

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

期债上演 V 型反转， 重回上涨通道

观点要点：

- 资管新规要求打破刚兑、抑制通道业务、规范主动管理业务。后期随着非标、信托以及委外的规模持续缩减，债券等表内资产或具有更高的配置需求。而在当前信用违约事件持续发酵的环境下，国债和国开债等低风险利率债的配置优势凸显，长期来看有来自需求端的支撑。修订后的商业银行流动性管理办法相较于征求意见稿有所放松，在一定程度上缓解了此前对监管的担忧，当前期债的主导因素可能会逐步回归至经济基本面和资金面。
- 5 月份食品价格继续环比下滑，生产资料价格则持续环比上涨，叠加考虑翘尾因素的影响，预计 5 月份 CPI 同比进一步回落，PPI 同比则继续上涨，通胀持续分化。5 月份上游工业生产依然旺盛，高炉开工率、日均耗煤量、日均粗钢产量等均持续环比上涨。下游需求端则略显薄弱，30 大中城市商品房日均成交面积环比小幅回落，乘用车批发零售增速均有所下滑。在通胀和供需均持续分化的环境下，近期基本面对利率的影响有限。
- 目前监管压力暂缓，国内基本面分化，海外因素影响有限，期债重回上涨通道。展望 6 月份，货币政策可能会成为期债的主要风险因素。
- 5 月份跨品种价差先涨后跌，而中债国债 10 年-5 年利差则逐渐收窄。目前期货利差已接近现货利差，100.6 的跨品种价差是一个相对均衡的位置，判断未来曲线将缓慢陡峭化，建议做多跨品种价差，做多 2 手 TF1809 合约的同时做空 1 手 T1809 合约。

一、5月行情回顾

5月份，期债先跌后涨，目前已回到宣布降准首日的水平。本轮强势反弹可能是受三方面原因的推动。首先，4月下旬的快速回落是降准冲击消退后的正常反应，而5月上旬的持续回调则来源于对4月份基本面数据向好的预期。5月中旬基本面数据陆续公布后，预期得到修正，叠加资金面相对宽松，期债开始修复性上涨。其次，上周五公布流动性管理办法正式稿后，监管的悲观预期得到阶段性的出清，对期债的压力暂缓。最后，近两周以来美债大幅反弹，或在一定程度上带动国内债市的做多情绪。

监管方面，继4月底资管新规正式稿出台后，上周五银保监会又公布了修订后的商业银行流动性管理办法。资管新规要求打破刚兑、抑制通道业务、规范主动管理业务。后期随着非标、信托以及委外的规模持续缩减，债券等表内资产或具有更高的配置需求。而在当前信用违约事件持续发酵的环境下，国债和国开债等低风险利率债的配置优势凸显，长期来看有来自需求端的支撑。修订后的商业银行流动性管理办法将流动性匹配率暂时作为监管指标，并将过渡期延长至2020年，同时在指标的计算上也做出了一定的修改。整体来看，正式稿相较于征求意见稿有所放松，在一定程度上缓解了此前对监管的担忧，当前期债的主导因素可能会逐步回归至经济基本面和资金面。

5月份食品价格继续环比下滑，生产资料价格则持续环比上涨，叠加考虑翘尾因素的影响，预计5月份CPI同比进一步回落，PPI同比则继续上涨，通胀持续分化。5月份上游工业生产依然旺盛，高炉开工率、日均耗煤量、日均粗钢产量等均持续环比上涨。下游需求端则略显薄弱，30大中城市商品房日均成交面积环比小幅回落，乘用车批发零售增速均有所下滑。在通胀和供需均持续分化的环境下，近期基本面对利率的影响有限。

近期中美贸易摩擦达成新的共识，我国将通过积极扩大进口来促改革、促发展。市场对此主要有两方面的担忧。一方面，贸易顺差的减少可能在一定程度上拖累经济增速；另一方面，增加进口可能会导致外汇占款减少，以致基础货币规模收缩。而这两个方面对期债的作用是反向的，或可部分抵消。此外，4月份银行代客结售汇顺差大幅增加，银行代客远期净结汇当月值由负转正，表明当前企业和居民的结汇意愿有所增强，将在一定程度上补充外汇占款。4月下旬以来，美元兑人民币中间价触底反弹，中美利差也于底部企稳，并于本周二重回80BP以上的舒适区间。整体来看，当前海外因素对国内债市的压力有限。

