

兴证期货·研发中心

2018年12月24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 上行 0.05% 收于 100.07 元, 五年期国债期货主力合约 TF1903 上行 0.13% 收于 98.925 元, 十年期国债期货主力合约 T1903 上行 0.31% 收于 96.90 元, 国债期货收益率曲线小幅走平; 现券方面, 主要期限国债收益率短升长降, 现券收益率曲线走平, 其中 2 年期上行 15.57bp 至 2.8102%, 5 年期下行 0.48bp 至 3.0458%, 10 年期下行 3.00bp 至 3.3168%。 , 大多数活跃券基差下行。上周期债先抑后扬, 上周一临近尾盘期债受到 19 年地方政府债可能提前至 1 月发行的利空消息影响而跳水, 出现较大幅下跌, 周二至周五震荡上行, 主要原因一是央行在公开市场上重启逆回购并进行净投放操作, 资金面紧势有所缓和, 二是央行创设 TMLF, 相较于 MLF, 操作利率低 15bp 且操作期限可延长至三年, 有利于引导长期利率的下行, 三是美联储如期加息 25bp, 央行维持公开市场操作利率不变, 且美联储对明年加息次数释放偏鸽派言论, 增加国内货币政策进一步宽松的空间, 四是一级市场方面, 10 年期国债配置需求相对较好。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看, 上周无数据公布, 本周关注 11 月规模以上工业企业利润数据, 目前基本面对债市偏利多; 从政策面看, 中央经济工作会议指出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, 预计稳经济政策可能会出台和实施; 从资金面来看, 本周有 4900 亿元逆回购到期, 临近跨年, 跨年期限的资金利率可能继续上



行，关注央行的对冲操作；从供需来看，本周无国债和政策银行债发行，利率债整体供给压力小。期债可能略偏强震荡。

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 1615.90 亿元，上周三一级市场续发 390.0 亿元 1 年期国债和续发 480.9 亿元 10 年期国债，中标利率分别略高于和低于二级市场收益率，10 年期投标倍数为 2.21 倍，配置需求相对较好。

表 1: 上周一级市场利率债发行情况 (20181217-20181223)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2018/12/21	18贴现国债59	200.00	0.25	
2018/12/20	18广东债38	5.00	5.00	3.45
2018/12/20	18广东债37	2.00	5.00	3.45
2018/12/20	18广东债39	78.00	7.00	3.67
2018/12/20	18进出12(增10)	50.00	1.00	3.00
2018/12/20	18进出13(增11)	50.00	3.00	3.74
2018/12/20	18进出09(增15)	30.00	5.00	4.37
2018/12/20	18进出10(增14)	30.00	10.00	4.89
2018/12/19	18河北41	60.00	5.00	3.44
2018/12/19	18河北42	90.00	10.00	3.74
2018/12/19	18河北43	30.00	10.00	3.74
2018/12/19	18河北44	100.00	20.00	4.01
2018/12/19	18河北45	20.00	30.00	4.22
2018/12/19	18付息国债26(续发)	390.00	1.00	2.41
2018/12/19	18付息国债27(续发)	480.90	10.00	3.25
<b>合计</b>		<b>1,615.90</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 (20181224-20181230)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2018/12/27	18广西债22	1.50	5.00	地方政府债
2018/12/27	18广西债21	7.90	5.00	地方政府债
2018/12/25	18山东债19	1.30	5.00	地方政府债
2018/12/25	18山东债20	37.26	5.00	地方政府债
2018/12/24	18青海债17	4.18	3.00	地方政府债
2018/12/24	18青海债18	94.80	10.00	地方政府债
2018/12/24	18新疆债27	15.00	10.00	地方政府债
2018/12/24	18新疆债28	5.00	10.00	地方政府债
<b>合计</b>		<b>166.94</b>		

