

关注一级市场配置需求，期债或先抑后扬

兴证期货·研发中心

2018年11月19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 TS1812 上行 0.16% 收于 100.075 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 上行 0.37% 收于 98.905，十年期国债期货主力合约 T1903 上行 0.85% 收于 96.915 元，创今年新高，特别是十年期国债期货涨幅较大，国债期货收益率曲线走平。现券方面，主要期限国债收益率均出现了超过 10bp 的较大幅度的下行，其中 2 年期下行 12.23bp 至 2.7025%，5 年期下行 14.4bp 至 3.127%，10 年期下行 12.48bp 至 3.3515%，创今年新低，大多数活跃券基差下行。上周一在股市走强和部分获利盘止盈的影响下，期债偏弱震荡，周二期债先抑后扬，盘后公布的金融数据较大幅低于预期利好债市，周三在金融数据利好、原油价格较大幅下跌和美债收益率较大幅下行的共同影响下，期债较大幅高开后高位震荡，盘中公布的经济数据对债市影响不大；周四期债先抑后扬小幅收涨；周五临近午盘一级市场新发 50 年的超长期国债配置需求旺盛，带动期债午盘较大幅拉升走高，特别是长端的 10 年期国债期货涨幅较大；期债进行移仓换月，继续关注多下空当的跨期策略。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，上周公布的社融数据偏低令市场对未来经济下行压力加大的预期有所增加，虽然基建增速止跌但仅小幅反弹，前期宽信用政策的效果仍待观察，同时原油价格的较大幅下跌令市场对未来通胀预期有所降低；从政策面看，允许地方政府债在银行柜台市场交易，可能会在一定程度上提高其流动性；从资金面来看，本周公开市场无资金量到期，预计资金面整体维持



偏宽松；从供需来看，本周三将新发行各 260 亿元的 1 年期和 10 年期国债，关注发行利率和投标倍数，对 10 年期国债的配置需求可能会继续较好，利率债供给压力继续边际缓和。考虑到期债前期涨幅较大创今年新高，部分获利盘可能会止盈，本周期债可能先抑后扬，整体仍偏强震荡。

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）或关注日内波动或多下空当跨期策略继续持有，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 2269.08 亿元，上周三续发 2 年期和 5 年期国债各 201.2 亿元和 262.9 亿元，投标倍数超过 2 倍，特别是上周五新发的 206.4 亿元 50 年期国债，中标利率低于二级市场收益率约 13bp，且投标倍数超过 3 倍，边际倍数接近 25 倍，需求旺盛，并带动长端收益率整体较大幅下行，整体上看，利率债供给规模较上周虽略有增加，但国债需求较好，特别是超长期国债。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20181112-20181118)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/11/16	18江西债20	3.27	5.00	3.61
2018/11/16	18贴现国债53	100.00	0.25	2.22
2018/11/16	18付息国债25	206.40	50.00	3.82
2018/11/15	WI182710	260.00	10.00	
2018/11/15	18进出12(增6)	40.00	1.00	3.00
2018/11/15	18进出13(增6)	40.00	3.00	3.74
2018/11/15	18进出09(增10)	30.00	5.00	4.37
2018/11/15	18进出10(增11)	30.00	10.00	4.89
2018/11/15	WI182601	260.00	1.00	
2018/11/15	18国开11(增13)	70.00	5.00	3.76
2018/11/15	18国开10(增18)	80.00	10.00	4.04
2018/11/14	18湖南04(续2)	46.47	5.00	3.74
2018/11/14	18湖南债21	100.00	20.00	4.19
2018/11/14	18付息国债22(续发)	201.20	2.00	3.00
2018/11/14	18付息国债23(续发)	262.90	5.00	3.29
2018/11/14	18农发10(增发)	80.00	1.00	2.60
2018/11/14	18农发11(增发)	50.00	7.00	4.00
2018/11/14	18农发06(增21)	80.00	10.00	4.65
2018/11/13	18大连债13	24.38	3.00	3.51
2018/11/13	18大连债14	14.47	7.00	3.88
2018/11/13	18国开16(增发)	50.00	1.00	2.62
			
合计		2,269.08		

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（20181119-20181125）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018/11/22	18湖北债18	4.70	15.00	地方政府债
2018/11/21	18付息国债26	260.00	1.00	国债
2018/11/21	18付息国债27	260.00	10.00	国债
2018/11/20	18宁波债18	5.28	5.00	地方政府债
2018/11/20	18贵州债26	65.09	5.00	地方政府债
2018/11/20	18宁波债16	11.83	5.00	地方政府债
2018/11/20	18贵州债27	57.41	7.00	地方政府债
2018/11/20	18宁波债19	7.70	10.00	地方政府债
2018/11/20	18宁波债17	17.50	10.00	地方政府债
2018/11/20	18国开12(增10)	113.20	3.00	政策银行债
2018/11/20	18国开11(增14)	105.92	5.00	政策银行债
2018/11/20	18国开14(增4)	60.50	7.00	政策银行债
2018/11/19	18农发12	40.00	3.00	政策银行债
2018/11/19	18农发13	40.00	5.00	政策银行债
合计		1,049.13		

