

兴证期货·研发中心

2019年2月18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 上行 0.15% 收于 100.5 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 上行 0.04% 收于 99.86 元，十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.02% 收于 97.96 元；主要期限国债收益率出现程度不一的下行，收益率曲线小幅走陡，其中 2 年期下行 2.94bp 至 2.553%，5 年期下行 2.12bp 至 2.8794%，10 年期下行 2.38bp 至 3.0794%。上周期债先扬后抑，上周一市场有降息的预期，叠加跨春节后，资金利率下行，资金面趋于宽松，期债较大幅上涨，上周二至周五在市场风险偏好有所上升、进出口数据较大幅高于预期和社融数据较大幅高于预期的利空影响下，期债震荡下行，日内波动较大，但资金面偏宽松、物价数据低于预期和十年期债日内出现反套机会，期债下行幅度相对有限，整体呈现高位震荡。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，本周无经济数据发布，上周公布的数据对债市偏利空，但部分受春节错位效应有限，需关注经济和金融数据改善的可持续性，基本面对债市目前仍有支撑；从政策面看，央行主要关注疏通货币政策传导的机制，市场降息预期暂落空；从资金面来看，本周公开市场仅有 1000 亿元资金量到期，到期压力小，资金面整体仍偏宽松，央行可能继续暂停公开市场操作；从供需来看，本周各新发和续发 200 亿元的 2 年期和 5 年期国债发行，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，整体利率债供给压力边际增加。本周关注中美贸易谈判进程，市场风险偏好提高，期债可



能高位略偏弱震荡，波动或加大。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者关注 T1903 的反套机会或多当空下跨期套利机会或做平曲线（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 1408.80 亿元，较前一周小幅减少，上周一级市场续发的各 200 亿元 3 年期和 7 年期国债，中标利率低于二级市场收益率且投标倍数约为 2.5 倍，配置需求一般。

表 1：上周一级市场利率债发行情况（20190211-20190217）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2019/2/15	19贴现国债06	100.00	0.25	2.01
2019/2/14	19进出01(增4)	30.00	1.00	2.40
2019/2/14	19进出03(增发)	54.60	3.00	2.96
2019/2/14	19进出05(增发)	57.50	5.00	3.28
2019/2/14	18进出10(增20)	36.70	10.00	4.89
2019/2/14	19国开01(增4)	80.00	1.00	2.54
2019/2/14	19国开02(增3)	80.00	3.00	3.03
2019/2/14	18国开14(增13)	60.00	7.00	4.15
2019/2/14	19国开03(增发)	100.00	5.00	3.30
2019/2/14	19国开05(增5)	150.00	10.00	3.48
2019/2/13	18付息国债21(续4)	200.00	3.00	3.17
2019/2/13	18付息国债28(续2)	200.00	7.00	3.22
2019/2/13	18农发10(增8)	50.00	1.00	2.60
2019/2/13	18农发12(增7)	50.00	3.00	3.30
2019/2/13	18农发13(增6)	50.00	5.00	3.55
2019/2/13	18农发11(增7)	40.00	7.00	4.00
2019/2/13	19农发01(增发)	70.00	10.00	3.75
合计		1,408.80		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：本周一二级市场利率债计划发行概况（20190218-20190224）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2019/2/21	19山西债04	1.31	3.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债09	3.20	3.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债01	28.70	5.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债05	4.63	5.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债08	14.44	5.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债10	2.90	5.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债06	2.30	7.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债02	45.00	7.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债07	11.47	10.00	地方政府债
2019/2/21	19湖南债01	200.00	10.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债03	45.00	10.00	地方政府债
2019/2/21	19山西债11	5.56	10.00	地方政府债
2019/2/21	19上海债02	156.10	5.00	地方政府债
2019/2/21	19上海债01	209.00	10.00	地方政府债
2019/2/21	19上海债03	19.90	10.00	地方政府债
2019/2/21	19新疆债02	39.90	5.00	地方政府债
2019/2/21	19新疆债04	32.00	5.00	地方政府债
2019/2/21	19新疆债03	57.00	10.00	地方政府债
2019/2/20	19付息国债02	200.00	2.00	国债
2019/2/20	18付息国债23(续4)	200.00	5.00	国债
.....				
合计		2,150.91		

