

关注 PMI 数据和资金面，期债或小幅偏弱震荡

兴证期货.研发中心

2019年1月28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 TS1903 下行 0.22% 收于 100.4 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 下行 0.26% 收于 99.565 元，十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.51% 收于 97.635 元；主要期限国债收益率出现程度不一的上行，收益率曲线小幅走陡，其中 2 年期上行 3.79bp 至 2.5358%，5 年期上行 0.65bp 至 2.9475%，10 年期上行 4.88bp 至 3.1398%。上周期债震荡下行，主要原因一是公布的四季度 GDP 增速等经济数据基本符合预期，并未出现明显下滑，二是较往年提前的地方政府债开始启动发行并呈现供需两旺的情形，对国债等其他利率债需求有一定的挤出效应，三是临近春节假期和地方债集中发行，央行虽然进行 2575 亿元 TMLF 操作和 1000 亿元国库现金定存操作，但暂停了逆回购，资金面整体边际收紧，四是央行创设央行票据互换工具（CBS），意在提高银行永续债的流动性和进一步疏通货币政策传导机制，缓解小微和民营企业融资难的问题，市场风险偏好有所提升，期债谨慎情绪升温。上周期转现成交 100 手。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，本周关注将公布的工业企业利润和 PMI 数据，基本面对债市目前仍有支撑；从政策面看，央行创设 CBS，进一步疏通货币政策传导机制；从资金面来看，本周公开市场无资金量到期，临近春节假期和地方债发行规模继续增加，资金利率由进一步上行压力，关注央行的对冲操作；从供需来看，本周无国债发行，但地方政府债发行规模继续增加，利率债整体供给



压力继续边际增加。本周关注 PMI 数据、资金面和地方政府债的发行，期债或小幅偏弱震荡，波动可能加大。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者关注日内波动或做平曲线（多 T 空 2TF）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 2316.67 亿元，较前一周较大幅度增加，上周无国债发行，2019 年较往年提前下达的地方债开始发行，市场呈现供需两旺，中标利率较下限上浮 40bp，且大多数投标倍数超过 30 倍。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20190121-20190127）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2019/1/25	19天津债01	19.20	2.00	
2019/1/25	19天津债08	5.00	3.00	
2019/1/25	19天津债02	12.80	5.00	
2019/1/25	19天津债04	63.00	5.00	
2019/1/25	19天津债11	6.00	5.00	
2019/1/25	19天津债09	132.00	5.00	
2019/1/25	19天津债06	4.00	5.00	
2019/1/25	19天津债10	27.00	5.00	
2019/1/25	19天津债07	10.00	10.00	
2019/1/25	19天津债05	4.00	15.00	
2019/1/25	19天津03	14.00	20.00	
2019/1/25	19河北债01	30.00	7.00	
2019/1/25	19河北债02	23.15	10.00	
2019/1/25	19国开03(预)	135.00	5.00	
2019/1/24	19山东债02	17.74	3.00	3.11
2019/1/24	19山东债01	39.51	5.00	3.33
2019/1/24	19福建01	42.80	5.00	3.33
2019/1/24	19福建02	32.10	7.00	3.47
2019/1/24	19山东债03	75.11	10.00	3.50
2019/1/24	19福建03	32.10	10.00	3.50
2019/1/24	19山东债04	8.23	10.00	3.50
.....				
合计		2,316.67		

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 (20190128-20190203)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2019/1/31	19海南债01	41.00	5.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债05	53.50	5.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债01	57.60	5.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债04	46.50	7.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债06	40.00	7.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债03	26.00	10.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债07	40.00	10.00	地方政府债
2019/1/31	19广东债02	86.40	10.00	地方政府债
2019/1/31	19海南债02	40.00	10.00	地方政府债
2019/1/31	19江苏债01	195.00	10.00	地方政府债
2019/1/31	19北京债01	20.75	3.00	地方政府债
2019/1/31	19北京债02	22.00	5.00	地方政府债
2019/1/31	19北京债03	63.00	7.00	地方政府债
2019/1/31	19北京债04	28.20	10.00	地方政府债
2019/1/31	19广西债01	58.00	7.00	地方政府债
2019/1/31	19内蒙古债01	100.00	5.00	地方政府债
2019/1/31	19浙江债03	231.00	5.00	地方政府债
2019/1/31	19浙江债01	52.00	5.00	地方政府债
2019/1/31	19浙江债02	180.00	10.00	地方政府债
2019/1/30	19深圳债01	9.00	2.00	地方政府债
.....				
合计		3,357.89		