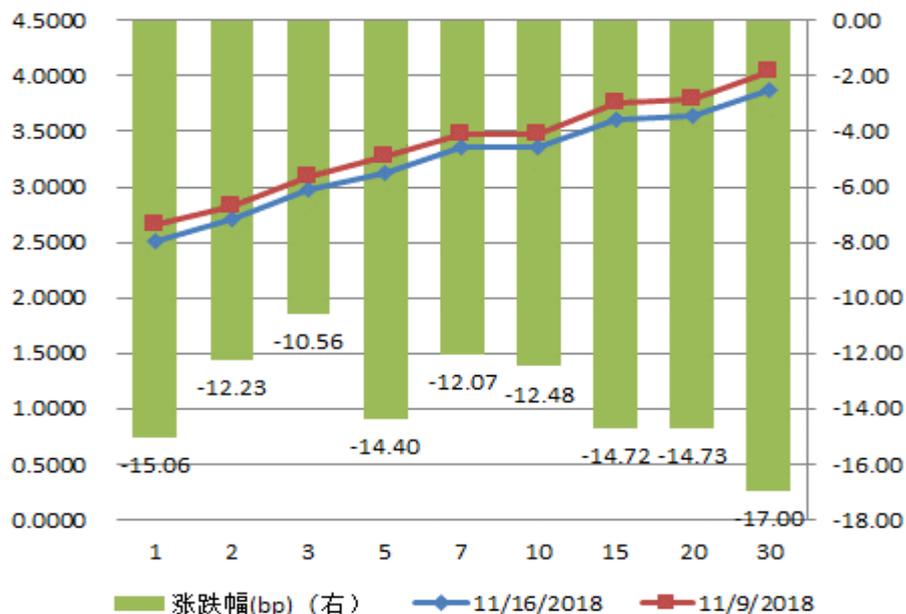
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 1049.13 亿元，关注本周三将新发的各 260 亿元的 1 年期和 10 年期国债的中标利率和投标倍数，利率债供给压力将继续边际缓和。

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超过 10bp 的较大幅度的下行，其中 2 年期下行 12.23bp 至 2.7025%，5 年期下行 14.4bp 至 3.127%，10 年期下行 12.48bp 至 3.3515%，创今年新低，现券收益率曲线整体小幅走平。上周一在股市走强和部分获利盘止盈的影响下，现券收益率略有上行，周二公布的金融数据较大幅低于预期利好债市，现券收益率先上后下，周三在金融数据利好、原油价格较大幅下跌和美债收益率下行的共同影响下，现券收益率出现较大幅下行；周四现券收益率窄幅波动；周五临近午盘新发 50 年超长期国债的配置需求旺盛，带动二级市场长端收益率较大幅下行。

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下行 15.06bp 至 2.508%，二年期下行 12.23bp 至 2.7025%，三年期下行 10.56bp 至 2.981%，五年期下行 14.4bp 至 3.127%，七年期下行 12.07bp 至 3.3503%，十年期下行 12.48bp 至 3.3515%。

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 货币市场大多数期限资金利率上行

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 1200 亿元国库现金定存到期，进行 0 亿元 1 年期 MLF 操作，同时有 0 亿元 MLF 到期，上周央行在公开市场上净回笼 1200 亿元。

