



国债期货专题报告

期货研究报告

2014 年 4 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

经济下行压力仍大， 期债逢低布局多单

近期，在“定向降准”刺激下，期债走出了冲高回落行情，再次围绕震荡区间 92.000-93.000 的中间位置 92.500 窄幅震荡，成交量日趋低迷，市场等待进一步的政策指引。虽然经济在微刺激下有所企稳，但反弹动能不足，房地产下跌风险渐现，经济仍存较大下行压力。央行 4 月 22 日宣布县域农商行、农合行分别降低 2%、0.5% 的准备金率，这或标志着货币定向宽松已开始。虽然央行表示执行稳健货币政策不变，但我们认为在经济放缓通胀下行背景下，定向降准标志着货币政策已悄然转向宽松，后期继续定向宽松可期。因此，操作上建议国债期货逢低布局中期多单。

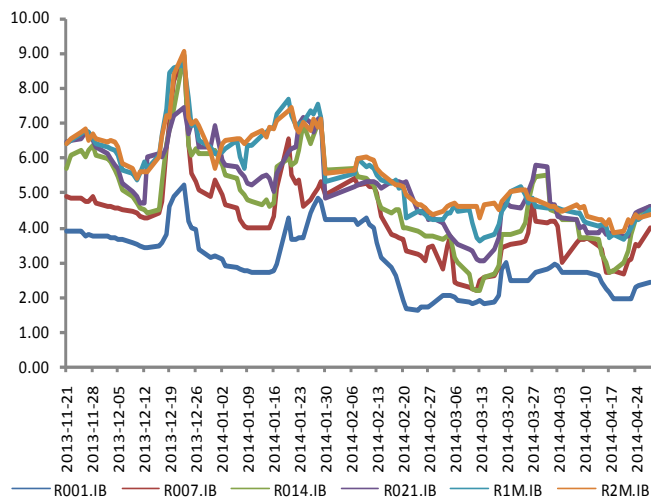
一、资金面整体平稳，货币政策继续定向宽松可期

进入 4 月下旬，资金面在流动性的季节性因素影响下略有收紧，但整体仍平衡。上周央行公开市场净回笼 20 亿，国库定存到期 400 亿，但央行定向降准释放资金约 1000 亿，故资金实际净投放约 580 亿，为连续三周资金净投放。虽面临财税上缴及五一小长假取现压力，资金利率有所上升，但周二央行只进行了 500 亿 28 天正回购，本周实现净投放 910 亿，显示央行中性偏松基调未变，资金面仍供需均衡。

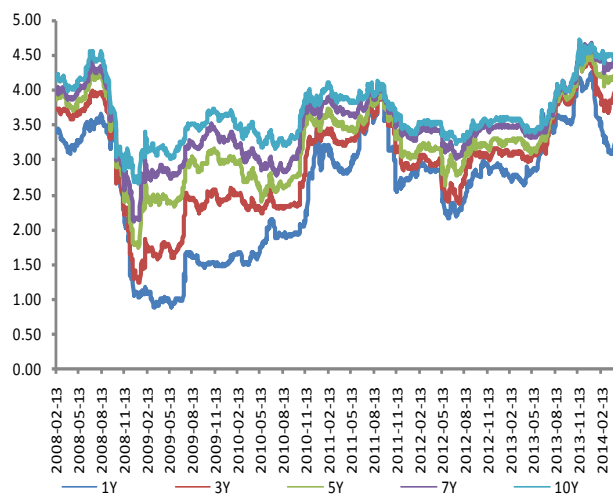
数据显示中国经济增速疲软，PPI 指数已连续两年多负增长。企业的生产价格在下降，而融资成本却在上升，从而遏制了企业进行大规模扩张和投资，对经济增长不利，因此，降低融资成本是非常重要的。4 月 22 日央行宣布对县域农商行、农合行分别降低 2%、0.5% 的准备金率，这或标志着货币定向宽松已开始。未来央行或将继续定向降准以支持经济结构调整，这样也有助于稳定市场货币预期，降低社会融资成本。

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

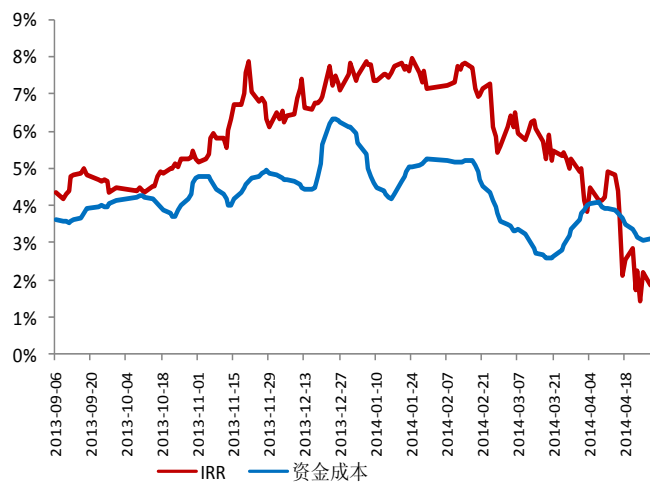
二、一级市场配置需求强劲, 二级中长端利率平稳

近期一级利率招标结果多低于二级市场及预期, 认购倍数较高, 显示机构配置需求强劲。近期发行的 10 年期国债受配置需求推动, 中标利率 4.3184%, 大幅低于市场预测均值, 投标倍数 2.08。而发行的 7、10 年期国债招标利率分别为 5.4%、5.43%, 认购倍数为 2.52、3.75, 表明利率债的投资价值正逐渐受到认可, 机构配置需求正逐步回升。

