

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

6月期债震荡走高， 后期回落风险有限

观点要点：

- 纵观6月，经济基本面、货币政策以及海外因素等均利好期债，期债在各方面因素的共同推动下震荡走高。
- 从经济基本面来看，预计6月份CPI和PPI同比均有小幅回升。生产方面，前三周高炉开工率环比小幅回升，但同比跌幅较上月有所扩大；6大发电集团日均耗煤量环比下降，同比涨幅也有所回落。需求方面，地产销量同比跌幅扩大，乘用车销量放缓。整体来看，6月份通胀压力不大，生产需求均有所回落，经济数据有回落风险，仍对期债有所支撑。
- 从资金面上看，7月份为传统的财政缴税大月，财政存款通常会有大规模的增长，缴税高峰期通常集中在中旬，届时资金面可能会对期债有一定的压制。
- 综上所述，当前期债高位运行是有基本面支撑的，即便未来有回落调整的风险，幅度也是有限的，T1809合约关注94.7底部支撑，96.5顶部压制。
- 期现套利方面，6月份TF1809合约活跃券IRR上行，T1809合约活跃券IRR横向震荡。当前TF1809合约活跃券IRR水平相对较高，而资金价格处于相对低位，可以考虑期现套利策略，即做多TF1809合约的同时做空180009.IB。跨期套利方面，当前1812合约成交量较低，跨期价差低位运行，变动相对较小。跨品种套利方面，6月份中债10年-5年利差有所收窄，但期货对应收益率利差扩大，两者出现背离，2*TF1809-T1809跨品种价差大幅上涨。随着现券收益率下行，曲线通常会继续走陡，未来跨品种价差仍有一定的上涨空间。但在当前位置建仓的性价比可能不高，建议在100.7以下做多跨品种套利，具体操作上，做多2手TF1809合约的同时做空1手T1809合约。

一、6月份期债震荡走高，后期回落风险有限

5月下旬期债持续走高，月底公布的官方制造业PMI为51.9%，好于预期和前值的51.4%，经济数据向好预期升温，当日国债期货大幅回落。6月上旬期债延续调整，T1809合约价格触及阶段性底部94.3，对应到期收益率3.77%。

6月8日公布5月份进出口数据，以人民币计的进口同比15.6%，高于前值11.6%；出口同比3.2%，低于前值3.5%。贸易顺差收窄引发经济基本面悲观预期，当日期债再度走高。9日公布5月份物价指数，CPI同比1.8%，持平前值和预期；PPI同比4.1%，好于前值3.4%，通胀数据基本符合预期。12日晚央行公布的5月份金融数据整体不及预期，M2同比8.3%持平前值；M1同比6%，低于前值7.2%，“M2-M1”剪刀差扩大。社融同比10.3%，低于前值10.52%。14日公布5月份经济数据，工业增加值累计同比6.9%，持平前值和预期；社会消费品零售总额累计同比8.5%，低于前值9.4%；固定资产投资累计同比6.1%，低于前值7%。经济数据不及预期，叠加央行未于公开市场跟随美联储加息，期债连续三个交易日大幅上涨，T1809合约一度触及95.59高位，对应到期收益率3.6%。

20日国务院常务会议称将支持银行开拓小微企业市场，运用定向降准等货币政策工具，并指出要保持流动性合理充裕。降准预期升温，T1809合约一度上涨至95.68的高位。24日晚央行公布，从2018年7月5日起，下调人民币存款准备金率0.5个百分点，约释放资金7000亿。降准利好兑现，次日期债有所回调，随后几日延续高位震荡。纵观6月，经济基本面、货币政策以及海外因素等均利好期债，期债在各方面因素的共同推动下震荡走高。

