

张晨

研究员，期货执业证书编号 F3027880

zhangchen@dxqh.net

后期风险因素较多，
建议逢高做空

观点要点：

- 当前基本面并未对期债回升形成强有力的支撑，美联储加息在即，国内金融数据向好，3月14日还将公布1-2月经济数据，而后期也将陆续有监管文件落地。整体看，后期仍有较多的风险因素，追涨应谨慎，建议逢高做空。TF1806 合约关注 96.87 顶部压制，96.03 底部支撑；T1806 合约关注 93.75 顶部压制，92.28 底部支撑。
- 期现方面，上周10年国债期货表现好于现货，活跃券IRR多数上行；5年国债现货表现略好于期货，活跃券IRR小幅下行。尽管目前资金利率相对较低，但1806合约交割前还将经历两次跨季，此外还有加息风险，因此未来资金成本仍有较大的上行风险，当前IRR水平不足以覆盖资金成本。
- 跨期方面，上周1806-1809跨期价差基本收平。目前主力合约活跃CTD券净基差不高不低，净基差之差对跨期价差的影响有限。而目前资金利率处于相对较低的水平，后期资金成本易上难下，净持有收益有减小的风险。后期跨期价差可能继续下行。
- 跨品种方面，上周现券5年利率下行幅度大于10年利率，10年-5年利差走阔。但10年国债期货表现好于现券，导致做陡曲线组合价差小幅收窄0.07元。如果本周公布的经济数据不及预期，则10年收益率可能会进一步下行，同时，如果本周资金利率回升，可能会带动5年收益率上行。届时，跨品种价差或进一步收窄。从长期来看，依然推荐做陡曲线策略，可以考虑在跨品种价差有所回落后做多2手TF1806合约的同时做空1手T1806合约。

一、后期风险因素较多，追涨应谨慎，建议逢高做空

春节过后，央行大量净投放导致流动性相对宽松，此时恰逢经济数据公布的真空期，叠加下调银行拨备率以及海外避险情绪高涨，于是市场做多情绪升温，国债期货主力合约震荡上行。上周 TF1806 合约收于 96.545，T1806 合约收于 92.93。

2 月新增人民币贷款 8393，同比少增 3307 亿，主因是春节长假导致新增各项贷款规模明显减少。而 1-2 月累计新增人民币贷款 3.74 万亿，同比多增 5407 亿，表明前两个月的信贷增长情况良好，经济依然向好。2 月新增社会融资规模 11700 亿，同比多增 792.28 亿。1-2 月累计新增社融 42303 亿，同比少增 5575.22 亿，主要是由于新增表外融资规模下降，表明当前资产由表外转表内在持续推进，融资结构继续改善。2 月 M2 同比 8.8%，前值 8.6%；M1 同比 8.5%，前值 15%。受春节假期影响，企业和政府存款均同比大幅减少，导致 M1 出现明显下滑。但 1-2 月累计来看，人民币存款依然有较为明显的增长。整体来看，2 月金融数据受春节假期的影响较大，但从今年前两个月的数据来看，各项金融数据仍持续增长，结构继续改善，表明当前经济向好，长期来看仍压制期债。

美国 2 月非农就业人口大幅增加 31.3 万人，失业率也连续五个月维持在 4.1% 的低位，当前美国劳动力市场表现强劲。但 2 月份私人部门平均薪资仅增长 0.15%，在一定程度上或压制对通胀的预期。周二晚间将公布 2 月 CPI 数据，若继续维持在 2% 的目标水平以上，则在 3 月 22 日的利率决议中，美联储加息基本无虞。此外，欧洲央行在 3 月 8 日的利率决议中维持三大利率不变，并调整了有关资产购买的措辞，去掉了“如果展望恶化，将增加购债规模或持续期限”的表述。此外，欧央行将 2018 年 GDP 增速预期由 2.3% 上调至 2.4%，但将 2019 年通胀预期从 1.5% 下调至 1.4%，且预计今年通胀将在 1.5% 徘徊。尽管欧元区经济持续向好，但当前偏弱的通胀仍然是货币政策正常化的掣肘。

