东兴期货
DONGXING FUTURES

国债期货月报

期货研究报告

2018 年 5 月 1 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

大起大落后，料期债震荡调整

观点要点：

- 目前降准落地、资管新规出台，期债先后经历了快速上涨和回调。假期结束后资金面转松，短期内利率走势的主导因素或转为经济基本面，料短期内呈现震荡调整的局面。
- 期现方面，4 月份，5 年现货表现好于期货，基差大幅上涨，活跃券 IRR 明显下滑。相比而言，10 年现货与期货则同步上涨，基差与 IRR 均相对稳定。目前 IRR 水平相对较低，有无法覆盖资金成本的风险。
- 跨期方面，4 月份期债价格快速上涨，1806 合约成交量放大，涨幅高于 1809 合约，TF 与 T 的跨期价差均由负转正，但绝对值仍在较低水平。根据对以往数据的统计，3%和 3.5%分别是寻找 TF 和 T 合约跨期套利机会的临界点。今年以来，利率震荡下行，目前 5 年和 10 年利率已接近 3%和 3.5%的边际水平。5 月份中旬主力合约将开始移仓，届时将结合利率走势判断跨期套利机会。
- 跨品种方面，从历史经验来看，当收益率快速下行时，较短期限国债收益率的下行幅度往往比较长期限国债收益率的下行幅度大，曲线倾向于陡峭化。4 月份收益率快速下行，10 年与 5 年国债利差快速扩大，1806 合约跨品种价差大幅上涨。据测算，短期内 2*TF1806-T1806 价差的区间范围在 100.7 – 101.4 之间。

一、4 月行情回顾： 资金前松后紧叠加降准利好，期债明显上涨

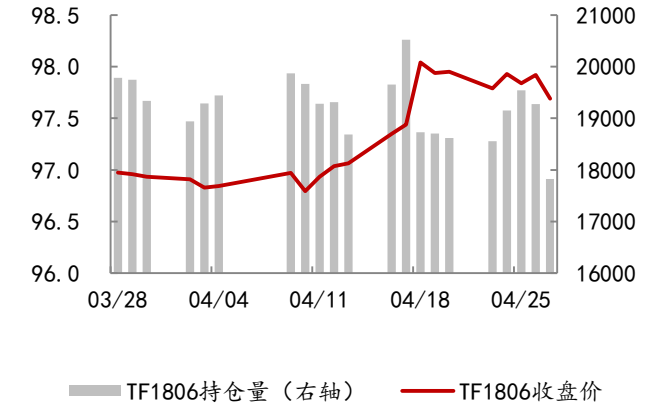
4 月上半月，资金面相对宽松，国债期货价格持续上涨。4 月 14 日媒体报道商业银行存款利率上限的约定将放开，长期看有利于缓解银行负债端压力，周一期债大幅上涨。4 月 17 日晚央行决定“从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）” 。受降准利好影响，18 日期债大幅上涨。4 月下旬，在缴税缴准以及节假日现金漏出的影响下，资金面持续紧张，期债有所回调。目前降准落地、资管新规出台，期债先后经历了快速上涨和回调。假期结束后资金面转松，短期内利率走势的主导因素或转为经济基本面，料短期内呈现震荡调整的局面。

图表 1：国债期货 4 月行情

	2018/04/27	2018/03/30	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1806.CFE	97.690	96.935	0.755	0.78%	19,179	8,904
T1806.CFE	94.500	93.635	0.865	0.92%	19,254	8,790
TF1809.CFE	97.640	96.985	0.655	0.68%	19,253	8,766
T1809.CFE	94.495	93.735	0.760	0.81%	19,235	8,754