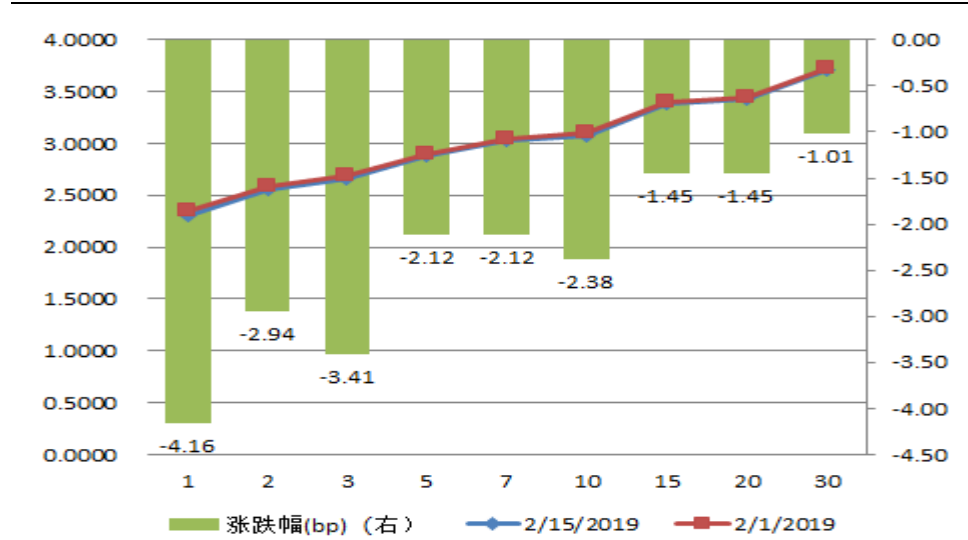
数据来源：Wind，兴证期货研发部

wind 数据显示，本周利率债计划规模为 2150.91 亿元，本周有各新发和续发 200 亿元的 2 年期和 5 年期国债发行，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，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下行，收益率曲线小幅走陡，其中 2 年期下行 2.94bp 至 2.553%，5 年期下行 2.12bp 至 2.8794%，10 年期下行 2.38bp 至 3.0794%。

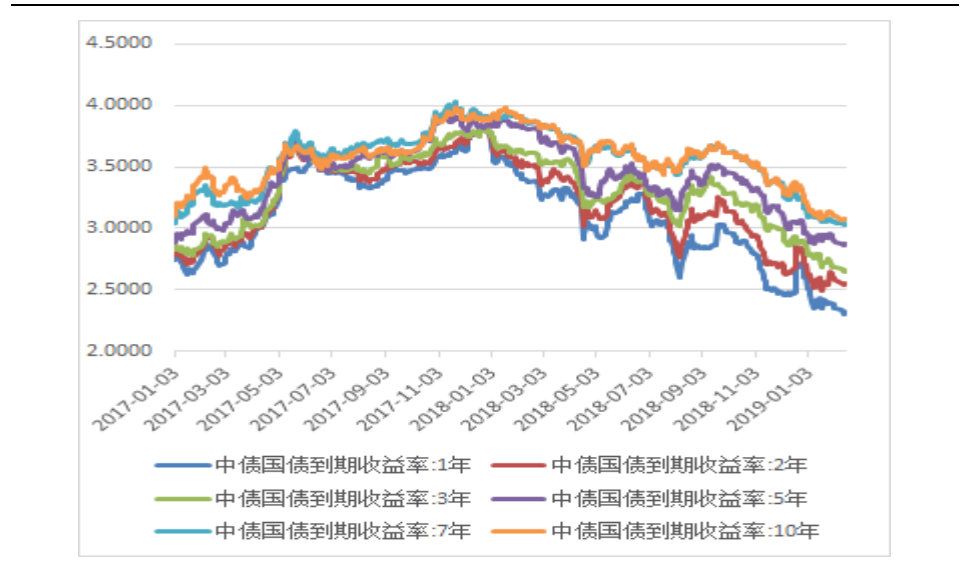
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 4.16bp 至 2.3094%，二年期下行 2.94bp 至 2.5533%，三年期下行 3.41bp 至 2.6533%，五年期下行 2.12bp 至 2.8794%，七年期下行 2.12bp 至 3.03%，十年期下行 2.38bp 至 3.0794%。

