

2018 年 3 月 31 日

国债期货

研发中心

张晨

研究员，期货执业证书编号 F3027880

zhangchen@dxqh.net

资金面宽松，避险情绪升温，

期债快速上涨

观点要点：

- 节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等因素，于是市场做多情绪升温，国债期货主力合约震荡上行。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，当周国债期货整体收跌。22 日凌晨，美联储如期加息 25BP 符合预期，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。23 日凌晨，特朗普称将对 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，国内现券收益率开盘大幅下滑，当周期债成交量扩大。跨季时点资金面逐渐收紧，叠加贸易战的冲击逐渐消退，期债于月底小幅回落。
- 期现方面，3 月份现券收益率快速回落，期货表现好于现券，期货贴水收窄，1806 合约活跃券 IRR 有所上行。但当前 IRR 水平仍然较低，不足以覆盖资金成本，期现套利的机会尚未出现。
- 跨期方面，尽管 3 月份利率下行幅度较大，但目前利率仍然位于高位，跨期价差仍处于较低水平。我们判断本轮利率的下跌幅度有限，跨期价差大幅上升的可能性不大，近期跨期套利的获利空间较小。
- 跨品种方面，根据历史经验，随着收益率下降，可交割国债的收益率曲线倾向于变得陡峭。3 月份利率快速下行，TF1806 合约的涨幅大于 T1806 合约，跨品种组合价差扩大。当前市场预期存在较大的分歧，后期利率大概率在当前位置盘整，跨品种套利的机会有限。
- 资金方面，尽管 16 日央行上调政策利率 5 个 BP，但并未对资金面造成太大的冲击。3 月份资金面整体持续宽松，直至跨季时点，央行连续暂停公开市场操作叠加 MPA 考核压力下，资金利率大幅上涨，非银借贷成本激增。

一、3月行情：资金面宽松，避险情绪升温，期债快速上涨

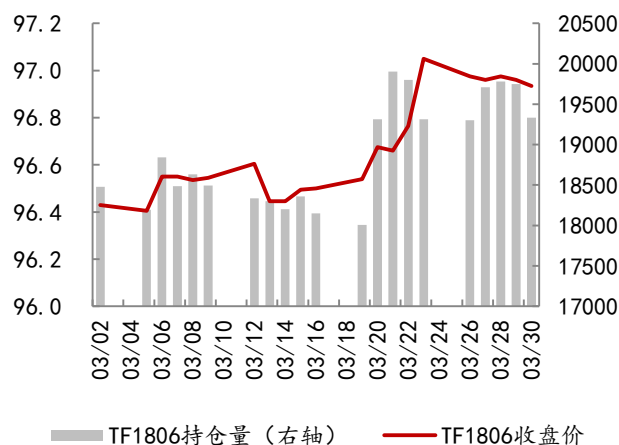
春节过后，央行大量净投放导致流动性相对宽松，此时恰逢经济数据公布的真空期，叠加下调银行拨备率以及海外避险情绪高涨等因素，于是市场做多情绪升温，国债期货主力合约震荡上行。1-2月经济数据整体好于预期，投资累计同比 7.9%，低于去年同期水平，但较四季度有所回升；社会消费品零售总额同比增长 9.7%，小幅高于去年同期水平，基本符合预期；工业增加值累计同比 7.2%，明显高于前期水平。经济数据向好表明当前经济增长仍有韧性，在一定程度上压制债市，当周国债期货整体收跌。22 日凌晨，美联储如期加息 25BP，将基准利率提高到 1.50%至 1.75%之间，符合预期。当日央行上调公开市场操作利率 5BP，市场解读为利空出尽，期债涨幅扩大。23 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，当周期债成交量扩大。跨季时点资金面逐渐收紧，叠加贸易战的冲击逐渐消退，期债于月底小幅回落。

图表 1：国债期货月行情

	2018/03/30	2018/02/28	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1806.CFE	96.935	96.420	0.515	0.53%	18,844	7,304
T1806.CFE	93.635	92.645	0.990	1.07%	18,770	7,317
TF1809.CFE	96.985	96.485	0.500	0.52%	18,674	7,480
T1809.CFE	93.735	92.740	0.995	1.07%	18,574	7,526

