

# 市场风险偏好可能提高，期债或高位略偏弱震荡

兴证期货·研发中心

2019年2月25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 0.01% 收于 100.52 元，五年期国债期货主力合约 TF1906 下行 0.13% 收于 99.57 元，十年期国债期货主力合约 T1906 下行 0.10% 收于 97.55 元；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 年期下行 2.74bp 至 2.5256%，5 年期上行 4.59bp 至 2.9253%，10 年期上行 6.57bp 至 3.1451%。上周期债先抑后扬，上周一在金融数据利空影响下，叠加市场风险偏好提高，期债承压下行，走势弱于现券，存在反向套利机会，上周二至周四在央行重启逆回购、资金面整体偏宽松和现券配置需求的支撑下，期债止跌反弹，CTD 券由贴水转为略有升水，走势强于现券，上周五期债在资金面边际收紧和市场风险偏好有所提高的影响下偏弱震荡。整体看，期债在高位略偏弱震荡。

### ● 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 PMI 数据，前期公布的经济和金融数据有所改善，需改善的可持续性，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，短期内降息概率可能不大，美联储会议基调偏鸽派，关注两会中对地方政府专项债的额度安排；从资金面来看，本周公开市场仅有 600 亿元资金量到期，到期压力小，临近月末和政府债券发行量较大，资金面有边际收紧的压力，关注央行的对冲操作；从供需来看，本周三将各续发 200 亿元的 1 年期和 10 年期国债，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。



本周市场风险可能偏高，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 3670.97 亿元，较前一周小幅增加。上周三一级市场新发和续发的各 200 亿元 2 年期和 5 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数分别为 2.27 和 2.47 倍，配置需求尚可；上周五一级市场续发的 200 亿元 30 年期国债，中标利率低于二级市场收益率，投标倍数为 2.17 倍，配置需求一般。

表 1：上周一二级市场利率债发行情况（20190218-20190224）

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	票面利率
2019/2/22	19贴现国债07	100.00	0.25	
2019/2/22	18付息国债24(续2)	200.00	30.00	4.08
2019/2/22	19山东债07	69.73	3.00	
2019/2/22	19山东债09	1.38	5.00	
2019/2/22	19山东债06	169.15	5.00	
2019/2/22	19山东债08	10.00	10.00	
2019/2/22	19山东债10	6.68	5.00	
2019/2/22	19山东债11	106.00	10.00	
2019/2/22	19山东债12	48.73	10.00	
2019/2/21	19山西09	3.20	3.00	2.92
2019/2/21	19山西04	1.31	3.00	2.92
2019/2/21	19山西08	14.44	5.00	3.15
2019/2/21	19山西05	4.63	5.00	3.15
2019/2/21	19山西01	28.70	5.00	3.15
2019/2/21	19山西10	2.90	5.00	3.15
2019/2/21	19山西02	45.00	7.00	3.30
2019/2/21	19山西06	2.30	7.00	3.30
2019/2/21	19山西03	45.00	10.00	3.35
2019/2/21	19上海债02	156.10	5.00	3.15
2019/2/20	19付息国债02	200.00	2.00	2.44
2019/2/20	18付息国债23(续4)	200.00	5.00	3.29
.....				
合计		3,670.97		

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 (20190225-20190303)

发行起始日	债券简称	发行规模	期限	债券类型
2019/2/28	19湖北债03	41.48	5.00	地方政府债
2019/2/28	19内蒙古债02	136.00	5.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债13	67.61	5.00	地方政府债
2019/2/28	19宁夏债01	40.00	5.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债05	51.14	5.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债11	28.54	7.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债06	10.00	10.00	地方政府债
2019/2/28	19宁夏债02	45.00	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债12	23.17	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债08	36.68	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债10	11.27	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债07	25.00	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债04	29.16	10.00	地方政府债
2019/2/28	19湖北债09	22.00	15.00	地方政府债
2019/2/27	19甘肃债03	88.89	10.00	地方政府债
2019/2/27	19付息国债01(续发)	200.00	1.00	国债
2019/2/27	18付息国债27(续3)	200.00	10.00	国债
2019/2/27	19宁波债02	20.00	10.00	地方政府债
2019/2/27	19宁波债01	8.00	10.00	地方政府债
2019/2/26	19重庆债04	78.00	5.00	地方政府债
.....				
<b>合计</b>		<b>2,475.45</b>		