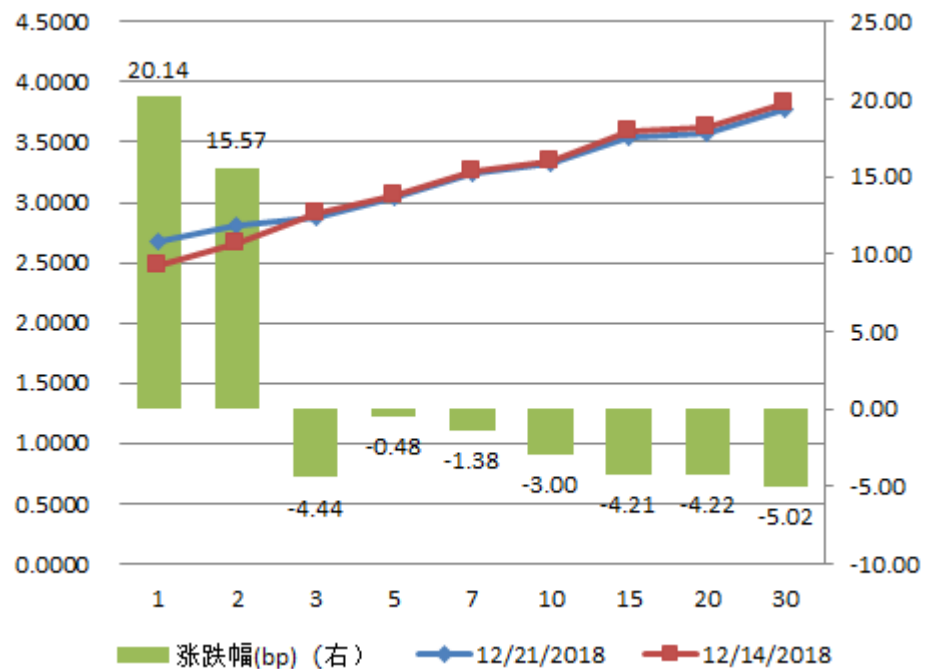
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 166.94 亿元，本周无国债和政策银行债发行，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短升长降，收益率曲线走平，其中 2 年期上行 15.57bp 至 2.8102%，5 年期下行 0.48bp 至 3.0458%，10 年期下行 3.00bp 至 3.3168%。现券收益率先上后下，上周一受到 19 年地方政府债可能提前至 1 月发行的利空消息影响，收益率出现较大幅上行，周二至周五收益率震荡下行，主要原因一是央行在公开市场上重启逆回购并进行净投放操作，资金面紧势有所缓和，二是央行创设 TMLF，相较于 MLF，操作利率低 15bp 且操作期限可延长至三年，有利于引导长期利率的下行，三是美联储如期加息 25bp，央行维持公开市场操作利率不变，且美联储对明年加息次数释放偏鸽派言论，增加国内货币政策进一步宽松的空间，四是一级市场方面，10 年期国债配置需求相对较好。

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 20.14bp 至 2.6806%，二年期上行 15.57bp 至 2.8102%，三年期下行 4.44bp 至 2.8709%，五年期下行 0.48bp 至 3.0458%，七年期下行 1.38bp 至 3.2382%，十年期下行 3.00bp 至 3.3168%。

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 货币市场资金利率涨跌不一

上周央行在公开市场进行 4900 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 4900 亿；进行 1100 亿 14 天逆回购操作，同时有 0 亿 14 天逆回购到期，净投放 1100 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重启逆回购，净投放 4800 亿元（包括国库现金定存操作）。

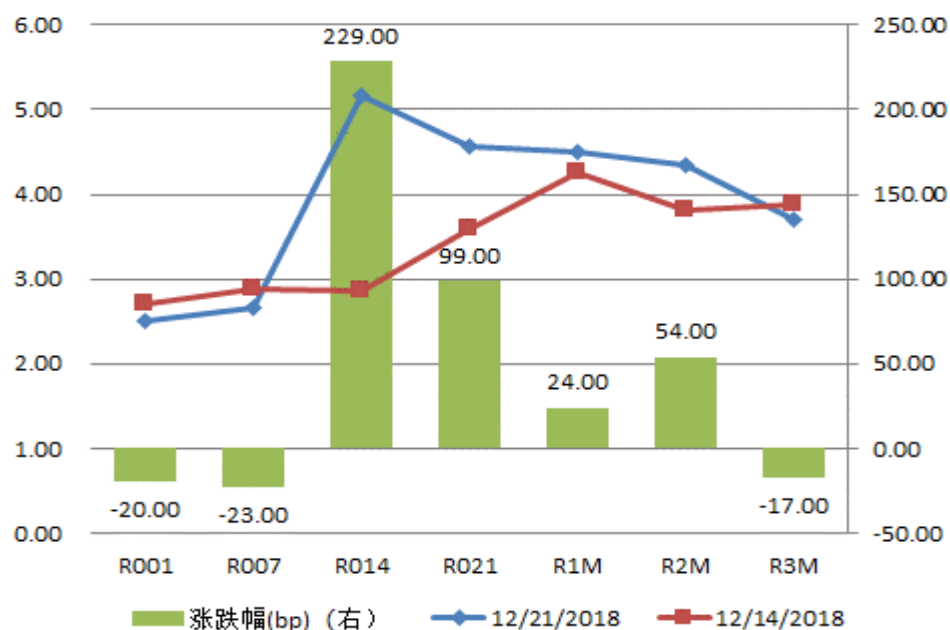
表 3：上周公开市场操作情况（20181215-20181221）

发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购	2018/12/19	400.00	2.55	0.00
逆回购	2018/12/19	200.00	2.7	0.00
逆回购	2018/12/18	1,400.00	2.55	0.00
逆回购	2018/12/18	400.00	2.7	0.00
逆回购	2018/12/21	300.00	2.55	0.00
逆回购	2018/12/21	200.00	2.7	0.00
逆回购	2018/12/17	1,600.00	2.55	0.00
逆回购	2018/12/20	1,200.00	2.55	0.00
逆回购	2018/12/20	300.00	2.7	0.00
国库现金定存到期	2018/12/21	1,200.00	3.71	-9.00
		6,000.00		
		4,800.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周央行重启逆回购操作，净投放 4800 亿元，资金面紧势有所缓和，但跨年期限资金利率仍继续上行，位于高位。19 日晚间，央行公告称创设 TMLF，相对于 MLF，下调操作利率 15bp，满足条件的商业银行可以获得更长期限和更低成本的流动性，利好资金面预期。