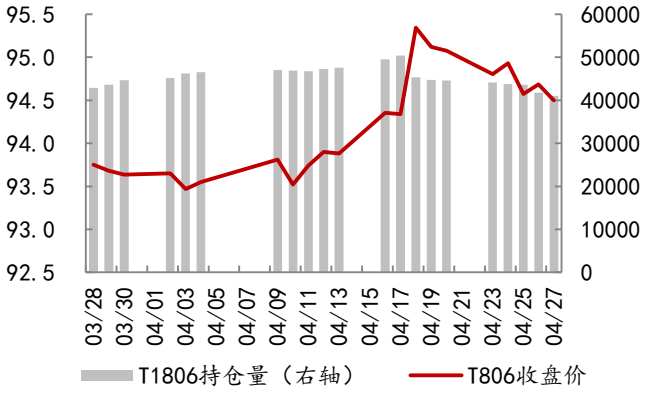
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1806 合约价格大幅上涨



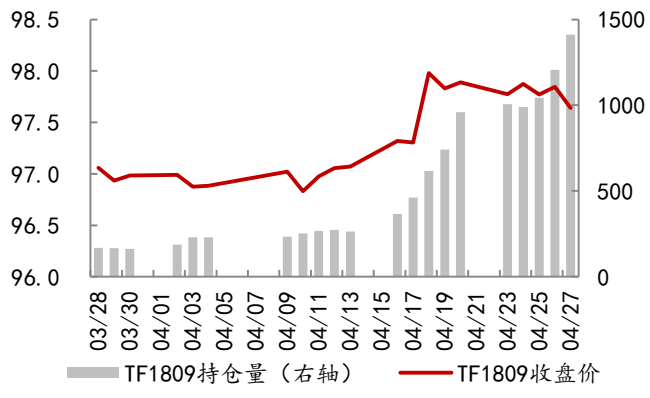
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：T1806 合约价格先涨后跌

