

兴证期货·研发中心

2019年3月11日 星期一

金融研究团队

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

尚芳

从业资格编号：F3013528

投资咨询编号：Z0013058

高歆月

从业资格编号：F3023194

投资咨询编号：Z0013780

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上周两年期国债期货主力合约 TS1906 上行 0.03% 收于 100.34 元，五年期国债期货主力合约 TF1906 上行 0.54% 收于 99.58 元，十年期国债期货主力合约 T1906 上行 0.97% 收于 97.755 元；现券方面，关键期限国债收益率短升长降，收益率曲线走平，其中 2 年期上行 0.26bp 至 2.6061%，5 年期下行 4.05bp 至 3.0284%，10 年期下行 4.47bp 至 3.1423%。上周利多因素叠加，期债止跌反弹，主要原因一是两会期间的政策对债市偏利多，具体来看，经济增速目标下调至 6%-6.5%，地方政府专项债的额度安排为 2.15 万亿元，低于此前市场预期，同时货币政策延续此前的逆周期调控基调，新增“降低实际利率”的表述令市场再起降息（下调公开市场操作利率）预期；二是市场风险偏好较前期回落，对债市做多情绪的压制减弱；三是跨月后资金面趋于宽松；四是此前因春节期间无经济数据公布，社融大幅回升令市场有经济企稳的预期，但将公布的经济数据可能会使得预期落空，基本面对债市或边际利多。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，周末公布的金融数据和物价数据表明前期数据的改善暂无持续性，基本面对债市的影响边际利多；从政策面看，两会期间市场再起降息（下调公开市场操作利率）预期，且美欧等央行货币政策边际趋松，政策面对债市的影响边际利多；从资金面来看，本周公开市场无资金量到期，预计资金面继续趋松；从供需来看，本周三将续发 200 亿元的 5 年期国债，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，整



体利率债供给压力边际增加。整体看，本周将公布的经济数据可能对债市偏利多，期债或偏强震荡，但上周涨幅较大，需关注获利盘的止盈压力，期债波动可能加大。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线（多T空2TF）继续持有或前多继续持有，仅供参考。

1. 现货市场概况

1.1 利率债一级市场发行情况

上周利率债供给规模共 1884.4 亿元，较前一周减少。上周三一级市场新发和续发的各 200 亿元 3 年期和 7 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数分别为 2.17 和 1.94 倍，配置需求尚可。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20190304-20190310）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2019/3/10	19凭证式国债01	180.00	3.00	4.00
2019/3/10	19凭证式国债02	120.00	5.00	4.27
2019/3/8	19贴现国债09	100.00	0.25	1.89
2019/3/8	19贴现国债10	100.00	0.50	2.11
2019/3/7	19天津债12	7.00	3.00	3.06
2019/3/7	19天津债13	7.00	10.00	3.45
2019/3/7	19进出01(增7)	50.00	1.00	2.40
2019/3/7	19进出03(增4)	58.70	3.00	2.96
2019/3/7	19进出05(增4)	57.20	5.00	3.28
2019/3/7	19国开02(增6)	105.70	3.00	3.03
2019/3/7	19国开04(增2)	60.10	7.00	3.68
2019/3/6	19付息国债03	200.00	3.00	2.69
2019/3/6	18付息国债28(续3)	200.00	7.00	3.22
2019/3/6	18农发10(增11)	60.00	1.00	2.60
2019/3/6	18农发11(增10)	50.00	7.00	4.00
2019/3/6	19农发01(增4)	70.00	10.00	3.75
2019/3/5	19国开01(增7)	77.50	1.00	2.54
2019/3/5	19国开03(增4)	91.10	5.00	3.30
2019/3/5	19国开05(增8)	150.10	10.00	3.48
2019/3/4	18农发12(增10)	70.00	3.00	3.30
2019/3/4	18农发13(增9)	70.00	5.00	3.55
合计		1,884.40		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：本周一二级市场利率债计划发行概况（20190311-20190317）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2019/3/15	19江苏债02	30.70	3.00	地方政府债
2019/3/15	19江苏债05	35.60	5.00	地方政府债
2019/3/15	19江苏债03	297.20	5.00	地方政府债
2019/3/15	19江苏债04	105.40	5.00	地方政府债
2019/3/15	19江苏债06	37.40	7.00	地方政府债
2019/3/15	19江苏债07	311.70	10.00	地方政府债
2019/3/15	19湖北债14	93.93	10.00	地方政府债
2019/3/15	19黑龙江债01	225.28	10.00	地方政府债
2019/3/15	19黑龙江债03	26.00	10.00	地方政府债
2019/3/15	19黑龙江债02	80.00	20.00	地方政府债
2019/3/14	19福建04	179.50	5.00	地方政府债
2019/3/14	19新疆债10	16.20	7.00	地方政府债
2019/3/14	19新疆债06	102.10	10.00	地方政府债
2019/3/14	19新疆债09	14.40	10.00	地方政府债
2019/3/14	19新疆债07	80.20	10.00	地方政府债
2019/3/14	19新疆债08	43.20	10.00	地方政府债
2019/3/13	18付息国债23(续5)	200.00	5.00	国债
2019/3/13	19河南债08	195.87	7.00	地方政府债
2019/3/13	19河南债11	5.00	5.00	地方政府债
2019/3/13	19河南债09	13.14	5.00	地方政府债
.....				
合计		2,606.17		