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 货币市场资金利率下行

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 1800 亿 14 天逆回购到期，净回笼 1800 亿；进行 0 亿 28 天逆回购操作，同时有 5000 亿 28 天

逆回购到期，净回笼 5000 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 0 亿元 1 年期 MLF 操作，同时有 3835 亿元 MLF 到期，上周央行在公开市场上连续暂停逆回购，净回笼 10635 亿元。

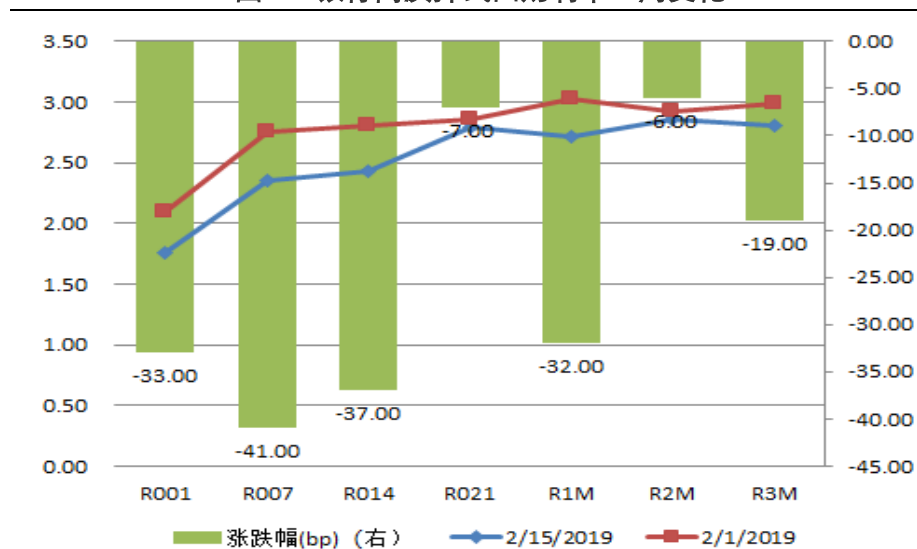
表 3：上周公开市场操作情况 (20190209-20190215)

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	2019/2/13	500.00	2.7	0.00
逆回购到期	2019/2/12	1,000.00	2.85	0.00
逆回购到期	2019/2/14	500.00	2.7	0.00
逆回购到期	2019/2/15	800.00	2.7	0.00
逆回购到期	2019/2/15	100.00	2.85	0.00
逆回购到期	2019/2/14	1,500.00	2.85	0.00
逆回购到期	2019/2/11	200.00	2.85	0.00
逆回购到期	2019/2/13	2,200.00	2.85	0.00
MLF(降准置换回笼)	2019/2/13	95.00	3.25	
MLF(回笼)	2019/2/13	3,930.00	3.25	0.00
		-10,635.00		
		-10,635.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周跨春节后，取现等资金需求减少，资金面趋于宽松，到期的 3835 亿元 MLF 由于前期已经降准不再续作，央行连续暂停公开市场操作，资金利率下行。

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 33bp 至 1.76%；7 天期下行 41bp 至 2.35%；14 天期下行 37bp 至 2.43%；21 天期下行 7bp 至 2.79%；1 个月期下行 32bp 至 2.71%。

本周公开市场有 1000 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、1000 亿元和 0 亿元，到期量小，预计央行会继续暂停公开市场操作。

表 4：本周公开市场操作情况 (20190216-20190222)

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1个月	国库现金定存到期	2019/2/21	1,000.00	3.3000	-72.00
净投放			0.00		
净投放(含国库现金)			-1000.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