来源：Wind，东兴期货研发中心

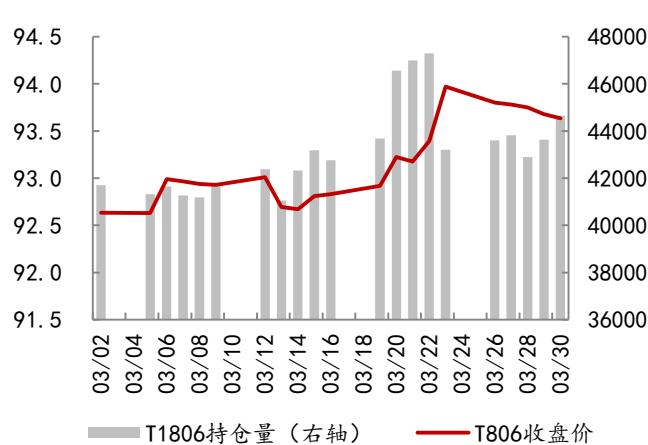
图表 2：TF1806 合约月内量价齐升



来源：Wind，东兴期货研发中心

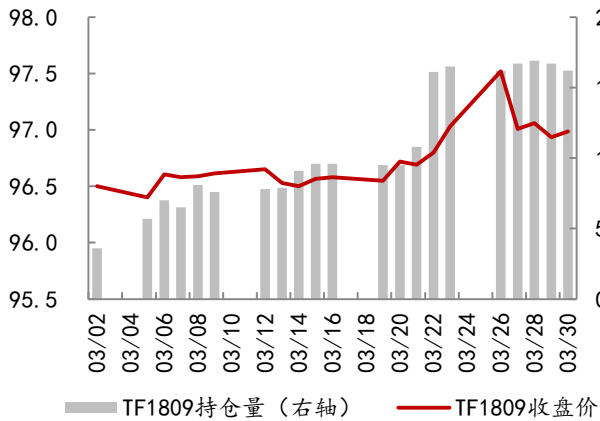
图表 4：TF1809 合约月内量涨价升

图表 3：T1806 合约月内量价齐升

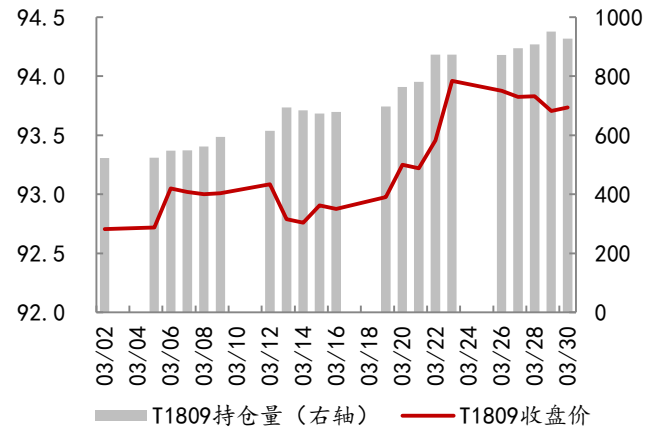


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 5：T1809 合约月内量涨价升



来源：Wind，东兴期货研发中心



来源：Wind，东兴期货研发中心

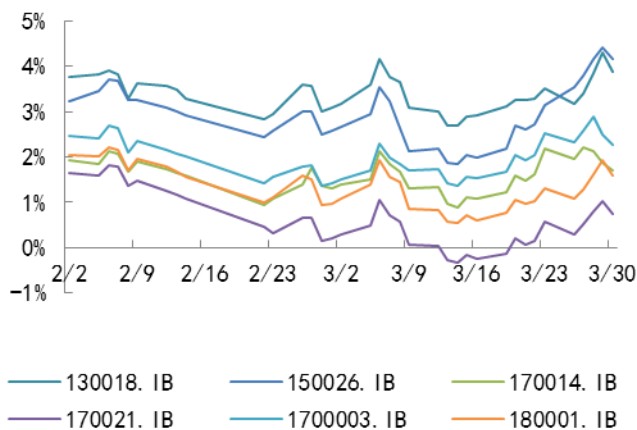
二、套利分析：预计后期利率盘整，套利交易机会有限

期现方面，3月份现券收益率快速回落，期货表现好于现券，期货贴水收窄，1806 合约活跃券 IRR 有所上行。但当前 IRR 水平仍然较低，不足以覆盖资金成本，期现套利的机会尚未出现。

跨期方面，尽管3月份利率下行幅度较大，但目前利率仍然位于高位，跨期价差仍处于较低水平。我们判断本轮利率的下跌幅度有限，跨期价差大幅上升的可能性不大，近期跨期套利的获利空间较小。

