

国债期货策略周报

国元期货研究咨询部

国债期货高位震荡整理

主要结论:

政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。利率债投资的关注点从货币是否放松转向信用收缩能否改善。基本面来看，经济增速下滑、通胀预期抬升，国债期货多空因素皆有，后市震荡为主。国债期货已经突破了前期高点，多方力量较强，高看一线。

债市此前累积不少涨幅之后，期现货谨慎情绪已占上风。以区间震荡思路操作，后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1812 合约多单 95.4 止损，TF1812 合约多单 98 止损，TS1812 合约多单 99.8 止损。

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

目 录

一、周度行情回顾	1
(一) 期货市场回顾	1
(二) 现货市场回顾	1
(三) 行业要闻	2
二、基本面分析	3
(一) 金融数据	3
(二) 市场发行	5
(三) 资金面	5
三、综合分析	6
四、技术分析及建议	7

附 图

图表 1：期货行情走势	1
图表 2：中债国债收益率	1
图表 3：国债期货 CTD 券（中证估值）	2
图表 4：M1、M2.....	4
图表 5：社会融资规模	4
图表 6：货币市场利率	6
图表 7：中债国债到期收益率	7
图表 8：国债收益率差	7

一、周度行情回顾

(一) 期货市场回顾

上周（11月19日至23日），国债期货高位震荡整理，本周波动幅度较小。现券收益率小幅波动，央行已连停21个工作日未开展逆回购操作，资金面整体宽松边际收紧。债市此前累积不少涨幅之后，期现货谨慎情绪已占上风。股市波动对债市影响趋于弱化，国债期货走势将逐步回归基本面。

图表 1：期货行情走势

主力合约	收盘价	日涨跌(%)	周涨跌(%)	成交量	持仓量	日增仓	周增仓
T1903	96.67	0.02%	-0.22%	33956	64257	-493	7575
TF1903	98.745	0.01%	-0.15%	4943	12065	-108	3544
TS1812	100.03	0.00%	-0.04%	31	1278	-13	-199

数据来源：Wind、国元期货

(二) 现货市场回顾

本周利率债收益率曲线整体上行为主。本周国债收益率曲线整体下行4-5BP；短端：银行间国债YTM曲线2年期收益率2.7146%，较上日+1.16BP，较上周+1.21BP；中期：5年期国债收益率3.1853%，较上日-0.44BP，较上周+5.83BP；长端：10年期国债收益率3.3917%，较上日-0BP，较上周+4.02BP。整体来看本周国债收益率波动较小，收益率曲线整体向上平移。

图表 2：中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	2.2864	-7.08	+7.02
1Y	2.5115	+2.23	+0.35
2Y	2.7146	+1.16	+1.21
3Y	3.0132	-0.54	+3.22
5Y	3.1853	-0.44	+5.83
7Y	3.3903	+0.82	+4.00
10Y	3.3917	+0.00	+4.02

数据来源：Wind、国元期货

图表 3: 国债期货 CTD 券 (中证估值)

主力合约	CTD 券	净价(中证估值)	基差	期限价差	IRR (%)	净基差
T1903	16 付息国债 23	94.7572	0.1572	0.6343	2.30%	-0.4790
TF1903	16 付息国债 14	98.3634	-0.1741	1.0389	3.60%	-0.2908
TS1812	17 付息国债 16	101.1612	0.4511	-0.2330	-3.55%	0.3973

数据来源: Wind、国元期货

(三) 行业要闻

银保监会:三季度末,商业银行累计实现净利润 15118 亿元,同比增长 5.91%,增速较去年同期下降 1.49 个百分点;商业银行不良贷款率 1.87%,较上季末上升 0.01 个百分点;用于小微企业的贷款余额 33 万亿元,其中单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款同比增长 19.8%。

央行副行长范一飞:做好小微企业金融服务是个系统工程,需要金融企业各方联动;下一步希望各商业银行、中国银联联合产业各方,优先解决民营企业特别是中小企业融资难、甚至融不到资的问题,同时逐步降低融资审批要求,用好用足政策措施。

财政部 PPP 中心主任焦小平:财政部即将下发规范 PPP 发展相关意见明确,10%的支出红线绝对不能打破,强调依法合规的 10%支出红线以内的 PPP 支出责任不属于隐性债务;依法合规的 PPP 财政支出责任必须要纳入预算。从去年专项整顿工作开始到今年 10 月份,累计清库 2428 个项目,涉及投资额 2.9 万亿,整顿完善 2005 个项目,涉资 3.1 万亿。