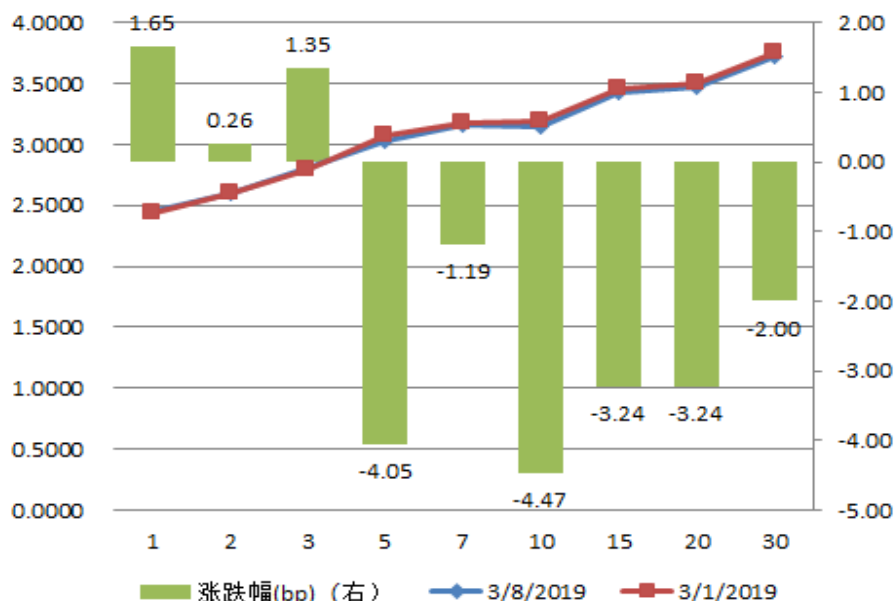
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 2606.17 亿元，本周三将续发 200 亿元的 5 年期国债，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，整体利率债供给压力边际增加。

1.2 利率债二级市场变化

上周现券方面，主要期限国债收益率短升长降，收益率曲线走平，其中 2 年期上行 0.26bp 至 2.6061%，5 年期下行 4.05bp 至 3.0284%，10 年期下行 4.47bp 至 3.1423%。

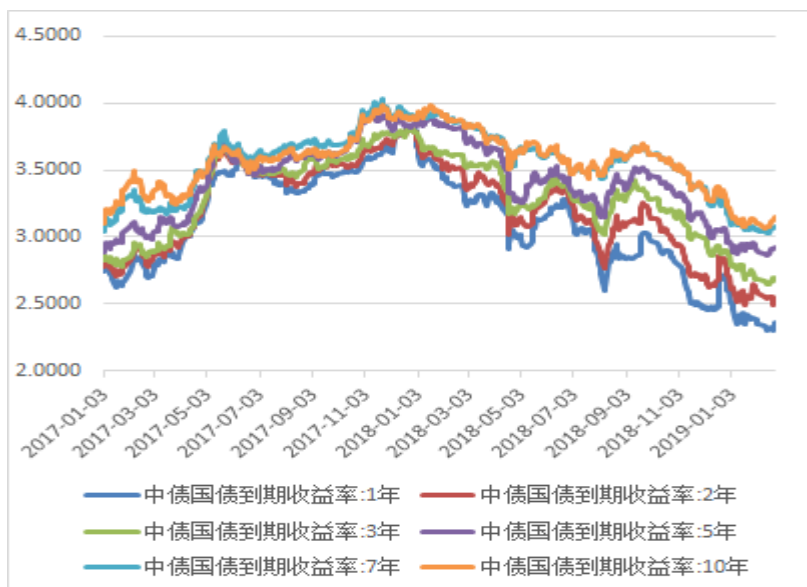
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