从经济基本面来看，6月前三周，食品价格持续回落，食用农产品价格指数环比回落1.69%，猪肉价格环比小幅回升0.5%，蔬菜价格则环比大幅回落5.9%。非食品项方面，6月以来生产资料价格指数、钢铁价格指数等均冲高回落，环比变动不大。但考虑到翘尾因素的影响，预计6月份CPI和PPI同比均有小幅回升。生产方面，前三周高炉开工率环比小幅回升，但同比跌幅较上月有所扩大；6大发电集团日均耗煤量环比下降，同比涨幅也有所回落。需求方面，地产销量同比跌幅扩大，乘用车销量放缓。整体来看，6月份通胀压力不大，生产需求均有所回落，经济数据有回落风险，仍对期债有所支撑。

从资金面上看，6月份为传统的财政支出大月，临近月末财政支出力度加大，目前银行间流动性相对稳定，预计资金将平稳跨季。7月份为传统的财政缴税大月，财政存款通常会有大规模的增长，缴税高峰期通常集中在中旬，届时资金面可能会对期债有一定的压制。

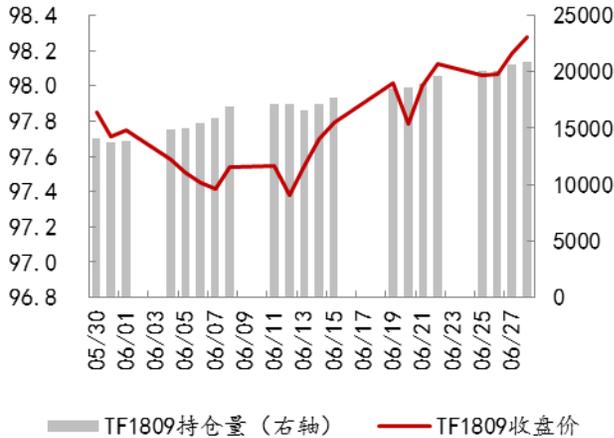
综上所述，当前期债高位运行是有基本面支撑的，即便未来有回落调整的风险，幅度也是有限的，T1809合约关注94.7底部支撑，96.5顶部压制。

图表 1：国债期货 6 月行情

	2018/06/28	2018/05/31	涨跌	涨跌幅度	日均持仓量 (手)	日均成交量 (手)
TF1809.CFE	98.275	97.715	0.560	0.57%	17,441	5,803
T1809.CFE	95.715	94.780	0.935	0.99%	53,651	34,293
TF1812.CFE	98.300	97.800	0.500	0.51%	321	38
T1812.CFE	95.835	94.860	0.975	1.03%	468	126

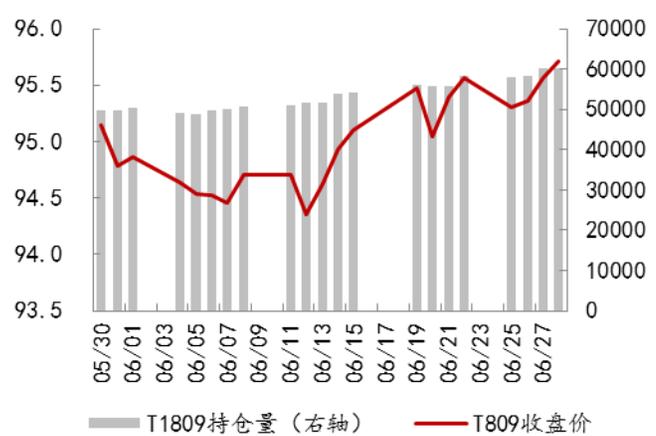
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2: TF1809 合约量价齐升



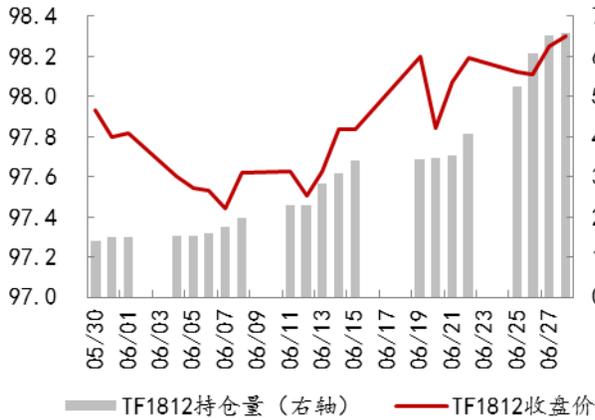
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: T1809 合约量价齐升