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下行 20bp 至 2.51%；7 天期下行 23bp 至 2.66%；14 天期上行 229bp 至 5.16%；21 天期上行 99bp 至 4.57%；1 个月期上行 24bp 至 4.50%。

本周公开市场有 4900 亿元资金量到期，其中周一至周五到期量分别是 1600 亿元、1400 亿元、400 亿元、1200 亿元和 300 亿元。

表 4：本周公开市场操作情况 (20181222-20181228)

发行/到期	发生日期	发行量 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购到期	2018/12/26	400.00	2.5500	0.00
逆回购到期	2018/12/25	1,400.00	2.5500	0.00
逆回购到期	2018/12/28	300.00	2.5500	0.00
逆回购到期	2018/12/24	1,600.00	2.5500	0.00
逆回购到期	2018/12/27	1,200.00	2.55	0.00
		-4900.00		
		-4900.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国债期货行情回顾

### 2.1 上周国债期货先抑后扬

上周两年期国债期货主力合约 TS1903 上行 0.05% 收于 100.07 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 上行 0.13% 收于 98.925 元，十年期国债期货主力合约 T1903 上行 0.31% 收于 96.90 元。上周国债先抑后扬，上周一临近尾盘期债受到 19 年地方政府债可能提前至 1 月发行的利空消息影响而跳水，出现较大幅下跌，周二至周五震荡上行，主要原因一是央行在公开市场上重启逆回购并进行净投放操作，资金面紧势有所缓和，二是央行创设 TMLF，相较于 MLF，操作利率低 15bp 且操作期限可延长至三年，有利于引导长期利率的下行，三是美联储如期加息 25bp，央行维持公开市场操作利率不变，且美联储对明年加息次数释放偏鸽派言论，增加国内货币政策进一步宽松的空间，四是一级市场方面，10 年期国债配置需求相对较好。

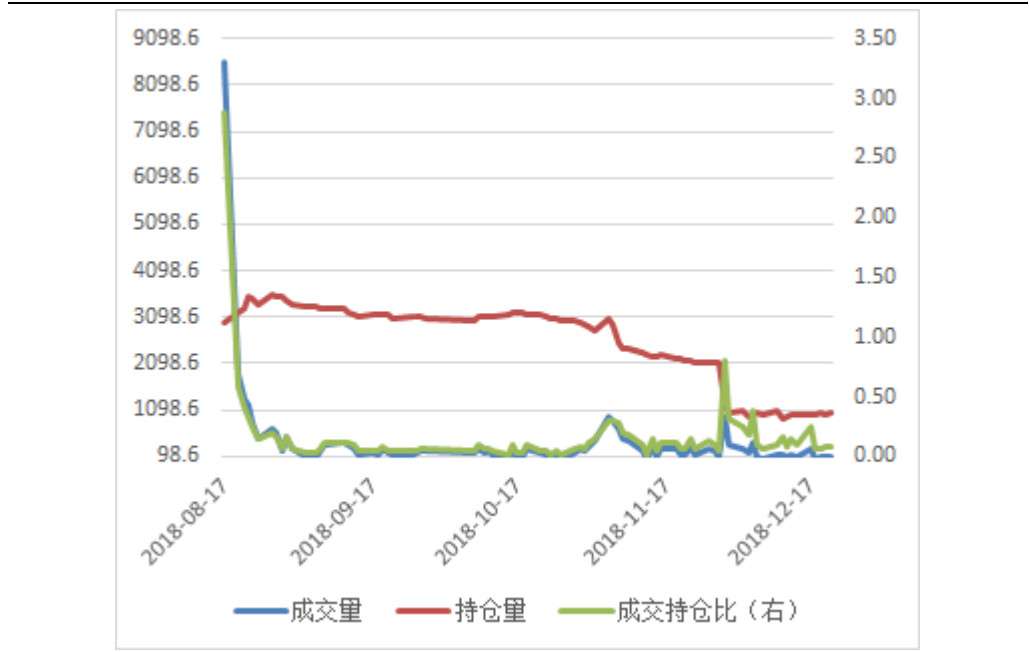
2 年期债主力合约 TS1903 周涨 0.05%，收于 100.07 元；下季合约 TS1906 周涨 0.23%，收于 100.09 元；隔季合约 TS1909 周涨 0.00%，收于 99.865 元。成交方面，三个合约日均成交 110.6 手，持仓方面，主力合约 TS1903 周增仓 37 手，目前持仓 1017 手，截止 12 月 21 日，2 年期三个合约合计持仓 1032 手，周增仓 37 手，成交量下降，持仓量上升。