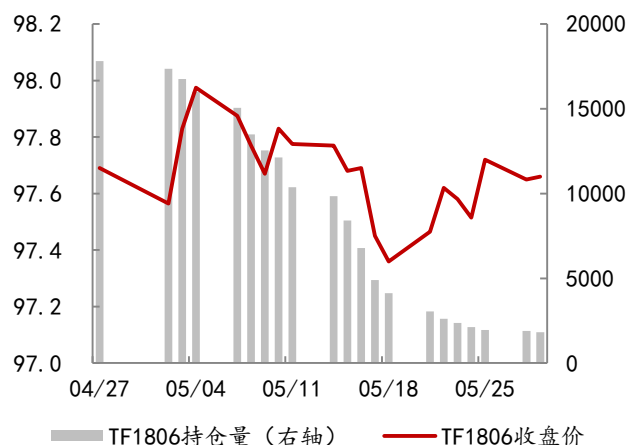
综上所述，目前监管压力暂缓，国内基本面分化，海外因素影响有限，期债重回上涨通道。展望6月份，货币政策可能会成为期债的主要风险因素。

图表 1：国债期货 5 月行情

	2018/05/30	2018/04/27	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量(手)	日均成交量(手)
TF1806.CFE	97.785	97.690	0.095	0.10%	8,260	5,574
T1806.CFE	95.130	94.500	0.630	0.67%	21,365	20,341
TF1809.CFE	97.850	97.640	0.210	0.22%	8,773	3,834
T1809.CFE	95.150	94.495	0.655	0.69%	24,117	16,641

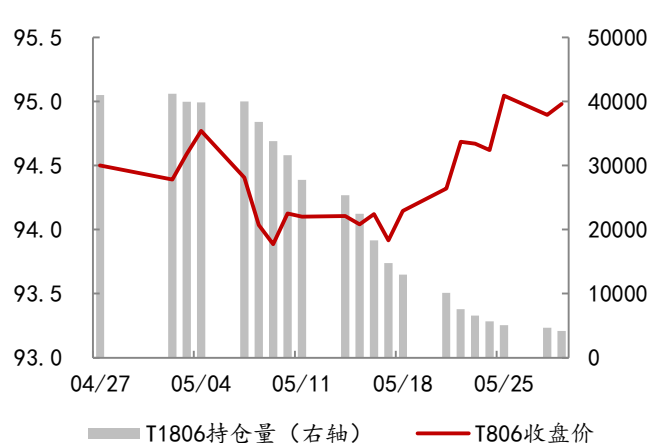
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TF1806 合约



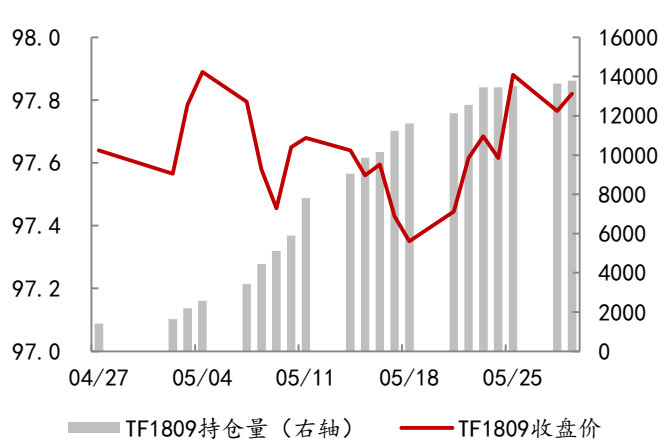
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: T1806 合约



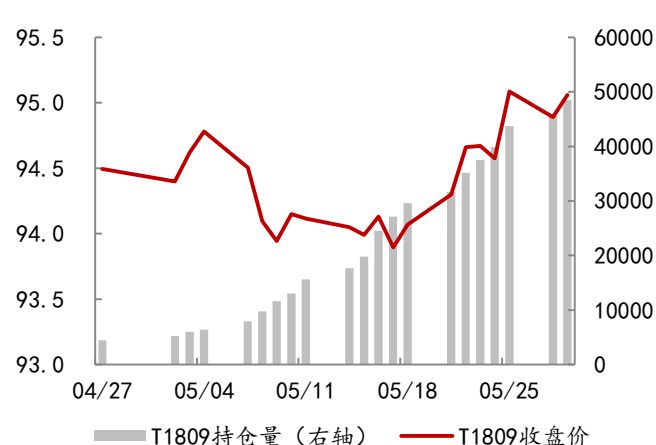
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1809 合约