具体来看，上周一年期国债收益率上行 1.65bp 至 2.4503%，二年期上行 0.26bp 至 2.6061%，三年期上行 1.35bp 至 2.8031%，五年期下行 4.05bp 至 3.0284%，七年期下行 1.19bp 至 3.1646%，十年期下行 4.47bp 至 3.1423%。

图 2：各关键年限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 货币市场资金利率

上周央行在公开市场进行 0 亿 7 天逆回购操作，同时有 2200 亿 7 天逆回购到期，净回笼 2200 亿；进行 0 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净回笼 0 亿；进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 0 亿 28 天逆回购到期，净回笼 0 亿，进行 0 亿元国库现金定存操作，同时有 0 亿元国库现金定存到期，进行 0 亿元 1 年期 MLF 操作，同时有 1045 亿元 MLF 到期，上周央行虽然暂停公开市场操作，但跨月后资金面趋松，资金利率下行。

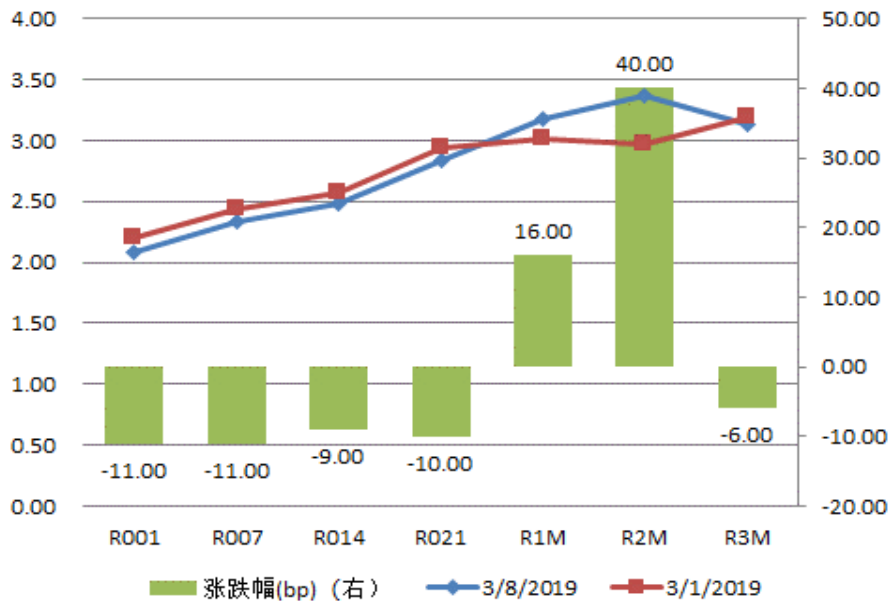
表 3: 上周公开市场操作情况 (20190216-20190222)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购7D	逆回购到期	3/5/2019	1,200.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	3/4/2019	400.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	3/6/2019	600.00	2.55	0.00
MLF(降准置换回笼)	MLF(降准置换回笼)	3/7/2019	10.00	3.25	
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	3/7/2019	1,055.00	3.25	0.00
净投放			-3,245.00		
净投放(含国库现金)			-3,245.00		

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从周度数据来看，银行间质押式回购利率隔夜下行 11bp 至 2.09%；7 天期下行 11bp 至 2.33%；14 天期下行 9bp 至 2.48%；21 天期下行 10bp 至 2.84%；1 个月期上行 16bp 至 3.18%。

图 3: 银行间质押式回购利率一周变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

本周公开市场有 0 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 0 亿元、0 亿元、0 亿元、0 亿元和 0 亿元，无资金到期压力，预计资金面继续趋松。

表 4：本周公开市场操作情况（20190223-20190301）

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
净投放			0.00		
净投放(含国库现金)			0.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

