

# 关注市场风险偏好和两会期间的政策，期债或先抑后扬

兴证期货·研发中心

2019年3月4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

021-20370946

[shangfang@xzfutures.com](mailto:shangfang@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

2月国债期货震荡走低，其中10年期债月跌0.92或0.97%收于96.945元；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中10Y上行7bp至3.17%。2月前三周期债高位震荡，最后一周较大幅走低。前三周市场多空因素交织，期债高位震荡，具体看，利多因素一是市场部分投资者有降息的预期，二是跨春节后资金面趋松，三是地方政府债对国债的挤出效应减弱，四是物价数据低于预期，五是十年期债出现反向套利的机会，利空因素一是金融数据和进出口数据较大幅高于预期，二是中美贸易摩擦出现阶段性缓和，三是市场风险偏好有所回升，四是缴税和缴准等因素导致资金面边际收紧。最后一周期债较大幅走低，主要原因是股市大幅上涨令市场风险偏好持续回升，叠加临近月末和政府债券发行量较大令资金面收紧。

### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的经济数据有所改善，但需关注经济数据改善的可持续性，基本面对债市目前仍有支撑，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，美联储发表鸽派言论，对国内货币政策提供空间；从资金面看，3月资金量到期压力不大，但在季末资金利率仍有上行压力，预计资金面整体偏平稳；从供需来看，地方债对国债的挤出效应边际减弱，国债的配置需求相对稳定。3月在两会上可能会继续出台“稳增长”的政策，期债或有承压，可能先抑后扬，目前经济仍有下行压力，货币政策仍在进行逆周期调



节，利率中长期下行趋势暂未改变。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线继续持有（多 T 空 2TF）或先多 TF 空 T 后再多 T 空 TF。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场发行规模减少，需求相对稳定

2019年2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19508.02亿元，较上月减少1256.04亿元，其中地方债供给规模为3641.72亿元，较上月减少537.94亿元，地方债供给规模同比增加且发行时间较往年提前；国债发行规模合计为1600亿元，较上月减少100亿元，地方债发行利率下限下调后，对国债的挤出效应边际减弱，配置需求相对稳定；同业存单供给规模为11301.3亿元，较上月增加746.2亿元；政策性银行债供给规模为2950亿元，较上月减少1379.3亿元，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



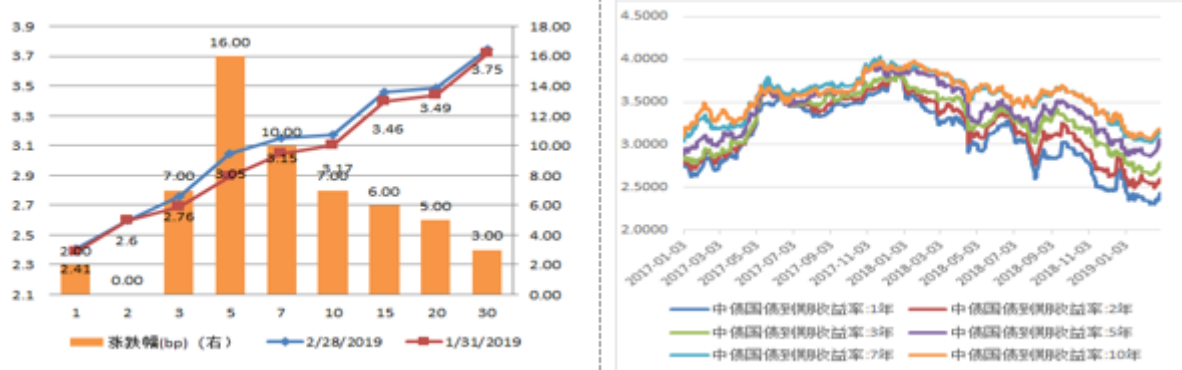
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率上行

2月主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中2年期收益率上行0bp至2.60%，5年期收益率上行16bp至3.05%，10年期收益率上行7bp至3.17%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走陡约5bp，10-5年利差走平约9bp。

从月度数据来看，1Y期上行2bp至2.41%，2Y期上行0bp至2.60%，3Y期上行7bp至2.76%，5Y期上行16bp至3.05%，7Y期上行10bp至3.15%，10Y期上行7bp至3.17%，15Y期上行6bp至3.46%，20Y期上行5bp至3.49%，30Y期上行3bp至3.75%。