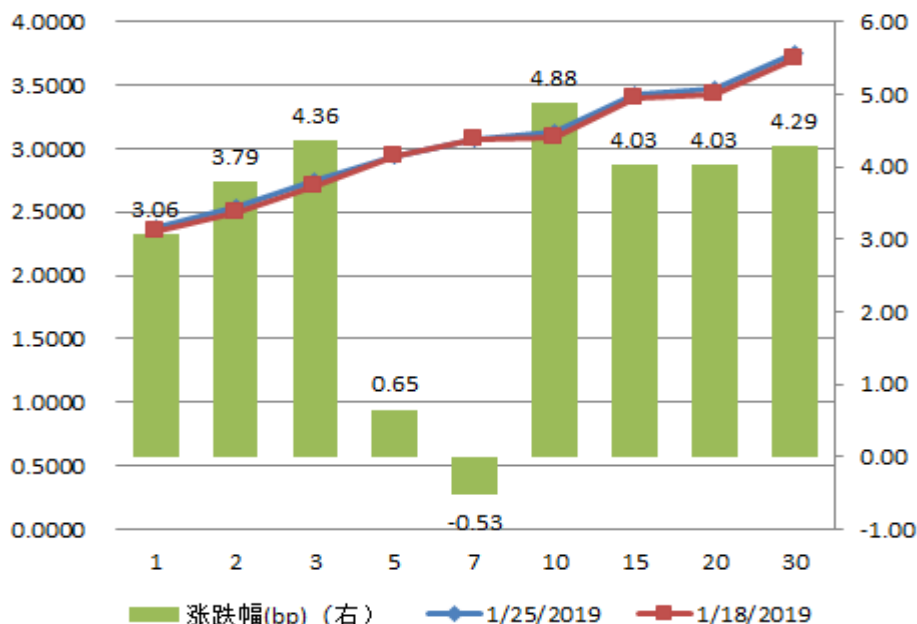
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 3357.89 亿元, 本周仍无国债发行, 其中政策性银行债仅 473.8 亿元, 地方债供给规模继续增加, 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出现程度不一的上行, 收益率曲线小幅走陡, 其中 2 年期上行 3.79bp 至 2.5358%, 5 年期上行 0.65bp 至 2.9475%, 10 年期上行 4.88bp 至 3.1398%。现券收益率震荡上行, 主要原因一是公布的四季度 GDP 增速等经济数据基本符合预期, 并未出现明显下滑, 二是较往年提前的地方政府债开始启动发行并呈现供需两旺的情形, 对国债等其他利率债需求有一定的挤出效应, 三是临近春节假期和地方债集中发行, 央行虽然进行 2575 亿元 TMLF 操作和 1000 亿元国库现金定存操作, 但暂停了逆回购, 资金面整体边际收紧, 四是央行创设央行票据互换工具 (CBS), 意在提高银行永续债的流动性和进一步疏通货币政策传导机制, 缓解小微和民营企业融资难的问题, 市场风险偏好有所提升, 债市谨慎情绪升温。。

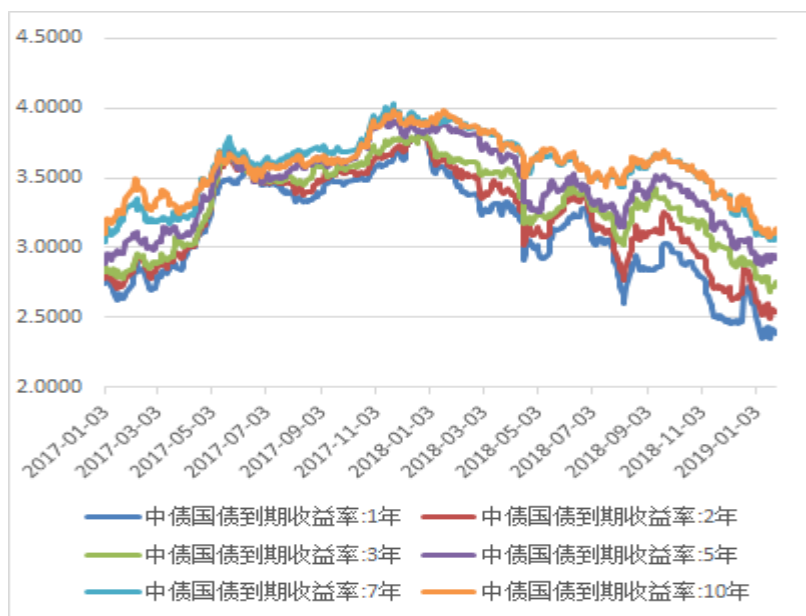
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 3.06bp 至 2.3804%，二年期上行 3.79bp 至 2.5358%，三年期上行 4.36bp 至 2.7497%，五年期上行 0.65bp 至 2.9475%，七年期下行 0.53bp 至 3.0939%，十年期上行 4.88bp 至 3.1398%。

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 货币市场资金利率震荡上行

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，净投放 0 亿；进行 1000 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 0 亿元 MLF 到期，上周央行在公开市场上暂停逆回购，净回笼投放 6700 亿元。