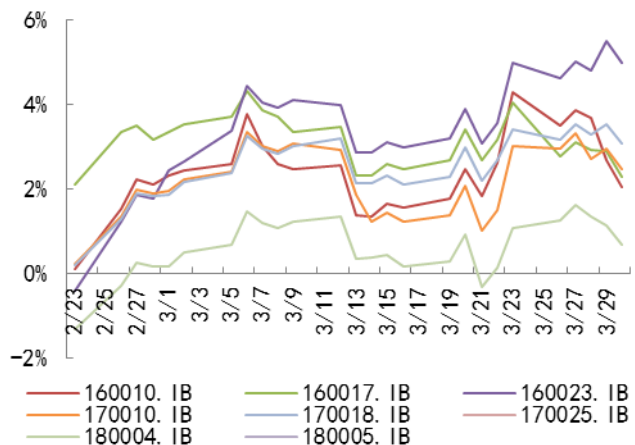
跨品种方面，根据历史经验，随着收益率下降，可交割国债的收益率曲线倾向于变得陡峭。3月份利率快速下行，TF1806 合约的涨幅大于 T1806 合约，跨品种组合价差扩大。当前市场预期存在较大的分歧，后期利率大概率在当前位置盘整，跨品种套利的机会有限。

图表 6： TF1806 活跃券 IRR 上行



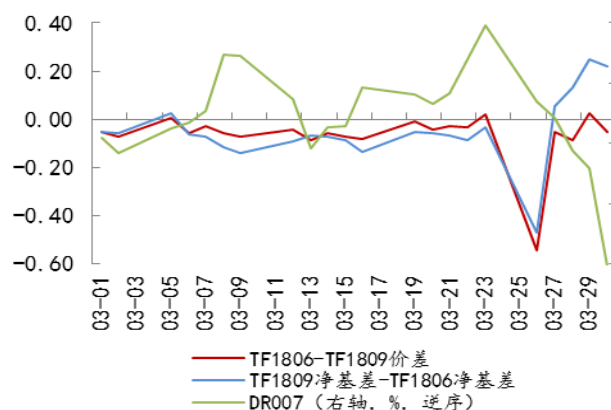
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 7： T1806 活跃券 IRR 上行



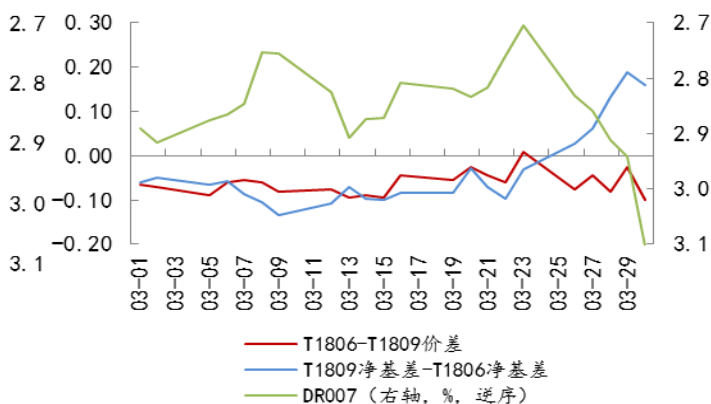
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8: TF 跨期价差低位震荡



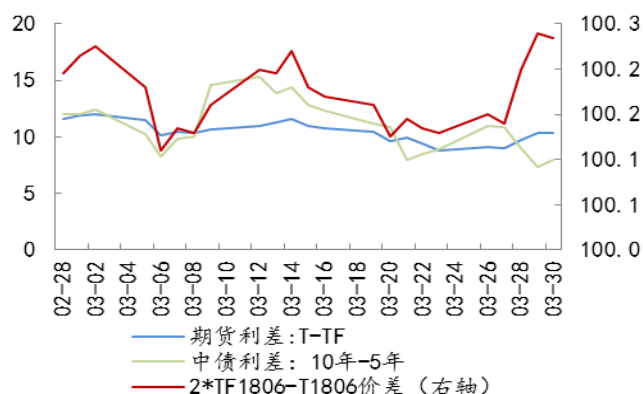
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: T 跨期价差低位震荡



