

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

经济数据好于预期， 本周警惕美联储加息风险

观点要点：

- 上周三公布 1-2 月经济数据，整体好于预期，表明当前经济增长仍有韧性，在一定程度上压制债市，上周国债期货整体收跌。本周四美联储将公布利率决议，加息基本无虞。预计央行将跟随美联储上调公开市场操作利率，期债仍有一定的下行风险，建议前空单继续持有，TF1806 合约关注 96.68 顶部压制，95.96 底部支撑；T1806 合约关注 93.07 顶部压制，92.3 底部支撑。
- 上周 1803 合约完成交割，交割数量出现较大分歧。TF1803 合约交割 2025 手，为历史次高水平，主要交割量集中在成交量相对较低的老券。一方面，这些券在前期建仓时可能有较高的 IRR 水平；另一方面，TF1812 合约的可交割券将剔除发行期限在 7 年以上的国债，现券多头可能想借此次交割脱手不活跃的老券。T1803 合约交割 362 手，为历史新低，可能是由于交割月前基差已处于相对较高的水平，期货空头有较大的动力提前平仓获取基差收益。
- 期现方面，上周期货表现不及现货，活跃券 IRR 水平下降，目前处于较低水平。考虑到本周四央行大概率跟随美联储上调公开市场操作利率，后期资金成本有较大的上行风险，目前的 IRR 水平无法覆盖资金成本。
- 跨期方面，上周 TF 跨期价差继续收窄，T 跨期价差则有所扩大。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，后期央行大概率跟随美联储上调公开市场操作利率，资金成本易上难下，净持有收益有减小的风险。预计后期跨期价差将继续下行，建议做空跨期价差，做空 1806 合约的同时做多 1809 合约。

经济数据好于预期， 本周警惕美联储加息风险

一、经济数据好于预期，本周警惕美联储加息风险

上周三公布 1-2 月经济数据，整体好于预期。投资累计同比 7.9%，低于去年同期水平，但较四季度有所回升，主要是由房地产开发投资同比大幅上涨所拉动的。社会消费品零售总额同比增长 9.7%，小幅高于去年同期水平，基本符合预期。工业增加值累计同比 7.2%，明显高于前期水平。工业增加值超预期增长可能有两方面原因，一方面，今年前两个月外需强劲，出口大幅增长，带动国内工业生产；另一方面，今年春节较晚，假期停工对工业生产的影响或有所滞后。经济数据向好表明当前经济增长仍有韧性，在一定程度上压制债市，上周国债期货整体收跌。本周四美联储将公布利率决议，加息基本无虞。预计央行将跟随美联储上调公开市场操作利率，期债仍有一定的下行风险，建议前空单继续持有，TF1806 合约关注 96.68 顶部压制，95.96 底部支撑；T1806 合约关注 93.07 顶部压制，92.3 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)		
	2018/3/16	2018/3/9	涨跌	2018/3/16	2018/3/9	增减	2018/3/16	2018/3/9	增减
TF1806.CFE	96.500	96.545	-0.05%	6003	7951	-1948	18151	18492	-341
TF1809.CFE	96.580	96.615	-0.04%	16	40	-23	96	76	20
T1806.CFE	92.830	92.930	-0.11%	28231	29580	-1349	42757	41647	1110
T1809.CFE	92.875	93.010	-0.15%	166	181	-15	679	594	85

