

国债期货周报

日期：2015年6月6日

作者姓名 黄浩
作者职称 分析师
作者联系方式 0571-86774356
huanghao_200x@qq.com

短期底部显现，但上方压力仍存

一、本周行情

国债期货本周探底反弹，成交量较前几周保持高位，主力合约顺利转移至 TF1509。主力合约 TF1509 周一开盘 96.12，周五收盘 96.68，全周成交量 6 万手，持仓量 2.37 万手，与前一周收盘价比涨跌幅 0.59%。



图 1 TF1506 合约日 K 线走势

从现券方面来看，TF1506 合约主要活跃 CTD 券价格本周继续回落，成交量保持平稳。截至周五期货收盘时，150007.IB 价格加权平均价为 100.1637，加权平均收益率为 3.5115%；150002.IB 价格加权平均价为 98.825，加权平均收益率为 3.5597%；150003.IB 价格加权平均价为 100.4521，加权平均收益率为 3.2015%。

日期	收盘价	涨跌	涨跌幅	YTM	YTM涨跌	成交量(亿)	均价	均价YTM
2015-06-04	100.1129	0.1800	0.18%	3.5200	-3.00	20.40	99.9734	3.5433
2015-06-03	99.9329	-0.0001	0.00%	3.5500	0.00	21.50	99.8345	3.5664
2015-06-02	99.9330	0.4191	0.42%	3.5500	-7.00	21.30	99.6655	3.5947
2015-06-01	99.5139	-0.1495	-0.15%	3.6200	2.50	31.60	99.7521	3.5803
2015-05-29	99.6634	-0.1499	-0.15%	3.5950	2.50	24.70	99.8060	3.5714
2015-05-28	99.8133	-1.2160	-1.20%	3.5700	20.09	18.20	100.2165	3.5031
2015-05-27	101.0293	0.6129	0.61%	3.3691	-10.09	61.70	100.8558	3.3977
2015-05-26	100.4164	-0.5165	-0.51%	3.4700	8.50	23.30	100.7482	3.4153

图 2 150007.IB 价格情况

日期	收盘价	涨跌	涨跌幅	YTM	YTM涨跌	成交量(亿)	均价	均价YTM
2015-06-04	98.9963	0.1158	0.12%	3.5300	-2.00	2.50	98.8250	3.5597
2015-06-03	98.8805	0.2897	0.29%	3.5500	-5.00	1.50	98.8882	3.5487
2015-06-02	98.5908	0.1153	0.12%	3.6000	-2.00	1.20	98.4759	3.6200
2015-06-01	98.4755	-0.1148	-0.12%	3.6200	2.00	8.70	98.8601	3.5540
2015-05-29	98.5903	-0.5782	-0.58%	3.6000	10.00	7.10	98.7124	3.5788
2015-05-28	99.1685	-0.0582	-0.06%	3.5000	1.00	18.80	99.2331	3.4891
2015-05-27	99.2267	-0.1748	-0.18%	3.4900	3.00	17.00	99.3294	3.4724
2015-05-26	99.4015	-0.4097	-0.41%	3.4600	7.00	18.10	99.5611	3.4327

图 3 150002. IB 价格情况

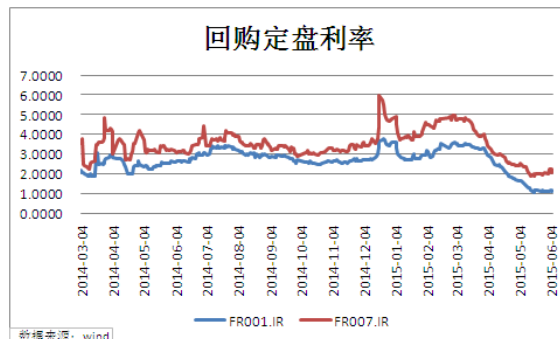
日期	收盘价	涨跌	涨跌幅	YTM	YTM涨跌	成交量(亿)	均价	均价YTM
2015-06-04	100.4589	0.0427	0.04%	3.2000	-1.00	23.75	100.4255	3.2078
2015-06-03	100.4162	0.0855	0.09%	3.2100	-2.00	21.50	100.3986	3.2141
2015-06-02	100.3307	0.2355	0.24%	3.2300	-5.50	27.30	100.2972	3.2380
2015-06-01	100.0952	-0.1501	-0.15%	3.2850	3.50	24.20	100.2080	3.2587
2015-05-29	100.2453	-0.0436	-0.04%	3.2500	1.00	20.50	100.1974	3.2612
2015-05-28	100.2889	0.1043	0.10%	3.2400	-2.43	43.40	100.4545	3.2016
2015-05-27	100.1846	-0.4065	-0.40%	3.2643	9.43	31.00	100.6584	3.1544
2015-05-26	100.5911	-0.1302	-0.13%	3.1700	3.00	26.40	100.6884	3.1475

