

兴证期货·研发中心

2019年1月2日 星期二

内容提要

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

021-20370946

shangfang@xzfutures.co

[m](#)

● 行情回顾

12月期债震荡走高，其中2年期债月涨0.22%收于100.25元，5年期债月涨0.52%收于99.40元，10年期债月涨0.92%收于97.735元，创今年新高；现券方面，主要期限国债收益率短升长降，其中2Y上行1bp至2.71%，5Y下行17bp至2.97%，10Y下行13bp至3.23%，创今年新低，大多数活跃券基差下行。主要利多因素一是公布的经济数据对债市偏利多，二是央行创设TMLF，对比MLF利率下调15bp且期限可达三年，有利于引导长端利率的下行，而美联储如期加息25bp，央行维持OMO操作利率不变，且对19年加息次数偏鸽派，提高国内货币政策宽松的空间，三是利率债整体供给压力小，国债配置需求向好，四是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪升温。主要利空因素一是财政部公布关于支持优质企业直接融资的通知后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方债提前至1月发行，对国债需求或有“挤出效应”，三是部分获利盘有止盈压力。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的12月官方PMI显示经济下行压力有所增加，基本面对债市偏利多；从政策面看，关注稳经济政策的出台和实施，市场对央行定向降准预期增加；从资金面看，跨年后临近春节，资金利率或先下后上；从供给端看，地方债供给压力边际增加可能带来利率债整体供给压力增加；从需求端看，国债需求或边际减少。关注地方债提前发行的节奏和央行是否进行定向降准，1月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线继续持有（多T空2TF）先多TF空T为主，后多T空TF为主。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较好，发行规模增加

2018 年 12 月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为 24891.62 亿元，较上月减少 572.71 亿元，其中地方债供给规模为 638.12 亿元，较上月增加 178.71 亿元，地方债供给规模小幅增加；国债发行规模合计为 3856.6 亿元，较上月增加 1257.8 亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率且投标倍数约超过 2 倍，国债需求边际增加；同业存单供给规模为 18910.6 亿元，较上月减少 96.4 亿元，同业存单利率短降长升，截止 12 月 29 日，1 个月同业存单发行利率为 3.2375%，3 个月同业存单发行利率为 3.3278%，6 个月同业存单发行利率为 3.406%，分别较上月底变动 10.62bp、-8.95bp 和 -22.32bp；政策性银行债供给规模为 1486.30 亿元，较上月减少 1912.82 亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较好。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



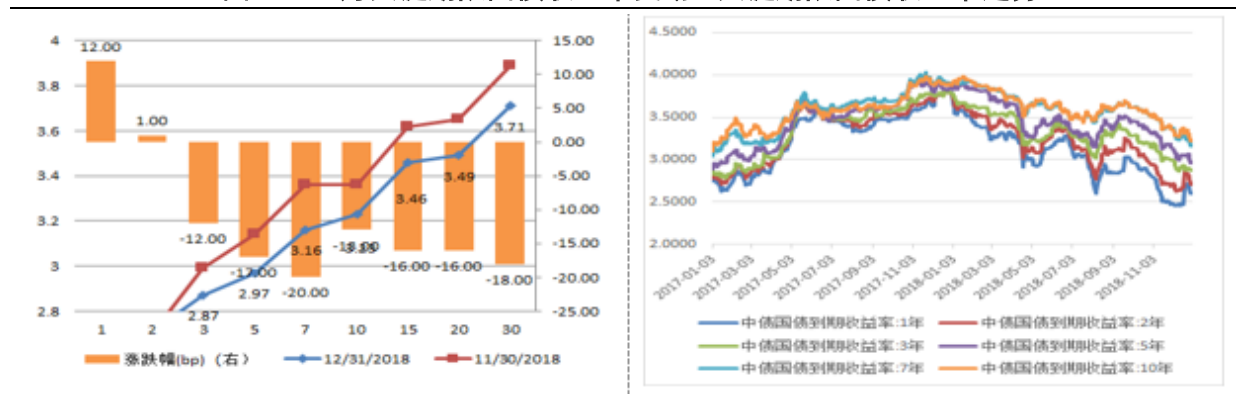
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率短升长降