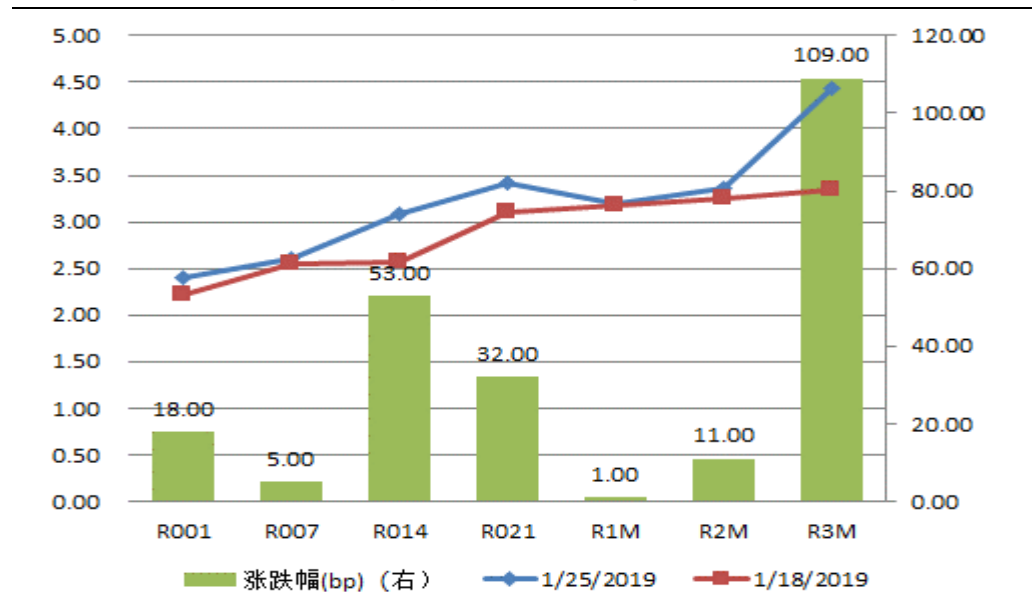
表 3：上周公开市场操作情况（20190119-20190125）

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	2019/1/22	800.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2019/1/25	100.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2019/1/24	2,500.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2019/1/21	800.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2019/1/23	3,500.00	2.55	0.00
国库定存1个月	国库现金定存	2019/1/24	1,000.00	3.3	-72.00
净投放			-7,700.00		
净投放(含国库现金)			-6,700.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周五央行实施定向降准 0.5%，同时在上周三进行 2575 亿元 TMLF 操作，上周四央行超预期进行 1000 亿元国库现金定存操作，利率较上期大幅下行 72bp，受到春节临近和地方政府债较往年提前发行的影响，资金利率震荡上行，资金面趋紧。

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 18bp 至 2.40%；7 天期上行 5bp 至 2.60%；14 天期上行 53bp 至 3.09%；21 天期上行 32bp 至 3.42%；1 个月期上行 1bp 至 3.19%。

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，临近春节叠加地方政府债发行规模将继续增加，资金面仍有可能继续收紧，关注央行的操作。

表 4：本周公开市场操作情况 (20190126-20190201)

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 上周国债期货震荡下行

上周两年期国债期货主力合约 TS1903 下行 0.22% 收于 100.4 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 下行 0.26% 收于 99.565 元，十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.51% 收于 97.635 元。上周期债震荡下行，主要原因一是公布的四季度 GDP 增速等经济数据基本符合预期，并未出现明显下滑，二是较往年提前的地方政府债开始启动发行并呈现供需两旺的情形，对国债等其他利率债需求有一定的挤出效应，三是临近春节假期和地方债集中发行，央行虽然进行 2575 亿元 TMLF 操作和 1000 亿元国库现金定存操作，但暂停了逆回购，资金面整体边际收紧，四是央行创设央行票据互换工具 (CBS)，意在提高银行永续债的流动性和进一步疏通货币政策传导机制，缓解小微和民营企业融资难的问题，市场风险偏好有所提升，期债谨慎情绪升温。上周期转现成交 100 手