图 2：2 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

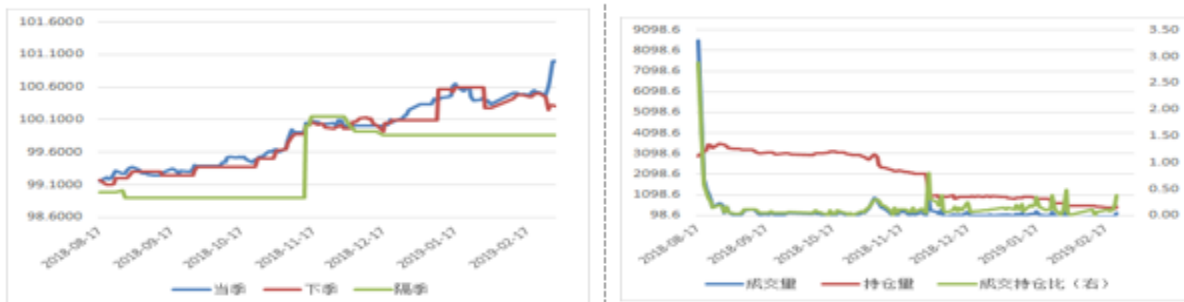
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 国债期货震荡走低

截止到 2 月 28 日收盘，两年期国债期货近交割月合约 TS1903 收于 101.00 元，月涨 0.62 或 0.62%；主力合约 TS1906 收于 100.325 元，月跌 0.10 或 0.09%；隔季合约 TS1909 收于 99.865 元，月涨 0.62 或 -0.36%；成交方面，主力合约 TS1906 成交量日均 24 手，三个合约日均成交 70 手；持仓方面，主力合约 TS1906 持仓量为 260 手，三个合约持仓达到 473 手，较上月底减少 105 手。五年期国债期货近交割月合约 TF1903 收于 99.665 元，月跌 0.32 或 0.21%；主力合约 TF1906 收于 99.12 元，月跌 0.665 或 0.68%；隔季合约 TF1909 收于 98.685 元，月跌 0.83 或 -1.16%；成交方面，主力合约 TF1906 成交量日均 3283 手，三个合约日均成交 6712 手；持仓方面，主力合约 TF1906 持仓量为 12607 手，三个合约持仓达到 12823 手，较上月底减少 4768 手。十年期国债期货近交割月合约 T1903 收于 98.05 元，月涨 0.00 或 -0.01%；主力合约 T1906 收于 96.945 元，月跌 0.92 或 0.97%；隔季合约 T1909 收于 96.535 元，月跌 1.215 或 1.26%；成交方面，主力合约 T1906 成交量日均 24392 手，三个合约日均成交 47288 手；持仓方面，主力合约 T1906 持仓量为 47268 手，三个合约持仓达到 49163 手，较上月底减少 11927 手。

2 月期债震荡走弱，前三周期债高位震荡，最后一周较大幅走低。前三周市场多空因素交织，期债高位震荡，具体看，利多因素一是市场部分投资者有降息的预期，二是跨春节后资金面趋松，三是地方政府债对国债的挤出效应减弱，四是物价数据低于预期，五是十年期债出现反向套利的机会，利空因素一是金融数据和进出口数据较大幅高于预期，二是中美贸易摩擦出现阶段性缓和，三是市场风险偏好有所回升，四是缴税和缴准等因素导致资金面边际收紧。最后一周期债较大幅走低，主要原因是股市大幅上涨令市场风险偏好持续回升，叠加临近月末和政府债券发行量较大令资金面收紧。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



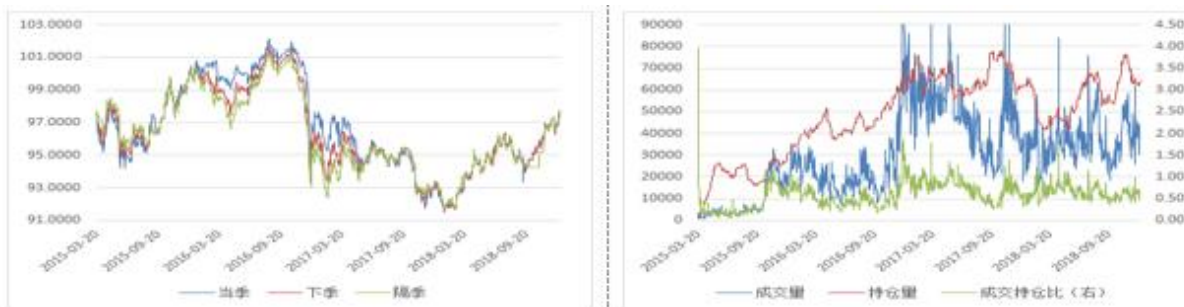
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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



