国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.1.21

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

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

主要结论：

央行本周累计净投放 7700 亿元，央行对春节前后的资金面较为呵护。资金面整体宽松。本周国债收益率曲线两端下行、中间上行，呈蝶式变化因而蝶式策略收益最大，其中短端受资金面的影响波动幅度最大。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。中国经济基本面还未见改善，未来政策也会继续偏宽松，因此债市长期看多预期仍在。

由于近期债市走强积累了较多的获利盘，利率债继续下行需要更大更多的利好。以区间震荡思路操作，建议投资者逢低做多，T1903 合约多单 97.41 止损，TF1903 合约多单 99.245 止损，TS1903 合约多单 100.165 止损。

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）市场发行 3
（二）资金面 4
三、综合分析 5
四、技术分析及建议 6

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：货币市场利率 5
图表 5：中债国债到期收益率 6
图表 6：国债收益率差 6

一、周度行情回顾

（一）期货市场回顾

上周（1 月 14 日至 18 日），国债期货高位震荡小幅上行，本周波动幅度较大。本周央行共进行 12700 亿元逆回购操作，实现天量投放 7700 亿元，当前市场资金面相当宽松。现券收益率区间波动为主，一级市场需求相当旺盛，对国债期货支撑较大。受资金面影响短期限国债期货较长期限涨幅大。目前国债期货宽幅震荡，由于近期债市走强积累了较多的获利盘，利率债继续下行需要更大更多的利好。

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	98.08	-0.28%	0.08%	43786	58865	-1559	-2591
TF1903	99.795	-0.14%	0.16%	5448	17188	116	1103
TS1903	100.605	-0.04%	0.18%	146	890	-1	-88

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两端下行、中间上行，收益率曲线呈蝶式变化。本周国债收益率曲线整体波动 3-8BP；短端：银行间国债 YTM 曲线 2 年期收益率 2.4979%，较上日+0.78BP，较上周-7.71BP；中期：5 年期国债收益率 2.9410%，较上日+4.27BP，较上周+3.10BP；长端：10 年期国债收益率 3.0910%，较上日+1.50BP，较上周-1.48BP。整体来看本周国债收益率波动增加，收益率曲线整体向下平移，呈蝶式变化。蝶式策略收益最大。

图表 2：中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	2.2924	-1.54	+2.40
1Y	2.3498	-0.02	-5.67
2Y	2.4979	+0.78	-7.71

3Y	2.7061	+1.88	-8.59
5Y	2.9410	+4.27	+3.10
7Y	3.0791	+2.18	-1.48
10Y	3.0910	+1.50	-1.48

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 附息国债 23	96.3762	0.2970	0.0802	0.59%	-0.3027
TF1903	16 附息国债 14	99.6827	0.0873	0.3249	2.32%	0.0295
TS1903	18 附息国债 22	100.6983	0.8433	-0.4241	-2.95%	0.1928

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

中国 2018 年 12 月 M2 同比增 8.1%，预期 8.1%，前值 8%；人民币贷款增加 1.08 万亿元，同比多增 4995 亿元；社会融资规模增量 1.59 万亿元，预期 1.3 万亿元，前值 1.52 万亿元。2018 年社会融资规模存量为 200.75 万亿元，同比增长 9.8%。2018 年新增人民币贷款 16.17 万亿元，同比增长 2.64 万亿元，多增量是上年同期的 3 倍，年末贷款余额同比增长 13.5%，较上年末提升 0.8 个百分点；去年三季度宏观杠杆率 249.6%，同比降 0.6 个百分点，金融风险总体收敛。央行副行长朱鹤新：当前市场对降息比较关注，从货币政策的结构上看，货币政策已围绕薄弱地区、重点领域做了各种努力，总体看，货币政策在实体经济的作用越来越发挥出来，在这个过程中，应该让已有的政策进一步发挥作用，并在此基础上做动态评估。

在中央结算公司 2019 债市投资策略论坛上，证监会债券监管部副主任表示，2018 年的债券市场才发现有惊无险非常平稳健康，2018 年债券市场总体上保持比较好的态势，发行债券接近 44 万亿。2018 年地方政府在交易所市场发行的债

券是 2.56 万亿元，占全国地方政府债发行总额的 61%。

财政部国库司副主任郭方明表示，2019 年要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制。2018 年末，我国国债余额近 15 万亿，地方政府债券余额近 18 万亿；国债、地方债成为债券市场中规模最大的两个品种。

央行金融市场司副巡视员高飞表示，2019 年将从四方面推动债市高质量发展：一是继续推进已有的工具产品的落地，及时回应市场需求，继续推进创新；二是进一步完善债券市场基本制度，提高基础设施的服务水平；三是提升衍生品市场功能；四是继续推动债市对外开放。首单商业银行永续债将于 1 月底前落地。中国银行有望成为商业银行首单永续债的发行人，近期正在积极路演。

二、基本面分析

（一）市场发行

本周一级市场需求非常好。

- 周一（1 月 14 日），农发行增发两期固息金融债，其中 3 年期固息债中标利率 3.071%，全场倍数 3.86，边际倍数 1.01；增发 5 年期中标利率 3.3068%，全场倍数 3.22，边际倍数 2.85。
- 周二（1 月 15 日），国开行三期金融债，国开行增发 1 年期金融债中标利率 2.4957%，全场倍数 2.88，边际倍数 7.5；发行 3 年期金融债中标利率 3.03%，全场倍数 2.5，边际倍数 1.53；增发 7 年期金融债中标利率 3.659%，