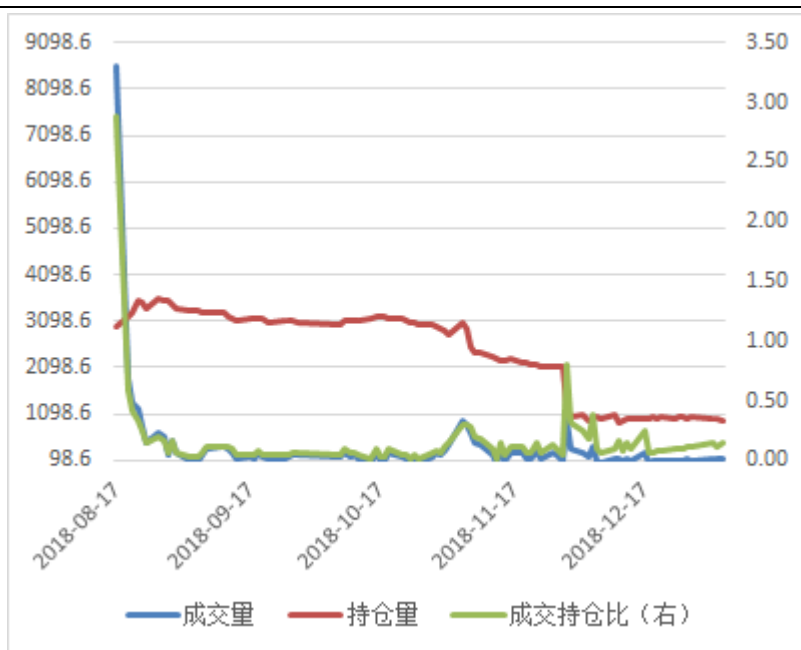
2 年期债主力合约 TS1903 周跌 0.22%，收于 100.4 元；下季合约 TS1906 周涨 0.03%，收于 100.60 元；隔季合约 TS1909 周跌 0.60%，收于 99.865 元。成交方面，三个合约日均成交 128.4 手，持仓方面，主力合约 TS1903 周减仓 227 手，目前持仓 663 手，截止 1 月 25 日，2 年期三个合约合计持仓 679 手，周减仓 227 手，成交量下降，持仓量下降。

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 年期债主力合约 TF1903 周跌 0.26%，收于 99.565 元；下季合约 TF1906 周跌 0.24%，收于 99.495 元；隔季合约 TF1909 周跌 1.03%，收于 98.76 元。成交方面，三个合约日均成交 5153.8 手，持仓方面，主力 TF1903 合约周增仓 255 手，目前持仓 17443 手，截止 1 月 25 日，5 年期三个合约合计持

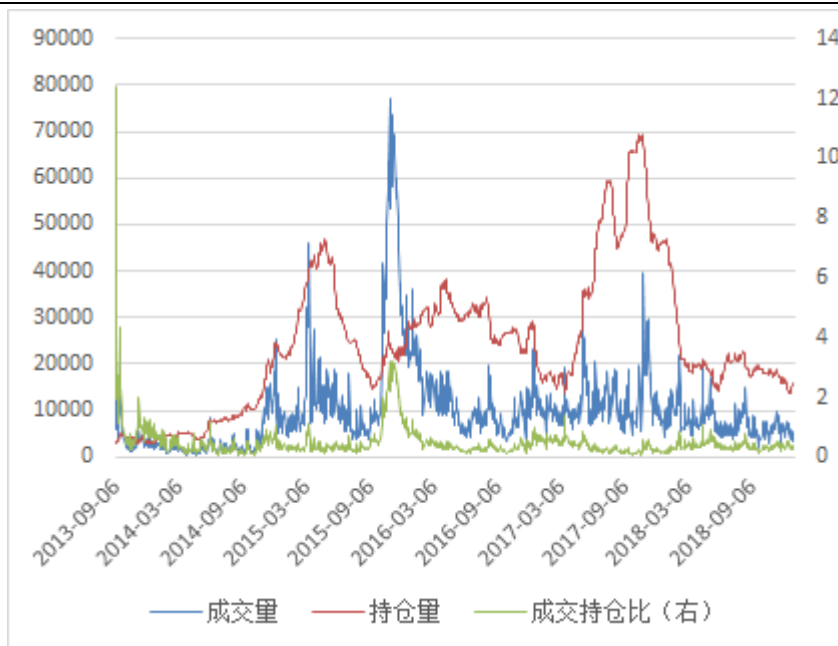
仓 17650 手，周增仓 355 手，成交量上升，持仓量上升。

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

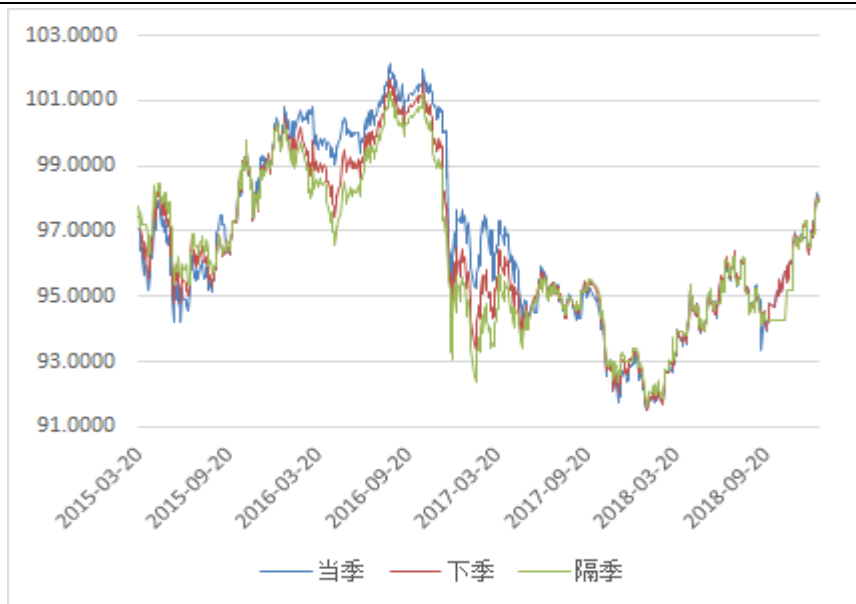


数据来源：Wind，兴证期货研发部

10 年期债主力合约 T1903 周跌 0.51%，收于 97.635 元；下季合约 T1906 周跌 0.54%，收于 97.455 元；隔季合约 T1909 周跌 0.35%，收于 97.415 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 41663.6 手，主力 T1903 合约周减仓 2708