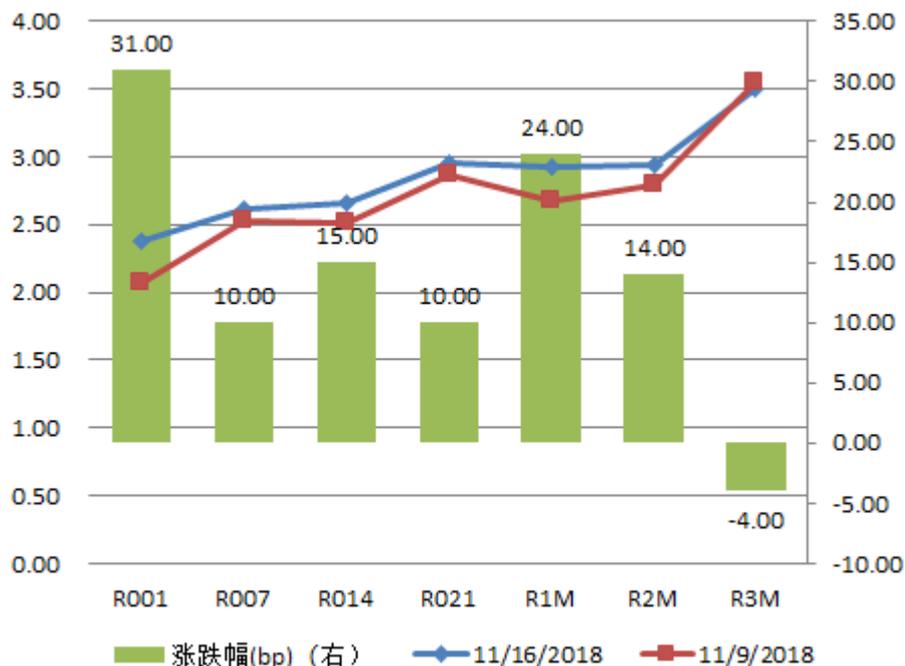
表 3：上周公开市场操作情况 (20181110-20181116)

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	2018/11/15	1,200.00	3.7	0.00
净投放			0.00		
净投放(含国库现金)			-1,200.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行连续暂停公开市场操作，净回笼 1200 亿元，资金面在后半周略有趋紧。

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 31bp 至 2.38%；7 天期上行 10bp 至 2.62%；14 天期上行 15bp 至 2.66%；21 天期上行 10bp 至 2.96%；1 个月期上行 24bp 至 2.92%。

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，本周无资金量到期，预计资金面整体维持偏宽松为主。

表 4：本周公开市场操作情况（20181117-20181123）

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

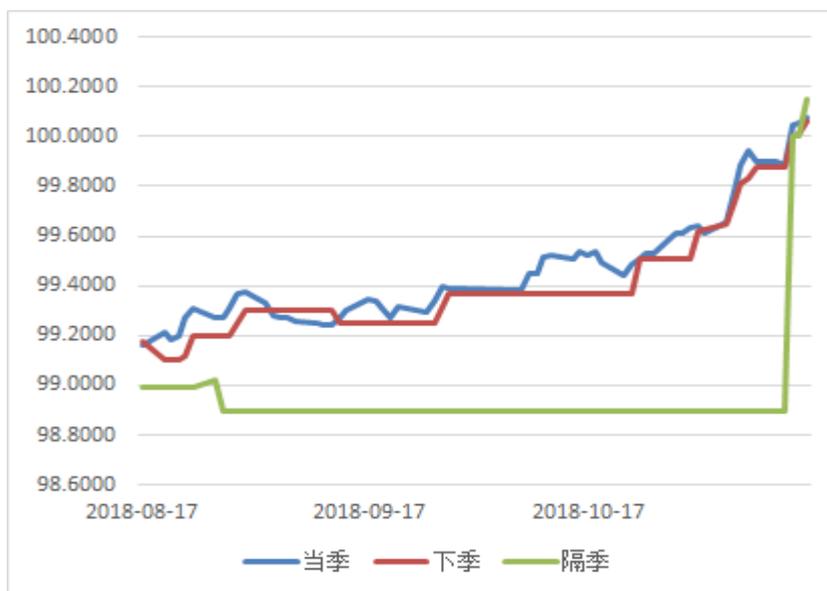
2. 国债期货行情回顾

2.1 上周国债期货较大幅走高创今年新高

上周两年期国债期货主力合约 TS1812 上行 0.16% 收于 100.075 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 收于 98.905，十年期国债期货主力合约 T1903 上行 0.85% 收于 96.915 元。上周国债期货较大幅走高，创今年新高，特别是十年期国债期货涨幅较大，上周一在股市走强和部分获利盘止盈的影响下，期债偏弱震荡，周二期债先抑后扬，盘后公布的金融数据较大幅低于预期利好债市，周三在金融数据利好、原油价格较大幅下跌和美债收益率下行的共同影响下，期债较大幅高开后高位震荡，盘中公布的经济数据对债市影响不大；周四期债先抑后扬小幅收涨；周五临近午盘新发 50 年超长期国债的配置需求旺盛，带动期债午盘较大幅拉升走高，特别是 10 年期国债期货涨幅较大；期债继续移仓换月，关注多下空单的跨期策略。