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1809 合约

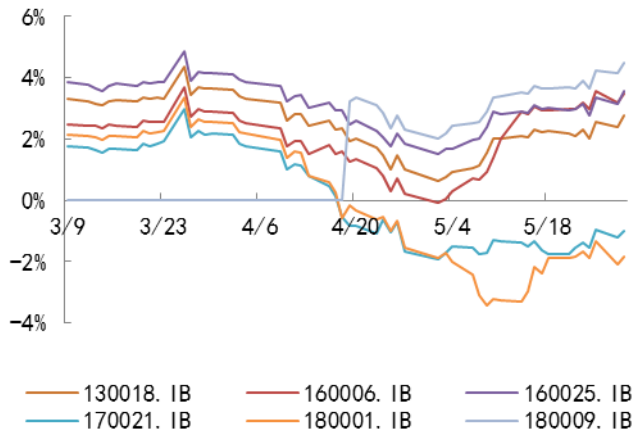


来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、策略：建议做多跨品种价差

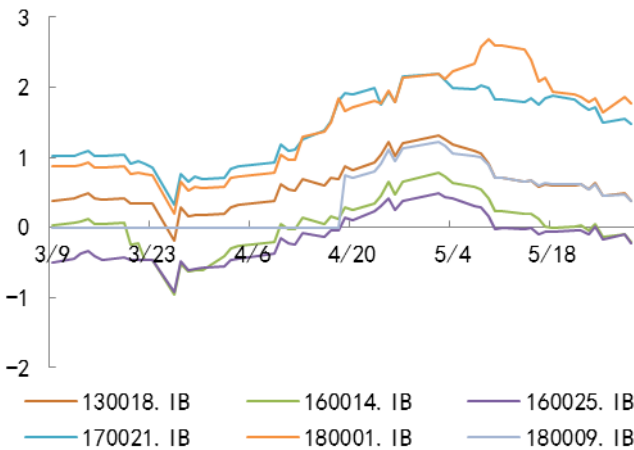
期现套利方面, 5 月份, 5 年期货表现明显强于活跃现券, 多数活跃券 IRR 上行, 基差收窄; 10 年期货表现略好于活跃现券, 活跃券 IRR 窄幅震荡, 基差小幅下行。目前期现套利可获得最高 IRR 在 3.4% 上下, 扣除资金成本后的收益是比较薄的。跨期套利方面, 5 月份主力合约移仓后, 1806-1809 价差逐渐收窄。6 月 8 日为 1806 合约的最后交易日, 6 月 13 日将进行交割。跨品种方面, 5 月份跨品种价差先涨后跌, 而中债国债 10 年-5 年利差则逐渐收窄。目前期货利差已接近现货利差, 100.6 的跨品种价差是一个相对均衡的位置, 判断未来曲线将缓慢陡峭化, 建议做多跨品种价差, 做多 2 手 TF1809 合约的同时做空 1 手 T1809 合约。

图表 6: TF1809 合约 IRR 上行



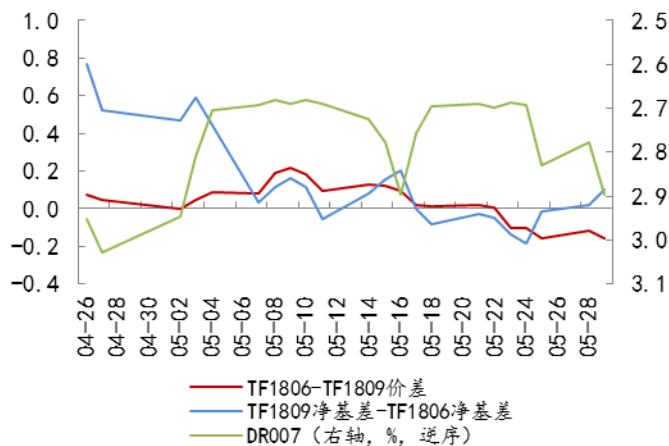
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: TF1809 合约基差收窄