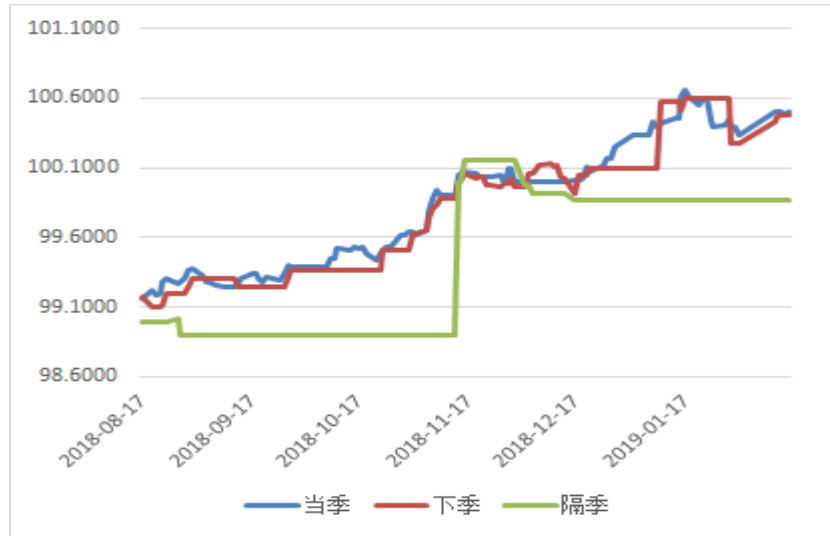
2. 国债期货行情回顾

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 上行 0.15% 收于 100.5 元，五年期国债期货主力合约 TF1903 上行 0.04% 收于 99.86 元，十年期国债期货主力合约 T1903 下行 0.02% 收于 97.96 元。上周期债先扬后抑，周一市场有降息的预期，叠加跨春节后，资金利率下行，资金面趋于宽松，期债较大幅上涨，周二至周五在市场风险偏好有所上升、进出口数据较大幅高于预期和社融数据较大幅高于预期的利空影响下，期债震荡下行，日内波动较大，但资金面偏宽松、物价数据低于预期和十年期债日内出现反套机会，期债下行幅度相对有限，整体呈现高位震荡。

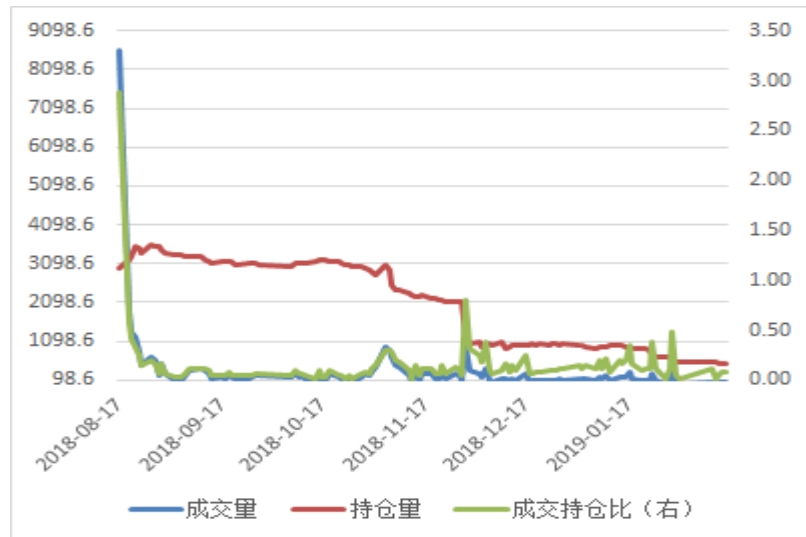
2 年期债主力合约 TS1903 周涨 0.15%，收于 100.5 元；下季合约 TS1906 周涨 0.09%，收于 100.48 元；隔季合约 TS1909 周跌 0.32%，收于 99.865 元。成交方面，三个合约日均成交 39 手，持仓方面，主力合约 TS1903 周减仓 69 手，目前持仓 477 手，截止 2 月 15 日，2 年期三个合约合计持仓 517 手，周减仓 54 手，成交量下降，持仓量下降。

