

国债期货策略周报

国元期货研究咨询部

国债期货高位震荡回调

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。

债市此前累积不少涨幅之后，目前市场情绪偏谨慎。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 95.4 止损，TF1903 合约多单 98 止损，TS1903 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	4
(一) 价格指数	4
(二) 市场发行	4
(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：CPI	4
图表 5：CPI 新涨价因素与翘尾因素	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(12月10日至14日),国债期货高位震荡横盘后调整,本周波动幅度较大,10年期主力合约创近四个月最大单周跌幅。现券收益率大幅波动,央行继续暂停公开市场逆回购操作,资金面整体宽松但及至年末有逐步收紧的趋势。受到对未来经济前景悲观预期的影响,未来政策也会继续偏宽松,因此调整过后债市长期看多预期仍在。

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	96.56	-0.23%	-0.57%	48894	62689	189	-431
TF1903	98.82	-0.12%	-0.21%	6364	15455	-19	220
TS1903	100.025	-0.02%	-0.07%	92	980	17	187

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,其中短端上行幅度较小(不含3M),中长端上行幅度较大。本周国债收益率曲线整体上行2-6BP;短端:银行间国债YTM曲线2年期收益率2.6545%,较上日+1.91BP,较上周+2.69BP;中期:5年期国债收益率3.0506%,较上日+0.68BP,较上周+2.79BP;长端:10年期国债收益率3.3468%,较上日+1.57BP,较上周+6.15BP。整体来看本周国债收益率波动较大,收益率曲线整体向上平移,曲线变陡。

图表 2: 中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	2.5525	+3.24	+15.15
1Y	2.4792	+1.75	+1.92
2Y	2.6545	+1.91	+2.69
3Y	2.9153	+2.10	+3.43

5Y	3.0506	+0.68	+2.79
7Y	3.2520	-0.44	+0.98
10Y	3.3468	+1.57	+6.15

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	18 付息国债 11	102.4804	0.6193	0.2502	1.04%	-0.2339
TF1903	16 付息国债 25	98.2468	0.3261	0.3313	1.44%	0.3348
TS1903	16 付息国债 02	99.3817	0.1869	0.4092	1.72%	-0.3934

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

为进一步完善国债期货产品体系，服务债券市场发展，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）研究设计了 30 年期国债期货合约，并将于 2018 年 12 月 18 日开展全市场仿真交易，首批挂牌的仿真合约 of TL1903、TL1906 和 TL1909。30 年期国债期货仿真合约的合约标的为面值 100 万元人民币、票面利率 3% 的名义超长期国债；可交割券范围为发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限为 25 - 30 年的记账式付息国债；最小变动价位为 0.01 元；交易保证金执行标准为仿真合约价值的 4%，自交割月份之前的两个交易日结算时起，交易保证金标准为合约价值的 5%；30 年期国债期货各仿真合约的交易手续费为每手 3 元，平今仓免收手续费，交割手续费标准为每手 5 元。

中国证券业协会首次公司债券受托管理人警示教育培训班在京召开。证监会债券监管部副主任刘榕指出，交易所债券市场正由加快发展阶段向“提质增效”高质量发展阶段转变，受托管理人在尽职调查、受托管理履职等方面仍存在一些问题。证监会将继续坚持依法全面从严监管，督促中介机构归位尽责，

促进交易所债券市场健康规范发展。

中债登发布银行间债券市场国债预发行履约担保有关事宜的通知，国债预发行交易实行履约担保制度，双方可选择双边履约担保或选择由第三方提供履约担保集中管理服务。

易纲：要注意风险在债市汇市股市之间传染的可能；央行在用货币政策和宏观审慎政策在维持各个市场的稳定；在调控货币政策的时候，特别注意了市场的流动性；到现在为止广义货币 M2 的增长速度为 8%，社会融资规模的增长速度 9.9%，这样一个速度还是和实体经济的增长相匹配的；从去年开始，杠杆率基本上稳定在 250% 左右；现在宏观杠杆的稳定已经差不多八个季度了。