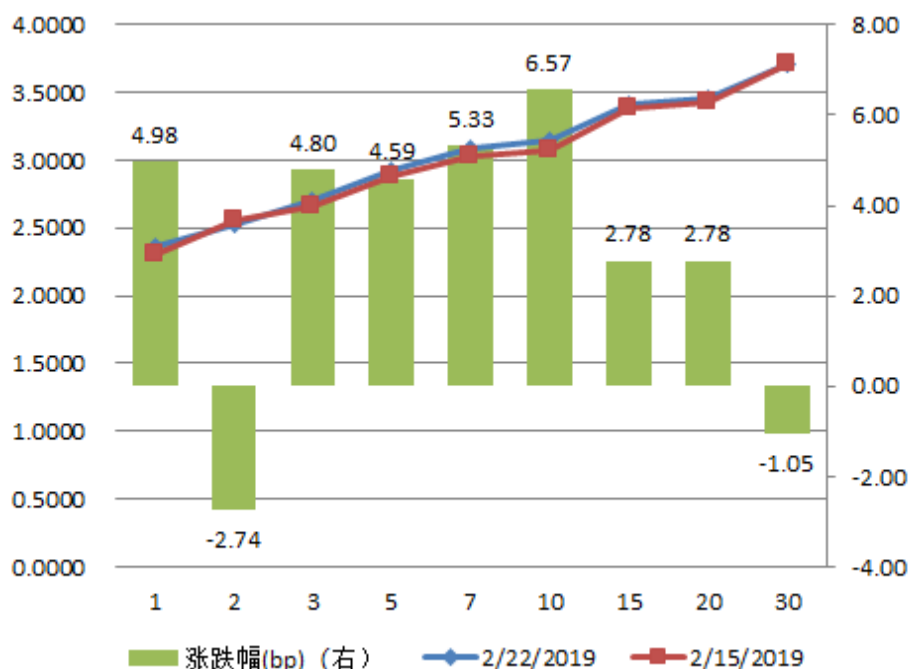
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

wind 数据显示, 本周利率债计划规模为 2475.45 亿元, 本周三将续发各 200 亿元的 1 年期和 10 年期国债, 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上行, 收益率曲线小幅走陡, 其中 2 年期下行 2.74bp 至 2.5256%, 5 年期上行 4.59bp 至 2.9253%, 10 年期上行 6.57bp 至 3.1451%。

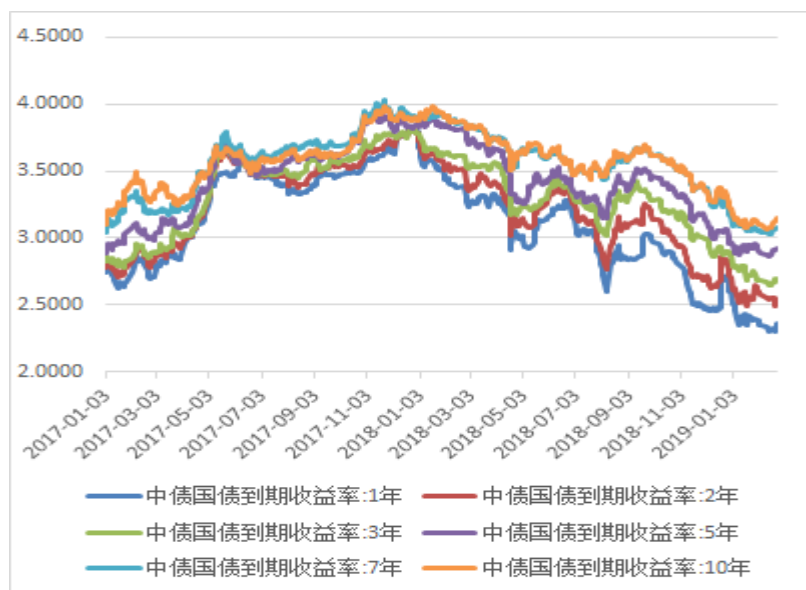
图 1：各期限国债收益率一周变化情况



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 4.98bp 至 2.3592%，二年期下行 2.74bp 至 2.5256%，三年期上行 4.80bp 至 2.7013%，五年期上行 4.59bp 至 2.9253%，七年期上行 5.33bp 至 3.0833%，十年期上行 6.57bp 至 3.1451%。