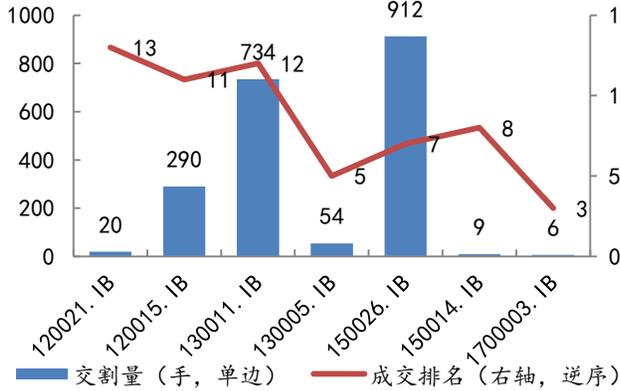
来源：Wind，东兴期货研发中心

二、1803 合约交割出现分歧

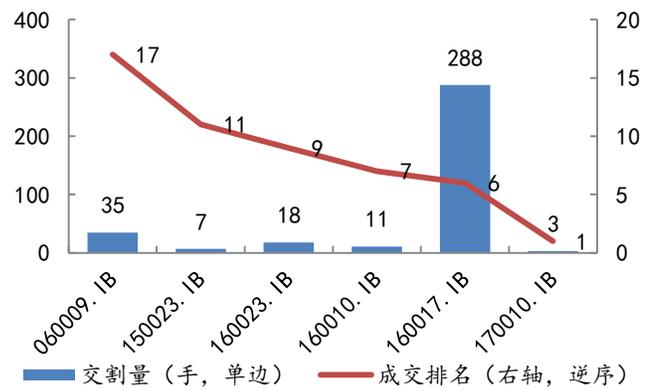
上周 1803 合约完成交割，交割数量出现较大分歧。TF1803 合约交割 2025 手，为历史次高水平，主要交割量集中在成交量相对较低的老券。一方面，这些券在前期建仓时可能有较高的 IRR 水平；另一方面，TF1812 合约的可交割券将剔除发行期限在 7 年以上的国债，现券多头可能想借此次交割脱手不活跃的老券。T1803 合约交割 362 手，为历史新低，可能是由于交割月前基差已处于相对较高的水平，期货空头有较大的动力提前平仓获取基差收益。

图表 2：TF1803 合约交割

图表 3：T1803 合约交割

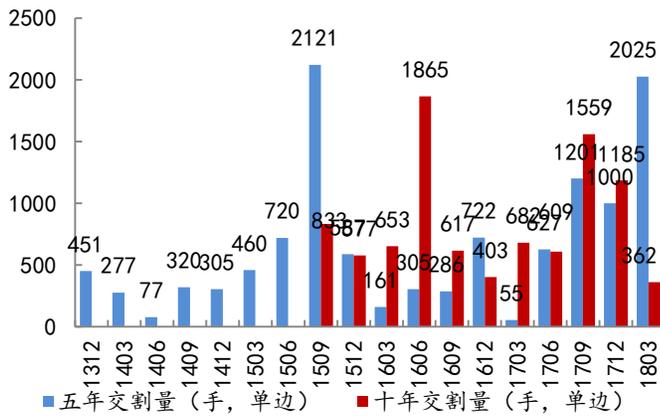


来源: Wind, 东兴期货研发中心



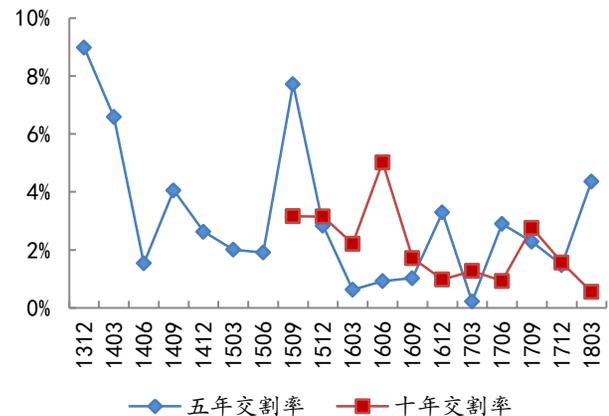
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 历史合约交割量