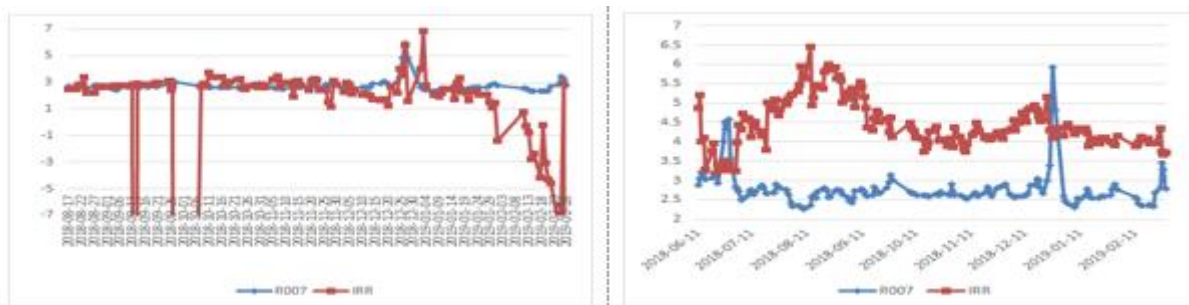
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现套利

从 2 月份 TS1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 先下后上, 而 R007 震荡上行, 在下半月有较明显的反向期现套利机会; TF1903 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; T1903 合约活

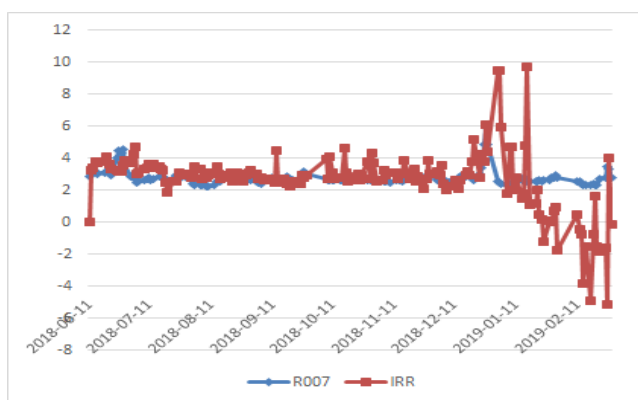
跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 先下后上，而 R007 震荡上行，在下半月有反向期现套利机会。

图 6: 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 7: T1903 活跃 CTD 券 IRR



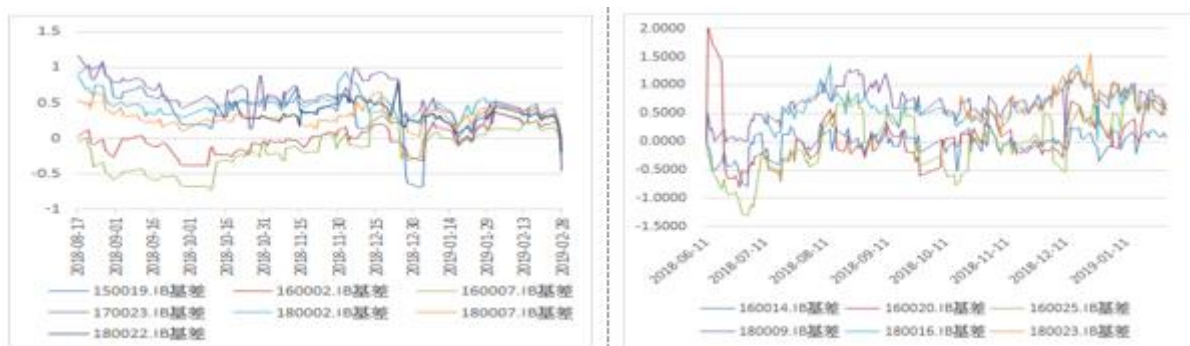
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 活跃券基差

