

---

兴证期货.研发中心

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](mailto:shangfang@xzfutures.co)

## 内容提要

### ● 行情回顾

1月国债期货震荡走高，其中10年期债月涨月涨0.345元收于98.03元；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中10Y下行13bp至3.10%。1月期债整体仍呈现高位震荡的态势。主要利多因素一是月初公布的PMI数据低于荣枯线下方，二是央行在公布降准后仍在公开市场上进行净投放维稳1月缴税期间和春节期间资金面，三是财政部表示拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作相结合的利好消息面刺激，四是地方债较国债的投标区间下限由40bp调整为25-40bp，两者发行利差收窄，地方政府债需求旺盛对国债需求的挤出效应有所减弱，五是美联储1月议息会议偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间。主要利空因素一是下旬公布的经济数据高于预期令期债盘中跳水，二是央行创设CBS，提高银行永续债的流动性，疏通货币政策传导机制，促进宽信用，三是地方债提前发行且需求旺盛，对国债有一定的挤出效应，四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1月官方和财新PMI数据显示基本面对债市仍有支撑，但边际利多效应有所减弱；从政策面看，货币政策仍在进行逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台主要是为了促进宽信用；从资金面看，春节后资金到期压力较大，但央行维稳意图明显，叠加资金需求或有所减弱，资金利率可能趋于下行；从供需来看，虽然地方政府债提前发行且需求旺盛对国债需求有挤出效应，但两者发行利差区间收窄至25-40bp后挤出效应有所减弱。市场“降息”（下调公开市场操作利率）预期有所增强，但金融数据存在企稳反弹的可能，2月期债可能高位震荡，但中长期下行趋势暂未改变。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望或做平曲线继续持有（多T空2TF）。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求边际减弱，发行规模减少

2019年1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20764.06亿元，较上月减少4127.56亿元，其中地方债供给规模为4179.66亿元，较上月增加3541.54亿元，地方债供给规模较大幅度增加且发行时间较往年提前；国债发行规模合计为1700亿元，较上月减少2156.6亿元，国债需求受到地方政府债提前发行影响而边际减少；同业存单供给规模为10555.1亿元，较上月减少8355.5亿元；政策性银行债供给规模为4329.30亿元，较上月增加2843亿元，需求亦受到地方债提前发行影响而边际减少。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



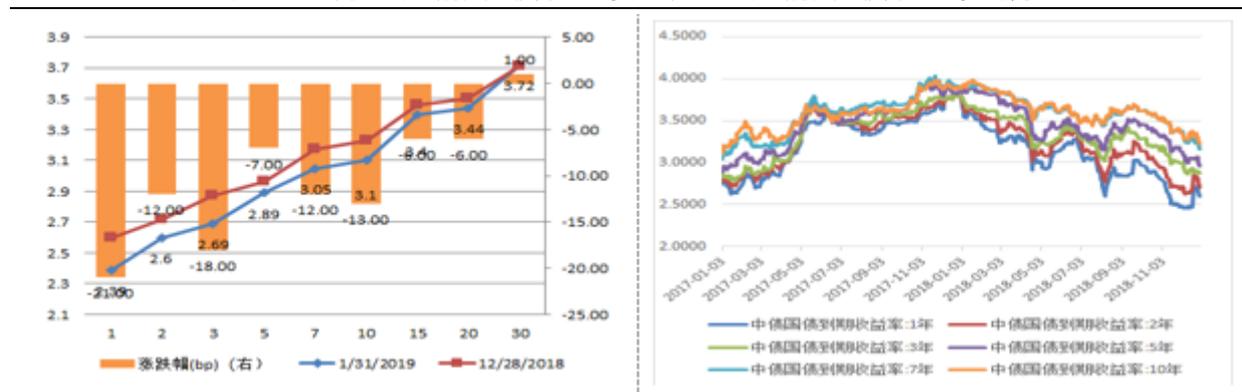
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率下行

1月主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中2年期收益率下行12bp至2.60%，5年期收益率下行7bp至2.89%，10年期收益率下行13bp至3.10%，收益率曲线小幅走陡，其中10-1年利差走陡约8bp，10-5年利差走平约6bp。

