



同业刚兑打破担忧， 情绪冲击国债期货 ——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

核心观点摘要

- 上周国债期货先跌后涨。周初在缴税因素影响下，资金面收紧，期债走势承压。周中利率债发行量影响期债走势。周四开始资金面转松，期债小幅上行。上周主力基本完成移仓，1909 合约持仓全面超过 1906 合约。截止上周五 TS1909、TF1909 和 T1909 周内累计分别收于 99.89 (-0.02%)、98.95 (+0.02%) 和 96.77 (-0.11%)。周内 TS1909 合约持仓量增加 948 手，成交量增加 948 手；周内 TF1909 合约持仓量增加 5115 手，成交量增加 8204 手；T1909 合约持仓量增加 11166 手，成交量增加 68603 手。
- 资金面，上周央行公开市场净投放 1000 亿流动性，资金面先紧后松。截止周五收盘 R001 加权平均利率收于 2.38% (+17BP)，R007 加权平均利率收于 2.53% (-3BP)。DR001 加权平均利率收于 2.34% (+18BP)，DR007 加权平均利率收于 2.55% (+0BP)。
- 现券市场，上周发行国债、地方债、政金债分别 981 亿、502 亿、649 亿。利率债净供给环比增加只 331 亿元，一级市场整体招标情况显示需求较好。二级市场国债国开收益率整体下行，国开长端表现好于国债，国债中短端表现好于国开。一年期国债和国开债收益率分别+1BP 和+2BP 至 2.69%和 2.82%。十年期国债和国开债收益率+5BP 和+2BP，收于 3.31%和 3.69%，五年期国债和国开周内-2BP 和+5BP 至 3.11%和 3.63%。国债 10Y-1Y 走扩 3BP 至 62BP，10Y-5Y 走扩 7BP 至 20BP；国开 10Y-1Y 走扩 0BP 至 88BP，10Y-5Y 走所 2BP 至 7BP。
- 上周处于国内经济数据真空期，基本面无明显变化。海外市场方面，上周公布的美、欧、日制造业 PMI 均延续下行趋势，导致外债收益率继续下行，目前中美十年国债收益率利差 100BP。尽管息差具有吸引力，但考虑人民币兑美元仍在 6.9-7 波动，因此外部配置力量进场要等待汇率的企稳。
- 消息面，5 月 24 日央行和银保监会联合发文接管包商银行，随后 26 日央行就此问题答记者问，其中需要关注的是“5000 万元以上的对公存款和同业负债，将由接管组和债权人平等协商”。此举被市场解读为部分打破了银行的“刚性兑付”的预期，因此未来低等级的信用存单可能面临收益率上行的压力。目前对包商行 5000 万以上的机构负债如何处置尚无定论情况下，由“个案”预言整个银行业同业负债打破刚兑有些果断，但情绪上的确会对债市短期造成冲击，特别是短端收益率受同业存单收益率上行的冲击可能更大。
- 从上周债市表现看，利率债市场情绪已经开始趋向谨慎，在资金利率回落和中美利差扩大的利好下，上周五债市仅窄幅震荡。周末包商托管消息一出，对于债市的冲击短期难以避免，预计在 5000 万机构负债的处置措施落地前，债市对“打破同业刚兑”的恐慌仍然存在，会压制国债期债情绪。中长期看，债市的趋势尚不明朗，中美贸易问题仍然是最大的不确定性变量，但预计 6 月利率债供给和 CPI 读数将扰动盘面。操作建议，前期空单继续持有，新单暂时观望。

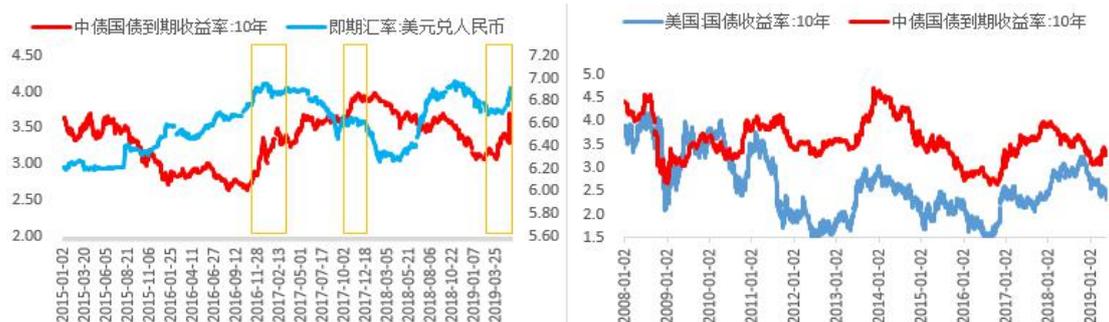
➤ 套利方面，上周伴随主力移仓的加快，国债期货净基差继续收窄，06-09 价差的扩大。下周是交割月前左后一周，随着 06 合约流动性减弱，跨期套利盘将住离场，建议 06-09 多头逐渐止盈离场。曲线套利上，上周现券 10-5 利差明显走扩，期货 10-5 利差受换月影响，1906 合约 10-5 利差走缩，1909 合约 10-5 利差自 14BP 扩至 16BP，期货和现货的分化主因上周现券五债表现较强。考虑短期稳汇率目标和包商事件对同业存单利率的冲击，进而传导至短端债券收益率，做陡曲线风险较大，曲线建议保持观望。