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

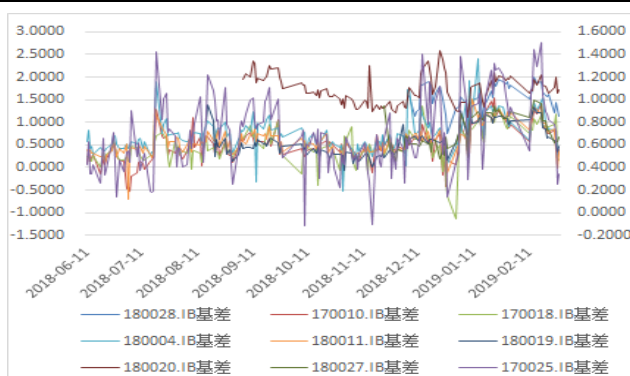


图 8：TS1903 活跃券基差走势&TF1903 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：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 2 月中国官方制造业 PMI 为 49.2%，较上月下行 0.3%，连续 3 个月低于 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 49.5% 和 50.6%，分别比上月下行 1.4% 和上行 1.0%，新订单指数止跌小幅反弹，反映需求有所改善，新出口订单指数和进口指数为 45.2% 和 43.6%，比上月下行 1.7% 和 0.1%。财新 PMI 为 49.9%，较上月上行 1.6%，与官方制造业 PMI 走势分化，虽然低于荣枯线但高于市场预期。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。

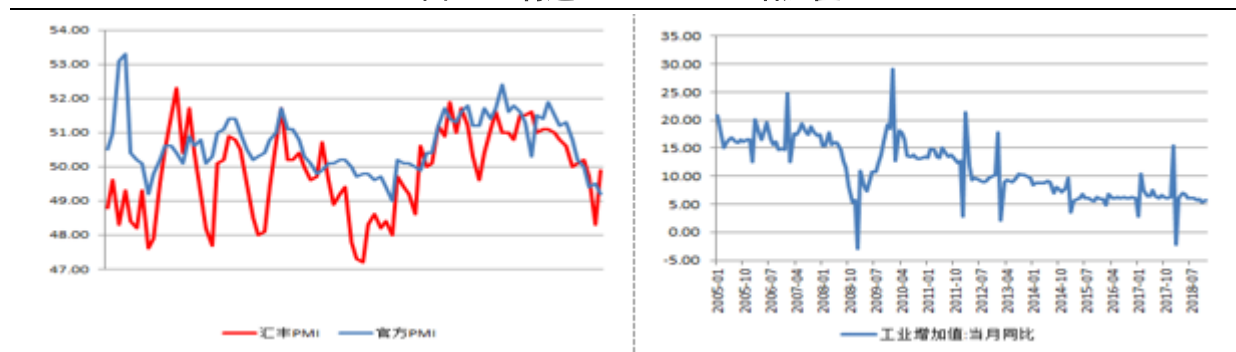
从房地产销售来看，由于春节因素，暂无房地产开发投资增速数据，考虑到前期土地增值费增速影响将继续减弱，且目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，预计房地产投资增速将会继续缓慢回落；由于春节因素，暂无基建投资增速数据，中央经济工作会议明确提出“加大基础设施等领域补短板力度”，考虑到地方

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，但受到严控地方政府隐性债务的制约反弹幅度存在不确定性；由于春节因素，暂无制造业投资增速，制造业增速可能上行乏力；由于春节因素，暂无社零消费数据，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；1 月出口增速大幅反弹至 9.1%，进口增速反弹至 -1.5%，超出市场预期，可能是中美贸易摩擦阶段性缓和以及对进出口有拉动作用，贸易顺差正向小幅减少，考虑到中美贸易摩擦地继续缓和，未来进出口增速虽仍承压，但在缓和期可能出现阶段性的反弹。

通胀方面，1 月份 CPI 较上月下行 0.2%至 1.7%，略低于市场预期，猪肉价格同比增速下行 1.7%至 -3.2%，猪价虽有下跌，但猪瘟令猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速下行 0.4%至 3.8%，鲜菜价格小幅回落；PPI 较上月继续下行 0.8%至 0.1%，环比跌幅收窄，油价止跌反弹，预计 PPI 可能转负。猪价上涨仍可能是 2019 年拉动 CPI 的因素。