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 利率快速下行, 跨品种价差扩大



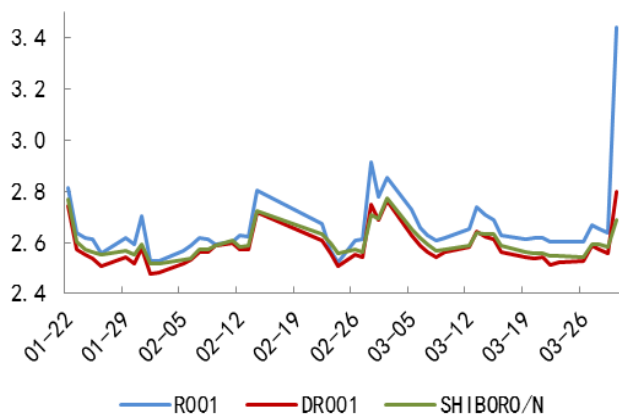
来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、3 月资金面整体宽松, 跨季时点非银借贷成本激增

3 月份央行公开市场逆回购到期 10500 亿, 投放 5400 亿, 净回笼 5100 亿。到期 2950 亿 MLF, 其中, 3 月 7 日到期 1055 亿 MLF, 央行全额续作; 3 月 16 日到期 1895 亿 MLF, 央行超额续作 3270 亿 MLF。此外, 3 月 26 日投放 500 亿 3 个月国库定存。

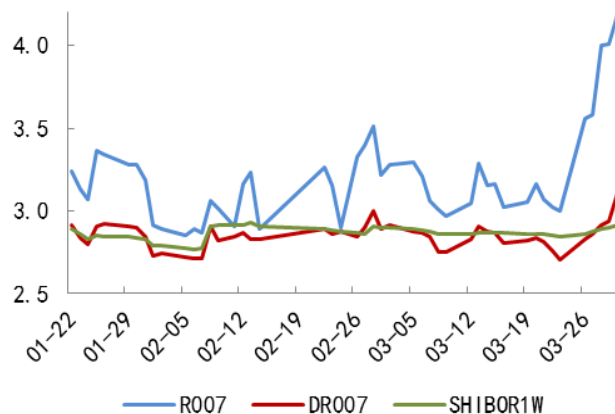
资金方面, 尽管 16 日央行上调政策利率 5 个 BP, 但并未对资金面造成太大的冲击。3 月份资金面整体持续宽松, 直至跨季时点, 央行连续暂停公开市场操作叠加 MPA 考核压力下, 资金利率大幅上涨, 非银借贷成本激增。

图表 11：隔夜资金利率



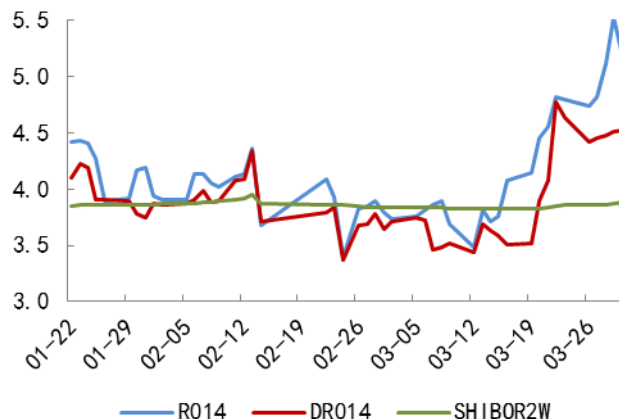
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12：7 天资金利率



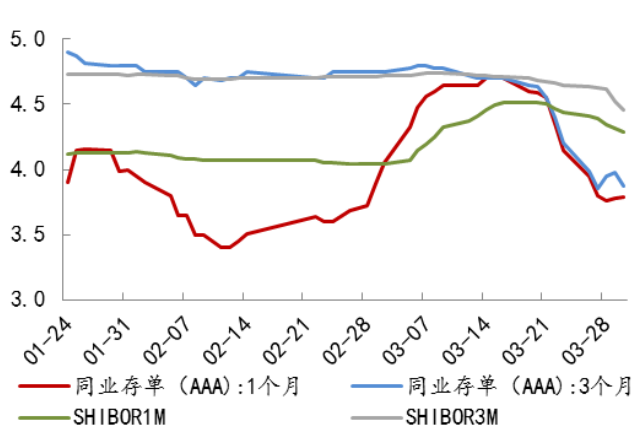
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：14 天资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 14：中期资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况良好，二级市场收益率下行