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

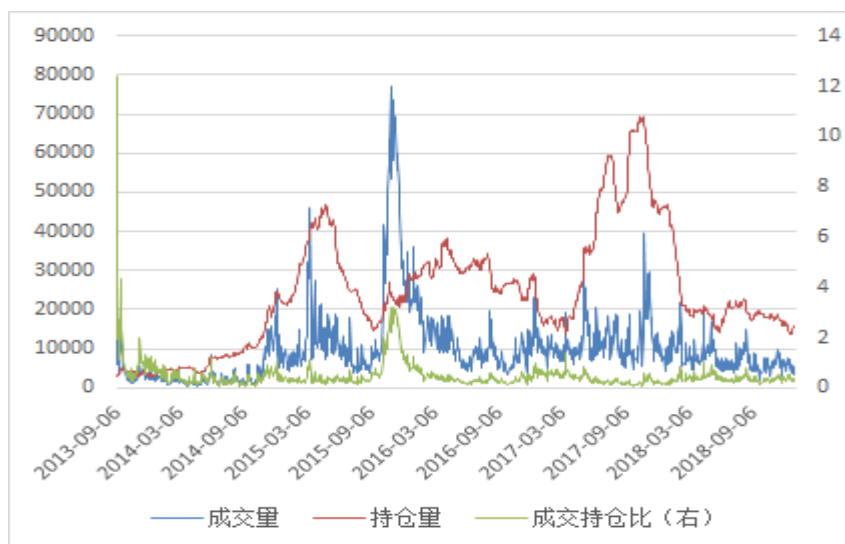
5 年期债主力合约 TF1903 周涨 0.04%，收于 99.86 元；下季合约 TF1906 周跌 0.08%，收于 99.675 元；隔季合约 TF1909 周跌 1.03%，收于 98.76 元。成交方面，三个合约日均成交 6315.4 手，持仓方面，主力 TF1903 合约周减仓 5872 手，目前持仓 9269 手，截止 2 月 15 日，5 年期三个合约合计持仓 15226 手，周减仓 1934 手，成交量上升，持仓量下降。

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

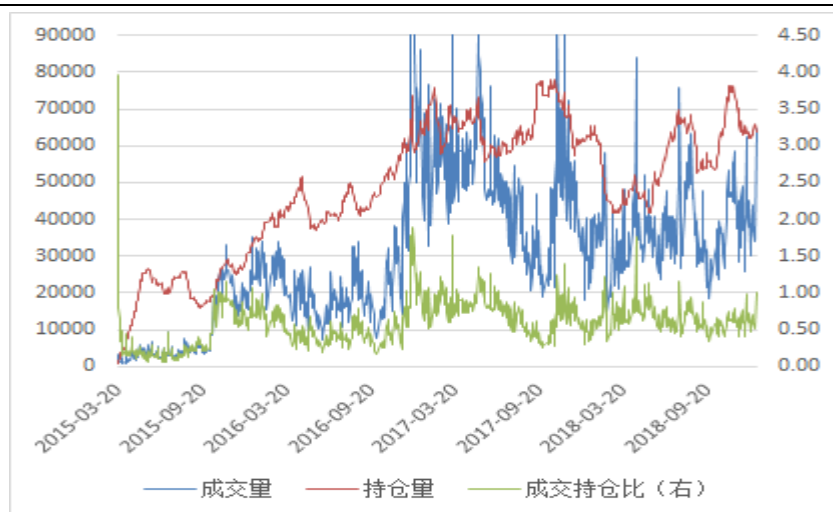
10 年期债主力合约 T1903 周跌 0.02%，收于 97.96 元；下季合约 T1906 周跌 0.17%，收于 97.625 元；隔季合约 T1909 周跌 0.25%，收于 97.45 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 47498.6 手，主力 T1903 合约周减仓 14989 手，持仓 37297 手，截至 2 月 15 日，10 年期三个合约合计持仓 58957 手，持仓减少 862 手，成交量上升，持仓量下降。