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

上周央行在公开市场进行 600 亿 7 天逆回购操作，同时有 0 亿 7 天逆回购到期，净投放 600 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 1000 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，上周三央行在公开市场上重启逆回购操作，分别在上周三和上周五进行 200 亿元和 400 亿元 7 天期逆回购操作，上周高开市场净回笼 400 亿元。

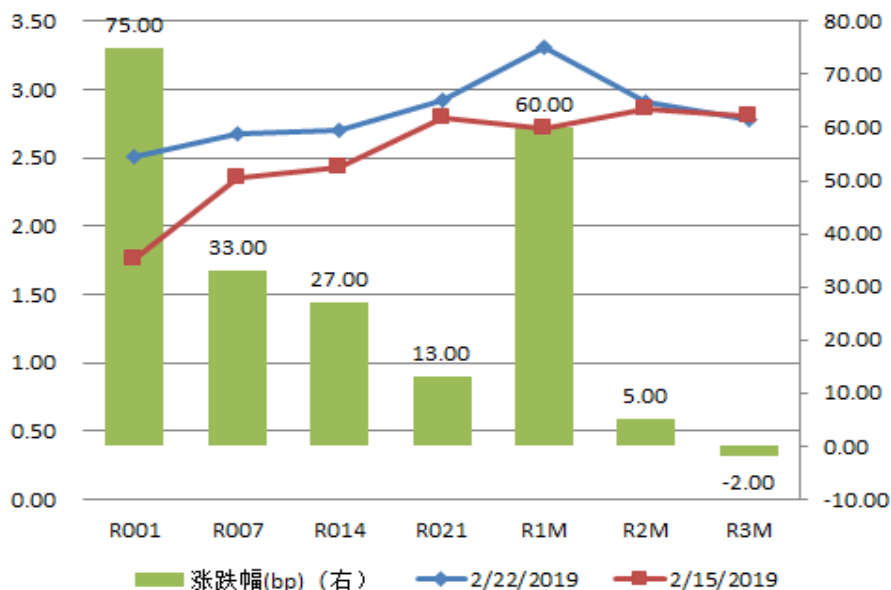
表 3：上周公开市场操作情况（20190216-20190222）

名称	发行/到期	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)
逆回购7D	逆回购	2019/2/20	200.00	2.55	0.00
逆回购7D	逆回购	2019/2/22	400.00	2.55	0.00
国库定存1个月	国库现金定存到期	2019/2/21	1,000.00	3.3	-72.00
净投放			600.00		
净投放(含国库现金)			-400.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周在缴税和地方政府债较去年发行提前的共同影响下，资金面边际趋紧，央行在上周三重启逆回购操作，周内投放 600 亿元，净投放 400 亿元。

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 75bp 至 2.51%；7 天期

上行 33bp 至 2.68% ; 14 天期上行 27bp 至 2.70% ; 21 天期上行 13bp 至 2.92% ; 1 个月期上行 60bp 至 3.31% 。

本周公开市场有 600 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、200 亿元、0 亿元和 400 亿元，到期量不大，临近月末，资金利率或有上行压力。

表 4：本周公开市场操作情况（20190223-20190301）

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	2019/2/27	200.00	2.5500	0.00
逆回购7D	逆回购到期	2019/3/1	400.00	2.5500	0.00
净投放			-600.00		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