图 4 150003. IB 价格情况

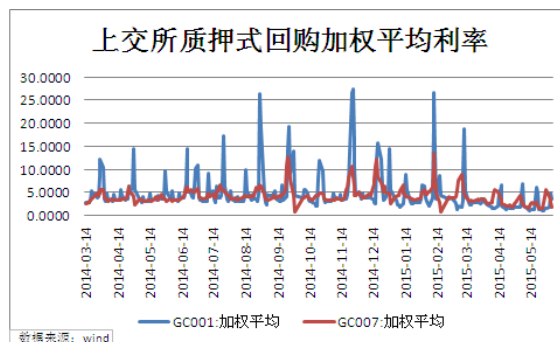
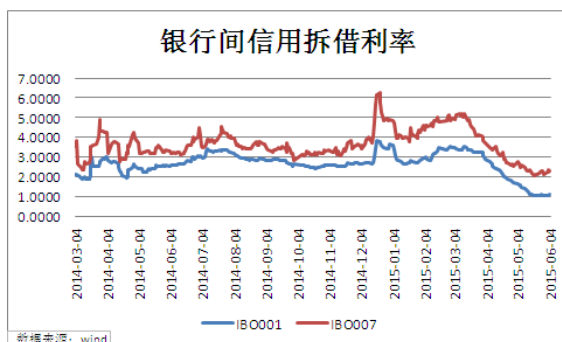
日期	收盘价	涨跌	涨跌幅	YTM	YTM涨跌	成交量(亿)	均价	均价YTM
2015-06-04	102.9625	0.1362	0.13%	3.4700	-2.50	1.50	102.8693	3.4870
2015-06-03	102.8263	-0.0072	-0.01%	3.4950	0.12	1.00	102.8299	3.4944
2015-06-02	102.8335	-0.0072	-0.01%	3.4938	0.11	1.00	102.8371	3.4933
2015-06-01	102.8407	-0.0072	-0.01%	3.4927	0.11	1.00	102.8443	3.4922
2015-05-29	102.8479	-0.2322	-0.23%	3.4916	4.16	1.00	102.8588	3.4899
2015-05-28	103.0801	0.2033	0.20%	3.4500	-3.71	1.50	102.9422	3.4751
2015-05-27	102.8768	-0.0071	-0.01%	3.4871	0.11	1.00	102.8803	3.4865
2015-05-26	102.8839	-0.8095	-0.78%	3.4860	14.60	1.00	102.8875	3.4854

图 5 140013. IB 价格情况

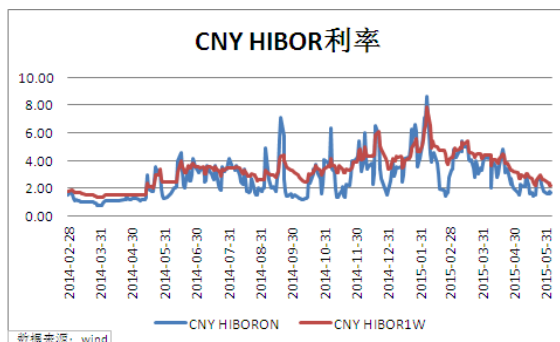
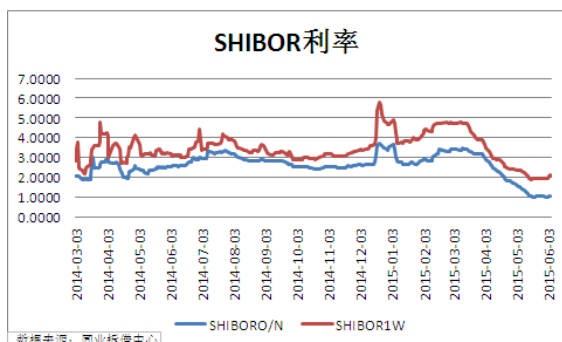
二、各市场利率产品情况



