国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.3.11

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

主要结论：

央行本周累计净回笼10635亿元，资金面非常宽松。本周国债收益率曲线小幅下移，其中短端受资金面的影响下行幅度最大。一级市场需求较好、现货市场表现强势。货币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。

目前国债期货处于阶段性高位，1月进出口数据大幅好于预期经济基本面显韧性，物价偏弱映照内需不旺，社融超乐观预期。基本面和政策面预期差或压制债市表现。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，建议投资者前期多单逢高获利了结。

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 4
（一）市场发行 4
（二）资金面 5
（三）宏观数据 5
三、综合分析 7
四、技术分析及建议 8

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：CPI 6
图表 6：PPI 6
图表 7：货币供应 6
图表 8：社会融资规模 6
图表 9：中债国债到期收益率 8
图表 10：国债收益率差 8

一、周度行情回顾

（一）期货市场回顾

上周（3 月 4 日至 8 日），国债期货高位震荡大幅上涨为主，本周波动幅度较上周增大，短债弱于长债，现货强于期货。当前市场资金面相当宽松。现券收益率区间波动为主，一级市场需求比较旺盛，配置需求对国债期货价格支撑较大。目前国债期货高位震荡，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多基本面利好。

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
T1906	97.755	0.12%	0.97%	52578	53400	2989	5959
TF1906	99.58	0.17%	0.54%	6442	14030	249	931
TS1906	100.34	0.04%	0.03%	15	299	2	39

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下行为主，走势分化长端下行、短端略微上行，收益率曲线走平。本周国债收益率曲线整体波动 1-5BP；短端：银行间国债 YTM 曲线 2 年期收益率 2.6061%，较上日+0.02BP，较上周+0.26BP；中期：5 年期国债收益率 3.0284%，较上日-1.70BP，较上周-4.05BP；长端：10 年期国债收益率 3.1423%，较上日-1.49BP，较上周-4.47BP。整体来看本周国债收益率波动增加，收益率曲线整体下移走平。

图表 2：中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	1.9539	-0.87	-5.63
1Y	2.4503	-0.29	+1.65
2Y	2.6061	+0.02	+0.26
3Y	2.8031	-3.99	+1.35

5Y	3.0284	-1.70	-4.05
7Y	3.1646	-0.51	-1.19
10Y	3.1423	-1.49	-4.47

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
T1906	16 附息国债 23	96.0048	0.1853	0.5544	2.10%	0.0578
TF1906	16 附息国债 25	98.9140	0.2003	0.5640	2.08%	0.0667
TS1906	16 附息国债 15	99.6115	-0.6815	1.4075	5.16%	-0.7671

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

央行副行长潘功胜表示，债市违约属正常现象，有利于打破刚性兑付，纠正债券市场扭曲现象；2019 年要重点管控债券市场风险，完善违约债券处置市场和违约债券处置制度；境外投资者持有中国的债券大概占比只有 2.3%。

央行副行长潘功胜称，下一步将加强票据融资利率和市场利率的联动传导，引导金融机构加强内部管理，完善业务考核。

银保监会副主席王兆星：加强基层监管力量，特别是地县的监管力量；对一些不健康的、通道的、乱加杠杆的、导致资金脱实向虚的影子银行业务还要进一步控制和整治；加强对投机性房地产贷款的严格控制，房地产金融是防范风险的重点领域。

中国 2 月出口（以人民币计）同比降 16.6%，预期增 6.6%，前值增 13.9%；进口同比降 0.3%，预期增 6.2%，前值增 2.9%；贸易顺差 344.6 亿元，预期 2500 亿元，前值 2711.6 亿元。中国 2 月出口（以美元计）同比降 20.7%，预期降 5%，前值增 9.1%；进口同比降 5.2%，预期降 0.6%，前值降 1.5%。中国 2 月贸易帐顺

差（以美元计）41.2 亿美元，预期 262 亿美元，前值 391.6 亿美元。

银保监会:1 月底银行业金融机构境内总资产 265.1 万亿元,同比增速由 2018 年 12 月的 6.4%升至 6.9%。1 月底银行业金融机构境内总负债 243.3 万亿元，同比增速由 2018 年 12 月的 6.0%升至 6.5%。

3 月以来已发行及待发行的可转债总额已超过 500 亿元，达到 505.91 亿元。目前，可转债单月发行规模最高纪录是 2010 年 6 月份创下的 406.5 亿元。

据中国网报道，3 月 10 日，央行行长易纲在两会记者会上表示，金融危机后，现在发达国家的法定存款准备金率比较低，但超额存款准备金率较高。发展中国家一定的法定存款准备金率是合适的，通过下调准备金率在中国目前情况下还有一定空间，但比起前几年小多了。

央行行长易纲表示，理性看待对外贸易摩擦，绝对不会把汇率用于竞争的目的，也不会用汇率来提高中国的出口，不会用于贸易摩擦的工具；金融市场开放是根据中国改革开放时间表推进。