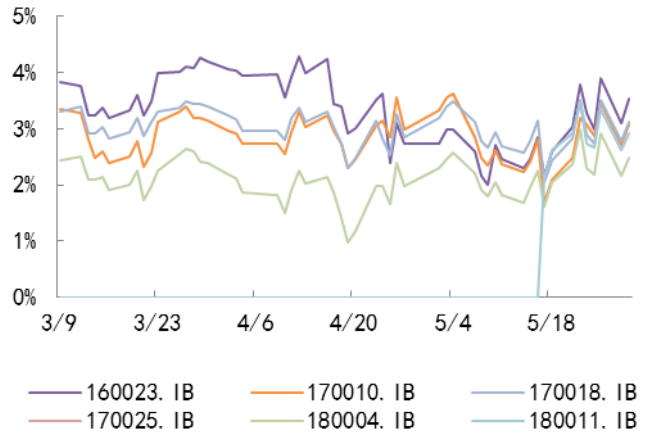
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: TF 跨期价差收窄



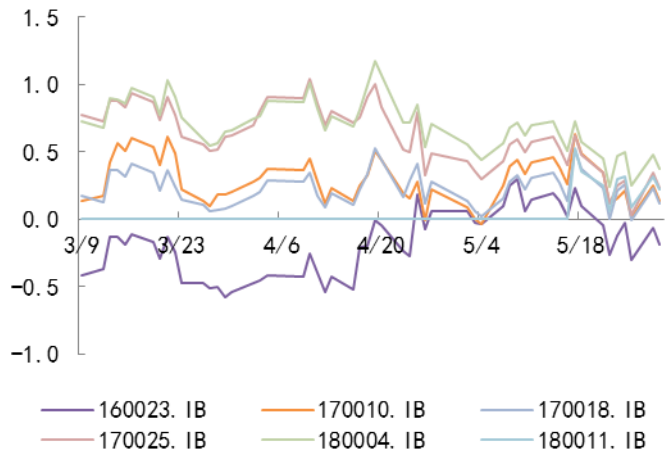
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: T1809 合约 IRR 震荡



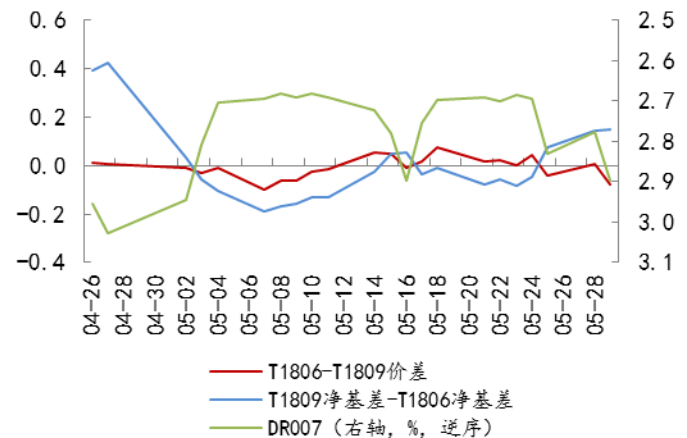
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: T1809 合约基差小幅下行



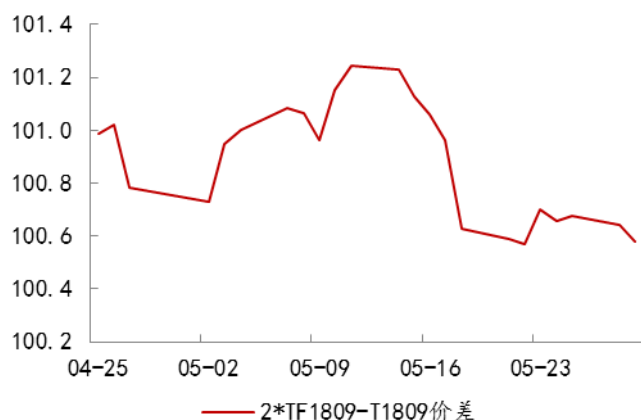
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: T 跨期价差收窄



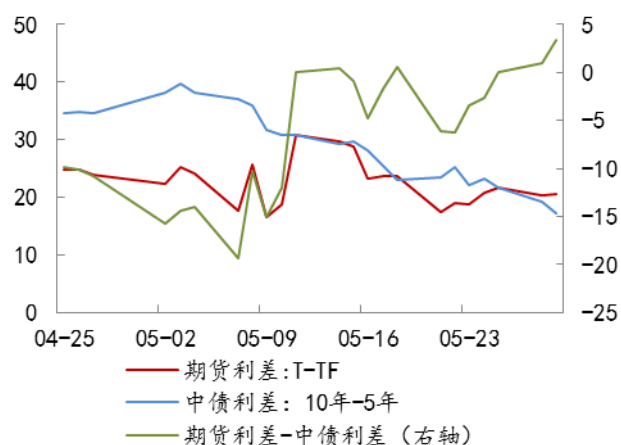
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 1809 合约跨品种价差先涨后跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 跨品种利差