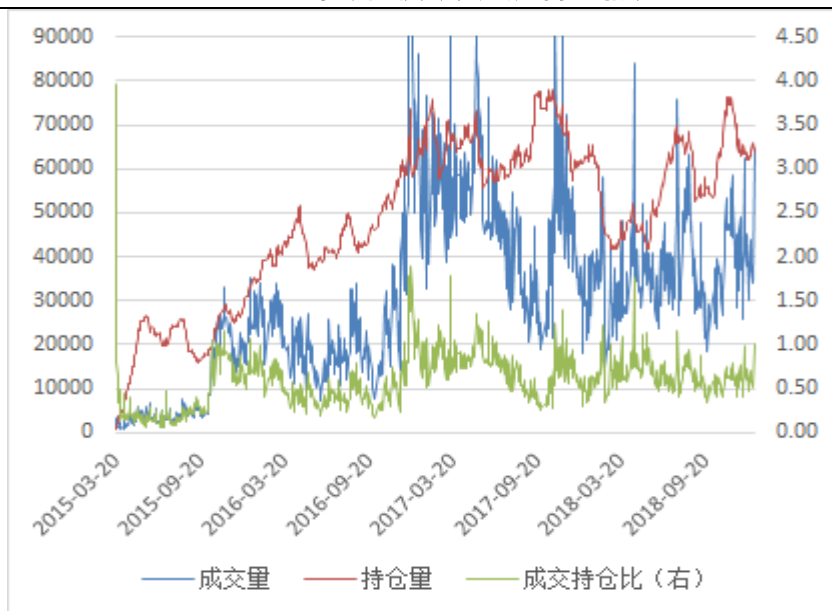
手，持仓 56157 手，截至 1 月 25 日，10 年期三个合约合计持仓 60731 手，持仓减少 1601 手，成交量下降，持仓量下降。

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



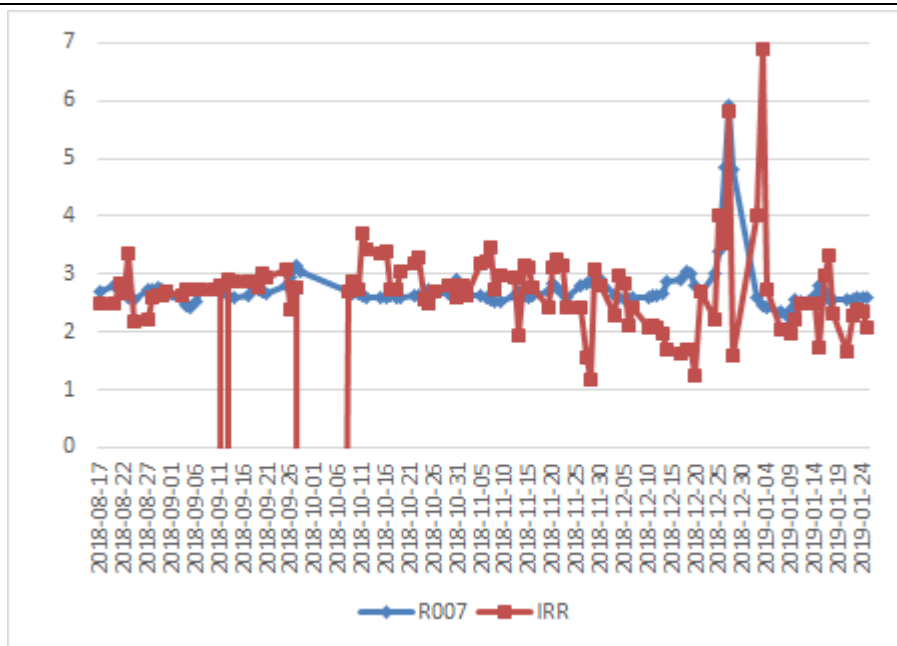
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 先下后上，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