从月度数据来看，1Y期下行21bp至2.39%，2Y期下行12bp至2.60%，3Y期下行18bp至2.69%，5Y期下行7bp至2.89%，7Y期下行12bp至3.05%，10Y期下行13bp至3.10%，15Y期下行6bp至3.40%，20Y期下行6bp至3.44%，30Y期上行1bp至3.72%。

图 2：1 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 国债期货震荡走高

截止到 1 月 31 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1903 收于 100.39 元，月涨 0.12 或 0.23%；下季合约 TS1906 收于 100.275 元，月涨 0.17 或 0.12%；隔季合约 TS1909 收于 99.865 元，月涨 0.12 或 -0.14%；成交方面，主力合约 TS1903 成交量日均 143 手，三个合约日均成交 148 手；持仓方面截止到 1 月 31 日，主力合约 TS1903 持仓量为 553 手，三个合约持仓达到 578 手，较上月底减少 455 手。五年期国债期货主力合约 TF1903 收于 99.865 元，月涨 0.495 或 0.73%；下季合约 TF1906 收于 99.755 元，月涨 0.41 或 0.72%；隔季合约 TF1909 收于 98.76 元，月涨 0.495 或 -0.35%；成交方面，主力合约 TF1903 成交量日均 5049 手，三个合约日均成交 5190 手；持仓方面截止到 1 月 31 日，主力合约 TF1903 持仓量为 15625 手，三个合约持仓达到 17591 手，较上月底增加 2581 手。十年期国债期货主力合约 T1903 收于 98.03 元，月涨 0.345 或 0.75%；下季合约 T1906 收于 97.84 元，月涨 0.225 或 0.58%；隔季合约 T1909 收于 97.765 元，月涨 0.165 或 0.56%；成交方面，主力合约 T1903 成交量日均 42063 手，三个合约日均成交 42787 手；持仓方面截止到 1 月 31 日，主力合约 T1903 持仓量为 53762 手，三个合约持仓达到 61090 手，较上月底减少 2927 手。

1 月期债震荡走高，整体仍呈现高位震荡的态势。主要利多因素一是月初公布的 PMI 数据低于荣枯线下方，二是央行在公布降准后仍在公开市场上进行净投放维稳 1 月缴税期间和春节期间资金面，三是财政部表示拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作相结合的利好消息面刺激，四是地方债较国债的投标区间下限由 40bp 调整为 25-40bp，两者发行利差收窄，地方政府债需求旺盛对国债需求的挤出效应有所减弱，五是美联储 1 月议息会议偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间。主要利空因素一是下旬公布的经济数据高于预期令期债盘中跳水，二是央行创设 CBS，提高银行永续债的流动性，疏通货币政策传导机制，促进宽信用，三是地方债提前发行且需求旺盛，对国债有一定的挤出效应，四是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



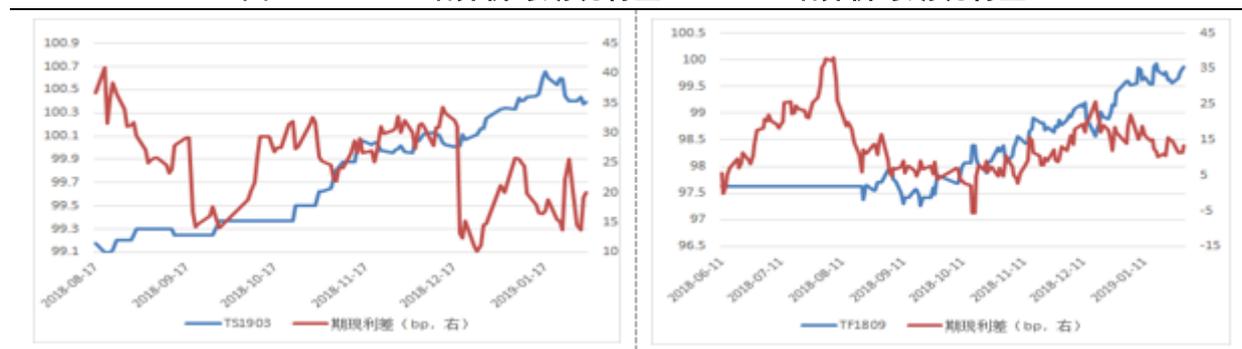
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差