一级市场方面，3 月份共发行 1200 亿记账式付息国债、1877 亿国开债、673.3 亿进出口债、1342.2 亿农发债。一级市场发行利率均低于二级市场前一日到期收益率，发行倍数较高，发行情况良好。

二级市场方面，3 月份资金面整体较为宽松，海外风险事件频发，避险情绪高涨，国债收益率短升长降，曲线走平。国开债收益率全线下行，AAA 企业债收益率曲线陡峭，AAA 企业债-国债利差收窄。

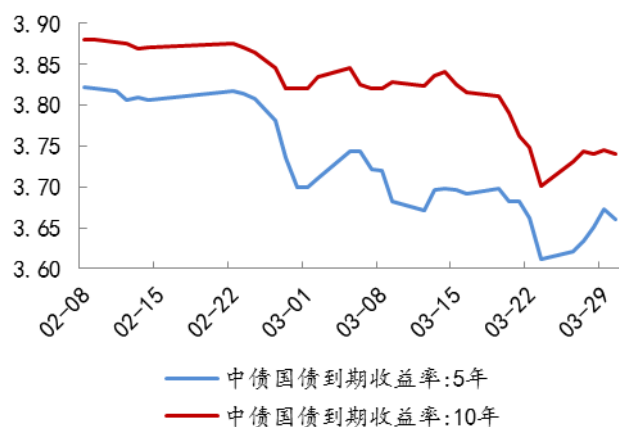
图表 15：3 月一级市场利率债统计

债券简称	发行起 始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	二级市场前一日 到期收益率	一级-二级 利差 (bp)	全场 倍数
18 附息国债 02(续 2)	2018/3/7	200	3	3.4685	3.5546	-8.61	2.64
18 附息国债 05	2018/3/7	200	7	3.77	3.8399	-6.99	2.44
18 附息国债 01(续 2)	2018/3/14	200	5	3.6166	3.697	-8.04	2.26
18 附息国债 06	2018/3/16	200	30	4.22	4.2633	-4.33	2.76
18 附息国债 03(续发)	2018/3/21	200	1	3.2127	3.3144	-10.17	2.84
18 附息国债 04(续发)	2018/3/21	200	10	3.7054	3.7906	-8.52	2.56
17 国开 08(增 24)	2018/3/1	50	7	4.8525	4.9359	-8.34	3.98
17 国开 12(增 14)	2018/3/1	80	5	4.6704	4.7889	-11.85	3.45
18 国开 02(增 3)	2018/3/1	50	2	4.3955	4.8139	-41.84	3.26
18 国开 01(增 4)	2018/3/6	116	1	4.0436	4.1789	-13.53	2.54
18 国开 02(增 4)	2018/3/6	53	2	4.455	4.8464	-39.14	3.16
18 国开 03	2018/3/6	84	3	4.62	4.7362	-11.62	2.99
17 国开 08(增 25)	2018/3/8	50	7	4.8357	4.9479	-11.22	3.85
17 国开 12(增 15)	2018/3/8	80	5	4.7017	4.7904	-8.87	2.77
18 国开 05(增 3)	2018/3/8	70	10	4.7468	4.8001	-5.33	4.48
18 国开 01(增 5)	2018/3/13	60	1	3.9785	4.188	-20.95	4.87
18 国开 03(增发)	2018/3/13	80	3	4.6252	4.7123	-8.71	4.13
18 国开 05(增 4)	2018/3/13	90	10	4.7825	4.7989	-1.64	4.8
17 国开 08(增 26)	2018/3/15	60	7	4.8658	4.9196	-5.38	4.93
17 国开 12(增 16)	2018/3/15	80	5	4.7161	4.842	-12.59	7.51
18 国开 02(增 5)	2018/3/15	40	2	4.3932	4.8502	-45.7	5.35
18 国开 01(增 6)	2018/3/20	95	1	3.9243	4.147	-22.27	5.08
18 国开 02(增 6)	2018/3/20	54	2	4.3693	4.8327	-46.34	2.57
18 国开 04	2018/3/20	65	5	4.69	4.8343	-14.43	2.8
17 国开 08(增 27)	2018/3/22	50	7	4.8358	4.9121	-7.63	3.21
18 国开 03(增 2)	2018/3/22	80	3	4.4543	4.6035	-14.92	3.15
18 国开 05(增 5)	2018/3/22	80	10	4.7392	4.8053	-6.61	4.11
18 国开 01(增 7)	2018/3/27	60	1	3.8058	3.9467	-14.09	3.93
18 国开 03(增 3)	2018/3/27	80	3	4.4455	4.4884	-4.29	3.24
18 国开 05(增 6)	2018/3/27	100	10	4.6827	4.6804	0.23	2.79
18 国开 02(增 7)	2018/3/29	40	2	4.2427	4.6749	-43.22	3.25
18 国开 04(增发)	2018/3/29	80	5	4.499	4.5962	-9.72	3.64
18 国开 06	2018/3/29	50	7	4.73	4.7844	-5.44	3.19
18 进出 01(增 5)	2018/3/1	30	1	4.0415	4.186	-14.45	3.13
18 进出 02(增 4)	2018/3/1	47	3	4.6021	4.6726	-7.05	5.98
18 进出 03(增 3)	2018/3/1	52.5	5	4.7111	4.8198	-10.87	2.22
18 进出 02(增 5)	2018/3/8	52.1	3	4.6418	4.6916	-4.98	2.6
18 进出 03(增 4)	2018/3/8	50	5	4.7197	4.8073	-8.76	3.02
18 进出 01(增 6)	2018/3/15	30	1	3.9967	4.1935	-19.68	2.33