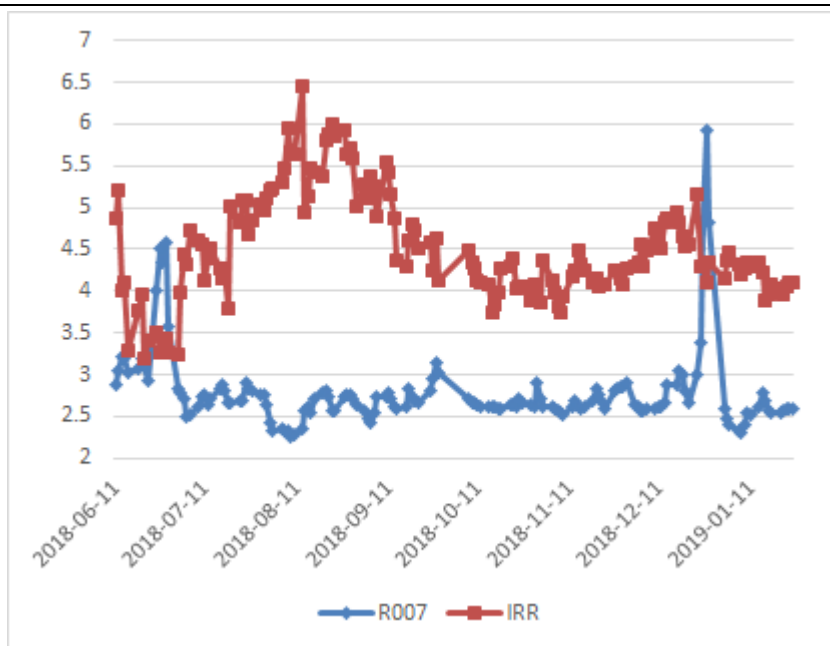
图 10: 近期 TS1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 先下后上，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

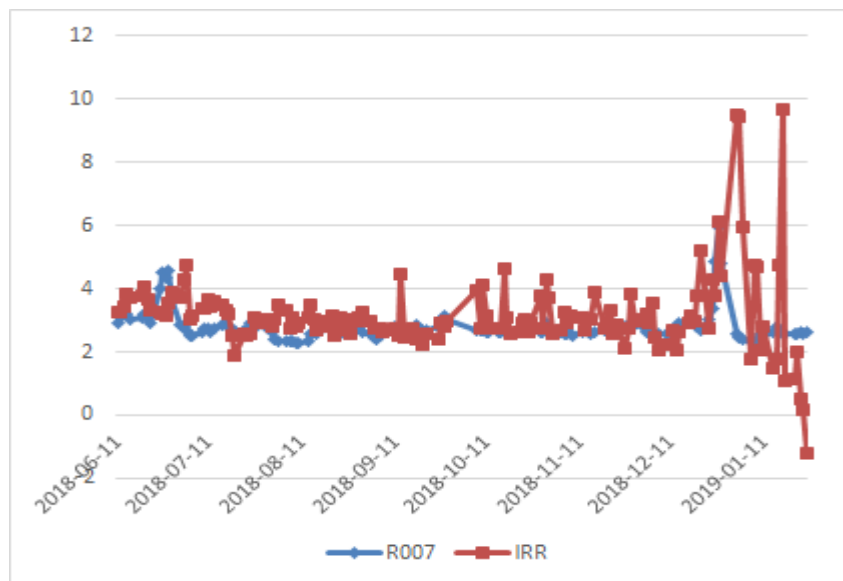
图 11: 近期 TF1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡下行,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