金融数据方面，1 月新增人民币贷款 35668.36 亿元，较上月大幅增加约 26386.9 亿元，企业债融资为 4990.22 亿元，较上月增加约 1232.98 亿元，委托贷款为 -699.28 亿元，较上月少减少 1511.21 亿元，信托贷款为 345.02 亿元，较上月增加约 853.66 亿元，银行承兑汇票为 3786.18 亿元，较上月增加约 2763.08 亿元，1 月社融规模大幅增加，既有季节效应，也有宽信用政策效果的体现，随着地方政府债提前发行、非标融资的改善和宽信用政策效果的不断加码，预计社融下行速度将继续趋缓；M2 同比为 8.4%，小幅上行 0.3%，M1 维持下行至 0.4%，或受到春节效应的影响，M1-M2 的剪刀差为正且小幅上行。预计 2 月社融增速或略有下滑。

图 10: 制造业 PMI&工业增加值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

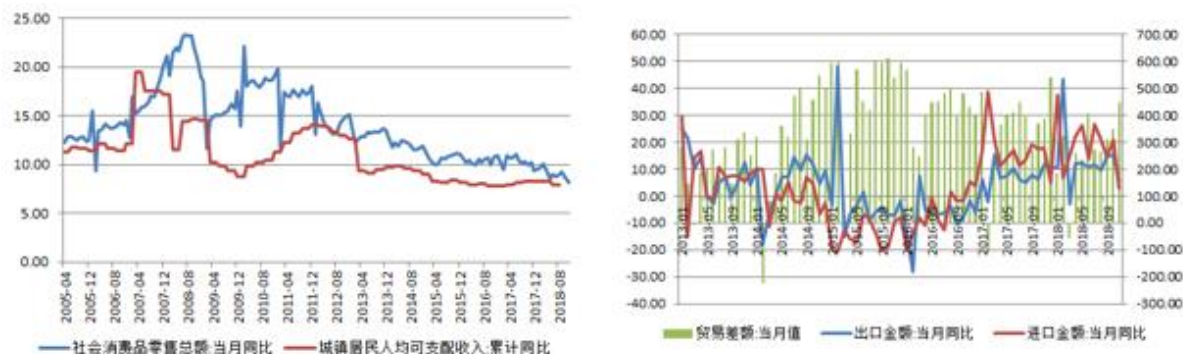


图 11: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



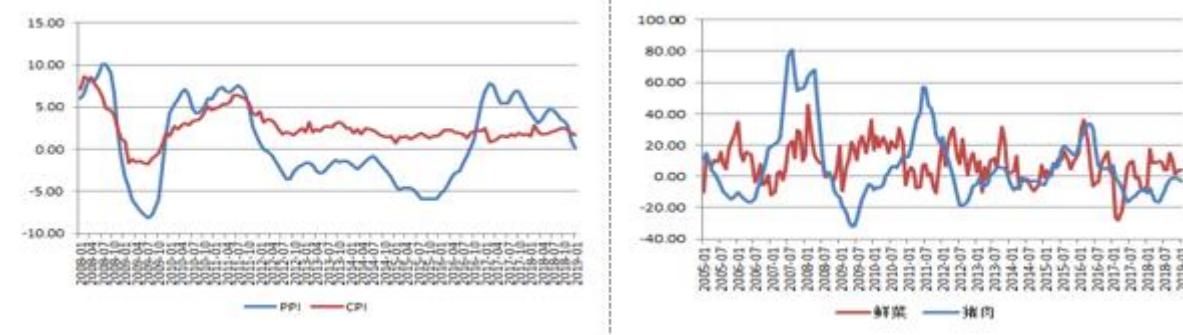
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



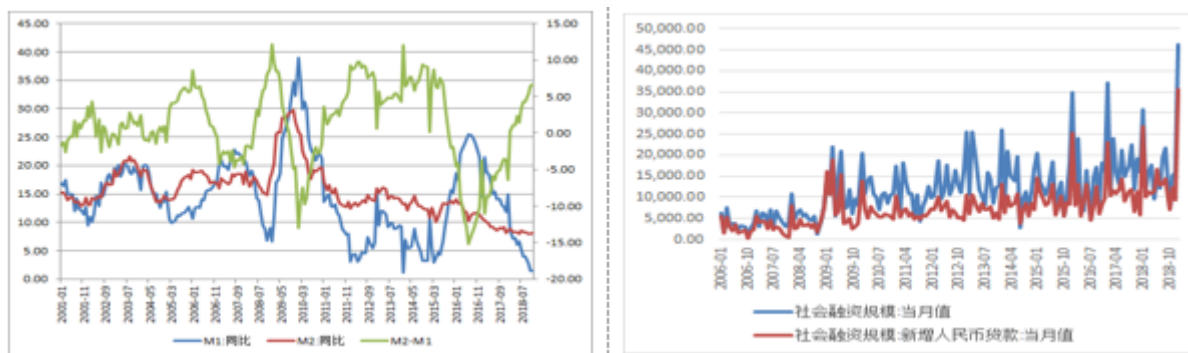
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 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 14: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

