

# 关注美联储加息和中央经济工作会议, 期债或略偏强震荡

兴证期货.研发中心

2018年12月17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](mailto:shangfang@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

上周两年期国债期货主力合约 TS1903 下行 0.07% 收于 100.025 元, 五年期国债期货主力合约 TF1903 下行 0.21% 收于 98.82 元, 十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.57% 收于 96.56 元, 国债期货收益率曲线小幅走陡; 现券方面, 主要期限国债收益率出现了程度不一的上行, 长端上行幅度大于短端, 收益率曲线走陡, 其中 2 年期上行 2.69bp 至 2.6545%, 5 年期上行 2.79bp 至 3.0506%, 10 年期上行 6.15bp 至 3.3468%, 大多数活跃券基差上行。上周期债先扬后抑, 前半周期债受到进出口数据和物价数据低于预期的利多影响而高开后高位震荡, 后半周虽然央行等量平价续作到期的 MLF 和公布的经济数据略偏利多, 但期债盘中仅冲高后再度回落, 出现较大幅下跌, 主要利空因素一是在资金面因跨年因素而边际收紧, 二是发改委发布了《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, 三是在暂无明显增量利多的情况下前期涨幅较大令部分获利盘有止盈压力, 四是一级市场发行的 30 年期中标利率和投标倍数显示配置需求较前期明显回落。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看, 目前公布的数据对债市仍略偏利多, 对债市有支撑; 从政策面看, 市场对稳经济政策的继续出台预期在增加, 关注中央经济工作会议, 本周四美联储大概率继续加息, 央行可能不会跟随上调公开市



场操作利率；从资金面来看，本周有 1200 亿元国库现金定存操作，到期量不大，但临近跨年等，资金面将继续承压，关注央行操作；从供需来看，本周将续发 390 亿元的 1 年期和 480 亿元 10 年期，国债供给压力小幅减少，关注其投标倍数和中标利率，观察其配置需求，利率债整体供给压力不大。期债可能先抑后扬，整体略偏强震荡。

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）继续持有或轻仓多 T 空 TF 持有或关注日内波动，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 2713.20 亿元，上周三一级市场续发 290.0 亿元 2 年期国债和新发 480.0 亿元 5 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数分别为 1.94 和 2.15 倍，配置需求较好，上周五续发的 380 亿元 30 年期国债的中标利率略高于二级市场收益率，投标倍数为 1.9 倍，配置需求相对较好，但低于前期的配置需求。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20181210-20181216)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/12/14	18贴现国债58	200.00	0.25	2.55
2018/12/14	18付息国债24(续发)	380.00	30.00	4.08
2018/12/13	18进出12(增9)	30.00	1.00	3.00
2018/12/13	18进出13(增10)	30.00	3.00	3.74
2018/12/13	18进出09(增14)	40.00	5.00	4.37
2018/12/13	18进出10(增13)	40.00	10.00	4.89
2018/12/13	WI182601	390.00	1.00	2.41
2018/12/13	WI182710	480.00	10.00	3.25
2018/12/12	18付息国债22(续2)	290.00	2.00	3.00
2018/12/12	18付息国债23(续2)	480.00	5.00	3.29
2018/12/11	18国开12(增13)	50.00	3.00	3.68
2018/12/11	18国开11(增17)	57.00	5.00	3.76
2018/12/11	18国开14(增7)	40.00	7.00	4.15
2018/12/11	18国开10(增21)	60.00	10.00	4.04
2018/12/10	16农发15(增14)	146.20	3.00	3.08
<b>合计</b>		<b>2,713.20</b>		

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: 本周一级市场利率债计划发行概况 (20181217-20181223)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018/12/19	18付息国债26(续发)	390.00	1.00	国债
2018/12/19	18付息国债27(续发)	480.00	10.00	国债
2018/12/19	18河北债41	60.00	5.00	地方政府债
2018/12/19	18河北债42	90.00	10.00	地方政府债
2018/12/19	18河北债43	30.00	10.00	地方政府债
2018/12/19	18河北债44	100.00	20.00	地方政府债
2018/12/19	18河北债45	20.00	30.00	地方政府债
<b>合计</b>		<b>1,170.00</b>		