从 1 月份的期现利差来看, 1 月国债期货价格震荡上行, 现券收益率震荡下行。2 年期现券走势整体略强于期债, 合约 TS1903 合约期现利差震荡先上下后下至约 18bp; 5 年期现券走势略弱于, 合约 TF1903 的期现利差震荡下行至约 13bp; 10 年期现券走势强于期债, 合约 T1903 的期

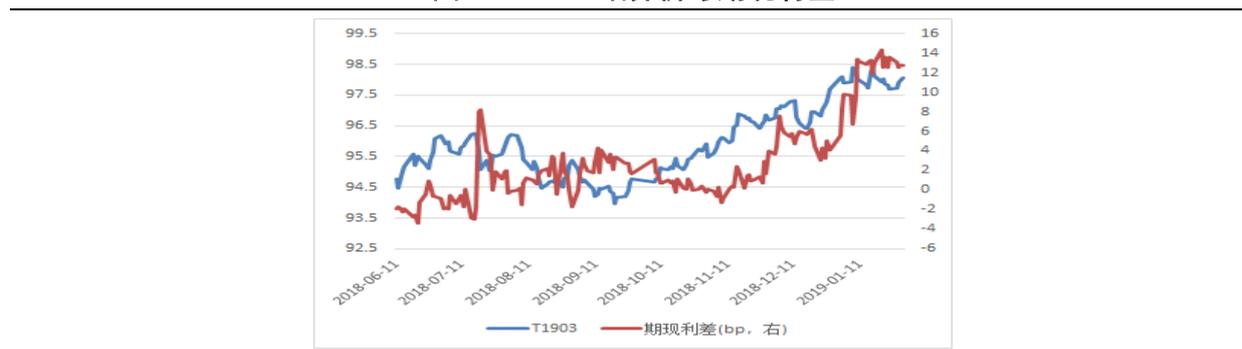
现利差震荡上行至约 13bp。

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

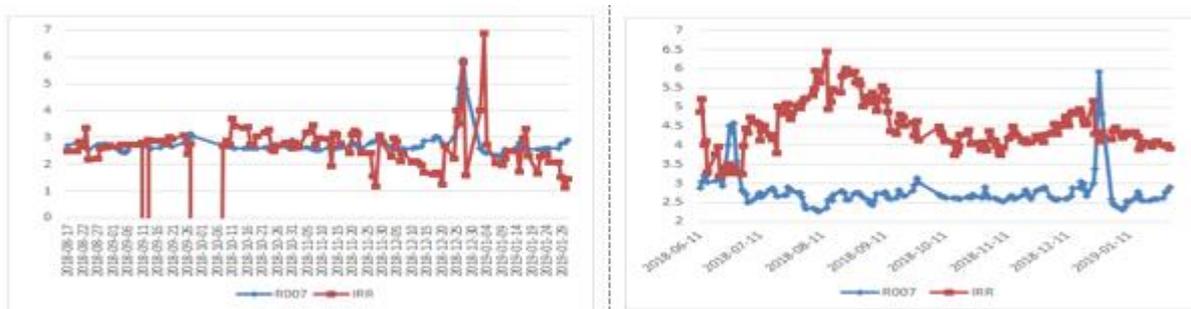


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

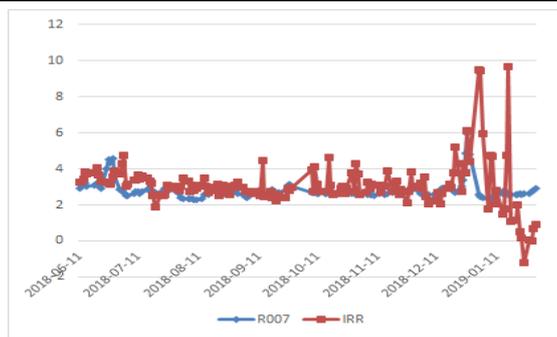
从 1 月份 TS1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡下行，而 R007 震荡上行，暂无明显的正向和反向期现套利机会；从 1 月份主力合约 TF1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡下行，而 R007 震荡上行，暂无明显的正向和反向期现套利机会；从 1 月份主力合约 T1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡下行，而 R007 震荡上行，在个别交易日有正向和反向期现套利机会。