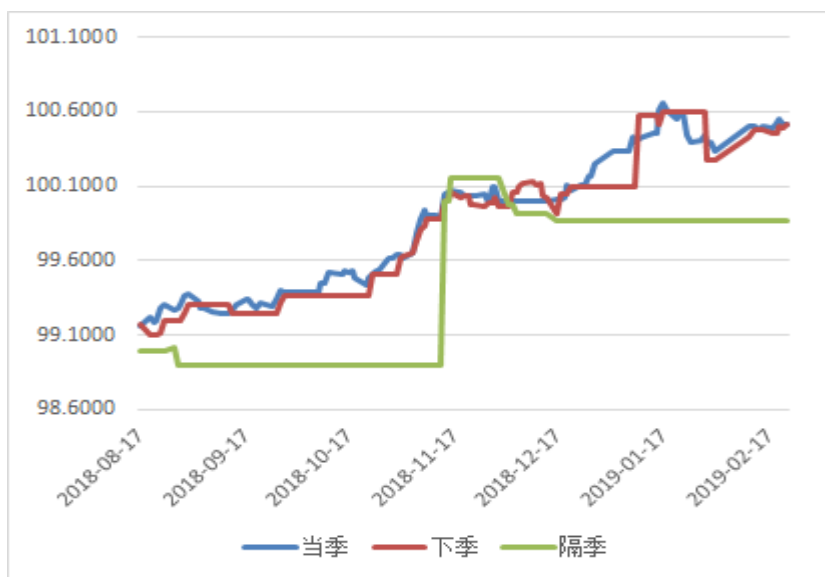
## 2. 国债期货行情回顾

### 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 0.01% 收于 100.52 元，五年期国债期货主力合约 TF1906 下行 0.13% 收于 99.57 元，十年期国债期货主力合约 T1906 下行 0.10% 收于 97.55 元。上周期债先抑后扬，上一周在金融数据利空影响下，叠加市场风险偏好提高，期债承压下行，走势弱于现券，存在反向套利机会，上周二至周四在央行重启逆回购、资金面整体偏宽松和现券配置需求的支撑下，期债止跌反弹，CTD 券由贴水转为略有升水，走势强于现券，上周五期债在资金面边际收紧和市场风险偏好有所提高的影响下偏弱震荡。整体看，期债在高位略偏弱震荡。

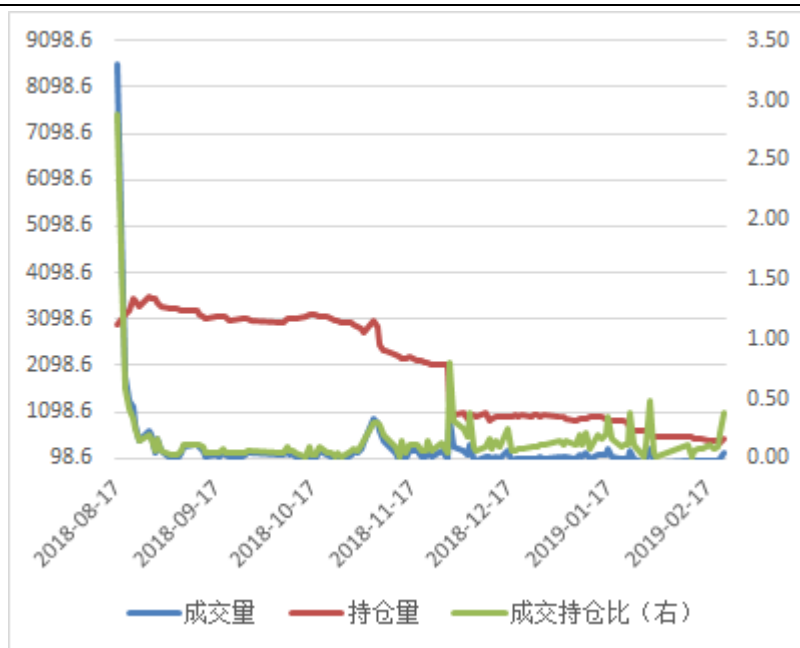
2 年期债主力合约 TS1903 周涨 0.01%，收于 100.52 元；下季合约 TS1906 周涨 0.03%，收于 100.51 元；隔季合约 TS1909 周跌 0.49%，收于 99.865 元。成交方面，三个合约日均成交 88.4 手，持仓方面，主力合约 TS1903 周减仓 157 手，目前持仓 320 手，截止 2 月 22 日，2 年期三个合约合计持仓 541 手，周增仓 24 手，成交量上升，持仓量上升。