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

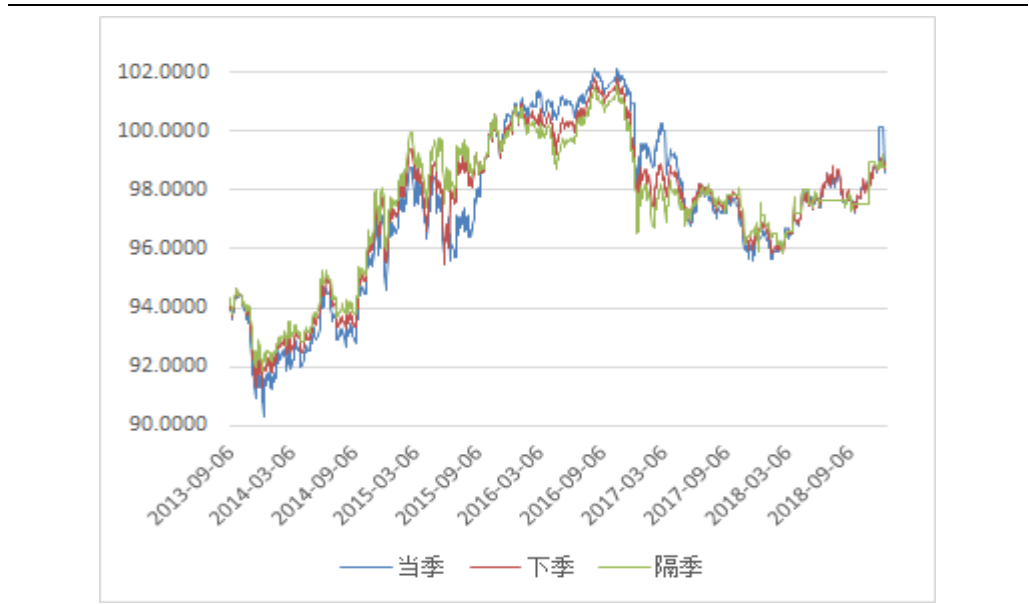
图 5：2 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5 年期债主力合约 TF1903 周涨 0.13%，收于 98.925 元；下季合约 TF1906 周涨 0.23%，收于 98.99 元；隔季合约 TF1909 周涨 0.00%，收于 98.76 元。成交方面，三个合约日均成交 6469 手，持仓方面，主力 TF1903 合约周减仓 1503 手，目前持仓 13952 手，截止 12 月 21 日，5 年期三个合约合计持仓 14010 手，周减仓 1489 手，成交量上升，持仓量下降。

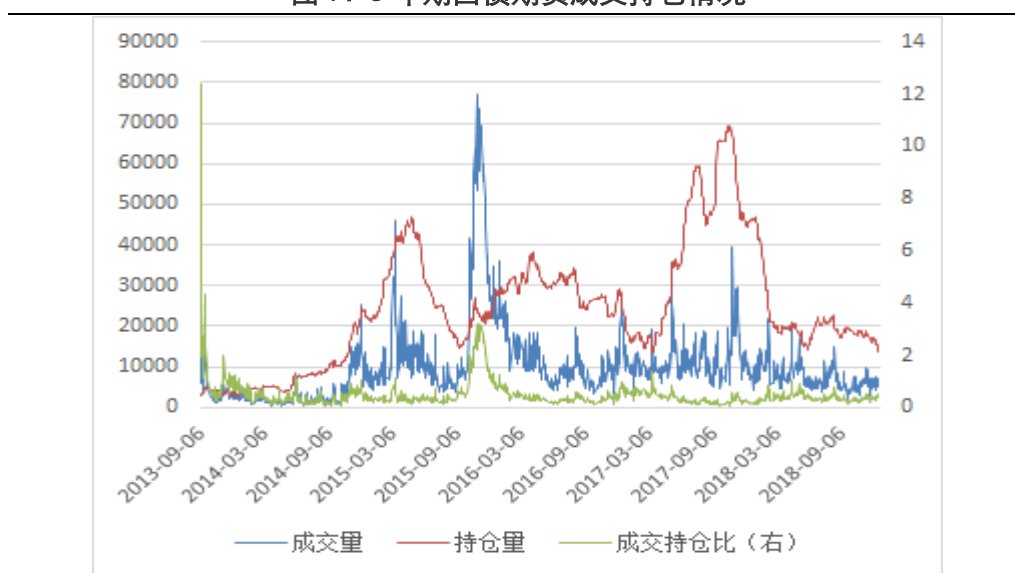
图 6：5 年期国债期货各合约近期走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部