12 月主要期限国债收益率短升长降，其中 2 年期收益率上行 1bp 至 2.71%，5 年期收益率下行 17bp 至 2.97%，10 年期收益率下行 13bp 至 3.23%，收益率曲线走平，其中 10-1 年利差走平约 25bp，10-5 年利差走陡约 4bp。国债收益率前半个月先下后上，后半个月整体下行。主要利多因素一是市场对春节前央行再度定向降准的预期增加，二是公布的经济数据对债市偏利多，三是央行创设 TMLF，对比 MLF 操作利率下调 15bp 且期限可以延长至三年，有利于引导长端利率的下行，四是美联储如期加息 25bp，央行维持公开市场操作利率不变且美联储对 19 年加息次数言论偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间，四是利率债整体供给压力小，国债一级市场配置需求向好，带动二级市场收益率下行，五是虽在跨年时点资金利率较大幅上行，但整体看资金面仍维持略偏宽松，六是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪有所升温。主要利空因素一是财政部公布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方政府债提前至 1 月份开始发行，1 月利率债供给压力边际增加，对国债配置需求或有“挤出效应”，三是前期较大幅上涨令部分获利盘有止盈压力。

从月度数据来看，1Y 期上行 12bp 至 2.60%，2Y 期上行 1bp 至 2.71%，3Y 期下行 12bp 至 2.87%，5Y 期下行 17bp 至 2.97%，7Y 期下行 20bp 至 3.16%，10Y 期下行 13bp 至 3.23%，15Y 期下行 16bp 至 3.46%，20Y 期下行 16bp 至 3.49%，30Y 期下行 18bp 至 3.71%。

图 2：12 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 期货市场行情回顾

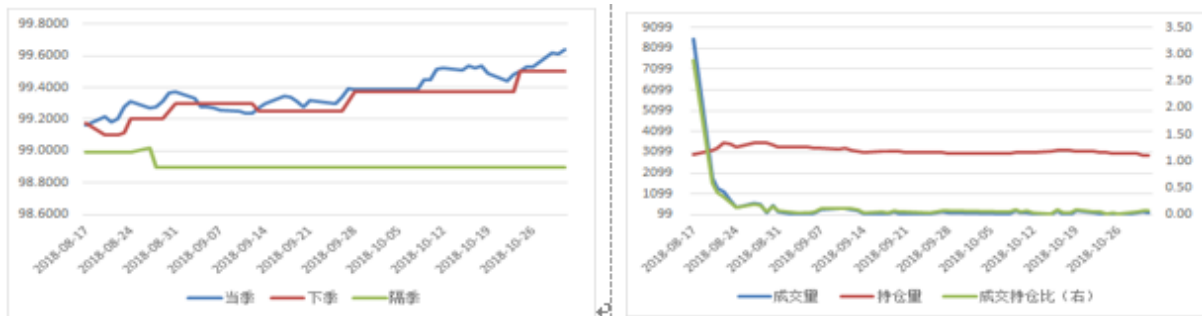
2.1 国债期货较大幅走高

截止到 12 月 28 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1903 收于 100.25 元，月涨 0.235 或 0.22%；下季合约 TS1906 收于 100.095 元，月涨 0.09 或 0.06%；隔季合约 TS1909 收于 99.865 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1903 成交量日均 130 手，三个合约日均成交 132 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 TS1903 持仓量为 1018 手，三个合约持仓达到 1033 手，较上月底增加 290 手。五年期国债期货主力合约 TF1903 收于 99.40 元，月涨 0.495 或 0.52%；下季合约 TF1906 收于 99.40 元，月涨 0.425 或 0.44%；隔季合约 TF1909 收于 98.76 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1903 成交量日均 5864 手，三个合约日均成交 5870 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 TF1903 持仓量为 14949 手，三个合约持仓达到 15010 手，较上月底增加 1111 手。十年期国债期货主力合约 T1903 收于 97.735 元，月涨 0.865 或 0.92%；下季合约 T1906 收于 97.695 元，月涨 0.81 或 0.87%；隔季合约 T1909 收于 97.60 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 T1903 成交量日均 40518 手，三个合约日均成交 40649 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 T1903 持仓量为 62521 手，三个合约持仓达到 64017 手，较上月底增加 1560 手。