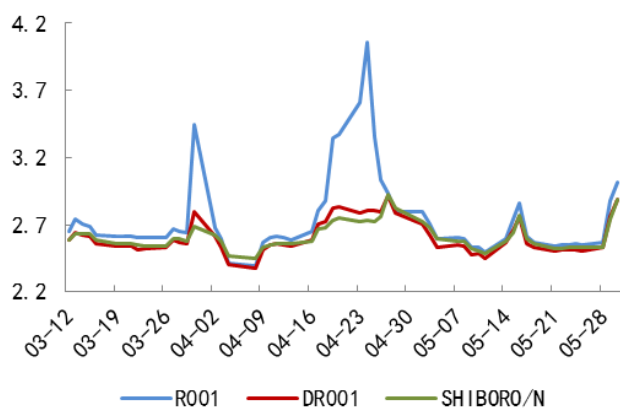
来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、公开市场大额净投放, 月末资金利率再现结构分化

公开市场操作方面, 5 月份共有 12500 亿逆回购到期, 央行共投放 18800 亿逆回购, 净投放 6300 亿; 5 月 12 日有 3925 亿 MLF 到期, 其中有 2365 亿于此此前被降准释放的资金置换, 央行于到期当日等额续作剩余的 1560 亿。此外, 有 1200 亿到期的国库现金定存被等量续作。6 月份将有 8400 逆回购到期, 6 月 6 日将有 4980 亿 MLF 到期, 6 月 25 日将有 500 亿国库现金定存到期。

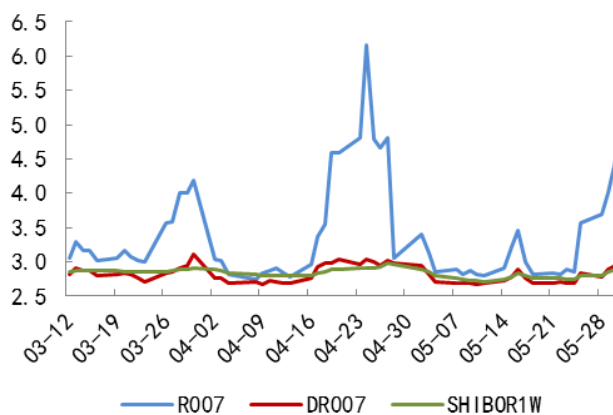
资金方面, 月初资金面宽松, 资金利率均回落至低位; 月中缴税缴准期间, 资金面有所收紧; 月末资金面再现紧张局面, 各隔夜资金利率均大幅上涨, 7 日资金利率再现结构分化。

图表 14: 隔夜资金利率



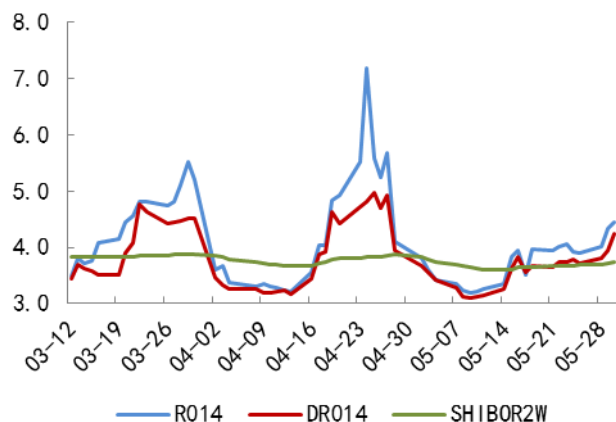
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 7 天资金利率