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 年期债近交割月合约 TF1903 周跌 0.18%，收于 99.745 元；主力合约 TF1906 周跌 0.13%，收于 99.57 元；隔季合约 TF1909 周跌 1.13%，收于 98.76 元。成交方面，三个合约日均成交 7227 手，持仓方面，主力 TF1906 合约周增仓 4478 手，目前持仓 10435 手，截止 2 月 22 日，5 年期三个合约合计持仓 12126 手，周减仓 3100 手，成交量上升，持仓量下降。

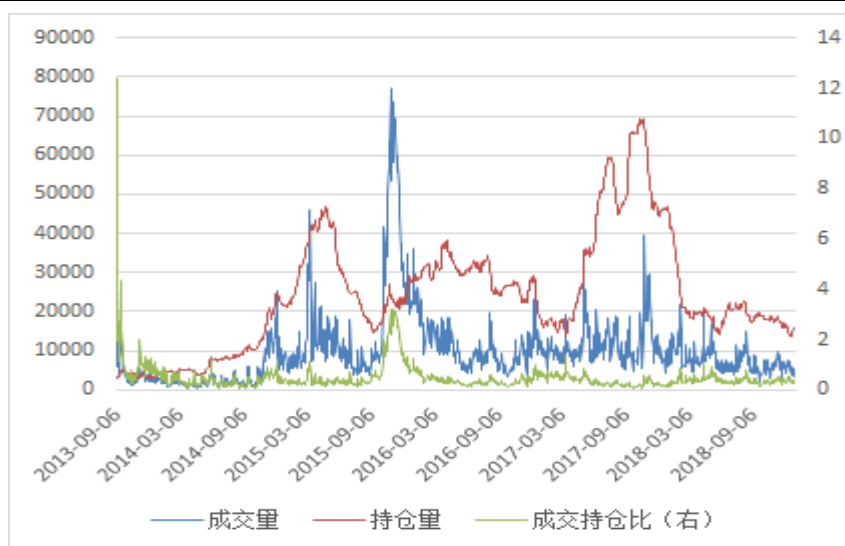


图 6：5 年期国债期货各合约近期走势



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

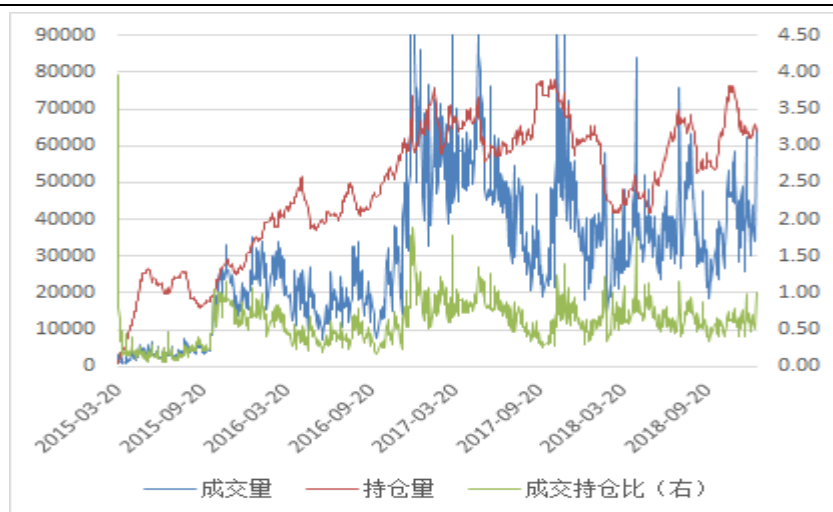
10 年期债近交割月合约 T1903 周涨 0.07%，收于 98.095 元；主力合约 T1906 周跌 0.10%，收于 97.55 元；隔季合约 T1909 周跌 0.12%，收于 97.38 元。成交持仓方面，三个合约日均成交 46541.2 手，主力 T1906 合约周增仓 18368 手，持仓 39961 手，截至 2 月 22 日，10 年期三个合约合计持仓 54868 手，持仓减少 4089 手，成交量下降，持仓量下降。

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 下行至负值，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