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 历史合约交割率

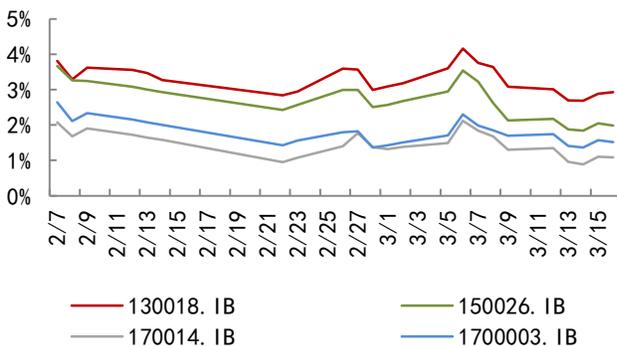


来源: Wind, 东兴期货研发中心

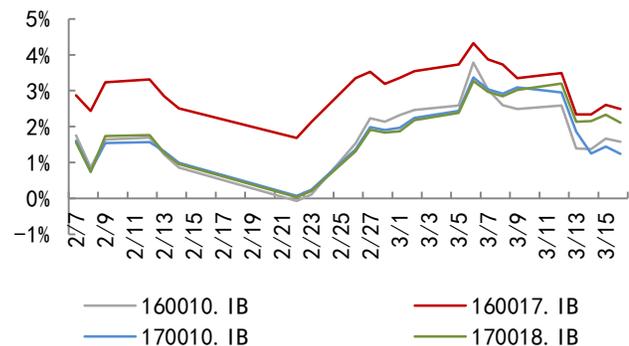
三、建议做空跨期价差

期现方面, 上周期货表现不及现货, 活跃券 IRR 水平下降, 目前处于较低水平。考虑到本周四央行大概率跟随美联储上调公开市场操作利率, 后期资金成本有较大的上行风险, 目前的 IRR 水平无法覆盖资金成本。

图表 6: TF1803 合约活跃券 IRR



图表 7: 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

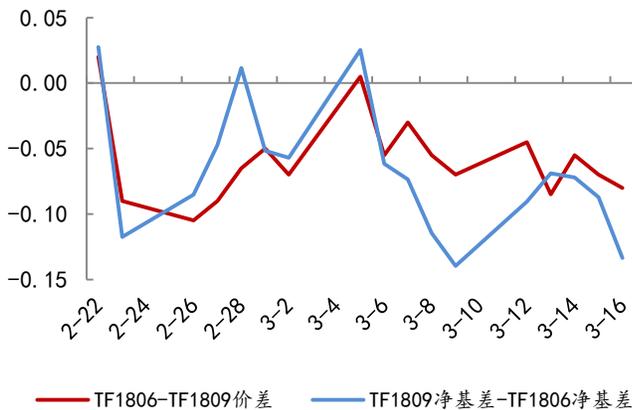
图表 8：活跃券 IRR

	3/9	3/12	3/13	3/14	3/15	3/16
TF1806						
130018. IB		3.01%	2.69%	2.68%	2.88%	2.93%
150026. IB	2.13%	2.17%	1.88%	1.84%		
170014. IB		1.35%	0.96%	0.89%	1.10%	1.08%
1700003. IB	1.70%	1.74%	1.41%	1.36%	1.57%	1.52%
T1806						
160010. IB	2.49%	2.59%	1.39%	1.37%	1.67%	1.58%
160017. IB	3.35%	3.49%	2.34%	2.34%	2.61%	
170010. IB		2.95%	1.86%	1.25%	1.44%	1.24%
170018. IB	3.03%	3.20%	2.13%	2.15%	2.33%	2.11%

来源：Wind，东兴期货研发中心

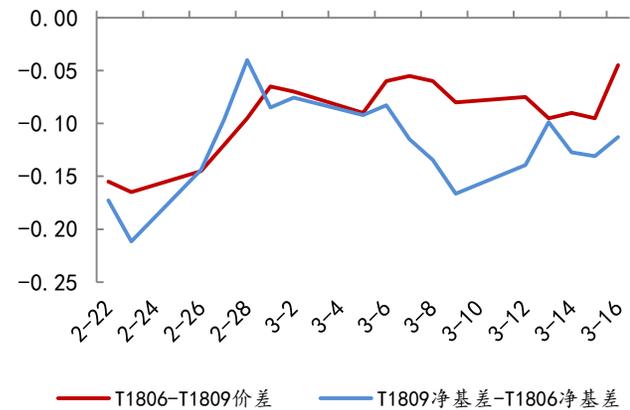
跨期方面，上周 TF 跨期价差继续收窄，T 跨期价差则有所扩大。目前主力合约活跃 CTD 券净基差不高不低，净基差之差对跨期价差的影响有限。而目前资金利率处于相对较低的水平，后期央行大概率跟随美联储上调公开市场操作利率，资金成本易上难下，净持有收益有减小的风险。预计后期跨期价差将继续下行，建议做空跨期价差，做空 1806 合约的同时做多 1809 合约。