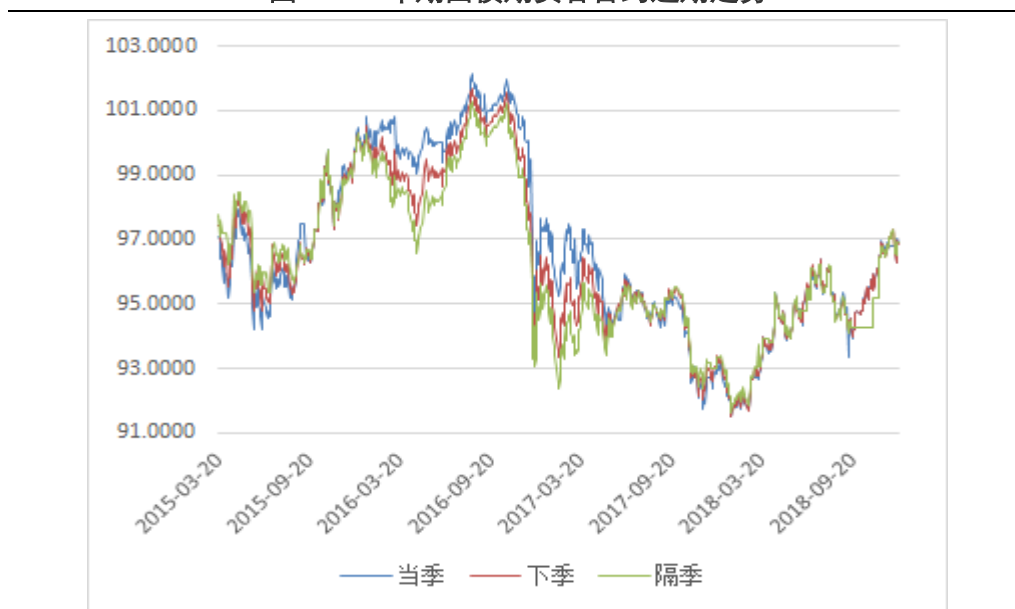
图 7：5 年期国债期货成交持仓情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

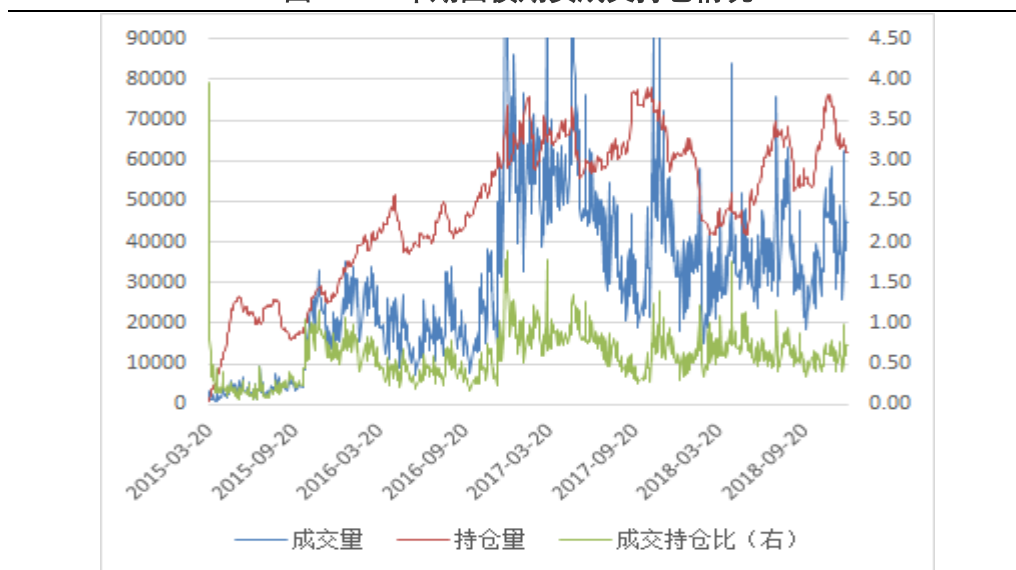
10 年期债主力合约 T1903 周涨 0.31%，收于 96.90 元；下季合约 T1906 周涨 0.23%，收于 96.88 元；隔季合约 T1909 周涨 0.00%，收于 96.89 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 42778.6 手，主力 T1903 合约周减仓 1694 手，持仓 60995 手，截至 12 月 21 日，10 年期三个合约合计持仓 62095 手，持仓减少 1237 手，成交量下降，持仓量下降。