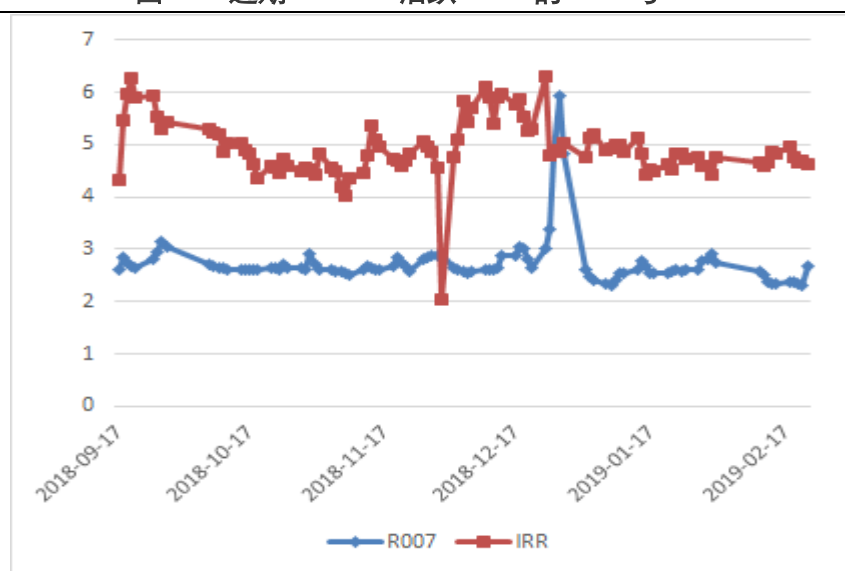
图 10: 近期 TS1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 TF1906 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，在上周 R007 震荡上行，IRR 震荡下行，在上周无明显的正向和反向期现套利机会。

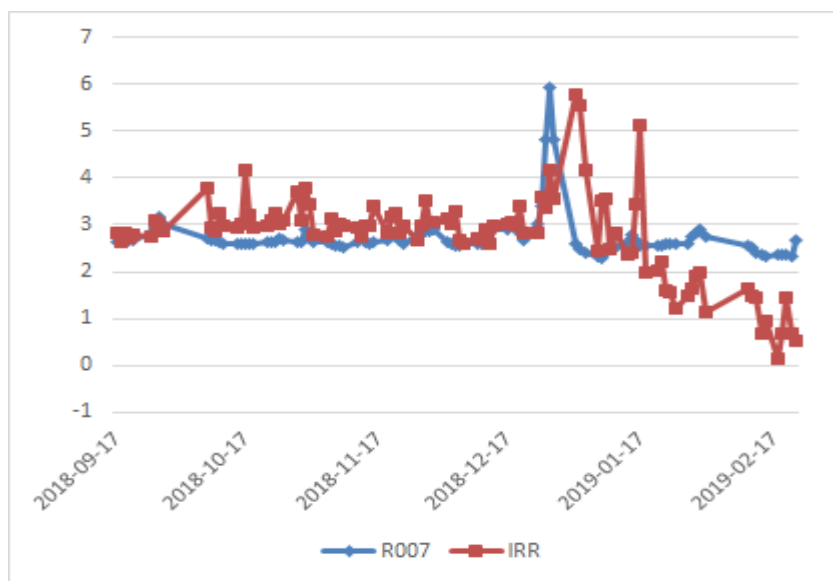
图 11: 近期 TF1903 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从上周 T1906 对应活跃 CTD 券的 IRR 走势看，由于 R007 震荡上行，且 IRR 先上后下，在上周有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