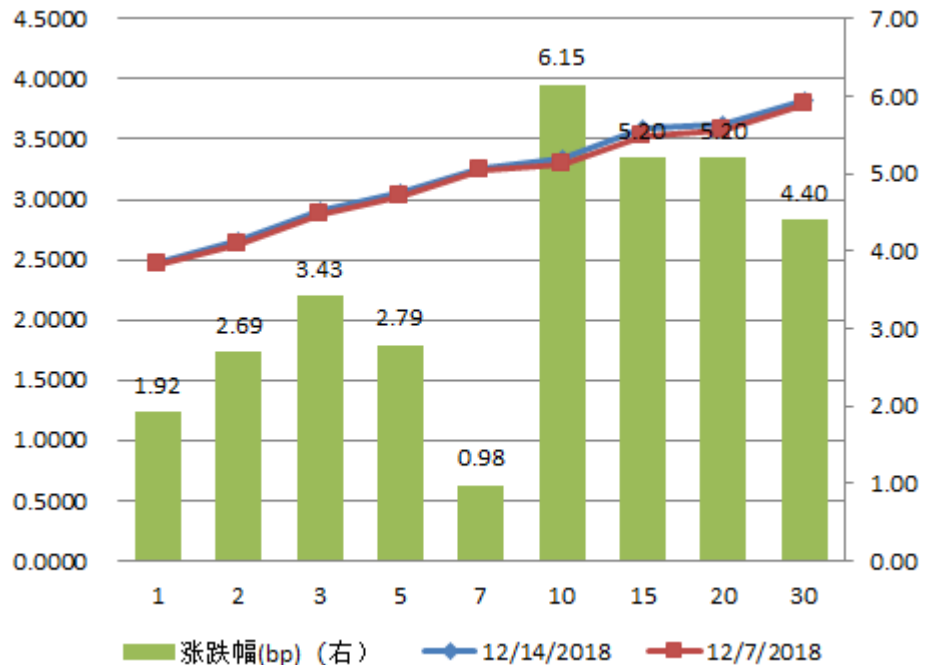
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 1170.00 亿元，本周将续发 390 亿元的 1 年期和 480 亿元 10 年期，国债供给压力较上周小幅减小，观察配置需求，在年底无地方政府债发行情况下，整体利率债供给压力继续减小。

## 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出现了程度不一的上行，长端上行幅度大于短端，收益率曲线走陡，其中 2 年期上行 2.69bp 至 2.6545%，5 年期上行 2.79bp 至 3.0506%，10 年期上行 6.15bp 至 3.3468%。现券收益率先下后上，前半周受到进出口数据和物价数据低于预期的利多影响现券收益率小幅下行，后半周现券收益率较大幅上行，虽然央行等量平价续作到期的 MLF 和公布的经济数据略偏利多，但现券收益率仅盘中略有下行，主要利空因素一是在资金面因跨年因素而边际收紧，二是发改委发布了《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，三是在暂无明显增量利多的情况下前期涨幅较大令部分获利盘有止盈压力，四是一级市场发行的 30 年期中标利率和投标倍数显示配置需求较前期明显回落。

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 1.92bp 至 2.4792%，二年期上行

2.69bp 至 2.6545%，三年期上行 3.43bp 至 2.9153%，五年期上行 2.79bp 至 3.0506%，七年期上行 0.98bp 至 3.252%，十年期上行 6.15bp 至 3.3468%。

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 货币市场资金利率较大幅上行

上周央行在公开市场进行 0 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 0 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 2860 亿元 1 年期 MLF 操作，同时有 2860 亿元 MLF 到期，上周央行在公开市场上继续暂停逆回购操作，但对到期的 MLF 进行等量平价续作，净投放 0 亿元。

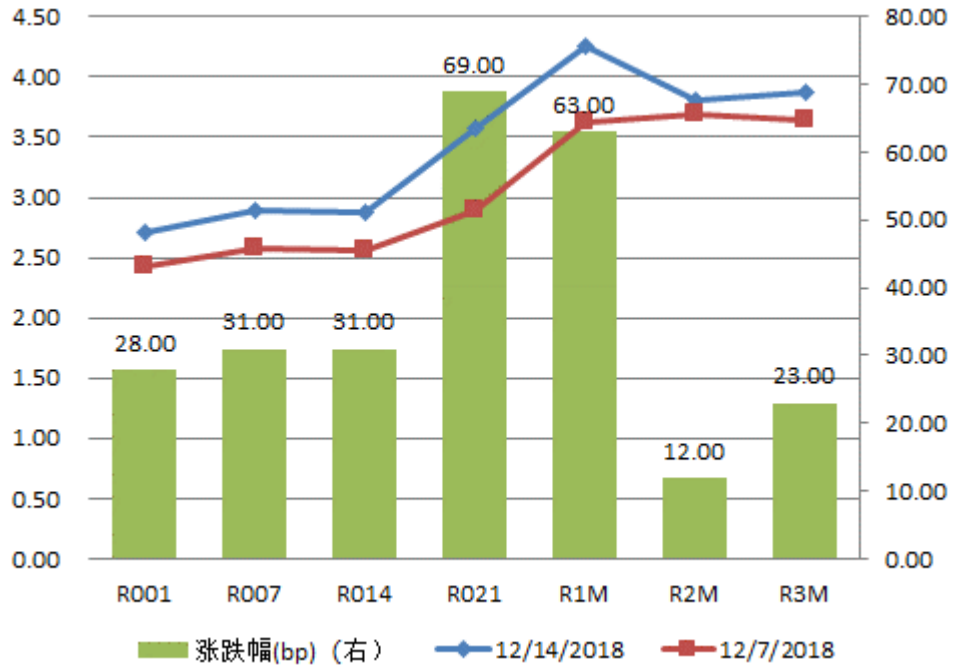
表 3：上周公开市场操作情况 (20181208-20181214)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
MLF(投放)365D	MLF(投放)	2018/12/14	2,860.00	3.3	0.00
MLF(投放)365D	MLF(回笼)	2018/12/14	2,880.00	3.25	5.00
MLF(降准置换回笼)	MLF(回笼)	2018/12/14	20.00	3.25	
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