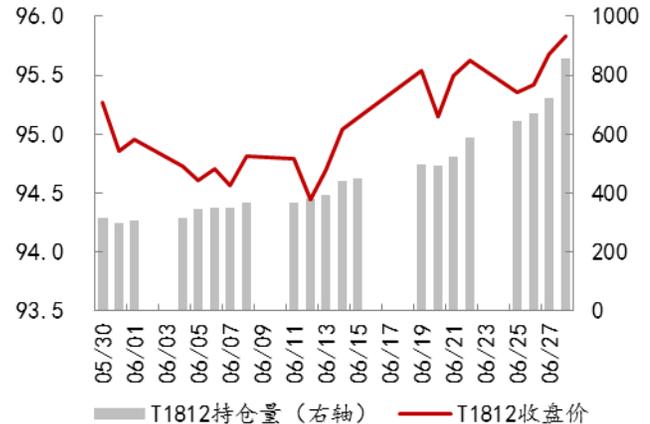
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: TF1812 合约量价齐升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: T1812 合约量价齐升



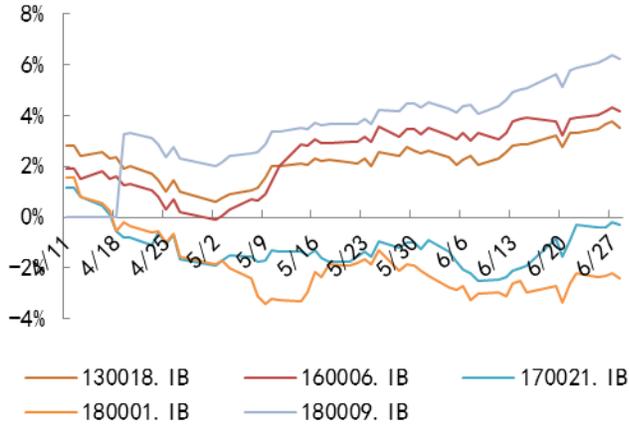
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、策略：6 月份活跃券 IRR 上行，跨品种价差大幅上涨

期现套利方面，6 月份 TF1809 合约活跃券 IRR 上行，T1809 合约活跃券 IRR 横向震荡。当前 TF1809 合约活跃券 IRR 水平相对较高，而资金价格处于相对低位，可以考虑期现套利策略，即做多 TF1809 合约的同时做空 180009.IB。跨期套利方面，当前 1812 合约成交量较低，跨期价差低位运行，变动相对较小。跨品种套利方面，6 月份中债 10 年-5 年利差有所收窄，但期货对应收益率利差扩大，两者出现背离， $2*TF1809-T1809$ 跨品种价差大幅上涨。随着现券收益率下行，曲线通常会继续走陡，未来跨品种价差仍有一定的上涨空间。但在当前位置建仓的性价比可能不高，建议在 100.7 以下做多跨品种套利，具体操作上，做多 2 手 TF1809 合约的同时做空 1 手 T1809 合约。