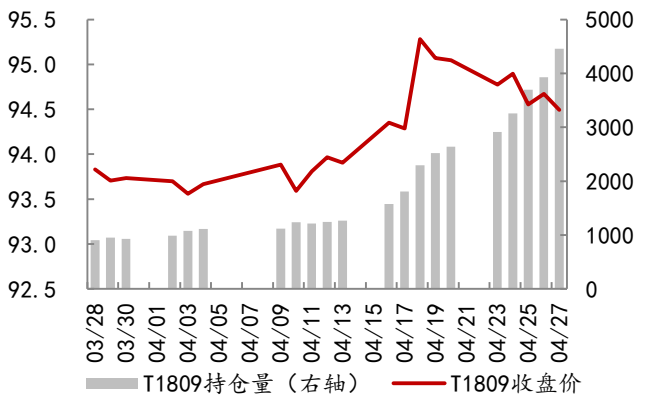


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：TF1809 合约价格大幅上涨



图表 5：T1809 合约价格先涨后跌

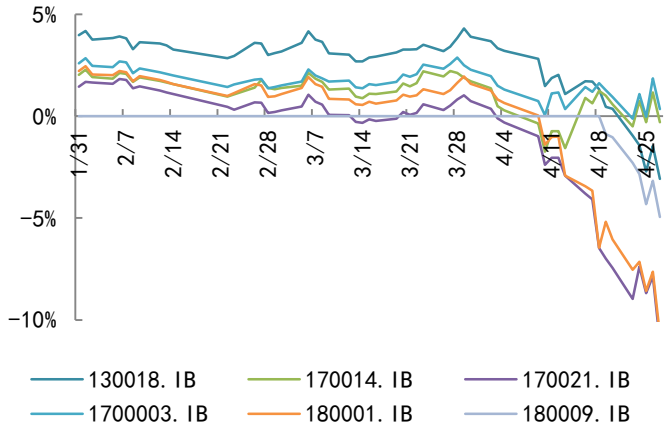


来源：Wind，东兴期货研发中心　　来源：Wind，东兴期货研发中心

二、5 月份主力合约移仓后或存在跨期套利机会

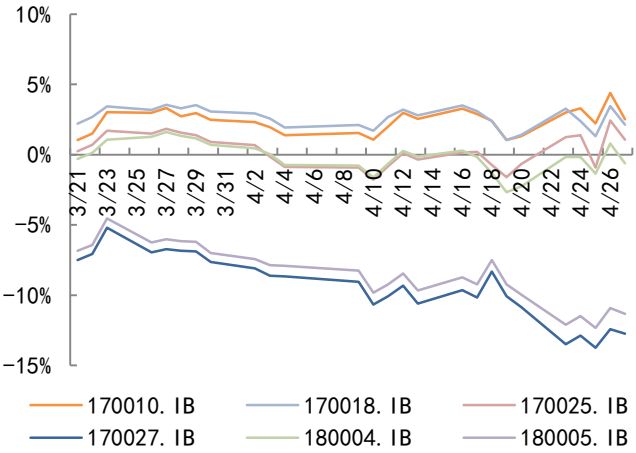
期现方面，4 月份，5 年现货表现好于期货，基差大幅上涨，活跃券 IRR 明显下滑。相比而言，10 年现货与期货则同步上涨，基差与 IRR 均相对稳定。目前 IRR 水平相对较低，有无法覆盖资金成本的风险。

图表 6：TF1806 合约 IRR 大幅下滑



来源：Wind，东兴期货研发中心

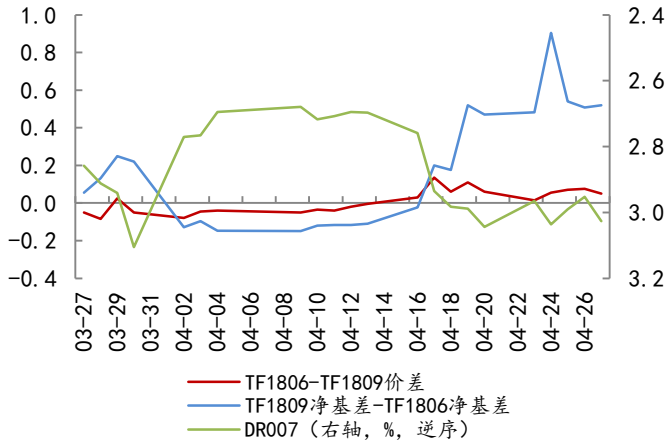
图表 7：T1806 合约 IRR 相对平稳



来源：Wind，东兴期货研发中心

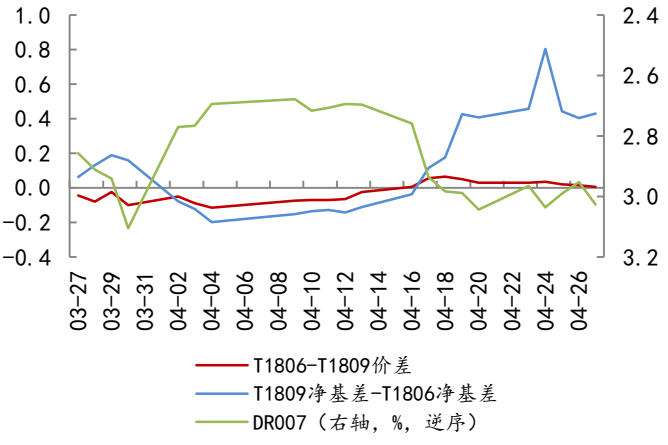
跨期方面，4 月份期债价格快速上涨，1806 合约成交量放大，涨幅高于 1809 合约，TF 与 T 的跨期价差均由负转正，但绝对值仍在较低水平。根据对以往数据的统计，3%和 3.5%分别是寻找 TF 和 T 合约跨期套利机会的临界点。今年以来，利率震荡下行，目前 5 年和 10 年利率已接近 3%和 3.5%的边际水平。5 月份中旬主力合约将开始移仓，届时将结合利率走势判断跨期套利机会。

