

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

期债有回落风险，
不宜过度追涨

观点要点：

- 上周四凌晨，美联储如期加息 25BP，将基准利率提高到 1.50%至 1.75%之间，符合预期。政策声明指出，近几个月经济展望已经强化，去年第四季度以来支出和投资温和，预计通胀将会在未来几个月上升，持稳于 2%。当日央行上调公开市场操作利率 5BP，市场解读为利空出尽，期债涨幅扩大。次日凌晨，特朗普签署总统备忘录，称将对 600 亿规模的中国进口商品大规模征收关税。贸易战预期升温，引发全球避险情绪，美债收益率下跌。当日现券收益率开盘大幅下滑，T1806 高开涨幅达 0.9%，随后小幅回落，全天高位运行。上周期债成交量扩大，TF1806 合约涨 0.57%收于 97.05，T1806 涨 1.23%收于 93.97。
- 春节过后资金面持续宽松，叠加海外风险事件频发，期债呈震荡上行走势。但当前国内经济仍有韧性，后期仍将有监管文件出台，跨月资金面或小幅收紧，不排除期债有所回落的可能。建议不要过度追涨，若持有多单则注意及时了结获利，可考虑逢高做空。
- 期现方面，上周期货表现强于现货，主力合约可交割券 IRR 水平上升。考虑到 1806 合约交割前仍有两次跨季，资金价格有较大的上行风险，当前的 IRR 水平无法覆盖资金成本。
- 跨期方面，上周期货表现强于现货，各合约净基差均有所收窄，且 1806 净基差收窄幅度大于 1809 合约，导致 1809 与 1806 净基差之差有所扩大，TF1806-TF1809 跨期价差上行 0.1 元，T1806-T1809 跨期价差上行 0.055 元。
- 跨品种方面，上周期现利差均小幅收窄，跨品种价差小幅收窄 0.04 元。

一、期债有回落风险，不宜过度追涨

上周日凌晨，美联储如期加息 25BP，将基准利率提高到 1.50%至 1.75%之间，符合预期。政策声明指出，近几个月经济展望已经强化，去年第四季度以来支出和投资温和，预计通胀将会在未来几个月上升，持稳于 2%。当日央行上调公开市场操作利率 5BP，市场解读为利空出尽，期债涨幅扩大。次日凌晨，特朗普签署总统备忘录，称将对 600 亿规模的中国进口商品大规模征收关税。贸易战预期升温，引发全球避险情绪，美债收益率下跌。当日现券收益率开盘大幅下滑，T1806 高开涨幅达 0.9%，随后小幅回落，全天高位运行。上周期债成交量扩大，TF1806 合约涨 0.57%收于 97.05，T1806 涨 1.23%收于 93.97。

春节过后资金面持续宽松，叠加海外风险事件频发，期债呈震荡上行走势。但当前国内经济仍有韧性，后期仍将有监管文件出台，跨月资金面或小幅收紧，不排除期债有所回落的可能。建议不要过度追涨，若持有多单则注意及时了结获利，可考虑逢高做空。

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)		
	2018/3/23	2018/3/16	涨跌	2018/3/23	2018/3/16	增减	2018/3/23	2018/3/16	增减
TF1806.CFE	97.050	96.500	0.57%	8415	6003	2412	19314	18151	1163
TF1809.CFE	97.030	96.580	0.47%	75	16	58	165	96	69
T1806.CFE	93.970	92.830	1.23%	35918	28231	7688	43205	42757	448
T1809.CFE	93.960	92.875	1.17%	244	166	78	873	679	194

来源：Wind，东兴期货研发中心

期现方面，上周期货表现强于现货，主力合约可交割券 IRR 水平上升。考虑到 1806 合约交割前仍有两次跨季，资金价格有较大的上行风险，当前的 IRR 水平无法覆盖资金成本。

图表 2：TF1806 可交割券 IRR

TF1806 IRR	3/16	3/19	3/20	3/21	3/22	3/23
080002.IB	0.89%					
120015.IB						
130005.IB						
130011.IB						
130018.IB	2.93%		3.27%			3.51%
150014.IB						
150026.IB			2.70%			
160006.IB		1.64%	1.89%			2.10%
170014.IB	1.08%	1.21%	1.60%	1.47%	1.62%	
170021.IB	-0.23%	-0.12%	0.20%	0.07%	0.16%	0.57%
1700003.IB	1.52%	1.68%	2.04%	1.92%	2.05%	2.53%
180001.IB	0.61%	0.77%	1.05%	0.96%	1.02%	1.32%