上周央行继续暂停逆回购操作，等量平价续作到期的 2860 亿元 1 年期 MLF，净投放 0 亿元，临近跨年资金利率较大幅走高。

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

从周度数据来看，银行间质押式回购利率隔夜上行 28bp 至 2.71%；7 天期上行 31bp 至 2.89%；14 天期上行 31bp 至 2.87%；21 天期上行 69bp 至 3.58%；1 个月期上行 63bp 至 4.26%。

本周公开市场有 1200 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 1200 亿元。

表 4：本周公开市场操作情况 (20181215-20181221)

名称	发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
国库定存3个月	国库现金定存到期	2018/12/21	1,200.00	3.7100	-9.00
净投放			0.00		
净投放(含国库现金)			-1200.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

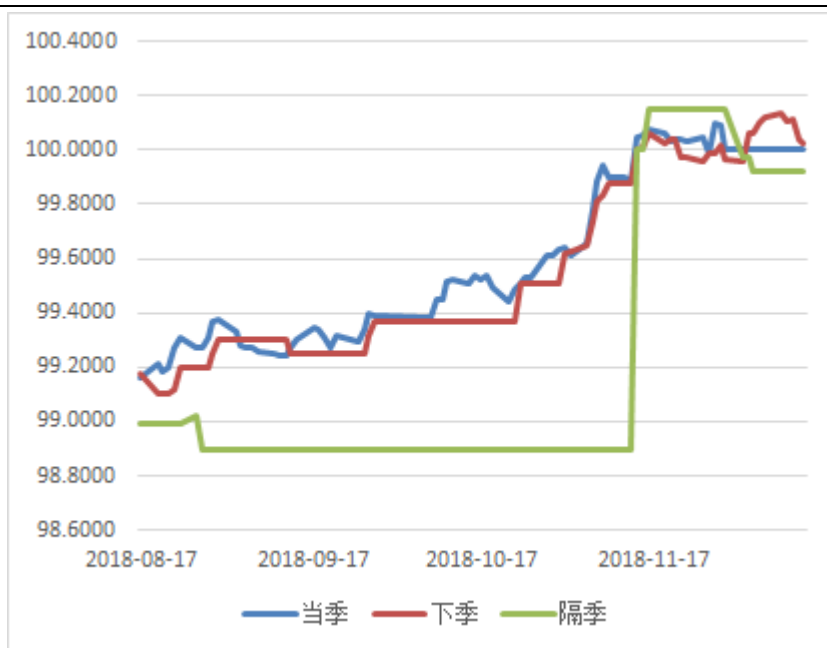
## 2. 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货先扬后抑

上周两年期国债期货主力合约 TS1903 下行 0.07% 收于 100.025 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 下行 0.21% 收于 98.82 元，十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.57% 收于 96.56 元。上周期债先扬后抑，前半周期债受到进出口数据和物价数据低于预期的利多影响而高开后高位震荡，后半周期债较大幅走低，虽然央行等量平价续作到期的 MLF 和公布的经济数据略偏利多，但期债盘中仅冲高后再度回落，主要利空因素一是在资金面因跨年因素而边际收紧，二是发改委发布了《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，三是在暂无明显增量利多的情况下前期涨幅较大令部分获利盘有止盈压力，四是一级市场发行的 30 年期中标利率和投标倍数显示配置需求较前期明显回落。

2 年期债近交割月合约 TS1812 周跌 0.15%，收于 100.00 元；主力合约 TS1903 周跌 0.07%，收于 100.025 元；隔季合约 TS1903 周跌 0.03%，收于 99.92 元。成交方面，三个合约日均成交 110.8 手，持仓方面，主力合约 TS1903 周增仓 187 手，目前持仓 980 手，截止 12 月 14 日，2 年期三个合约合计持仓 995 手，周减仓 13 手，成交量下降，持仓量下降。