12 月期债震荡走高，前半个月期债先扬后抑，后半个月期债止跌上涨，主要利多因素一是市场对春节前央行再度定向降准的预期增加，二是公布的经济数据对债市偏利多，三是央行创设 TMLF，对比 MLF 操作利率下调 15bp 且期限可以延长至三年，有利于引导长端利率的下行，四是美联储如期加息 25bp，央行维持公开市场操作利率不变且美联储对 19 年加息次数言论偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间，四是利率债整体供给压力小，国债一级市场配置需求向好，带动二级市场收益率下行，五是虽在跨年时点资金利率较大幅上行，但整体看资金面仍维持略偏宽松，六是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪有所升温。主要利空因素一

是财政部公布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方政府债提前至 1 月份开始发行，1 月利率债供给压力边际增加，对国债配置需求或有“挤出效应”，三是前期较大幅上涨令部分获利盘有止盈压力。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比：期现利差

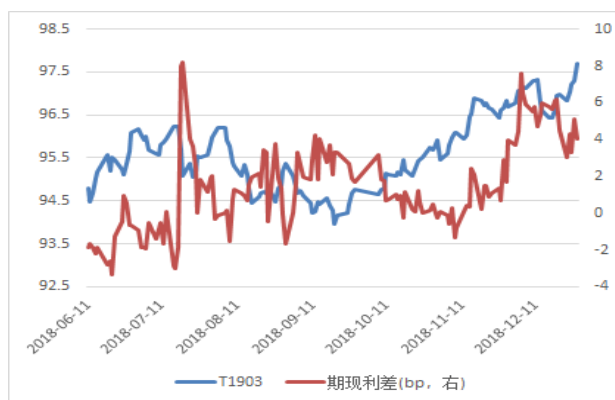
从12月份的期现利差来看，12月国债期货价格震荡上行，现券收益率震荡下行。2年期现券走势弱于期债，合约TS1903 合约期现利差震荡下行至约15bp；5年期现券走势先强于期债后弱于期债，合约TF1903 的期现利差先上后下至约17bp；10年期现券走势先强于期债后弱于期债，合约T1903 的期现利差先上后下至约4bp。

图 6：TS1903 结算价与期现利差&TF1903 结算价与期现利差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：T1903 结算价与期现利差



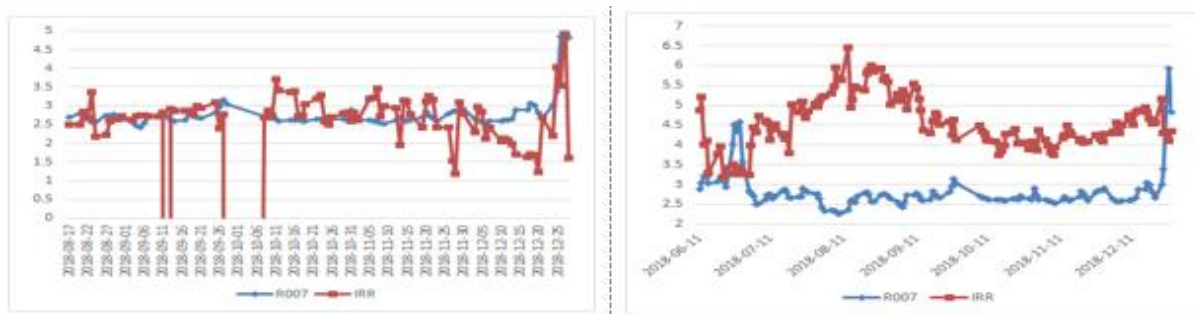
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 期现套利

从12月份TS1903 合约活跃CTD 券的IRR 与R007 对比来看，IRR 先下后上，而R007 震荡上行，暂无明显的正向和反向期现套利机会；从12月份主力合约TF1903 活跃CTD 券的IRR 与R007 对比来看，IRR 震荡上行，而R007 震荡上行，暂无明显的正向和反向期现套利机会；从12月份主力合约T1903 活跃CTD 券的IRR 与R007 对比来看，IRR 先上后下，而R007 震荡