来源：Wind，东兴期货研发中心

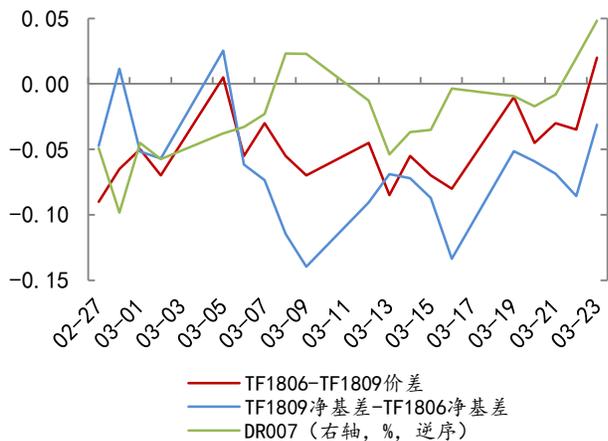
图表 3: T1806 可交割券 IRR

T1806 IRR	3/16	3/19	3/20	3/21	3/22	3/23
050004. IB				-6.36%		
070013. IB						
080013. IB						
150005. IB						
150016. IB	-2.75%					
150023. IB						
160004. IB						
160010. IB	1.58%	1.78%	2.47%	1.86%	2.64%	4.30%
160017. IB		2.71%	3.41%		3.17%	4.05%
160023. IB			3.92%	3.09%	3.57%	
170004. IB			-1.11%	-2.10%	-0.68%	0.57%
170010. IB	1.24%	1.39%	2.08%	1.04%		3.02%
170018. IB	2.11%	2.29%	2.98%	2.21%	2.69%	3.43%
170025. IB	0.32%	0.44%	1.10%	0.25%	0.71%	1.70%
170027. IB	-7.64%	-7.70%	-7.23%		-7.06%	-5.20%
180004. IB	0.18%	0.29%	0.94%	-0.30%	0.14%	1.08%
180005. IB			-6.56%		-6.41%	-4.53%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

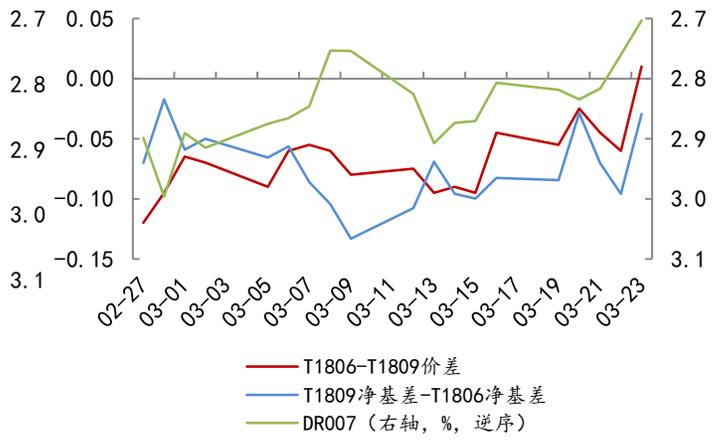
跨期方面, 上周期货表现强于现货, 各合约净基差均有所收窄, 且 1806 净基差收窄幅度大于 1809 合约, 导致 1809 与 1806 净基差之差有所扩大, TF1806-TF1809 跨期价差上行 0.1 元, T1806-T1809 跨期价差上行 0.055 元。

图表 4: TF 跨期价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T 跨期价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 6: 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
	130018. IB	130018. IB	净基差之差	次季-当季

2018/3/16	-0.080	0.023	-0.111	-0.134	0.3418
2018/3/19	-0.010	-0.017	-0.069	-0.052	0.3387
2018/3/20	-0.045	-0.027	-0.087	-0.059	0.3344
2018/3/21	-0.030	-0.048	-0.117	-0.069	0.3392
2018/3/22	-0.035	-0.064	-0.150	-0.086	0.3543
2018/3/23	0.020	-0.120	-0.151	-0.031	0.3696