2 月 CPI 同比 2.9%，大幅高于前值 1.5%，“春节效应”是主要原因。一方面，春节错月致使 2 月份的同比基数较低；另一方面，春节期间食品和出行价格攀升导致物价环比上涨。剔除“错月”影响后，1-2 月平均来看，CPI 同比上涨 2.2%。春节过后，蔬菜和猪肉价格已见明显降幅，预计 3 月 CPI 同比将有所回落。2 月 PPI 同比延续下滑至 3.7%，前值 4.3%。春节期间生产活动减少导致终端需求下降，叠加 2 月份以来国际原油价格回落，两者共同导致生产资料价格同比回落，为 2 月份 PPI 同比进一步回落的主要原因。节后陆续复工，但考虑到特朗普贸易保护政策可能会影响出口，进而压制钢铝价格，叠加较低的翘尾因素，不排除 3 月 PPI 同比进一步下滑的可能性。总体看，3 月通胀大概率回落，短期内或仍对期债起到一定的支撑作用。但从长期来看，今年大概率仍是温和通胀。

综上所述，当前基本面并未对期债回升形成强有力的支撑，美联储加息在即，国内金融数据向好，3 月 14 日还将公布 1-2 月经济数据，而后期也将陆续有监管文件落地。整体看，后期仍有较多的风险因素，追涨应谨慎，建议逢高做空。TF1806 合约关注 96.87 顶部压制，96.03 底部支撑；T1806 合约关注 93.75 顶部压制，92.28 底部支撑。

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）		
	2018/3/9	2018/3/2	涨跌	2018/3/9	2018/3/2	增减	2018/3/9	2018/3/2	增减
TF1806.CFE	96.545	96.430	0.12%	7951	8062	-111	18492	18478	14
TF1809.CFE	96.615	96.500	0.12%	40	10	30	76	36	40
T1806.CFE	92.930	92.635	0.32%	29580	30805	-1225	41647	41696	-49
T1809.CFE	93.010	92.705	0.33%	181	146	35	594	523	71

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1806 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.6	3.65	3.7	3.75	3.8	3.85	3.9
-5	97.70	97.50	97.29	97.08	96.87	96.66	96.45
0	97.50	97.29	97.08	96.87	96.66	96.45	96.24
5	97.29	97.08	96.87	96.66	96.45	96.24	96.03
10	97.08	96.87	96.66	96.45	96.24	96.03	95.83
15	96.87	96.66	96.45	96.24	96.03	95.83	95.62
20	96.66	96.45	96.24	96.03	95.83	95.62	95.41
25	96.45	96.24	96.03	95.83	95.62	95.41	95.20

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：T1806 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
-5	95.22	94.85	94.48	94.12	93.75	93.38	93.01
0	94.85	94.48	94.12	93.75	93.38	93.01	92.65
5	94.48	94.12	93.75	93.38	93.01	92.65	92.28
10	94.12	93.75	93.38	93.01	92.65	92.28	91.91
15	93.75	93.38	93.01	92.65	92.28	91.91	91.54
20	93.38	93.01	92.65	92.28	91.91	91.54	91.18
25	93.01	92.65	92.28	91.91	91.54	91.18	90.81

