



货币政策分歧加大， 国债期货易跌难涨 ——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

核心观点摘要

- 期货市场，上周国债期货走势先抑后扬，前四个交易日主因降准预期下降，周五进出口数据超预期国债期货拉涨。TF1809 和 T1809 周累计分别下跌 0.21% 和 0.17%，收于 97.540 和 94.81。周内 TF1809 合约持仓量增加 3023 手，成交量增加 2256 手；T1809 合约持仓量增加 437 手，成交量减少 20643 手。
- 资金面，上周资金面整体宽松。6 日央行开展了 4630 亿 MLF 操作，对冲当天到期的 2595 亿 MLF 以及 1800 亿逆回购后仍有余额，被市场解读为短期降准概率下降。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.60% (-29BP)，R007 加权平均利率收于 2.88% (-40BP)。DR001 加权平均利率收于 2.55% (-25BP)，DR007 加权平均利率收于 2.71% (-23BP)。
- 现券市场，受资金面宽松、美债收益率回落、利率债发行量下降和工业品疲软影响，上周债市反弹。一年期国债收益率上行 5BP 至 3.21%，一年期国开债收益率下行 1BP 至 3.87%。十年期国债和国开债收益率上行 2.5BP 和 3BP，收于 3.64% 和 4.45%，五年期国债和国开周内上行 2BP 和 2BP 至 3.46% 和 4.36%。国债 10Y-1Y 走缩 2BP 至 43BP，10Y-5Y 走缩 1BP 至 20BP；国开 10Y-1Y 走扩 3BP 至 57BP，10Y-5Y 走扩 1BP 至 8BP。
- **6 月还会降准吗？** 6 月 6 日央行开展 MLF 操作 4630 亿元，对冲到期后 MLF 余额新增 2035 亿元，市场预期的降准落空。本次 MLF 操作还有一个前奏，就是 6 月 1 日，央行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，新纳入中期借贷便利担保品范围的有：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款。**目前市场对降准的争议性仍然很大。近期融资难和融资贵的问题再度显现，21 世纪报 5 日刊登民间融资成本飙升至 20%，6 日中证报头版“防止信用违约走向恶性循环”，从这个角度看宏观流动性进一步宽松是必要的。6 月缴准、季末 MPA 考核、CDR 上市、美联储加息等，资金面压力不是超额续作 2000 多亿的 MLF 就能覆盖的，如果不降准弥补资金缺口，逆回购投放的概率是很大的。而实际上我们关注的不是流动性呵护的方式，而是到底会不会出现超额投放的资金。（在监管态度如此坚决的今年，我们认为还是不要有这样的奢望。）**
- **基本面看，中观数据有走弱迹象。** 5 月 CPI 同比增 1.8%，处于较低水平；PPI 同比回升，结构上上游行业价格偏强，未来几个月在基数和宏观需求回落影响下预计 PPI 同比回落。高频数据看，上周螺纹钢库存继续去化但降速放缓，热卷总库存微增，发电耗煤量高位回落，钢铁、煤炭和化工开工率高位，后期继续跟踪。
- **风险偏好下行机构就会增配利率债吗？** 目前信用利差持续走扩，信用债配置价值凸显，部分机构甚至认为政策不进行缓和下半年会出现新一轮违约潮，导致配置机构不敢增配信用债。市场有观点认为，风险偏好下行银行就会增配利率债，对此笔者持谨慎态度。从近期短期限的同业存单发行利率和 3 个月拆借利率可见，负债压力仍将会限制银行配

债规模。

- **下周美联储加息央行会跟吗？** 目前央行公开市场操作逆回购 7 天、14 天和 28 天、63 天利率分别为 2.55%、2.70%、2.85% 和 2.95%，与同期限市场利率仍有较大空间，小幅上调 5 或 10BP 的操作性较大，一方面减小政策利率和市场利率的差距，一方面抬升利率波动底部。按照十年期国债最廉交割券上行 5BP 或 10BP 分别计算 T1809 价格为 93.88 和 94.29。操作可参考之作为周内支撑位。
- 曲线形态上，目前 10-1 国债继续收窄，10-1 国开小幅走扩，但二者均处于历史低位，显示市场对基本面走弱的预期。中期看基本面下行的压力不断加大，可以逢低布局多单。但短期基本面稳定，资金面压力和利率债供给压力不断增大，期债易跌难涨。操作上建议短期做空为主。