央行上海总部发布《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》,引导金融资源“精准滴灌”民营和科创企业。《实施意见》运用了

多种货币信贷工具“多管齐下”切实传导优惠政策：一是要求充分发挥再贷款定向调控、精准滴灌功能，将不少于 100 亿元的再贷款额度聚焦于科技创新、先进制造业等重点领域民营、小微企业，同时努力撬动金融机构运用自有资金进一步加大信贷投放。

央行研究局局长徐忠：将在自贸区建设中积极扩大金融业对外开放，鼓励自贸区先行先试，优先落地各项金融业对外开放的措施；将逐步缩短金融领域的负面清单，在涉及金融牌照的全领域放松外资金融机构持股比例限制，大幅度扩大外资金融机构业务范围，用审慎要求替代准入和资质的限制，激发外资金融机构参与我国金融市场的积极性。

中金所修订风险控制管理办法，明确结算担保金补缴上限，规定未违约结算会员需要补缴结算担保金的，在其结算担保金使用日（含）之前连续 30 个自然日内（含），累计需要补缴的金额不超过其原缴纳标准的一倍，将于 11 月 26 日起正式实施。

据证券时报，资管新规下，打破刚性兑付成为必然。银行理财客户的风险偏好普遍较低，通过国债期货构建类期权产品，在策略上可以给客户一个比较明确的回撤控制机制和比较好的收益弹性，客户对产品接受度相对较高。国债期货混合专户产品或迎来发展契机。

二、基本面分析

（一）金融数据

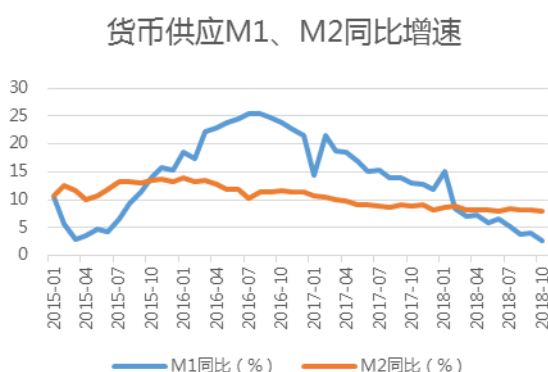
货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规模增速向 M2 增速靠近。10 月 M2 余额 179.56 万亿元，同比增 8.0%；社会融资规模存量 197.89 万亿元，同比增

长 10.2%；人民币贷款余额 133.96 万亿元，同比增长 13.1%。金融数据全面低于预期。目前货币政策边际放松，融资条件放宽，但是融资需求低。

10 月末，广义货币（M2）余额 179.56 万亿元，同比增长 8% 不及预期，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.9 个百分点；狭义货币（M1）余额 54.01 万亿元，同比增长 2.7%，增速分别比上月末和上年同期低 1.3 个和 10.3 个百分点；流通中货币（M0）余额 7.01 万亿元，同比增长 2.8%。当月净回笼现金 1148 亿元。

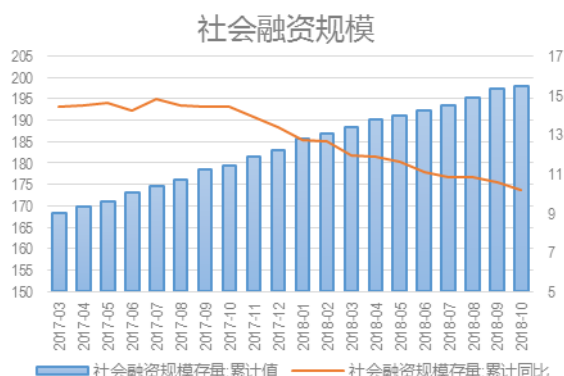
2018 年货币增速处于较低水平，自 6 月份 M2 增速 8.0% 创历史新低之后，连续 4 个月处于 8% 上方。由于货币政策有转向宽松的迹象，市场普遍预期 M2 增速启稳。不过市场预期货币增速处于偏低水平的货币供应条件或还将持续一段时间，货币增速处于偏低水平成为常态，主要是监管趋严、需求收缩背景下货币创造本身在减速。M1 增速显著低于 M2，反映实体经济体面临的资金状况仍然偏紧。