图表 8：利率快速下行后，TF 跨期价差转正



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：利率快速下行后，T 跨期价差转正

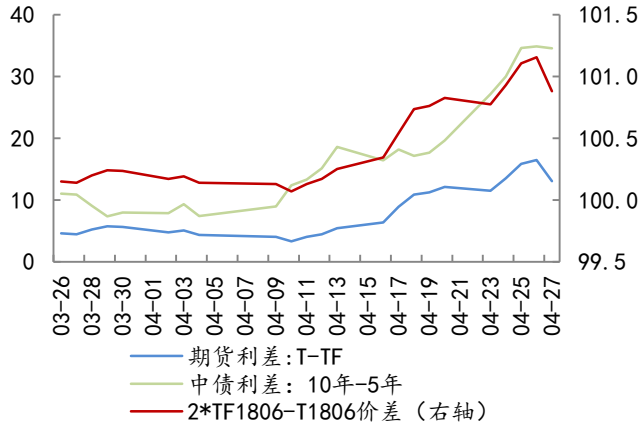


来源：Wind，东兴期货研发中心

跨品种方面，从历史经验来看，当收益率快速下行时，较短期限国债收益率的下行幅度往往比较长期限国债收益率的下行幅度大，曲线倾向于陡峭化。4 月份收益率

快速下行，10 年与 5 年国债利差快速扩大，1806 合约跨品种价差大幅上涨。据测算，短期内 2*TF1806-T1806 价差的区间范围在 100.7 – 101.4 之间。

图表 10：利率快速下行，利差扩大，跨品种价差快速上涨



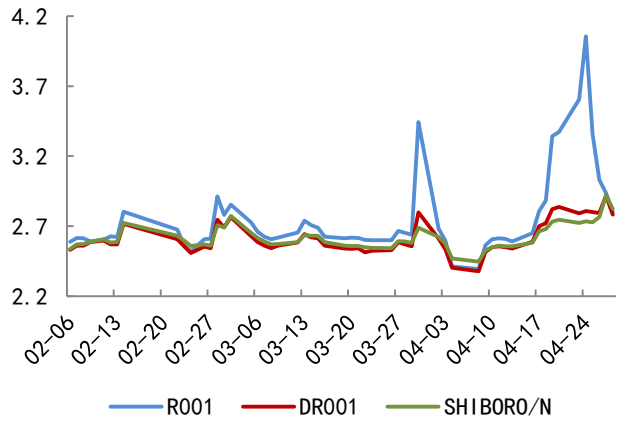
来源：Wind，东兴期货研发中心

三、4 月资金面前松后紧

公开市场操作方面，4 月份有 8400 亿逆回购到期，央行共进行 7600 亿逆回购操作，净回笼 800 亿。4 月 17 日有 3675 亿 MLF 到期，央行于当日全额续作 3675 亿 1 年期 MLF。5 月份将有 3800 亿逆回购和 1200 亿国库现金定存到期，此外，5 月 12 日还将有 3925 亿 MLF 到期。

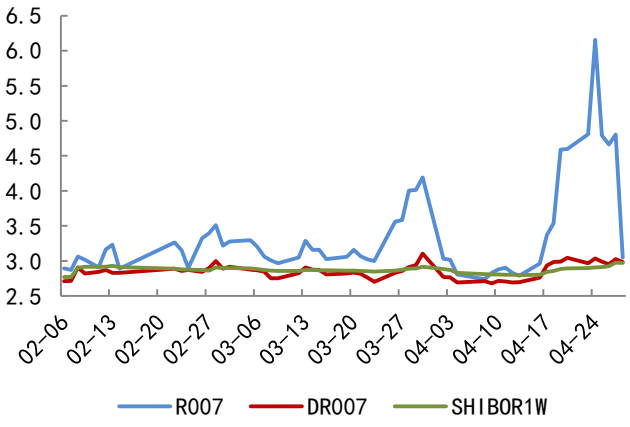
资金方面，跨季结束后资金面紧势趋缓，叠加公开市场回笼量不高，资金利率大幅回落。中旬进入缴税高峰期后，资金利率大幅抬升，R 与 DR 利差明显拉开，资金面结构性紧张局面再度出现，直至 25 日央行正式实施降准后，资金利率开始缓慢回落。