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

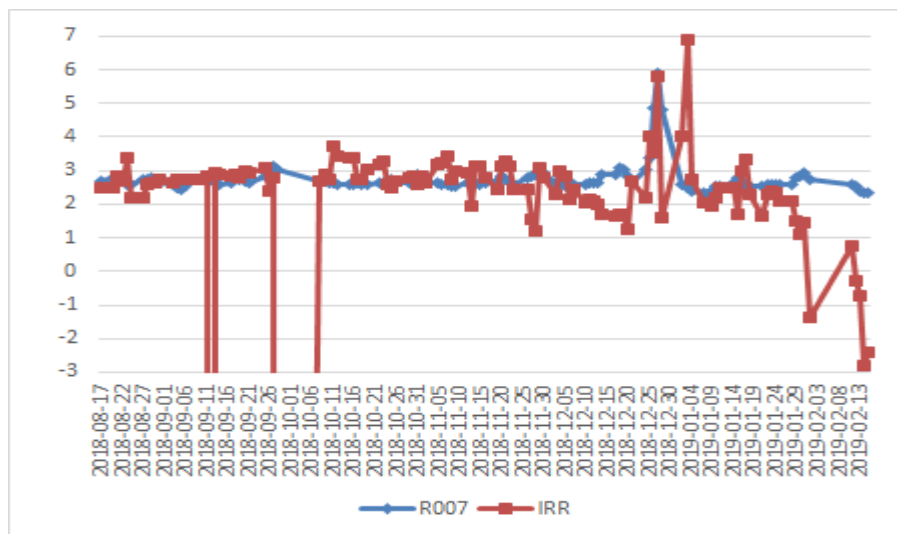


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 震荡下行，IRR 下行至负值，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

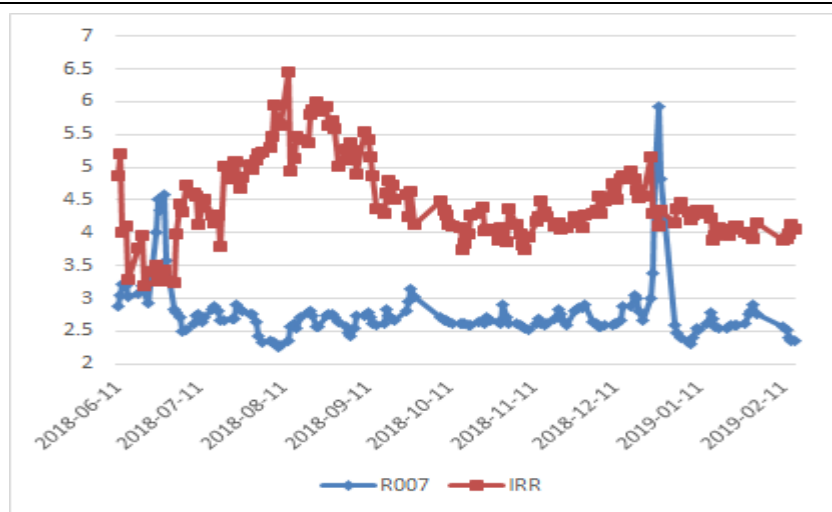
图 10: 近期 TS1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡下行，IRR 窄幅震荡，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

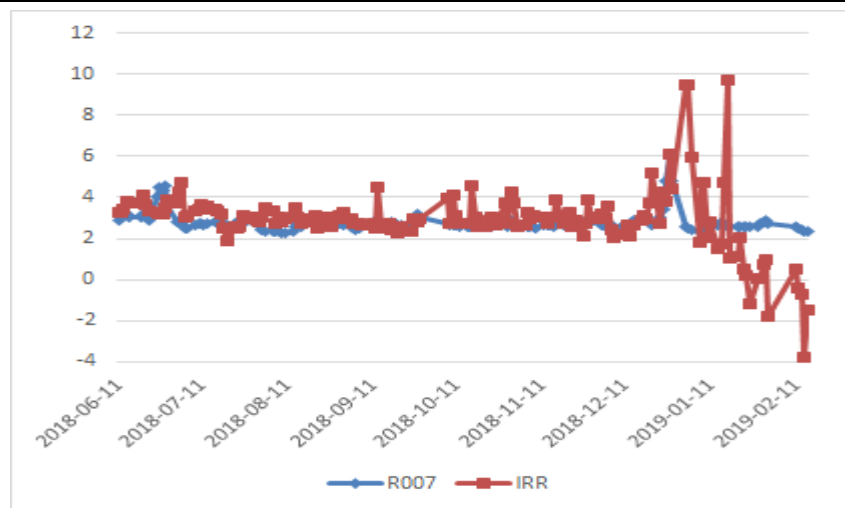
图 11: 近期 TF1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



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 震荡下行，且 IRR 下行至负值，在上周有较明显的反向期现套利交易机会。