央行行长易纲：过去一年中国保持了人民币基本稳定，有效稳住宏观杠杆；2018 年末中国宏观杠杆率 249.4%，比 2017 年底降低 1.5 个百分点。在被问及稳健的货币政策要松紧适度相比去年少了“保持中性”，是否意味着今年的货币政策将会偏向宽松时，易纲表示，稳健的货币政策是一个非常内容丰富的政策取向，现在强调稳健的货币政策，和以前比较没有提中性，这样更简洁，但实际上稳健货币政策的内涵还没有变。

二、基本面分析

（一）市场发行

本周一级市场需求非常好。

- 周一（3 月 4 日），农发行增发 3 年期金融债中标利率 3.1201%，全场倍数 2.07，边际倍数 2.73；增发 5 年期中标利率 3.4668%，全场倍数 1.87，边际倍数 1.48。
- 周二(3 月 5 日)，国开行增发 1 年、5 年期金融债中标利率分别为 2.397%、3.4241%，全场倍数分别为 2.86、3.68。国开行增发 10 年期金融债中标利率为 3.6562%，全场倍数为 3.11，边际倍数 1.02。
- 周三（3 月 6 日），财政部 3 年期国债中标利率 2.69%，全场倍数 2.17；续发 7 年期国债中标利率 3.1543%，全场倍数 1.94。农发行增发 1、7、10 年期金融债中标利率分别为 2.2514%、3.8370%、3.8942%，全场倍数分别为 3.14、2.03、2.13。
- 周四（3 月 7 日），进出口行增发 1、3、5 年期金融债中标利率分别为 2.4227%、3.1431%、3.4635%，全场倍数分别为 2.34、3.22、2.82。国开行增发 3 年、7 年期金融债中标利率分别为 3.0687%、3.7428%，全场倍数分别为 5.59、3.21。
- 周五（3 月 8 日），财政部两期贴现国债需求不俗，财政部发行 3 个月期贴现国债中标利率 1.8859%，边际利率 1.948%，全场倍数 2.71，边际倍数 1.14；6 个月期贴现国债中标利率 2.1068%，边际利率 2.1956%，全场倍数 2.6，边际倍数 6.05。

（二）资金面

自 2 月 28 日以来，央行已连续 7 个工作日未开展公开市场操作，期间共有 2600 亿元央行逆回购和 1045 亿元 MLF 到期，全部实现自然净回笼。Wind 数据显示，截至目前，央行逆回购存量归零，下周六(16 日)有 3270 亿元 MLF 到期。在当前银行体系流动性总量水平较高的背景下，资金面宽松无虞，仍**需关注信贷投放情况和地方债发行缴款情况。**

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 2.35%，较上日-5BP，较上周-15BP；SHIBOR7 天报 2.3880%，较上日-12.90BP，较上周-12.30BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.3289%，较上日-4.02BP，较上周-10.62BP。资金利率处于较低水平。

图表 4：货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	2.0600	-1.00	-12.00
FR007	2.3500	-5.00	-15.00
FR014	2.3500	+0.00	-10.00
Shibor O/N	2.0470	-1.30	-10.80
Shibor 1W	2.3880	-12.90	-12.30
Shibor 2W	2.4480	-3.90	-11.70
r007(日加权)	2.3289	-4.02	-10.62

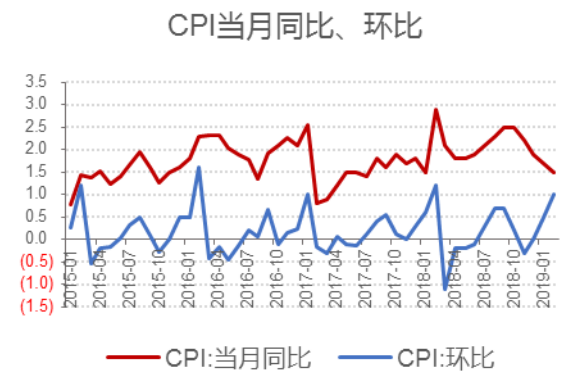
数据来源：Wind、国元期货

（三）宏观数据

2019 年 2 月 CPI 同比上涨 1.5%，环比上涨 1.0%；PPI 同比上涨 0.1%，环比下降 0.1%。CPI 同比增速较上月下降 0.2%，PPI 同比较上月持平；CPI 环比比上月上升 0.5，PPI 环比较上月回升 0.5，符合市场预期。后期 CPI 全年保持温和增长，PPI 继续回落并在 0 值之下一段时间的概率较大。通胀预期较 2018 年年末