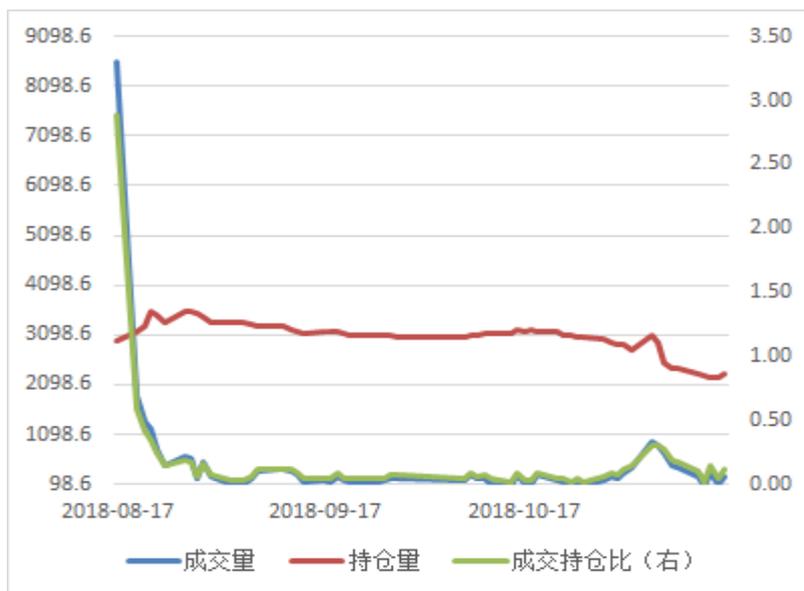
2 年期债主力合约 TS1812 周涨 0.16%，收于 100.075 元；下季合约 TS1903 周涨 0.20%，收于 100.06 元；隔季合约 TS1903 周涨 0.54%，收于 100.15 元。成交方面，三个合约日均成交 192 手，持仓方面，TS1812 合约周减仓 264 手，目前持仓 1477 手，截止 11 月 16 日，2 年期三个合约合计持仓 2300 手，周减仓 112 手，成交量下降，持仓量下降。

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

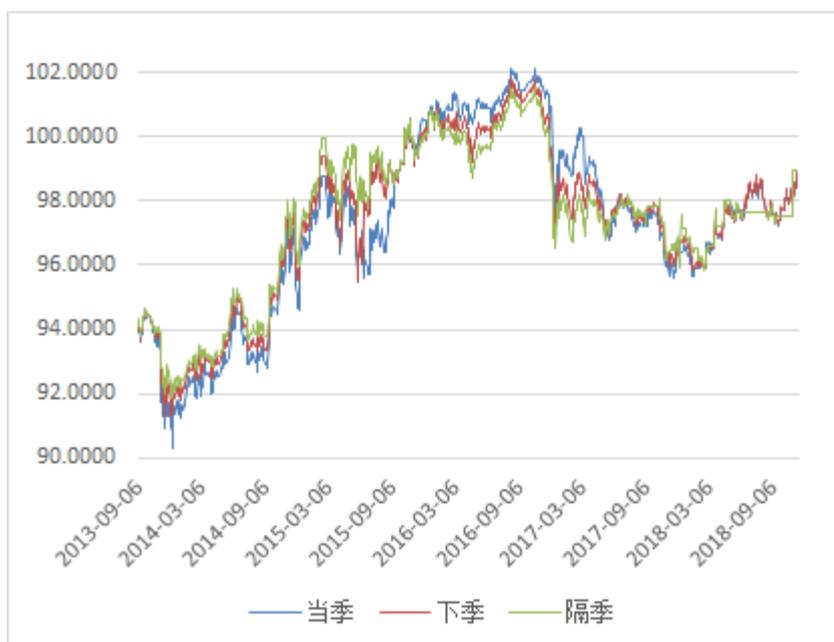
图 5：2 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

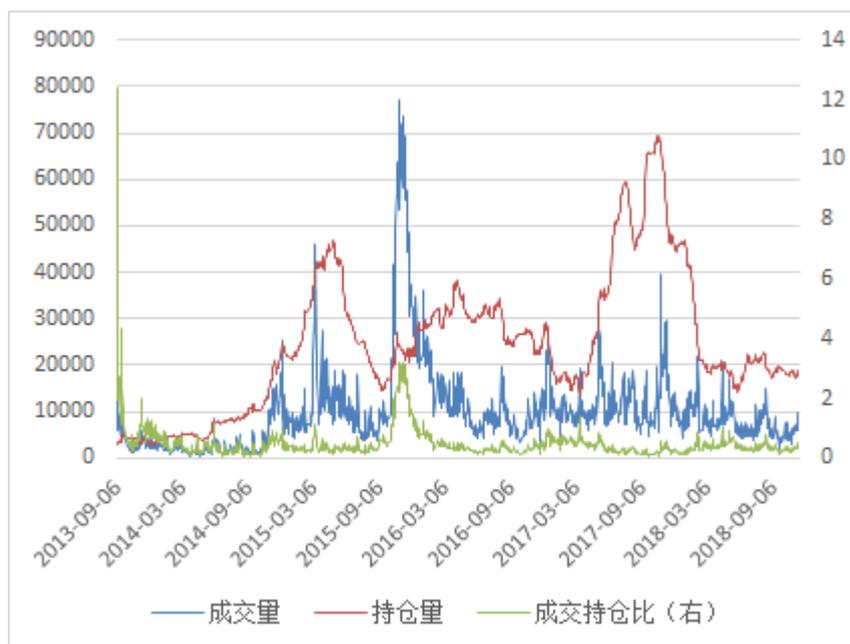
5 年期债近交割月合约 TF1812 周涨 0.34%，收于 98.90 元；主力合约 TF1903 周涨 0.37%，收于 98.905 元；隔季合约 TF1903 周涨 0.39%，收于 98.96 元。成交方面，三个合约日均成交 7648 手，持仓方面，主力 TF1903 合约周增仓 5138 手，目前持仓 9969 手，截止 11 月 16 日，5 年期三个合约合计持仓 18491 手，周增仓 642 手，成交量上升，持仓量上升。