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

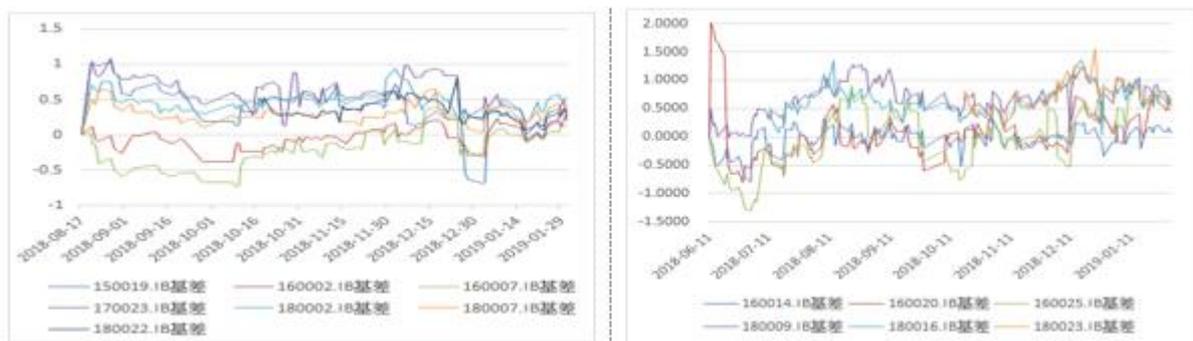


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 活跃券基差

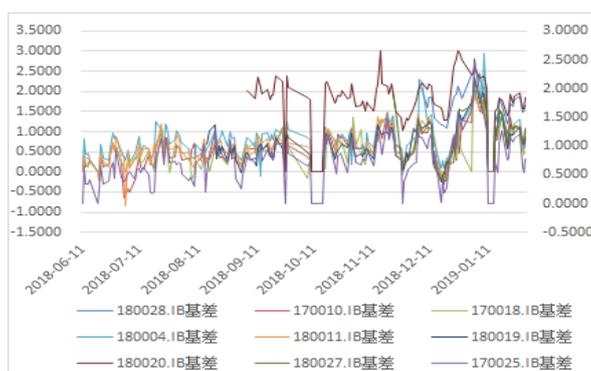
1 月份 TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、180002.IB、180007.IB 和 180022.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 170023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1903 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB 和 160025.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1903 合约活跃券 170010.IB、170025.IB、180004.IB、180019.IB、180020.IB、180027.IB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

### 3. 后市分析及展望

#### 3.1 宏观经济

国家统计局公布的 1 月中国官方制造业 PMI 为 49.5%，较上月上行 0.1%，略高于预期，但仍低于 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 50.9% 和 49.6%，分别比上月上行 0.1% 和下行 0.1%，新订单指数延续下行走势但环比下行幅度收窄，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 46.9% 和 47.1%，比上月上行 0.3% 和 1.2%，可能是因为 1 月份贸易摩擦缓和，进出口数据有所改善。财新 PMI 为 48.3%，较上月下行 1.4%，与官方制造业 PMI 一样，连续两个月低于荣枯线，虽然个别分项数据有所改善，但整体看经济下行压力仍在显现。

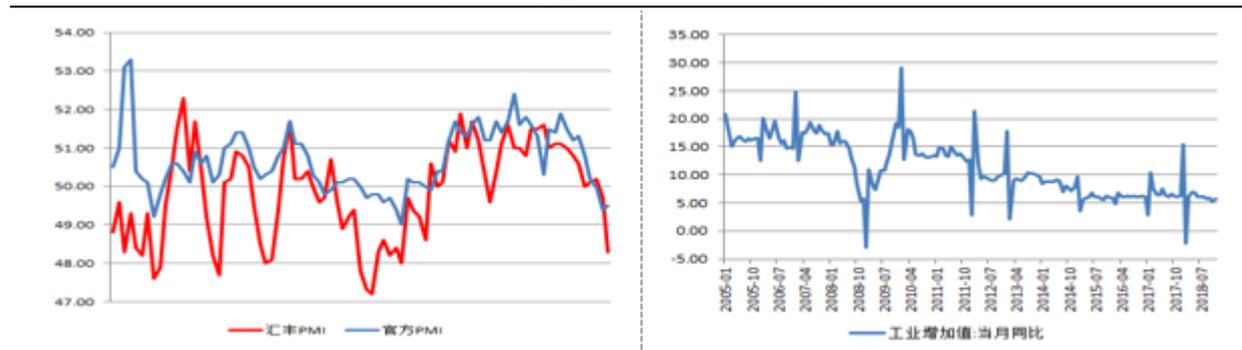
从房地产销售来看，12 月房地产开发投资增速为 9.5%，较上月下行 0.2%，商品房销售面积增速继续下降 0.1% 至 1.3%，房地产开发投资增速呈现高位小幅下行走势，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“要构建房地产市场”