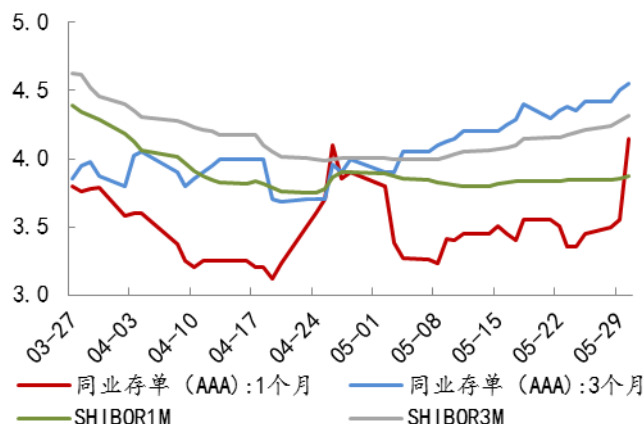
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 14 天资金利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 中期资金利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、一级市场发行情况较好，二级国债收益率曲线走平

一级市场方面，截至 5 月 29 日，共发行了 2650.7 亿附息式国债、1354.7 亿国开债、624.1 亿进出口债、1132.9 亿农发债。一级市场发行利率多数低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数尚可，发行情况较好。

图表 18: 9 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 利率	一级-二级利差 (bp)	全场倍 数	边际倍 数
18 附息国债 05(续 2)	5/2	410	7	3.63	3.63	-0.26	1.87	1.16
18 附息国债 07(续发)	5/2	410	3	3.20	3.19	0.89	1.74	1.16
18 附息国债 08(续发)	5/9	295.3	2	3.06	3.08	-2.43	2.43	1.28
18 附息国债 09(续发)	5/9	410	5	3.35	3.33	1.6	2.03	1.12
18 附息国债 10	5/16	410	1	3.02	2.97	5.31	1.77	2.15
18 附息国债 11	5/16	410.2	10	3.69	3.72	-2.51	2.2	2.15
18 附息国债 12	5/18	305.2	50	4.13	4.20	-7.31	2.24	1.42
16 国开 05(增 43)	5/3	30	20	4.78	4.82	-4.44	3.17	1.42
18 国开 04(增 5)	5/3	80	5	4.26	4.35	-8.96	2.43	5.54
18 国开 05(增 12)	5/3	120	10	4.40	4.47	-7.03	2.1	1
18 国开 08(增发)	5/3	60	3	4.13	4.24	-10.81	2.73	1.8
18 国开 04(增 6)	5/8	80	5	4.25	4.32	-7.25	3.13	6.77
18 国开 05(增 13)	5/8	120	10	4.44	4.45	-1.56	2.29	4.05
18 国开 07(增 3)	5/8	82	1	3.52	3.70	-18.13	4.01	1.5
18 国开 08(增 2)	5/8	91	3	4.14	4.18	-3.88	2.63	5.17
18 国开 06(增 5)	5/10	40	7	4.53	4.60	-6.67	5	1.94
18 国开 05(增 14)	5/15	120	10	4.51	4.53	-1.91	2.45	2.44
18 国开 07(增 4)	5/15	40	1	3.65	3.81	-15.48	3.4	4.57
18 国开 08(增 3)	5/15	50	3	4.22	4.24	-2.55	2.99	1.03