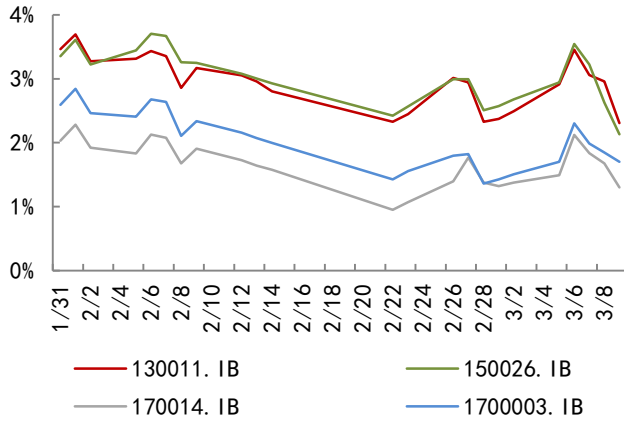
来源：Wind，东兴期货研发中心

二、跨品种价差回落后建仓做陡曲线组合

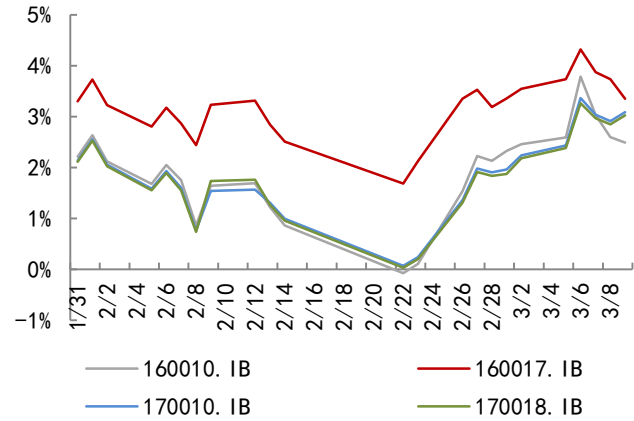
期现方面，上周 10 年国债期货表现好于现货，活跃券 IRR 多数上行；5 年国债现货表现略好于期货，活跃券 IRR 小幅下行。尽管目前资金利率相对较低，但 1806 合约交割前还将经历两次跨季，此外还有加息风险，因此未来资金成本仍有较大的上行风险，当前 IRR 水平不足以覆盖资金成本。

图表 4：TF1806 合约活跃券 IRR

图表 5：T1806 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

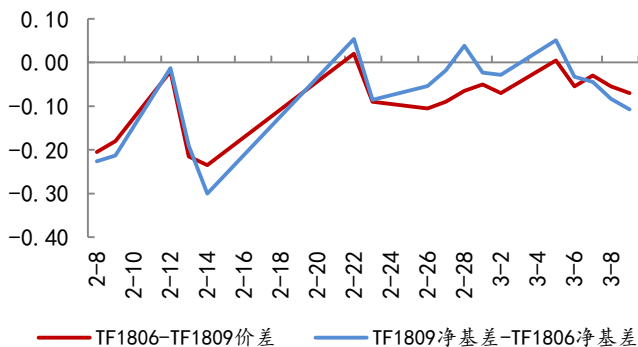
图表 6: 活跃券 IRR

		3/2	3/5	3/6	3/7	3/8	3/9
TF1806	130011. IB		2. 91%	3. 45%		2. 96%	
	150026. IB					2. 63%	2. 13%
	170014. IB	1. 38%	1. 49%	2. 12%	1. 84%	1. 68%	
	1700003. IB	1. 51%		2. 30%	1. 99%	1. 85%	1. 70%
T1806	160010. IB		2. 59%		3. 03%	2. 60%	2. 49%
	160017. IB	3. 55%	3. 73%	4. 32%		3. 73%	3. 35%
	170010. IB		2. 44%	3. 37%	3. 04%	2. 91%	
	170018. IB	2. 18%	2. 39%	3. 27%	2. 97%	2. 85%	3. 03%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

