

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

## 料本周期债延续震荡调整走势

### 观点要点：

- 上周四公布 PMI 数据，1 月份官方制造业 PMI 指数 51.3，较 12 月回落 0.3，仍保持在扩张区间。其中，新出口订单指数从 12 月的 51.9 大幅回落至 49.5，已降至 50 以下，表明 1 月份出口有所回落。PMI 数据回落带动当日期债上涨。上周资金面持续宽松，监管没有新的动静，期债当周呈震荡走势，TF1803 跌 0.01% 收于 95.95，T1803 合约涨 0.07% 收于 91.97。本周经济数据真空期，资金面收紧或在一定程度上压制债市，但影响有限。料本周期债延续震荡调整走势，TF1803 合约关注 95.74 底部支撑，96.17 顶部压制；T1803 合约关注 91.38 底部支撑，92.46 顶部压制。
- 本周有 2200 亿逆回购到期，周一至周三分别到期 400 亿、800 亿、1000 亿，周四、周五无逆回购到期。春节临近，银行现金走款量将增多，而央行自 1 月 25 日停止逆回购操作以来，已于公开市场回笼 1.15 万亿，本周将有 2200 亿逆回购到期，2 月 15 日将有 2435 亿 MLF 到期，未来两周资金面压力会逐渐显现，料本周资金利率将小幅上行。此外，不排除央行重启逆回购操作并提前续作 MLF 的可能。
- 期现方面，上周期货表现不及现货，活跃券 IRR 整体下行。春节临近，当前 IRR 水平不足以覆盖资金成本。
- 跨品种方面，上周中债 10 年-5 年利差收窄，期货利差收窄幅度小于现货，跨品种价差小幅收窄。在 1 月报中我们提到，2 月资金面为中上旬紧平衡，下旬略紧，或带动曲线小幅走平。当前中债利差已向向下穿过 20 日均线，建议考虑做平曲线套利，并于月底平仓。具体操作上，做空 2 手 TF1803 合约的同时做多 1 手 T1803 合约。

## 一、期债或延续震荡调整走势

上周四公布 PMI 数据，1 月份官方制造业 PMI 指数 51.3，较 12 月回落 0.3，仍保持在扩张区间。其中，新出口订单指数从 12 月的 51.9 大幅回落至 49.5，已降至 50 以下，表明 1 月份出口有所回落。PMI 数据回落带动当日期债上涨。上周资金面持续宽松，监管没有新的动静，期债当周呈震荡走势，TF1803 跌 0.01% 收于 95.95，T1803 合约涨 0.07% 收于 91.97。本周经济数据真空期，资金面收紧或在一定程度上压制债市，但影响有限。料本周期债延续震荡调整走势，TF1803 合约关注 95.74 底部支撑，96.17 顶部压制；T1803 合约关注 91.38 底部支撑，92.46 顶部压制。

图表 1：国债期货合约一周行情统计

	收盘价			日均成交量(手)			持仓量(手)		
	2018/2/2	2018/1/26	涨跌	2018/2/2	2018/1/26	增减	2018/2/2	2018/1/26	增减
TF1803.CFE	95.950	95.960	-0.01%	9096	9377	-281	21560	30001	-8441
TF1806.CFE	96.010	96.065	-0.06%	1219	968	251	7178	4591	2587
T1803.CFE	91.970	91.905	0.07%	28808	30046	-1237	30600	46124	-15524
T1806.CFE	91.995	91.905	0.10%	7574	4709	2865	24458	14878	9580

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1803 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.7	3.75	3.8	3.85	3.9	3.95	4
-10	97.45	97.23	97.02	96.81	96.59	96.38	96.17
-5	97.23	97.02	96.81	96.59	96.38	96.17	95.96
0	97.02	96.81	96.59	96.38	96.17	95.96	95.74
5	96.81	96.59	96.38	96.17	95.96	95.74	95.53
10	96.59	96.38	96.17	95.96	95.74	95.53	95.32
15	96.38	96.17	95.96	95.74	95.53	95.32	95.10
20	96.17	95.96	95.74	95.53	95.32	95.10	94.89