图 12: 近期 T1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

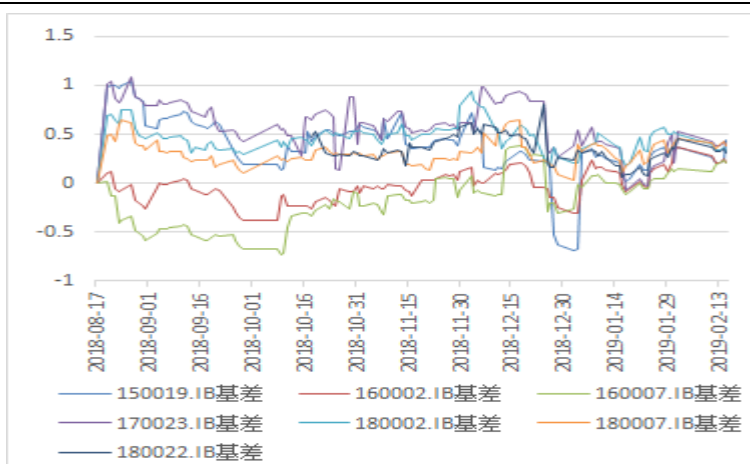


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 活跃券基差走势

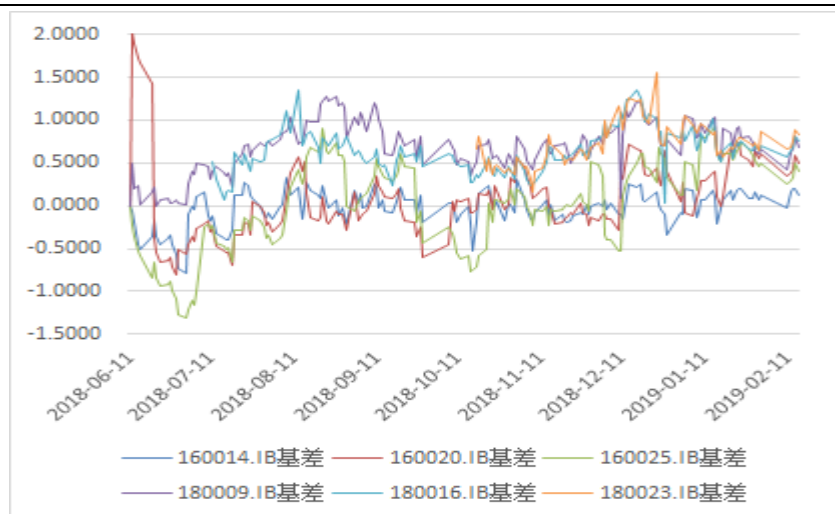
TS1903 合约的活跃券、160002.IB、180007.IB、170023.IB、180002.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 150019.IB 和 160007.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; TF1903 合约的活跃券 160014.IB、180009.IB 和 180016.IB 的基差震荡上行, 适宜做多, 160020.IB、160025.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; T1903 合约的活跃券 170010.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180019.IB、180027.IB 和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

图 13: TS1903 活跃券基差走势



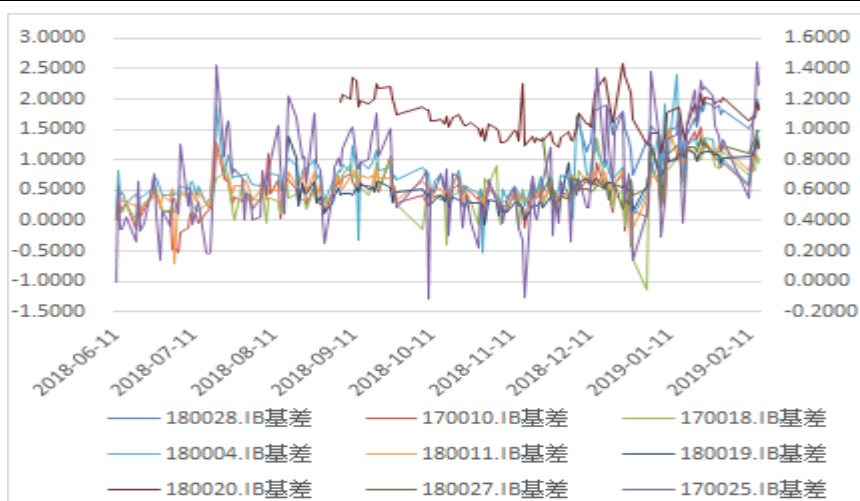
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