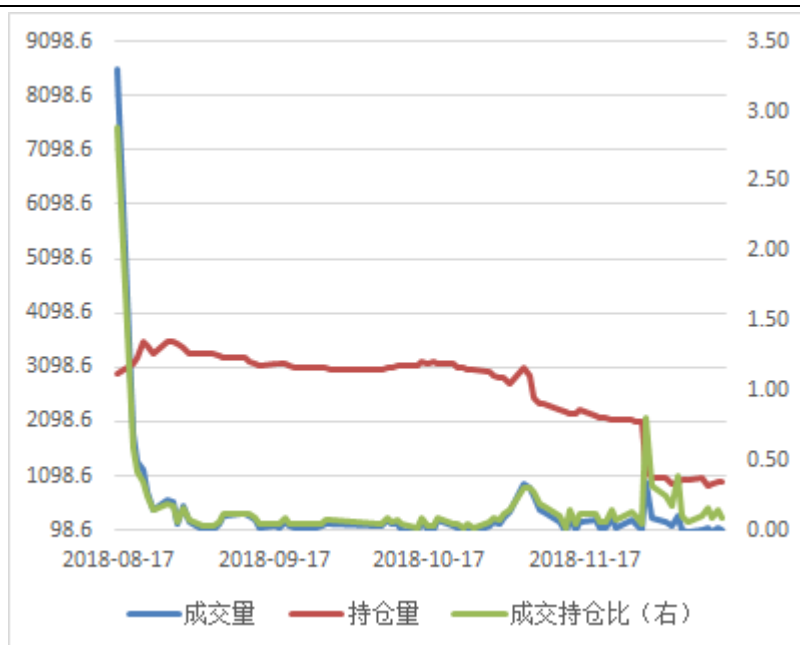
图 4：2 年期国债期货各合约近期走势



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

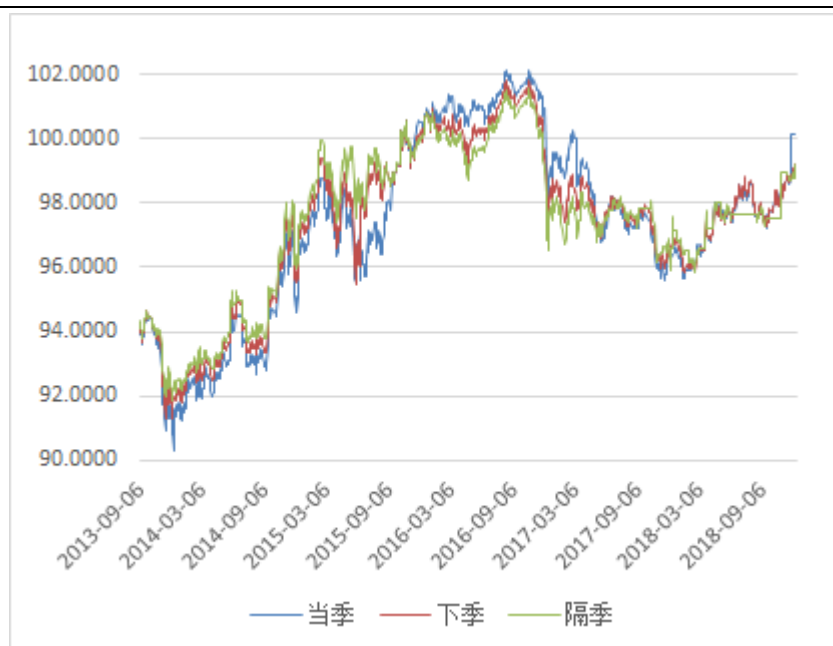




数据来源：Wind，兴证期货研发部

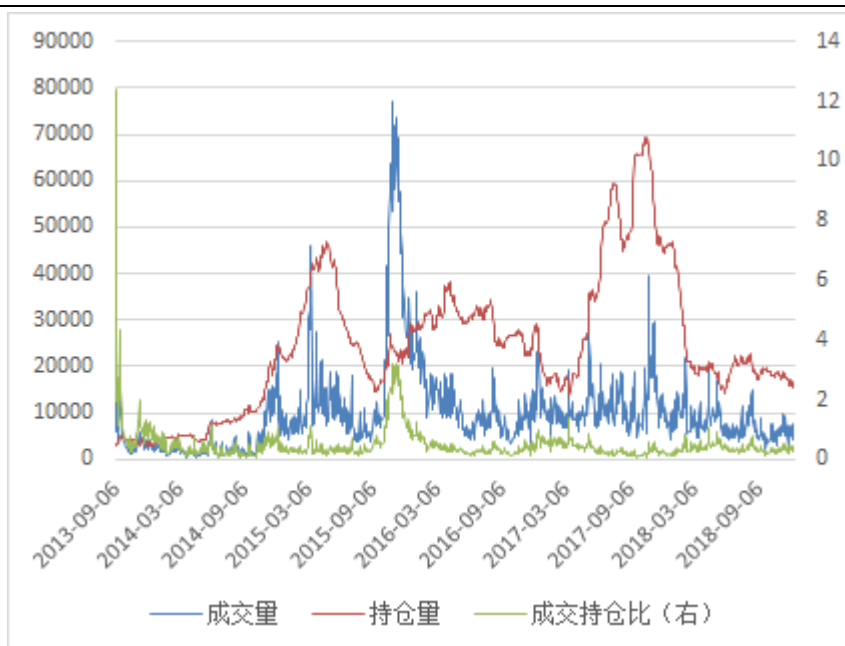
5 年期债近交割月合约 TF1812 周跌 0.23%，收于 100.145 元；主力合约 TF1903 周跌 0.21%，收于 98.82 元；隔季合约 TF1903 周涨 0.06%，收于 98.90 元。成交方面，三个合约日均成交 5488.6 手，持仓方面，主力 TF1903 合约周增仓 220 手，目前持仓 15455 手，截止 12 月 14 日，5 年期三个合约合计持仓 15639 手，周减仓 1219 手，成交量下降，持仓量下降。