上周走势回顾

1、货币市场

货币市场周度变化

货币市场	指标	最新价	前一周	变化 (BP)	指标	最新价	前一周	变化 (BP)
回购市场（银行间）	R001加权	2.6042	2.9005	29.63	DR001加权	2.5490	2.7979	24.89
	R007加权	2.8772	3.2727	39.55	DR007加权	2.7085	2.9415	23.30
	R014加权	3.2693	3.7020	43.27	DR014加权	3.1838	3.6291	44.53
	R021加权	4.2850	4.5282	24.32	DR021加权	3.2655	3.8000	53.45
	R1M加权	5.0487	4.4918	55.69	DR1M加权	4.6888	3.8449	84.39
	R2M加权	5.0988	4.8637	23.51	DR2M加权	4.7758	4.2731	50.27
	R3M加权	4.9500	4.8456	10.44	DR3M加权	-	-	-
	R4M加权	4.4331	-	-	DR4M加权	4.6200	-	-
	R6M加权	-	-	-	DR6M加权	-	-	-
	R9M加权	-	-	-	DR9M加权	-	-	-
	R1Y加权	4.6500	-	-	DR1Y加权	-	-	-
回购市场（交易所市场）	GC001加权	3.0198	4.3028	128.30	R-001: 加权平均	3.0028	3.9894	98.66
	GC002加权	2.9503	4.2881	133.78	R-002: 加权平均	2.8640	3.6481	78.41
	GC003加权	2.9241	3.8841	96.00	R-003: 加权平均	2.8599	3.6077	74.78
	GC004加权	2.9984	3.7468	74.84	R-004: 加权平均	2.9360	3.5055	56.95
	GC007加权	3.3540	3.6441	29.01	R-007: 加权平均	3.3741	3.6267	25.26
	GC014加权	3.5648	3.6336	6.88	R-014: 加权平均	3.5175	3.6205	10.30
	GC028加权	4.5929	4.1972	39.57	R-028: 加权平均	4.4427	4.2514	19.13
	GC091加权	3.9991	3.8169	18.22	R-091: 加权平均	3.7119	3.7860	7.41
	GC182加权	3.9043	3.8002	10.41	R-182: 加权平均	3.6376	3.7483	11.07
	拆借市场	IB0001	2.6025	2.8451	24.26	SHIBOR0/N	2.5630	2.8010
IB0007		3.2078	3.4065	19.87	SHIBOR1W	2.7720	2.8970	12.50
IB0014		3.3425	3.7030	36.05	SHIBOR2W	3.6620	3.7380	7.60
IB0021		3.2000	3.8000	60.00	SHIBOR1M	4.0540	3.9660	8.80
IB01M		0.0000	5.3000	530.00	SHIBOR3M	4.3510	4.3390	1.20
IB02M		4.8222	4.5375	28.47	SHIBOR6M	4.3110	4.3040	0.70
IB03M		5.3619	4.7000	66.19	SHIBOR9M	4.3450	4.3360	0.90
IB04M		4.8000	4.7000	10.00	SHIBOR1Y	4.3970	4.3910	0.60
IB06M		4.7881	-	-				
IB09M		-	-	-				
IB01Y		5.0100	5.0000	1.00				

2、现券市场

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	3.2117	4.98	28.12	3.8745	-0.87	13.33
3Y	3.3858	2.55	17.95	4.2631	2.36	1.39
5Y	3.4563	1.57	7.58	4.3603	2.15	-1.42
7Y	3.6255	2.53	-2.22	4.5284	2.03	-6.07
10Y	3.6453	2.51	-4.29	4.4453	2.73	-6.24