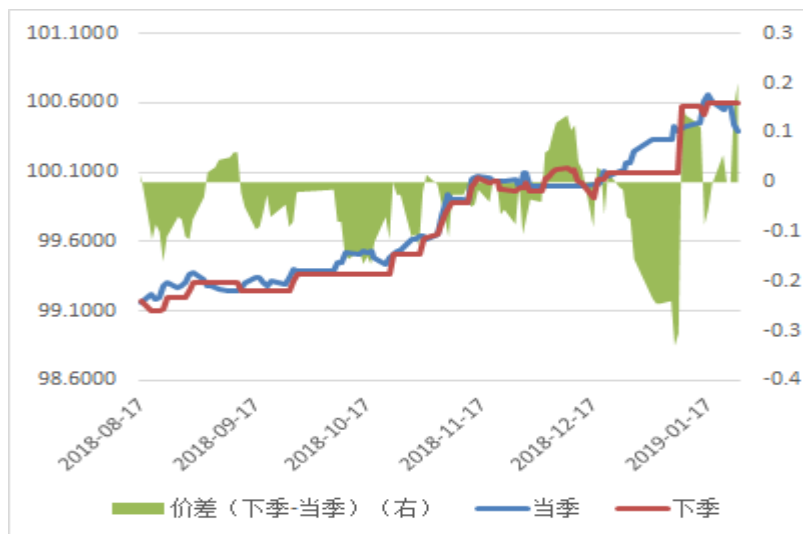


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 跨期价差

上周 2 年期债合约价差负向收窄, 期债处于移仓换月期间, 推荐多当空下的跨期策略; 5 年期债合约价差负向小幅走扩, 期债处于移仓换月期间, 推荐多当空下跨期策略; 10 年期债合约价差负向走扩, 期债处于移仓换月期间, 推荐多当空下跨期策略。

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

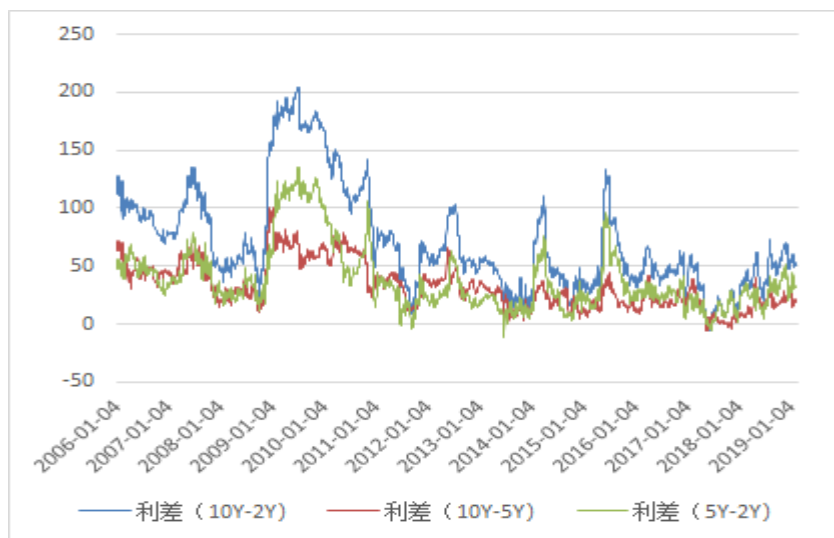


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行 0.23bp 至 52.64bp，10 年期和 5 年期收益率是下行 0.44bp 至 20.00bp。

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，本周无经济数据发布，上周公布的数据对债市偏利空，但部分受春节错位效应有限，需关注经济和金融数据改善的可持续性，基本面对债市目前仍有支撑；从政策面看，央行主要关注疏通货币政策传导的机制，市场降息预期暂落空；从资金面来看，本周公开市场仅有 1000 亿元资金量到期，到期压力小，资金面整体仍偏宽松，央行可能继续暂停公开市场操作；从供需来看，本周各新发和续发 200 亿元的 2 年期和 5 年期国债发行，关注其中标利率和投标倍数，地方政府债发行较往年提前，整体利率债供给压力边际增加。本周关注中美贸易谈判进程，市场风险偏好提高，期债可能高位略偏弱震荡，波动或加大。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者关注 T1903 的反套机会或多当空下跨期套利机会或做平曲线（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。