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

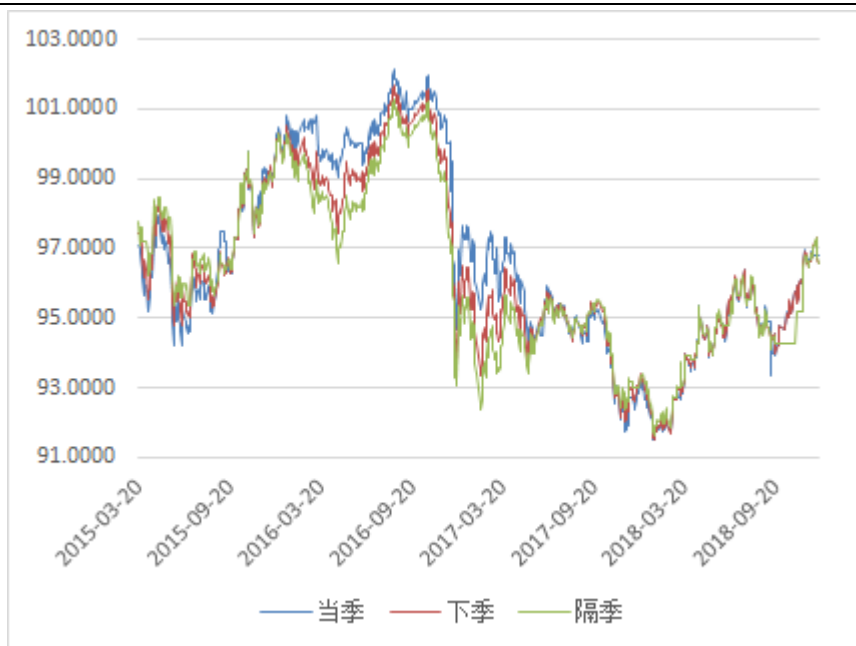
图 7：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

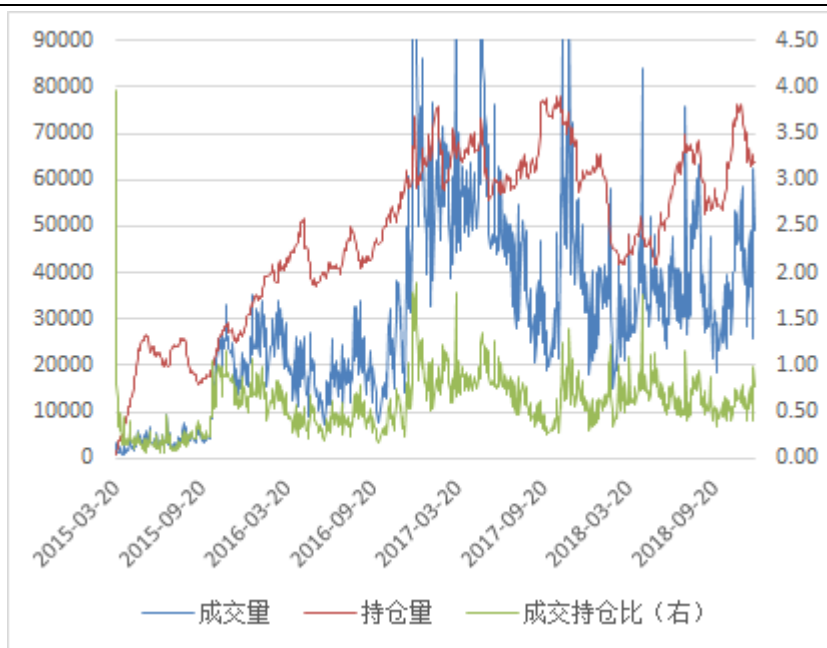
10 年期债近交割月合约 T1812 周跌 0.36%，收于 96.80 元；主力合约 T1903 周跌 0.57%，收于 96.56 元；隔季合约 T1906 周跌 0.57%，收于 96.585 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 41380.4 手，主力 T1903 合约周减仓 431 手，持仓 62689 手，截至 12 月 14 日，10 年期三个合约合计持仓 63824 手，持仓减少 364 手，成交量下降，持仓量下降。