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

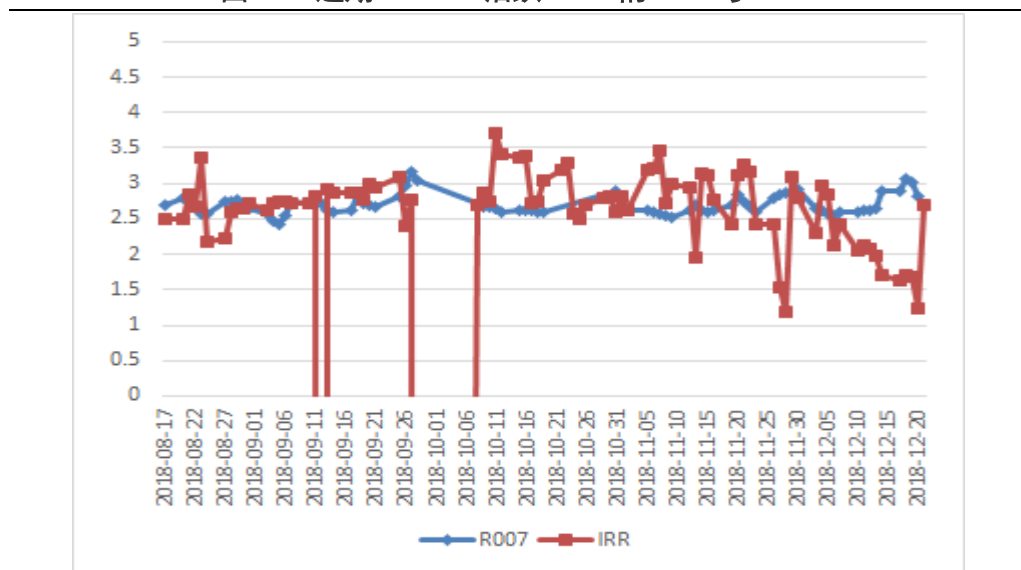


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 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 先上后下，IRR 震荡上行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

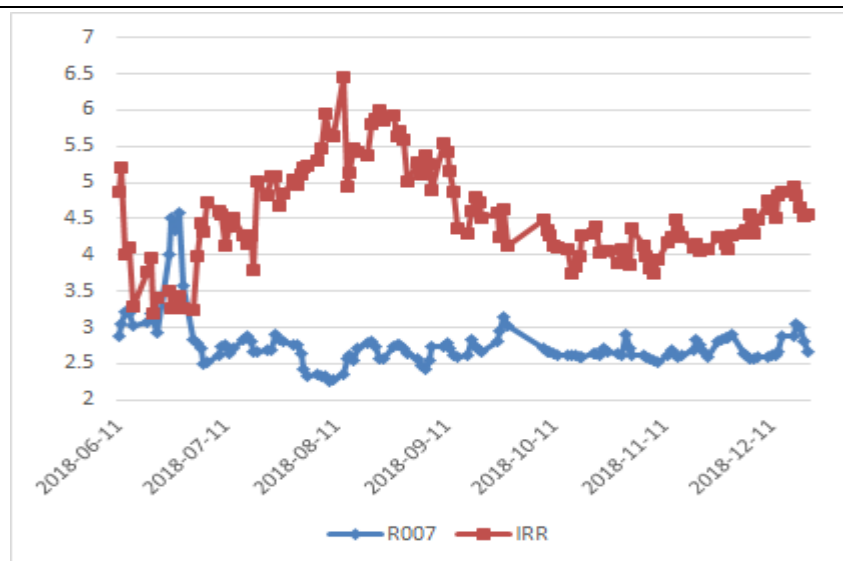
图 10：近期 TS1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 先上后下，IRR 震荡下行，在上周四和周五有较明显的正向期现套利机会。

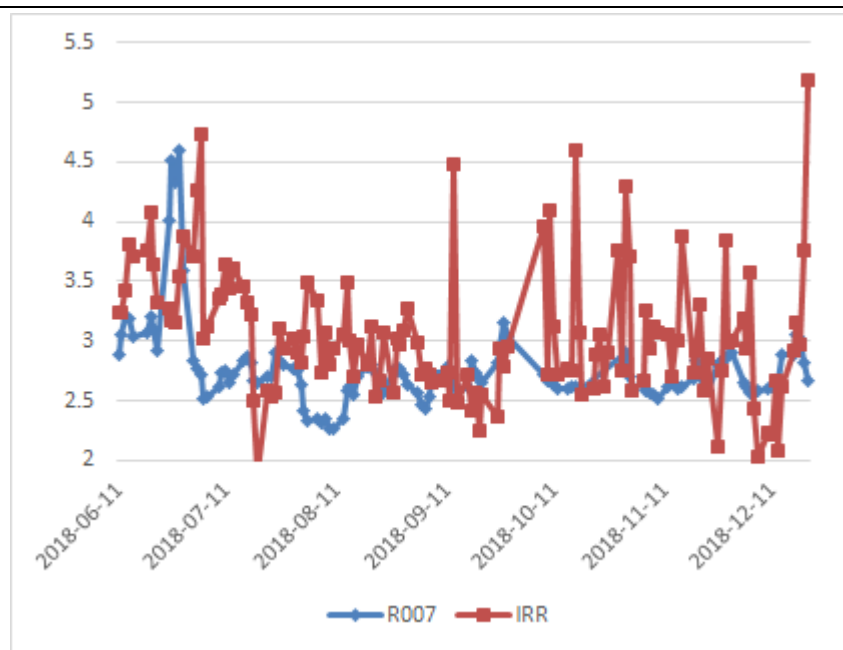
图 11: 近期 TF1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 先上后下, 且 IRR 震荡上行, 在上周五有较明显的正向期现套利交易机会。

