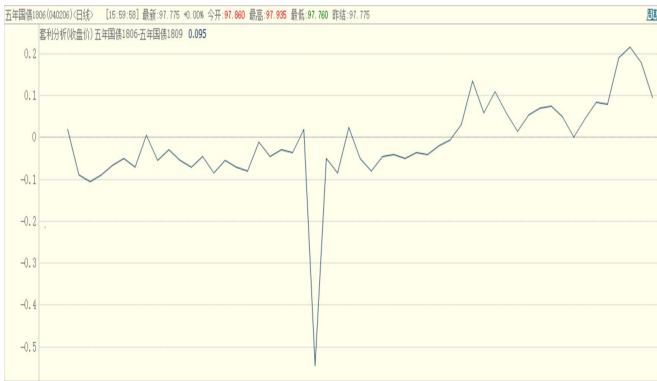
资料来源: wind, 一德期权部

国债期货持仓变化 (%)



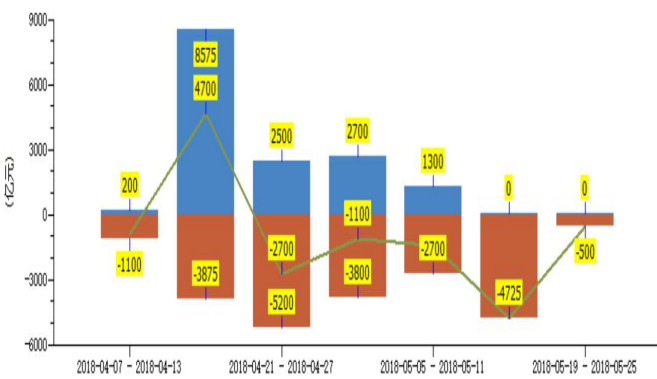
资料来源: wind, 一德期权部

五年期国债期货跨期价差（元）



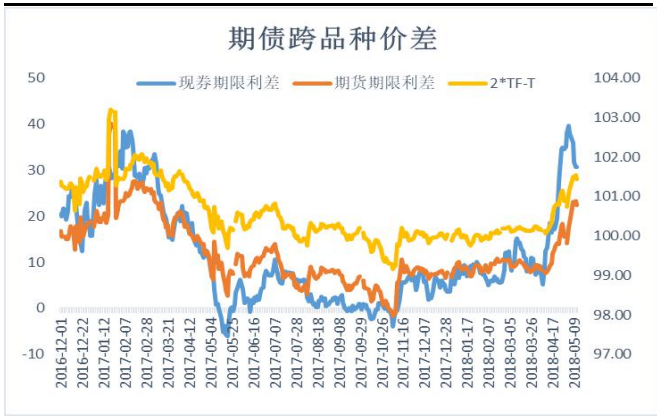
资料来源：博弈大师

周度货币投放与回笼（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

跨品种套利（元）



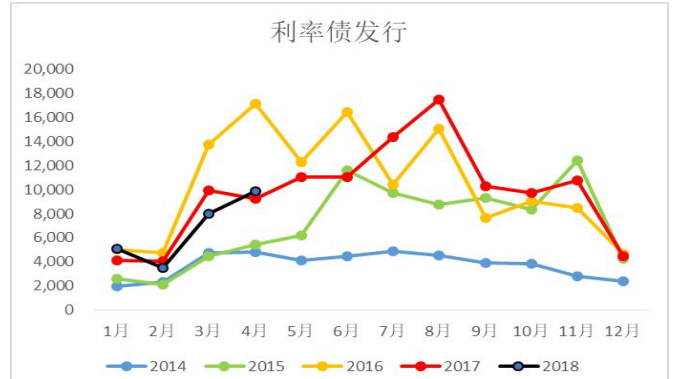
资料来源：wind，一德期权部

十年期国债期货跨期价差（元）



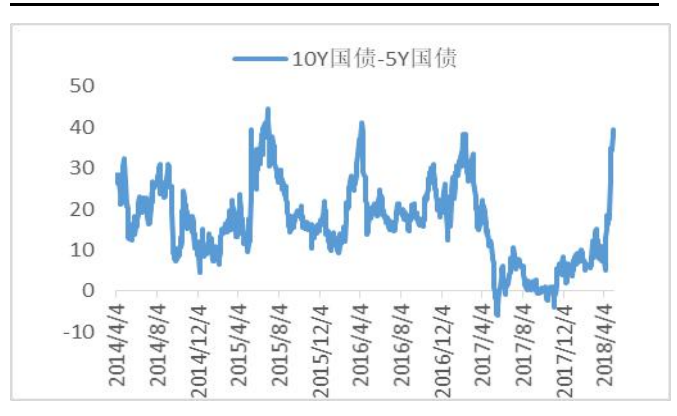
资料来源：博弈大师

债券发行量（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

国债期货 10-5 期限利差（%）



资料来源：wind，一德期权部

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300191
天津市南开区水上公园路水云花园C19号
Tel: 022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel: 0535-2163353/2169678