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

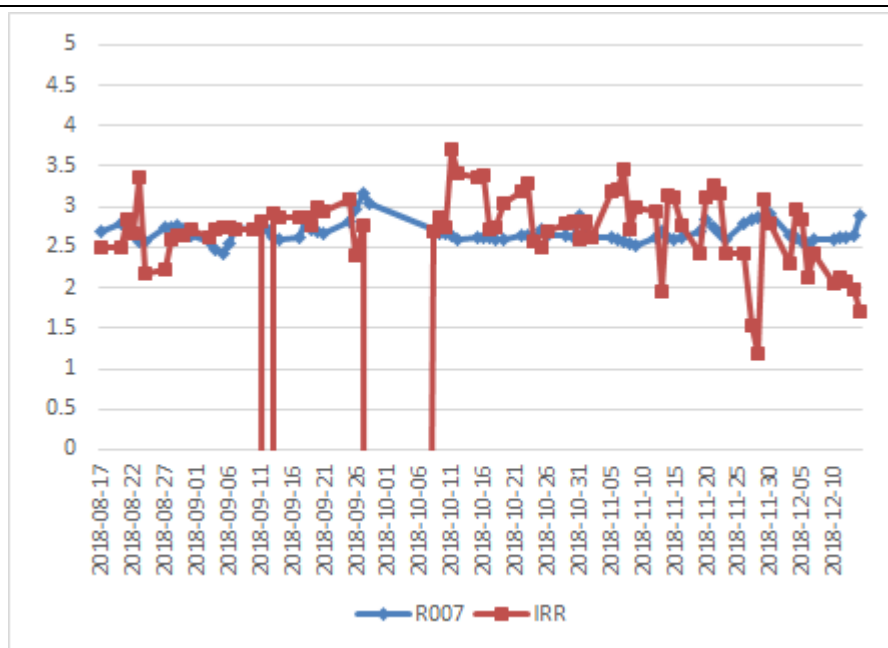


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 期现套利

从上周 TS1903 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡上行，IRR 震荡下行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

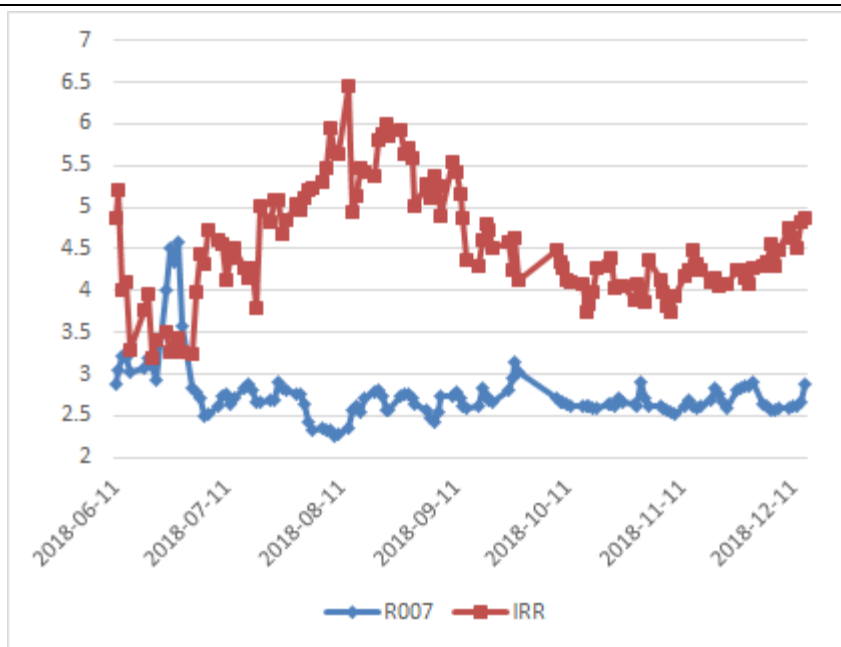
图 10: 近期 TS1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 TF1903 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡上行，IRR 震荡上行，在上周四和周五有较明显的正向期现套利机会。

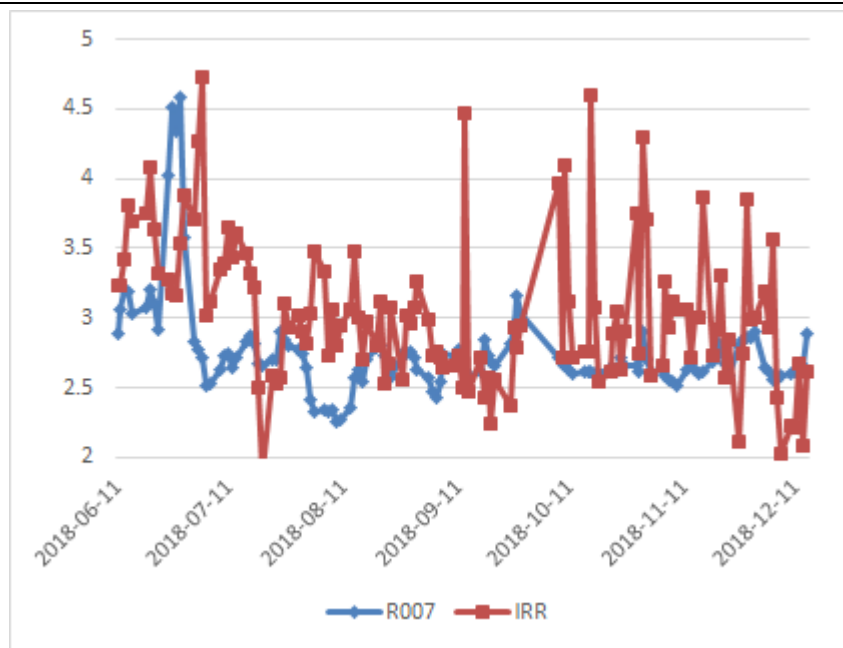
图 11: 近期 TF1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1903 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看,由于 R007 震荡上行,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 T1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