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：T1803 利差敏感性分析

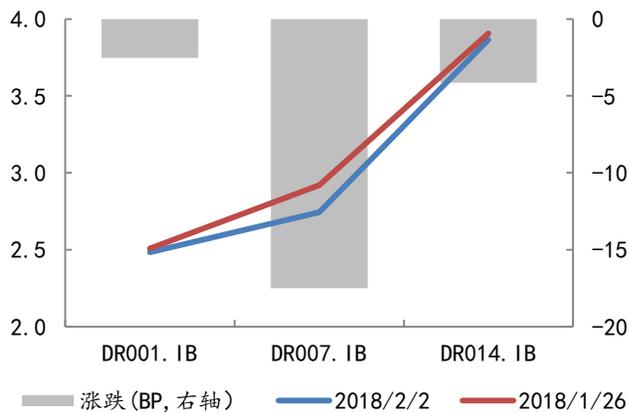
利差(BP)/中债(%)	3.4	3.85	3.9	3.95	4	4.05	4.1
-5	97.49	94.25	93.89	93.53	93.17	92.82	92.46
0	97.13	93.89	93.53	93.17	92.82	92.46	92.10
5	96.77	93.53	93.17	92.82	92.46	92.10	91.74
10	96.41	93.17	92.82	92.46	92.10	91.74	91.38
15	96.05	92.82	92.46	92.10	91.74	91.38	91.02
20	95.69	92.46	92.10	91.74	91.38	91.02	90.66
25	95.33	92.10	91.74	91.38	91.02	90.66	90.30

来源：Wind，东兴期货研发中心

## 二、本周资金面或逐渐收紧，料央行重启逆回购操作

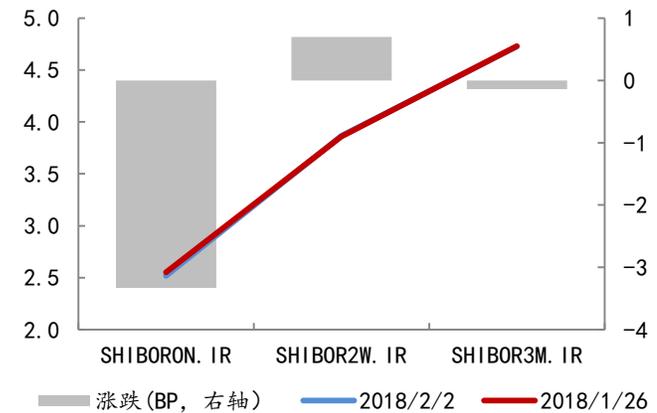
上周公开市场逆回购到期 7600 亿，投放 0 亿，净回笼 7600 亿。尽管央行在公开市场上连续净回笼，但定向降准和临时准备金动用安排补充了大量的流动性，因此，上周资金利率仍有小幅下跌，资金面整体相对宽松。本周有 2200 亿逆回购到期，周一至周三分别到期 400 亿、800 亿、1000 亿，周四、周五无逆回购到期。春节临近，银行现金走款量将增多，而央行自 1 月 25 日停止逆回购操作以来，已于公开市场回笼 1.15 万亿，本周将有 2200 亿逆回购到期，2 月 15 日将有 2435 亿 MLF 到期，未来两周资金面压力会逐渐显现，料本周资金利率将小幅上行。此外，不排除央行重启逆回购操作并提前续作 MLF 的可能。

图表 4：银行间质押式回购利率一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5：Shibor 一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

## 三、一级招标向好，二级曲线牛陡

一级市场上周共发行 400 亿记账式付息国债和 476 亿政金债，除 10 年农发债外，一级发行利率均低于前一日二级市场到期收益率，全场倍数均较高，一级发行情况较好。二级市场方面，上周在资金面宽松的影响下，1 年期利率持续下行；在一级招标向好，PMI 数据小幅回落的影响下，长端利率小幅下行，收益率曲线下行，延续陡峭化。AAA 企业债到期收益率也有所下行，信用利差收窄。