图表 11：隔夜资金利率月内大幅走高



来源：Wind，东兴期货研发中心

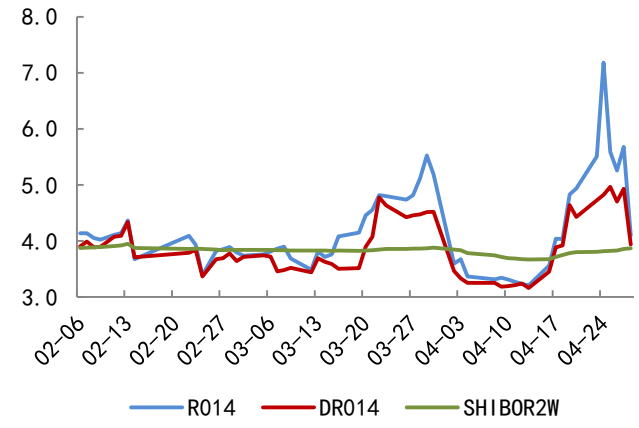
图表 12：7 日资金利率明显分化



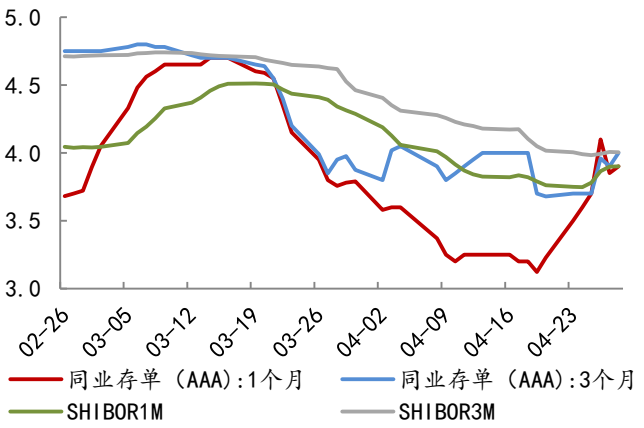
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：14 日资金利率波动放大

图表 14：1 个月同存利率明显回升



来源：Wind，东兴期货研发中心



来源：Wind，东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况较好，二级市场收益率曲线牛陡

一级市场方面，4月份发行记账式附息国债2449.2亿、国开债1674.38亿、进出口债683.2亿、农发债1274.2亿，发行利率多数低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数较高，发行情况较好。

图表15：4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	边际倍数
18附息国债05(续发)	2018/4/11	455.9	7	3.70	3.73	-3.21	2.3	7.5
18附息国债07	2018/4/11	450	3	3.42	3.46	-4.14	1.9	7.5
18附息国债08	2018/4/18	290	2	3.06	3.22	-16	2.1	5.1
18附息国债09	2018/4/18	370	5	3.17	3.47	-29.96	2.0	1.0
18附息国债06(续发)	2018/4/20	303.3	30	4.00	4.01	-0.28	1.9	1.0
18附息国债03(续2)	2018/4/25	290	1	2.94	3.02	-7.15	2.0	1.8
18附息国债04(续2)	2018/4/25	290	10	3.55	3.59	-3.46	2.1	1.8
18国开03(增4)	2018/4/3	80	3	4.31	4.43	-12.33	3.4	1.1
18国开05(增7)	2018/4/3	80	10	4.57	4.65	-8.21	3.7	1.4
18国开06(增发)	2018/4/3	50	7	4.66	4.77	-10.49	4.1	1.8
18国开02(增8)	2018/4/10	60	2	4.04	4.54	-49.41	6.0	2.4
18国开05(增8)	2018/4/10	110	10	4.51	4.54	-2.27	2.7	2.9
18国开07	2018/4/10	116	1	3.57	3.78	-20.82	3.9	11.7
18国开03(增5)	2018/4/12	95	3	4.20	4.30	-10.17	2.7	15.0
18国开04(增2)	2018/4/12	80	5	4.36	4.43	-7.48	2.8	11.4
18国开06(增2)	2018/4/12	60	7	4.62	4.65	-3.34	2.4	11.4
18国开04(增3)	2018/4/17	80	5	4.31	4.40	-9.11	3.2	1.8
18国开05(增9)	2018/4/17	120	10	4.50	4.55	-4.75	2.5	1.6
18国开06(增3)	2018/4/17	60	7	4.56	4.64	-7.83	3.1	26.8
16国开05(增41)	2018/4/19	30	20	4.61	4.31	30.27	5.6	6.8
18国开02(增9)	2018/4/19	40	2	3.93	4.31	-38.28	3.6	5.2