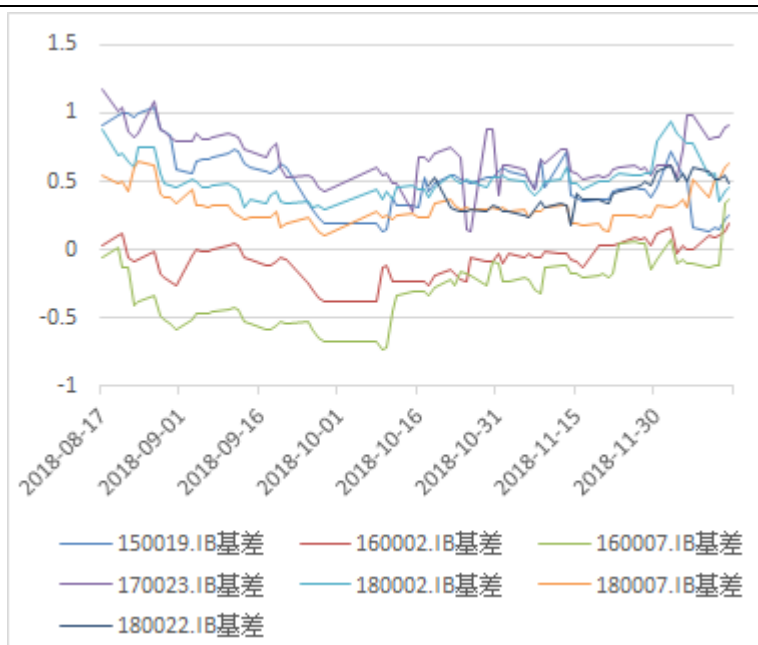


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

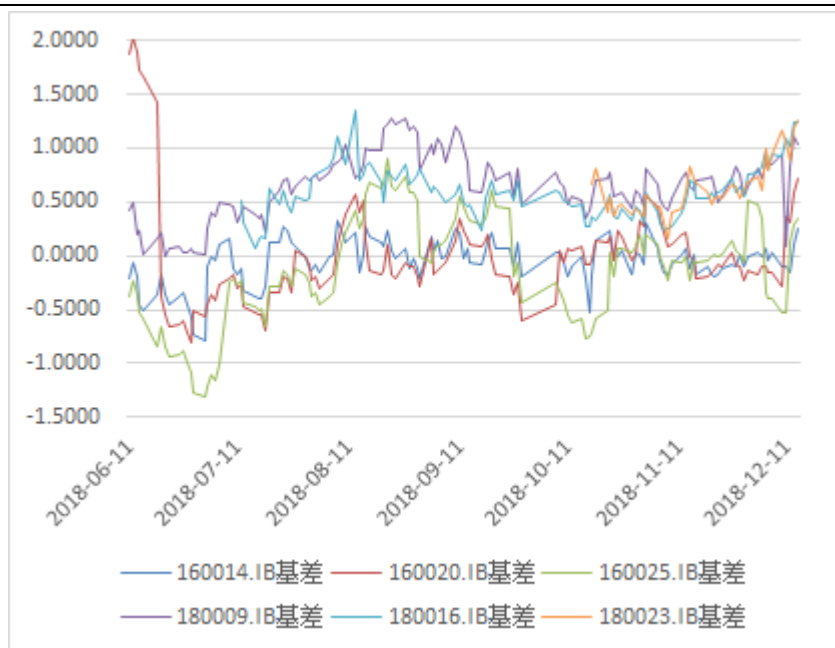
TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB 和 180007.IB 的基差震荡上行, 适宜做多, 170023.IB、180002.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; TF1903 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB、160025.IB、180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; T1903 合约的活跃券 160010.IB、160023.IB、170004.IB、170025.IB、180019.IB、180020.IB 和 180027.IB 的基差震荡上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

图 13: TS1812 活跃券基差走势



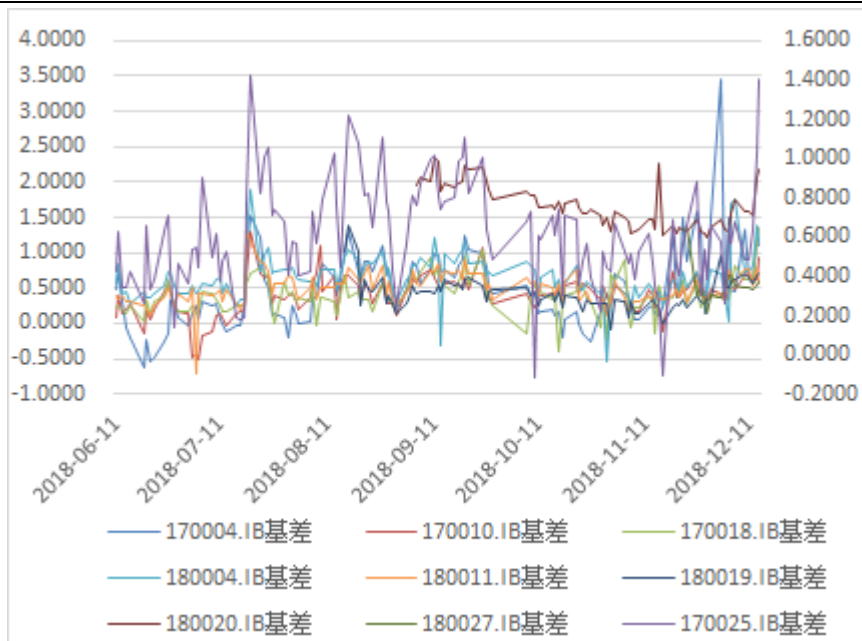
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：TF1812 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15：T1812 活跃券基差走势