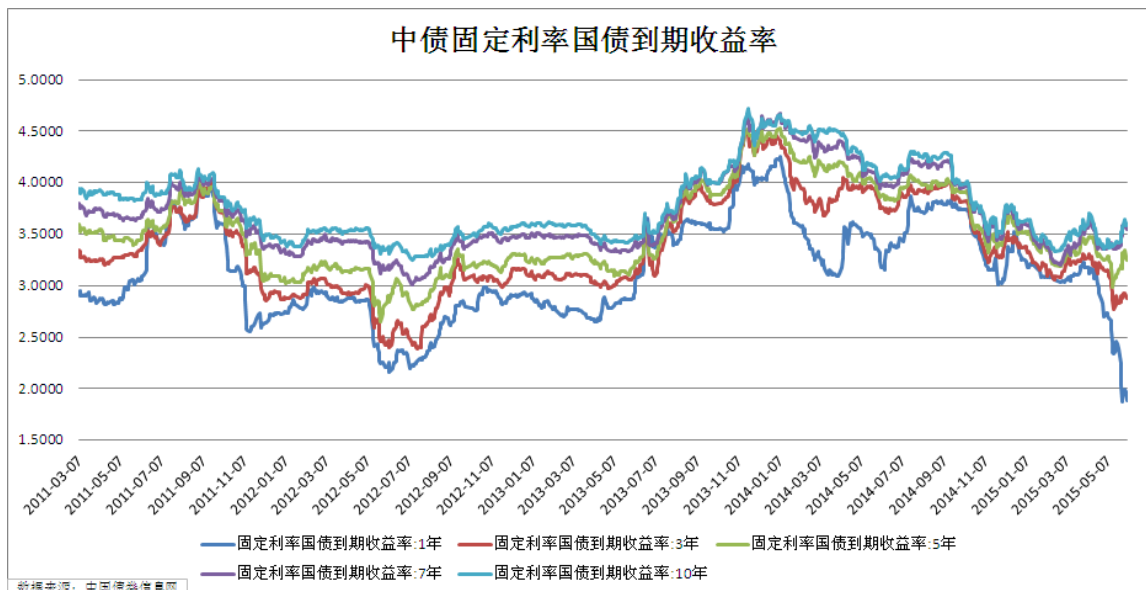
各期限银行间质押式回购利率出现小幅反弹。周五期货收盘时，隔夜期和一周加权平均回购利率为 1.0417%和 2.0263%。回购定盘利率 FR001 和 FR007 周五分别为 1.2% 和 2.06%。



各期限银行间信用拆借利率出现小幅反弹。期货收盘时，IB001 和 IB007 加权平均利率分别为 1.05%和 2.3%。隔夜和一周的 SHIBOR 利率周五分别为 1.051%和 2.07%。

