



# 国债期货专题报告

期货研究报告

2014年5月

国债期货

研发中心

刘莹莹

研究员，期货执业证书编号：T189407

liuyy@dxqh.net

## 关注回购利率变化， 期债逢低多单加仓

4月以来，在经济下行压力较大，通胀保持低位，资金面平稳预期加强背景下，市场对降准预期愈发强烈，做多热情高涨，带动期货现货大幅上涨，国债收益率曲线平坦化下移。但由于央行行长周小川表示，目前不会采取大规模刺激政策，同时，4月金融数据亦显示M2超预期反弹至13.2%，降低了全面降准的可能。而10年国债利率已降至4.1%附近，而正购利率保持4%不变，压制了中长端利率进一步下行空间，多头获利回吐，期债显回调迹象。我们认为，虽然全面降准的可能性较低，但由于经济下行压力仍大，央行也一直强调降低实体融资成本，后续定向宽松政策仍然可期。3年央票到期未续再发宽松信号，后期可关注央行回购利率是否下调或净回笼规模是否缩减。操作上建议期债可逢回调多单加仓，支撑93.000。

### 一、经济下行压力仍大，CPI创18个月新低

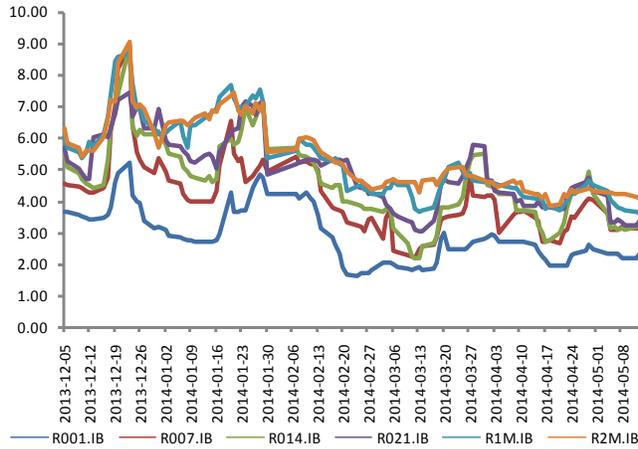
增长方面：4月中采PMI较上月小幅回升0.1至50.4，4月汇丰PMI也较上月回升0.1个至48.1，但季调后汇丰PMI与上月基本持平；4月规模以上工业增加值同比增长8.7%，前值8.8%。1-4月，固定资产投资同比增长17.3%，前值17.6%；房地产开发投资累计同比增长16.4%，前值16.8%。1-4月，社会消费品零售总额同比名义增长11.9%，前值12.2%。数据表现略不及预期，经济下行压力仍大。

在政府微刺激下，经济虽有改善，但效果或有限，经济或难以像去年三季度那样实现快速反弹。目前经济形势已与去年3季度明显不同。首先，当前房地产市场的下行压力明显更大。各项经济数据中，房地产行业继续下行，成为增速回落重灾区。1-4月份，全国房地产开发投资22322亿元，同比名义增长16.4%，增速比1-3月份回落0.4个百分点。由于地产占全社会总投资的1/4，并与许多上下游行业紧密联系，所以其对整个经济增长带来巨大压力。其次，目前表内信贷宽松已很难对冲表外融资的缩减。从去年6月钱荒至今，高利率环境及监管政策持续抑制表外融资扩张，非标规模大幅缩减，实体经济融资需求存在缺口，仅凭表内信贷已很难对冲表外融资的缩减。因此，类似去年3季度的信贷定向宽松已不足以抑制经济增长下滑，后续货币政策或将继续定向宽松。