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”，预计房地产投资增速将会继续缓慢回落；12月份基建投资增速为3.8%，较上月上行0.1%，基建增速继续小幅反弹，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”，考虑到地方政府债提前至2019年1月下旬开始发行，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；12月份制造业投资增速维持不变为9.5%，制造业投资增速高位震荡，对固定资产投资增速形成支撑，但后续可能上行乏力；社零增速上行0.1%至8.2%，可能是由于春节效应令社零增速企稳，考虑到国家对扩大消费的扶持政策，社零增速虽有下行压力但降幅可能缓慢；12月出口增速下行至-4.4%，进口增速下行至-7.6%，进出口增速继续较大幅下滑，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1月份中美贸易摩擦风险有所缓和，未来进出口增速虽仍承压，但在缓和期可能出现阶段性反弹。

通胀方面，12月份CPI较上月下行0.3%至1.9%，低于市场预期，猪肉价格同比增速下行0.4%至-1.5%，猪瘟和春节效应令猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速上行2.7%至4.2%，天气转冷叠加春节效应，鲜菜价格反弹；PPI较上月继续下行1.8%至0.9%，主要是受到油价和大宗商品价格较大幅下跌的影响。猪价上涨仍可能是2019年拉动CPI的因素。

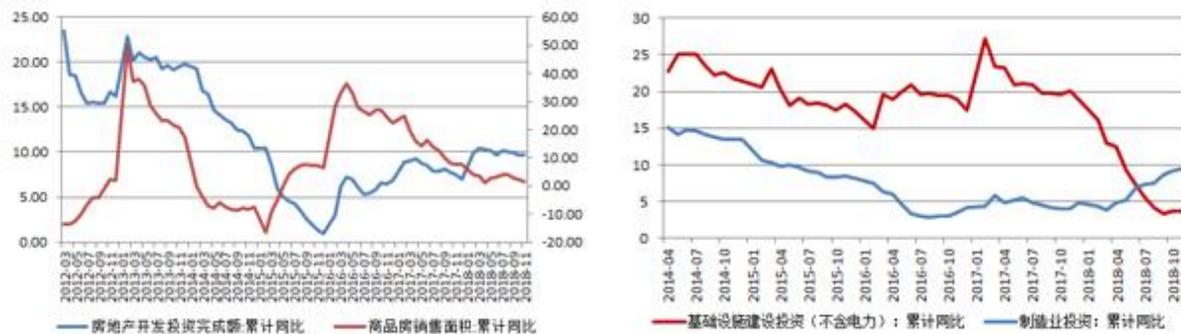
金融数据方面，12月新增人民币贷款9281.46亿元，较上月减少约3020.87亿元，企业债融资为3757.24亿元，较上月增加约630.43亿元，委托贷款为-2210.49亿元，较上月多减少900.22亿元，信托贷款为-508.64亿元，较上月多减少41.45亿元，银行承兑汇票为1023.11亿元，较上月增加约1150.03亿元，是社融规模的重要支撑，目前看宽信用政策效果暂未显现，随着1月底地方政府债提前发行，社融可能在一季度出现反弹，2019年非标到期压力仍较大，但在宽信用政策不断加码下，预计社融下行速度将趋缓；M2同比为8.1%，小幅上行0.1%，M1维持不变为1.5%，M1-M2的剪刀差为正且小幅上行。预计1月社融增速或企稳反弹。