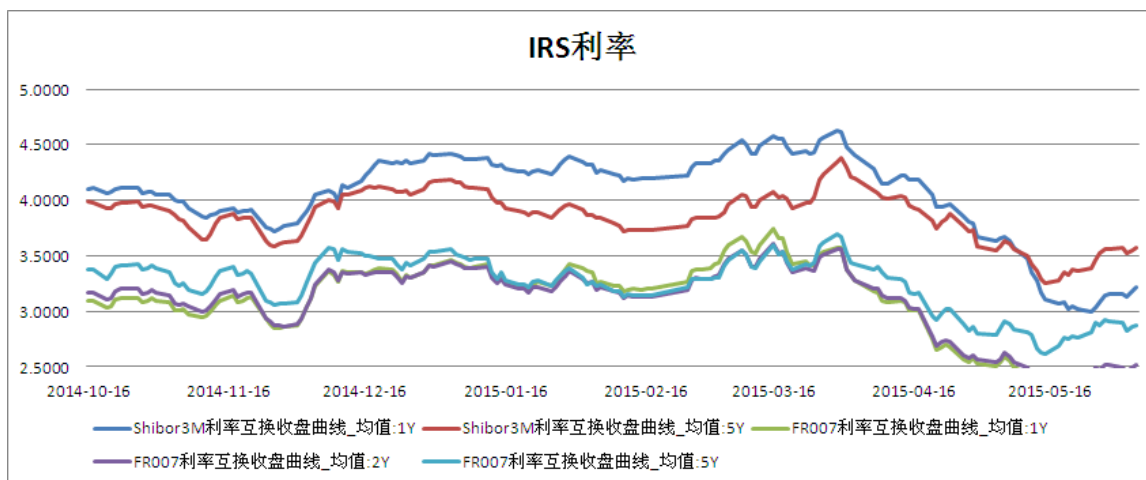


中债固定利率国债到期收益率

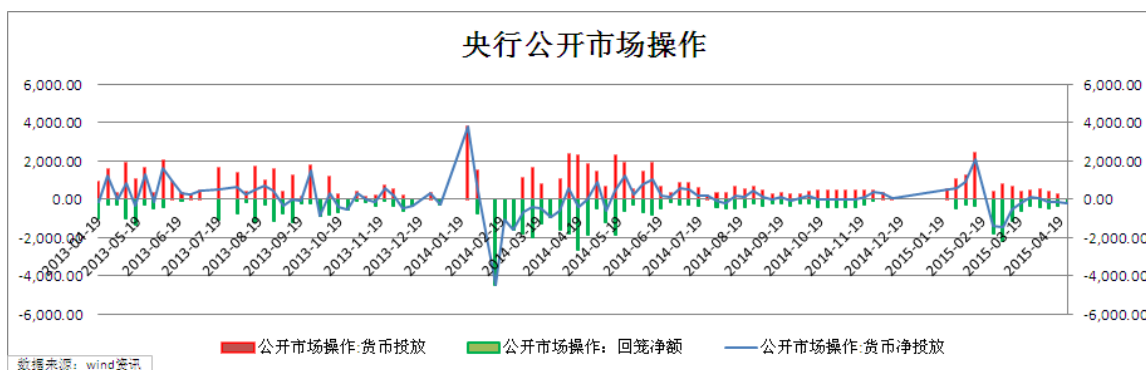


本周国债到期收益率曲线陡峭度继续提升，但中长端出现回落，1年期国债收益率为1.8813%，3年期国债收益率为2.8782%，5年期国债收益率为3.2512%，7年期国债收益率为3.5419%，10年期国债收益率为3.5912%。

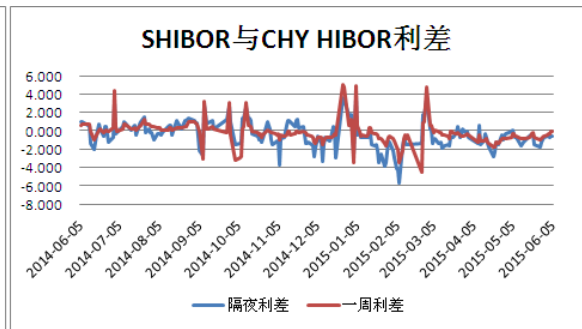
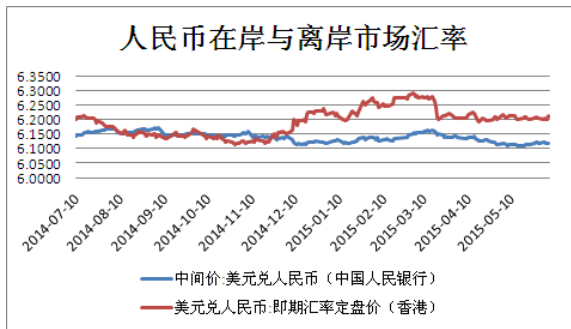
IRS利率