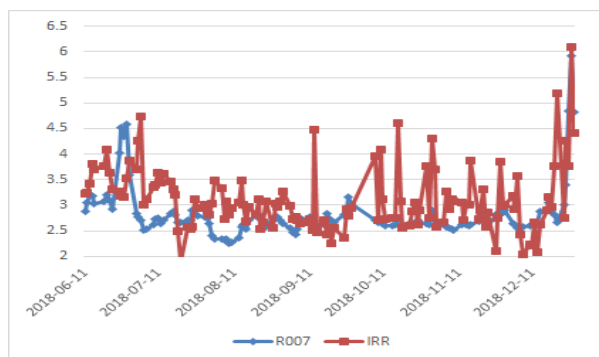
上行，仅在 12 月 21 日 T1903 合约有较明显的正向期现套利机会。

图 8: TS1903 活跃 CTD 券 IRR&TF1903 活跃 CTD 券 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: T1903 活跃 CTD 券 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

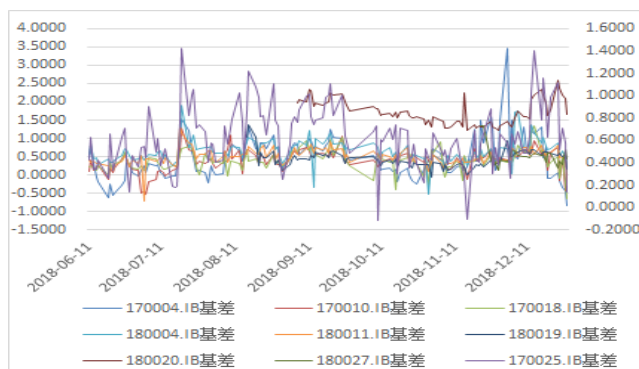
TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、170023.IB、180002.IB、180007.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差；TF1903 合约的活跃券 160014.IB 和 160025.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差，160020.IB、180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡上行，适宜做多基差；T1903 合约的大多数活跃券基差震荡下行，其中 160010.IB、160023.IB、170004.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180019.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差，180020.IB 和 180027.IB 基差震荡上行，适宜做多基差。

图 10: TS1903 活跃券基差走势&TF1903 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1903 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

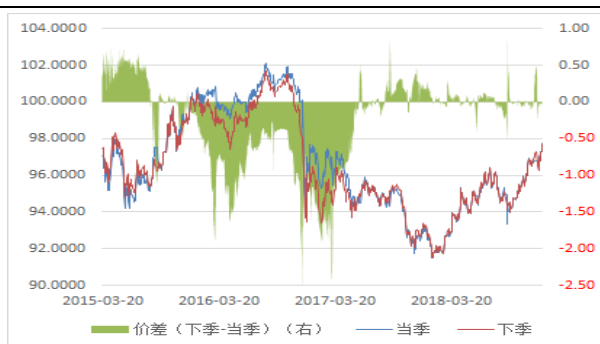
12月国债期货不处于移仓换月阶段,两年期债价差负向震荡走扩,无跨期策略推荐,五年期债价差由负转正,无跨期策略推荐;十年期债价差冲高回落,负向小幅走扩,无跨期策略推荐。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

国家统计局公布的 12 月中国官方制造业 PMI 为 49.4%，较上月下行 0.6%，且低于 50.0% 的荣枯线。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 50.8% 和 49.7%，分别比上月下行 1.1% 和下行 0.7%，新订单指数延续下行走势且环比下滑幅度扩大，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 46.6% 和 45.9%，比上月下行 0.4% 和 1.2%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落。经济下行压力正在显现且压力有所加大。

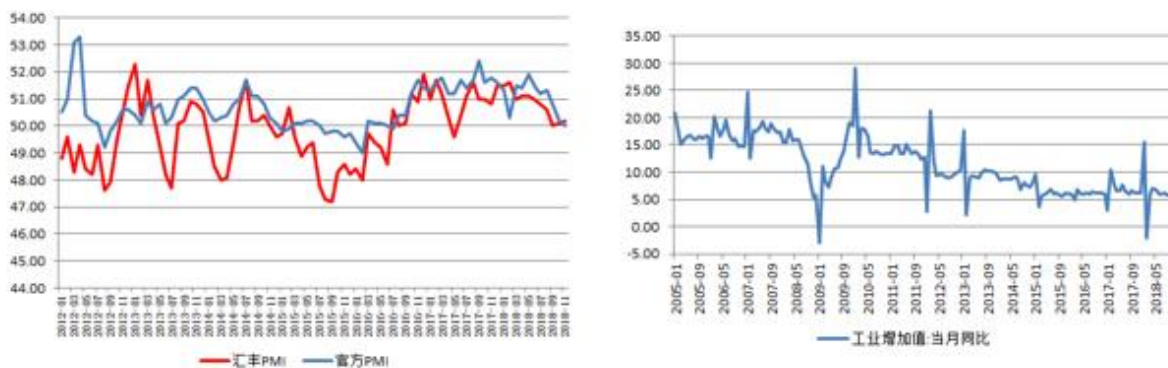
从房地产销售来看，房地产开发投资在 11 月维持不变为 9.7%，商品房销售面积增速继续下降 0.8% 至 1.4%，房地产开发增速目前仍在高位，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”，预计房地产投资将会回落；11 月份基建投资增速维持不变为 3.7%，基建增速小幅反弹后平稳，中央经济工作会议明确提出“加大基础设施等领域补短板力度”，考虑到地方政府债可能提前至 2019 年 1 月发行，预计基建投资增速大概率继续反弹，但