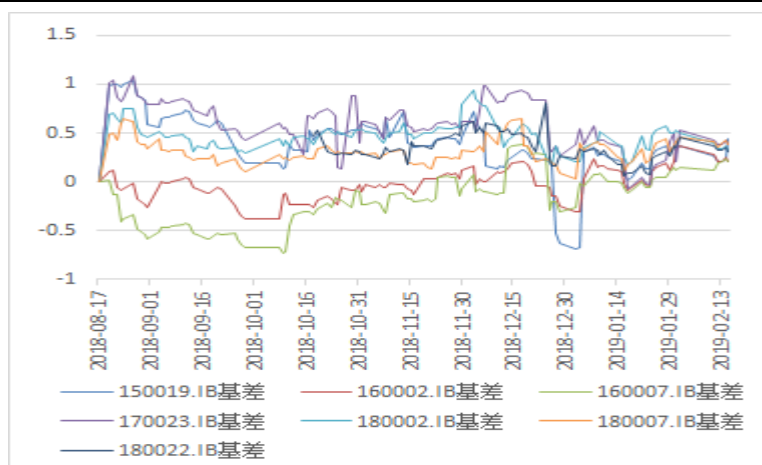


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差走势

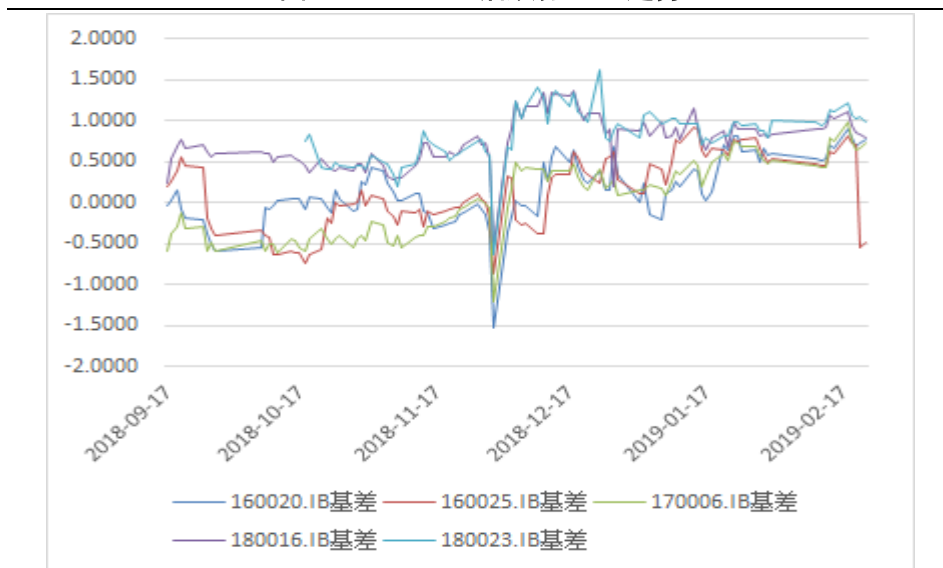
TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160007.IB、160002.IB、180007.IB 和 180002.IB 的基差震荡下行, 适宜做空, 170023.IB 和 180022.IB 的基差震荡上行, 适宜做多; TF1906 合约的活跃券 160020.IB 的基差震荡上行, 适宜做多, 160025.IB、170006.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空; T1906 合约的活跃券 180004.IB、180011.IB、180019.IB、180027.IB 和 180028.IB 的基差震荡下行, 适宜做空。

图 13: TS1903 活跃券基差走势



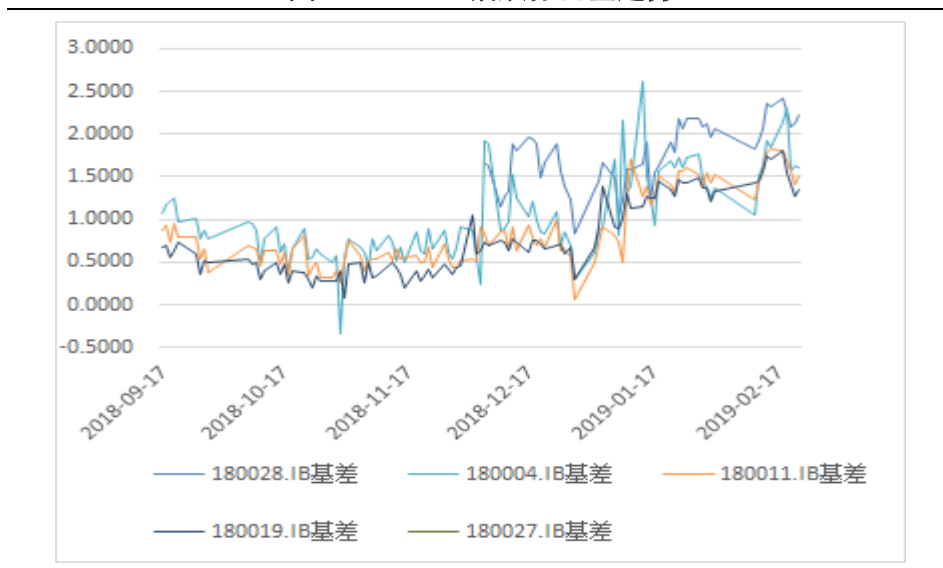
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TF1906 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: T1906 活跃券基差走势