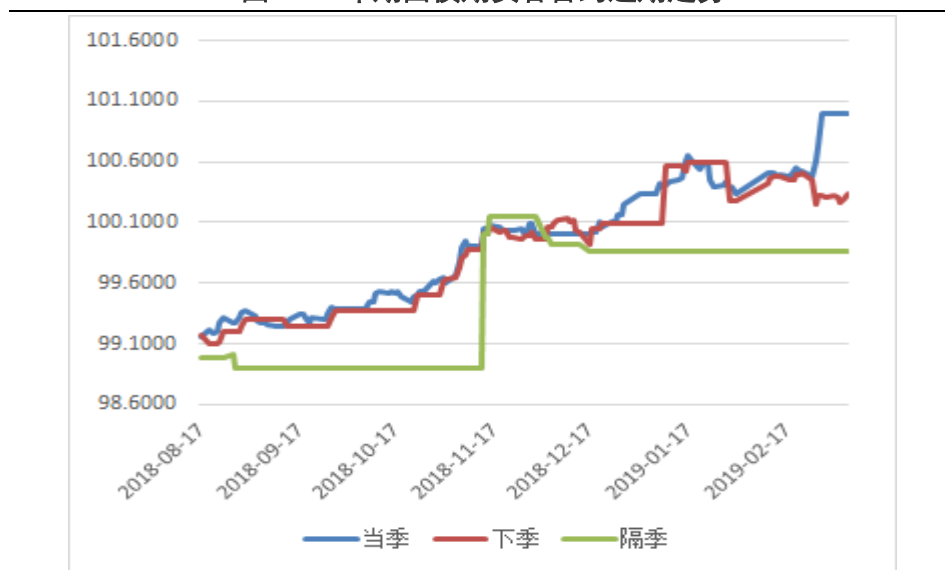
2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货止跌反弹

上周两年期国债期货主力合约 TS1906 上行 0.03% 收于 100.34 元，五年期国债期货主力合约 TF1906 上行 0.54% 收于 99.58 元，十年期国债期货主力合约 T1906 上行 0.97% 收于 97.755 元。上周利多因素叠加，期债止跌反弹，主要原因一是两会期间的政策对债市偏利多，具体来看，经济增速目标下调至 6%-6.5%，地方政府专项债的额度安排为 2.15 万亿元，低于此前市场预期，同时货币政策延续此前的逆周期调控基调，新增“降低实际利率”的表述令市场再起降息（下调公开市场操作利率）预期；二是市场风险偏好较前期回落，对债市做多情绪的压制减弱；三是跨月后资金面趋于宽松；四是此前因春节期间无经济数据公布，社融大幅回升令市场有经济企稳的预期，但将公布的经济数据可能会使得预期落空，基本面对债市或边际利多。

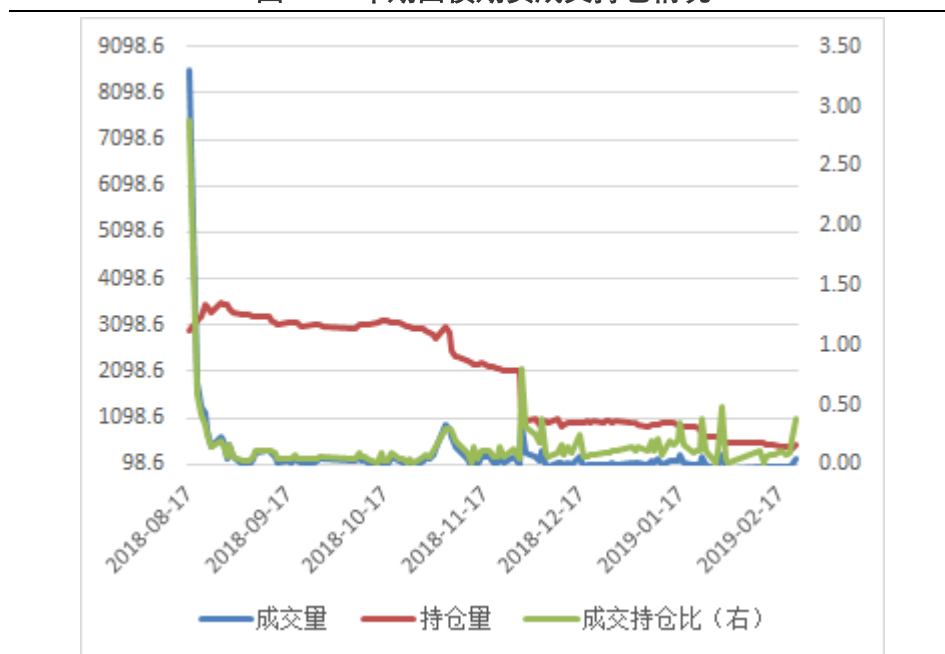
2 年期债交割月合约 TS1903 周涨 0.01%，收于 101.00 元；主力合约 TS1906 周涨 0.03%，收于 100.34 元；隔季合约 TS1909 周跌 0.96%，收于 99.865 元。成交方面，三个合约日均成交 29 手，持仓方面，主力合约 TS1906 周增仓 39 手，目前持仓 299 手，截止 3 月 8 日，2 年期三个合约合计持仓 299 手，周减仓 149 手，成交量下降，持仓量下降。

图 4：2 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：2 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