图 12：制造业 PMI&工业增加值



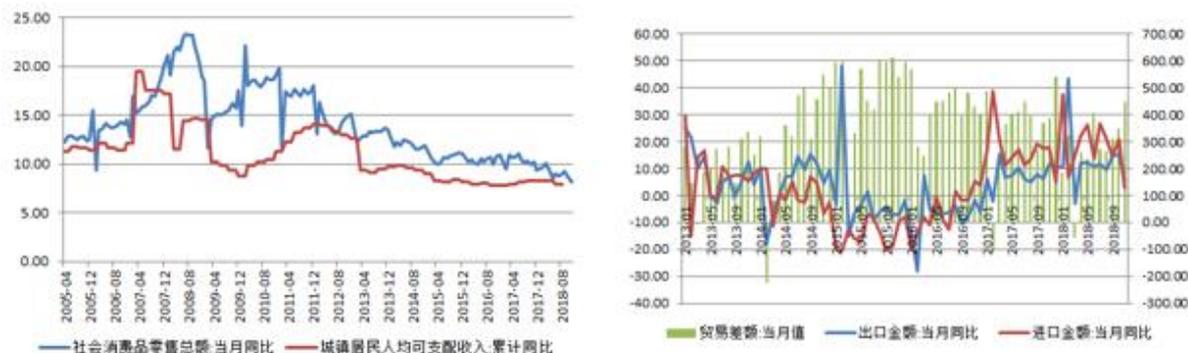
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 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



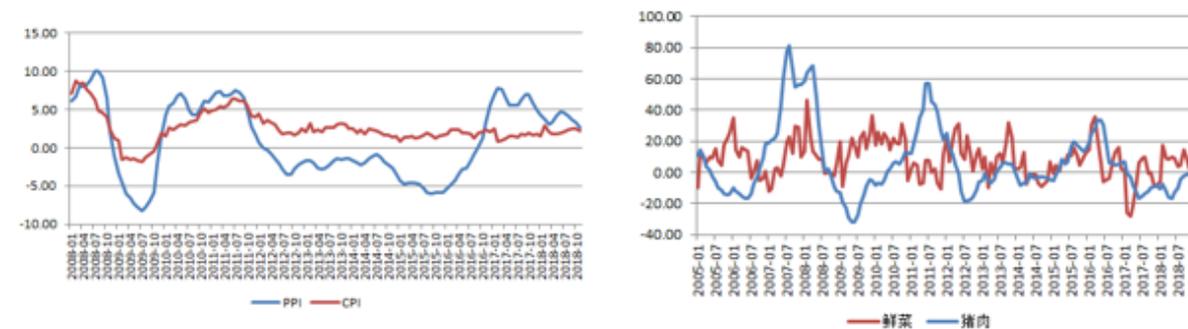
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



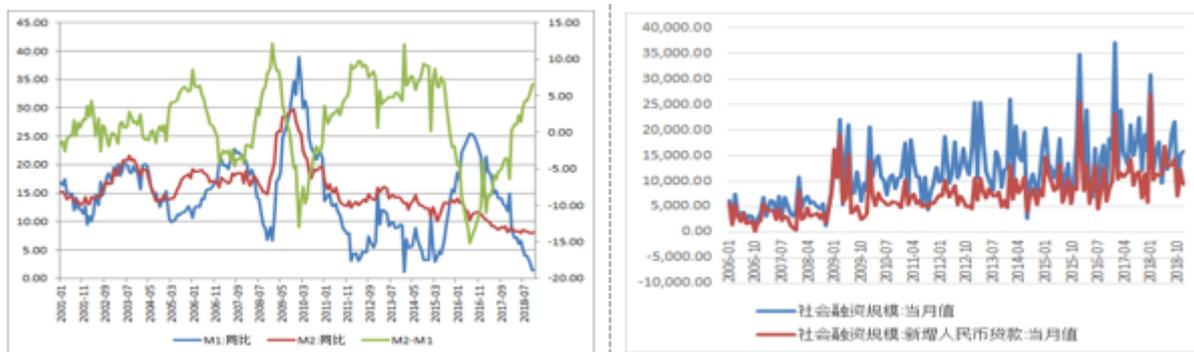
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 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 16: M1 与 M2 增速&amp;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