美国时间 12 月 18 日-19 日，美国 FOMC(联邦公开市场委员会)将举行 12 月份的议息会议。从近期公布的数据来看，目前美国经济依然处于较好复苏周期，经济基本面和就业通胀数据支撑美联储继续加息，因此市场普遍预期此次加息几乎是“板上钉钉”。9 月份加息之后，联邦基金利率目标区间为 2.00%-2.25%。若此次决定加息，将成为美联储年内的第四次加息，也是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第九次加息。

发改委：截至今年 11 月底，市场化债转股签约项目总金额达到 18928 亿元，资金到位 5050 亿元；今年以来，市场化债转股签约总金额 2437 亿元，到位金额 1572 亿元。

中央结算公司首次向全球投资者发布了“中债-境外机构投资者指数”。该指数是中国银行间债券市场中首个针对境外机构投资者编制的指数，将为境外机构投资者参与中国债券市场提供最权威、最客观的业绩比较基准。

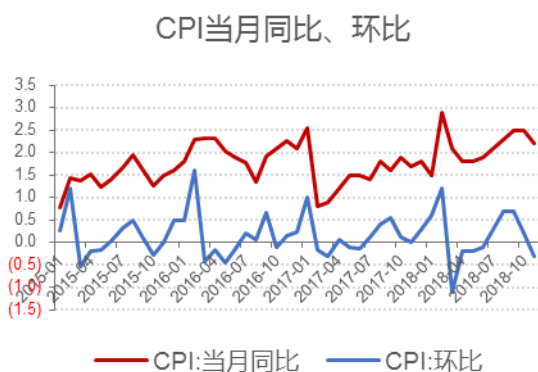
二、基本面分析

(一) 价格指数

2018 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.2%，预期 2.4%，前值 2.5%。其中，城市上涨 2.2%，农村上涨 2.2%；食品价格上涨 2.5%，非食品价格上涨 2.1%；消费品价格上涨 2.2%，服务价格上涨 2.1%。1-11 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.1%。

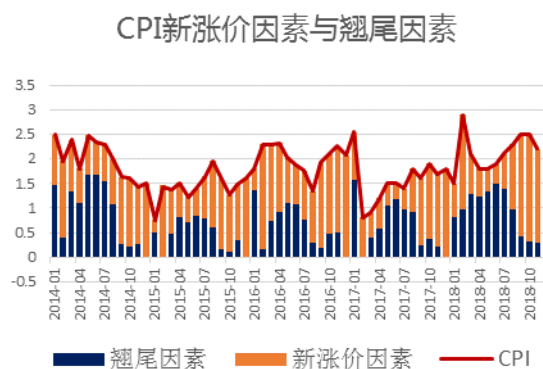
11 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.3%；食品价格下降 1.2%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 0.5%，服务价格下降 0.2%。

图表 4：CPI



数据来源：Wind、国元期货

图表 5：CPI 新涨价因素与翘尾因素



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（12 月 10 日），农发行增发 3 年期金融债（剩余期限约 5 个月）中标利率 1.9489%，全场倍数 2.48，边际倍数 4。

- 周二 (12 月 11 日), 国开行 3 年期金融债中标利率 3.2171%, 全场倍数 4.57, 边际倍数 25.75; 5 年期中标利率 3.4006%, 全场倍数 3.88, 边际倍数 2; 7 年期金融债中标利率 3.6479%, 全场倍数 4.5, 边际倍数 2.06; 10 年期中标利率 3.5878%, 全场倍数 4.41, 边际倍数 1。
- 周三 (12 月 12 日), 财政部续发两期国债需求尚可, 续发 2 年期国债中标利率 2.6009%, 边际利率 2.688%, 全场倍数 1.94, 边际倍数 3.73; 续发 5 年期国债中标利率 2.9269%, 边际利率 2.9819%, 全场倍数 2.15, 边际倍数 2.25。
- 周四 (12 月 13 日), 进出口银行增发四期金融债需求尚可, 短端品种中标收益率低于前一日到期收益率 20bp, 增发 1 年期金融债中标收益率 2.7442%, 全场倍数 2.77, 边际倍数 1; 增发 3 年期中标收益率 3.3638%, 全场倍数 3.11, 边际倍数 1.1; 增发 5 年期中标收益率 3.6353%, 全场倍数 2.4, 边际倍数 1; 增发 10 年期中标收益率 3.9019%, 全场倍数 2.35, 边际倍数 2.25。
- 周五 (12 月 14 日), 财政部两期国债需求一般, 中标收益率略高于前一日到期收益率, 全场倍数不足 2。财政部 91 天期贴现国债中标收益率 2.5535%, 边际利率 2.6892%, 全场倍数 1.64, 边际倍数 1; 续发 30 年期国债中标收益率 3.8244%, 全场倍数 1.9, 边际倍数 2.22。