来源: Wind, 东兴期货研发中心

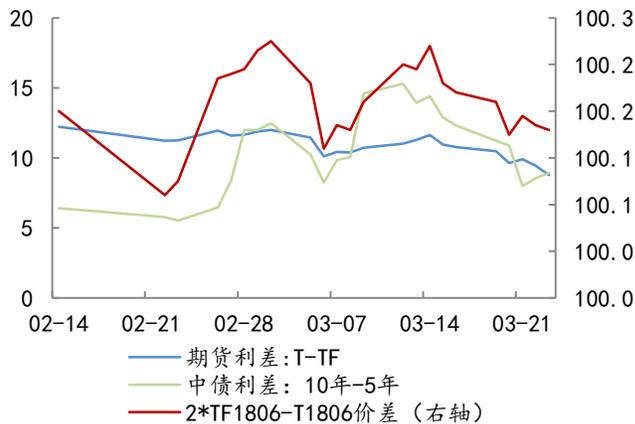
图 7: T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	T1806-T1809	T1806 160017.1B	T1809 160017.1B	1809-1806 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2018/3/16	-0.045	0.117	0.035	-0.083	-0.0180
2018/3/19	-0.055	0.073	-0.012	-0.084	-0.0211
2018/3/20	-0.025	-0.056	-0.085	-0.029	-0.0253
2018/3/21	-0.045	0.077	0.007	-0.070	-0.0205
2018/3/22	-0.060	-0.033	-0.129	-0.096	-0.0055
2018/3/23	0.010	-0.221	-0.251	-0.030	0.0098

来源: Wind, 东兴期货研发中心

跨品种方面, 上周期现利差均小幅收窄, 跨品种价差小幅收窄 0.04 元。

图表 8: 跨品种价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 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)
2018/3/16	100.17	3.87	3.98	10.78	3.69	3.82	12.31
2018/3/19	100.16	3.86	3.97	10.48	3.70	3.81	11.23
2018/3/20	100.13	3.83	3.92	9.64	3.68	3.79	10.88
2018/3/21	100.15	3.83	3.93	9.90	3.68	3.76	8.00

2018/3/22	100.14	3.81	3.90	9.46	3.66	3.75	8.54
2018/3/23	100.13	3.74	3.82	8.77	3.61	3.70	8.92
一周变动	-0.04	-13.4	-15.4	-2.01	-8.10	-11.49	-3.39

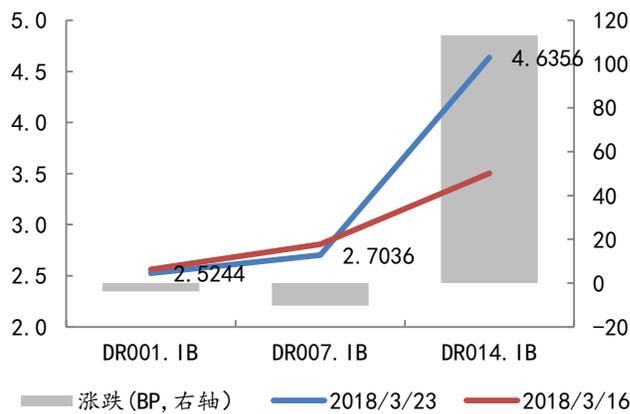
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、央行上调公开市场操作利率 5BP, 资金面持续宽松

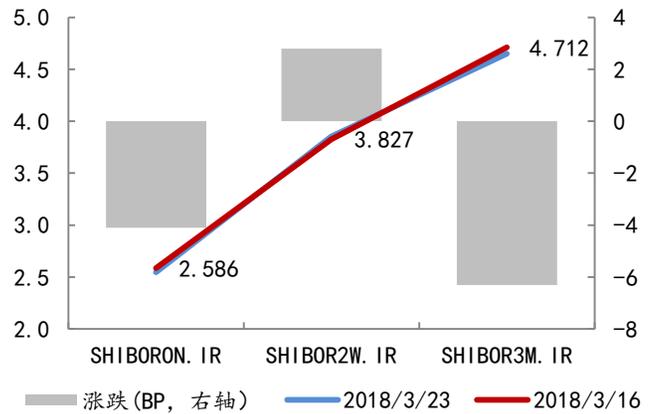
上周公开市场逆回购到期 3800 亿, 投放 600 亿, 净回笼 3200 亿。上周四央行跟随美联储上调公开市场操作利率 5 个 BP, 幅度符合市场预期。本周将有 1600 亿逆回购到期, 周一至周五分别到期 700 亿、100 亿、100 亿、400 亿和 300 亿。