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

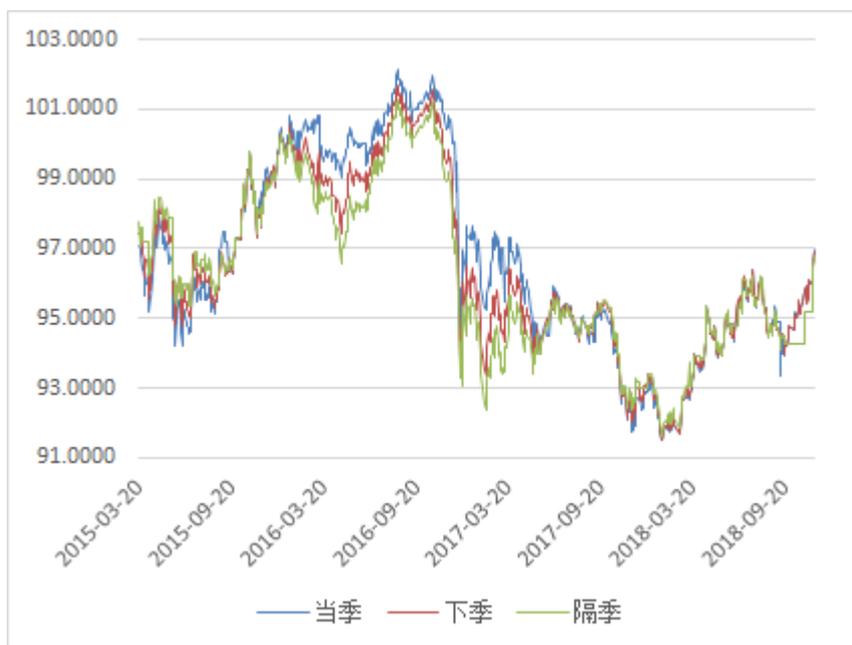


数据来源：Wind，兴证期货研发部

10 年期债近交割月合约 T1812 周涨 0.93%，收于 96.97 元；主力合约 T1903 周涨 0.85%，收于 96.915 元；隔季合约 T1906 周涨 0.83%，收于 96.795 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 49555.4 手，主力 T1903 合约周增仓 24765

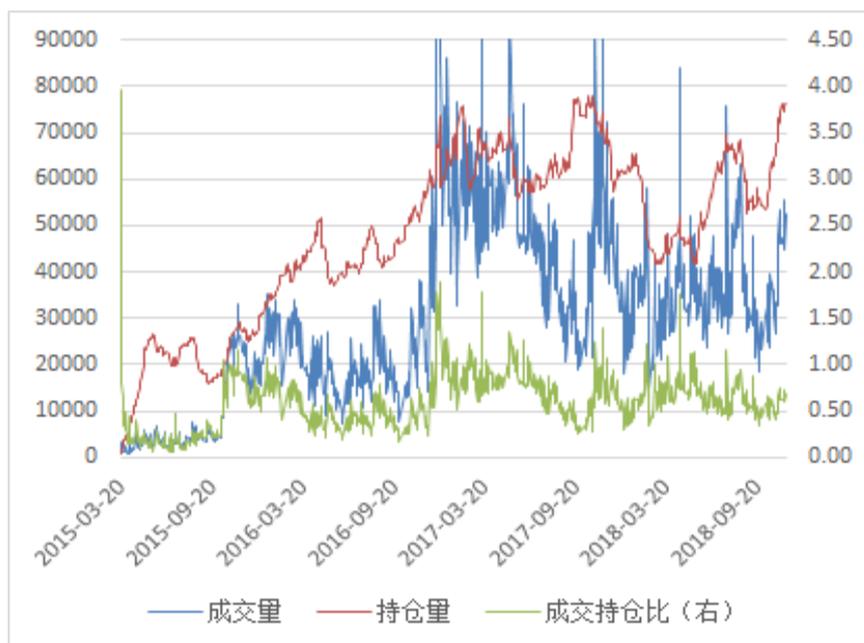
手，持仓 56682 手，截至 11 月 16 日，10 年期三个合约合计持仓 76276 手，持仓减少 123 手，成交量上升，持仓量下降。