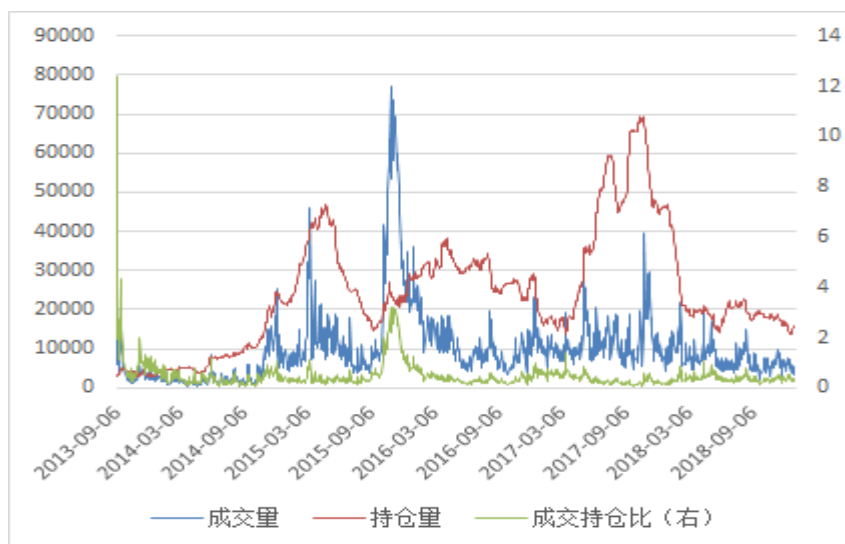
5 年期债交割月合约 TF1903 周涨 0.20%，收于 99.665 元；主力合约 TF1906 周涨 0.54%，收于 99.58 元；隔季合约 TF1909 周跌 0.12%，收于 98.89 元。成交方面，三个合约日均成交 5597.6 手，持仓方面，主力 TF1906 合约周增仓 931 手，目前持仓 14030 手，截止 3 月 8 日，5 年期三个合约合计持仓 14033 手，周增仓 835 手，成交量上升，持仓量上升。

图 6：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

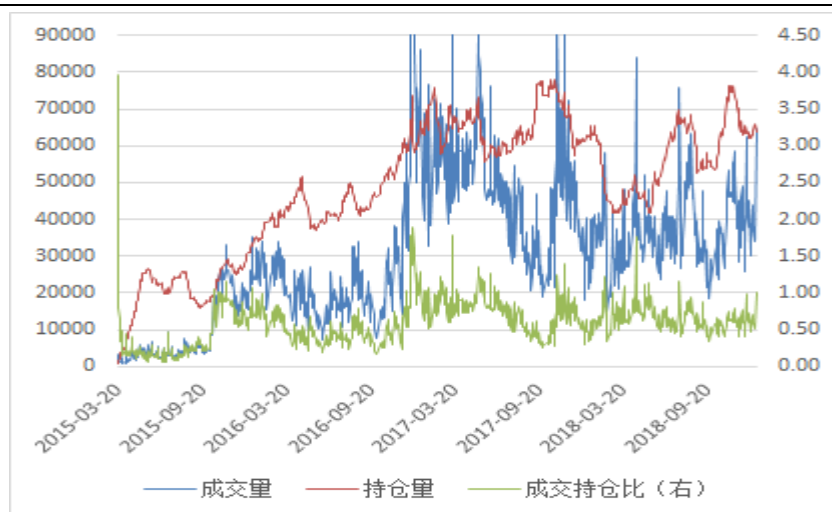
10 年期债交割月合约 T1903 周涨 0.72%，收于 98.60 元；主力合约 T1906 周涨 0.97%，收于 97.755 元；隔季合约 T1909 周涨 0.96%，收于 97.40 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 49095.2 手，主力 T1906 合约周增仓 5959 手，持仓 53400 手，截至 3 月 8 日，10 年期三个合约合计持仓 54098 手，持仓增加 4745 手，成交量上升，持仓量上升。