图 12: 近期 T1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



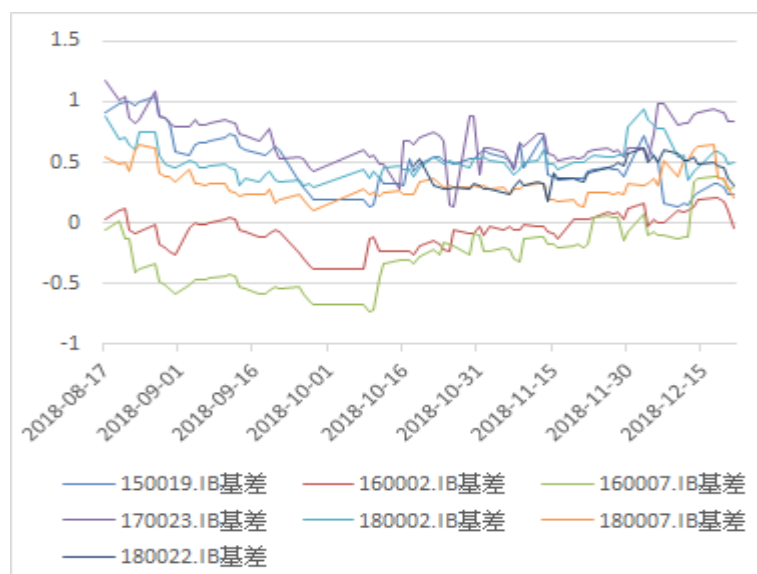
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

TS1903 合约的活跃券 180002.IB 的基差震荡上行, 适宜做多, 150019.IB、160002.IB、160007.IB、180007.IB、170023.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行,

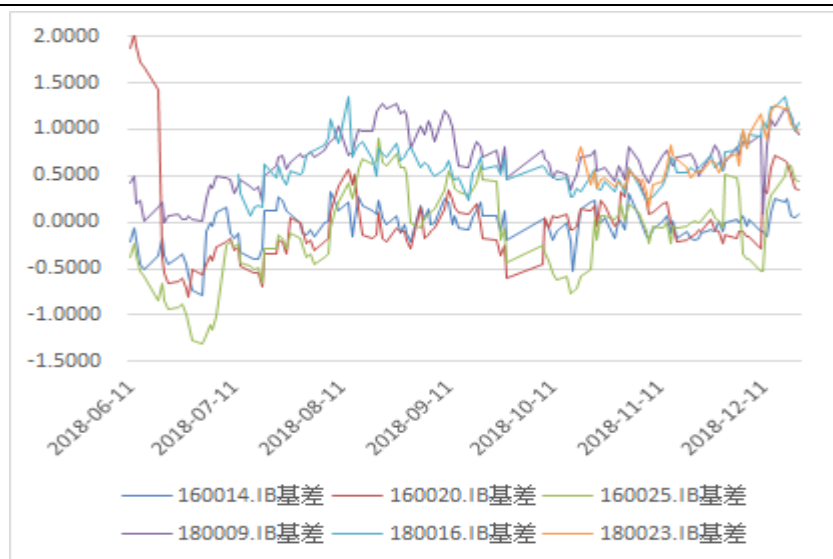
适宜做空；TF1903 合约的活跃券 160025.IB 的基差震荡上行，适宜做多，160014.IB、160020.IB、180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行，适宜做空；T1903 合约的活跃券 160010.IB、160023.IB、170004.IB、170025.IB、180004.IB、180019.IB、180020.IB 和 180027.IB 的基差震荡下行，适宜做空，180011.IB 的基差震荡上行，适宜做多。

图 13: TS1903 活跃券基差走势



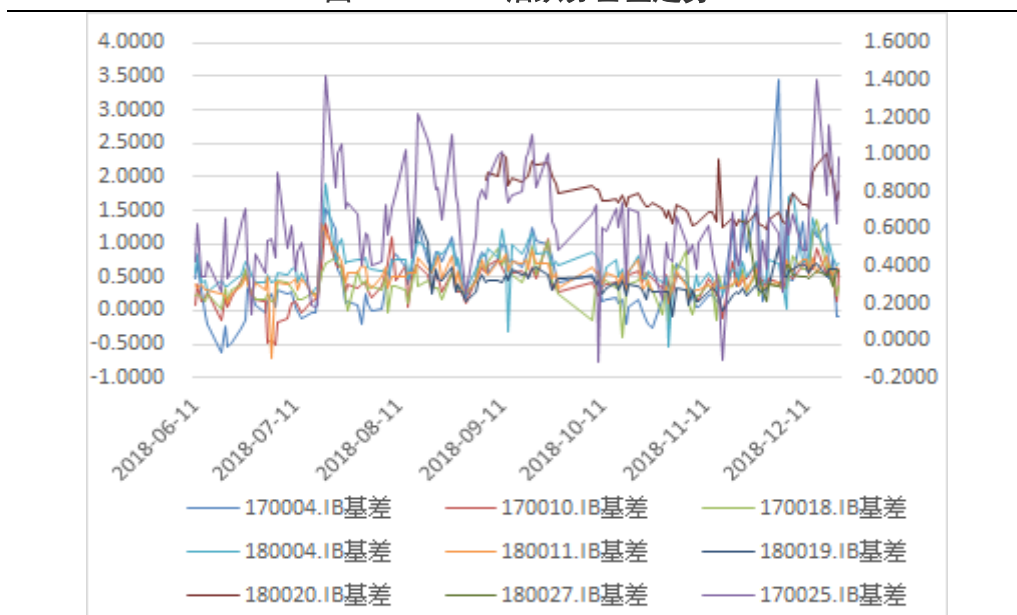
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: TF1903 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: T1903 活跃券基差走势