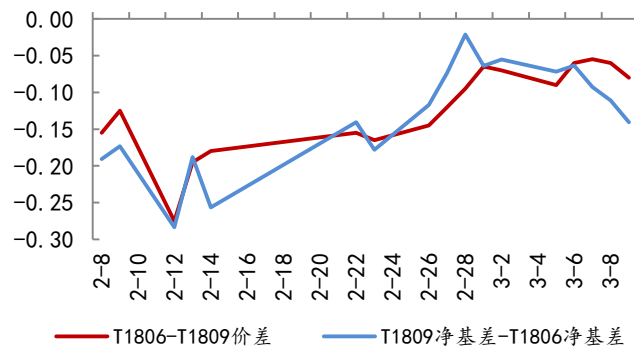
跨期方面, 上周 1806-1809 跨期价差基本收平。目前主力合约活跃 CTD 券净基差不高不低, 净基差之差对跨期价差的影响有限。而目前资金利率处于相对较低的水平, 后期资金成本易上难下, 净持有收益有减小的风险。后期跨期价差可能继续下行。

图表 7: TF 跨期价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: T 跨期价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 9：TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1806-TF1809	TF1806	TF1809	1809-1806	净持有收益
		150026. IB	150026. IB	净基差之差	次季-当季
2018/3/2	-0.070	0.166	0.138	-0.028	0.0362
2018/3/5	0.005	0.095	0.146	0.051	0.0469
2018/3/6	-0.055	-0.089	-0.121	-0.033	0.0494
2018/3/7	-0.030	-0.043	-0.087	-0.045	0.0548
2018/3/8	-0.055	0.099	0.016	-0.083	0.0796
2018/3/9	-0.070	0.216	0.108	-0.107	0.0794

来源：Wind，东兴期货研发中心

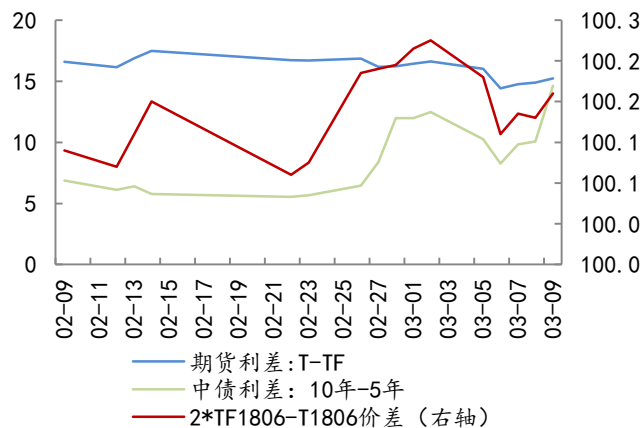
图 10：T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	T1806-T1809	T1806	T1809	1809-1806	净持有收益
		160023. IB	160023. IB	净基差之差	次季-当季
2018/3/2	-0.070	0.162	0.107	-0.055	-0.0577
2018/3/5	-0.090	-0.022	-0.094	-0.072	-0.0471
2018/3/6	-0.060	-0.306	-0.369	-0.064	-0.0445
2018/3/7	-0.055	-0.239	-0.332	-0.093	-0.0392
2018/3/8	-0.060	-0.219	-0.330	-0.111	-0.0144
2018/3/9	-0.080	-0.271	-0.412	-0.141	-0.0146

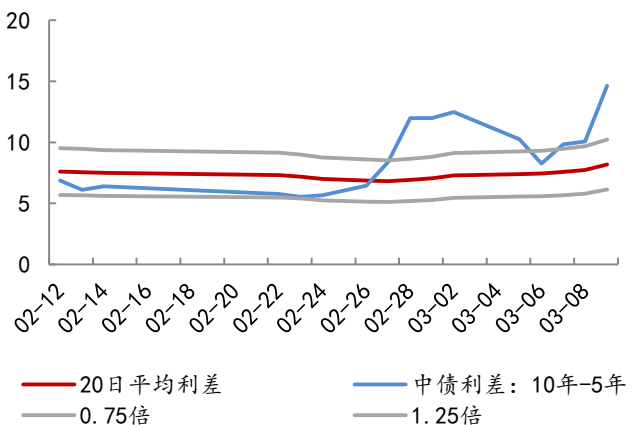
来源：Wind，东兴期货研发中心

跨品种方面，上周现券 5 年利率下行幅度大于 10 年利率，10 年-5 年利差走阔。但 10 年国债期货表现好于现券，导致做陡曲线组合价差小幅收窄 0.07 元。如果本周公布的经济数据不及预期，则 10 年收益率可能会进一步下行，同时，如果本周资金利率回升，可能会带动 5 年收益率上行。届时，跨品种价差或进一步收窄。从长期来看，依然推荐做陡曲线策略，可以考虑在跨品种价差有所回落后做多 2 手 TF1806 合约的同时做空 1 手 T1806 合约。