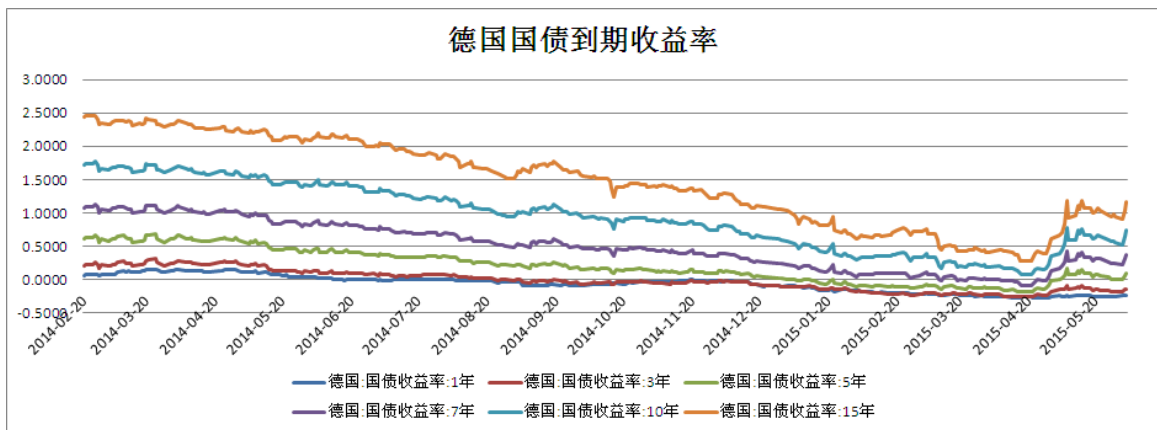
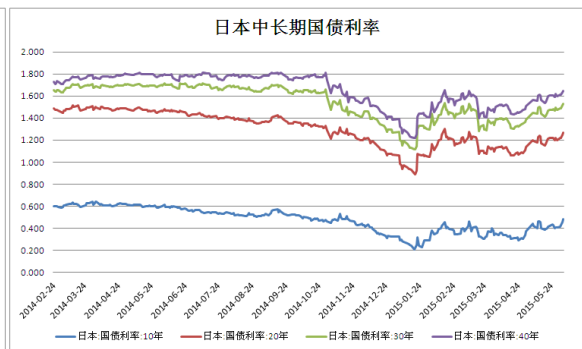
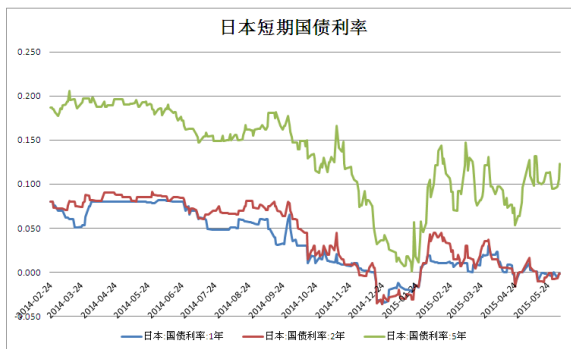
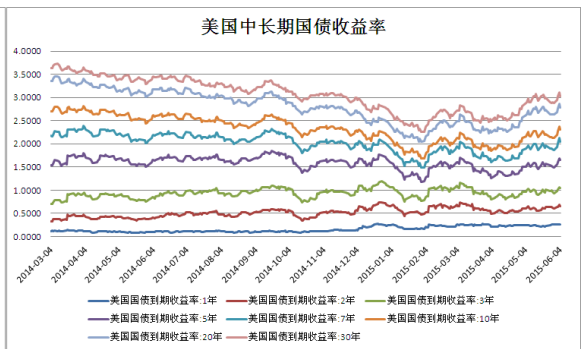
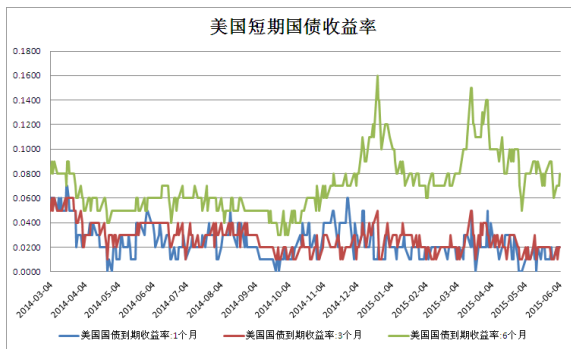
央行公开市场操作



本周央行未进行回购操作。



本周人民币在岸与离岸市场汇率为明显变化。内外市场隔夜与一周人民币利差下降。



三、短期投资策略分析

本周国债期货放量跌破 96 元后获得支撑，随后连续小幅反弹，成交量逐步萎缩。原因如下：

1. 一级市场供给压力不减，地方债置换对商业银行的资金占用及债券组合造成持续影响，第二批城投债置换量也已确定。
2. 央行持续未进行公开市场操作投放流动性，短期资金利率企稳并有反弹迹象；但是市场资金面仍极度充裕。
3. 权益类产品价格继续大幅上升，市场风险偏好加强，利率债需求放缓。
4. 国债现券价格在持续下行后出现反弹，国债收益率曲线长短出现小幅回落，但陡峭度仍继续增加，中长期国债价格压力减弱。
5. 5 月份经济数据仍未能显示宏观企稳，虽有部分数据出现企稳苗头，但工业方面仍不乐观。
6. 人民币仍有贬值压力，美债未来价格上升的预期对资金产生长期缓慢影响。