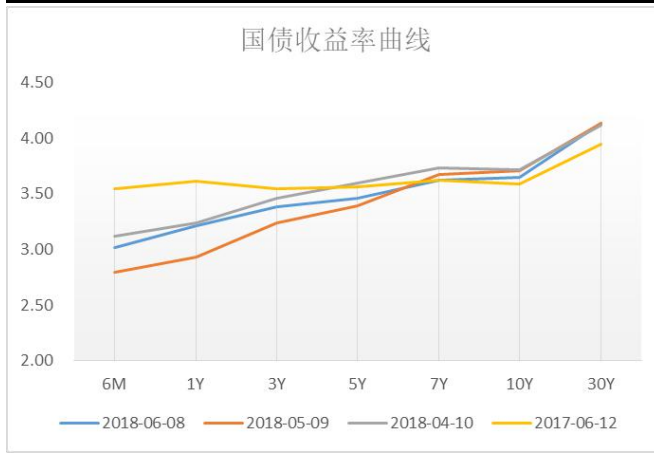
期限	AAA企业债			AA企业债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	4.6437	14.85	20.04	5.4037	19.85	41.04
3Y	4.6915	4.08	-2.08	5.5115	6.08	19.92
5Y	4.7726	2.85	-12.62	5.5826	2.85	3.38
7Y	4.9555	-3.42	-7.59	5.7655	-3.42	1.41
10Y	5.0928	-0.63	-2.88	5.9028	-0.63	7.12

3、期货行情

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)
TF1806	-	-	-	-	-	-
TF1809	97.540	-0.21%	30502	2256	16892	3023
TF1812	97.620	-0.20%	83	-30	197	47
T1806	-	-	-	-	-	-
T1809	94.705	-0.17%	147169	-20643	50712	437
T1812	94.815	-0.14%	550	208	366	62

国债收益率曲线(%)



资料来源：wind，一德研究院

期限利差 10Y-5Y (BP)



资料来源：wind，一德研究院

5年期债券信用利差 (BP)



资料来源：wind，一德研究院

国债期货持仓变化(%)



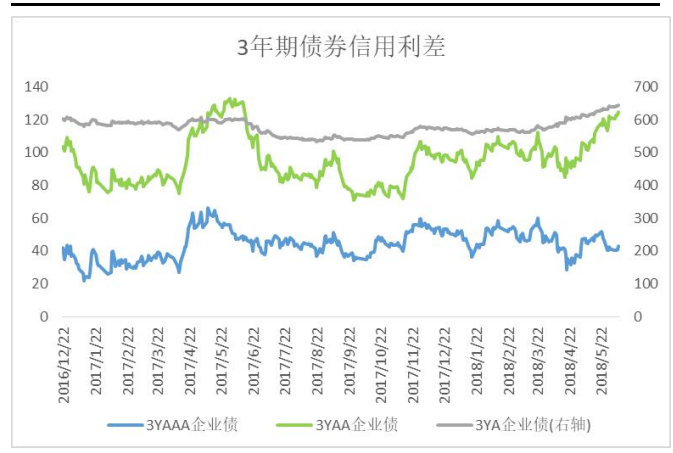
资料来源：wind，一德研究院

期限利差 10Y-1Y (BP)



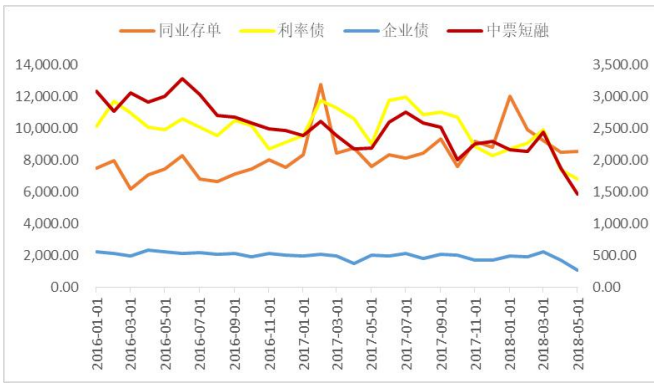
资料来源：wind，一德研究院

3年期债券信用利差 (BP)