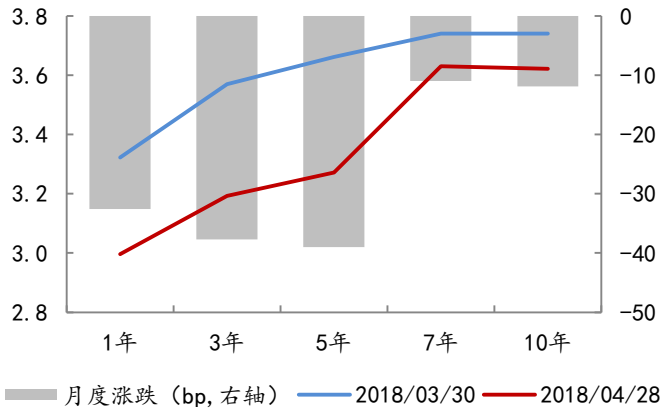
18 国开 03(增 6)	2018/4/19	80	3	4.04	4.02	2.01	2.4	2.2
18 国开 07(增发)	2018/4/19	50	1	3.50	3.57	-6.65	2.8	1.1
18 国开 05(增 11)	2018/4/24	120	10	4.33	4.40	-6.68	3.0	2.8
18 国开 07(增 2)	2018/4/24	75	1	3.50	3.66	-16.4	3.6	2.2
18 国开 08	2018/4/24	68.38	3	4.07	4.13	-6.45	3.3	10.4
16 国开 05(增 42)	2018/4/26	40	20	4.70	4.38	31.51	2.7	1.0
18 国开 02(增 10)	2018/4/26	40	2	3.95	4.38	-43.35	3.7	1.0
18 国开 04(增 4)	2018/4/26	80	5	4.22	4.24	-1.97	2.3	1.3
18 国开 06(增 4)	2018/4/26	60	7	4.56	4.48	7.39	1.9	1.6
18 进出 03(增 8)	2018/4/4	57.7	5	4.46	4.56	-9.84	3.0	2.0
18 进出 04(增发)	2018/4/4	67	3	4.33	4.41	-7.7	3.8	3.1
18 进出 10(增 2)	2018/4/4	40.3	10	4.73	4.78	-4.51	4.2	1.0
18 进出 03(增 9)	2018/4/12	52.5	5	4.41	4.50	-8.94	2.9	1.0
18 进出 04(增 2)	2018/4/12	58.3	3	4.25	4.31	-6.02	3.2	7.5
18 进出 10(增 3)	2018/4/12	43.7	10	4.70	4.73	-2.96	3.7	1.3
18 进出 03(增 10)	2018/4/19	70	5	4.30	4.17	12.78	1.2	1.0
18 进出 04(增 3)	2018/4/19	50	3	4.05	4.05	-0.17	1.8	1.2
18 进出 05	2018/4/19	30	1	3.49	3.61	-11.68	2.9	2.1
18 进出 10(增 4)	2018/4/19	40.3	10	4.46	4.50	-4.1	2.6	2.7
18 进出 03(增 11)	2018/4/26	54.9	5	4.30	4.38	-8	3.0	1.1
18 进出 04(增 4)	2018/4/26	58.5	3	4.16	4.13	3.9	2.4	1.5
18 进出 10(增 5)	2018/4/26	60	10	4.55	4.56	-0.82	3.6	12.2
18 农发 02(增 8)	2018/4/2	80	3	4.40	4.45	-4.68	2.6	24.6
18 农发 03(增 8)	2018/4/2	80	5	4.52	4.59	-6.73	2.9	2.1
17 农发 15(增 21)	2018/4/4	70	10	4.73	4.77	-4.13	2.6	2.0
18 农发 01(增 10)	2018/4/4	50	7	4.65	4.74	-9.75	3.9	31.7
18 农发 04(增 4)	2018/4/4	72.9	1	3.62	3.84	-22.37	2.9	1.3
16 农发 13(增 6)	2018/4/9	40	5	4.25	4.47	-22.52	3.0	1.1
18 农发 05	2018/4/9	30	2	4.13	4.71	-57.66	7.2	1.5
18 农发 01(增 11)	2018/4/11	50	7	4.60	4.70	-10.3	2.9	1.5
18 农发 03(增 9)	2018/4/11	80	5	4.42	4.48	-6.26	2.5	8.6
18 农发 04(增 5)	2018/4/11	77.6	1	3.66	3.79	-12.39	2.5	2.4
16 农发 13(增 7)	2018/4/16	30	5	4.30	4.49	-19.15	2.5	2.0
18 农发 05(增发)	2018/4/16	30	2	4.09	4.73	-63.88	5.3	15.0
17 农发 15(增 23)	2018/4/18	67.5	10	4.38	4.70	-31.46	3.7	3.2
18 农发 01(增 12)	2018/4/18	50	7	4.28	4.63	-34.67	4.1	2.3
18 农发 03(增 10)	2018/4/18	76.2	5	4.08	4.44	-36.79	3.0	26.4
18 农发 04(增 6)	2018/4/18	80	1	3.36	3.81	-45.12	2.4	1.2
16 农发 13(增 8)	2018/4/23	20	5	4.18	4.22	-4.57	3.5	1.6
18 农发 05(增 2)	2018/4/23	40	2	4.02	4.51	-49.25	3.2	1.9
17 农发 15(增 24)	2018/4/25	60	10	4.54	4.53	1.1	2.6	32.9
18 农发 01(增 13)	2018/4/25	40	7	4.47	4.46	1.15	2.4	1.3