虽一级市场表现喜人, 但并未带动二级市场走暖, 二级市场利率保持窄幅震荡。上周国债利率短端上行明显, 中长端利率保持平稳。1 年期上行约 9bp, 而 10 年期国债利率则保持在 4.3% 左右, 现券整体交投清淡。

四、操作建议

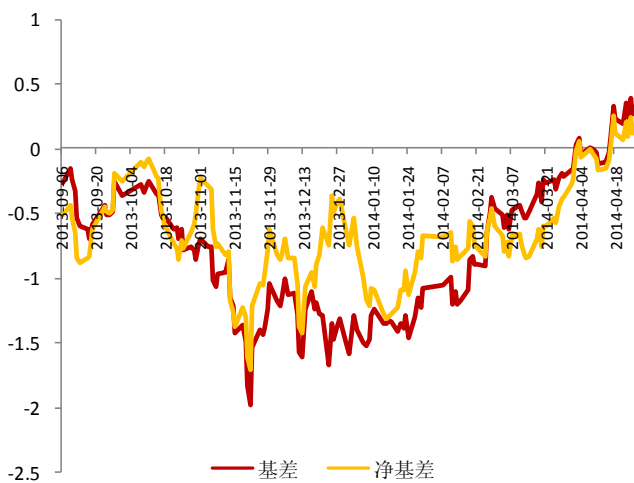
图 3: IF1406 理论 CTD IRR 及资金利率走势



来源: 东兴期货研发中心

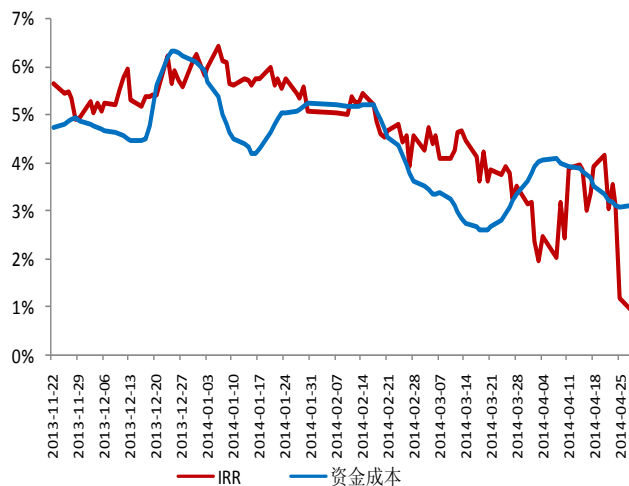
图 5: TF1406 活跃 CTD IRR 及资金利率走势

图 4: TF1406 理论 CTD 基差及净基差走势

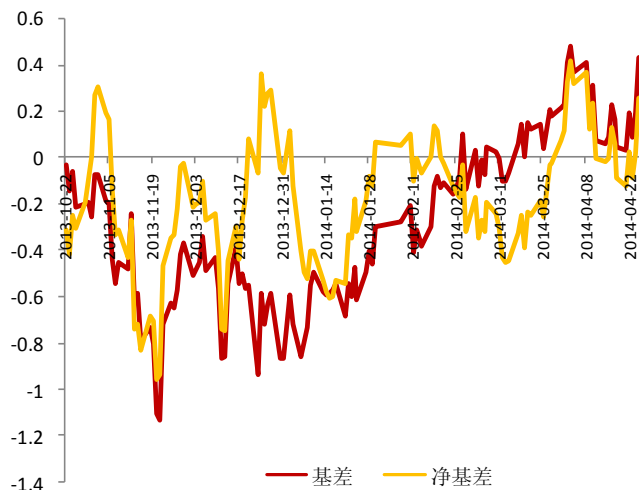


来源: 东兴期货研发中心

图 6: TF1406 活跃 CTD 基差及净基差走势



来源：东兴期货研发中心



来源：东兴期货研发中心

总体来看，在资金面平稳背景下，市场的焦点仍在于货币政策，市场微幅震荡等待政策近一步释放信号。虽然经济在微刺激下有所改善，但仍存较大下行压力，中央政治局会议也指出：当前经济工作面临不少困难和压力，我国经济发展外部环境仍然存在较大不确定性，经济增长下行压力依然存在，一些困难不容低估，潜在风险需要高度关注。央行4月22日宣布县域农商行、农合行分别降低2%、0.5%的准备金率，这或标志着货币定向宽松已开始。虽然央行表示执行稳健货币政策不变，但我们认为在经济放缓通胀下行背景下，定向降准标志着货币政策已悄然转向宽松，后期继续定向宽松可期。因此，操作上建议国债期货逢低布局中期多单。

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。