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走势

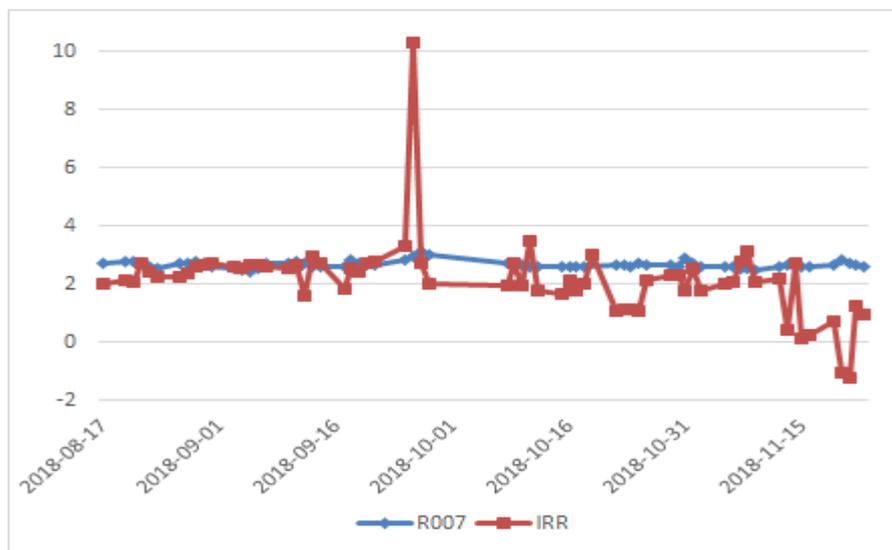


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期现套利

从上周 TS1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 先上后下，IRR 先下后上，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

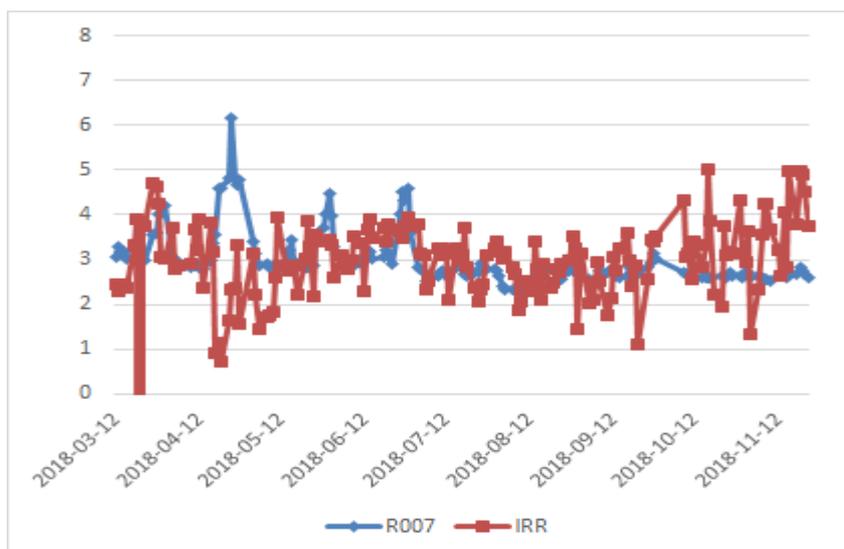
图 10：近期 TS1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 TF1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 先上后下，IRR 先上后下，在上周二和周三有较明显的正向期现套利机会。