图表 9：TF 跨期价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：T 跨期价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图 11：TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1806-TF1809	TF1806	TF1809	1809-1806 净基差之差	净持有收益 次季-当季
		130018. IB	130018. IB		
2018/3/9	-0.070	-0.031	-0.171	-0.140	0.3560
2018/3/12	-0.045	0.008	-0.083	-0.091	0.3367

2018/3/13	-0.085	0.151	0.082	-0.069	0.3147
2018/3/14	-0.055	0.119	0.047	-0.072	0.3239
2018/3/15	-0.070	0.068	-0.019	-0.087	0.3247
2018/3/16	-0.080	0.023	-0.111	-0.134	0.3418

来源：Wind，东兴期货研发中心

图 12：T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	净持有收益 次季-当季
	T1806-T1809	T1806 170018. IB	T1809 170018. IB	1809-1806 净基差之差	
2018/3/9	-0.080	-0.018	-0.184	-0.166	0.2244
2018/3/12	-0.075	-0.040	-0.179	-0.139	0.2052
2018/3/13	-0.095	0.281	0.182	-0.099	0.1832
2018/3/14	-0.090	0.241	0.114	-0.127	0.1923
2018/3/15	-0.095	0.197	0.066	-0.131	0.1932
2018/3/16	-0.045	0.215	0.102	-0.113	0.2102

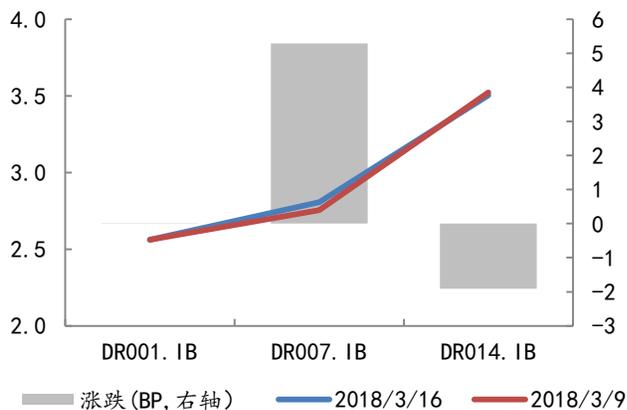
来源：Wind，东兴期货研发中心

四、央行或跟随美联储上调公开市场操作利率

上周公开市场逆回购到期 0 亿，投放 2400 亿，净投放 2400 亿。周五到期 1895 亿 MLF，央行超额续作 3270 亿 1 年期 MLF，利率持平为 3.25%。本周将有 3800 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 500、400、400、1600、900 亿。

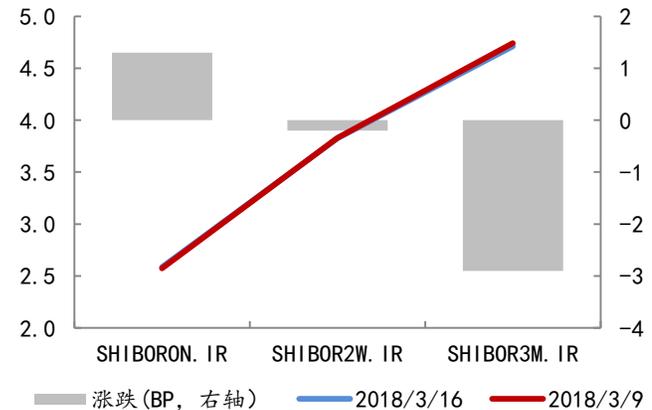
资金方面，上周适逢缴税高峰期，尽管央行于公开市场超额投放，资金面仍略有收紧，资金利率小幅上涨。本周四美联储将公布利率决议，加息基本无虞，央行大概率将跟随美联储上调公开市场操作利率，后期资金利率面临进一步上行的风险。