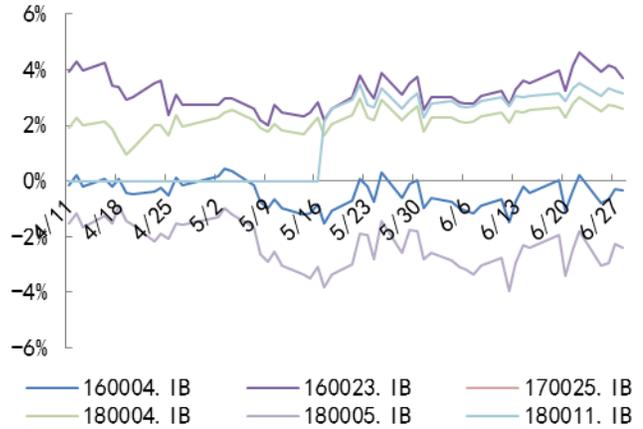
图表 6: TF1809 合约 IRR 上行

图表 7: T1809 合约 IRR 震荡



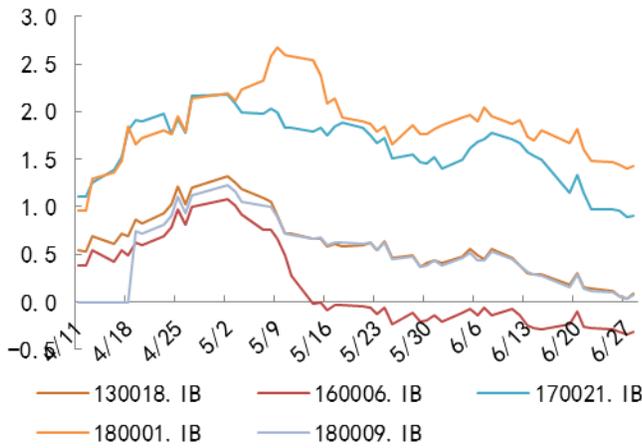
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: TF1809 合约基差收窄



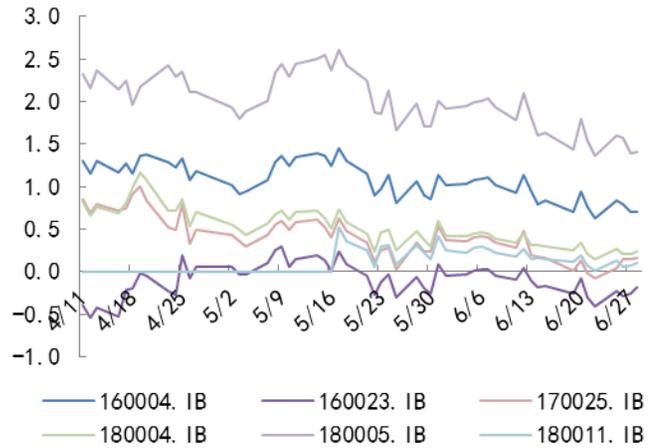
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: T1809 合约基差收窄



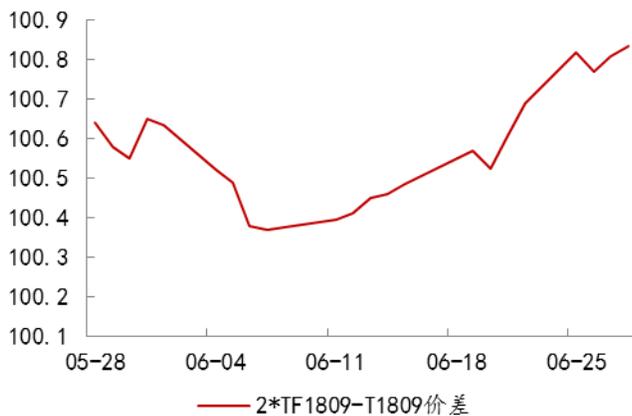
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 1809 合约跨品种价差大幅上涨