受到地方政府隐性债务的制约反弹幅度存在不确定性；11月份制造业投资增速继续回升0.4%至9.5%，制造业投资增速延续小幅反弹走势，对固定资产投资增速形成支撑，但后续面临上行乏力的压力；社零增速下行0.5%至8.1%，消费增速从高位回落；出口增速下行10.2%至5.4%，进口增速下行17.8%至3.0%，进出口增速出现超预期较大幅下滑，与9月以来PMI数据中的进出口订单回落走势一致，贸易顺差正向小幅增加，贸易摩擦的压力开始显现，考虑到中美贸易摩擦风险未消除，未来进出口仍承压。

通胀方面，11月份CPI较上月下行0.3%至2.2%，与市场预期一致，猪肉价格同比增速上行0.2%至-1.1%，随着春节临近，猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速较大幅下行8.6%至1.5%，受水灾影响消退，鲜菜价格回落，PPI较上月继续下行0.6%至2.7%，猪价仍可能是2019年拉动CPI的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对CPI的正向拉动作用可能将继续减弱，预计12月PPI同比增速受到油价和大宗商品价格较大幅下跌影响或继续回落，CPI同比或小幅回落。

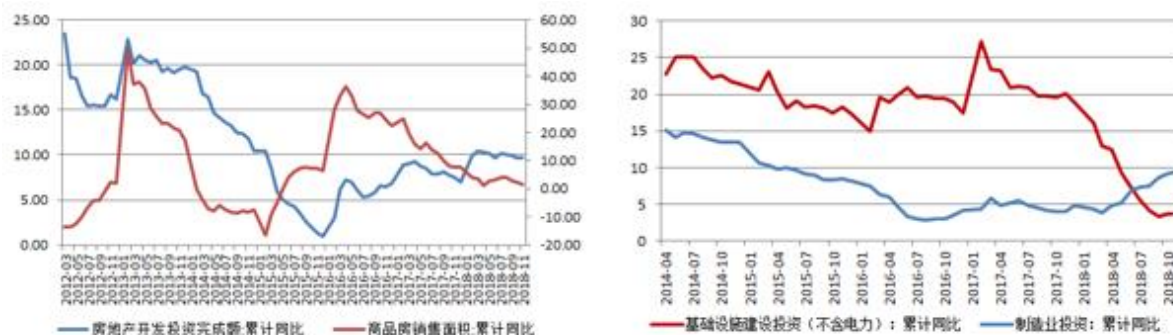
2018年11月新增人民币贷款12302.33亿元，较上月增加约5161.05亿元，企业债融资为3162.72亿元，较上月增加约1676.68亿元，地方政府专项债发行完后对企业债发行有挤出效应减弱，企业债融资恢复，委托贷款为-1310.27亿元，较上月多减少361.63亿元，信托贷款为-467.19亿元，较上月少减少805.72亿元，银行承兑汇票为-126.89亿元，较上月少减少约326.40亿元，目前看宽信用政策效果暂未显现，2019年非标到期压力仍较大，但央行调整口径后，预计社融下行速度将趋缓；M2同比为8.0%，维持不变，M1较上月下行1.2%至1.5%，M1-M2的剪刀差为正且小幅上行。预计12月社融增速或小幅下行，新增人民币贷款或减少，M2增速或小幅上行。