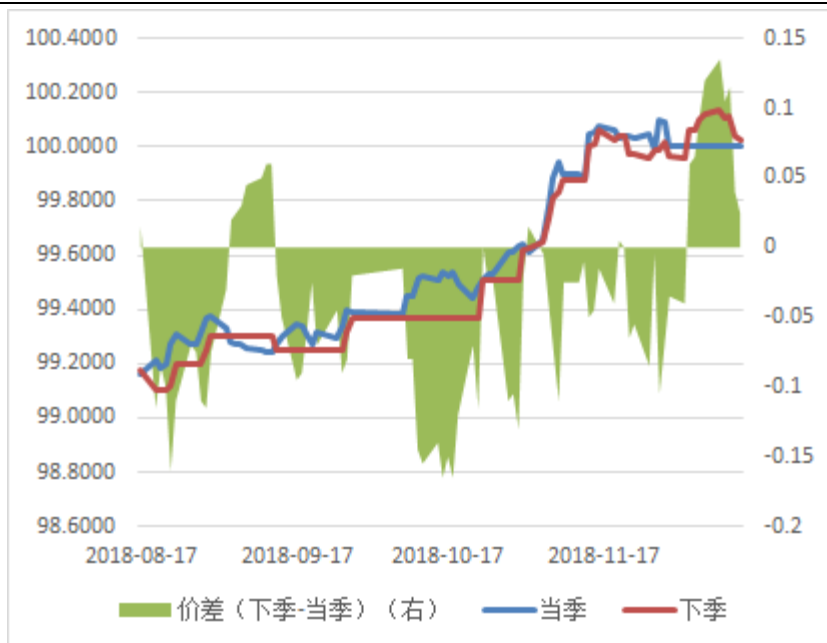


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

上周 2 年期债合约价差正向收窄，期债已完成移仓换月，暂无跨期策略推荐；5 年期债合约价差负向小幅走扩，期债已完成移仓换月，暂无跨期策略推荐；上周 10 年期债合约价差由正转负，期债已完成移仓换月，暂无跨期策略推荐。

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



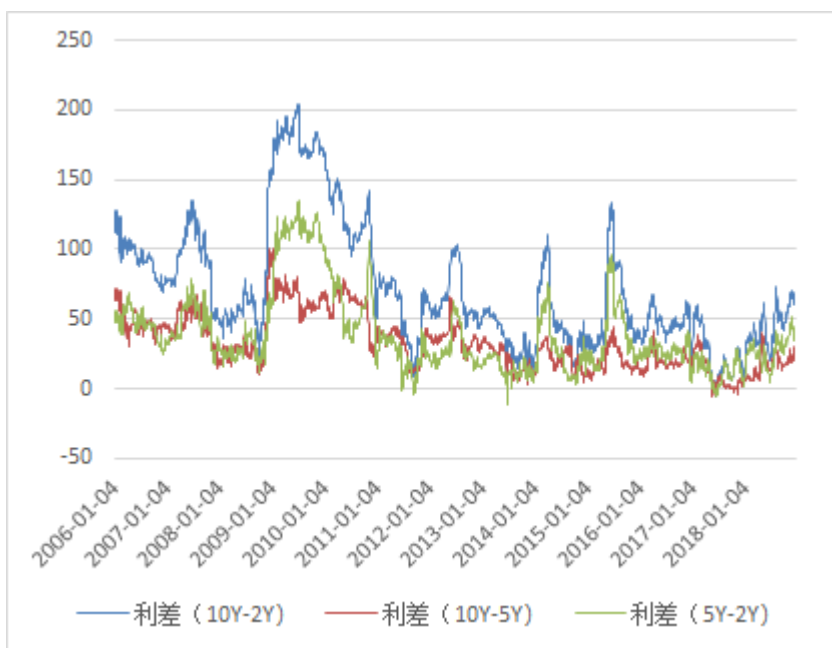
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利



近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行 3.46bp 至 69.23bp, 10 年期和 5 年期收益率是上行 3.36bp 至 29.62bp。

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, 目前公布的数据对债市仍略偏利多, 对债市有支撑; 从政策面看, 市场对稳经济政策的继续出台预期在增加, 关注中央经济工作会议, 本周四美联储大概率继续加息, 央行可能不会跟随上调公开市场操作利率; 从资金面来看, 本周有 1200 亿元国库现金定存操作, 到期量不大, 但临近跨年等, 资金面将继续承压, 关注央行操作; 从供需来看, 本周将续发 390 亿元的 1 年期和 480 亿元 10 年期, 国债供给压力小幅减少, 关注其投标倍数和中标利率, 观察其配置需求, 利率债整体供给压力不大。期债可能先抑后扬, 整体略偏强震荡。

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) 继续持有或轻仓多 T 空 TF 持有或关注日内波动, 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。