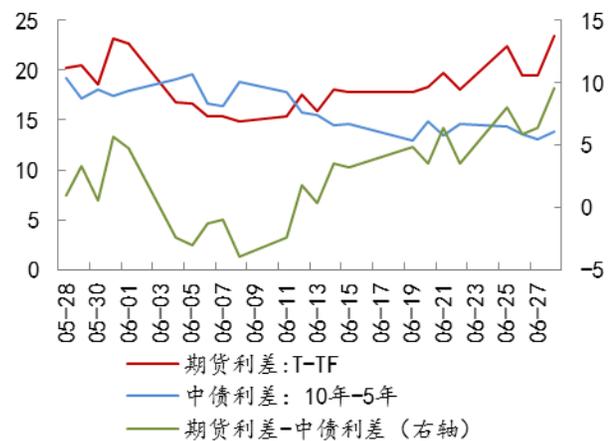


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 跨品种利差



来源: Wind, 东兴期货研发中心



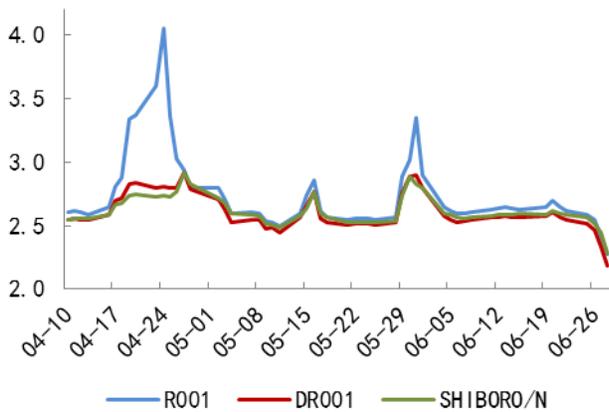
来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、公开市场大额净投放，资金面平稳跨季

公开市场操作方面，截至 28 日，6 月份共有 15400 亿逆回购到期，央行共投放 13500 亿逆回购，净回笼 1900 亿；6 月 6 日有 4630 亿 MLF 到期，央行于到期当日超额续作 4980 亿；6 月 19 日，央行又投放 2000 亿 1 年期 MLF。此外，6 月 15 日续作 1000 亿 3 个月国库现金定存，25 日有 500 亿国库现金定存到期。7 月份将有 5500 亿逆回购到期；7 月 13 日将有 3600 亿 MLF 到期，其中有 1715 亿已于此前被降准释放的资金置换；7 月 20 日将有 800 亿国库现金定存到期。

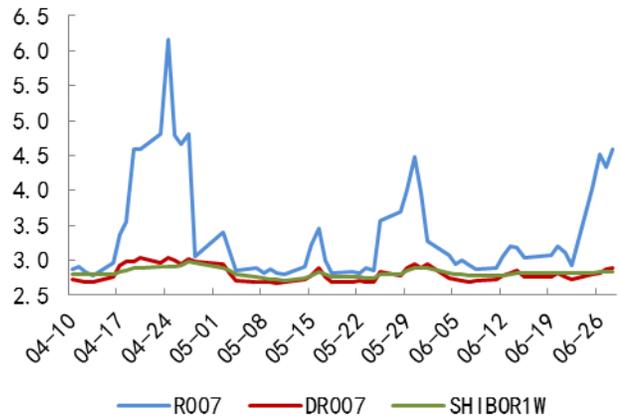
6 月份资金面相对宽松，仅在跨季前 14 天和 7 天资金利率先后出现较大涨幅。定向降准、季末财政资金投放等均在一定程度上维稳了季末流动性。7 月份为传统的财政缴税大月，财政存款通常会有大规模的增长，缴税高峰期通常集中在中旬，届时资金面可能会有所收紧。

图表 12：隔夜资金利率



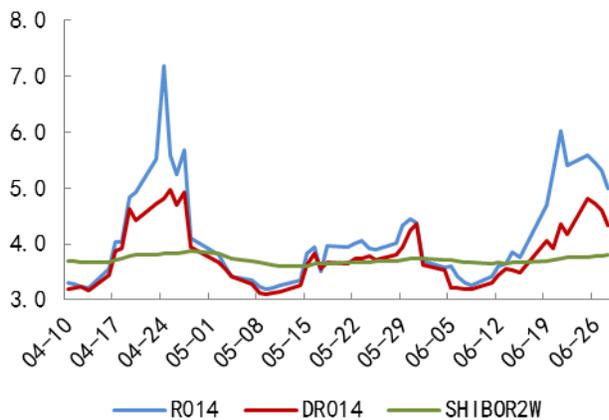
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：7 天资金利率