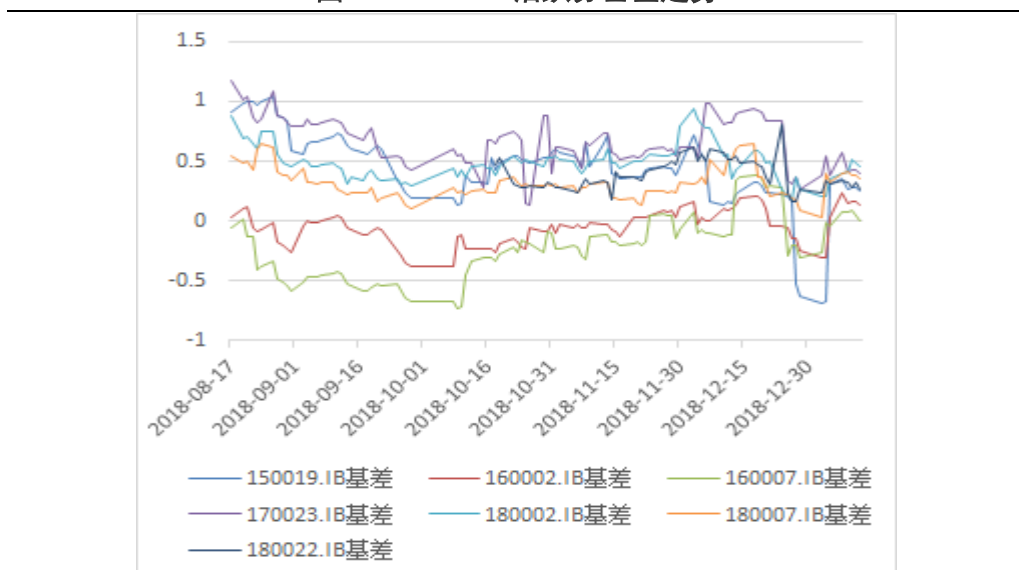


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

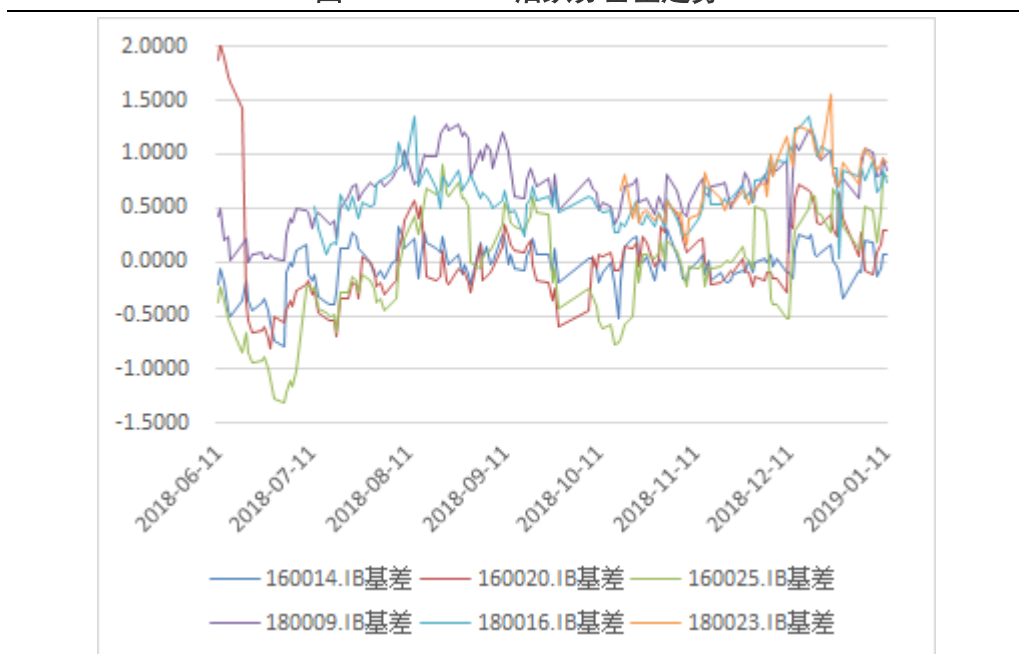
TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、180007.IB、170023.IB、180002.IB 和 180022.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; TF1903 合约的活跃券 180009.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 160014.IB、160020.IB、160025.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; T1903 合约的活跃券 170010.IB、170018.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180020.IB、180027.IB 和 180028.IB 的基差震荡上行, 适宜做多, 180019.IB 的基差震荡下行, 适宜做空。

图 13: TS1903 活跃券基差走势



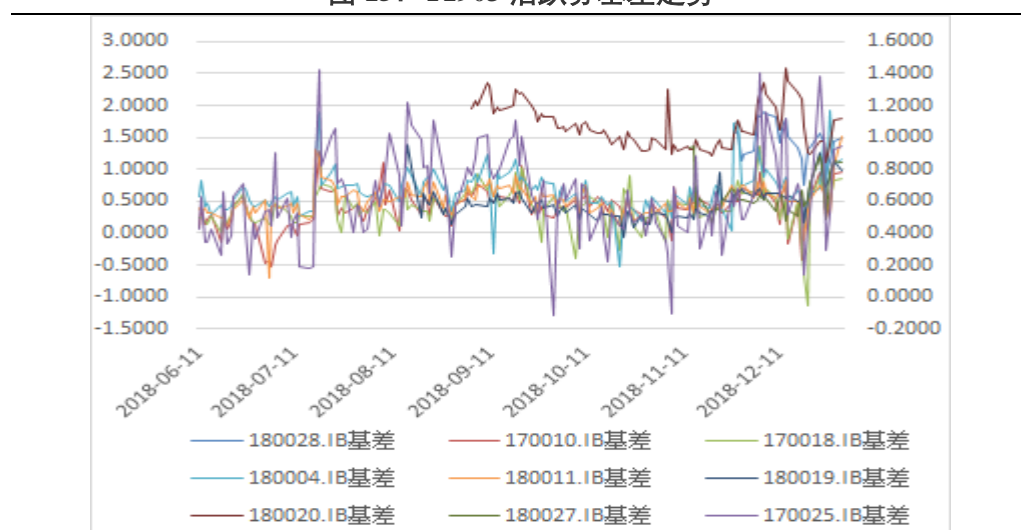
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 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