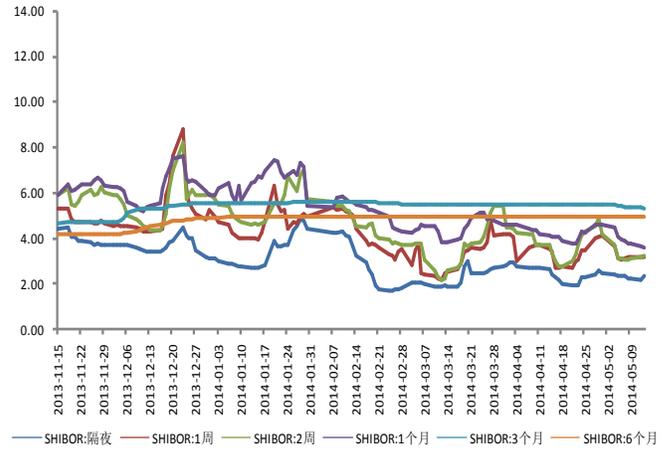
通胀方面：受食品价格超季节性下跌影响，加上翘尾因素，4月份CPI同比增速从3月份的2.4%回落至1.8%。虽然季调后的食品价格环比从1月份逐渐缩窄，猪肉价格也止跌反弹，但受经济走弱和需求淡季影响，猪肉价格反弹的幅度和持续性或有限，短期内CPI同比上涨压力有限。

图1：银行间质押式回购利率走势

图2：银行间关键期限国债到期收益率走势



来源: WIND, 东兴期货研发中心



来源: WIND, 东兴期货研发中心

## 二、资金面持续平稳，货币政策定向宽松可期

央行通过公开市场灵活对冲资金面波动，银行间 7 天质押式回购利率保持在 3%-4% 区间波动，市场对资金面平稳预期继续加强。

央行 12 日公布的 4 月份社会融资规模同比和环比均出现不同程度的下降，其中反映非标融资的信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票新增规模同比更是大幅减少。社会融资规模下降受经济下行压力影响明显，而非标融资的明显收缩则得益于监管层对非标监管的加强及机构风险偏好回落。同时，M2 反弹至 13.2%，降低了近期全面降准的可能，但央行一直强调降低实体融资成本，定向微调政策仍可期。建议后续关注公开市场回购规模及利率是否调整。

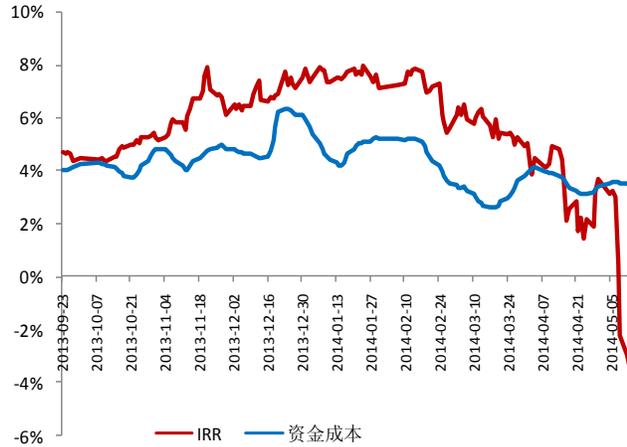
## 三、中长端利率债大幅下行，配置需求仍然高涨

4 月以来，政策性金融债受到追捧，一级市场投标倍数保持高位，中标利率连续大幅低于预期，带动二级市场利率债收益率曲线平坦化下移。一级市场的火爆，一是，源于低增长低通胀加大宽松货币政策预期。二是，受监管影响及机构风险偏好回落，非标大幅缩减。三是，4 月高达 2040.5 亿的政策性金融债到期，实际供给量仅有 599.5 亿。从投资者结构来看，首先是银行配置需求在政策宽松预期下得以释放，其次交易类机构需求也在加大，主要是基金的积极参与。中债登数据显示，4 月基金持有国开债、进出口债和农发债则分别出现 147.9 亿、121 亿和 327.3 亿的环比增长。目前 10 年国债利率已降至 4.1% 附近，但 28 天回购利率仍保持 4% 不变，从而压制了中长端利率进一步下行的空间，多头获利回吐，中长端利率债显回调迹象。