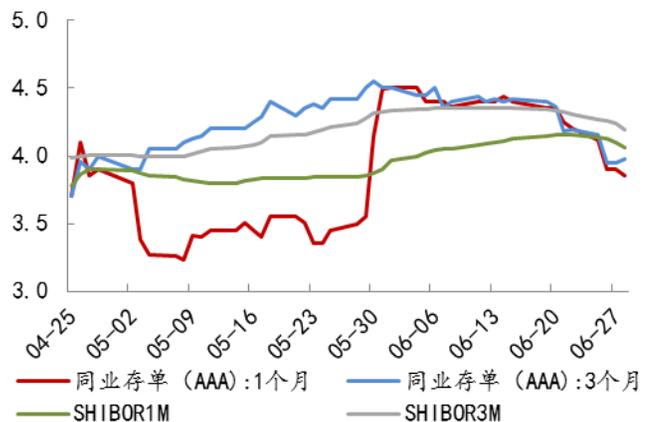
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 14：14 天资金利率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 15：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 6 月 28 日，共发行了 2844.4 亿付息式国债、856.1 亿国开债、240 亿进出口债、1038.4 亿农发债。除 1 年期国债外，一级市场发行

利率均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 16：6 月一级市场利率债统计

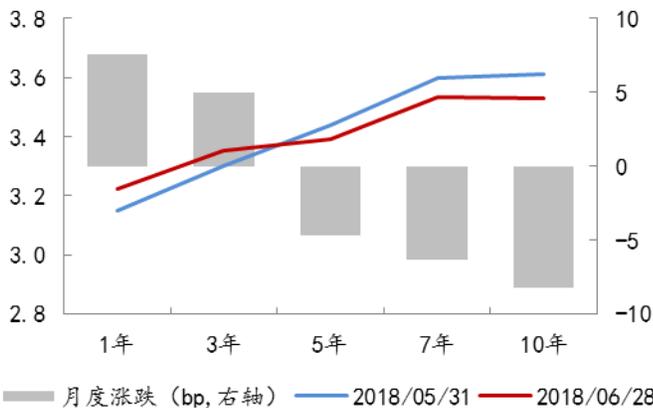
债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	一级市场 发行利率	二级市场前一日 到期收益率	一级-二级 利差 (bp)	全场 倍数	边际 倍数
18 付息国债 07(续 2)	2018/6/6	453.1	3	3.39	3.42	-3.0	2.4	1.4
18 付息国债 13	2018/6/6	450	7	3.61	3.64	-3.4	2.1	10.0
18 付息国债 08(续 2)	2018/6/13	290.6	2	3.28	3.39	-10.9	2.2	1.9
18 付息国债 09(续 2)	2018/6/13	451.5	5	3.48	3.53	-5.1	2.6	1.2
18 付息国债 06(续 2)	2018/6/15	298.7	30	4.11	4.12	-1.1	1.8	2.5
18 付息国债 10(续发)	2018/6/20	450.5	1	3.23	3.22	0.9	1.9	24.0
18 付息国债 11(续发)	2018/6/20	450	10	3.55	3.56	-1.2	2.1	2.1
18 国开 04(增 10)	2018/6/5	50	5	4.28	4.36	-8.6	4.2	9.8
18 国开 07(增 7)	2018/6/5	59.1	1	3.67	3.92	-24.7	4.5	1.3
18 国开 08(增 6)	2018/6/5	49	3	4.16	4.26	-9.2	5.0	1.2
18 国开 05(增 17)	2018/6/7	120	10	4.43	4.46	-2.9	2.6	4.2
18 国开 06(增 9)	2018/6/7	40	7	4.49	4.53	-4.0	3.6	14.0
18 国开 04(增 11)	2018/6/12	70	5	4.30	4.37	-6.7	2.8	5.2
18 国开 05(增 18)	2018/6/12	120	10	4.43	4.45	-2.1	2.4	54.9
18 国开 06(增 10)	2018/6/12	40	7	4.50	4.53	-3.3	3.0	1.3
18 国开 05(增 19)	2018/6/19	100	10	4.32	4.39	-7.1	2.6	1.4
18 国开 07(增 8)	2018/6/19	56	1	3.60	3.89	-28.2	4.6	1.2