表 1 6 月 5 日收盘时 TF1506 合约活跃 CTD 券情况

	最新价	基差	IRR
150007. IB	100.1424	0.3976	2.0943%
140013. IB	102.7974	0.916	0.7163%
150003. IB	100.4579	2.5694	-5.7948%

目前，在经历了 3 个多月的价格回落之后，国债期货价格出现一波迅速跳水。本周 TF1509 在 95 元获得支撑，并在随后 4 个交易日出现反弹。同时，市场分歧加剧，“熊陡”与“牛平”的观点出现对抗，空方认为目前地方债置换将会成为长期主要不利影响，经济企稳与股市会改变市场预期和整体收益率水平；而多方认为城投债置换已在前期消化，经济企稳仍不乐观，国债收益率曲线过于陡峭，短端下行将会传导至长端，同时降低长期利率也符合经济发展和监管者考虑。市场多空双方的观点形成鲜明对峙，但在央行持续未出现方向性或是明确的信息或动作时，市场趋于谨慎。国债期货的表现也明显弱于现券，期债超跌给予了多方在 95 元进行反弹的信心。

我们认为，中期来看，地方债置换的不利影响将会持续，从量的角度来看，其新

发规模巨大，规定发现时间紧迫，上万亿的新增置换对每个月发行量 1000-2000 亿的国债造成较大的挤出。此外，地方债置换也会影响到商业银行资产配置，迫使其减少中久期债券，同时也会迫使其提高风险偏好水平。

从长期来看，我国经济增速放缓已是事实，管理层不断调低 GDP 增速，同时经济转型也需要大量资金对新兴产业的支撑，高企的无风险收益率难以持续，中长期国债收益率走低是一个大的趋势。

从短期来看，股票市场对于资金的分流效果非常明显，股市保证金日均余额逼近 3 万亿，5 月份投资者银证转账/银行转账引起的资金变动金额达净流入 9235 亿元，这不但减少了债券市场资金，而且提高了资本市场整体的风险偏好和收益率水平，对债券市场产生不利影响。但是股票市场涨势已经放缓，从个股或板块估值来看，上方空间急速减小，牛市已经步入第二轮，震荡将会成为近期的主要走势。此外，监管层在不断支持股市的同时也陆续发文提醒防范风险。

综上所述，我们认为短期国债期货仍将面临一定压力，但现券市场出现企稳，下方空间不大；中期来看，地方债置换压力仍存，但在前期已被部分消化；长期来看，国债收益率仍有降低空间，特别是中长端会重新拐头下行。

我们建议下周 TF1509、T1512 以短线做多为主，保持轻仓操作。同时密切关注央行动作。

四、本周要闻

1、机构预测 5 月 CPI 增 1.4% 货币政策 6 月或再放松。综合多家机构预测，5 月我国居民消费价格指数（CPI）同比增长可能落在 1.3%到 1.4%的区间内，年内首次放缓。多方分析认为，物价增长再次减速说明当前我国面临的低通胀压力仍然偏大，这可能导致货币政策进一步放松，最快 6 月有望迎来再次降准或降息。

2、央行：显著提高直接融资比例 实现资本项目兑换。央行副行长郭庆平昨日在上海举行的“‘十三五’期间中国金融新业态研讨会”上表示，构建更具创造力的金融体系是未来金融改革的重点，在“十三五”期间，将放宽民间资本和外资进入金融领域的门槛，显著提高直接融资比例，建设完善的市场利率体系，实现资本项目兑换和人民币国际化，稳步扩大境内外股市的互联互通。

3、地方政府置换债券接踵发行 每月发行近 3000 亿元。继江苏省发行首单地方政府置换债券之后，地方政府置换债券发行迅速扩容，新疆、湖北、广西、重庆、河北、安徽、浙江等地纷纷启动发行工作。有媒体报道称，第二批债务置换额度已下发至各个省份，总额度为 1 万亿元。分析人士认为，财政部进一步推进地方债置换在市场预期之中，全年至少将到 3 万亿元的规模。地方债首期置换在 8 月完成将为后续地方债置换提供时间，预计至少还有两批地方债进行置换。总体来看，财政部已建立了定向发行机制，央行也有质押回购机制可配合财政部，预计置换债券的发行对市场的影响可控。