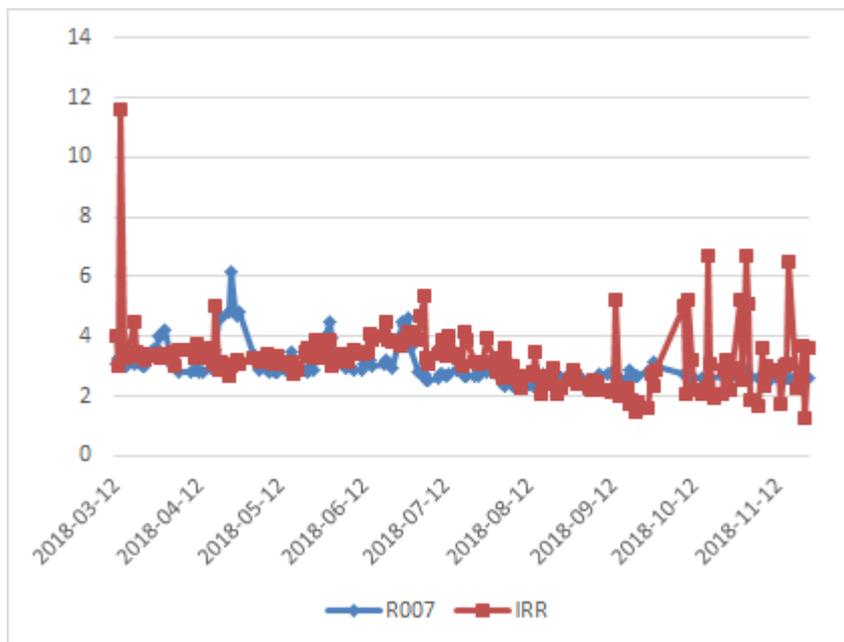
图 11：近期 TF1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1812 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看,由于 R007 先上后下,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 T1812 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

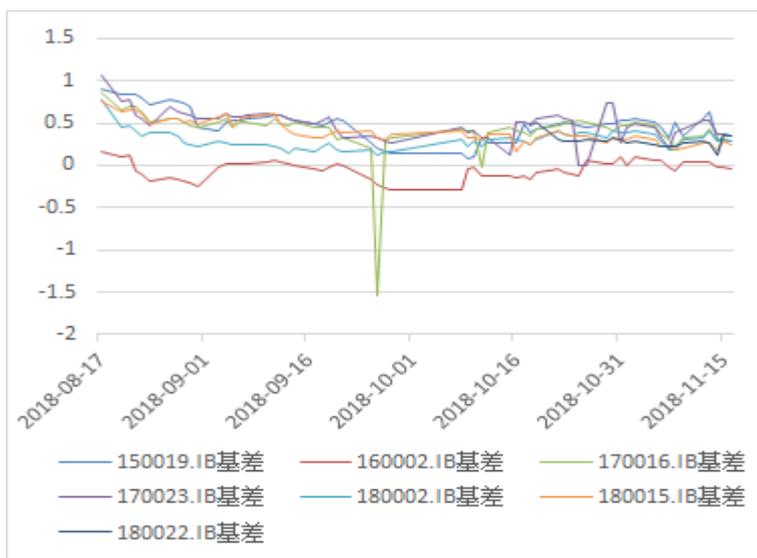


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

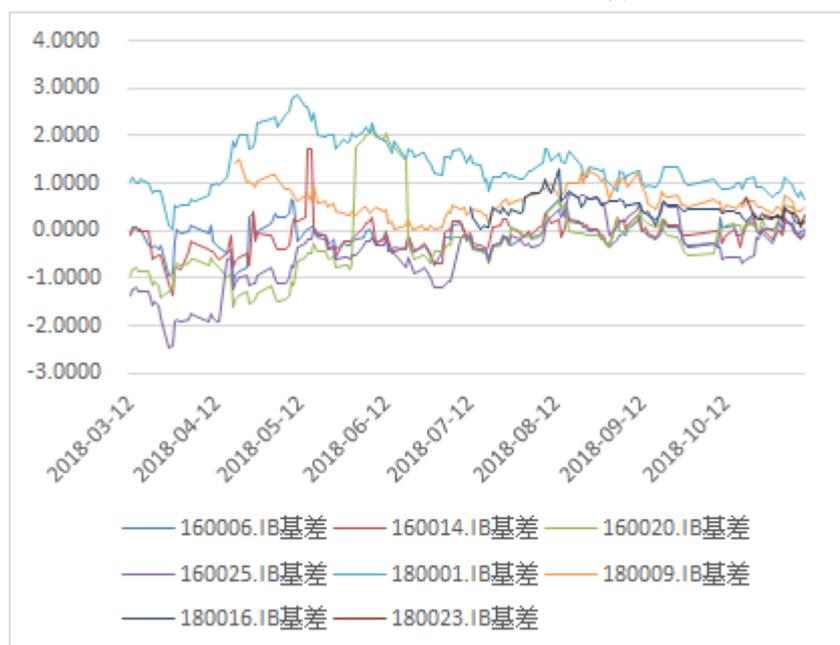
TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 170016.IB 和 180022.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; TF1812 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB、180001.IB、160025.IB 和的基差震荡下行, 适宜做空, 160006.IB、180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; T1812 合约的活跃券 170010.IB、170025.IB、180013.IB、180011.IB、180004.IB、180019.IB、180020.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 170004.IB、170018.IB 的基差震荡上行, 适宜做多。