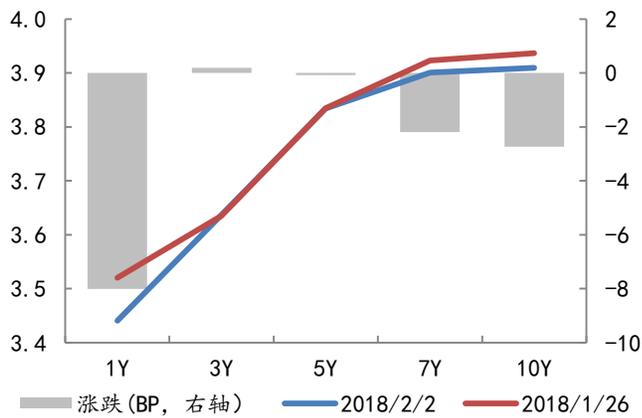
图表 6：一级市场利率债发行

	发行利率	前一日市场利率	利差 (bp)	全场倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
<b>记账式付息国债</b>							
18 付息国债 03	3.38	3.51	13.01	2.95	200	2018/1/31	1
18 付息国债 04	3.85	3.93	7.92	3.09	200	2018/1/31	10
<b>国开债</b>							
18 国开 01 (增发)	4.12	4.28	16.72	3.45	116	2018/1/30	1
17 国开 09 (增 17)	4.69	4.86	17.37	3.81	82	2018/1/30	3
18 国开 02	4.53	5.09	55.64	4.45	64	2018/1/30	2

17 国开 12(增 11)	4.85	4.98	13.63	2.86	80	2018/2/1	5
17 国开 08(增 22)	4.99	5.07	8.30	3.44	50	2018/2/1	7
<b>进出口债</b>							
18 进出 02(增 2)	4.73	4.83	9.57	3.71	49	2018/2/1	3
18 进出 03(增发)	4.91	5.00	8.75	3.91	50	2018/2/1	5
18 进出 01(增 3)	4.18	4.33	15.02	3.76	40	2018/2/1	1
<b>农发债</b>							
18 农发 03(增发)	4.97	5.01	3.73	2.50	60	2018/1/29	5
18 农发 02(增发)	4.80	4.86	6.64	2.76	62	2018/1/29	3
18 农发 01(增 3)	5.05	5.08	3.23		44	2018/1/31	7
17 农发 15(增 14)	5.11	5.10	-1.22		30	2018/1/31	10
17 农发 13(增 6)	4.19	4.27	8.21		80	2018/1/31	1

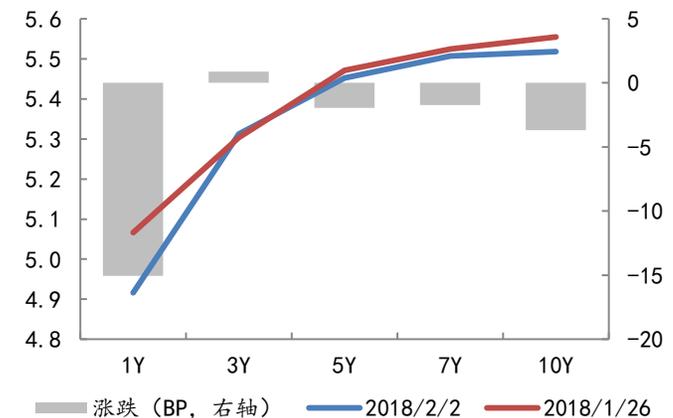
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 银行间关键期限国债到期收益率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: AAA 企业债关键期限到期收益率