(三) 资金面

央行公告, 对 12 月 14 日到期的 2860 亿元中期借贷便利 (MLF) 进行等额续做, 操作利率 3.3%, 14 日无逆回购操作。自 10 月 26 日以来, 央行已连续 36

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。年末资金面逐步收紧，与往年相比资金利率处于适中偏低水平。

资金面整体宽松边际收紧，银存间质押式回购利率上行。货币市场利率方面，周五 7 天回购定盘利率 2.80%，较上日+18BP，较上周+19BP；SHIBOR7 天报 2.6830%，较上日+4.70BP，较上周+7.20BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.8873%，较上日+23.13BP，较上周-30.32BP。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	2.6600	+15.00	+24.00
FR007	2.8000	+18.00	+19.00
FR014	2.7000	+20.00	+20.00
Shibor O/N	2.6550	+13.60	+23.90
Shibor 1W	2.6830	+4.70	+7.20
Shibor 2W	2.6760	+3.80	+5.80
r007(日加权)	2.8873	+23.13	+30.32

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上行为主，上行幅度略大，国债期货本周后两个交易日大幅调整。

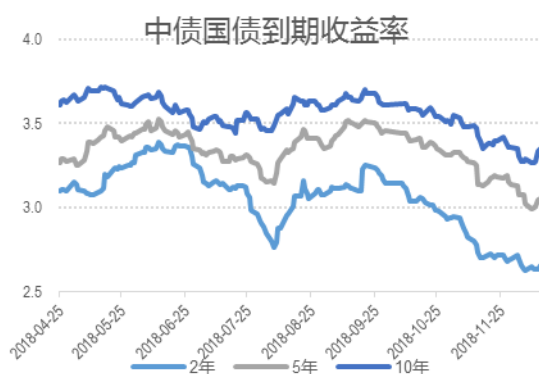
从货币政策上来看，政策基调已经从偏紧转向松紧适度、稳健中性，货币政策边际放松、资金面趋于偏松的概率较大。外部环境来看，美联储 18 年继续加息缩表，全球债券市场均有一定压力。

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。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

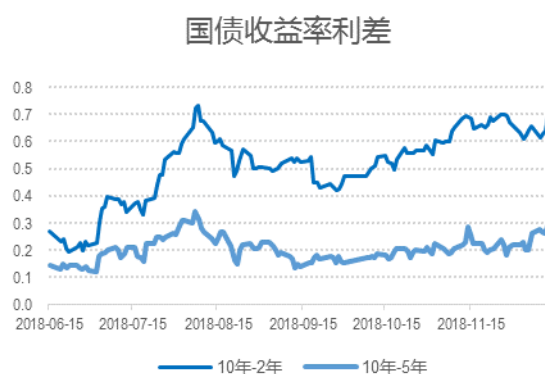
国债期货已经突破了前期高点，多方力量较强，高看一线。受到对未来经济前景悲观预期的影响，债券市场维持强势。以区间震荡思路操作，后市重点关注通胀压力、汇率变化及央行操作，建议投资者逢低做多，T1903 合约多单 95.4 止损，TF1903 合约多单 98 止损，TS1903 合约多单 99.8 止损。

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：029-88604088

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