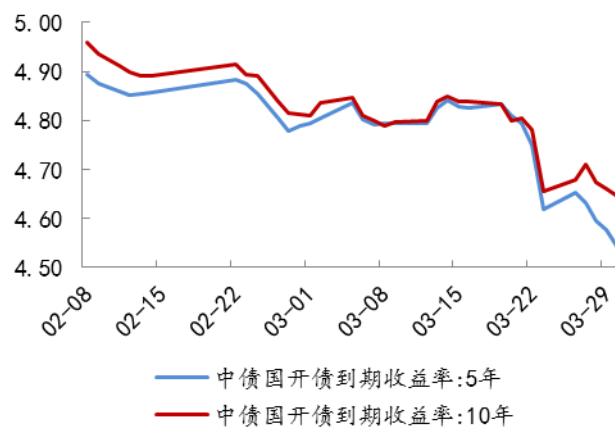
18 进出 02(增 6)	2018/3/15	50.1	3	4.6297	4.7234	-9.37	2.36
18 进出 03(增 5)	2018/3/15	50	5	4.7593	4.7961	-3.68	3.08
18 进出 02(增 7)	2018/3/22	54.5	3	4.5599	4.6366	-7.67	2.25
18 进出 03(增 6)	2018/3/22	53.3	5	4.6963	4.7869	-9.06	2.11
18 进出 10	2018/3/22	30	10	4.89	4.9344	-4.44	2.2
18 进出 03(增 7)	2018/3/29	63	5	4.5678	4.6328	-6.5	2.28
18 进出 04	2018/3/29	65.5	3	4.46	4.5019	-4.19	2.66
18 进出 10(增发)	2018/3/29	45.3	10	4.8003	4.8502	-4.99	2.93
18 农发 02(增 4)	2018/3/5	67.3	3	4.6492	4.7105	-6.13	4.5
18 农发 03(增 4)	2018/3/5	68	5	4.7378	4.7893	-5.15	3.39
18 农发 04	2018/3/5	74.5	1	4.1	4.1912	-9.12	3.5
18 农发 01(增 6)	2018/3/7	40	7	4.8589	4.9452	-8.63	3.46
17 农发 15(增 17)	2018/3/7	60	10	4.8947	4.9714	-7.67	2.63
18 农发 02(增 5)	2018/3/12	67.9	3	4.6238	4.7068	-8.3	3.14
18 农发 03(增 5)	2018/3/12	65	5	4.7308	4.7975	-6.67	2.98
18 农发 01(增 7)	2018/3/14	45.6	7	4.8611	4.9344	-7.33	3.11
18 农发 04(增发)	2018/3/14	80	1	4.0544	4.1931	-13.87	2.53
17 农发 15(增 18)	2018/3/14	70	10	4.9098	4.9534	-4.36	2.69
18 农发 02(增 6)	2018/3/19	80	3	4.6172	4.689	-7.18	2.17
18 农发 03(增 6)	2018/3/19	75.2	5	4.7414	4.8109	-6.95	2.56
18 农发 01(增 8)	2018/3/21	53.7	7	4.823	4.9043	-8.13	2.75
18 农发 04(增 2)	2018/3/21	80	1	3.9191	4.1419	-22.28	4.08
17 农发 15(增 19)	2018/3/21	80	10	4.8989	4.9237	-2.48	3.93
18 农发 02(增 7)	2018/3/26	70	3	4.4386	4.507	-6.84	3.43
18 农发 03(增 7)	2018/3/26	70	5	4.572	4.6255	-5.35	4
18 农发 01(增 9)	2018/3/28	45	7	4.708	4.8248	-11.68	2.94
18 农发 04(增 3)	2018/3/28	80	1	3.8235	4.042	-21.85	2.36
17 农发 15(增 20)	2018/3/28	70	10	4.7752	4.8453	-7.01	3.58