图表 11：跨品种价差



图表 12：中债利差



来源：Wind，东兴期货研发中心

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：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*TF1806-T1806	TF1806	T1806	期货利差 (BP)	5 年	10 年	中债利差 (BP)
2018/3/2	100.23	3.85	4.02	16.60	3.71	3.84	12.47
2018/3/5	100.18	3.86	4.02	16.02	3.74	3.85	10.25
2018/3/6	100.11	3.83	3.97	14.42	3.74	3.83	8.25
2018/3/7	100.14	3.83	3.97	14.75	3.72	3.82	9.83
2018/3/8	100.13	3.83	3.98	14.88	3.72	3.82	10.06
2018/3/9	100.16	3.83	3.98	15.23	3.68	3.83	14.61
一周变动	-0.07	-2.6	-3.9	-1.37	-2.88	-0.74	2.14

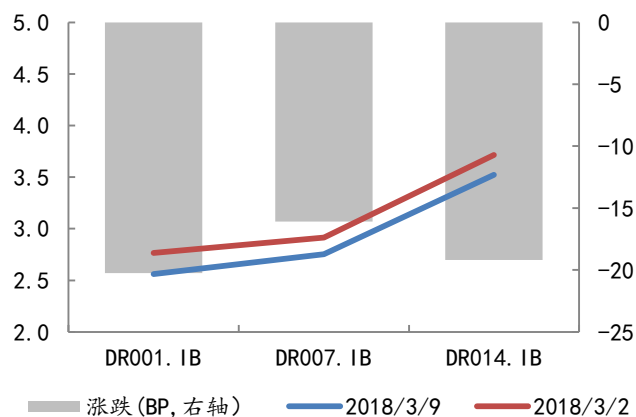
来源：Wind，东兴期货研发中心

三、本周央行重启逆回购操作，当前流动性相对宽松

上周央行暂停公开市场操作，净回笼 2400 亿。3 月 7 日央行续作 1055 亿 1 年期 MLF，完全对冲当日到期量。税期将近，周一央行重启逆回购操作，净投放 900 亿。周五将到期 1895 亿 MLF，不排除超额续作 MLF 的可能。

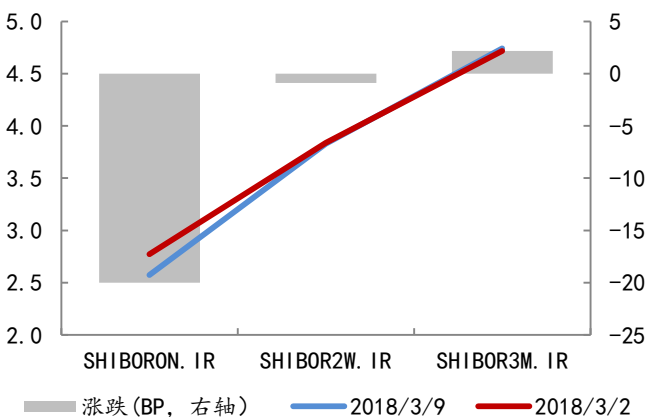
资金方面，当前流动性相对宽松，上周资金利率持续走低，目前已处于较低水平。本周将逐渐进入税期，会期维稳行情也渐行渐远，不排除本周资金价格小幅回升的可能。

图表 14：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 15：Shibor 一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况较好，二级市场收益率全线下行