图 8：10 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：10 年期国债期货成交持仓情况

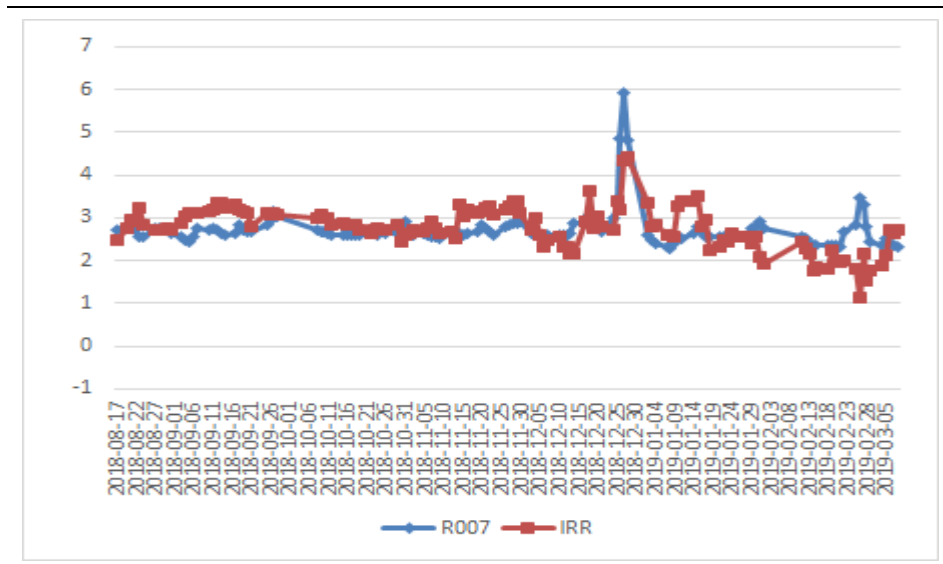


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TS1906 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡下行，IRR 震荡上行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

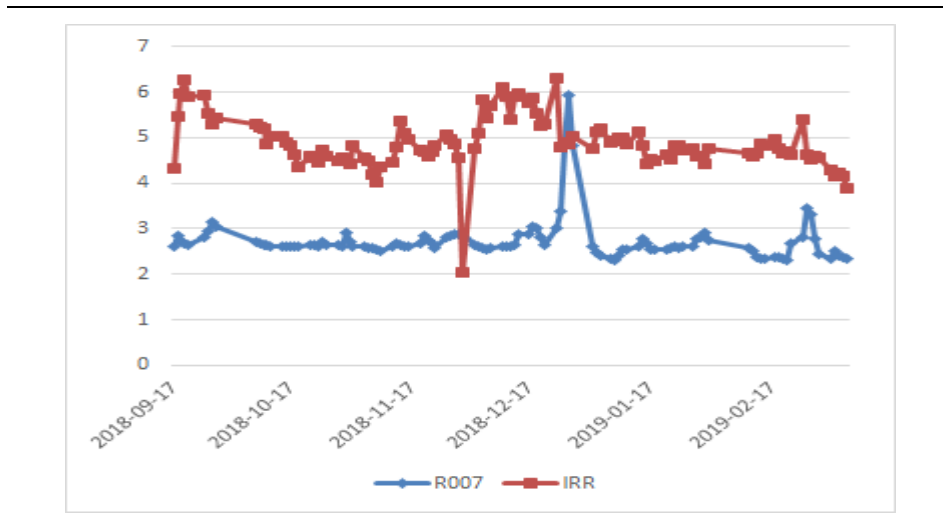
图 10: 近期 TS1906 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 TF1906 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡下行，IRR 震荡下行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

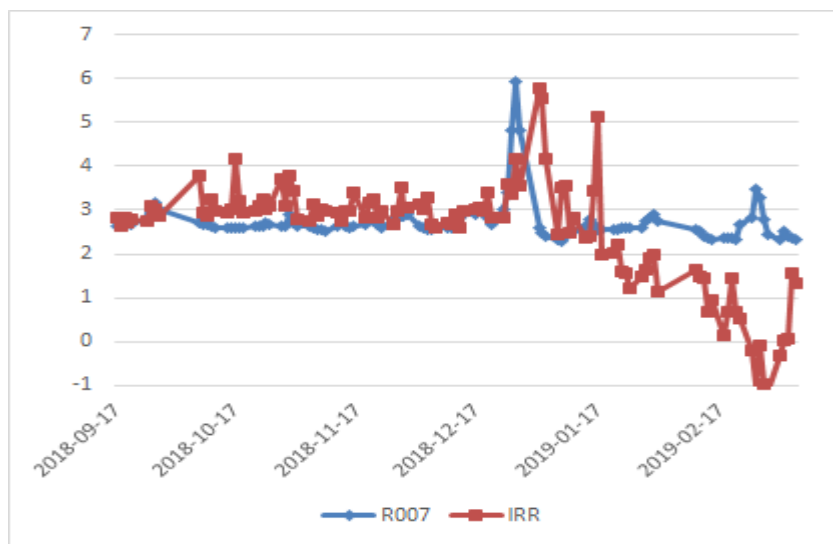
图 11: 近期 TF1906 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1906 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 震荡下行，且 IRR 震荡上行，在上周无明显的正向和反向期现套利交易机会。