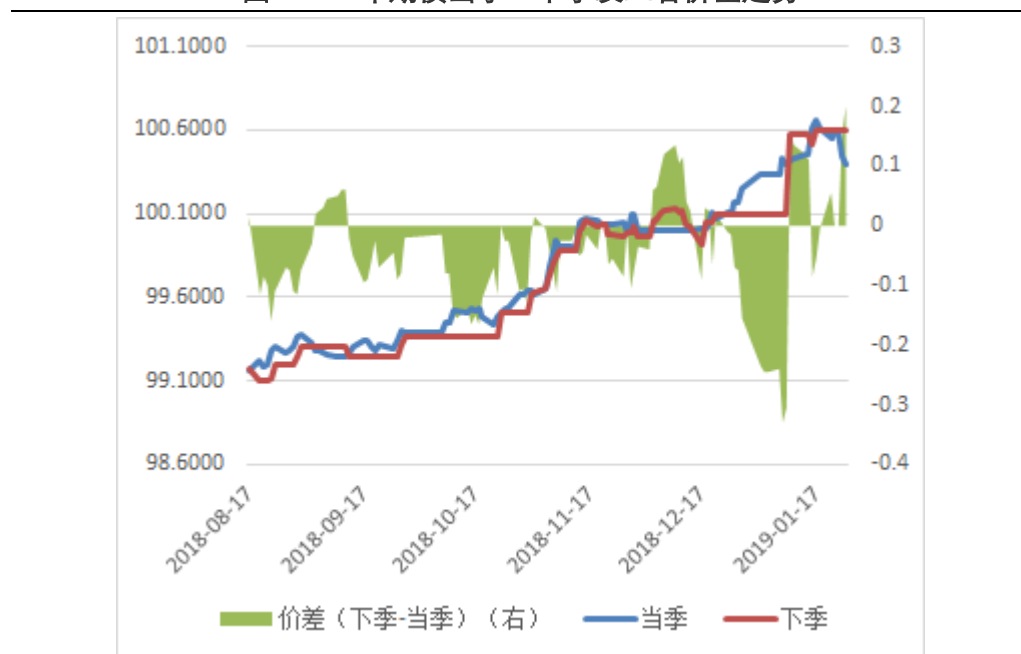


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

上周 2 年期债合约价差由负转正, 期债不在移仓换月期间, 暂无跨期策略推荐; 5 年期债合约价差负向小幅收窄, 期债不在移仓换月期间, 暂无跨期策略推荐; 10 年期债合约价差负向小幅走扩, 期债不在移仓换月期间, 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



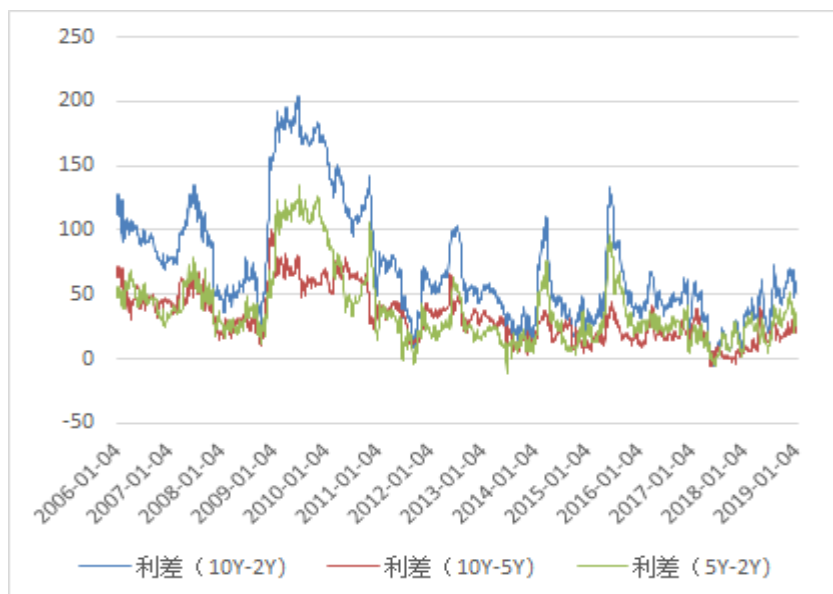
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行 1.09bp 至 60.4bp, 10 年期和 5 年期

收益率是上行 4.23bp 至 19.23bp。

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, 本周关注将公布的工业企业利润和 PMI 数据, 基本面对债市目前仍有支撑; 从政策面看, 央行创设 CBS, 进一步疏通货币政策传导机制; 从资金面来看, 本周公开市场无资金量到期, 临近春节假期和地方债发行规模继续增加, 资金利率由进一步上行压力, 关注央行的对冲操作; 从供需来看, 本周无国债发行, 但地方政府债发行规模继续增加, 利率债整体供给压力继续边际增加。本周关注 PMI 数据、资金面和地方政府债的发行, 期债或小幅偏弱震荡, 波动可能加大。

操作上, 长期投资者前多持有, 短期投资者关注日内波动或做平曲线 (多 T 空 2TF) 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。