

## 国债期货策略周报

国元期货研究咨询部

宏观金融

### 国债期货高位震荡

#### 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。

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) 价格指标 .....	4
(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 .....	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：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17日至21日），国债期货高位震荡上行，本周波动幅度较大。现券收益率小幅波动，央行公开市场大额投放跨年资金，资金面整体偏松，跨年资金仍稍紧，料年末会平稳度过。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
<b>T1903</b>	96.9	-0.07%	0.31%	44537	60995	-294	-1694
<b>TF1903</b>	98.925	-0.03%	0.13%	5030	13952	139	-1503
<b>TS1903</b>	100.07	-0.03%	0.05%	82	1017	16	37

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长短端分化，短端受跨年资金面的影响上行，长端小幅下行，收益率曲线走平。本周国债收益率曲线整体下行 2-6BP；短端：银行间国债 YTM 曲线 2 年期收益率 2.8102%，较上日-0.89BP，较上周+15.57BP；中期：5 年期国债收益率 3.0458%，较上日+0.44BP，较上周-0.48BP；长端：10 年期国债收益率 3.3168%，较上日+1.65BP，较上周-3BP。整体来看本周国债收益率波动较大，收益率曲线整体向下平移，曲线变平。

图表 2：中债国债收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
<b>3M</b>	2.7791	+5.14	+22.66
<b>1Y</b>	2.6806	-1.00	+20.14
<b>2Y</b>	2.8102	-0.89	+15.57
<b>3Y</b>	2.8709	-0.63	-4.44
<b>5Y</b>	3.0458	+0.44	-0.48
<b>7Y</b>	3.2382	-3.71	-1.38

10Y	3.3168	+1.65	-3.00
-----	--------	-------	-------

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	15 付息国债 23	96.4600	-0.3819	1.0290	5.00%	-1.0645
TF1903	16 付息国债 14	98.8792	0.1521	0.4864	2.26%	0.0821
TS1903	16 付息国债 02	99.2300	0.1939	0.3537	1.62%	-0.3900

数据来源：Wind、国元期货

### （三）行业要闻

财政部公告称，为支持国债做市，提高国债二级市场流动性，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，财政部决定开展国债做市支持操作。财政部决定 12 月 18 日 11:05-11:35 开展国债做市支持操作，操作券种为 2018 年记账式付息（二十一期）国债，方向为随卖，期限 3 年，规模 14.6 亿。

央行：创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域的支持力度；定向中期借贷便利资金可使用三年，操作利率比 MLF 利率优惠 15 个基点，目前为 3.15%；新增再贷款和再贴现额度 1000 亿元以支持中小金融机构继续扩大对小微企业、民营企业贷款；将继续实施稳健中性的货币政策，加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕，更加精准有效地实施定向调控。

央行解读 TMLF 及新增再贷款和再贴现额度 1000 亿元：TMLF 操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，TMLF 能够为大型银行提供较为稳定的长期资金来源，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力，降低融资成本，还有利于改善商业银行和金融市场的流动性结构，保持市场流动性合理充裕；

前期增加再贷款和再贴现额度，中小金融机构使用效果良好，继续加大支持力度，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持资本充足率达标、符合宏观审慎要求、监管合规的中小金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。

美联储宣布加息 25 个基点至 2.25%-2.5% 区间，接近决策者所估计的 2.5%-3.5% 的中性利率底部区域，这是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。美联储声明语气有所软化，但并非完全鸽派，仍表示进一步加息将是适合的，经济前景的风险大致平衡，维持每个月的资产负债表缩减幅度在 500 亿美元不变，经济活动强劲增长，开支强劲增长，投资温和。美联储预计明年加息次数将减少，并暗示在金融市场动荡和全球经济增长放缓的背景下，政策的紧缩周期正接近尾声。

中央经济工作会议于 12 月 19 日至 21 日在北京举行，会议提出：①稳健的货币政策要松紧适度，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题②积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模③加快经济结构优化升级，提升科技创新能力④保持经济运行在合理区间，提振市场信心⑤明年打好防范化解重大风险攻坚战，坚持结构性去杠杆基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险⑥构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房住不炒定位，因城施策、分类指导⑦资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地⑧推动全方位对外开放，推进中美经贸磋商。