图 14：制造业 PMI&工业增加值



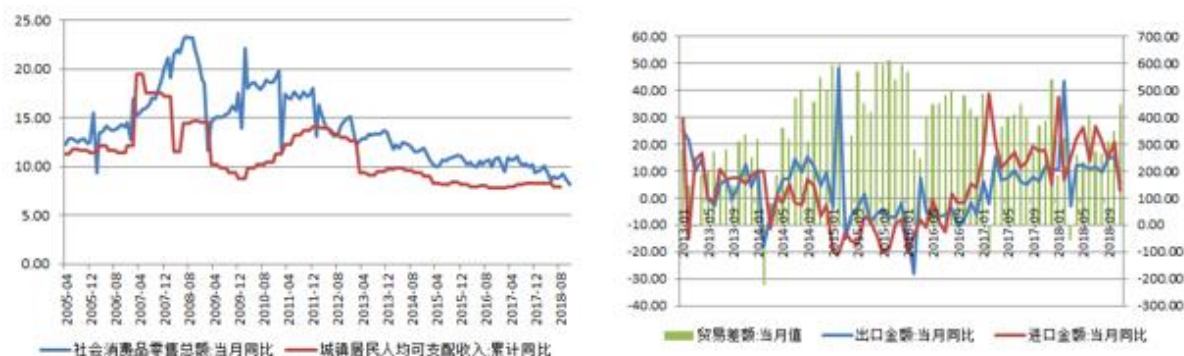
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



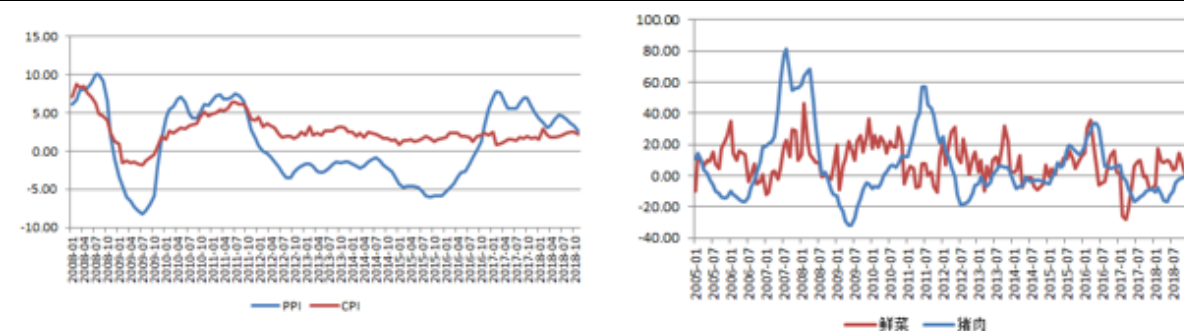
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



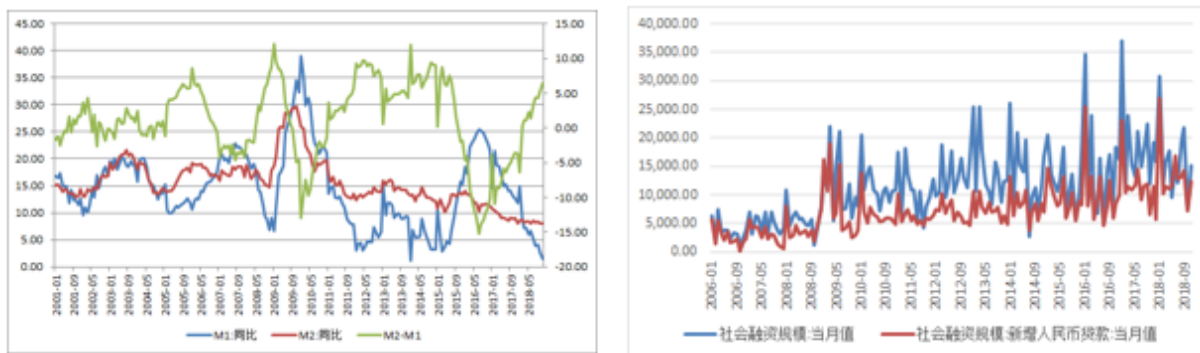
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