图表 4：M1、M2



数据来源：Wind、国元期货

图表 5：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

(二) 市场发行

本周一级市场需求非常好。金融债需求强过国债。

- 周一(11月19日),农发行3年期金融债中标收益率3.3%,全场倍数4.02,边际倍数12.2;5年期中标收益率3.55%,全场倍数4.21,边际倍数4.6。
- 周二(11月20日),国开行3年期金融债中标收益率3.2861%,全场倍数3.78,边际倍数1.61;5年期中标收益率3.5514%,全场倍数3.08,边际倍数4.59;7年期中标收益率3.7817%,全场倍数3.41,边际倍数3.2。。
- 周三(11月21日),农发行1年期金融债中标收益率2.5709%,全场倍数5.99,边际倍数1.32;7年期中标收益率3.7841%,全场倍数5.05,边际倍数8.29;10年期中标收益率3.8587%,全场倍数5.06,边际倍数4。财政部1年期国债中标收益率2.41%,边际利率2.49%,全场倍数2.12,边际倍数86.67;10年期中标收益率3.25%,边际利率3.3%,全场倍数2.91,边际倍数1.46。
- 周四(11月22日),进出口行1年期金融债中标收益率2.5726%,3年期中标收益率3.4035%,5年期中标收益率3.6032%,10年期中标收益率3.9113%。前一日中债进出口行债1、3、5、10年期到期收益率分别为2.9413%、3.4537%、3.7466%、3.9779%。
- 周五(11月23日),财政部3个月贴现国债中标收益率2.2377%,全场倍数2.5。

(三) 资金面

11月23日央行公告,目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,11月

23 日不开展逆回购操作。自 10 月 26 日以来，央行已连续 21 个工作日未开展逆回购操作。下周央行公开市场无到期资金。下周公开市场操作仍有可能继续暂停。逆回购停摆 21 日，资金利率持续走高。

资金面整体宽松边际收紧，银存间质押式回购利率下行。货币市场利率方面，周五 7 天回购定盘利率 2.61%，较上日-4BP，较上周+0BP；SHIBOR7 天报 2.6280%，较上日-1.40BP，较上周-0.10BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.5867%，较上日-8.52BP，较上周-3.36BP。资金利率处于较为偏低水平。

图表 6：货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	2.3500	-13.00	+0.00
FR007	2.6100	-4.00	+0.00
FR014	2.8500	+5.00	+25.00
Shibor O/N	2.3560	-10.00	+1.10
Shibor 1W	2.6280	-1.40	-0.10
Shibor 2W	2.6550	-1.30	+1.40
r007(日加权)	2.5867	-8.52	-3.36

数据来源：Wind、国元期货

三、综合分析

央行本周暂停公开市场操作，资金面整体偏宽松。本周国债收益率曲线以整体下行为主，下行幅度较大，国债期货大幅上行，突破 7 月 20 日的高点。

从货币政策上来看，政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。外部环境来看，美联储 18 年继续加息缩表，全球债券市场均有一定压力。

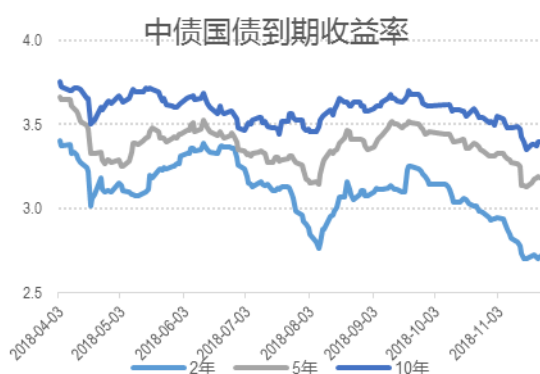
后期利率债投资的关注点从货币是否放松转向信用收缩能否改善。基本面的来看，经济中短期压力较大，经济基本面利好债市利率定位。但地方债发行放

量引供给担忧，且通胀指标从低位逐步攀升对债市有一定的压力。因此内部环境来看国债期货多空因素皆有，以震荡走势消化这些因素为主的行情。

四、技术分析及建议

国债期货已经突破了前期高点，多方力量较强，高看一线。债市此前累积不少涨幅之后，期现货谨慎情绪已占上风。以区间震荡思路操作，后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1812 合约多单 95.4 止损，TF1812 合约多单 98 止损，TS1812 合约多单 99.8 止损。

图表 7：中债国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

图表 8：国债收益率差



数据来源：Wind、国元期货

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532--66728681, 传真 0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层

电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604098 029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼

电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元

电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层

电话：0571-87686300