18 农发 03(增 11)	2018/4/25	70	5	4.28	4.33	-4.28	2.1	1.2
18 农发 04(增 7)	2018/4/25	80	1	3.60	3.69	-9.07	2.2	13.5

来源：Wind，东兴期货研发中心

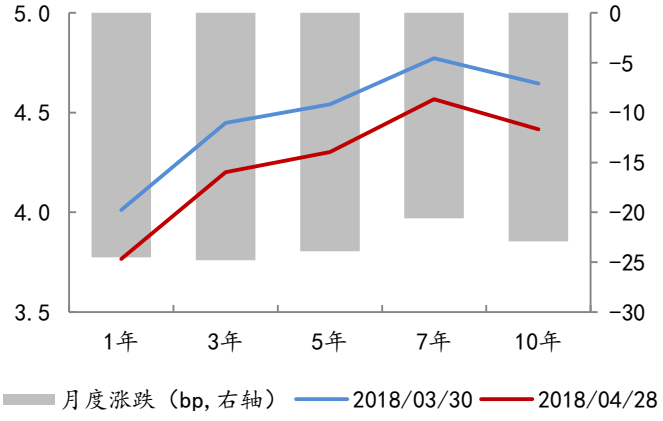
二级市场方面，4 月份国债关键期限到期收益率曲线全线下行，中短期下行幅度大于长期，曲线整体走陡，且 10 年-5 年利差迅速扩大。国开债关键期限到期收益率曲线全线下行，期限利差波动较小。10 年期信用利差快速收窄，5 年期信用利差则于月底大幅回升。