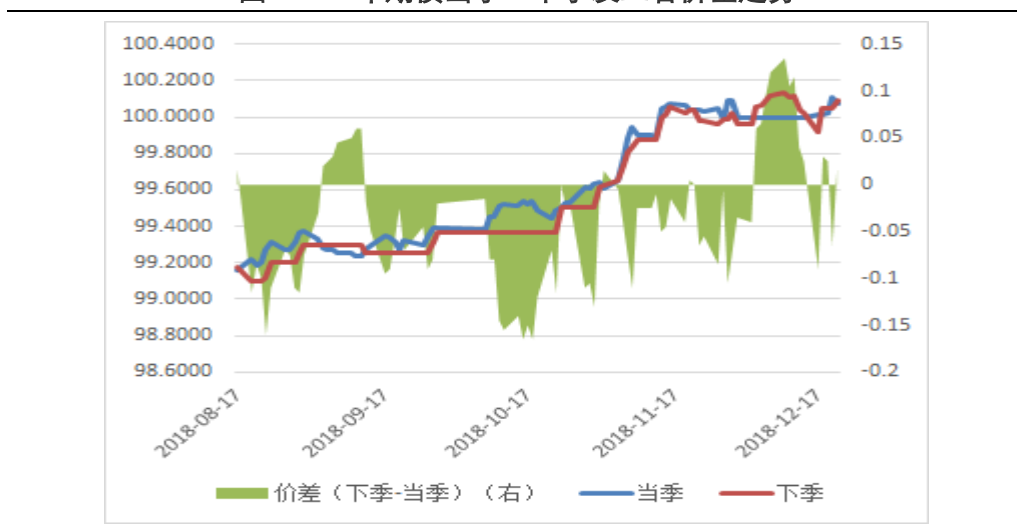


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 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 年期债合约价差由负转正, 期债已完成移仓换月, 暂无跨期策略推荐; 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

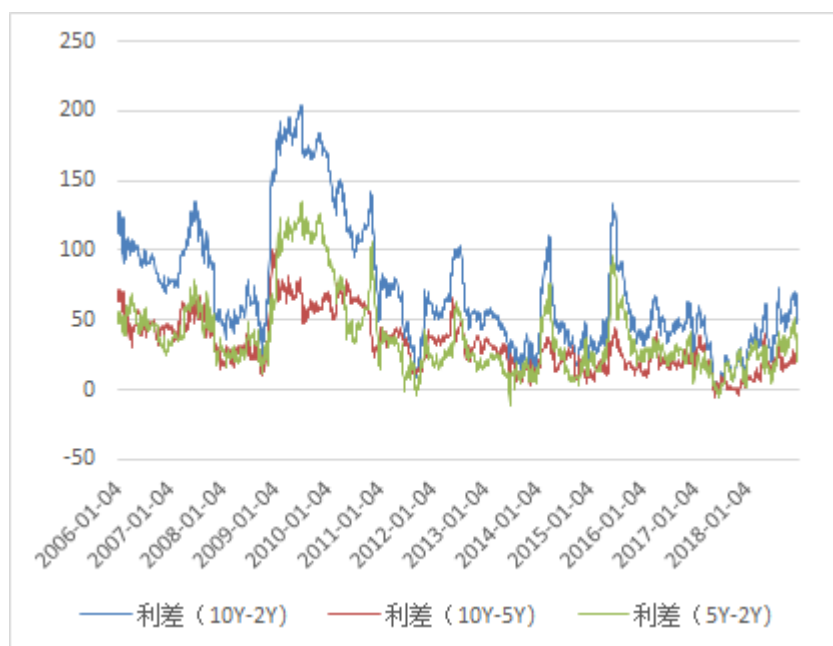


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差下行 19.05bp 至 50.66bp, 10 年期和 5 年期收益率是下行 2.52bp 至 27.10bp。

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, 上周无数据公布, 本周关注 11 月规模以上工业企业利润数据, 目前基本面对债市偏利多; 从政策面看, 中央经济工作会议指出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, 预计稳经济政策可能会出台和实施; 从资金面来看, 本周有 4900 亿元逆回购到期, 临近跨年, 跨年期限的资金利率可能继续上行, 关注央行的对冲操作; 从供需来看, 本周无国债和政策银行债发行, 利率债整体供给压力小。期债可能略偏强震荡。

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。