图 12: 近期 T1906 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

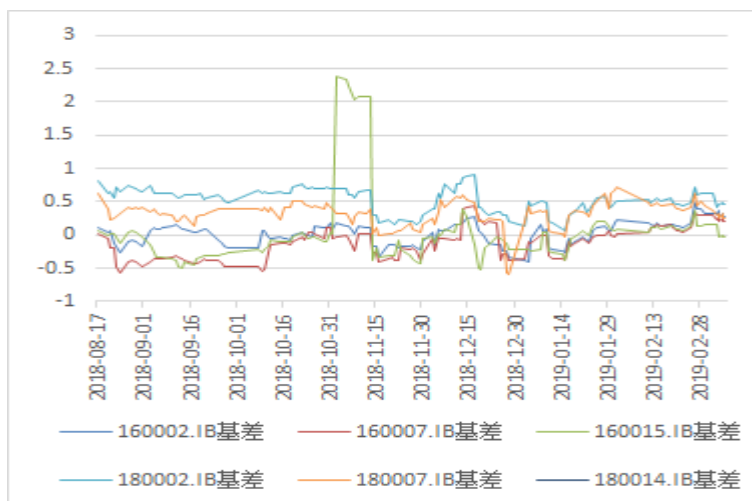


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

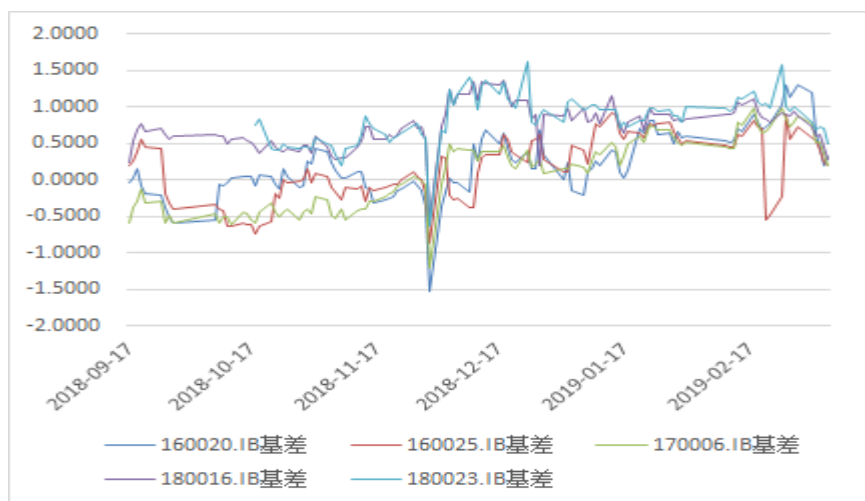
TS1906 合约的活跃券 160002.IB、160007.IB、160015.IB、180002.IB、180007.IB 和 180014.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; TF1906 合约的活跃券 160020.IB、160025.IB、170006.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; T1906 合约的活跃券 180004.IB、180011.IB、180019.IB、180027.IB 和 180028.IB 的基差震荡下行, 适宜做空。

图 13: TS1903 活跃券基差走势



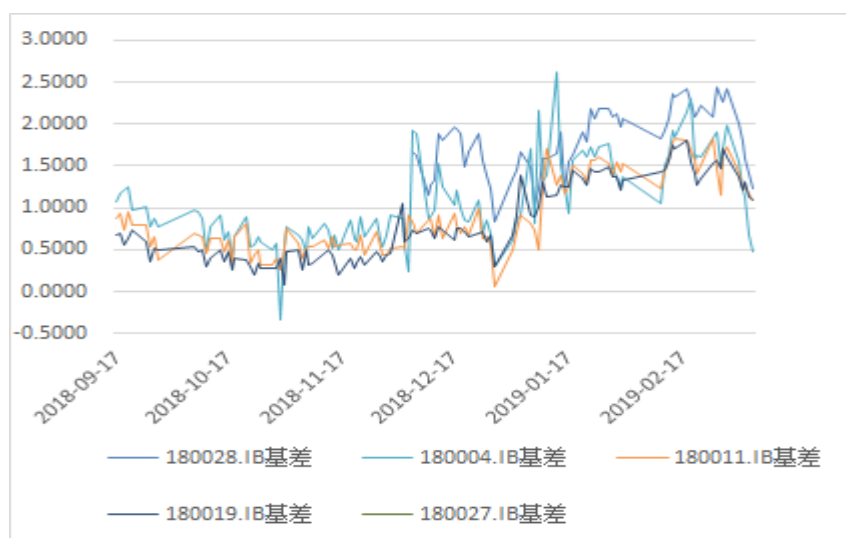
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TF1906 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: T1906 活跃券基差走势