央行 12 月 19 日公告创设定向中期借贷便利 (TMLF), 意在加大对小微企业、民营企业的金融支持力度, 符合宏观审慎要求的商业银行 (大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行) 可以向央行提出申请, 相较于 MLF, TMLF 的操作利率低 15bp, 且资金可以使用三年 (期限一年, 可根据需求续做两次), 符合条件的商业银行可以获得更低成本和更长期限的流动性, 有利于引导长期利率的下行; 同时, 根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况, 央行决定再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元, 货币政策通过定向操作疏通传导机制; 20 日美联储如期加息 25bp, 央行维持公开市场操作利率不变, 且美联储对明年加息次数的预期言论偏鸽派, 提高国内货币政策进一步宽松的空间。在中央经济工作会议上强调“宏观政策要强化逆周期调节, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 适时预调微调, 稳定总需求。”

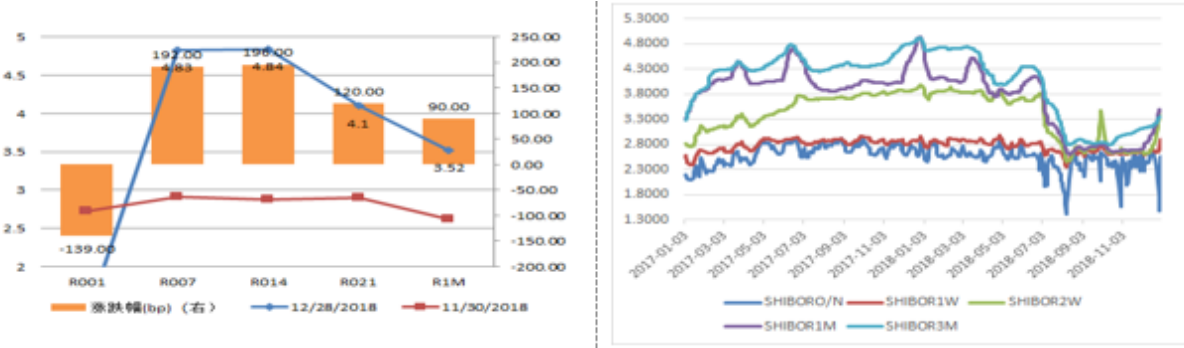
3.3 资金利率: 12 月跨年期限资金利率走高, 预计 1 月资金利率

先下后上

12 月资金面第一周资金利率较大幅下行, 资金面跨月后偏宽松, 后三周在缴税、缴准和临近跨年的影响下, 资金面由偏宽松转为偏紧, 特别是跨年期限资金利率大幅上行, 央行在暂停公开市场操作近一个月后重启逆回购, 并在两次 MLF 到期时进行等量平价续作, 考虑到货币政策执行报告中“维持银行间流动性合理充裕”的要求, 资金面持续偏紧的可能性不大。从质押式回购利率来看, 隔夜下行 139bp 至 1.33%, 7 天上行 192bp 至 4.83%, 14 天上行 196bp 至 4.84%, 1M 上行 90bp 至 3.52%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 117bp 至 1.47%, 7 天上行 5bp 至 2.72%, 14 天上行 70bp 至 3.37%, 1M 下行 79bp 至 3.49%, 3M 上行 25bp 至 3.36%。12 月份有 4900 亿元逆回购操作到期, 央行进行 13300 亿元投放, 净投放 8400 亿元, 12 月份有 4735 亿元 MLF 到期, 央行等量平价续作 4735 亿元, 净回笼 0 亿元, 12 月份有 1200 亿元国库现金定存到期, 进行 1000 亿元国库现金定存操作, 净回笼 200 亿元, 12 月央行在公开市场上净投

放 8200 亿元（包括国库现金定存）；1 月公开市场有 13300 亿元资金量到期，其中包括 3900 亿元 1 年期 MLF 到期、1000 亿元国库现金定存到期和 8400 亿元逆回购到期，到期压力较大且月末临近春节，预计资金利率先下后上。

图 19：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：1 月期债可能先抑后扬

从经济基本面来看，公布的 12 月官方 PMI 显示经济下行压力有所增加，基本面对债市偏利多；从政策面看，关注稳经济政策的出台和实施，市场对央行定向降准预期增加；从资金面看，跨年后临近春节，资金利率或先下后上；从供给端看，地方债供给压力边际增加可能带来利率债整体供给压力增加；从需求端看，国债需求或边际减少。关注地方债提前发行的节奏和央行是否进行定向降准，1 月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线继续持有（多 T 空 2TF）先多 TF 空 T 为主，后多 T 空 TF 为主。

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。本报告清晰准确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。