全场倍数 2.28，边际倍数 10.67。财政部国债做市支持操作随卖一年期国债中标利率 2.4372%，投标倍数 2.09。

- 周三（1 月 16 日），财政部两期固息债需求不俗，全场倍数超过 3。财政部 1 年期国债中标利率 2.31%，边际利率 2.35，全场倍数 3.18，边际倍数 7.73；续发 10 年期国债中标利率 3.0328%，边际利率 3.0629%，全场倍数 3.13，边际倍数 1.44。农发行三期金融 1 年期金融债中标利率 2.3854%，全场倍数 5.17，边际倍数 8.83；7 年期金融债中标利率 3.6156%，全场倍数 3.68，边际倍数 1.13；10 年期金融债中标利率 3.6828%，全场倍数 2.79，边际倍数 15.62。
- 周四（1 月 17 日），进出口行增发四期金融债增发 1 年期金融债中标利率 2.3843%，全场倍数 5.56，边际倍数 1.1；增发 3 年期中标利率 3.0208%，全场倍数 4.62，边际倍数 1.51；增发 5 年期中标利率 3.2670%，全场倍数 3.55，边际倍数 1.58；增发 10 年期中标利率 3.7034%，全场倍数 3.08，边际倍数 1.7。国开行增发两期金融债增发 5 年期金融债中标利率 3.2058%，全场倍数 3.71；增发 10 年期金融债中标利率 3.4862%，全场倍数 2.68。
- 周五（1 月 18 日），财政部 91 天期贴现国债中标利率 2.2109%，边际利率 2.2507%，全场倍数 3.69。

（二）资金面

本周央行共进行 12700 亿元逆回购操作，因累计有 1100 亿元逆回购到期，本周逆回购操作实现净投放 11600 亿元。若考虑 MLF 的口径，因周二有 3900 亿元 MLF 到期，本周累计净投放 7700 亿元。分析认为，元旦以后市场资金面迅速

恢复宽松，货币市场利率处于低位。随着春节临近，央行通过降低存款准备金率加逆回购，两种手段共同稳定资金面的格局初步显现。

资金面非常宽松。货币市场利率方面，周五 7 天回购定盘利率 2.60%，较上日-0BP，较上周+7BP；SHIBOR7 天报 2.6180%，较上日+0.70BP，较上周+6.30BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.5451%，较上日-1.4BP，较上周+1.68BP。资金利率处于较为偏低水平。

图表 4：货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	2.2000	-8.00	+48.00
FR007	2.6000	+0.00	+7.00
FR014	2.5000	+5.00	+30.00
Shibor O/N	2.1785	-8.05	+47.05
Shibor 1W	2.6180	+0.70	+6.30
Shibor 2W	2.5580	-1.10	+4.30
r007(日加权)	2.5451	-1.40	+1.68

数据来源：Wind、国元期货

三、综合分析

央行本周累计净投放 7700 亿元，央行对春节前后的资金面较为呵护。资金面整体宽松。本周国债收益率曲线两端下行、中间上行，呈蝶式变化，其中短端受资金面的影响波动幅度最大。

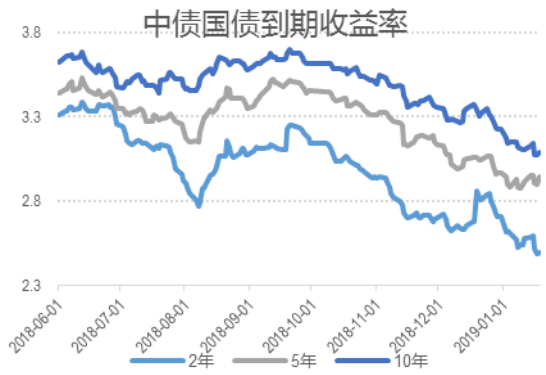
从货币政策上来看，政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。外部环境来看，美联储 2019 年继续加息缩表，但对全球市场的压力边际递减。

后期利率债投资的关注点从“宽货币”转向“宽信用”。基本面来看，经济中短期压力较大，经济基本面利好债市利率定位。中国经济基本面还未见改善，未来政策也会继续偏宽松，因此债市长期看多预期仍在。

四、技术分析及建议

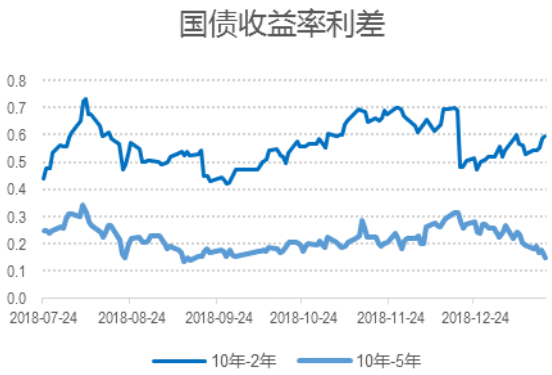
国债期货突破前期高点，多方力量较强，高看一线。受到对未来经济前景悲观预期的影响，债券市场维持强势。以区间震荡思路操作，后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1903 合约多单 97.41 止损，TF1903 合约多单 99.245 止损，TS1903 合约多单 100.165 止损。

图表 5：中债国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

图表 6：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

宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920-921 室
电话：0917-3859933

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：029-88604088

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