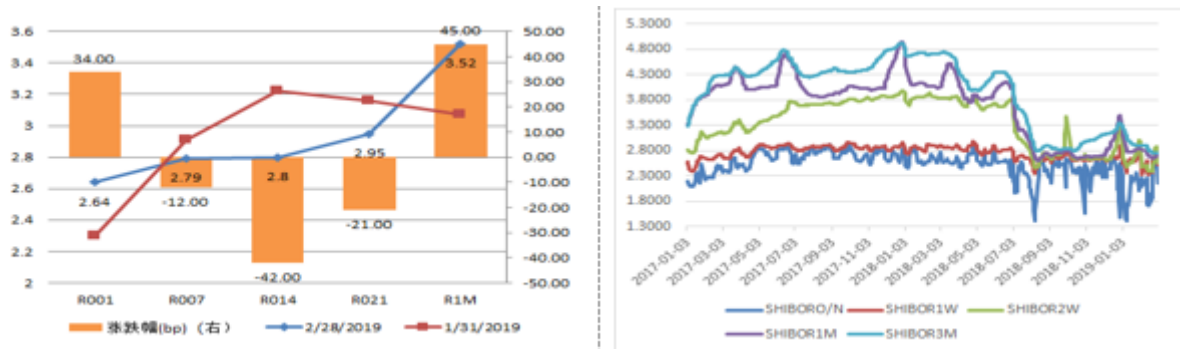
### 3.2 货币政策和监管政策

从央行发布的《2018 年四季度货币政策执行报告》来看, 货币政策目前仍在进行逆周期的调节, 疏通货币政策传导机制, 增加宽信用力度, 保持银行体系流动性的合理充裕, 短期内暂无降息的可能性, 但如果经济下行压力有所加大, 央行可能会继续进行降准或降息来进行逆周期的调节。近期美联储议息会议偏鸽派, 国内货币政策进一步宽松的空间有所提高。

### 3.3 资金利率: 3 月资金利率或先下后上

2 月资金利率先下后上, 为了应对春节效应, 央行提前进行降准对冲, 叠加 TMLF 和在公开市场上进行逆回购操作, 资金面整体较平稳, 但临近月末时点市场风险偏好提高、缴税和政府债券发行的影响, 资金利率冲高, 隔夜上行幅度较大。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 34bp 至 2.64%, 7 天下行 12bp 至 2.79%, 14 天下行 42bp 至 2.8%, 1M 上行 45bp 至 3.52%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 34bp 至 2.58%, 7 天下行 10bp 至 2.66%, 14 天下行 25bp 至 2.73%, 1M 下行 15bp 至 2.69%, 3M 下行 15bp 至 2.75%。3 月公开市场有 6915 亿元资金量到期, 其中包括 4315 亿元 1 年期 MLF 到期和 2600 亿元逆回购到期, 到期压力相对不大, 且央行维稳资金面意图较明显, 资金面可能继续偏平稳, 但在季末有上行的压力。

图 15: 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: 3 月期债可能先抑后扬

从经济基本面来看, 公布的经济数据有所改善, 但需关注经济数据改善的可持续性, 基本面对债市目前仍有支撑, 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, 美联储发表鸽派言论, 对国内货币政策提供空间; 从资金面看, 3 月资金量到期压力不大, 但在季末资金利率仍有上行压力, 预计资金面整体偏平稳; 从供需来看, 地方债对国债的挤出效应边际减弱, 国债的配置需求相对稳定。3 月在两会上可能会继续出台“稳增长”的政策, 期债或有承压, 可能先抑后扬, 目前经济仍有下行压力, 货币政策仍在进行逆周期调节, 利率中长期下行趋势暂未改变。

操作上, 长期投资者前多持有, 短期投资者做平曲线继续持有(多 T 空 2TF) 或先多 TF 空 T 后再多 T 空 TF。

### 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。