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 3 月份国债收益率快速下行

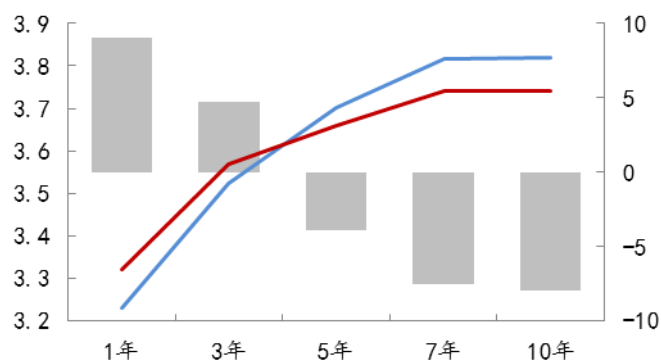


图表 17: 3 月份国开债收益率快速下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

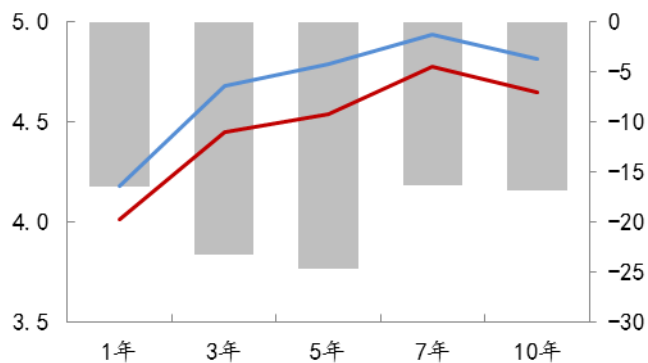
图表 18：国债关键期限到期收益率短升长降



— 月度涨跌 (bp, 右轴) — 2018/02/28 — 2018/03/30 — 月度涨跌 (bp, 右轴) — 2018/02/28 — 2018/03/30

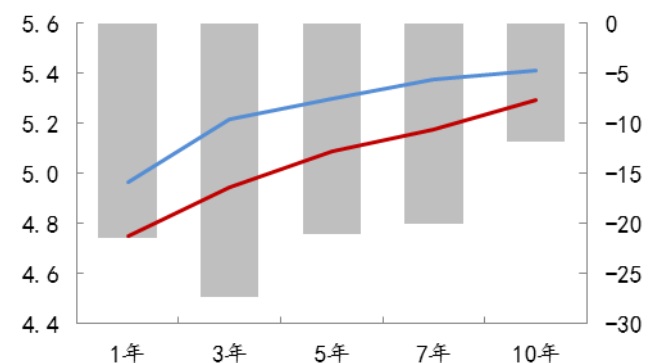
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：国开债关键期限到期收益率全线下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

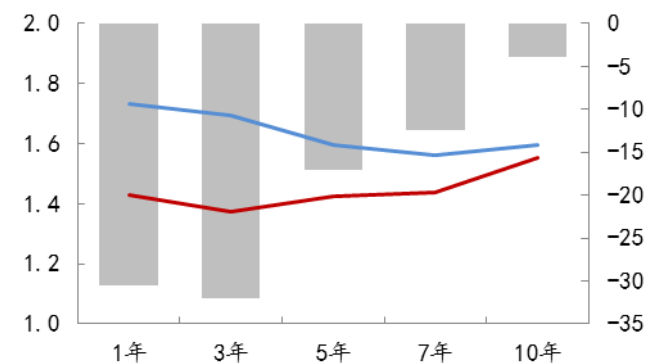
图表 20：AAA 企业债关键期限到期收益率曲线陡峭



— 月内涨跌 (bp, 右轴) — 2018/02/28 — 2018/03/30 — 月内涨跌 (bp, 右轴) — 2018/02/28 — 2018/03/30

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：AAA 企业债-国债利差收窄



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。