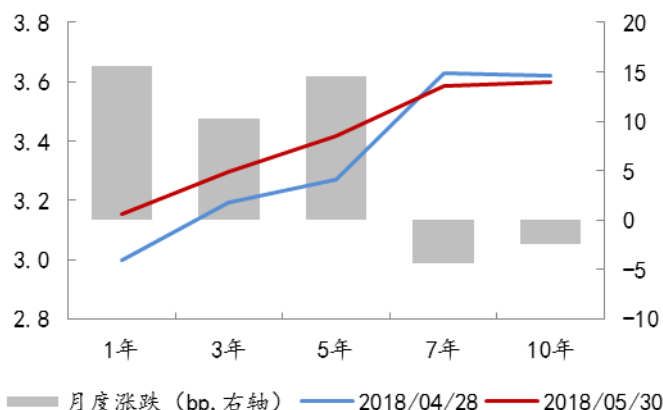
18 国开 04(增 7)	5/17	50	5	4.34	4.41	-7.19	3.51	1.41
18 国开 06(增 6)	5/17	40	7	4.58	4.64	-6.02	3.78	1.54
18 国开 04(增 8)	5/22	61	5	4.30	4.40	-10.38	4.14	3.22
18 国开 07(增 5)	5/22	67.7	1	3.66	3.87	-20.38	4.51	18
18 国开 08(增 4)	5/22	63	3	4.19	4.29	-9.11	4.07	1.88
18 国开 05(增 15)	5/24	120	10	4.39	4.45	-5.85	3.01	5.14
18 国开 06(增 7)	5/24	40	7	4.45	4.57	-11.86	4.75	1.14
18 进出 03(增 12)	5/3	52.4	5	4.32	4.40	-7.85	2.59	1.08
18 进出 04(增 5)	5/3	61.1	3	4.21	4.24	-3.01	2.28	1.92
18 进出 10(增 6)	5/3	58.9	10	4.59	4.62	-2.87	3.17	6.08
18 进出 03(增 13)	5/10	56.1	5	4.45	4.48	-3.62	2.18	1.75
18 进出 04(增 6)	5/10	53	3	4.27	4.30	-3.25	2.49	1.06
18 进出 05(增发)	5/10	30	1	3.71	3.71	0.88	2.44	1.71
18 进出 10(增 7)	5/10	47.3	10	4.64	4.68	-3.56	3.69	2.67
18 进出 03(增 14)	5/17	55.3	5	4.46	4.53	-7.63	2.81	5.86
18 进出 04(增 7)	5/17	70	3	4.32	4.38	-5.48	2.36	1.55
18 进出 06	5/17	30	0.25	2.80	/	/	3.89	3.79
18 进出 03(增 15)	5/24	40	5	4.35	4.46	-11.21	3.87	1.18
18 进出 04(增 8)	5/24	40	3	4.24	4.31	-6.95	3.38	8.13
18 进出 07	5/24	30	0.25	2.82	/	/	3.63	1.67
17 农发 15(增 25)	5/2	60	10	4.61	4.58	2.58	2.13	25.4
18 农发 01(增 14)	5/2	40	7	4.52	4.52	-0.43	3.55	1.6
18 农发 03(增 12)	5/2	70	5	4.33	4.37	-3.76	2.29	7.42
18 农发 04(增 8)	5/2	72	1	3.65	3.76	-10.97	1.99	1.49
18 农发 05(增 3)	5/7	40	2	4.00	4.10	-9.98	4.65	1.09
18 农发 01(增 15)	5/9	40	7	4.57	4.57	-0.03	3.48	1.16
18 农发 03(增 13)	5/9	70	5	4.41	4.45	-3.68	2.24	1.54
18 农发 04(增 9)	5/9	84.1	1	3.58	3.70	-12.03	2.49	1.1
18 农发 06	5/9	50	10	4.65	4.65	0.05	3.51	9.91
18 农发 05(增 4)	5/14	40	2	4.05	4.13	-7.65	3.19	2.24
18 农发 01(增 16)	5/16	45.7	7	4.59	4.64	-5.17	3.44	2.53
18 农发 03(增 14)	5/16	80	5	4.46	4.52	-6.64	2.5	2.12
18 农发 06(增发)	5/16	50	10	4.68	4.68	-0.14	2.84	2.07
18 农发 07	5/16	80	1	3.89	3.88	1.44	1.6	2.76
18 农发 05(增 5)	5/21	40	2	4.09	4.16	-6.53	3.16	2.05
18 农发 01(增 17)	5/23	45.8	7	4.50	4.61	-10.55	4.14	1.47
18 农发 06(增 2)	5/23	70	10	4.58	4.64	-6.32	3.7	1.17
18 农发 07(增发)	5/23	80	1	3.80	3.92	-12.55	2.6	2.53
18 农发 08	5/23	75.3	5	4.37	4.50	-12.83	2.98	1.15

来源：Wind，东兴期货研发中心

二级市场方面，5 月份国债收益率先升后降，月内关键期限到期收益率曲

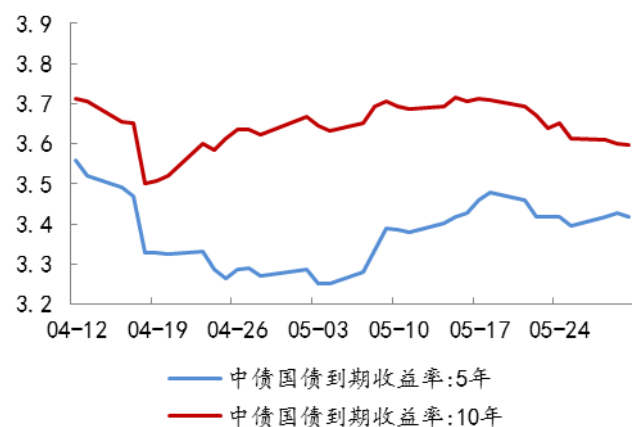
线短升长降，曲线走平。国开债收益率先升后降，月内关键期限到期收益率曲线短升长降，曲线走平。AAA 企业债关键期限到期收益率多数上涨，仅 5 年期收益率小幅下降，曲线小幅走陡。5 年信用利差大幅回落，10 年信用利差则持续上行。