18 国开 08(增 7)	2018/6/19	42	3	4.11	4.22	-11.2	5.7	2.0
18 国开 04(增 12)	2018/6/21	70	5	4.16	4.30	-14.0	3.4	74.5
18 国开 06(增 11)	2018/6/21	40	7	4.40	4.49	-8.0	4.2	4.6
18 进出 03(增 16)	2018/6/7	30	5	4.40	4.49	-9.1	3.8	3.5
18 进出 08	2018/6/7	40	0.25	2.76	3.06	-29.5	4.2	1.7
18 进出 04(增 9)	2018/6/14	30	3	4.23	4.31	-7.3	3.9	3.0
18 进出 05(增 2)	2018/6/14	40	1	3.81	3.98	-17.0	2.4	1.0
18 进出 09	2018/6/14	30	5	4.37	4.48	-11.0	4.1	1.8
18 进出 04(增 10)	2018/6/21	30	3	4.20	4.28	-8.5	4.4	1.5
18 进出 11	2018/6/21	40	0.25	2.89	3.17	-28.1	3.2	4.5
18 农发 08(增 2)	2018/6/4	60	5	4.41	4.42	-0.7	2.8	4.0
18 农发 09(增发)	2018/6/4	70	3	4.27	4.28	-1.7	2.0	1.1
13 农发 21(增发)	2018/6/4	50	5	2.55	4.42	-187.5	4.4	3.9
18 农发 01(增 19)	2018/6/6	41.1	7	4.50	4.58	-7.0	2.9	1.2
18 农发 06(增 4)	2018/6/6	60	10	4.59	4.61	-1.6	2.6	2.1
18 农发 07(增 3)	2018/6/6	76.8	1	3.85	3.96	-10.7	2.5	2.2
18 农发 08(增 3)	2018/6/11	60	5	4.40	4.43	-3.4	2.7	1.1
18 农发 09(增 2)	2018/6/11	70	3	4.26	4.30	-3.9	2.2	1.3
13 农发 21(增 2)	2018/6/11	50	5	2.40	4.43	-203.5	3.2	19.2
18 农发 01(增 20)	2018/6/13	43.7	7	4.49	4.58	-8.9	3.3	1.1
18 农发 06(增 5)	2018/6/13	70	10	4.58	4.63	-5.0	3.1	1.9

18 农发 07(增 4)	2018/6/13	76.8	1	3.86	4.00	-14.0	3.1	1.6
18 农发 01(增 21)	2018/6/20	40	7	4.48	4.49	-0.6	2.5	44.0
18 农发 06(增 6)	2018/6/20	70	10	4.51	4.50	1.4	2.8	179.5
18 农发 07(增 5)	2018/6/20	70	1	3.84	3.96	-12.3	2.6	1.4
18 农发 08(增 4)	2018/6/20	60	5	4.35	4.36	-1.6	2.0	5.3
18 农发 09(增 3)	2018/6/20	70	3	4.22	4.22	-0.1	2.0	1.1