图 13: TS1812 活跃券基差走势



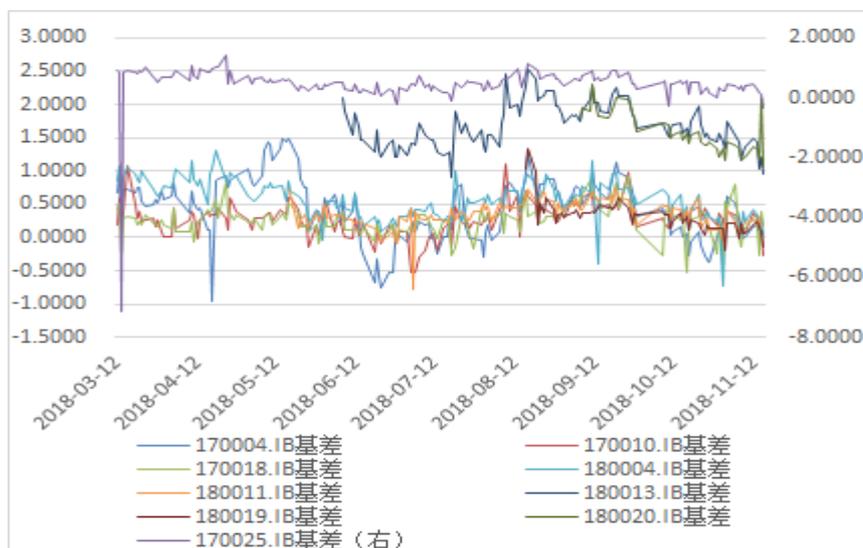
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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 年期债合约价差负向小幅收窄, 期债正处于移仓换月阶段, 关注跨期价差, 推荐多下季空当季策略小幅盈利; 5 年期债合约价差由负走正, 期债正处于移仓换月阶段, 关注跨期价差, 推荐多下季空当季策略小幅盈利; 上周 10 年期债合约价差负向走扩, 期债正处于移仓换月阶段, 推荐多下季空当季策略小幅亏损。

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

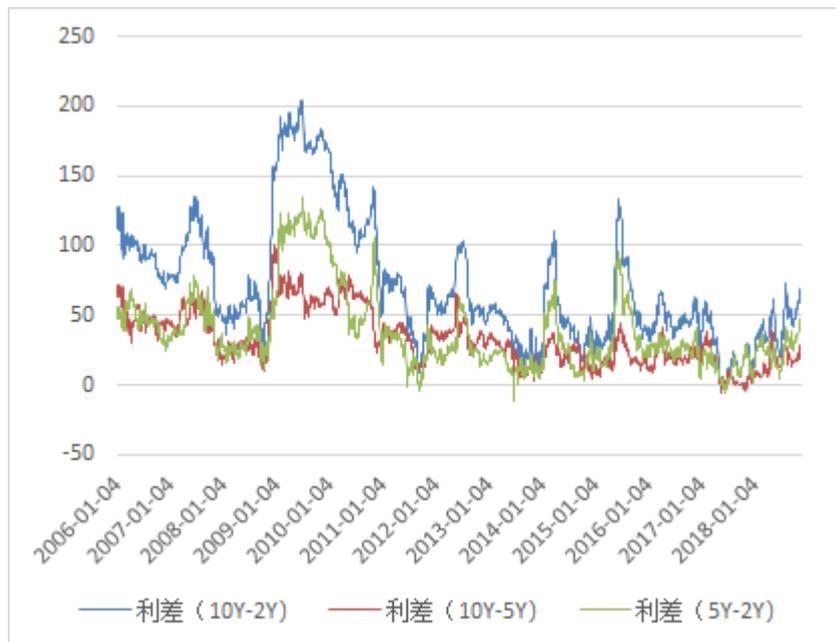


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差下行 0.25bp 至 64.9bp，10 年期和 5 年期收益率是上行 1.92bp 至 22.45bp。

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，上周公布的社融数据偏低令市场对未来经济下行压力加大的预期有所增加，虽然基建增速止跌但仅小幅反弹，前期宽信用政策的效果仍待观察，同时原油价格的较大幅下跌令市场对未来通胀预期有所降低；从政策面看，允许地方政府债在银行柜台市场交易，可能会在一定程度上提高其流动性；从资金面来看，本周公开市场无资金量到期，预计资金面整体维持偏宽松；从供需来看，本周三将新发行各 260 亿元的 1 年期和 10 年期国债，关注发行利率和投标倍数，对 10 年期国债的配置需求可能会继续较好，利率债供给压力继续边际缓和。考虑到期债前期涨幅较大创今年新高，部分获利盘可能会止盈，本周期债可能先抑后扬，整体仍偏强震荡。

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）或关注日内波动或多下空当跨期策略继续持有，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。