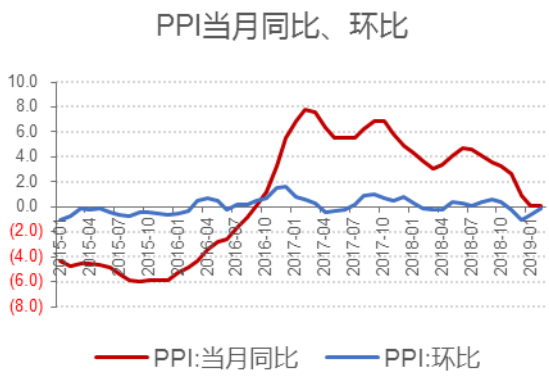
明显回落。

图表 5：CPI



数据来源：Wind、国元期货

图表 6：PPI



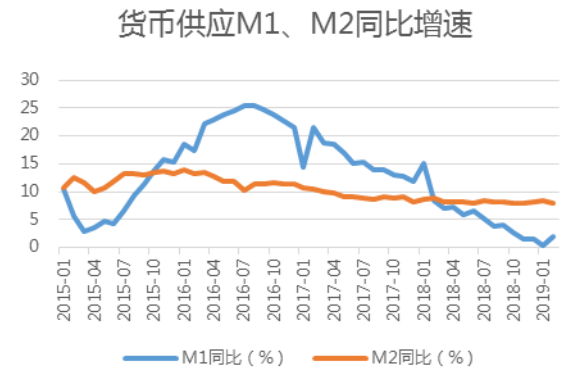
数据来源：Wind、国元期货

2 月末，广义货币（M2）余额 186.74 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.8 个百分点；狭义货币（M1）余额 52.72 万亿元，同比增长 2%，增速比上月末高 1.6 个百分点，比上年同期低 6.5 个百分点；流通中货币（M0）余额 7.95 万亿元，同比下降 2.4%。当月净回笼现金 7986 亿元。

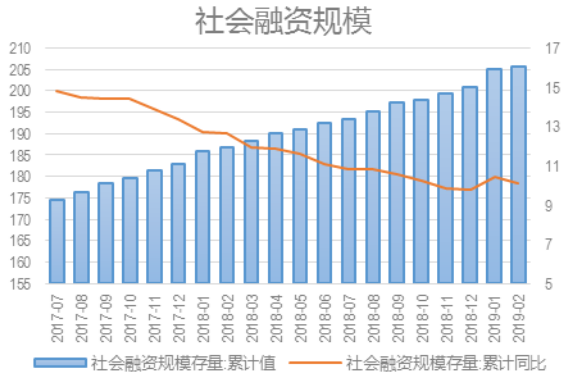
2 月末社会融资规模存量为 205.68 万亿元，同比增长 10.1%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 139.02 万亿元，同比增长 13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.17 万亿元，同比下降 12%；委托贷款余额为 12.26 万亿元，同比下降 11.4%；信托贷款余额为 7.82 万亿元，同比下降 8.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.87 万亿元，同比下降 15.7%；企业债券余额为 20.52 万亿元，同比增长 10.7%；地方政府专项债券余额为 7.55 万亿元，同比增长 37.5%；非金融企业境内股票余额为 7.05 万亿元，同比增长 4.7%。

图表 7：货币供应

图表 8：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

三、综合分析

央行本周累计净回笼2600亿元逆回购和1045亿元MLF，不过资金面非常宽松，央行对资金面较为呵护。本周国债收益率曲线走势分化，长端下行、短端略微上行，收益率曲线走平。

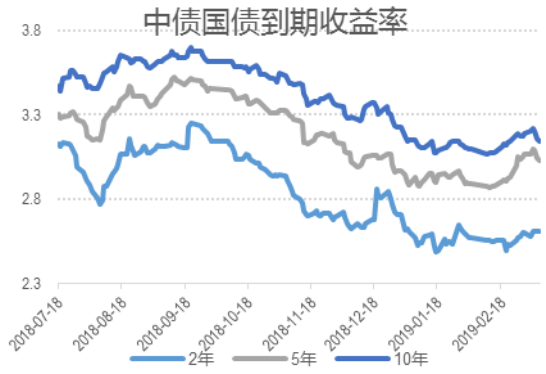
从货币政策上来看，政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。外部环境来看，由于经济数据回落经济风险上升，美联储软化利率路径，全球流动性压力减轻。

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，也有市场人士指出目前利率债处于牛尾阶段。

四、技术分析及建议

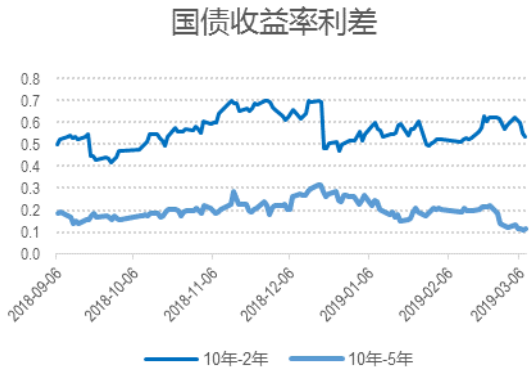
目前国债期货处于阶段性高位，2 月进出口数据下滑显示经济基本面压力犹存，物价偏弱映照内需不旺，社融止跌企稳。基本面和政策面预期差或压制债市表现。近期股债跷跷板效应明显，债市短期仍将维持震荡格局。后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1906 多单 97 止损，TF1906 多单 99 止损，TS1906 多单 100 止损，不建议参与成交不活跃 TS 合约。

图表 9：中债国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

图表 10：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