## 四、操作建议

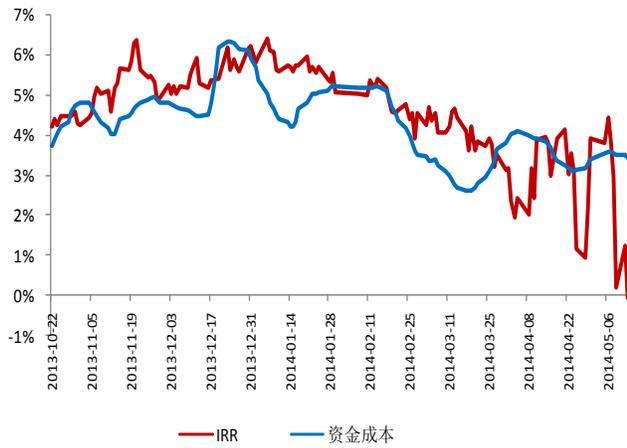
图 3: IF1406 理论 CTD IRR 及资金利率走势

图 4: TF1406 理论 CTD 基差及净基差走势

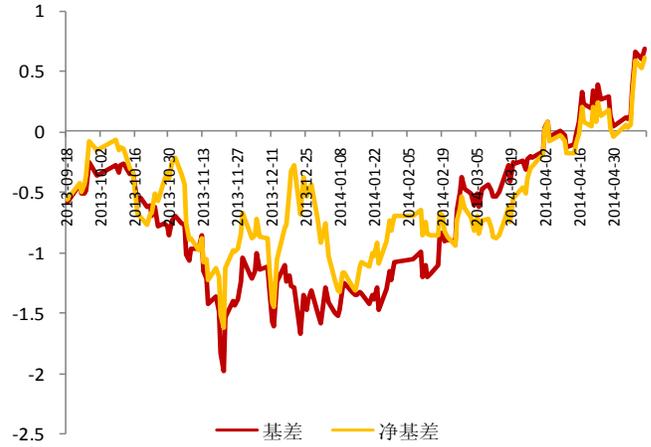


来源：东兴期货研发中心

图 5: TF1406 活跃 CTD IRR 及资金利率走势

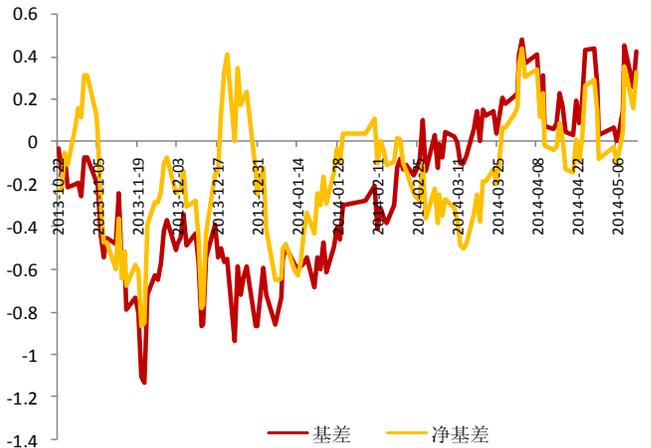


来源：东兴期货研发中心



来源：东兴期货研发中心

图 6: TF1406 活跃 CTD 基差及净基差走势



来源：东兴期货研发中心

4 月经济数据反映内需继续全面回落，消费、投资、工业增速均放缓，经济下行压力仍大，央行货币政策重心已逐渐由控通胀和去杠杆转为稳增长，但央行对准备金率等总量调控政策相对谨慎，虽然全面降准的可能性较低，但在经济下行压力仍大背景下定向宽松仍然可期，3 年央票到期未续再发宽松信号，后期可关注央行正回购利率是否下调或回购规模是否缩减。操作上建议期债可逢回调多单加仓支撑 93.000。此外，由于近期利率变动幅度较大，建议关注期现套利机会。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。