地方债发行时间提前助力积极财政政策提效。十三届全国人大常委会第七

次会议将于12月23日至29日在京召开，会议议程包括授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案。这意味着2019年地方债发行将早于往年，同时发债规模也会更大。

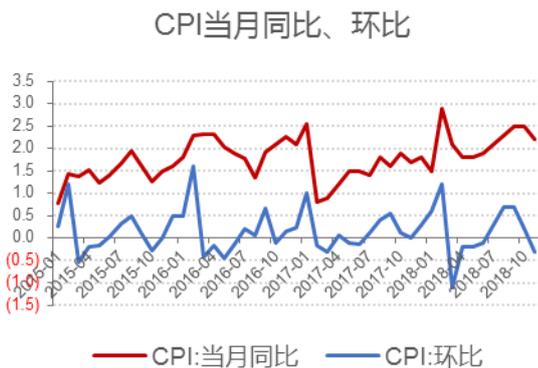
## 二、基本面分析

### (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%。

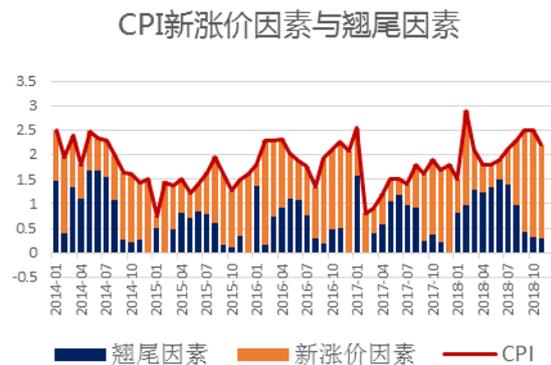
11月份，全国居民消费价格环比下降0.3%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.3%；食品价格下降1.2%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.5%，服务价格下降0.2%。

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。

- 周三 (12 月 19 日), 财政部续发两期国债需求尚可, 1 年期品种收益率走高, 财政部续发 1 年期国债中标收益率 2.6385%, 边际利率 2.7435%, 全场倍数 1.56, 边际倍数 1.01; 续发 10 年期国债中标收益率 3.2875%, 边际利率 3.3526%, 全场倍数 2.21, 边际倍数 1.1。
- 周四 (12 月 20 日), 进出口行增发四期金融债需求不俗, 短端品种博边际情形明显, 1 年期金融债中标收益率 3.0003%, 全场倍数 1.85, 边际倍数 1.50; 3 年期中标收益率 3.4577%, 全场倍数 2.34, 边际倍数 1.13; 5 年期中标收益率 3.5949%, 全场倍数 2.73, 边际倍数 1.43; 10 年期中标收益率 3.7532%, 全场倍数 4.02, 边际倍数 1.68。
- 周五 (12 月 21 日), 财政部 91 天期贴现国债中标利率 2.71%, 边际利率 2.8193%, 全场倍数 1.91。中债收益率曲线显示, 前一日 3 个月期国债到期收益率为 2.7277%。

## (三) 资金面

央行本周累计开展 6000 亿元逆回购操作, 因无逆回购到期, 实现净投放 6000 亿元, 创 11 个月单周新高。Wind 统计数据显示, 下周公开市场有 4900 亿元逆回购到期。分析认为, 财政支出将逐渐增多, 流动性最紧时刻已过, 料央行公开市场操作将有序减量直至再度停做。

资金面整体偏松, 跨年资金仍稍紧。货币市场利率方面, 周五 7 天回购定盘利率 2.63%, 较上日-3BP, 较上周-17BP; SHIBOR7 天报 2.6490%, 较上日-2.70BP,

较上周-3.40BP；银行间 7 天质押式回购加权平均利率 2.6590%，较上日-15.66BP，较上周-22.83BP。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	2.5000	-7.00	-16.00
FR007	2.6300	-3.00	-17.00
FR014	4.9000	+40.00	+220.00
Shibor O/N	2.4860	-8.10	-16.90
Shibor 1W	2.6490	-2.70	-3.40
Shibor 2W	2.8660	+4.70	+19.00
r007(日加权)	2.6590	-15.66	-22.83

数据来源：Wind、国元期货

### 三、综合分析

央行本周累计开展 6000 亿元逆回购操作，资金面整体偏宽松，跨年资金仍稍紧。本周利率债收益率曲线长短端分化，短端受跨年资金面的影响上行，长端小幅下行，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，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