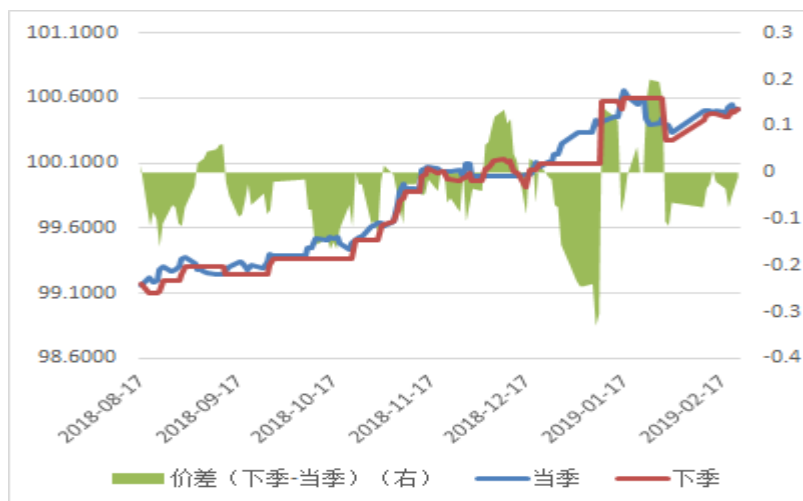


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 跨期价差

上周 2 年期债合约价差负向小幅收窄, 期债处于移仓换月期间, 推荐多当空下的跨期策略止盈; 5 年期债合约价差负向略收窄, 期债处于移仓换月期间, 推荐多当空下跨期策略止盈; 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止盈。

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

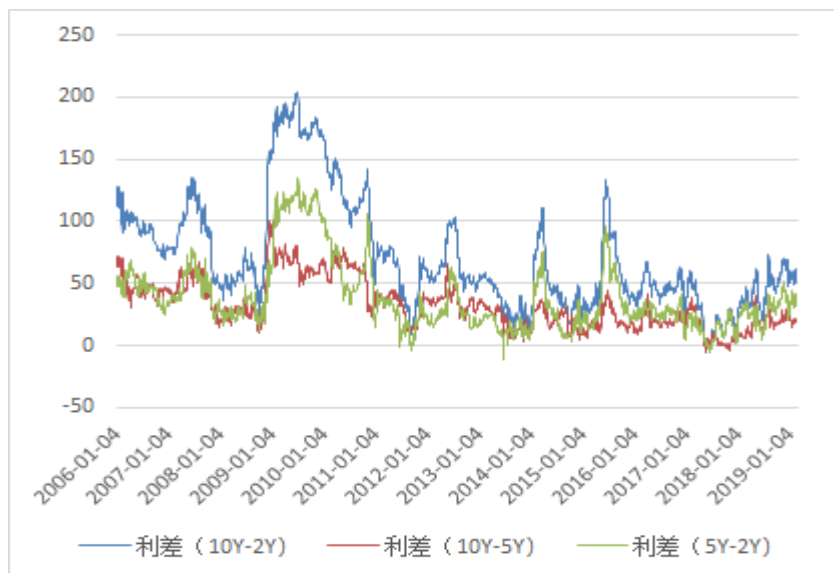


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.5 跨品种套利

近期 10 年期和 2 年期收益率利差上行 9.31bp 至 61.95bp，10 年期和 5 年期收益率是下行 1.98bp 至 21.98bp。

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 PMI 数据，前期公布的经济和金融数据有所改善，需改善的可持续性，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，短期内降息概率可能不大，美联储会议基调偏鸽派；从资金面来看，本周公开市场仅有 600 亿元资金量到期，到期压力小，临近月末和政府债券发行量较大，资金面有边际收紧的压力，关注央行的对冲操作；从供需来看，本周三将各续发 200 亿元的 1 年期和 10 年期国债，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。本周市场风险可能偏高，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。