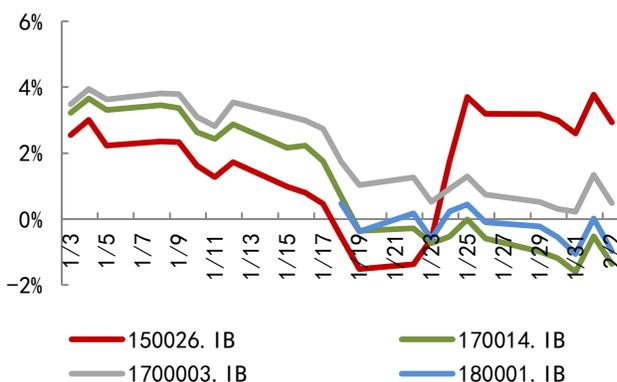


来源: Wind, 东兴期货研发中心

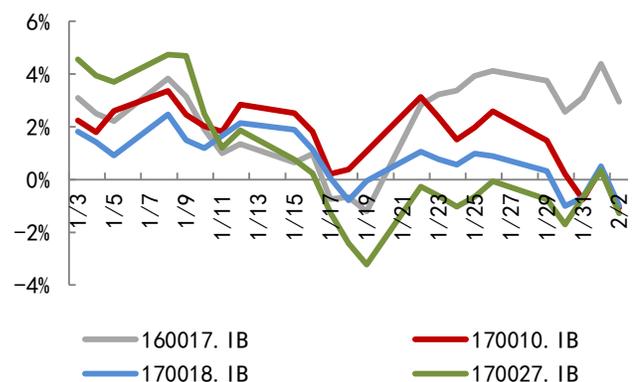
#### 四、建议考虑做平曲线套利

期现方面, 上周期货表现不及现货, 活跃券 IRR 整体下行。春节临近, 当前 IRR 水平不足以覆盖资金成本。

图表: TF1803 合约活跃券 IRR



图表: T1803 合约活跃券 IRR



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

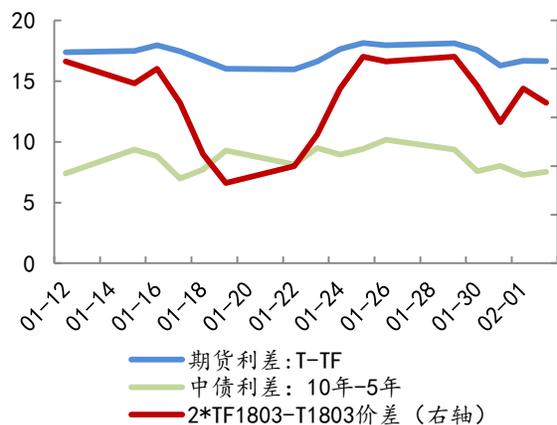
图表 7: 活跃券 IRR

	1/26	1/29	1/30	1/31	2/1	2/2
<b>TF1803</b>						
150026. IB	3.19%		3.00%			2.93%
170014. IB	-0.58%	-0.98%	-1.19%	-1.60%	-0.52%	-1.36%
1700003. IB	0.74%	0.52%	0.31%	0.22%	1.34%	0.48%
180001. IB	-0.10%	-0.22%	-0.55%	-1.06%	0.02%	-0.97%
<b>T1803</b>						
160017. IB	4.12%	3.74%	2.56%	3.10%	4.38%	2.95%
170010. IB	2.59%	1.48%	0.21%	-0.75%	0.42%	
170018. IB	0.89%	0.32%		-0.68%	0.50%	-0.99%
170027. IB	-0.07%	-0.76%	-1.70%	-0.68%		-1.28%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

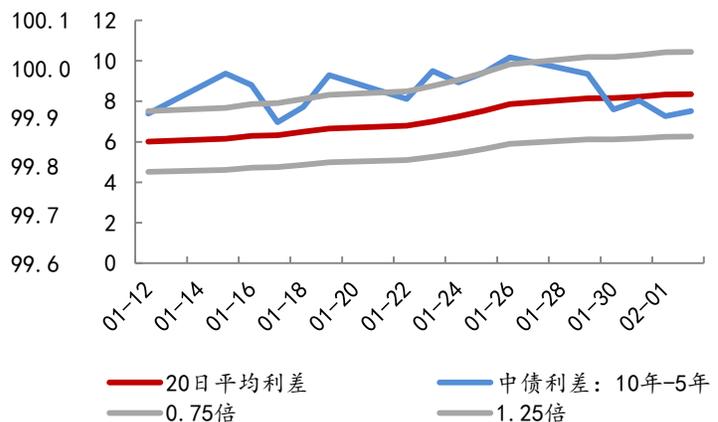
跨品种方面, 上周中债 10 年-5 年利差收窄, 期货利差收窄幅度小于现货, 跨品种价差小幅收窄。在 1 月报中我们提到, 2 月资金面为中上旬紧平衡, 下旬略紧, 或带动曲线小幅走平。当前中债利差已向下穿过 20 日均线, 建议考虑做平曲线套利, 并于月底平仓。具体操作上, 做空 2 手 TF1803 合约的同时做多 1 手 T1803 合约。

图表 8: 跨品种价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 中债利差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 跨品种策略

	跨品种价差		期货合约对应到期收益率		中债国债到期收益率		
	2*TF1803-T1803	TF1803	T1803	期货利差 (BP)	5 年	10 年	中债利差 (BP)
2018/1/26	100.02	3.94	4.12	17.94	3.83	3.94	10.17
2018/1/29	100.03	3.95	4.13	18.11	3.84	3.94	9.35
2018/1/30	99.97	3.97	4.14	17.55	3.85	3.93	7.59
2018/1/31	99.89	3.96	4.12	16.28	3.83	3.91	8.03

2018/2/1	99.96	3.93	4.10	16.67	3.83	3.91	7.27
2018/2/2	99.93	3.95	4.12	16.63	3.83	3.91	7.52
一周变动	<b>-0.08</b>	0.6	-0.7	<b>-1.31</b>	-0.08	-2.73	<b>-2.65</b>

来源：Wind，东兴期货研发中心

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。