图表 16：国债关键期限到期收益率曲线牛陡



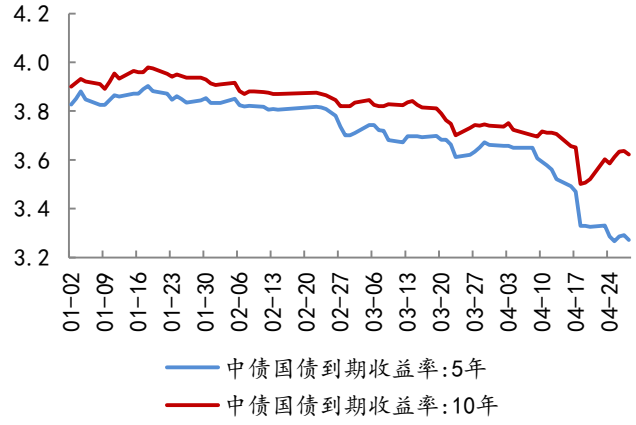
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 17： 国开债关键期限到期收益率曲线下行



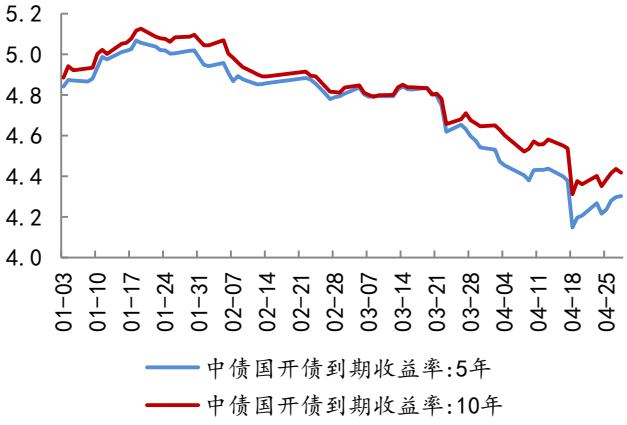
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：4 月份国债到期收益率大幅下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

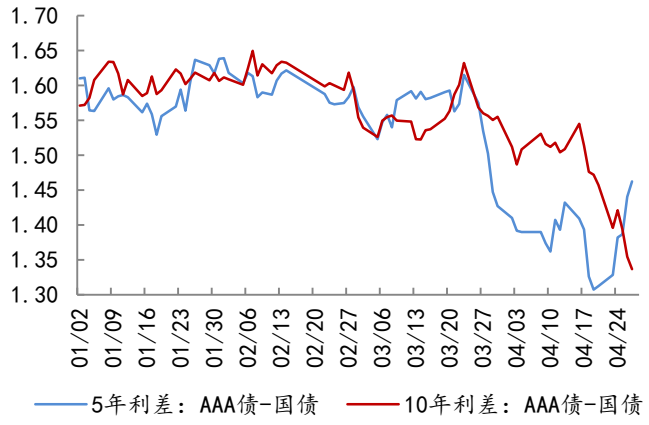
图表 19： 4 月份国开债到期收益率大幅下行



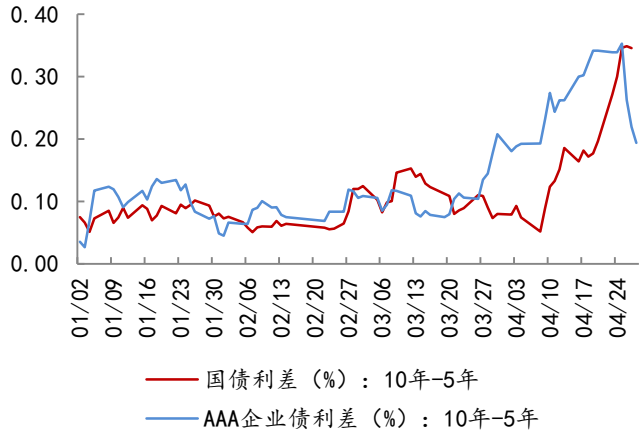
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：10 年期信用利差月内大幅收窄

图表 21：信用债期限利差月内先涨后跌



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。