图表 16：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 17：Shibor 一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

五、一级发行情况较好，二级收益率曲线走平

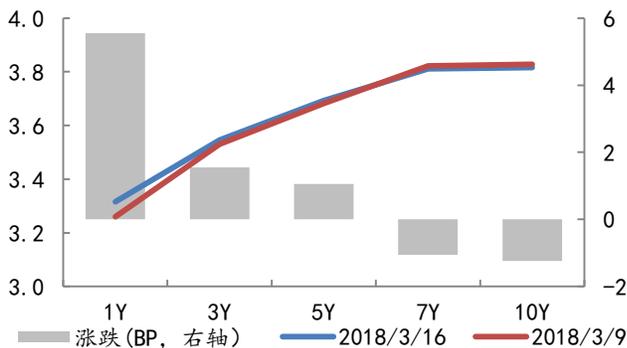
一级市场上周共发行 400 亿记账式付息国债和 869 亿政金债，全场倍数较高，发行利率多低于前一日二级市场到期收益率，发行情况较好。二级市场方面，上周中债国债关键期限到期收益率短升长降，曲线略有走平。AAA 企业债关键期限到期收益率多数上行，10 年期收益率有所下行，曲线走平。

图表 18：一级市场利率债发行

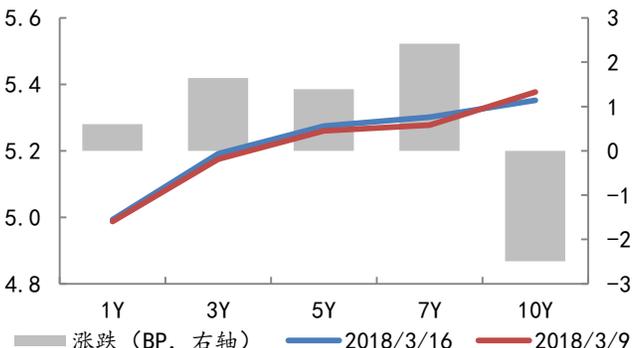
	发行利率	前一日市场利率	利差 (bp)	全场倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债							
18 付息国债 01(续 2)	3.62	3.70	8.04	2.64	200	2018/3/14	5
18 付息国债 06	4.22	4.26	4.33	2.56	200	2018/3/16	30
国开债							
18 国开 05(增 4)	4.78	4.80	1.64	2.79	90	2018/3/13	10
18 国开 03(增发)	4.63	4.71	8.71	3.15	80	2018/3/13	3
18 国开 01(增 5)	3.98	4.19	20.95	4.48	60	2018/3/13	1
17 国开 08(增 26)	4.87	4.92	5.38	3.26	60	2018/3/15	7
17 国开 12(增 16)	4.72	4.84	12.59	3.85	80	2018/3/15	5
18 国开 02(增 5)	4.39	4.85	45.70	7.51	40	2018/3/15	2
进出口债							
18 进出 03(增 5)	4.76	4.80	3.68	2.25	50	2018/3/15	5
18 进出 02(增 6)	4.63	4.72	9.37	3.02	50	2018/3/15	3
18 进出 01(增 6)	4.00	4.19	19.68	5.98	30	2018/3/15	1
农发债							
18 农发 03(增 5)	4.73	4.80	6.67	2.69	65	2018/3/12	5
18 农发 02(增 5)	4.62	4.71	8.48	3.14	68	2018/3/12	3
17 农发 15(增 18)	4.91	4.84	-7.21	2.94	70	2018/3/14	10
18 农发 04(增发)	4.05	4.19	13.45	3.43	80	2018/3/14	1
18 农发 01(增 7)	4.86	4.93	7.00	3.39	46	2018/3/14	7

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：银行间关键期限国债到期收益率



图表 20：AAA 企业债关键期限到期收益率



来源：Wind，东兴期货研发中心

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。