资金方面, 上周资金面持续宽松, 14 天跨季资金利率有较大幅度的上行。本周将迎来跨季, 考虑到公开市场回笼量不大, 叠加月底财政投放资金, 料资金利率小幅抬升, 大概率平稳跨季。

图表 10: 银行间质押式回购利率一周涨跌



图表 11: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、一级市场发行情况较好, 二级市场收益率大幅下行

一级市场方面, 上周共发行 400 亿记账式付息国债和 952 亿政策性金融债, 发行利率均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 12: 一级市场利率债发行

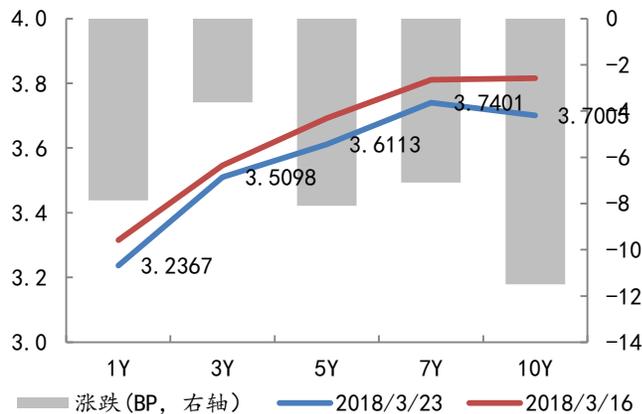
	发行利率	前一日 市场利率	利差 (bp)	全场 倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债							
18 付息国债 03(续发)	3.21	3.31	10.17	2.26	200	2018/3/21	1
18 付息国债 04(续发)	3.71	3.79	8.52	2.76	200	2018/3/21	10
国开债							
18 国开 04	4.69	4.83	14.43	4.11	65	2018/3/20	5
18 国开 02(增 6)	4.37	4.83	46.34	5.35	54	2018/3/20	2
18 国开 01(增 6)	3.92	4.15	22.27	4.87	116	2018/3/20	1

18 国开 05(增 5)	4.74	4.81	6.61	3.25	80	2018/3/22	10
17 国开 08(增 27)	4.84	4.91	7.63	2.54	50	2018/3/22	7
18 国开 03(增 2)	4.45	4.60	14.92	2.80	80	2018/3/22	3
进出口债							
18 进出 10	4.89	4.93	4.44	2.66	30	2018/3/22	10
18 进出 03(增 6)	4.70	4.79	9.06	2.11	53	2018/3/22	5
18 进出 02(增 7)	4.56	4.64	7.67	2.33	55	2018/3/22	3
农发债							
18 农发 03(增 6)	4.74	4.81	6.95	2.17	75	2018/3/19	5
18 农发 02(增 6)	4.62	4.69	7.18	2.98	80	2018/3/19	3
18 农发 04(增 2)	3.92	4.14	22.28	4.08	80	2018/3/21	1
18 农发 01(增 8)	4.82	4.90	8.13	3.50	54	2018/3/21	7
17 农发 15(增 19)	4.90	4.92	2.48	2.36	80	2018/3/21	10

来源: Wind, 东兴期货研发中心

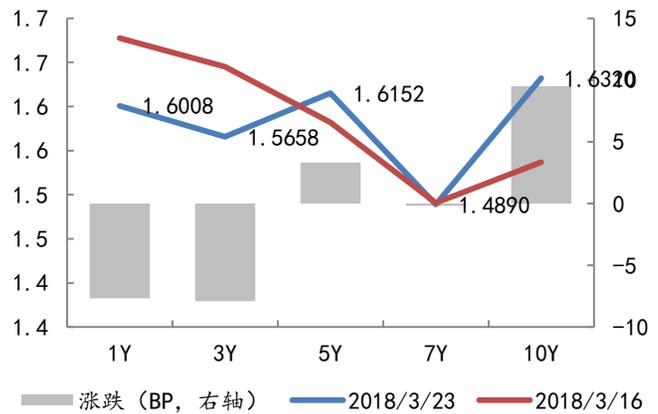
二级市场方面, 上周中债国债关键期限到期收益率全线下行, 10 年利率快速下行至 3.7%, 5 年利率快速下行至 3.61%, 10 年-5 年利差小幅收窄。中债 AAA 企业债关键期限到期收益率全线下行, 曲线走陡, 信用利差短降长升。

图表 13: 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 14: 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。