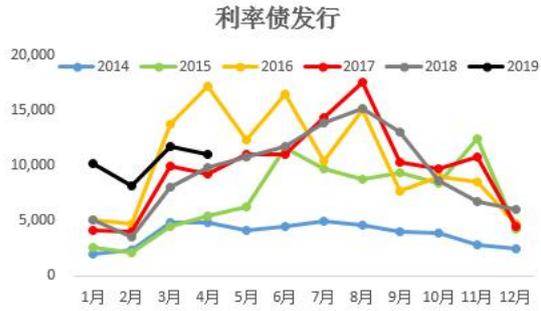
货币市场周度变化

货币市场	指标	最新价	前一周	变化 (BP)	指标	最新价	前一周	变化 (BP)
回购市场 (银行间)	RO01加权	2.3772	2.1987	17.85	DR001加权	2.3421	2.1554	18.67
	RO07加权	2.5321	2.5627	-3.06	DR007加权	2.5469	2.5457	0.12
	RO14加权	2.8667	2.7270	13.97	DR014加权	2.7359	2.4844	25.15
	RO21加权	2.9155	2.8698	4.57	DR021加权	2.7200	2.6142	10.58
	R1M加权	2.9542	3.1801	-22.59	DR1M加权	2.6562	2.6291	2.71
	R2M加权	3.6043	2.9636	64.07	DR2M加权	2.8708	2.7365	13.43
	R3M加权	3.1157	3.1855	-6.98	DR3M加权	3.0485	2.9907	5.78
	R4M加权	3.5765	0.0000	357.65	DR4M加权	3.1000	0.0000	310.00
	R6M加权	3.2455	0.0000	324.55	DR6M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R9M加权	4.8000	3.2500	155.00	DR9M加权	0.0000	0.0000	0.00
	R1Y加权	0.0000	3.7000	-370.00	DR1Y加权	0.0000	3.7000	-370.00
回购市场 (交易所市场)	GC001加权	2.5862	2.4511	13.51	R-001: 加权平均	2.5450	2.3857	15.93
	GC002加权	2.5275	2.3879	13.96	R-002: 加权平均	2.4141	2.2440	17.01
	GC003加权	2.4962	2.3584	13.78	R-003: 加权平均	2.3702	2.2135	15.67
	GC004加权	2.5330	2.3924	14.06	R-004: 加权平均	2.4048	2.2921	11.27
	GC007加权	2.8342	2.5232	31.10	R-007: 加权平均	2.8199	2.5349	28.50
	GC014加权	2.7597	2.6747	8.50	R-014: 加权平均	2.7053	2.6280	7.73
	GC028加权	2.7169	2.6929	2.40	R-028: 加权平均	2.7224	2.6316	9.08
	GC091加权	2.8794	2.8252	5.42	R-091: 加权平均	2.7355	2.7295	0.60
	GC182加权	2.8500	2.8013	4.87	R-182: 加权平均	2.7287	2.5009	22.78
	拆借市场	IBO001	2.3769	2.1965	18.04	SHIBOR0/N	2.3420	2.1340
IBO007		3.4211	3.2568	16.43	SHIBOR1W	2.5920	2.5890	0.30
IBO014		2.8485	2.6051	24.34	SHIBOR2W	2.7570	2.4940	26.30
IBO021		2.7783	0.0000	277.83	SHIBOR1M	2.7790	2.7050	7.40
IBO1M		2.9278	5.5986	-267.08	SHIBOR3M	2.9020	2.9000	0.20
IBO2M		3.3556	3.0649	29.07	SHIBOR6M	2.9530	2.9500	0.30
IBO3M		4.2034	3.1708	103.26	SHIBOR9M	3.0760	3.0500	2.60
IBO4M		0.0000	0.0000	0.00	SHIBOR1Y	3.1980	3.1620	3.60
IBO6M		2.9530	3.4200	-46.70				
IBO9M		3.1976	3.5325	-33.49				
IBO1Y		3.3457	3.7603	-41.46				

债券收益率变化

期限	国债			国开债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	2.6775	-0.75	0.63	2.7942	-7.78	5.43
3Y	2.9619	-2.12	-6.19	3.2221	-10.82	-17.09
5Y	3.1344	-1.83	-6.74	3.5835	-1.88	-12.69
7Y	3.3115	-3.77	-6.26	3.8225	-2.64	-9.67
10Y	3.2665	-3.52	-9.24	3.6757	-6.44	-12.58
期限	AAA企业债			AA企业债		
	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)	收益率	周涨跌 (BP)	20日涨跌 (BP)
1Y	3.3134	0.72	2.05	3.5834	-0.28	-0.95
3Y	3.6578	-9.41	-21.44	4.0578	-13.41	-25.44
5Y	4.031	-8	-23.44	4.991	-10	-25.44
7Y	4.2955	-3.4	-12.43	5.3855	-5.4	-16.43
10Y	4.4584	-3.4	-15.12	5.5484	-5.4	-19.12





免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300191
天津市南开区水上公园路水云花园C19号
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连连
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678