4、国资委敦促央企资产证券化 7 万亿资产待进场。国资委研究中心企业改革与发展研究部部长王志刚向 21 世纪经济报道记者表示，资本市场有足够的体量吸纳巨大央企资产证券化，而且整个过程更易于监督，有利于国有资产管理。

5、上海自贸区完成资本账户开放技术准备。上海自贸区已率先做好全面实现人民币资本项下可兑换的技术准备。这是昨日在由上海市金融学会和中国金融学会在上海联合举办的“十三五”期间中国金融新业态研讨会上传出的消息。央行副行长郭庆平当天出席研讨会时称，应加快发展多层次资本市场，发展股票债券基金市场，显著提高直接融资比重；鼓励外资参与境内并购重组，放宽境内居民境外投资限制，稳妥扩大境内外股市互联互通，尽快实现人民币资本项目可兑换。上海市委常委、常务副市

长屠光绍则表示，要加强上海国际金融中心建设和上海自贸区建设的联动；强化国际金融中心与科技金融中心建设的联动，争取试点商业银行投贷联动。

6、央行决定推出大额存单产品 利率市场化近收官。中国人民银行 2 日发布并施行《大额存单管理暂行办法》，决定推出大额存单产品。商业银行、政策性银行、农村合作金融机构等可面向非金融机构投资人发行记账式大额存款凭证，并以市场化的方式确定利率。个人投资人认购的大额存单起点金额不低于 30 万元，机构投资人则不低于 1000 万元。

7、央行否认 1.5 万亿元 PSL 操作：前 5 月仅新增 2628 亿。对于昨日闹得沸沸扬扬的“央行近日向多家银行展开 1.5 万亿元抵押补充贷款（PSL）操作”的传闻，央行当天晚间在其官方微博上予以否认。央行方面表示，2015 年以来，央行继续通过 PSL 为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。截至 5 月末，PSL 资金余额为 6459 亿元，其中 1~5 月新增 2628 亿元，目前 PSL 利率为 3.1%。截至目前，央行未对其他金融机构开展 PSL 操作。

8、江苏率先启动定向发行地方债。昨日，江苏省定向发行 339 亿规模的地方政府一般债和 109 亿规模的专项债，加上上周公开发行的 308 亿置换债，已完成第一批置换额度的 93%。本次定向发行的一般债和专项债期限均分别为 3 年、5 年、7 年、10 年，中标利率均分别为 3.32%、3.71%、4.03%和 4.05%，较同期限国债收益率上浮 50 个基点左右。

免 责 条 款

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，也不保证本公司作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期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归大地期货有限公司所有。未获得大地期货有限公司事先书面授权，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“大地期货有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

公司总部地址：浙江省杭州市延安路 511 号(浙江元通大厦十二楼)

联系电话：4008840077

邮政编码：310006

杭州业务部地址	杭州市延安路511号元通大厦1508室	电话 :0571-85105765	邮编 :310006
衢州营业部地址	衢州市下街 165 号	电话 :0570-8505858	邮编 :324000
宁波营业部地址	宁波市海曙区冷静街8号银亿时代广场9-6	电话 :0574-87193738	邮编 :315000
台州营业部地址	台州市路桥区腾达路台州塑料化工市场 1501-1504 号	电话 :0576-82567007	邮编 :318050
温州营业部地址	温州市黎明中路 143 号海关大楼四楼东首	电话 :0577-88102788	邮编 :325000
诸暨营业部地址	浙江省诸暨市暨阳街道浣东北路 108 号时代广场东 701 室	电话 :0575-81785991	邮编 :311800
厦门营业部地址	厦门市思明区鹭江道 96 号之一钻石海岸 A 幢 2705	电话 :0592-2058665	邮编 :361001
济南营业部地址	济南市历下区文化西路 13 号海辰办公写字楼 1-302 室	电话 :0531-55638700	邮编 :250063
上海营业部地址	上海市浦东新区松林路 357 号 20 层 C、D 座	电话 :021-60756218	邮编 :200122
北京营业部地址	北京市海淀区西三环北路 89 号中国外文大厦 B 座 1102 室	电话 :010-68731988	邮编 :100089
金华营业部地址	金华市婺江西路 28 号时代商务中心 1 幢 1502-1503 室	电话 :0579-82983181	邮编 :321001