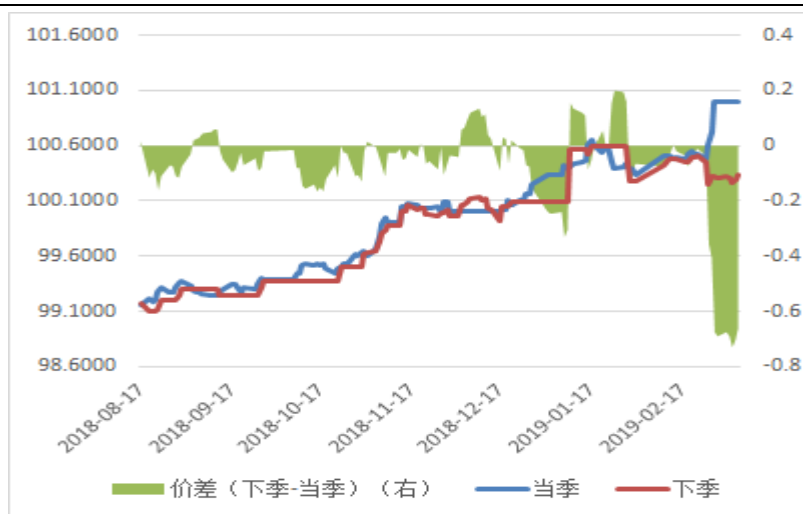


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

上周 2 年期债合约价差负向走扩, 期债已经完成移仓换月, 无跨期策略推荐; 5 年期债合约价差负向收窄, 期债已经完成移仓换月, 无跨期策略推荐; 10 年期债合约价差负向收窄, 期债已完成移仓换月, 无跨期策略推荐。

图 16: 2 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 5 年期债当季、下季及二者价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18：10 年期债当季、下季及二者价差走势

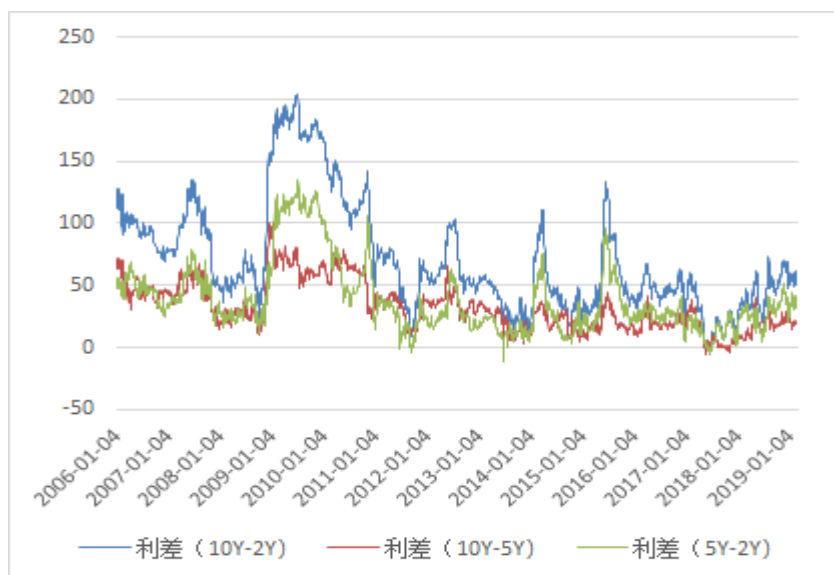


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行-4.73bp 至 53.62bp，10 年期和 5 年期收益率是下行-0.42bp 至 11.39bp。

图 19：2 年期、5 年期与 10 年期收益率利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 周度操作建议

从经济基本面来看，周末公布的金融数据和物价数据表明前期数据的改善暂无持续性，基本面对债市的影响边际利多；从政策面看，两会期间市场再起降息（下调公开市场操作利率）预期，且美欧等央行货币政策边际趋松，政策面对债市的影响边际利多；从资金面来看，本周公开市场无资金量到期，预计资金面继续趋松；从供需来看，本周三将续发 200 亿元的 5 年期国债，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，整体利率债供给压力边际增加。整体看，本周将公布的经济数据可能对债市偏利多，期债或偏强震荡，但上周涨幅较大，需关注获利盘的止盈压力，期债波动可能加大。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线（多 T 空 2TF）继续持有或前多继续持有，仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。