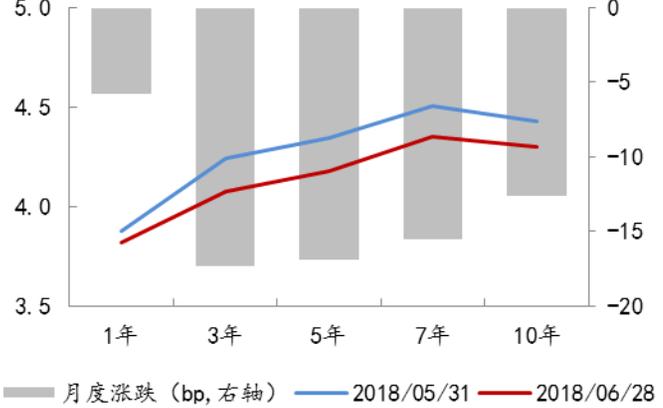
来源: Wind, 东兴期货研发中心

二级市场方面, 6 月份国债收益率先升后降, 5 年国债收益率下行 4.67BP, 十年国债收益率下行 8.25BP; 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全线下行。AAA 企业债关键期限到期收益率涨跌不一, 曲线小幅走平。5 年信用利差小幅上行, 10 年信用利差持续上行。

图表 17: 国债收益率曲线走平



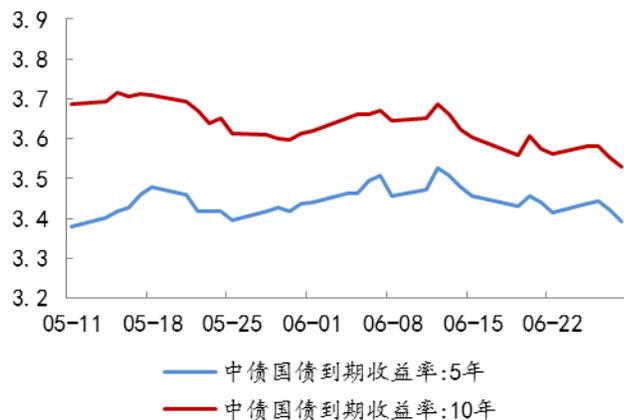
图表 18: 国开债收益率曲线走平



来源: Wind, 东兴期货研发中心

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 国债到期收益率月内先升后降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

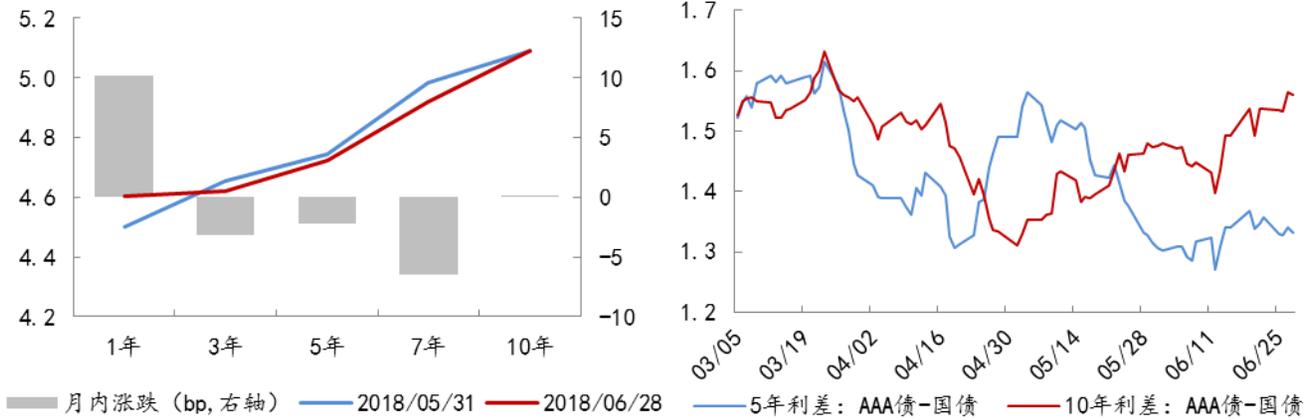
图表 20: 国开债到期收益率月内先升后降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: AAA 企业债关键期限收益率多数上涨

图表 22: AAA 企业债-国债 信用利差分化



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。