图表 19：国债收益率曲线走平



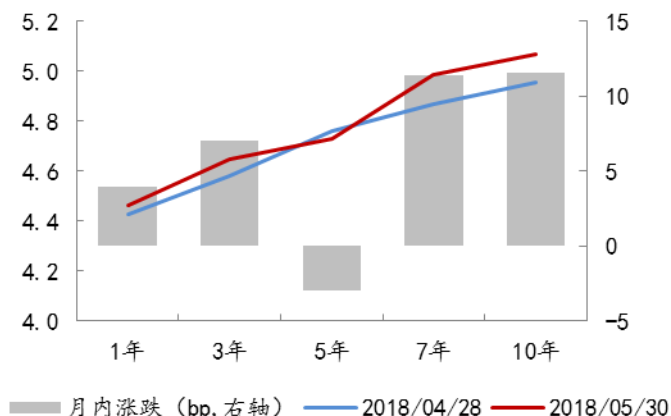
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：国债到期收益率月内先升后降



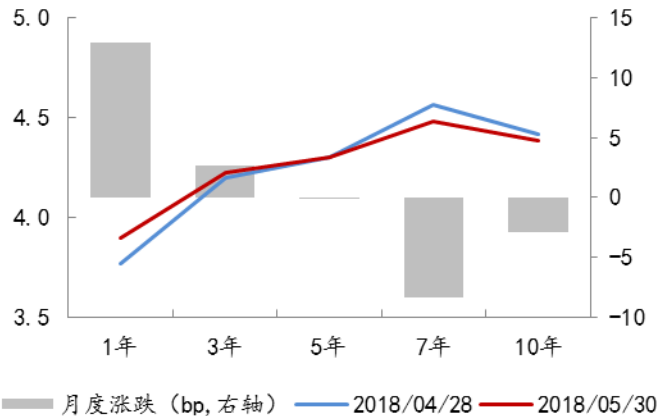
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 23：AAA 企业债关键期限收益率多数上涨



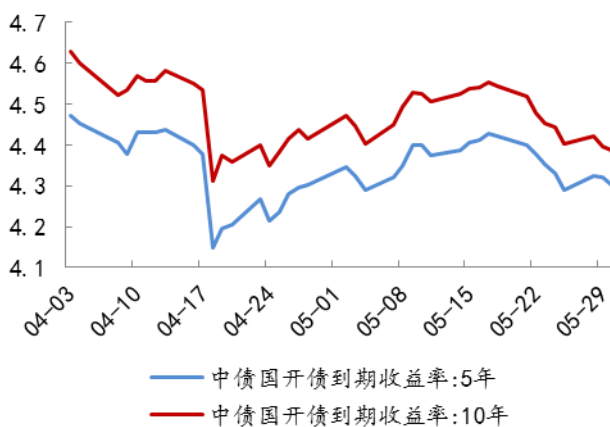
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：国开债收益率曲线走平



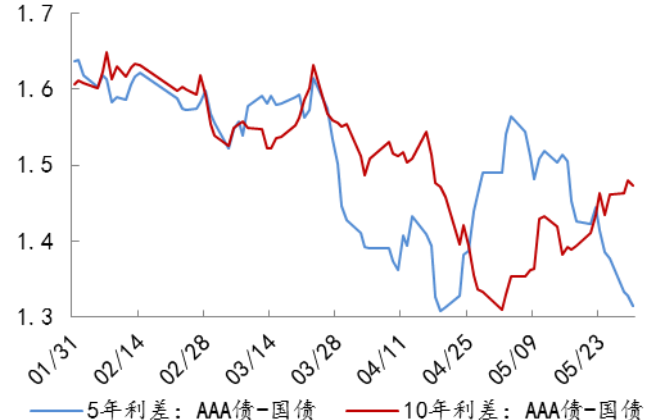
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 22：国开债到期收益率月内先升后降



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 24：AAA 企业债-国债 信用利差分化



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。