一级市场方面，上周共发行 400 亿记账式付息国债和 865 亿政策性金融债，发行利率多数低于前一日二级市场到期收益率，全场倍数较高，发行情况较好。

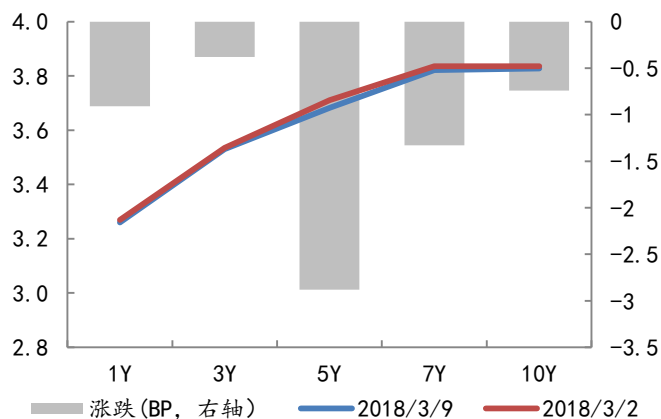
图表 16：一级市场利率债发行

	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)
记账式附息国债							
18 附息国债 02(续 2)	3.47	3.55	8.61	2.44	200	2018/3/7	3
18 附息国债 05	3.77	3.84	6.99	2.84	200	2018/3/7	7
国开债							
18 国开 03	4.62	4.74	11.62	2.57	84	2018/3/6	3
18 国开 02(增 4)	4.46	4.85	39.14	4.93	53	2018/3/6	2
18 国开 01(增 4)	4.04	4.18	13.53	2.77	116	2018/3/6	1
18 国开 05(增 3)	4.75	4.80	5.33	3.24	70	2018/3/8	10
17 国开 08(增 25)	4.84	4.95	11.22	3.45	50	2018/3/8	7
17 国开 12(增 15)	4.70	4.79	8.87	2.99	80	2018/3/8	5
进出口债							
18 进出 03(增 4)	4.72	4.81	8.76	3.08	50	2018/3/8	5
18 进出 02(增 5)	4.64	4.69	4.98	2.60	52	2018/3/8	3
农发债							
18 农发 03(增 4)	4.74	4.79	5.15	2.53	68	2018/3/5	5
18 农发 02(增 4)	4.65	4.71	6.31	2.63	67	2018/3/5	3
18 农发 04	4.10	4.18	7.59	2.75	75	2018/3/5	1
17 农发 15(增 17)	4.89	4.81	-8.41	4.00	60	2018/3/7	10
18 农发 01(增 6)	4.86	4.94	8.44	4.50	40	2018/3/7	7

来源：Wind，东兴期货研发中心

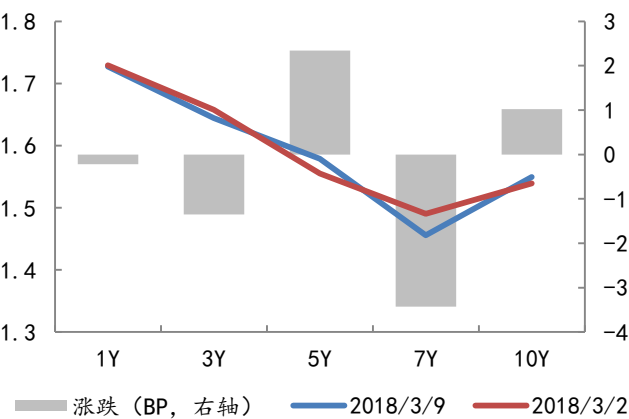
二级市场方面，上周中债国债关键期限到期收益率全下下行，10 年-5 年利差走阔。中债 AAA 企业债关键期限到期收益率多数下行，5 年和 10 年信用利差走阔，1 年、3 年以及 7 年信用利差收窄。

图表 17：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 18：AAA 企业债利差



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。