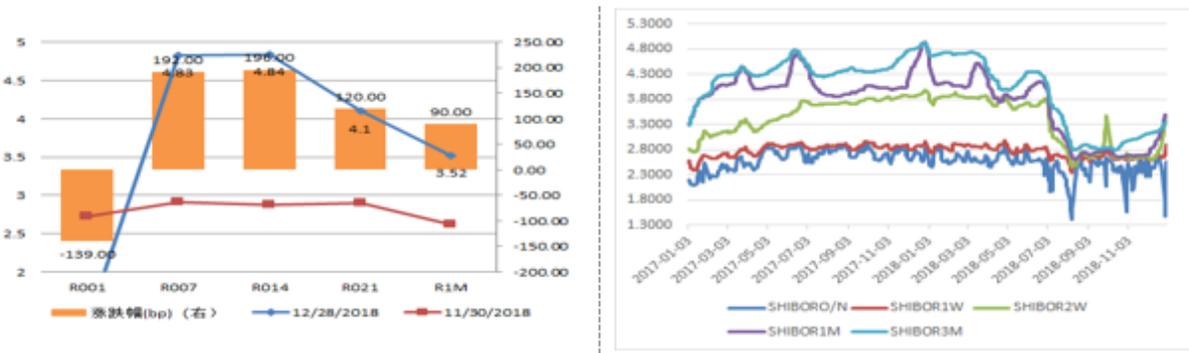
央行 1 月 2 日公告自 2019 年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。利于引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，疏通货币政策传导机制，进一步促进“宽信用”；1 月 4 日，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，央行净投放资金约 8000 亿，意在鼓励金融机构向小微企业和民营企业发放贷款，疏通货币政策传导机制，进一步促进“宽信用”；1 月 23 日，央行开展 2019 年一季度定向中期借贷便利（TMLF）操作。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，投放 2575 亿元，操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年，操作利率为 3.15%，低于 MLF 操作利率 15bp；1 月 24 日晚间，央行创设央行票据互换工具 CBS，通过此工具，公开市场一级业务交易商可是使用持有合格银行发行的永续债从央行换入央行票据。同时，将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入央行 MLF、TMLF、SLF 再贷款的合格担保品范围，同银保监发布公告称，将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。意在提高永续债的流动性，支持银行发行永续债补充资本，仍是为了促进“宽信用”；1 月美联储议息会议偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间。国内货币政策目前仍在进行逆周期的调节，增加宽信用力度，疏通货币政策传导机制。

### 3.3 资金利率：2 月资金利率可能震荡下行

1 月资金利率先下后上，央行在公布降准后仍在缴税期间重启逆回购操作，其中在 1 月 14 日重启 28 天逆回购操作，在公开市场上进行大额净投放，维稳春节期间和 1 月缴税期间的意图较明显。从质押式回购利率来看，隔夜上行 97bp 至 2.3%，7 天下行 192bp 至 2.91%，14 天下行 162bp 至 3.22%，1M 下行 45bp 至 3.07%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜上行 77bp 至 2.24%，7 天上行 4bp 至 2.76%，14 天下行 39bp 至 2.98%，1M 下行 65bp 至 2.84%，3M 下行 46bp 至 2.90%。

2月公开市场有11635亿元资金量到期，其中包括3835亿元1年期MLF到期、1000亿元国库现金定存到期和6800亿元逆回购到期，虽然到期压力较大，但央行维稳资金面意图较明显，叠加跨春节后取现等资金需求减少，资金利率可能趋于下行。

图 17：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：2月期债可能高位震荡

从经济基本面来看，公布的1月官方和财新PMI数据显示基本面对债市仍有支撑，但边际利多效应有所减弱；从政策面看，货币政策仍在进行逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台主要是为了促进宽信用；从资金面看，春节后资金到期压力较大，但央行维稳意图明显，叠加资金需求或有所减弱，资金利率可能趋于下行；从供需来看，虽然地方政府债提前发行且需求旺盛对国债需求有挤出效应，但两者发行利差区间收窄至25-40bp后挤出效应有所减弱。市场“降息”（下调公开市场操作利率）预期有所增强，但金融数据存在企稳反弹的可能，2月期债可能高位震荡，但中长期下行趋势暂未改变。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望或做平曲线继续持有（多T空2TF）。

### 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。