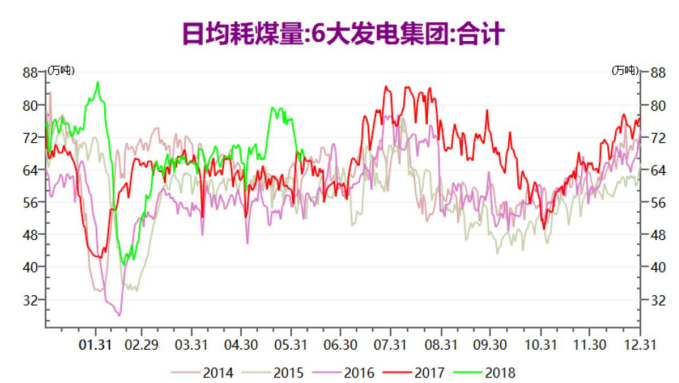
资料来源：wind，一德研究院

债券成交（亿元）



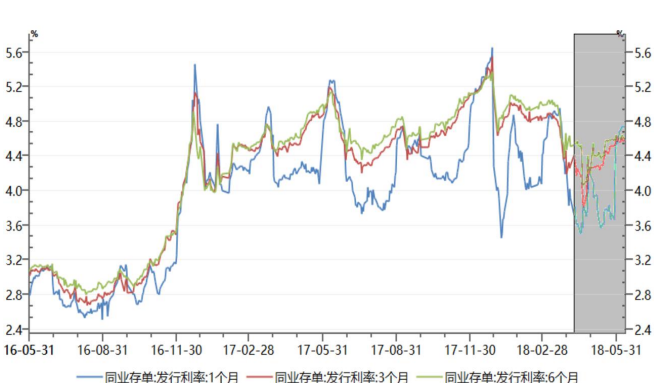
资料来源：wind，一德研究院

6大发电厂日均耗煤量（万吨）



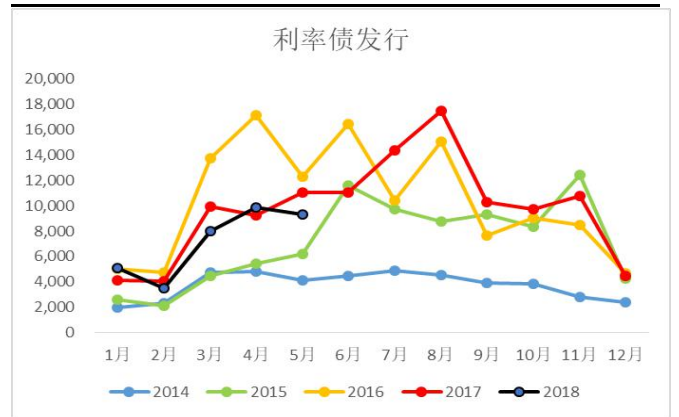
资料来源：wind，一德研究院

同业存单发行利率（%）



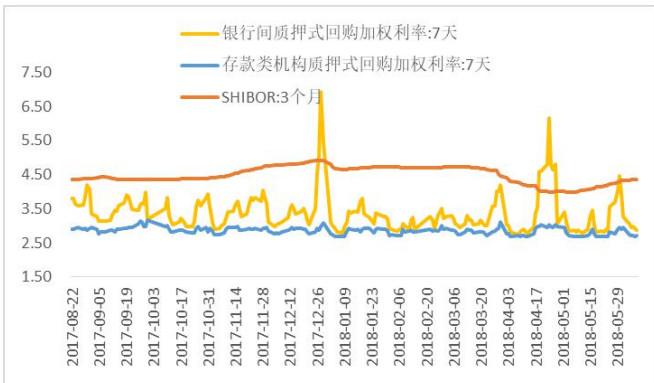
资料来源：wind，一德研究院

债券发行量（亿元）



资料来源：wind，一德研究院

拆借回购利率（%）



资料来源：wind

期限利差监控



资料来源：wind，一德研究院

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